



고려아연 (010130)

금속



이현수

02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	530,000원 (D)
현재주가 (7/27)	430,500원
상승여력	23%

시가총액	81,235억원
총발행주식수	18,870,000주
60일 평균 거래대금	209억원
60일 평균 거래량	55,583주
52주 고	461,000원
52주 저	293,500원
외인지분율	23.43%
주요주주	영풍 외 42 인 42.42%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	24.4	9.0	(2.0)
상대	19.8	(5.5)	(8.7)
절대(달러환산)	24.3	11.2	(3.4)

2Q20 Review: 긍정적으로 움직이는 변수들

2Q20(P): 별도 영업이익 1,702억원, 연결 영업이익 1,640억원

연결 영업이익, 당사 추정(1,834억원) 및 Consensus(2,042억원) 하회

1) 별도: 영업이익은 1,702억원으로 당사 추정(1,759억원)에 부합했다. 2Q20 아연 및 연 판매량은 각각 15.9만톤, 10.0만톤을 기록하며 당사 예상치(아연 15.4만톤, 연 8.6만톤)를 넘어섰으며 은 판매량 역시 582톤으로 추정치(462톤)를 상회했다. 아연 판매량은 전분기비 -4% 감소했지만 연 및 은은 전분기와 유사한 판매량을 기록했으며 금 판매량은 +39% 증가했다. 그럼에도 영업이익 및 OPM이 각각 전분기비 -14%, -1.1%p 하락한 이유는 환율 효과 축소와 금속가격 하락 때문으로 판단된다. 1Q는 원/달러 환율이 매출원가(원화강세)와 매출액(원화약세)에 모두 긍정적인 영향을 미쳤다면 2Q는 매출원가와 매출액 모두 원화약세로 방향성이 결정되며 1Q에 누렸던 긍정적 환율 영향이 감소한 것으로 추정된다. 3~5월 평균 금속가격은 금을 제외하고 아연, 연, 은 모두 전분기비 -10%대로 하락했다.

2) 연결: 징크옥사이드코퍼레이션과 호주 SMC는 모두 영업적자를 기록한 것으로 파악된다. 생산 및 판매 감소, 아연가격 하락 등이 복합적으로 영향을 미쳤던 것으로 사료된다.

하반기 대부분 변수들의 움직임은 긍정적, 2021년 BM TC는 하향 조정

동사의 실적에 영향을 미치는 변수 중 TC, 상품가격, 판매량은 상반기 대비 하반기 개선될 것으로 예상되며 원/달러 환율은 다소 부정적일 것으로 판단된다. 중국 아연 및 연 정광 Spot TC가 광산업체들의 생산활동 복귀로 6월을 저점으로 반등이 나왔으며 아연을 비롯한 상품가격은 달러약세를 기반으로 상승하고 있다. 판매량 역시 COVID-19 영향에서 점차 벗어나며 증가할 것으로 보인다. 다만, 달러약세는 원화강세로 이어질 가능성이 높은 만큼 원/달러 환율 움직임은 실적 개선 폭을 제한할 수 있는 요인이 될 것으로 예상된다.

이번 보고서에서는 2021년 아연 및 연 정광 추정 BM TC를 수정한다. 아연 정광 BM TC는 \$300/t→\$264t(2019년 \$300/t)으로 연 정광 BM TC는 \$181/t→\$171/t(2019년 \$183/t)로 하향 조정한다. 현 수준의 Spot TC 보다는 높은 수준에서 결정될 것으로 보이나 2019년 BM TC보다는 낮을 것으로 추정된다. 이에 따라 2021~2022년 영업이익 및 지배순이익 추정치를 하향하여 목표주가를 590,000원에서 530,000원으로 변경한다. 추정 ROE 대비 PBR 프리미엄은 40%를 유지하여 적정 PBR 1.3x를 적용한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	16,220	-6.9	-6.4	15,916	1.9
영업이익	1,640	-32.3	-19.7	2,042	-19.7
세전계속사업이익	1,591	-38.3	-20.0	2,132	-25.4
지배순이익	1,152	-37.6	-16.4	1,525	-24.5
영업이익률 (%)	10.1	-3.8 %pt	-1.7 %pt	12.8	-2.7 %pt
지배순이익률 (%)	7.1	-3.5 %pt	-0.9 %pt	9.6	-2.5 %pt

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	68,833	66,948	69,567	74,125
영업이익	7,647	8,053	7,411	7,675
지배순이익	5,274	6,329	5,693	6,502
PER	15.6	13.2	14.3	12.5
PBR	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.9	5.4	5.4	5.1
ROE	8.6	9.8	8.2	8.9

