



하나금융그룹

2020년 7월 7일 | Equity Research

고려아연 (010130)

2분기는 아쉽겠지만 하반기는 실적개선 가능할 전망

금속가격 및 Spot T/C 하락으로 아쉬운 2분기 실적 전망

2020년 2분기 고려아연의 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,6조원(YoY -10.1%, QoQ -9.6%)과 1,840억원(YoY -24.0%, QoQ -9.9%)을 기록할 전망이다.

1) 2020년 아연 벤치마크 제련수수료(T/C) 상승의 1분기까지 한꺼번에 소급적용과 2) 원/달러 환율 상승(2.1%)에도 불구하고, 3) 금(+7.8%)을 제외한 주요 금속들의 판매가격 하락(QoQ: 아연 -14.4%, 연 -11.8%, 은 -13.0%)과 4) 아연 Spot T/C 급락(중국 수입 Spot T/C 기준 QoQ -35.7%)의 영향으로 영업이익은 시장컨센서스인 2,087억원을 하회하는 아쉬운 실적이 예상된다.

하반기 금속가격 상승 전망 및 아연 Spot T/C 바닥 확인

코로나19의 전세계 확산으로 3월말에는 최근 4년래 최저치인 1,800불/톤까지 하락했던 LME 아연가격이 중국 경제활동 정상화와 더불어 주요 국가들의 자동차공장 가동 재개에 힘입어 6월 들어서는 지속적으로 2,000불/톤을 상회하고 있다. 하반기는 중국 정부의 대규모 부양책에 따른 큰 폭의 인프라투자 회복이 예상되기 때문에 아연 및 연 가격 강세가 예상된다. 동시에 2011년까지의 대세 상승기 이후 약세를 지속했던 은 가격의 경우 현재 상황이 이전 대세 상승기와 유사하다고 판단되기 때문에 하반기 은 가격의 본격적인 상승도 기대된다. 뿐만 아니라 여전히 남미 지역의 코로나19가 확진자가 급격하게 확대되고 있지만 주요 아연 광산들이 시차를 두고 재가동에 돌입할 예정이기 때문에 아연 Spot T/C 추가 하락 가능성은 제한적이라 판단된다.

투자의견 'BUY' 및 목표주가 530,000원 유지

고려아연에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 530,000원을 유지한다. 2분기 영업실적은 다소 아쉽겠지만 하반기 영업상황은 긍정적으로 전환될 것으로 예상된다. 동시에 중장기적으로 전지박이라는 새로운 성장동력 확보도 긍정적이다. 그럼에도 불구하고, 현재 주가는 PBR 0.95배로 밴드 하단 수준이기 때문에 저평가 되었다고 판단된다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 530,000원 | CP(7월 6일): 370,500원

Key Data		Consensus Data	
		2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	2,187.93		
52주 최고/최저 (원)	463,000/293,500	매출액(십억원)	6,648.9 6,921.5
시가총액(십억원)	6,991.3	영업이익(십억원)	812.2 861.2
시가총액비중(%)	0.58	순이익(십억원)	615.2 666.4
발행주식수(천주)	18,870.0	EPS(원)	32,140 34,859
60일 평균 거래량(천주)	51.2	BPS(원)	401,081 424,738
60일 평균 거래대금(십억원)	19.2		
20년 배당금(예상,원)	14,000		
20년 배당수익률(예상,%)	3.78		
외국인지분율(%)	22.92		
주요주주 지분율(%)			
영풍 외 42 인	42.42		
국민연금공단	8.78		
주가상승률 1M 6M 12M	1M: 4.1 6M: (12.1) 12M: (18.4)		
절대	(4.1) (12.1) (18.4)		
상대	(4.4) (13.4) (21.3)		

