



고려아연 (010130)

금속



이현수

02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	HOLD (D)
목표주가	480,000원 (M)
현재주가 (1/6)	439,500원
상승여력	9%

시가총액	82,934억원
총발행주식수	18,870,000주
60일 평균 거래대금	249억원
60일 평균 거래량	62,468주
52주 고	461,000원
52주 저	293,500원
외인지분율	23.93%
주요주주	영풍 외 42 인 43.00%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	10.4	13.3	4.3
상대	1.6	(9.7)	(24.3)
절대(달러환산)	10.1	21.1	12.6

4Q20 Preview: 냉정과 열정 사이

4Q20(E): 판매량과 상품가격은 Good, 아쉬웠던 환율

별도 영업이익 1,917억원(yoy +18%), 연결 영업이익 2,151억원(yoy +22%) 전망

1) 별도: 아연 판매량이 수출을 중심으로 회복되며 전분기비 +19% 증가한 17.6만톤을 기록할 것으로 추정되며 연 및 은 판매량은 전분기비 소폭 감소할 것으로 예상된다. 9~11월 주요 금속(아연, 연, 은)의 글로벌 시장 가격(LME 등 달러 기준)은 전분기(6~8월)비 상승한 것으로 파악된다. 하지만 4Q 내 원화 강세가 진행되며 원/달러 환율이 3Q 1,188원/달러에서 4Q 1,117원/달러로 하락하며 고려아연의 원화 기준 판매단가는 상승 폭이 상대적으로 제한되거나 일부 품목은 오히려 하락했을 것으로 추정된다. 아연 판매량 증가에 따른 고정비 부담 완화, 금속 가격(달러 기준) 상승은 긍정적이었으나 원/달러 환율이 부정적 영향을 미치며 별도 영업이익은 전분기비 -10% 감소한 1,917억원에 그쳤을 것으로 판단된다.

2) 연결: 3Q 아연 가격 상승에 따라 호실적을 기록했던 호주 SMC와 징크옥사이드코퍼레이션은 4Q에도 호실적을 기록했을 것으로 추정된다.

2018년과 유사한 영업환경이 예상되는 2021년

2018년 원/달러 환율은 1,101원/달러, LME 아연 가격 2,922달러/톤, LME 연 가격 2,240달러/톤, 금 가격 1,269달러/온스, 은 가격 15.7달러/온스였으며 아연 정광 BM TC는 147달러/톤이었던 것으로 파악된다. 2021년 해당 변수들의 추정치는 원/달러 환율 1,100원/달러, LME 아연 가격 2,841달러/톤, LME 연 가격 2,083달러/톤, 금 가격 1,915달러/온스, 은 가격 26.3달러/온스이며 아연 정광 BM TC는 182달러/톤(기준 250달러/톤에서 하향)이다. 본사 기준 품목별 판매량은 2018년 아연 68만톤, 연 41만톤, 금 9톤, 은 2,000톤이었으며 2021년 예상 판매량은 아연 65만톤, 연 41만톤, 금 8톤, 은 2,400톤이다.

2018년과 2021년 가장 큰 차이점은 귀금속 가격이며 이에 따른 매출액 차이가 발생할 전망이다. 영업이익률은 유사하거나 소폭 낮은 수준을 기록할 것으로 판단된다. 이와 같은 주변 영업 환경과 판매량을 기준으로 추정되는 2021년 연결 영업이익은 8,168억원(yoy -4%)이다. Target PBR 1.2x 및 목표주가 480,000원을 유지하며 투자의견은 HOLD로 하향한다. 2022년 하반기에 시작될 것으로 예상되는 전해동박 사업에 대한 가치 평가는 2021년 하반기에 매출 및 수익성을 추정하여 반영할 예정이다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	19,947	15.7	0.9	20,036	-0.4
영업이익	2,151	21.6	-19.5	2,532	-15.1
세전계속사업이익	2,150	22.0	-10.1	2,645	-18.7
자배순이익	1,583	13.7	-5.8	1,946	-18.7
영업이익률 (%)	10.8	+0.5 %pt	-2.7 %pt	12.6	-1.8 %pt
자배순이익률 (%)	7.9	-0.2 %pt	-0.6 %pt	9.7	-1.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	68,833	66,948	73,255	82,601
영업이익	7,647	8,053	8,508	8,168
지배순이익	5,274	6,329	5,792	5,894
PER	15.6	13.2	13.1	14.1
PBR	1.2	1.2	1.0	1.1
EV/EBITDA	5.9	5.4	4.6	5.6
ROE	8.6	9.8	8.4	8.5

