

# 고려아연 (010130)

금속



이현수

02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>480,000원 (D)</b>
현재주가 (9/23)	<b>374,500원</b>
상승여력	<b>28%</b>

시가총액	70,668억원
총발행주식수	18,870,000주
60일 평균 거래대금	254억원
60일 평균 거래량	62,459주
52주 고	461,000원
52주 저	293,500원
외인지분율	24.26%
주요주주	영풍 외 42 인 42.42%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(9.0)	8.2	(13.9)
상대	(10.1)	(1.1)	(22.8)
절대(달러환산)	(7.3)	12.3	(11.8)

## 모멘텀은 약화, 주가 하방경직성은 보일 것

### 3Q20(E): 상품가격 방향성은 긍정적, 원/달러 환율 방향성은 부정적

별도 영업이익 1,827억원(yoy 0%), 연결 영업이익 1,902억원(yoy -9%) 전망

1) 별도: 전방산업(철강업 등) 가동률이 상승하며 수요는 전분기비 개선되는 모습이나 원재료(정광) 확보 측면에서는 어려움을 겪었던 것으로 파악된다. 정광 수출 국가들의 2Q 선적 물량이 감소하며 국내 수입 기준으로는 3Q에 영향을 준 것으로 추정된다. 원화 강세(2Q 1,221원/달러→3Q(E) 1,190원/달러)에도 불구하고 아연 및 연, 은 달러 기준 가격이 크게 상승하며 원화 기준 판매가격 역시 전분기비 상승할 것으로 예상된다. 다만, 원재료 구매단가에 영향을 미치는 환율(3개월 전 환율)은 전분기비 원화 약세가 나타나며 원가에 부담을 줬을 것으로 판단된다.

2) 연결: 2Q 아연가격 하락으로 부진한 성적을 기록했던 징크옥사이드코퍼레이션과 호주 SMC는 3Q 아연가격 반등에 따라 전분기비 이익 개선이 나타날 것으로 추정된다.

### 약화된 모멘텀, 안정적 수익 창출 능력은 유지

5월 이후 8월까지 달러인덱스가 하락했고 중국을 중심으로 비철금속 수요는 살아나며 같은 기간 아연 및 연 가격은 상승했다. 2019년 초부터 이어진 미국 실질금리 하락은 금 가격 상승을 2년여 가까이 이끌었으며 은 가격 역시 금 가격 상승과 경기 회복에 대한 기대감으로 올해 3월 이후 크게 반등했다. 여전히 중국을 중심으로 경기 회복 시그널은 나타나고 있고 기대감 역시 유지되고 있다. 하지만, 9월 이후 달러인덱스가 반등하고 있으며 실질 금리의 추가적인 하락이 제한적일 것이라는 전망 하에 귀금속 가격 역시 추가 상승에 대한 모멘텀이 약화된 상황이다. 일시적인 현상일지 모르나 최근 달러 강세에도 불구하고 원화 강세가 나타나며 이 역시 부담이 되고 있다. 7~8월 반등했던 중국 아연 및 연 정광 Spot TC도 9월부터 다시 하락세가 나타나며 제련업체에 원가 부담을 안기고 있다.

모멘텀 약화에 따라 Target PBR을 1.3x에서 1.2x로 조정하여 목표주가를 기존 530,000원에서 480,000원으로 하향 조정한다. 그러나 상반기 실적에서 증명된 바와 같이 외부 환경이 약화된 상황에서도 견조한 실적 창출이 가능한 기업이다. 또한, 풍부한 현금성자산을 바탕으로 최근 3개년(2017~2019년) 동안 DPS가 상향됐다. 현 주가(23일 종가) 기준 2020년 예상 배당 수익률은 3.7%로 이는 추후 주가 하방을 지지하는 역할을 할 것으로 기대된다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	18,666	7.8	15.1	17,563	6.3
영업이익	1,902	-8.9	16.0	2,030	-6.3
세전계속사업이익	2,018	-10.9	26.8	2,125	-5.0
지배순이익	1,487	-5.8	29.1	1,531	-2.8
영업이익률 (%)	10.2	-1.9 %pt	+0.1 %pt	11.6	-1.4 %pt
지배순이익률 (%)	8.0	-1.1 %pt	+0.9 %pt	8.7	-0.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	68,833	66,948	71,955	79,594
영업이익	7,647	8,053	7,574	7,725
지배순이익	5,274	6,329	5,527	5,864
PER	15.6	13.2	12.8	12.1
PBR	1.2	1.2	0.9	0.9
EV/EBITDA	5.9	5.4	4.7	4.6
ROE	8.6	9.8	8.0	8.3