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	6,883.3	6,694.8	6,693.1	6,738.4	7,004.1
영업이익	십억원	764.7	805.3	790.2	855.0	919.1
세전이익	십억원	768.7	872.4	857.7	903.9	983.5
순이익	십억원	527.4	632.9	598.6	636.6	697.5
EPS	원	27,950	33,541	31,724	33,737	36,965
증감률	%	(16.2)	20.0	(5.4)	6.3	9.6
PER	배	15.47	12.67	11.68	10.98	10.02
PBR	배	1.29	1.18	0.98	0.93	0.88
EV/EBITDA	배	5.87	5.13	4.08	3.67	3.30
ROE	%	8.64	9.76	8.69	8.77	9.08
BPS	원	334,050	358,714	377,325	397,950	421,802
DPS	원	11,000	14,000	14,000	14,000	14,000



Analyst 박성경

02-3771-7774

sbpark@hanafn.com

RA 김도현

02-3771-3674

dohkim@hanafn.com

하나금융투자

2Q20 연결 영업이익은 1,840억원(YoY -24.0%, QoQ -9.9%)으로 컨센서스 하회하는 아쉬운 실적 예상

금속가격 및 Spot T/C 하락으로 아쉬운 2분기 실적 전망

2020년 2분기 고려아연의 연결 매출액과 영업이익은 각각 1.6조원(YoY -10.1%, QoQ -9.6%)과 1,840억원(YoY -24.0%, QoQ -9.9%)을 기록할 전망이다.

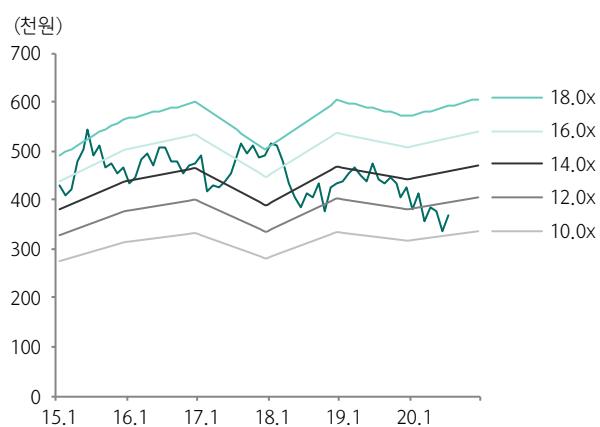
1) 2020년 아연 벤치마크 제련수수료(T/C) 상승의 1분기까지의 소급적용과 2) 원/달러 환율 상승(2.1%)에도 불구하고, 3) 금(+7.8%)을 제외한 주요 금속들의 판매가격 하락(QoQ): 아연 -14.4%, 연 -11.8%, 은 -13.0%과 4) 아연 Spot T/C 급락(중국 수입 Spot T/C 기준 QoQ -35.7%)의 영향으로 영업이익은 시장컨센서스인 2,087억원을 하회하는 아쉬운 실적이 예상된다.

