



BUY(Maintain)

목표주가: 560,000원
주가(1/7): 442,500원
시가총액: 83,500억원

철강금속/유틸리티

Analyst 이종형
02) 3787-5023
leejh@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/7)		3,031.68pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	461,000원	293,500원	
등락률	-4.0%	50.8%	
수익률	절대	상대	
	1M	11.5%	0.9%
	6M	20.7%	-13.8%
	1Y	3.4%	-25.8%

Company Data

발행주식수	18,870 천주	
일평균 거래량(3M)	62천주	
외국인 지분율	23.8%	
배당수익률(20E)	3.7%	
BPS(20E)	377,179원	
주요 주주	최장길 외 42인	43.0%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	6,883	6,695	7,447	8,537
영업이익	765	805	903	937
EBITDA	1,023	1,085	1,184	1,261
세전이익	769	872	899	972
순이익	535	639	652	705
지배주주지분순이익	527	633	646	698
EPS(원)	27,950	33,541	34,240	37,015
증감률(%YoY)	-16.2	20.0	2.1	8.1
PER(배)	15.5	12.7	12.9	12.0
PBR(배)	1.31	1.19	1.17	1.11
EV/EBITDA(배)	5.9	5.1	4.4	4.6
영업이익률(%)	11.1	12.0	12.1	11.0
ROE(%)	8.6	9.8	9.3	9.5
순부채비율(%)	-35.8	-37.7	-34.0	-33.7

Price Trend



고려아연 (010130)

4분기 실적도 호조 전망



4분기 영업이익은 2,680억원으로 컨센서스 2,530억원을 상회해 3분기에 이어 견조한 실적이 지속될 전망이다. 한동안 주춤했던 귀금속가격이 최근 강세전환에 성공했고 아연/연가격은 여전히 상승세가 이어지고 있어 앞으로도 꾸준한 실적흐름과 배당이 예상된다. 한편 진행중인 이차전지 동박사업과 최근 호주 자회사가 검토중인 그린수소사업 등 신사업 모멘텀은 중장기 주가에 긍정적 영향이 기대됩니다.

>>> 4분기 실적도 컨센서스 상회 전망

연결 영업이익은 2,680억원(+63%QoQ, +28%YoY)으로 키움증권 기존 추정치 2,620억에는 부합하고 컨센서스 2,530억원은 상회해 예상된다.

별도 영업이익은 2,330억원(+10%QoQ, +43%YoY)으로 3Q에 이어 견조한 실적이 지속될 전망이다(컨센서스 2,230억원). 비우호적 원달러환율 하락에도 아연과 은가격 상승과 판매량 증가에 따른 외형확대로 안정적 실적이 예상된다. 연결 자회사 영업이익 합계는 350억원으로 3Q 555억원보다는 감소하지만 3Q에는 서린상사에서 약 250~300억원 수준의 일회성 영업이익이 있었던 것으로 추정되며 이를 감안시 수익성은 3Q보다 개선되었을 것으로 추정한다.

>>> 안정적 실적과 배당, 중장기 이차전지/수소모멘텀도 주목!

작년 하반기이후 아연/연가격의 꾸준한 상승에도 9월이후 금/은가격이 약보합세를 보이면서 고려아연 주가도 업종내 다른 종목들에 비해 상대적으로 부진했다. 하지만 최근 금가격은 \$1,900대, 은가격은 \$27대를 회복하며 2개월래 최고치를 기록하며 강세전환에 성공했고 아연/연가격은 꾸준한 상승세가 이어지고 있어 앞으로도 꾸준한 실적흐름과 배당이 예상된다.

한편, 작년부터 투자가 진행중인 이차전지 동박사업은 계획대로 차질없이 진행중이며(캐파 1.3만톤, 22년 10월 완료), 최근 호주 자회사 SMC를 통해 그린수소사업도 검토하고 있는 것으로 언론보도를 통해 알려지고 있어 신사업 모멘텀도 중장기 주가에 긍정적인 영향이 기대된다.

