

고려아연 (010130)

금속



이현수

02 3770 5718
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	480,000원 (M)
현재주가 (10/27)	378,000원
상승여력	27%

시가총액	71,329억원
총발행주식수	18,870,000주
60일 평균 거래대금	215억원
60일 평균 거래량	52,912주
52주 고	461,000원
52주 저	293,500원
외인지분율	23.45%
주요주주	영풍 외 42 인 42.42%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.7	(12.2)	(14.8)
상대	1.4	(16.5)	(23.7)
절대(달러환산)	8.0	(6.7)	(11.2)

3Q20 Review: Free Metal과 Premium이 이끈 이익

3Q20(P): 별도 영업이익 2,118억원, 연결 영업이익 2,674억원

연결 영업이익, 당사 추정(1,902억원) 및 Consensus(2,070억원) 상회

1) 별도: 영업이익은 2,118억원으로 당사 추정(1,827억원)을 상회했다. 3Q20 연 및 은 판매량은 각각 10.6만톤, 598톤을 기록하며 당사 예상치(연 10.7만톤, 은 597톤)에 부합했으나 아연 판매량은 14.7만톤으로 추정치(15.8만톤)를 하회했다. 아연 판매량이 추정치를 하회하고 전분기비 -7% 감소한 주된 이유는 아연 생산공정 정기 보수에 따른 생산량 감소에 기인한 것으로 파악된다. 3Q20 아연 생산량은 14.9만톤으로 전분기(15.7만톤)비 -5% 감소했다. 그럼에도 불구하고 영업이익 및 영업이익률이 예상보다 높았던 이유는 아연 및 연 프리미엄이 전분기비 상승했기 때문으로 판단된다. 특히 프리미엄 장기 계약 비중이 높은 내수 판매보다 수출 판매 프리미엄 상승 폭이 컸던 것으로 관측된다. 프리미엄은 제련업체와 수요업체 간 수급 균형에 따라, 또는 상품 가격 방향성에 따라 결정된다. 3Q는 아연과 연 모두 가격이 큰 폭으로 상승했던 시기로 프리미엄이 상품 가격 영향을 받아 동반 상승한 것으로 판단된다.

2) 연결: 호주 SMC와 징크옥사이드코퍼레이션 모두 전분기비 판매량 확대 및 아연 가격 상승 영향으로 영업이익이 흑자전환 한 것으로 나타났다. 또한 국내 주요 계열사 중 한 곳인 서린상사의 영업이익 크게 개선되며 연결 영업이익 증가에 기여한 것으로 파악된다.

원화 강세 및 Spot TC 약세 부담 존재하나 지나친 우려는 경계

4Q는 아연 판매량이 17.6만톤까지 회복될 것으로 추정되며 연 및 은 판매량은 전분기 수준을 나타낼 것으로 예상된다. 다만 다소 우려되는 부분은 원/달러 환율이다. 6월 이후 진행되고 있는 원화강세가 4Q 영업이익에 부정적인 영향을 미칠 것으로 사료된다. 최근 약세 기조를 나타내고 있는 아연 및 연 정광 Spot TC 역시 4Q 분만 아니라 2021년 영업이익에 부담을 줄 개연성이 높아지고 있다. 당사는 2021년 아연 정광 BM TC를 264달러/톤에서 250달러/톤으로 하향 조정한다.

COVID-19 영향으로 국내 다수의 제조업체들의 제품 판매량 및 영업이익이 전년대비 감소하는 모습을 나타내고 있으나 당사는 2020년 영업이익이 전년 수준을 넘어설 수 있을 것으로 추정된다. 다시 한번 동사의 뛰어난 수익구조가 증명되고 있다. 최근 모멘텀이 약화된 것은 사실이나 지나친 우려를 할 필요는 없다고 판단한다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	19,762	14.2	21.8	17,934	10.2
영업이익	2,674	28.1	63.0	2,070	29.1
세전계속사업이익	2,392	5.6	50.4	2,152	11.2
지배순이익	1,680	6.4	45.8	1,550	8.4
영업이익률 (%)	13.5	+1.4 %pt	+3.4 %pt	11.5	+2.0 %pt
지배순이익률 (%)	8.5	-0.6 %pt	+1.4 %pt	8.6	-0.1 %pt

자료: 유안타증권

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

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	68,833	66,948	73,492	79,525
영업이익	7,647	8,053	8,642	8,360
지배순이익	5,274	6,329	5,934	6,324
PER	15.6	13.2	12.0	11.3
PBR	1.2	1.2	0.9	0.9
EV/EBITDA	5.9	5.4	4.3	4.4
ROE	8.6	9.8	8.6	8.9