표 1. 고려아연 실적 추이 및 전망

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
제품별 매출(본사기준)											
매출(십억원)	1,194.0	1,372.4	1,305.9	1,346.5	1,337.6	1,255.0	1,340.8	1,319.2	5,218.8	5,252.5	5,293.1
아연(십억원)	445.2	584.3	508.5	494.5	468.6	414.9	451.1	460.2	2,032.6	1,794.8	1,825.6
연(십억원)	261.1	263.1	250.9	257.6	251.8	239.2	237.3	231.8	1,032.7	960.1	968.4
금(십억원)	91.7	99.0	105.1	95.4	96.4	146.4	141.7	150.1	391.3	534.5	526.0
은(십억원)	265.7	293.5	298.3	357.7	390.0	321.7	359.7	327.1	1,215.2	1,398.6	1,389.5
제품별 판매량(본사기준)											
판매량(천톤)	249.9	279.9	266.6	256.1	272.7	271.5	271.6	276.6	1,052.5	1,092.5	1,093.8
아연(천톤)	138.2	167.9	163.4	164.1	164.9	158.9	163.3	165.5	633.7	652.6	652.6
연(천톤)	104.4	105.2	96.1	85.4	100.8	105.6	101.1	103.9	391.1	411.4	411.4
금(kg)	1,936.0	2,022.0	1,848.0	1,710.0	1,580.0	2,086.2	1,906.7	2,181.8	7,516.0	7,754.6	7,754.6
은(톤)	479.6	516.1	491.6	551.0	585.1	516.1	491.6	445.5	2,038.3	2,038.3	2,038.3
주요 제품 가격											
아연(달러/톤)	2,704.5	2,762.0	2,345.4	2,384.2	2,120.9	1,969.9	2,090.2	2,179.8	2,578.5	2,090.2	2,194.7
연(달러/톤)	2,036.9	1,883.7	2,029.4	2,038.5	1,842.7	1,679.3	1,777.5	1,730.4	2,004.4	1,757.5	1,845.4
금(달러/온스)	1,304.4	1,309.0	1,474.0	1,481.3	1,582.0	1,714.0	1,778.5	1,719.4	1,374.3	1,698.5	1,698.5
은(달러/온스)	15.6	14.9	17.0	17.3	16.9	16.4	18.0	18.7	16.0	17.5	17.5
연결기준											
매출액(십억원)	1,496.7	1,742.7	1,731.1	1,724.3	1,732.6	1,566.4	1,705.7	1,688.3	6,694.8	6,693.1	6,738.4
영업이익(십억원)	177.5	242.1	208.8	176.9	204.3	184.0	195.6	206.3	805.3	790.2	855.0
세전이익(십억원)	212.1	257.6	226.5	176.2	198.9	197.9	223.9	237.1	872.4	857.7	903.9
당기순이익(십억원)	151.2	184.7	157.9	139.1	137.8	117.5	149.6	193.8	632.9	598.6	636.6
영업이익률	11.9	13.9	12.1	10.3	11.8	11.7	11.5	12.2	12.0	11.8	12.7
세전이익률	14.2	14.8	13.1	10.2	11.5	12.6	13.1	14.0	13.0	12.8	13.4
순이익률	10.1	10.6	9.1	8.1	8.0	7.5	8.8	11.5	9.5	8.9	9.4