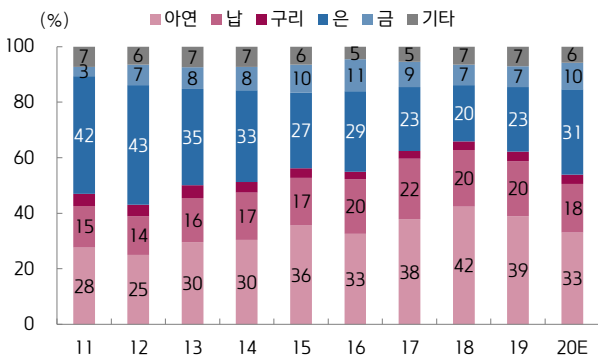
4Q20 예상실적과 최근 메탈가격을 반영해 2021E 영업이익 및 지배주주순이익 전망치를 기존대비 각각 4%, 2% 상향조정하며, 목표주가를 56만원으로 4% 상향한다. 단기모멘텀 보다는 중장기 안정적 성장성 관점에서 투자의견 Buy를 유지한다.

고려아연 4Q20 프리뷰

(단위: 십억원)	4Q20E	키움 추정	%차이	컨센서스	%차이	3Q20	%QoQ	4Q19	%YoY
매출액	2,116	2,106	0.4	2,004	5.6	1,976	7.1	1,724	22.7
별도	1,554	1,544	0.6	1,545	0.5	1,414	9.9	1,347	15.4
별도 외	562	562	0.0	458	22.6	562	0.0	378	48.8
영업이익	268	262	2.2	253	5.6	267	0.1	177	51.2
별도	233	232	0.4	223	4.2	212	9.8	163	42.5
별도 외	35	30	16.7	30	16.1	56	-37.0	14	154.6
영업이익률	12.6	12.4		12.6		13.5		10.3	
별도	15.0	15.0		14.4		15.0		12.1	
별도 외	6.2	5.3		6.6		9.9		3.6	
세전이익	302	284	6.5	265	14.2	239	26.2	176	71.4
순이익	229	215	6.2	197	16.2	170	34.2	141	61.6
지배순이익	225	212	6.2	195	15.7	168	34.0	139	61.8
아연가격(USD)	2,521	2,500	0.8			2,197	14.8	2,399	5.1
연가격(USD)	1,858	1,800	3.2			1,829	1.6	2,096	-11.4
은가격(USD)	24.7	24.0	3.0			21.7	14.1	17.7	40.0
원달러환율	1,118	1,130	-1.1			1,189	-6.0	1,176	-4.9

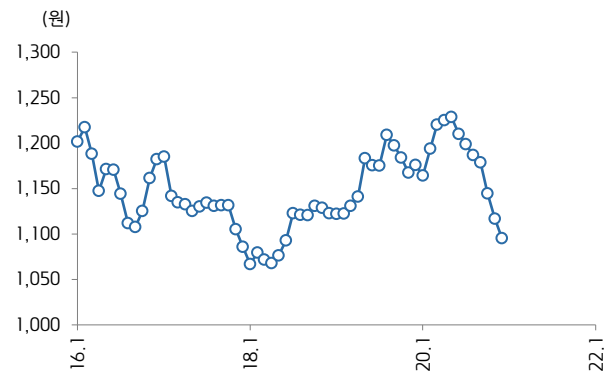
자료: 고려아연, 키움증권

품목별 매출비중(별도기준)



