

고려아연 (010130)

3분기 실적부터 기대되는 금속가격 상승의 수혜

금속가격 상승으로 양호한 3분기 영업실적 전망

2020년 3분기 고려아연의 연결 매출액과 영업이익은 각각 1.9조원(YoY +11.9%, QoQ +19.4%)과 2,125억원(YoY +1.7%, QoQ +29.5%)을 기록할 전망이다.

1) 지난 2분기에 급락했던 아연 Spot T/C가 여전히 165불/톤으로 낮은 수준이 유지되고 있고 2) 원/달러 환율 하락의 부정적인 영향이 예상되지만 3) 아연과 연 판매가격 상승(QoQ: 아연 +22.5%, 연 +13.4)과 4) 귀금속 가격 급등(QoQ: 금 +16.6%, 은 +57.2%)의 영향으로 영업이익은 시장컨센서스인 2,027억원을 상회할 것으로 예상된다. 특히 은의 경우 가격 급등으로 고려아연의 생산 제품 가운데 가장 큰 매출을 차지할 전망이다.

금속가격 상승은 계속해서 진행될 것

중국의 철강을 비롯한 주요 제조업 정상화와 글로벌 자동차 공장들의 가동 재개 영향으로 2분기 반등에 성공했던 LME 아연가격이 8월말부터는 9개월래 최고치인 2,500불/톤을 상회하고 있다. 중국 뿐만 아니라 미국과 유럽의 제조업 지표(PMI)가 회복되고 있고 양호한 부동산 시장과 자동차 판매량 회복도 예상되기 때문에 아연 가격은 추가 상승이 가능할 것으로 예상된다. 동시에 최근 볼리비아의 코로나19 확산에 따른 아연 광산 작업 재중단도 가격 상승 요인으로 작용할 전망이다. 동시에 최근 미 연준이 “평균물가목표제”를 도입해 인플레이션을 용인하더라도 낮은 금리를 지속시키겠다는 의지를 밝힌 바 있기 때문에 금리 및 미달러 약세 요인으로 작용하여 귀금속 가격 상승을 견인할 것으로 예상된다.

투자의견 'BUY' 및 목표주가 580,000원 유지

고려아연에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 580,000원을 유지한다. 금속가격 상승에 따른 양호한 하반기 영업실적이 예상된다. 동시에 중장기적으로 전지박이라는 새로운 성장 동력 확보도 긍정적이다. 그럼에도 불구하고, 현재 주가는 PBR 1.0배로 밴드 하단 수준이기 때문에 저평가 되었다고 판단된다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 580,000원 | CP(9월 2일): 403,500원

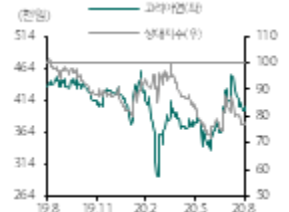
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,364.37
52주 최고/최저 (원)	461,000/293,500
시가총액(십억원)	7,614.0
시가총액비중(%)	0.63
발행주식수(천주)	18,870.0
60일 평균 거래량(천주)	65.0
60일 평균 거래대금(십억원)	25.9
20년 배당금(예상, 원)	14,000
20년 배당수익률(예상, %)	3.47
외국인지분율(%)	24.25
주요주주 지분율(%)	
영풍 외 42 인	42.42
국민연금공단	8.78
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(2.5) (1.7) (8.5)
상대	(7.3) (16.7) (23.8)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	7,000.7	7,443.1
영업이익(십억원)	791.4	850.9
순이익(십억원)	583.4	652.5
EPS(원)	30,907	34,444
BPS(원)	400,128	421,603

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	6,883.3	6,694.8	7,344.3	7,535.6	7,674.8
영업이익	십억원	764.7	805.3	812.6	898.6	934.6
세전이익	십억원	768.7	872.4	840.4	934.9	982.0
순이익	십억원	527.4	632.9	586.6	658.4	696.5
EPS	원	27,950	33,541	31,085	34,894	36,910
증감률	%	(16.2)	20.0	(7.3)	12.3	5.8
PER	배	15.47	12.67	12.98	11.56	10.93
PBR	배	1.29	1.18	1.07	1.01	0.96
EV/EBITDA	배	5.87	5.13	4.55	4.05	3.73
ROE	%	8.64	9.76	8.52	9.07	9.06
BPS	원	334,050	358,714	376,686	398,467	422,264
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