자료: 하나금융투자

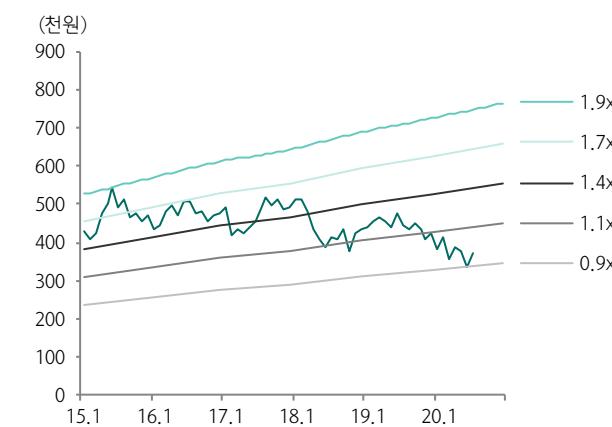
그림 1. 고려아연 PER밴드



주: IFRS 연결 기준

자료: 하나금융투자

그림 2. 고려아연 PBR밴드



주: IFRS 연결 기준

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

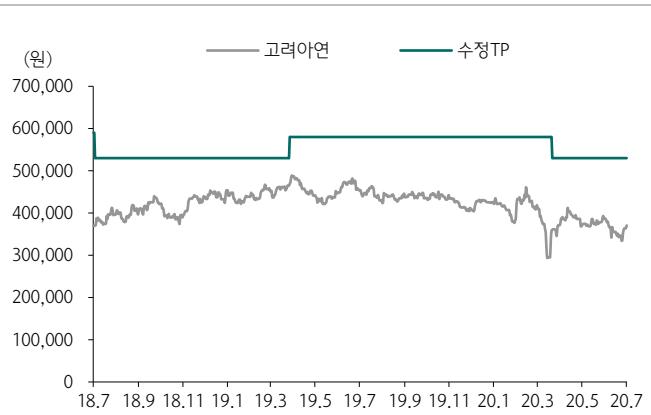
손익계산서		(단위: 십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액		6,883.3	6,694.8	6,693.1	6,738.4	7,004.1
매출원가		5,979.3	5,743.6	5,756.9	5,736.5	5,932.4
매출총이익		904.0	951.2	936.2	1,001.9	1,071.7
판관비		139.3	145.9	145.9	146.9	152.7
영업이익		764.7	805.3	790.2	855.0	919.1
금융손익		(0.2)	68.3	68.2	47.9	64.8
증속/관계기업손익		(2.3)	1.6	1.6	1.6	1.6
기타영업외손익		6.5	(2.8)	(2.3)	(0.7)	(2.0)
세전이익		768.7	872.4	857.7	903.9	983.5
법인세		233.9	233.8	253.7	261.5	279.7
계속사업이익		534.8	638.6	604.0	642.3	703.8
중단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익		534.8	638.6	604.0	642.3	703.8
비지배주주지분						
순이익		7.4	5.7	5.4	5.7	6.3
지배주주순이익		527.4	632.9	598.6	636.6	697.5
지배주주지분포괄이익		466.5	659.3	603.7	642.0	703.5
NOPAT		532.0	589.5	556.5	607.6	657.7
EBITDA		1,023.2	1,084.7	1,107.8	1,206.8	1,301.6
성장성(%)						
매출액증가율		4.3	(2.7)	(0.0)	0.7	3.9
NOPAT증가율		(13.2)	10.8	(5.6)	9.2	8.2
EBITDA증가율		(8.8)	6.0	2.1	8.9	7.9
영업이익증가율		(14.5)	5.3	(1.9)	8.2	7.5
(지배주주)순익증가율		(16.2)	20.0	(5.4)	6.3	9.6
EPS증가율		(16.2)	20.0	(5.4)	6.3	9.6
수익성(%)						
매출총이익률		13.1	14.2	14.0	14.9	15.3
EBITDA이익률		14.9	16.2	16.6	17.9	18.6
영업이익률		11.1	12.0	11.8	12.7	13.1
계속사업이익률		7.8	9.5	9.0	9.5	10.0
투자지표						
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)						
EPS		27,950	33,541	31,724	33,737	36,965
BPS		334,050	358,714	377,325	397,950	421,802
CFPS		55,967	58,760	59,183	64,477	69,458
EBITDAPS		54,225	57,481	58,705	63,953	68,975
SPS		364,776	354,786	354,693	357,096	371,178
DPS		11,000	14,000	14,000	14,000	14,000
주가지표(배)						
PER		15.5	12.7	11.7	11.0	10.0
PBR		1.3	1.2	1.0	0.9	0.9
PCFR		7.7	7.2	6.3	5.7	5.3
EV/EBITDA		5.9	5.1	4.1	3.7	3.3
PSR		1.2	1.2	1.0	1.0	1.0
재무비율(%)						
ROE		8.6	9.8	8.7	8.8	9.1
ROA		7.4	8.4	7.5	7.6	7.9
ROIC		12.9	13.7	12.0	12.2	12.5
부채비율		13.4	14.7	13.9	13.3	12.9
순부채비율		(35.8)	(37.7)	(36.2)	(35.5)	(35.2)
이자보상배율(배)		726.2	573.5	499.3	548.6	589.3