자료: 고려아연, 키움증권

원달러 환율



자료: Bloomberg, 키움증권

아연/연가격 추이



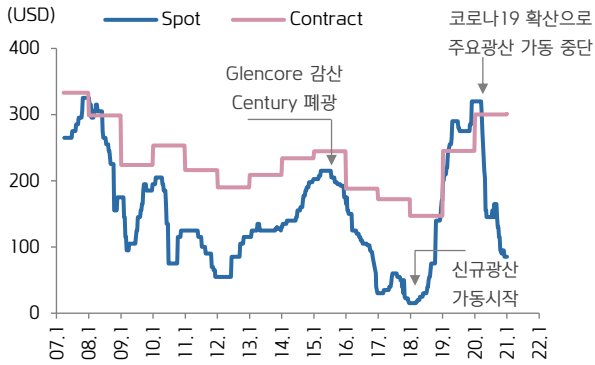
자료: Bloomberg, 키움증권

금/은가격 추이



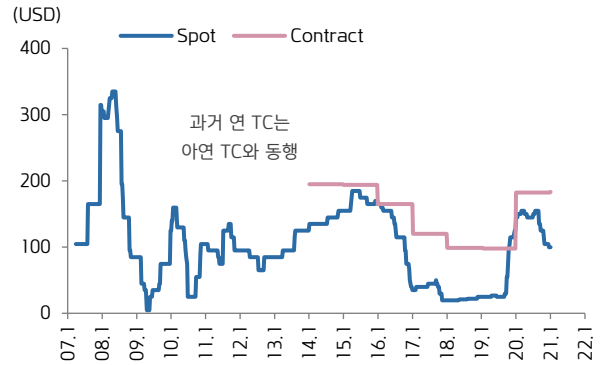
자료: Bloomberg, 키움증권

아연 제련수수료(TC)



자료: Bloomberg, 키움증권

연 제련수수료



자료: Bloomberg, 키움증권

고려아연 분기실적 추이

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E
매출액	1,497	1,743	1,731	1,724	1,733	1,622	1,976	2,116
별도	1,194	1,372	1,306	1,347	1,338	1,253	1,414	1,554
별도 외	303	370	425	378	395	369	562	562
영업이익	177	242	209	177	204	164	267	268
별도	154	230	183	163	197	170	212	233
별도 외	24	12	26	14	7	-6	56	35
영업이익률	11.9	13.9	12.1	10.3	11.8	10.1	13.5	12.6
별도	12.9	16.7	14.0	12.1	14.7	13.6	15.0	15.0
별도 외	7.9	3.3	6.2	3.6	1.9	-1.7	9.9	6.2
세전이익	212	258	226	176	199	159	239	302
순이익	153	184	159	141	142	111	170	229
지배순이익	151	185	158	139	138	115	168	225
아연가격(USD)	2,629	2,846	2,440	2,399	2,251	1,921	2,197	2,521
연가격(USD)	2,007	1,940	1,970	2,096	1,899	1,671	1,829	1,858
은가격(USD)	15.4	15.0	16.0	17.7	17.7	15.4	21.7	24.7
원달러환율	1,125	1,166	1,193	1,176	1,194	1,221	1,189	1,118

자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 별도기준 가정치

(단위: 십억원)		2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
판매량(천톤)	아연	644	598	676	634	650	650	650
	연	420	422	413	401	410	414	418
	은(톤)	2,349	2,022	1,995	2,028	2,333	2,357	2,380
	금(톤)	12.4	10.9	9.5	7.5	7.8	7.8	7.9
	구리	23	21	24	26	25	26	26
적용 메탈가격 (USD)	아연	1,995	2,851	2,972	2,579	2,222	2,800	2,800
	연	1,827	2,294	2,289	2,003	1,814	2,000	2,000
	* 전월평균기준 은(/oz)	16.9	17.1	15.8	16.0	19.9	25.0	25.0
	금(/oz)	1,241	1,248	1,271	1,373	1,739	1,900	1,900
	구리	4,777	6,068	6,587	6,008	6,028	8,000	8,000
원달러환율		1,161	1,130	1,100	1,165	1,180	1,100	1,100
매출액	아연	1,644	2,062	2,341	2,033	1,836	2,144	2,144
	연	994	1,190	1,129	1,033	975	1,011	1,021
	구리	1,467	1,257	1,121	1,215	1,711	1,997	2,017
	은	580	497	404	391	531	546	552
	금	131	150	172	179	184	235	238
	기타	229	297	360	368	322	354	372
	합계	5,045	5,452	5,528	5,219	5,559	6,288	6,344
영업이익		688	761	648	729	811	817	857
영업이익률(%)		13.6	14.0	11.7	14.0	14.6	13.0	13.5

