

고려아연 (010130)

2분기는 아쉬웠지만 3분기 귀금속가격 상승 수혜 기대

2Q20 아연 가격 및 Spot T/C 하락으로 컨센서스 하회

2020년 2분기 고려아연의 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 1,62조원(YoY -6.9%, QoQ -6.4%)과 1,640억원(YoY -32.3%, QoQ -19.7%)을 기록하며 시장컨센서스인 1,992억 원을 하회했다.

1) 2020년 아연 벤치마크 제련수수료(T/C) 상승의 1분기까지 한꺼번에 소급적용과 2) 원/달러 환율 상승(+2.3%)에도 불구하고, 3) 아연정광 Spot T/C 급락(중국 수입 Spot T/C 기준 QoQ -35.7%)과 4) 금(+10.0%)을 제외한 주요 금속들의 판매가격 하락(QoQ: 아연 -10.5%, 연 -9.6%, 은 -6.4%)이 부담으로 작용했다. 특히 해외회사인 호주 SMC는 아연가격 하락 및 Residue 판매 급감으로 마이너스 영업이익률(1Q20 +2.2% → 2Q20 -1.1%)을 기록했다.

기대되는 3분기 영업실적 개선

중국 경제활동 정상화와 주요 국가들의 자동차공장 가동 재개에 힘입어 LME 아연 가격이 7월말 현재 2,200불/톤(3월말 1,800불/톤 하회)을 기록 중이다. 중국의 대규모 경기부양책으로 한동안 아연 가격 강세가 기대된다. 뿐만 아니라 최근 귀금속 가격 상승세가 가파르던 금은 온스당 1,900불을 상회하며 사상최고치를 갱신 중이고 은 가격 또한 5월초 15불에서 현재 23.4불까지 급등했다. 미달러 약세, 글로벌 유동성 확대, 인플레이션 가능성 부각, 코로나19 확산 등의 영향으로 하반기 귀금속, 특히 은 가격 추가 강세가 예상된다. 동시에 남미 지역의 주요 아연 광산들이 시차를 두고 재가동에 돌입할 예정으로 아연정광 Spot T/C 추가 하락 가능성도 제한적이다. 이를 감안한 고려아연의 3분기 연결 영업이익은 2,180억원(YoY +4.4%, QoQ +33.0%)이 예상된다.

투자 의견 'BUY' 유지, 목표주가는 580,000원으로 상향

고려아연에 대해 투자 의견 BUY를 유지하고 실적추정치 상향으로 목표주가를 기존 530,000원에서 580,000원으로 상향한다. 3분기부터 양호한 영업실적이 예상되는 가운데 중장기적으로 전지박이라는 새로운 성장동력 확보도 긍정적이다. 그에 반해 현재 주가는 PBR 1.1배로 밴드 하단 수준이기 때문에 저평가 되었다고 판단된다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 580,000원(상향) | CP(7월 27일): 430,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,217.86
52주 최고/최저(원)	461,000/293,500
시가총액(십억원)	8,123.5
시가총액비중(%)	0.67
발행주식수(천주)	18,870.0
60일 평균 거래량(천주)	55.6
60일 평균 거래대금(십억원)	20.9
20년 배당금(예상, 원)	14.00
20년 배당수익률(예상, %)	3.25
외국인지분율(%)	23.43
주요주주 지분율(%)	
영풍 외 42인	42.42
국민연금공단	8.78
주가상승률	1M 6M 12M
절대	24.4 5.8 (2.0)
상대	19.8 7.1 (8.7)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	6,615.5	6,902.5
영업이익(십억원)	802.8	856.4
순이익(십억원)	607.9	662.4
EPS(원)	31,749	34,633
BPS(원)	400,580	423,896

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	6,883.3	6,694.8	7,326.3	7,497.0	7,775.5
영업이익	십억원	764.7	805.3	811.2	914.5	960.2
세전이익	십억원	768.7	872.4	839.3	951.1	1,007.8
순이익	십억원	527.4	632.9	585.7	669.9	714.8
EPS	원	27,950	33,541	31,041	35,499	37,880
증감률	%	(16.2)	20.0	(7.5)	14.4	6.7
PER	배	15.47	12.67	13.87	12.13	11.36
PBR	배	1.29	1.18	1.14	1.08	1.02
EV/EBITDA	배	5.87	5.13	5.05	4.42	4.06
ROE	%	8.64	9.76	8.51	9.22	9.27
BPS	원	334,050	358,714	376,642	399,029	423,795
DPS	원	11,000	14,000	14,000	14,000	14,000



Analyst 박성봉
02-3771-7774
sbpark@hanafn.com

RA 김도연
02-3771-3674
dohkim@hanafn.com

2Q20 연결 영업이익 1,640억원 (YoY -32.3%, QoQ -19.7%)로 시장컨센서스 하회

2Q20 아연 가격 및 Spot T/C 하락으로 컨센서스 하회

2020년 2분기 고려아연의 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 1,62조원(YoY -6.9%, QoQ -6.4%)과 1,640억원(YoY -32.3%, QoQ -19.7%)을 기록하며 시장컨센서스인 1,992억원을 하회했다.