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산		3,965.9	4,597.9	4,619.0	4,719.4	4,937.7
금융자산		2,313.6	2,621.3	2,642.9	2,730.0	2,870.0
현금성자산		656.1	689.5	711.2	796.3	925.4
매출채권 등		319.1	384.5	384.4	387.0	402.2
재고자산		1,288.0	1,555.7	1,555.3	1,565.9	1,627.6
기타유동자산		45.2	36.4	36.4	36.5	37.9
비유동자산		3,260.0	3,242.6	3,575.1	3,873.5	4,141.9
투자자산		333.2	188.5	188.5	188.7	189.6
금융자산		2.3	1.2	1.2	1.2	1.2
유형자산		2,785.1	2,900.7	3,233.4	3,531.8	3,799.6
무형자산		85.8	93.7	93.5	93.3	93.1
기타비유동자산		55.9	59.7	59.7	59.7	59.6
자산총계		7,225.9	7,840.6	8,194.1	8,592.9	9,079.6
유동부채		538.4	704.3	702.9	706.4	726.8
금융부채		24.0	32.8	31.5	31.5	31.6
매입채무 등		386.7	488.5	488.3	491.6	511.0
기타유동부채		127.7	183.0	183.1	183.3	184.2
비유동부채		312.9	297.9	297.8	299.8	311.2
금융부채		7.1	8.9	8.9	8.9	8.9
기타비유동부채		305.8	289.0	288.9	290.9	302.3
부채총계		851.4	1,002.2	1,000.7	1,006.2	1,038.1
지배주주지분		6,250.0	6,715.4	7,066.6	7,455.8	7,905.9
자본금		94.4	94.4	94.4	94.4	94.4
자본잉여금		56.0	56.6	56.6	56.6	56.6
자본조정		(53.5)	(53.5)	(53.5)	(53.5)	(53.5)
기타포괄이익누계액		15.0	26.3	26.3	26.3	26.3
이익잉여금		6,138.1	6,591.7	6,942.9	7,332.1	7,782.2
비지배주주지분		124.5	123.0	126.8	131.0	135.7
자본총계		6,374.5	6,838.4	7,193.4	7,586.8	8,041.6
순금융부채		(2,282.5)	(2,579.7)	(2,602.5)	(2,689.6)	(2,829.5)
현금흐름표						
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름		888.3	692.7	921.6	1,006.6	1,046.5
당기순이익		534.8	638.6	604.0	642.3	703.8
조정		356.3	311.9	317.3	372.2	389.1
감가상각비		258.5	279.3	317.5	351.8	382.5
외환거래손익		1.2	(6.5)	12.7	12.7	12.7
지분법손익		2.3	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)
기타		94.3	40.7	(11.3)	9.3	(4.5)
영업활동	자산부채	(2.8)	(257.8)	0.3	(7.9)	(46.4)
변동						
투자활동 현금흐름		(649.7)	(473.9)	(651.2)	(674.0)	(670.0)
투자자산감소(증가)		193.1	146.3	0.0	(0.1)	(0.9)
유형자산감소(증가)		(314.7)	(357.5)	(650.0)	(650.0)	(650.0)
기타		(528.1)	(262.7)	(1.2)	(23.9)	(19.1)
부채증가						
자본증가(감소)		(3.2)	10.5	(1.2)	0.0	0.0
기타재무활동		(0.1)	0.6	0.0	0.0	0.0
배당지급		(178.3)	(196.0)	(247.4)	(247.4)	(247.4)
현금의 증감		59.2	33.4	21.7	85.2	129.0
Unlevered CFO		1,056.1	1,108.8	1,116.8	1,216.7	1,310.7
Free Cash Flow		572.2	334.5	271.6	356.6	396.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

고려아연



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
20.3.27	BUY	530,000		
19.4.2	BUY	580,000	-25.39%	-15.69%
18.7.9	BUY	530,000	-20.46%	-11.89%
18.7.1	BUY	590,000	-36.90%	-35.42%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현재가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.9%	8.1%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 7월 6일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 7월 7일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2020년 7월 7일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.