자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	5,848	6,597	6,883	6,695	7,447	8,537	8,592
별도	5,045	5,452	5,528	5,219	5,559	6,344	6,288
별도 외	803	1,144	1,356	1,476	1,888	2,193	2,304
영업이익	765	895	765	805	903	937	989
별도	688	761	648	729	811	817	857
별도 외	76	134	117	76	92	120	132
영업이익률	13.1	13.6	11.1	12.0	12.1	11.0	11.5
별도	13.6	14.0	11.7	14.0	14.6	12.9	13.6
별도 외	9.5	11.7	8.6	5.2	4.9	5.5	5.7
EBITDA	1,123	1,023	1,023	1,085	1,184	1,261	1,322
세전이익	802	926	769	872	899	972	1,030
순이익	595	634	535	639	652	705	747
지배순이익	592	629	527	633	646	698	740
지배주주 EPS(원)	31,395	33,336	27,950	33,541	34,240	37,015	39,211
지배주주 BPS(원)	292,340	315,862	331,214	355,878	377,179	400,318	424,716
지배주주 ROE(%)	11.2	11.0	8.6	9.8	9.3	9.5	9.5
아연가격(USD)	1,995	2,851	2,972	2,579	7,447	8,537	8,592
연가격(USD)	1,827	2,294	2,289	2,003	5,559	6,344	6,288
은가격(USD)	16.9	17.1	15.8	16.0	1,888	2,193	2,304
원달러환율	1,161	1,130	1,100	1,165	903	937	989

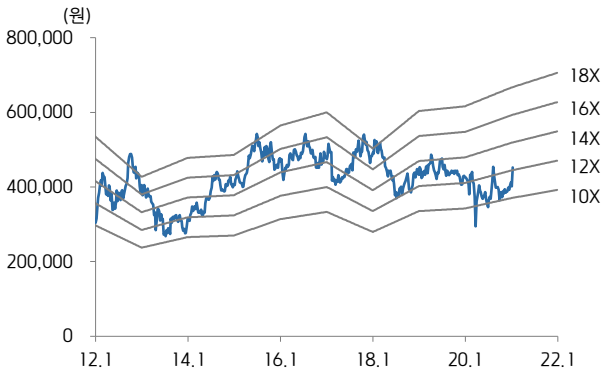
자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	7,437	8,267	7,447	8,537	0.1	3.3
별도	5,549	6,073	5,559	6,344	0.2	4.5
별도 외	1,888	2,194	1,888	2,193	0.0	0.0
영업이익	897	904	903	937	0.7	3.6
별도	811	804	811	817	0.1	1.5
별도 외	87	100	92	120	5.8	20.0
영업이익률	12.1	10.9	12.1	11.0		
별도	14.6	13.2	14.6	12.9		
별도 외	4.6	4.6	4.9	5.5		
세전이익	881	951	899	972	2.1	2.2
순이익	639	689	652	705	2.1	2.2
지배순이익	633	683	646	698	2.1	2.2
지배주주 EPS(원)	33,541	36,208	34,240	37,015	2.1	2.2
지배주주 BPS(원)	376,480	398,813	377,179	400,318	0.2	0.4
지배주주 ROE(%)	9.2	9.3	9.3	9.5		
아연가격(USD)	7,437	8,267	7,447	8,537	0.1	3.3
연가격(USD)	5,549	6,073	5,559	6,344	0.2	4.5
은가격(USD)	1,888	2,194	1,888	2,193	0.0	0.0
원달러환율	897	904	903	937	0.7	3.6