자료: 유안타증권

[표-1] 고려아연 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

		2019	2020E	2021E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	QoQ	YoY	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
원/달러	3개월전	1,154	1,194	1,104	1,176	1,194	1,221	1,188	-2.7%	-0.6%	1,117	1,100	1,100	1,100
	당월	1,166	1,180	1,100	1,194	1,221	1,188	1,117	-5.9%	-5.0%	1,100	1,100	1,100	1,100
금속가격(전월)	아연 (달러/톤)	2,579	2,224	2,831	2,247	1,927	2,204	2,518	14.2%	4.8%	2,789	2,817	2,845	2,874
	연 은	2,002	1,815	2,075	1,899	1,673	1,833	1,855	1.2%	-11.3%	2,034	2,068	2,088	2,109
*은 - 달러/온스	은	16.0	19.9	26.1	17.7	15.5	21.8	24.7	13.4%	39.9%	25.5	26.3	26.3	26.4
금속가격(당월)	아연 (달러/톤)	2,550	2,266	2,841	2,124	1,968	2,343	2,631	12.3%	10.4%	2,798	2,826	2,855	2,883
	연 은	1,997	1,825	2,083	1,844	1,676	1,876	1,904	1.5%	-6.4%	2,047	2,075	2,095	2,116
*은 - 달러/온스	은	16.2	20.5	26.3	16.9	16.4	24.5	24.4	-0.1%	41.0%	25.9	26.3	26.4	26.4
금속가격(분기말)	아연 (달러/톤)	2,280	2,729	2,893	1,895	2,037	2,388	2,729	14.3%	19.7%	2,808	2,836	2,864	2,893
	연 은	1,914	1,976	2,123	1,734	1,763	1,802	1,976	9.6%	3.3%	2,061	2,081	2,102	2,123
*은 - 달러/온스	은	17.9	26.4	26.4	14.0	18.2	23.2	26.4	13.6%	47.9%	26.3	26.3	26.4	26.4
매출액		5,219	5,549	6,332	1,338	1,253	1,414	1,544	9.2%	14.7%	1,534	1,606	1,568	1,624
(십억원)	아연	2,033	1,821	2,130	469	404	419	529	26.1%	7.0%	516	538	528	548
	연	1,033	977	1,030	252	227	259	239	-7.8%	-7.2%	249	260	255	265
	은	1,215	1,750	2,163	390	363	474	522	10.1%	45.9%	521	552	535	555
	기타	939	1,002	1,009	227	259	261	254	-2.7%	7.4%	248	256	250	255
판매량	아연 (천톤)	634	647	647	165	159	147	176	19.1%	6.9%	159	164	159	164
	연 은	401	411	412	101	100	106	104	-2.7%	8.6%	101	105	101	105
* 은 (톤)	은	2,028	2,358	2,356	585	582	598	592	-1.0%	9.5%	582	598	578	598
판매단가	아연 (천원/톤)	3,208	2,817	3,294	2,842	2,544	2,847	3,014	5.9%	0.0%	3,242	3,280	3,313	3,340
	연 은	2,575	2,376	2,499	2,498	2,258	2,436	2,309	-5.2%	-14.5%	2,452	2,489	2,517	2,537
* 은 (천원/온스)	은	18.6	23.1	28.6	20.7	19.4	24.7	27.4	11.2%	33.3%	27.8	28.7	28.8	28.9
영업이익		729	771	720	197	170	212	192	-9.5%	17.5%	184	168	174	194
이익률		14.0%	13.9%	11.4%	14.7%	13.6%	15.0%	12.4%	-2.6%p	0.3%p	12.0%	10.4%	11.1%	12.0%

자료: 유안티증권

[표-2] 고려아연 연결기준

(단위: 십억원)

	2019	2020E	2021E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	QoQ	YoY	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	6,695	7,326	8,260	1,733	1,622	1,976	1,995	0.9%	15.7%	2,012	2,090	2,039	2,120
영업이익	805	851	817	204	164	267	215	-19.5%	21.6%	208	192	198	219
	이익률	12.0%	11.6%	9.9%	11.8%	10.1%	13.5%	10.8%	-2.7%p	0.5%p	10.3%	9.2%	9.7%
세전이익	872	812	798	199	159	239	215	-10.1%	22.0%	205	186	191	215
	이익률	13.0%	11.1%	9.7%	11.5%	9.8%	12.1%	10.8%	-1.3%p	0.6%p	10.2%	8.9%	9.4%
지배순이익	633	579	589	138	115	168	158	-5.8%	13.7%	151	138	141	159
이익률	9.5%	7.9%	7.1%	8.0%	7.1%	8.5%	7.9%	-0.6%p	-0.1%p	7.5%	6.6%	6.9%	7.5%