3Q20 연결 영업이익 2,125억원(YoY +1.7%, QoQ +29.5%)으로 컨센서스 상회하는 양호한 실적 예상

금속가격 상승으로 양호한 3분기 영업실적 전망

2020년 3분기 고려아연의 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,9조원(YoY +11.9%, QoQ +19.4%)과 2,125억원(YoY +1.7%, QoQ +29.5%)을 기록할 전망이다.

1) 지난 2분기에 급락했던 아연 Spot T/C가 여전히 165불/톤으로 낮은 수준이 유지되고 있고 2) 원/달러 환율 하락의 부정적인 영향이 예상되지만 3) 아연과 연 판매가격 상승(QoQ: 아연 +22.5%, 연 +13.4)과 4) 귀금속 가격 급등(QoQ: 금 +16.6%, 은 +57.2%)의 영향으로 영업이익은 시장컨센서스인 2,027억원을 상회할 것으로 예상된다. 특히 은의 경우 가격 급등으로 고려아연의 생산 제품 가운데 가장 큰 매출을 차지할 전망이다.

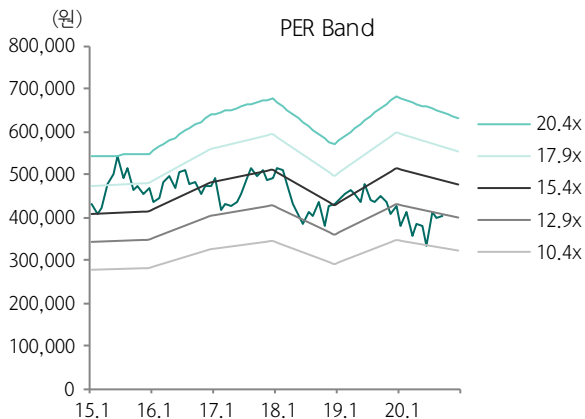
표 1. 고려아연 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, 천톤, kg, 톤, 달러/톤, 달러/온스, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	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	1,531.7	1,640.9	5,218.8	5,763.6	5,919.3
아연(십억원)	445.2	584.3	508.5	494.5	468.6	404.3	489.3	515.6	2,032.6	1,877.9	1,909.4
연(십억원)	261.1	263.1	250.9	257.6	251.8	226.7	247.7	275.0	1,032.7	1,001.2	1,008.3
금(십억원)	91.7	99.0	105.1	95.4	96.4	147.4	146.9	143.9	391.3	534.6	490.2
은(십억원)	265.7	293.5	298.3	357.7	390.0	363.2	496.9	535.3	1,215.2	1,785.3	1,923.8
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	2,360.0	2,532.3	2,578.5	2,243.1	2,355.3
연(달러/톤)	2,036.9	1,883.7	2,029.4	2,038.5	1,842.7	1,669.9	1,900.0	2,016.7	2,004.4	1,857.3	1,950.2
금(달러/온스)	1,304.4	1,309.0	1,474.0	1,481.3	1,582.0	1,709.6	1,941.0	1,817.4	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	1,937.0	2,052.6	6,694.8	7,344.3	7,535.6
영업이익(십억원)	177.5	242.1	208.8	176.9	204.3	164.0	212.5	231.8	805.3	812.6	898.6
세전이익(십억원)	212.1	257.6	226.5	176.2	198.9	159.1	233.7	248.7	872.4	840.4	934.9
지배순이익(십억원)	151.2	184.7	157.9	139.1	137.8	115.2	160.8	172.8	632.9	586.6	658.4
영업이익률	11.9	13.9	12.1	10.3	11.8	10.1	11.0	11.3	12.0	11.1	11.9
세전이익률	14.2	14.8	13.1	10.2	11.5	9.8	12.1	12.1	13.0	11.4	12.4
순이익률	10.1	10.6	9.1	8.1	8.0	7.1	8.3	8.4	9.5	8.0	8.7