1) 2020년 아연 벤치마크 제련수수료(T/C) 상승의 1분기까지 한꺼번에 소급적용과 2) 원/달러 환율 상승(+2.3%)에도 불구하고, 3) 아연정광 Spot T/C 급락(중국 수입 Spot T/C 기준 QoQ -35.7%)과 4) 금(+10.0%)을 제외한 주요 금속들의 판매가격 하락(QoQ: 아연 -10.5%, 연 -9.6%, 은 -6.4%)이 부담으로 작용했다. 특히 해외자회사인 호주 SMC는 아연가격 하락 및 Residue 판매 급감으로 마이너스 영업이익률(1Q20 +2.2% → 2Q20 -1.1%)을 기록했다.

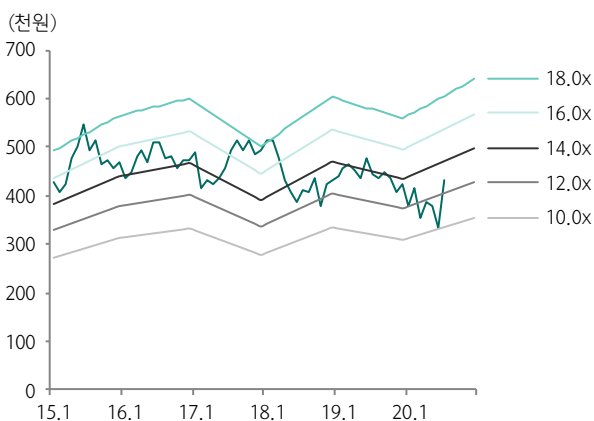
표 1. 고려아연 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, 천톤, kg, 톤, 달러/톤, 달러/온스, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	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	1,253.4	1,548.2	1,610.2	5,218.8	5,749.4	5,889.0
아연(십억원)	445.2	584.3	508.5	494.5	468.6	404.3	462.1	451.3	2,032.6	1,786.4	1,825.6
연(십억원)	261.1	263.1	250.9	257.6	251.8	226.7	240.6	250.3	1,032.7	969.5	977.5
금(십억원)	91.7	99.0	105.1	95.4	96.4	147.4	148.4	160.2	391.3	552.4	517.4
은(십억원)	265.7	293.5	298.3	357.7	390.0	363.2	544.4	577.7	1,215.2	1,875.3	1,982.8
제품별 판매량(본사기준)											
판매량(천톤)	249.9	279.9	266.6	256.1	272.7	266.9	271.7	281.4	1,052.5	1,092.7	1,094.0
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	100.4	101.1	109.1	391.1	411.4	411.4
금(kg)	1,936.0	2,022.0	1,848.0	1,710.0	1,580.0	2,196.0	1,906.7	2,072.0	7,516.0	7,754.6	7,754.6
은(톤)	479.6	516.1	491.6	551.0	585.1	582.0	534.0	512.9	2,038.3	2,214.0	2,214.0
주요 제품 가격											
아연(달러/톤)	2,704.5	2,762.0	2,345.4	2,384.2	2,120.9	1,959.4	2,150.2	2,130.3	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	1,669.9	1,807.5	1,789.8	2,004.4	1,777.5	1,866.3
금(달러/온스)	1,304.4	1,309.0	1,474.0	1,481.3	1,582.0	1,709.6	1,852.5	1,905.9	1,374.3	1,762.5	1,674.4
은(달러/온스)	15.6	14.9	17.0	17.3	16.9	16.3	24.2	27.4	16.0	21.2	22.3
연결기준											
매출액(십억원)	1,496.7	1,742.7	1,731.1	1,724.3	1,732.6	1,622.0	1,952.4	2,019.2	6,694.8	7,326.3	7,497.0
영업이익(십억원)	177.5	242.1	208.8	176.9	204.3	164.0	218.0	224.9	805.3	811.2	914.5
세전이익(십억원)	212.1	257.6	226.5	176.2	198.9	159.1	229.4	251.8	872.4	839.3	951.1
당기순이익(십억원)	151.2	184.7	157.9	139.1	137.8	110.0	156.5	181.4	632.9	585.7	669.9
영업이익률	11.9	13.9	12.1	10.3	11.8	10.1	11.2	11.1	12.0	11.1	12.2
세전이익률	14.2	14.8	13.1	10.2	11.5	9.8	11.7	12.5	13.0	11.5	12.7
순이익률	10.1	10.6	9.1	8.1	8.0	6.8	8.0	9.0	9.5	8.0	8.9