자료: 유안타증권

자료: 유안타증권

[표-1] 고려아연 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

		2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	QoQ	YoY	3Q20E	4Q20E
원/달러	3개월전	1,154	1,198	1,200	1,128	1,126	1,167	1,195	1,176	1,194	1.6%	6.1%	1,221	1,200
	당월	1,166	1,204	1,200	1,126	1,167	1,195	1,176	1,194	1,221	2.2%	4.6%	1,200	1,200
금속가격(전월)	아연	2,579	2,155	2,327	2,631	2,842	2,440	2,403	2,247	1,927	-14.2%	-32.2%	2,126	2,321
	(달러/톤)	2,002	1,803	1,903	2,011	1,934	1,973	2,092	1,899	1,673	-11.9%	-13.5%	1,779	1,861
*은 - 달러/온스	은	16.0	18.7	20.3	15.4	15.0	16.0	17.6	17.7	15.5	-12.5%	3.1%	19.5	22.1
금속가격(당월)	아연	2,550	2,158	2,331	2,709	2,759	2,350	2,383	2,124	1,968	-7.3%	-28.7%	2,228	2,313
	(달러/톤)	1,997	1,802	1,906	2,035	1,885	2,031	2,035	1,844	1,676	-9.1%	-11.1%	1,814	1,873
*은 - 달러/온스	은	16.2	18.9	20.3	15.6	14.9	17.0	17.3	16.9	16.4	-3.1%	9.9%	21.3	21.2
금속가격(분기말)	아연	2,280	2,306	2,352	3,000	2,565	2,429	2,280	1,895	2,054	8.4%	-19.9%	2,329	2,306
	(달러/톤)	1,914	1,886	1,923	2,002	1,917	2,127	1,914	1,734	1,792	3.3%	-6.5%	1,849	1,886
*은 - 달러/온스	은	17.9	20.3	20.3	15.1	15.3	17.0	17.9	14.0	18.2	30.3%	18.9%	23.0	20.3
매출액		5,219	5,406	5,790	1,194	1,372	1,306	1,347	1,338	1,253	-6.3%	-8.7%	1,339	1,477
(십억원)	아연	2,033	1,787	1,910	445	584	509	495	469	404	-13.7%	-30.8%	436	478
	연	1,033	952	1,019	261	263	251	258	252	227	-10.0%	-13.8%	228	245
	은	1,215	1,654	1,814	266	293	298	358	390	363	-6.9%	24.0%	411	490
	기타	939	1,013	1,048	222	232	248	237	227	259	14.1%	11.7%	263	263
판매량	아연	634	644	640	138	168	163	164	165	159	-3.6%	-5.4%	159	161
	(천톤)	401	399	406	104	105	96	95	101	100	-0.4%	-4.5%	97	100
* 은 (톤)	은	2,028	2,287	2,319	480	516	492	541	585	582	-0.5%	12.8%	545	575
판매단가	아연	3,208	2,775	2,983	3,221	3,480	3,112	3,013	2,842	2,544	-10.5%	-26.9%	2,739	2,970
	(천원/톤)	2,575	2,386	2,511	2,500	2,502	2,611	2,702	2,498	2,258	-9.6%	-9.8%	2,346	2,443
* 은 (천원/온스)	은	18.6	22.5	24.3	17.2	17.7	18.9	20.6	20.7	19.4	-6.4%	9.9%	23.4	26.5
영업이익		729	722	717	154	230	183	163	197	170	-13.6%	-25.9%	165	190
이익률		14.0%	13.4%	12.4%	12.9%	16.7%	14.0%	12.1%	14.7%	13.6%	-1.1%p	-3.2%p	12.3%	12.9%

자료: 유안티증권

[표-2] 고려아연 연결기준

(단위: 십억원)

	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	QoQ	YoY	3Q20E	4Q20E
매출액	6,695	6,957	7,413	1,497	1,743	1,731	1,724	1,733	1,622	-6.4%	-6.9%	1,732	1,870
영업이익	805	741	768	177	242	209	177	204	164	-19.7%	-32.3%	173	200
	이익률	12.0%	10.7%	10.4%	11.9%	13.9%	12.1%	10.3%	11.8%	10.1%	-1.7%p	-3.8%p	10.0%
세전이익	872	787	877	212	258	226	176	199	159	-20.0%	-38.3%	204	225
	이익률	13.0%	11.3%	11.8%	14.2%	14.8%	13.1%	10.2%	11.5%	9.8%	-1.7%p	-5.0%p	11.8%
지배순이익	633	569	650	151	185	158	139	138	115	-16.4%	-37.6%	150	166
이익률	9.5%	8.2%	8.8%	10.1%	10.6%	9.1%	8.1%	8.0%	7.1%	-0.9%p	-3.5%p	8.7%	8.9%