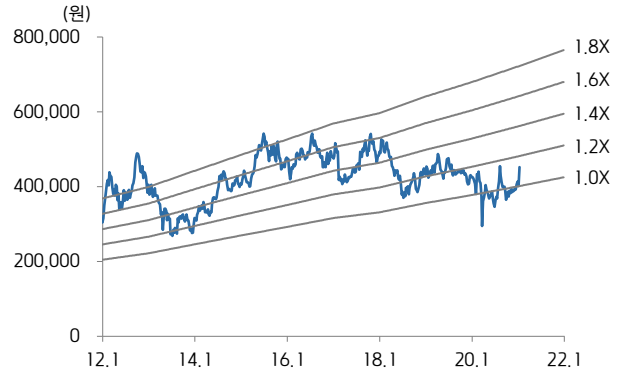
자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 12mf PER 밴드



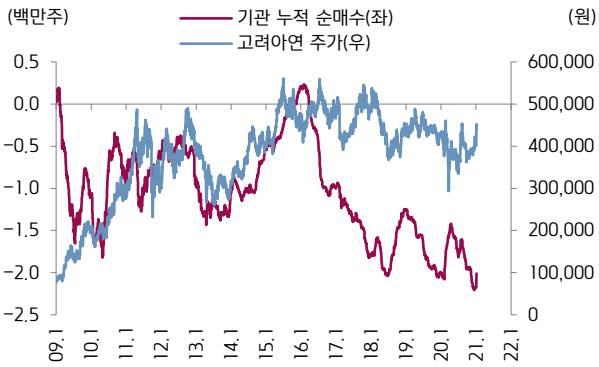
자료: Fn가이드, 키움증권

고려아연 12mf PBR 밴드



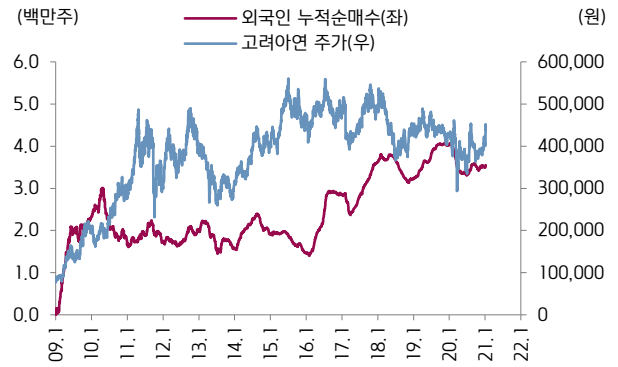
자료: Fn가이드, 키움증권

고려아연 기관 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

고려아연 외국인 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2021E
매출액	6,883	6,695	7,447	8,537	8,592
매출원가	5,979	5,744	6,408	7,460	7,462
매출충이익	904	951	1,039	1,077	1,130
판매비	139	146	136	140	141
영업이익	765	805	903	937	989
EBITDA	1,023	1,085	1,184	1,261	1,322
영업외손익	4	67	-4	35	40
이자수익	52	54	31	33	38
이자비용	1	1	1	1	1
외환관련이익	41	52	74	0	0
외환관련손실	47	58	52	0	0
종속 및 관계기업손익	-2	2	2	2	2
기타	-39	18	-58	1	1
법인세차감전이익	769	872	899	972	1,030
법인세비용	234	234	247	267	283
계속사업순손익	535	639	652	705	747
당기순이익	535	639	652	705	747
지배주주순이익	527	633	646	698	740
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	4.3	-2.7	11.2	14.6	0.6
영업이익 증감율	-14.5	5.2	12.2	3.8	5.5
EBITDA 증감율	-8.9	6.1	9.1	6.5	4.8
지배주주순이익 증감율	-16.2	20.1	2.1	8.0	6.0
EPS 증감율	-16.2	20.0	2.1	8.1	5.9
매출충이익율(%)	13.1	14.2	14.0	12.6	13.2
영업이익률(%)	11.1	12.0	12.1	11.0	11.5
EBITDA Margin(%)	14.9	16.2	15.9	14.8	15.4
지배주주순이익률(%)	7.7	9.5	8.7	8.2	8.6