자료: 유안타증권

[표-1] 고려아연 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

		2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	QoQ	YoY	4Q20E
원/달러	3개월전	1,154	1,194	1,150	1,128	1,126	1,167	1,195	1,176	1,194	1,221	2.2%	4.6%	1,188
	당월	1,166	1,188	1,150	1,126	1,167	1,195	1,176	1,194	1,221	1,188	-2.7%	-0.6%	1,150
금속가격(전월)	아연	2,579	2,213	2,575	2,631	2,842	2,440	2,403	2,247	1,927	2,204	14.4%	-9.7%	2,475
(달러/톤)	연	2,002	1,807	1,786	2,011	1,934	1,973	2,092	1,899	1,673	1,833	9.6%	-7.1%	1,823
*은 - 달러/온스	은	16.0	20.0	24.4	15.4	15.0	16.0	17.6	17.7	15.5	21.8	40.9%	36.0%	25.1
금속가격(당월)	아연	2,550	2,236	2,581	2,709	2,759	2,350	2,383	2,124	1,968	2,343	19.1%	-0.3%	2,508
(달러/톤)	연	1,997	1,792	1,798	2,035	1,885	2,031	2,035	1,844	1,676	1,876	11.9%	-7.6%	1,773
*은 - 달러/온스	은	16.2	20.5	24.5	15.6	14.9	17.0	17.3	16.9	16.4	24.5	49.3%	43.6%	24.4
금속가격(분기말)	아연	2,280	2,540	2,616	3,000	2,565	2,429	2,280	1,895	2,037	2,388	17.2%	-1.7%	2,540
(달러/톤)	연	1,914	1,723	1,861	2,002	1,917	2,127	1,914	1,734	1,763	1,802	2.2%	-15.3%	1,723
*은 - 달러/온스	은	17.9	23.7	25.2	15.1	15.3	17.0	17.9	14.0	18.2	23.2	27.6%	36.7%	23.7
매출액		5,219	5,594	6,130	1,194	1,372	1,306	1,347	1,338	1,253	1,414	12.8%	8.3%	1,589
(십억원)	아연	2,033	1,825	2,037	445	584	509	495	469	404	419	3.7%	-17.5%	533
	연	1,033	979	940	261	263	251	258	252	227	259	14.4%	3.3%	241
	은	1,215	1,782	2,124	266	293	298	358	390	363	474	30.6%	59.0%	554
	기타	939	1,008	1,030	222	232	248	237	227	259	261	0.8%	5.2%	260
판매량	아연	634	647	647	138	168	163	164	165	159	147	-7.3%	-9.9%	176
(천톤)	연	401	411	412	104	105	96	95	101	100	106	6.0%	10.7%	104
*은 (톤)	은	2,028	2,358	2,356	480	516	492	541	585	582	598	2.8%	21.7%	592
판매단가	아연	3,208	2,823	3,150	3,221	3,480	3,112	3,013	2,842	2,544	2,847	11.9%	-8.5%	3,037
(천원/톤)	연	2,575	2,381	2,281	2,500	2,502	2,611	2,702	2,498	2,258	2,436	7.9%	-6.7%	2,329
*은 (천원/온스)	은	18.6	23.5	28.0	17.2	17.7	18.9	20.6	20.7	19.4	24.7	27.0%	30.6%	29.1
영업이익		729	792	774	154	230	183	163	197	170	212	24.5%	16.0%	213
이익률		14.0%	14.2%	12.6%	12.9%	16.7%	14.0%	12.1%	14.7%	13.6%	15.0%	1.4%p	1.0%p	13.4%

자료: 유안타증권

[표-2] 고려아연 연결기준

(단위: 십억원)

		2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	QoQ	YoY	4Q20E
매출액		6,695	7,349	7,952	1,497	1,743	1,731	1,724	1,733	1,622	1,976	21.8%	14.2%	2,018
영업이익		805	864	836	177	242	209	177	204	164	267	63.0%	28.1%	229
이익률		12.0%	11.8%	10.5%	11.9%	13.9%	12.1%	10.3%	11.8%	10.1%	13.5%	3.4%p	1.5%p	11.3%
세전이익		872	831	856	212	258	226	176	199	159	239	50.4%	5.6%	234
이익률		13.0%	11.3%	10.8%	14.2%	14.8%	13.1%	10.2%	11.5%	9.8%	12.1%	2.3%p	-1.0%p	11.6%
지배순이익		633	593	632	151	185	158	139	138	115	168	45.8%	6.4%	172
이익률		9.5%	8.1%	8.0%	10.1%	10.6%	9.1%	8.1%	8.0%	7.1%	8.5%	1.4%p	-0.6%p	8.5%