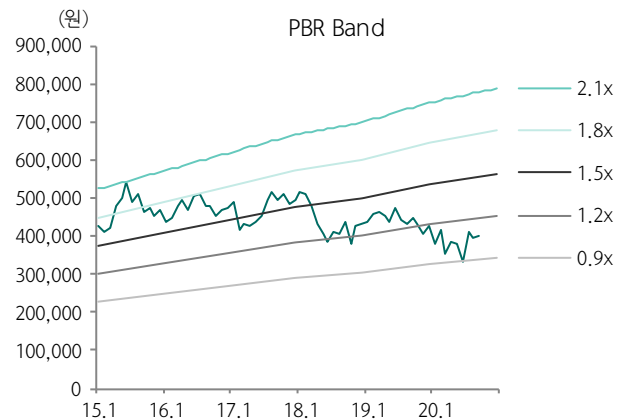
자료: 하나금융투자

그림 1. 고려아연 PER밴드



주: IFRS 연결 기준
자료: 하나금융투자

그림 2. 고려아연 PBR밴드



주: IFRS 연결 기준
자료: 하나금융투자

추정 재무제표

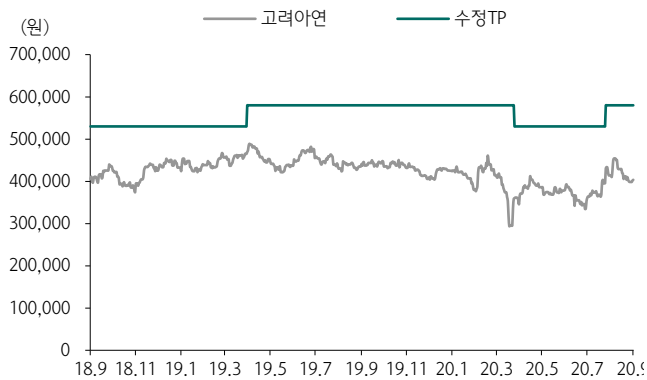
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	6,883.3	6,694.8	7,344.3	7,535.6	7,674.8
매출원가	5,979.3	5,743.6	6,371.7	6,472.7	6,572.9
매출총이익	904.0	951.2	972.6	1,062.9	1,101.9
판매비	139.3	145.9	160.1	164.2	167.3
영업이익	764.7	805.3	812.6	898.6	934.6
금융손익	(0.2)	68.3	28.7	35.3	47.8
종속/관계기업손익	(2.3)	1.6	1.6	1.6	1.6
기타영업외손익	6.5	(2.8)	(2.3)	(0.7)	(2.0)
세전이익	768.7	872.4	840.4	934.9	982.0
법인세	233.9	233.8	248.6	270.5	279.3
계속사업이익	534.8	638.6	591.8	664.4	702.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	534.8	638.6	591.8	664.4	702.7
비배주주지분순이익	7.4	5.7	5.3	5.9	6.3
지배주주순이익	527.4	632.9	586.6	658.4	696.5
지배주주지분포괄이익	466.5	659.3	591.6	664.1	702.4
NOPAT	532.0	589.5	572.2	638.6	668.8
EBITDA	1,023.2	1,084.7	1,119.8	1,241.2	1,308.8
성장성(%)					
매출액증가율	4.3	(2.7)	9.7	2.6	1.8
NOPAT증가율	(13.2)	10.8	(2.9)	11.6	4.7
EBITDA증가율	(8.8)	6.0	3.2	10.8	5.4
영업이익증가율	(14.5)	5.3	0.9	10.6	4.0
(지배주주)순이익증가율	(16.2)	20.0	(7.3)	12.2	5.8
EPS증가율	(16.2)	20.0	(7.3)	12.3	5.8
수익성(%)					
매출총이익률	13.1	14.2	13.2	14.1	14.4
EBITDA이익률	14.9	16.2	15.2	16.5	17.1
영업이익률	11.1	12.0	11.1	11.9	12.2
계속사업이익률	7.8	9.5	8.1	8.8	9.2
투자지표					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	27,950	33,541	31,085	34,894	36,910
BPS	334,050	358,714	376,686	398,467	422,264
CFPS	55,967	58,760	59,819	66,298	69,843
EBITDAPS	54,225	57,481	59,341	65,774	69,360
SPS	364,776	354,786	389,205	399,343	406,721
DPS	11,000	14,000	14,000	14,000	14,000
추가지표(배)					
PER	15.5	12.7	13.0	11.6	10.9
PBR	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
PCFR	7.7	7.2	6.7	6.1	5.8
EV/EBITDA	5.9	5.1	4.6	4.1	3.7
PSR	1.2	1.2	1.0	1.0	1.0
재무비율(%)					
ROE	8.6	9.8	8.5	9.1	9.1
ROA	7.4	8.4	7.3	7.8	7.8
ROIC	12.9	13.7	12.4	12.9	12.7
부채비율	13.4	14.7	15.0	14.5	13.9
순부채비율	(35.8)	(37.7)	(36.8)	(35.8)	(35.7)
이자보상배율(배)	726.2	573.5	512.9	575.1	597.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	3,965.9	4,597.9	4,772.5	4,902.7	5,096.9