자료: 유안티증권

[표-3] 고려이연 실적 추정치 변경내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후		변경 전 대비			
		3Q20E	2020E	2021E	3Q20E	2020E	2021E	2020E	2021E
별도	매출액	1,234	4,969	5,414	1,339	5,406	5,790	8.5%	8.8%
	영업이익	178	743	818	165	722	717	-7.2%	-2.7%
	OPM	14.4%	14.9%	15.1%	12.3%	13.4%	12.4%	-2.1%p	-1.6%p
연결	매출액	1,624	6,518	6,985	1,732	6,957	7,413	6.6%	6.7%
	영업이익	187	777	864	173	741	768	-7.7%	-4.6%
	OPM	11.5%	11.9%	12.4%	10.0%	10.7%	10.4%	-1.5%p	-1.3%p
	지배순이익	159	621	707	150	569	650	-5.6%	-8.4%

자료: 유안타증권

[그림-1] 달러 인덱스와 LME 인덱스



자료: 유안타증권, Bloomberg

[그림-2] 귀금속 가격



자료: 유안타증권, Bloomberg

[그림-3] 아연가격과 아연정광 제련수수료



자료: 유안타증권, Bloomberg, 주: Spot TC는 주간 평균값

[그림-4] 연가격과 연정광 제련수수료



자료: 유안타증권, Bloomberg, 주: Spot TC는 주간 평균값

고려아연 (010130) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	68,833	66,948	69,567	74,125	75,101	
매출원가	59,793	57,436	60,658	64,851	65,488	
매출총이익	9,040	9,512	8,909	9,274	9,613	
판관비	1,393	1,459	1,498	1,599	1,620	
영업이익	7,647	8,053	7,411	7,675	7,993	
EBITDA	10,232	10,847	10,320	10,791	11,537	
영업외손익	40	671	458	1,091	1,256	
외환관련손익	-53	-61	-134	0	0	
이자손익	513	523	952	1,057	1,222	
관계기업관련손익	-23	16	-1	0	0	
기타	-397	193	-359	34	34	
법인세비용차감전순손익	7,687	8,724	7,870	8,766	9,249	
법인세비용	2,339	2,338	2,165	2,279	2,405	
계속사업순손익	5,348	6,386	5,704	6,487	6,845	
종단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	5,348	6,386	5,704	6,487	6,845	
지배지분순이익	5,274	6,329	5,693	6,502	6,861	
포괄순이익	4,485	6,596	7,161	7,944	8,301	
지배지분포괄이익	4,665	6,593	7,080	7,871	8,225	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	8,883	6,927	7,697	10,394	11,594	
당기순이익	5,348	6,386	5,704	6,487	6,845	
감가상각비	2,584	2,791	2,907	3,115	3,543	
외환손익	12	-65	150	0	0	
증속, 관계기업관련손익	23	-16	1	0	0	
자산부채의 증감	-28	-2,578	-2,165	-332	81	
기타현금흐름	944	408	1,099	1,125	1,125	
투자활동 현금흐름	-6,497	-4,739	8,093	-4,759	-4,759	
투자자산	-4,546	-478	11,974	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,162	-3,581	-4,916	-4,800	-4,800	
유형자산 감소	15	6	2	0	0	
기타현금흐름	1,195	-685	1,033	41	41	
재무활동 현금흐름	-1,829	-1,909	-2,066	-2,414	-2,414	
단기차입금	18	119	332	0	0	
사채 및 장기차입금	-51	-48	-4	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-1,783	-1,960	-2,490	-2,490	-2,490	
기타현금흐름	-13	-20	96	76	76	
연결범위변동 등 기타	36	55	572	-2,539	-819	
현금의 증감	592	334	14,296	682	3,602	
기초 현금	5,969	6,561	6,895	21,191	21,873	
기말 현금	6,561	6,895	21,191	21,873	25,475	
NOPLAT	7,647	8,053	7,411	7,675	7,993	
FCF	4,715	2,530	1,199	3,663	4,740	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준일로 함