자료: 유안타증권

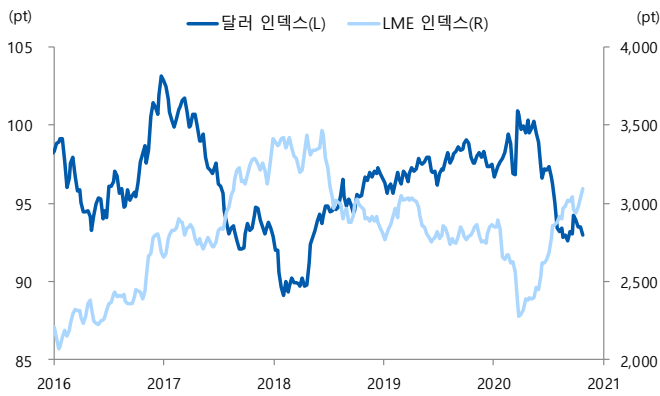
[표-3] 고려이연 실적 추정치 변경내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비			
	4Q20E	2020E	2021E	4Q20E	2020E	2021E	4Q20E	2020E	2021E	
별도	매출액	1,576	5,643	6,288	1,589	5,594	6,130	0.8%	-0.9%	-2.5%
	영업이익	192	742	724	213	792	774	10.9%	6.7%	6.8%
	OPM	12.2%	13.1%	11.5%	13.4%	14.2%	12.6%	1.2%p	1.0%p	1.1%p
연결	매출액	1,974	7,195	7,959	2,018	7,349	7,952	2.2%	2.1%	-0.1%
	영업이익	199	757	773	229	864	836	14.9%	14.1%	8.2%
	OPM	10.1%	10.5%	9.7%	11.3%	11.8%	10.5%	1.2%p	1.2%p	0.8%p
	지배순이익	151	553	586	172	593	632	14.2%	7.4%	7.8%

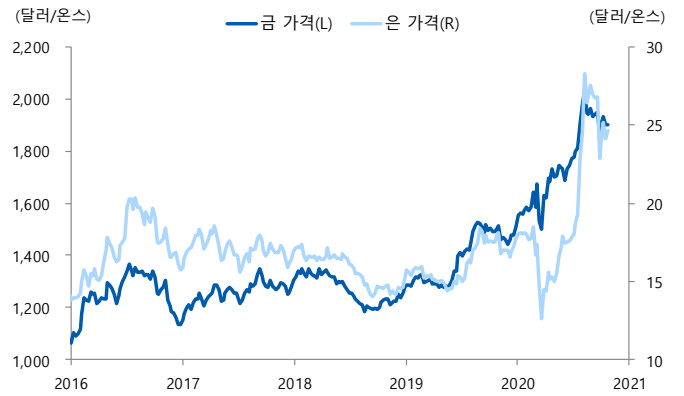
자료: 유안타증권

[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] 연가가격과 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	73,492	79,525	81,420	
매출원가	59,793	57,436	63,335	69,529	70,957	
매출총이익	9,040	9,512	10,157	9,995	10,462	
판매비	1,393	1,459	1,514	1,635	1,674	
영업이익	7,647	8,053	8,642	8,360	8,789	
EBITDA	10,232	10,847	11,458	11,259	12,016	
영업외손익	40	671	-328	196	314	
외환관련손익	-53	-61	-171	0	0	
이자손익	513	523	368	339	457	
관계기업관련손익	-23	16	6	0	0	
기타	-397	193	-531	-143	-143	
법인세비용차감전순손익	7,687	8,724	8,314	8,556	9,102	
법인세비용	2,339	2,338	2,348	2,225	2,367	
계속사업순손익	5,348	6,386	5,966	6,332	6,736	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	5,348	6,386	5,966	6,332	6,736	
지배지분순이익	5,274	6,329	5,934	6,324	6,727	
포괄순이익	4,485	6,596	6,297	6,287	6,691	
지배지분포괄이익	4,665	6,593	6,300	6,329	6,736	

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	5,925	9,627	10,844	
당기순이익	5,348	6,386	5,966	6,332	6,736	
감가상각비	2,584	2,791	2,815	2,898	3,226	
외환손익	12	-65	201	0	0	
중속, 관계기업관련손익	23	-16	-6	0	0	
자산부채의 증감	-28	-2,578	-3,563	-547	-63	
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	-448	-3,675	-511	
현금의 증감	592	334	1,599	-563	3,818	
기초 현금	5,969	6,561	6,895	8,494	7,932	
기말 현금	6,561	6,895	8,494	7,932	11,750	
NOPLAT	7,647	8,053	8,642	8,360	8,789	
FCF	4,715	2,530	346	4,538	5,668	