자료: 하나금융투자

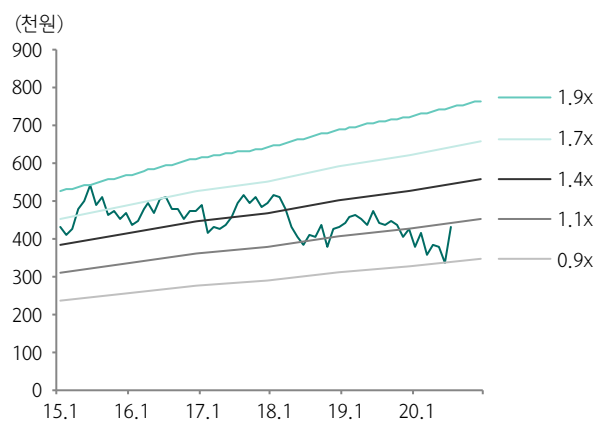
그림 1. 고려아연 PER밴드



주: IFRS 연결 기준

자료: 하나금융투자

그림 2. 고려아연 PBR밴드



주: IFRS 연결 기준

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

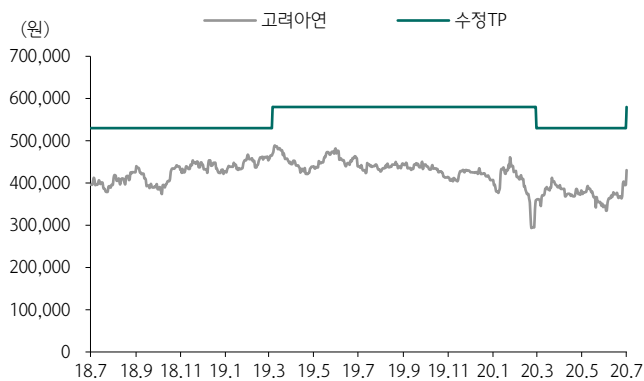
손익계산서		(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	
매출액	6,883.3	6,694.8	7,326.3	7,497.0	7,775.5	
매출원가	5,979.3	5,743.6	6,355.4	6,419.1	6,645.9	
매출총이익	904.0	951.2	970.9	1,077.9	1,129.6	
판매비	139.3	145.9	159.7	163.4	169.5	
영업이익	764.7	805.3	811.2	914.5	960.2	
금융손익	(0.2)	68.3	28.8	35.6	48.0	
총속/관계기업손익	(2.3)	1.6	1.6	1.6	1.6	
기타영업외손익	6.5	(2.8)	(2.3)	(0.7)	(2.0)	
세전이익	768.7	872.4	839.3	951.1	1,007.8	
법인세	233.9	233.8	248.2	275.2	286.6	
계속사업이익	534.8	638.6	591.0	675.9	721.2	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	534.8	638.6	591.0	675.9	721.2	
비배주주지분 손익	7.4	5.7	5.3	6.0	6.4	
지배주주순이익	527.4	632.9	585.7	669.9	714.8	
지배주주지분포괄이익	466.5	659.3	590.7	675.6	720.9	
NOPAT	532.0	589.5	571.3	649.9	687.1	
EBITDA	1,023.2	1,084.7	1,108.1	1,247.8	1,326.1	
성장성(%)						
매출액증가율	4.3	(2.7)	9.4	2.3	3.7	
NOPAT증가율	(13.2)	10.8	(3.1)	13.8	5.7	
EBITDA증가율	(8.8)	6.0	2.2	12.6	6.3	
영업이익증가율	(14.5)	5.3	0.7	12.7	5.0	
(지배주주)순이익증가율	(16.2)	20.0	(7.5)	14.4	6.7	
EPS증가율	(16.2)	20.0	(7.5)	14.4	6.7	
수익성(%)						
매출총이익률	13.1	14.2	13.3	14.4	14.5	
EBITDA이익률	14.9	16.2	15.1	16.6	17.1	
영업이익률	11.1	12.0	11.1	12.2	12.3	
계속사업이익률	7.8	9.5	8.1	9.0	9.3	
투자지표						
주당지표(원)						
EPS	27,950	33,541	31,041	35,499	37,880	
BPS	334,050	358,714	376,642	399,029	423,795	
CFPS	55,967	58,760	59,202	66,649	70,759	
EBITDAPS	54,225	57,481	58,724	66,125	70,275	
SPS	364,776	354,786	388,249	397,296	412,057	
DPS	11,000	14,000	14,000	14,000	14,000	
주가지표(배)						
PER	15.5	12.7	13.9	12.1	11.4	
PBR	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0	
PCFR	7.7	7.2	7.3	6.5	6.1	
EV/EBITDA	5.9	5.1	5.0	4.4	4.1	
PSR	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0	
재무비율(%)						
ROE	8.6	9.8	8.5	9.2	9.3	
ROA	7.4	8.4	7.3	7.9	8.0	
ROIC	12.9	13.7	12.4	13.1	13.0	
부채비율	13.4	14.7	15.0	14.4	14.0	
순부채비율	(35.8)	(37.7)	(37.0)	(36.0)	(35.6)	
이자보상배율(배)	726.2	573.5	512.0	585.3	614.1	