금융자산	2,313.6	2,621.3	2,681.5	2,757.3	2,911.9
현금성자산	656.1	689.5	722.8	790.7	939.6
매출채권 등	319.1	384.5	344.9	353.8	360.4
재고자산	1,288.0	1,555.7	1,706.7	1,751.1	1,783.5
기타유동자산	45.2	36.4	39.4	40.5	41.1
비유동자산	3,260.0	3,242.6	3,487.6	3,795.8	4,072.1
투자자산	333.2	188.5	190.7	191.4	191.9
금융자산	2.3	1.2	1.3	1.3	1.3
유형자산	2,785.1	2,900.7	3,143.7	3,451.4	3,727.4
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	8,260.1	8,698.5	9,168.9
유동부채	538.4	704.3	753.0	767.7	778.4
금융부채	24.0	32.8	31.6	31.6	31.6
매입채무 등	386.7	488.5	535.9	549.8	560.0
기타유동부채	127.7	183.0	185.5	186.3	186.8
비유동부채	312.9	297.9	325.9	334.2	340.2
금융부채	7.1	8.9	8.9	8.9	8.9
기타비유동부채	305.8	289.0	317.0	325.3	331.3
부채총계	851.4	1,002.2	1,078.9	1,101.9	1,118.6
지배주주지분	6,250.0	6,715.4	7,054.5	7,465.6	7,914.7
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	6,930.8	7,341.8	7,790.9
비지배주주지분	124.5	123.0	126.7	131.0	135.7
자본총계	6,374.5	6,838.4	7,181.2	7,596.6	8,050.4
순금융부채	(2,282.5)	(2,579.7)	(2,641.0)	(2,716.8)	(2,871.4)
현금흐름표					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	888.3	692.7	902.3	1,009.2	1,078.4
당기순이익	534.8	638.6	591.8	664.4	702.7
조정	356.3	311.9	347.0	376.2	398.6
감가상각비	258.5	279.3	307.2	342.5	374.2
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	13.3
영업활동자산부채변동	(2.8)	(257.8)	(36.5)	(31.4)	(22.9)
투자활동 현금흐름	(649.7)	(473.9)	(620.4)	(693.9)	(682.2)
투자자산감소(증가)	193.1	146.3	(2.2)	(0.6)	(0.5)
유형자산감소(증가)	(314.7)	(357.5)	(550.0)	(650.0)	(650.0)
기타	(528.1)	(262.7)	(68.2)	(43.3)	(31.7)
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	33.3	67.9	148.9
Unlevered CFO	1,056.1	1,108.8	1,128.8	1,251.0	1,317.9
Free Cash Flow	572.2	334.5	352.3	359.2	428.4

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

고려아연



날짜	투자 의견	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 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	91.9%	8.1%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 9월 2일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 9월 3일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2020년 9월 3일 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.