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2021E
유동자산	3,966	4,598	4,698	5,146	5,568
현금 및 현금성자산	656	690	572	704	1,109
단기금융자산	1,657	1,932	1,932	1,932	1,932
매출채권 및 기타채권	319	384	428	490	493
재고자산	1,288	1,556	1,730	1,984	1,997
기타유동자산	46.0	36.0	36.0	36.0	37.0
비유동자산	3,260	3,243	3,593	3,650	3,698
투자자산	333	188	170	151	132
유형자산	2,785	2,901	3,270	3,346	3,413
무형자산	86	94	93	93	93
기타비유동자산	56	60	60	60	60
자산총계	7,226	7,841	8,291	8,796	9,266
유동부채	538	704	747	809	812
매입채무 및 기타채무	387	488	531	593	596
단기금융부채	23.4	31.8	31.8	31.8	31.8
기타유동부채	128	184	184	184	184
비유동부채	313	298	298	298	298
장기금융부채	7.1	8.9	8.9	8.9	8.9
기타비유동부채	306	289	289	289	289
부채총계	851	1,002	1,045	1,107	1,110
지배지분	6,250	6,715	7,117	7,554	8,014
자본금	94	94	94	94	94
자본잉여금	56	57	57	57	57
기타자본	-54	-54	-54	-54	-54
기타포괄손익누계액	15	26	47	68	89
이익잉여금	6,138	6,592	6,973	7,388	7,828
비지배지분	125	123	129	135	142
자본총계	6,375	6,838	7,246	7,689	8,156

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2021E
영업활동 현금흐름	888	693	651	668	960
당기순이익	535	639	652	705	747
비현금항목의 가감	521	470	407	468	488
유형자산감가상각비	258	279	281	324	332
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
지분법평가손익	-3	-2	-2	-2	-2
기타	266	193	128	146	158
영업활동자산부채증감	-3	-258	-193	-272	-31
매출채권및기타채권의감소	40	-67	-43	-63	-3
재고자산의감소	75	-261	-175	-253	-13
매입채무및기타채무의증가	-53	96	43	62	3
기타	-65	-26	-18	-18	-18
기타현금흐름	-165	-158	-215	-233	-244
투자활동 현금흐름	-650	-474	-614	-364	-364
유형자산의 취득	-316	-358	-650	-400	-400
유형자산의 처분	1	1	0	0	0
무형자산의 순취득	-8	-4	0	0	0
투자자산의감소(증가)	187	146	20	20	20
단기금융자산의감소(증가)	-325	-274	0	0	0
기타	-189	15	16	16	16
재무활동 현금흐름	-183	-191	-249	-267	-285
차입금의 증가(감소)	-3	7	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-178	-196	-247	-265	-283
기타	-2	-2	-2	-2	-2
기타현금흐름	4	6	95	95	95
현금 및 현금성자산의 순증가	59	33	-117	132	406
기초현금 및 현금성자산	597	656	690	572	704
기말현금 및 현금성자산	656	690	572	704	1,109

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2021E
주당지표(원)					
EPS	27,950	33,541	34,240	37,015	39,211
BPS	331,214	355,878	377,179	400,318	424,716
CFPS	55,967	58,760	56,123	62,155	65,411
DPS	11,000	14,000	15,000	16,000	17,000
주가배수(배)					
PER	15.5	12.7	12.9	12.0	11.3
PER(최고)	19.3	14.7	13.6		
PER(최저)	13.1	11.9	8.1		
PBR	1.31	1.19	1.17	1.11	1.04
PBR(최고)	1.63	1.38	1.24		
PBR(최저)	1.10	1.13	0.73		
PSR	1.19	1.20	1.12	0.98	0.97
PCFR	7.7	7.2	7.9	7.1	6.8
EV/EBITDA	5.9	5.1	4.4	4.6	4.1
주요비율(%)					
배당성향(%(보통주, 현금))	36.4	38.7	40.7	40.1	40.2
배당수익률(%(보통주, 현금))	2.5	3.3	3.7	3.6	3.9
ROA	7.5	8.5	8.1	8.2	8.3
ROE	8.6	9.8	9.3	9.5	9.5
ROIC	12.7	13.4	14.3	13.5	13.7
매출채권회전율	20.2	19.0	18.3	18.6	17.5
재고자산회전율	5.2	4.7	4.5	4.6	4.3
부채비율	13.4	14.7	14.4	14.4	13.6
순차입금비율	-35.8	-37.7	-34.0	-33.7	-36.8
이자보상배율	726.2	573.5	643.1	667.0	704.5
총차입금	31	41	41	41	41
순차입금	-2,283	-2,581	-2,463	-2,595	-3,000
NOPLAT	1,023	1,085	1,184	1,261	1,322
FCF	442	222	93	331	619