자료: 유안티증권

[표-3] 고려이연 실적 추정치 변경내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후		변경 전 대비		
		4Q20E	2020E	2021E	4Q20E	2020E	2021E	4Q20E
별도	매출액	1,589	5,594	6,130	1,544	5,549	6,332	-2.8%
	영업이익	213	792	774	192	771	720	-10.0%
	OPM	13.4%	14.2%	12.6%	12.4%	13.9%	11.4%	-1.0%p
연결	매출액	2,018	7,349	7,952	1,995	7,326	8,260	-1.2%
	영업이익	229	864	836	215	851	817	-5.9%
	OPM	11.3%	11.8%	10.5%	10.8%	11.6%	9.9%	-0.5%p
	지배순이익	172	593	632	158	579	589	-8.2%

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	73,255	82,601	84,341	
매출원가	59,793	57,436	63,347	72,876	73,756	
매출총이익	9,040	9,512	9,908	9,725	10,585	
판관비	1,393	1,459	1,401	1,558	1,590	
영업이익	7,647	8,053	8,508	8,168	8,994	
EBITDA	10,232	10,847	11,330	11,057	12,133	
영업외손익	40	671	-385	-192	-94	
외환관련손익	-53	-61	223	0	0	
이자손익	513	523	289	213	312	
관계기업관련손익	-23	16	4	0	0	
기타	-397	193	-901	-406	-406	
법인세비용차감전순손익	7,687	8,724	8,122	7,975	8,901	
법인세비용	2,339	2,338	2,299	2,074	2,314	
계속사업순손익	5,348	6,386	5,824	5,902	6,587	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	5,348	6,386	5,824	5,902	6,587	
지배지분순이익	5,274	6,329	5,792	5,894	6,578	
포괄순이익	4,485	6,596	5,444	4,437	5,121	
지배지분포괄이익	4,665	6,593	5,415	4,433	5,117	

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	8,660	8,320	10,825	
당기순이익	5,348	6,386	5,824	5,902	6,587	
감가상각비	2,584	2,791	2,821	2,888	3,137	
외환손익	12	-65	-121	0	0	
증속, 관계기업관련손익	23	-16	-4	0	0	
자산부채의 증감	-28	-2,578	-193	-1,372	199	
기타현금흐름	944	408	332	903	903	
투자활동 현금흐름	-6,497	-4,739	-5,103	-4,016	-4,016	
투자자산	-4,546	-478	3,210	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,162	-3,581	-6,442	-4,000	-4,000	
유형자산 감소	15	6	3	0	0	
기타현금흐름	1,195	-685	-1,873	-16	-16	
재무활동 현금흐름	-1,829	-1,909	-2,164	-2,560	-2,560	
단기차입금	18	119	389	0	0	
사채 및 장기차입금	-51	-48	-12	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-1,783	-1,960	-2,614	-2,614	-2,614	
기타현금흐름	-13	-20	74	54	54	
연결범위변동 등 기타	36	55	-311	-4,461	-174	
현금의 증감	592	334	1,082	-2,718	4,074	
기초 현금	5,969	6,561	6,895	7,978	5,260	
기말 현금	6,561	6,895	7,978	5,260	9,334	
NOPLAT	7,647	8,053	8,508	8,168	8,994	
FCF	4,715	2,530	2,288	3,561	5,993	