자료: 유안타증권

[표-1] 고려아연 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

		2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	QoQ	YoY	4Q20E
원/달러	3개월전	1,154	1,195	1,190	1,128	1,126	1,167	1,195	1,176	1,194	1,221	2.2%	4.6%	1,190
	당월	1,166	1,199	1,190	1,126	1,167	1,195	1,176	1,194	1,221	1,190	-2.5%	-0.4%	1,190
금속가격(전월) (달러/톤)	아연	2,579	2,212	2,576	2,631	2,842	2,440	2,403	2,247	1,927	2,204	14.4%	-9.7%	2,471
	연	2,002	1,824	1,947	2,011	1,934	1,973	2,092	1,899	1,673	1,833	9.6%	-7.1%	1,891
	*은 - 달러/온스	은	16.0	20.1	23.4	15.4	15.0	16.0	17.6	17.7	15.5	21.8	40.9%	36.0%
금속가격(당월) (달러/톤)	아연	2,550	2,236	2,580	2,709	2,759	2,350	2,383	2,124	1,968	2,339	18.9%	-0.5%	2,512
	연	1,997	1,824	1,955	2,035	1,885	2,031	2,035	1,844	1,676	1,879	12.1%	-7.5%	1,897
	*은 - 달러/온스	은	16.2	20.5	23.5	15.6	14.9	17.0	17.3	16.9	16.4	24.7	50.9%	45.1%
금속가격(분기말) (달러/톤)	아연	2,280	2,552	2,603	3,000	2,565	2,429	2,280	1,895	2,037	2,431	19.3%	0.1%	2,552
	연	1,914	1,903	1,998	2,002	1,917	2,127	1,914	1,734	1,763	1,884	6.9%	-11.4%	1,903
	*은 - 달러/온스	은	17.9	22.9	24.0	15.1	15.3	17.0	17.9	14.0	18.2	26.6	46.0%	56.4%
매출액 (십억원)		5,219	5,643	6,288	1,194	1,372	1,306	1,347	1,338	1,253	1,476	17.8%	13.0%	1,576
	아연	2,033	1,824	2,105	445	584	509	495	469	404	443	9.6%	-12.8%	507
	연	1,033	980	1,037	261	263	251	258	252	227	255	12.6%	1.7%	247
	은	1,215	1,809	2,084	266	293	298	358	390	363	500	37.7%	67.6%	556
	기타	939	1,030	1,063	222	232	248	237	227	259	278	7.2%	12.0%	266
판매량 (천톤)	아연	634	644	647	138	168	163	164	165	159	158	-0.8%	-3.6%	163
	연	401	408	408	104	105	96	95	101	100	107	6.2%	10.9%	100
	*은 (톤)	은	2,028	2,338	2,329	480	516	492	541	585	582	597	2.6%	21.5%
판매단가 (천원/톤)	아연	3,208	2,832	3,254	3,221	3,480	3,112	3,013	2,842	2,544	2,812	10.5%	-9.6%	3,123
	연	2,575	2,401	2,543	2,500	2,502	2,611	2,702	2,498	2,258	2,394	6.0%	-8.3%	2,457
	*은 (천원/온스)	은	18.6	24.1	27.8	17.2	17.7	18.9	20.6	20.7	19.4	26.0	34.2%	38.0%
영업이익 <i>이익률</i>		729	742	724	154	230	183	163	197	170	183	7.4%	0.0%	192
		14.0%	13.1%	11.5%	12.9%	16.7%	14.0%	12.1%	14.7%	13.6%	12.4%	-1.2%p	-1.6%p	12.2%

자료: 유안타증권

[표-2] 고려아연 연결기준

(단위: 십억원)

		2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	QoQ	YoY	4Q20E
매출액		6,695	7,195	7,959	1,497	1,743	1,731	1,724	1,733	1,622	1,867	15.1%	7.8%	1,974
영업이익 <i>이익률</i>		805	757	773	177	242	209	177	204	164	190	16.0%	-8.9%	199
		12.0%	10.5%	9.7%	11.9%	13.9%	12.1%	10.3%	11.8%	10.1%	10.2%	0.1%p	-1.9%p	10.1%
세전이익 <i>이익률</i>		872	764	790	212	258	226	176	199	159	202	26.8%	-10.9%	205
		13.0%	10.6%	9.9%	14.2%	14.8%	13.1%	10.2%	11.5%	9.8%	10.8%	1.0%p	-2.3%p	10.4%
지배순이익 <i>이익률</i>		633	553	586	151	185	158	139	138	115	149	29.1%	-5.8%	151
		9.5%	7.7%	7.4%	10.1%	10.6%	9.1%	8.1%	8.0%	7.1%	8.0%	0.9%p	-1.2%p	7.6%