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	
유동자산	3,965.9	4,597.9	4,859.3	4,989.4	5,210.0	
금융자산	2,313.6	2,621.3	2,696.6	2,776.5	2,915.0	
현금성자산	656.1	689.5	738.7	811.5	938.5	
매출채권 등	319.1	384.5	420.7	430.5	446.5	
재고자산	1,288.0	1,555.7	1,702.5	1,742.1	1,806.9	
기타비유동자산	45.2	36.4	39.5	40.3	41.6	
비유동자산	3,260.0	3,242.6	3,397.9	3,715.2	4,000.2	
투자자산	333.2	188.5	190.7	191.3	192.2	
금융자산	2.3	1.2	1.3	1.3	1.4	
유형자산	2,785.1	2,900.7	3,054.0	3,370.9	3,655.2	
무형자산	85.8	93.7	93.5	93.3	93.1	
기타비유동자산	55.9	59.7	59.7	59.7	59.7	
자산총계	7,225.9	7,840.6	8,257.1	8,704.5	9,210.2	
유동부채	538.4	704.3	751.6	764.7	786.1	
금융부채	24.0	32.8	31.6	31.6	31.7	
매입채무 등	386.7	488.5	534.5	547.0	567.3	
기타유동부채	127.7	183.0	185.5	186.1	187.1	
비유동부채	312.9	297.9	325.2	332.5	344.5	
금융부채	7.1	8.9	8.9	8.9	8.9	
기타비유동부채	305.8	289.0	316.3	323.6	335.6	
부채총계	851.4	1,002.2	1,076.7	1,097.2	1,130.7	
지배주주지분	6,250.0	6,715.4	7,053.7	7,476.2	7,943.5	
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	6,930.0	7,352.4	7,819.8	
비지배주주지분	124.5	123.0	126.7	131.1	136.0	
자본총계	6,374.5	6,838.4	7,180.4	7,607.3	8,079.5	
순금융부채	(2,282.5)	(2,579.7)	(2,656.2)	(2,736.0)	(2,874.5)	
현금흐름표						
영업활동 현금흐름	888.3	692.7	817.4	1,013.1	1,062.8	
당기순이익	534.8	638.6	591.0	675.9	721.2	
조정	356.3	311.9	336.7	367.0	390.2	
감가상각비	258.5	279.3	296.9	333.3	365.9	
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	28.7	22.6	13.2	
영업활동 변동	(2.8)	(257.8)	(110.3)	(29.8)	(48.6)	
투자활동 현금흐름	(649.7)	(473.9)	(519.6)	(693.0)	(688.4)	
투자자산감소(증가)	193.1	146.3	(2.2)	(0.5)	(1.0)	
유형자산감소(증가)	(314.7)	(357.5)	(450.0)	(650.0)	(650.0)	
기타	(528.1)	(262.7)	(67.4)	(42.5)	(37.4)	
재무활동 현금흐름	(182.9)	(190.9)	(248.6)	(247.4)	(247.4)	
금융부채증가(감소)	(3.2)	10.5	(1.2)	0.0	0.0	
자본증가(감소)	(0.1)	0.6	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	(1.3)	(6.0)	0.0	0.0	0.0	
배당지급	(178.3)	(196.0)	(247.4)	(247.4)	(247.4)	
현금의 증감	59.2	33.4	49.2	72.7	127.0	
Unlevered CFO	1,056.1	1,108.8	1,117.1	1,257.7	1,335.2	
Free Cash Flow	572.2	334.5	367.4	363.1	412.8	

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

고려아연



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.7.28	BUY	580,000		
20.3.27	BUY	530,000	-29.48%	-22.26%
19.4.2	BUY	580,000	-25.39%	-15.69%
18.10.2	BUY	530,000	-18.51%	-11.89%
18.7.1	BUY	590,000	-32.71%	-25.51%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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	91.0%	9.0%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 7월 27일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 7월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2020년 7월 28일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 증명자료로 사용될 수 없습니다.