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 기준으로 함

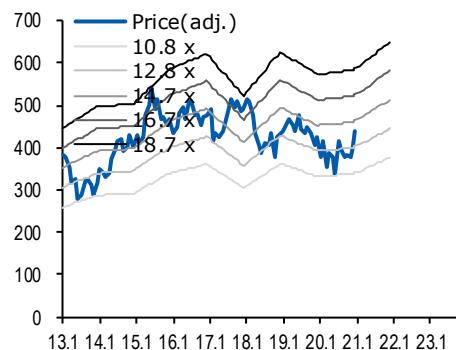
재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산		39,659	45,979	46,491	45,077	49,209
현금및현금성자산		6,561	6,895	7,978	5,260	9,334
매출채권 및 기타채권		3,191	3,845	4,369	4,503	4,585
재고자산		12,880	15,557	16,067	17,238	17,212
비유동자산		32,600	32,426	36,126	37,237	38,099
유형자산		27,851	29,007	32,560	33,672	34,535
관계기업등 지분관련자산		206	220	222	222	222
기타투자자산		3,126	1,665	1,695	1,695	1,695
자산총계		72,259	78,406	82,617	82,314	87,308
유동부채		5,384	7,043	8,262	8,828	9,718
매입채무 및 기타채무		3,867	4,885	6,227	6,792	7,683
단기차입금		186	306	694	694	694
유동성장기부채		48	12	9	9	9
비유동부채		3,129	2,979	3,026	3,026	3,026
장기차입금		71	60	51	51	51
사채		0	0	0	0	0
부채총계		8,514	10,022	11,288	11,853	12,744
지배지분		62,500	67,154	70,091	69,250	73,354
자본금		944	944	944	944	944
자본잉여금		560	566	566	566	566
이익잉여금		61,381	65,917	69,470	70,095	74,198
비지배지분		1,245	1,230	1,239	1,211	1,211
자본총계		63,745	68,384	71,330	70,461	74,564
순차입금		-22,831	-25,806	-24,711	-21,994	-26,068
총차입금		305	407	845	845	845

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS		27,950	33,541	30,697	31,234	34,857
BPS		353,622	379,956	396,570	391,815	415,031
EBITDAPS		54,225	57,481	60,043	58,594	64,296
SPS		364,776	354,786	388,209	437,736	446,956
DPS		11,000	14,000	14,000	14,000	14,000
PER		15.6	13.2	13.1	14.1	12.6
PBR		1.2	1.2	1.0	1.1	1.1
EV/EBITDA		5.9	5.4	4.6	5.6	4.8
PSR		1.2	1.2	1.0	1.0	1.0

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)		4.3	-2.7	9.4	12.8	2.1
영업이익 증가율 (%)		-14.5	5.3	5.6	-4.0	10.1
지배순이익 증가율 (%)		-16.2	20.0	-8.5	1.7	11.6
매출총이익률 (%)		13.1	14.2	13.5	11.8	12.6
영업이익률 (%)		11.1	12.0	11.6	9.9	10.7
지배순이익률 (%)		7.7	9.5	7.9	7.1	7.8
EBITDA 마진 (%)		14.9	16.2	15.5	13.4	14.4
ROIC		13.4	14.2	13.5	12.6	13.6
ROA		7.4	8.4	7.2	7.1	7.8
ROE		8.6	9.8	8.4	8.5	9.2
부채비율 (%)		13.4	14.7	15.8	16.8	17.1
순차입금/자기자본 (%)		-36.5	-38.4	-35.3	-31.8	-35.5
영업이익/금융비용 (배)		726.2	573.5	358.9	311.2	342.7

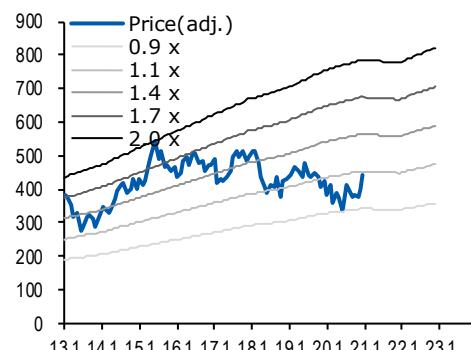
P/E band chart

(천원)



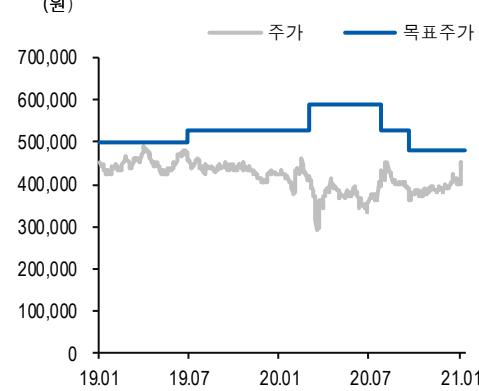
P/B band chart

(천원)



고려이연 (010130) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-01-07	HOLD	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

주: 기준일 2021-01-04

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정 시 제외

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.2
Buy(매수)	93.4
Hold(중립)	5.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

- 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 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.