재무상태표

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	39,659	45,979	49,748	50,527	54,406
현금및현금성자산	6,561	6,895	21,191	21,873	25,475
매출채권 및 기타채권	3,191	3,845	4,947	4,964	5,016
재고자산	12,880	15,557	17,044	17,125	17,350
비유동자산	32,600	32,426	34,426	36,110	37,366
유형자산	27,851	29,007	31,397	33,082	34,339
관계기업등 지분관련자산	206	220	218	218	218
기타투자자산	3,126	1,665	1,332	1,332	1,332
자산총계	72,259	78,406	84,174	86,638	91,772
유동부채	5,384	7,043	8,156	8,311	9,059
매입채무 및 기타채무	3,867	4,885	5,589	5,745	6,493
단기차입금	186	306	652	652	652
유동성장기부채	48	12	12	12	12
비유동부채	3,129	2,979	2,872	2,872	2,872
장기차입금	71	60	58	58	58
사채	0	0	0	0	0
부채총계	8,514	10,022	11,028	11,183	11,931
지배지분	62,500	67,154	71,826	74,091	78,477
자본금	944	944	944	944	944
자본잉여금	560	566	566	566	566
이익잉여금	61,381	65,917	69,136	69,944	74,331
비지배지분	1,245	1,230	1,320	1,364	1,364
자본총계	63,745	68,384	73,146	75,455	79,841
순차입금	-22,831	-25,806	-26,539	-27,221	-30,824
총차입금	305	407	770	770	770

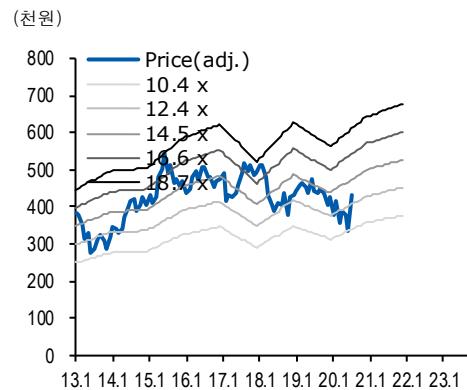
Valuation 지표

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	27,950	33,541	30,170	34,459	36,358
BPS	353,622	379,956	406,386	419,202	444,020
EBITDAPS	54,225	57,481	54,687	57,185	61,141
SPS	364,776	354,786	368,666	392,820	397,989
DPS	11,000	14,000	14,000	14,000	14,000
PER	15.6	13.2	14.3	12.5	11.8
PBR	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	5.9	5.4	5.4	5.1	4.5
PSR	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1

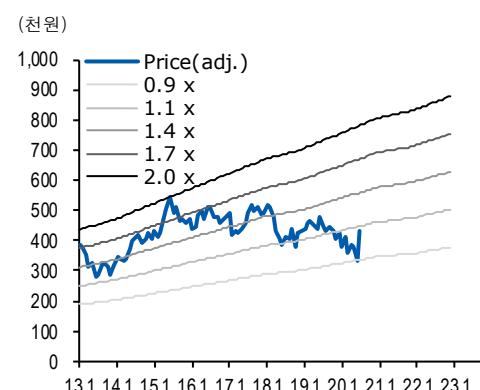
재무비율

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	4.3	-2.7	3.9	6.6	1.3
영업이익 증가율 (%)	-14.5	5.3	-8.0	3.6	4.1
지배순이익 증가율 (%)	-16.2	20.0	-10.1	14.2	5.5
매출총이익률 (%)	13.1	14.2	12.8	12.5	12.8
영업이익률 (%)	11.1	12.0	10.7	10.4	10.6
지배순이익률 (%)	7.7	9.5	8.2	8.8	9.1
EBITDA 마진 (%)	14.9	16.2	14.8	14.6	15.4
ROIC	13.4	14.2	11.9	11.8	12.0
ROA	7.4	8.4	7.0	7.6	7.7
ROE	8.6	9.8	8.2	8.9	9.0
부채비율 (%)	13.4	14.7	15.1	14.8	14.9
순차입금/자기자본 (%)	-36.5	-38.4	-36.9	-36.7	-39.3
영업이익/금융비용 (배)	726.2	573.5	273.0	259.9	270.7

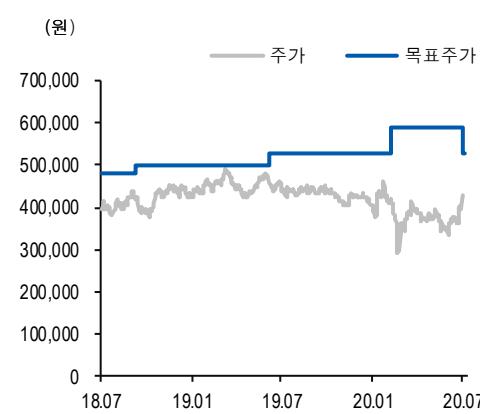
P/E band chart



P/B band chart



고려이연 (010130) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-07-28	BUY	530,000	1년		
2020-03-06	BUY	590,000	1년	-37.14	-27.03
2019-07-02	BUY	530,000	1년	-18.67	-12.64
2018-10-04	BUY	500,000	1년	-11.99	-2.20
2018-07-04	BUY	480,000	1년	-16.82	-8.44

자료: 유안타증권

주: 괴리를 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	88.2
Hold(중립)	11.2
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-07-25

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.