자료: 유안타증권

[표-3] 고려이연 실적 추정치 변경내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비			
	3Q20E	2020E	2021E	3Q20E	2020E	2021E	3Q20E	2020E	2021E	
별도	매출액	1,339	5,406	5,790	1,476	5,643	6,288	10.3%	4.4%	8.6%
	영업이익	165	722	717	183	742	724	10.7%	2.7%	0.9%
	OPM	12.3%	13.4%	12.4%	12.4%	13.1%	11.5%	0.0%p	-0.2%p	-0.9%p
연결	매출액	1,732	6,957	7,413	1,867	7,195	7,959	7.8%	3.4%	7.4%
	영업이익	173	741	768	190	757	773	10.1%	2.2%	0.6%
	OPM	10.0%	10.7%	10.4%	10.2%	10.5%	9.7%	0.2%p	-0.1%p	-0.6%p
	지배순이익	150	569	650	149	553	586	-1.0%	-2.9%	-9.8%

자료: 유안타증권

[그림-1] 달러 인덱스와 LME 인덱스



자료: 유안타증권, Bloomberg

[그림-2] 귀금속 가격



자료: 유안타증권, Bloomberg

[그림-3] 아연가격과 아연정광 제련수료



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

[그림-4] 연가과 연정광 제련수료



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

고려아연 (010130) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	68,833	66,948	71,955	79,594	81,456
매출원가	59,793	57,436	62,899	70,232	71,600
매출충이익	9,040	9,512	9,056	9,361	9,856
판매비	1,393	1,459	1,482	1,636	1,675
영업이익	7,647	8,053	7,574	7,725	8,182
EBITDA	10,232	10,847	10,390	10,624	11,409
영업외손익	40	671	69	179	280
외환관련손익	-53	-61	216	0	0
이자손익	513	523	378	322	423
관계기업관련손익	-23	16	6	0	0
기타	-397	193	-531	-143	-143
법인세비용차감전순손익	7,687	8,724	7,643	7,904	8,462
법인세비용	2,339	2,338	2,108	2,055	2,200
계속사업순손익	5,348	6,386	5,536	5,849	6,262
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,348	6,386	5,536	5,849	6,262
지배지분순이익	5,274	6,329	5,527	5,864	6,279
포괄순이익	4,485	6,596	5,866	5,804	6,217
지배지분포괄이익	4,665	6,593	5,870	5,843	6,259

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	8,883	6,927	5,575	8,879	10,324
당기순이익	5,348	6,386	5,536	5,849	6,262
감가상각비	2,584	2,791	2,815	2,898	3,226
외환손익	12	-65	-186	0	0
중속, 관계기업관련손익	23	-16	-6	0	0
자산부채의 증감	-28	-2,578	-3,096	-812	-109
기타현금흐름	944	408	511	945	945
투자활동 현금흐름	-6,497	-4,739	-1,756	-3,948	-3,948
투자자산	-4,546	-478	4,461	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,162	-3,581	-5,108	-4,000	-4,000
유형자산 감소	15	6	2	0	0
기타현금흐름	1,195	-685	-1,111	52	52
재무활동 현금흐름	-1,829	-1,909	-2,121	-2,566	-2,566
단기차입금	18	119	431	0	0
사채 및 장기차입금	-51	-48	-7	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,783	-1,960	-2,614	-2,614	-2,614
기타현금흐름	-13	-20	69	48	48
연결범위변동 등 기타	36	55	-46	-3,424	-486
현금의 증감	592	334	1,652	-1,059	3,323
기초 현금	5,969	6,561	6,895	8,547	7,488
기말 현금	6,561	6,895	8,547	7,488	10,811
NOPLAT	7,647	8,053	7,574	7,725	8,182
FCF	4,715	2,530	97	3,803	5,172