Compliance Notice

- 당사는 1월 7일 현재 '고려아연(010130)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

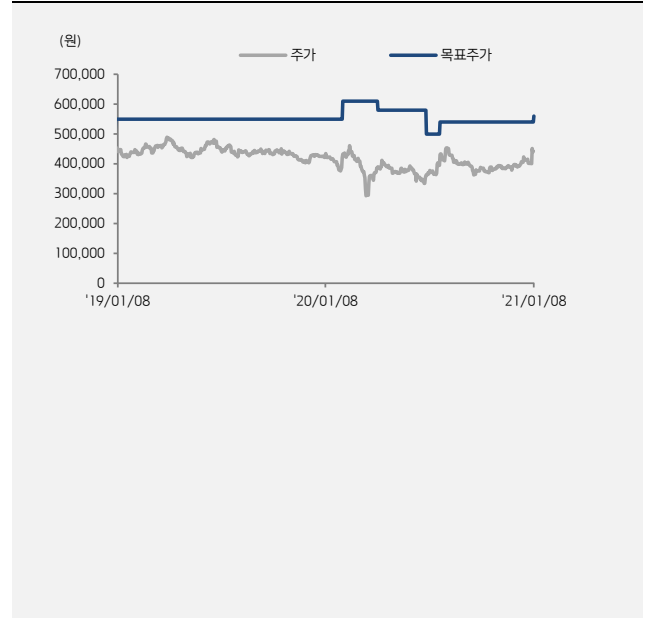
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
고려아연 (010130)	2019-02-07	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-16.85	-11.09
	2019-04-26	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-18.11	-11.09
	2019-06-05	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-17.55	-11.09
	2019-07-08	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-17.58	-11.09
	2019-07-26	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-17.81	-11.09
	2019-10-11	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-19.64	-18.09
	2019-10-29	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-21.16	-18.09
	2019-11-26	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-23.23	-18.09
	2020-02-07	Buy(Maintain)	610,000원	6개월	-30.71	-24.43
	2020-03-13	Buy(Maintain)	610,000원	6개월	-35.86	-24.43
	2020-04-07	Buy(Maintain)	610,000원	6개월	-35.88	-24.43
	2020-04-09	Buy(Maintain)	580,000원	6개월	-32.11	-28.97
	2020-04-28	Buy(Maintain)	580,000원	6개월	-33.17	-28.97
	2020-05-11	Buy(Maintain)	580,000원	6개월	-35.31	-28.97
	2020-07-03	Buy(Maintain)	500,000원	6개월	-24.94	-19.30
	2020-07-27	Buy(Maintain)	540,000원	6개월	-24.98	-15.93
	2020-10-08	Buy(Maintain)	540,000원	6개월	-25.99	-15.93
	2020-10-28	Buy(Maintain)	540,000원	6개월	-26.21	-15.93
	2020-11-04	Buy(Maintain)	540,000원	6개월	-26.21	-15.93
	2021-01-08	Buy(Maintain)	560,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2020/01/01~2020/12/31)

매수	중립	매도
99.40%	0.60%	0.00%