자료: 유안타증권

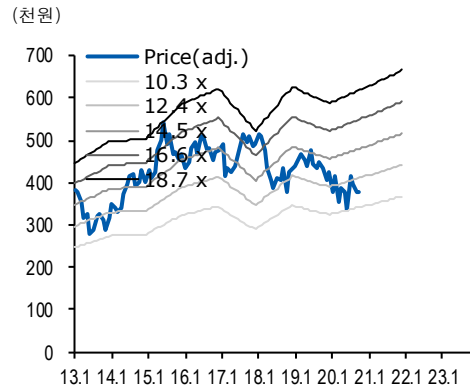
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
유동자산	39,659	45,979	48,775	48,628	53,007	
현금및현금성자산	6,561	6,895	8,494	7,932	11,750	
매출채권 및 기타채권	3,191	3,845	4,639	4,628	4,721	
재고자산	12,880	15,557	19,178	19,605	20,073	
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	83,520	84,474	89,626	
유동부채	5,384	7,043	8,403	8,673	9,572	
매입채무 및 기타채무	3,867	4,885	5,970	6,240	7,139	
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	11,308	11,577	12,476	
지배지분	62,500	67,154	70,941	71,620	75,873	
자본금	944	944	944	944	944	
자본잉여금	560	566	566	566	566	
이익잉여금	61,381	65,917	69,448	70,172	74,425	
비지배지분	1,245	1,230	1,271	1,277	1,277	
자본총계	63,745	68,384	72,212	72,897	77,150	
순차입금	-22,831	-25,806	-23,550	-22,987	-26,805	
총차입금	305	407	856	856	856	

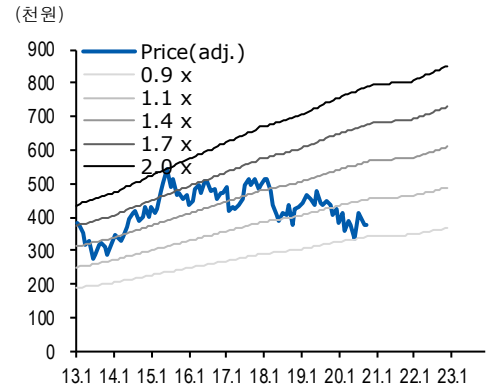
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
EPS	27,950	33,541	31,446	33,511	35,651	
BPS	353,622	379,956	401,382	405,223	429,287	
EBITDAPS	54,225	57,481	60,721	59,667	63,676	
SPS	364,776	354,786	389,466	421,434	431,476	
DPS	11,000	14,000	14,000	14,000	14,000	
PER	15.6	13.2	12.0	11.3	10.6	
PBR	1.2	1.2	0.9	0.9	0.9	
EV/EBITDA	5.9	5.4	4.3	4.4	3.8	
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	9.8	8.2	2.4	
영업이익 증가율 (%)	-14.5	5.3	7.3	-3.3	5.1	
지배순이익 증가율 (%)	-16.2	20.0	-6.2	6.6	6.4	
매출총이익률 (%)	13.1	14.2	13.8	12.6	12.9	
영업이익률 (%)	11.1	12.0	11.8	10.5	10.8	
지배순이익률 (%)	7.7	9.5	8.1	8.0	8.3	
EBITDA 마진 (%)	14.9	16.2	15.6	14.2	14.8	
ROIC	13.4	14.2	13.4	12.4	12.8	
ROA	7.4	8.4	7.3	7.5	7.7	
ROE	8.6	9.8	8.6	8.9	9.1	
부채비율 (%)	13.4	14.7	15.7	15.9	16.2	
순차입금/자기자본 (%)	-36.5	-38.4	-33.2	-32.1	-35.3	
영업이익/금융비용 (배)	726.2	573.5	307.0	262.2	275.6	

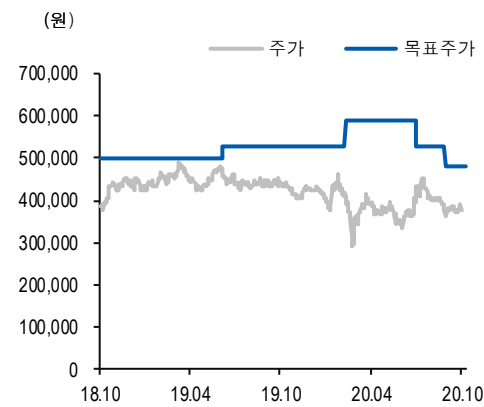
P/E band chart



P/B band chart



고려아연 (010130) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-10-28	BUY	480,000	1년		
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

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)	0.6
Buy(매수)	88.5
Hold(중립)	10.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-10-25

※해의 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.