자료: 유안타증권

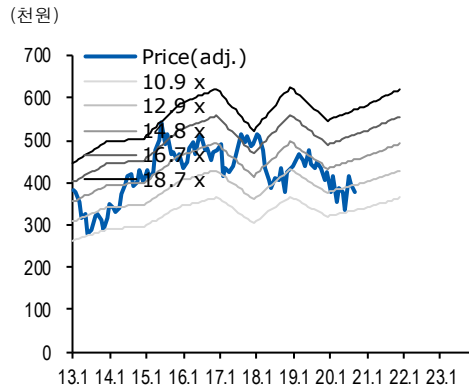
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	39,659	45,979	48,322	47,966	51,835
현금및현금성자산	6,561	6,895	8,547	7,488	10,811
매출채권 및 기타채권	3,191	3,845	4,553	4,591	4,682
재고자산	12,880	15,557	18,758	19,423	19,878
비유동자산	32,600	32,426	34,745	35,846	36,619
유형자산	27,851	29,007	31,578	32,680	33,454
관계기업등 지분관련자산	206	220	225	225	225
기타투자자산	3,126	1,665	1,386	1,386	1,386
자산총계	72,259	78,406	83,066	83,812	88,454
유동부채	5,384	7,043	8,364	8,657	9,494
매입채무 및 기타채무	3,867	4,885	5,932	6,224	7,062
단기차입금	186	306	740	740	740
유동성장기부채	48	12	11	11	11
비유동부채	3,129	2,979	2,905	2,905	2,905
장기차입금	71	60	55	55	55
사채	0	0	0	0	0
부채총계	8,514	10,022	11,269	11,561	12,399
지배지분	62,500	67,154	70,534	70,985	74,790
자본금	944	944	944	944	944
자본잉여금	560	566	566	566	566
이익잉여금	61,381	65,917	69,041	69,537	73,342
비지배지분	1,245	1,230	1,264	1,265	1,265
자본총계	63,745	68,384	71,798	72,251	76,055
순차입금	-22,831	-25,806	-23,602	-22,543	-25,866
총차입금	305	407	856	856	856

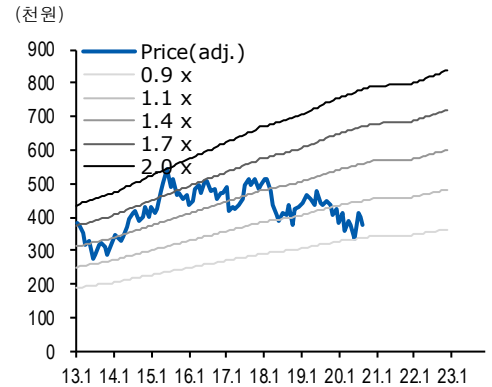
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	27,950	33,541	29,288	31,077	33,273
BPS	353,622	379,956	399,079	401,632	423,156
EBITDAPS	54,225	57,481	55,059	56,300	60,459
SPS	364,776	354,786	381,319	421,800	431,670
DPS	11,000	14,000	14,000	14,000	14,000
PER	15.6	13.2	12.8	12.1	11.3
PBR	1.2	1.2	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	5.9	5.4	4.7	4.6	4.0
PSR	1.2	1.2	1.0	0.9	0.9

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	4.3	-2.7	7.5	10.6	2.3
영업이익 증가율 (%)	-14.5	5.3	-6.0	2.0	5.9
지배순이익 증가율 (%)	-16.2	20.0	-12.7	6.1	7.1
매출총이익률 (%)	13.1	14.2	12.6	11.8	12.1
영업이익률 (%)	11.1	12.0	10.5	9.7	10.0
지배순이익률 (%)	7.7	9.5	7.7	7.4	7.7
EBITDA 마진 (%)	14.9	16.2	14.4	13.3	14.0
ROIC	13.4	14.2	12.0	11.5	12.0
ROA	7.4	8.4	6.8	7.0	7.3
ROE	8.6	9.8	8.0	8.3	8.6
부채비율 (%)	13.4	14.7	15.7	16.0	16.3
순차입금/자기자본 (%)	-36.5	-38.4	-33.5	-31.8	-34.6
영업이익/금융비용 (배)	726.2	573.5	269.1	242.2	256.6

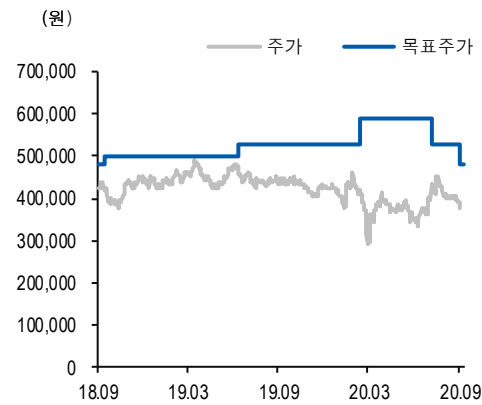
P/E band chart



P/B band chart



고려아연 (010130) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-09-24	BUY	480,000	1년		
2020-07-28	BUY	530,000	1년	-22.48	-14.34
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: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.2
Buy(매수)	87.7
Hold(중립)	11.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-09-21

※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 기존 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 투자사결정은 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.