고려아연 (010130)

금속

4Q20 Review: Spot TC와 환율 우려는 완화

이현수
02 3770 5718
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	HOLD (M)
목표주가	480,000원 (M)
현재주가 (2/8)	412,500원
상승여력	16%

시가총액	77,839억원
총발행주식수	18,870,000주
60일 평균 거래대금	334억원
60일 평균 거래량	80,792주
52주 고	461,000원
52주 저	293,500원
외인지분율	22.83%
주요주주	영풍 외 46 인 43.16%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(6.1)	4.7	(4.7)
상대	(4.3)	(18.2)	(31.8)
절대(달러환산)	(8.6)	4.8	1.0

4Q20(P): 별도 영업이익 2,019억원, 연결 영업이익 2,617억원

연결 영업이익, 당사 추정(2,151억원) 상회 및 Consensus(2,543억원) 부합

1) 별도: 영업이익은 2,019억원으로 당사 추정(1,917억원)을 약 5% 가량 상회했다. 4Q20 아연 및 연 판매량은 각각 18.0만톤, 10.7만톤을 기록하며 당사 예상치(아연 17.6만톤, 연 10.3톤)를 소폭 상회했다. 금 및 은 판매량은 각각 3.4톤과 540톤을 기록하며 금은 예상치(1.9톤)를 상회, 은은 예상치(590톤)를 하회했다. 1Q~3Q 분기 금 평균 판매량은 1.9톤이었으며 4Q 판매량이 이례적으로 많았다는 판단이며 이에 따라 전체 매출액이 당사 추정(1조 5,443억원)보다 높은 1조 6,471억원을 기록한 것으로 사료된다. 영업이익률은 12.3%를 나타내 당사 추정(12.4%)과 유사했던 바 매출액의 차이가 영업이익 차이를 만들어 낸 것으로 분석된다.

2) 연결: 징크옥사이드코퍼레이션과 호주 SMC는 4Q에도 아연 가격 상승 영향을 받으며 3Q와 유사한 영업이익을 시현한 것으로 파악된다. 또한 비철금속 수출입업을 영위하고 있는 서린상사 역시 비철금속 가격 강세에 따라 전분기에 이어 호실적을 기록한 것으로 관측된다.

무난한 2021년 판매계획, 정광 BM TC 협상 결과 3~4월 결론 예상

동사는 2021년 주요 금속 판매계획을 발표했다. 아연 64.0만톤, 연 42.6만톤, 은 2,189톤이다. 이는 각각 순서대로 전년대비 -1.6% 감소, +2.8% 증가, -5.0% 감소하는 수치이다. 아연과 연 연간 생산능력이 65만톤과 43만톤인 점을 감안하면 무난한 계획이라 판단된다. 전년대비 연 판매량 증가 계획에도 불구하고 은 판매량(은은 연을 제련하는 과정에서 생산되는 부산물임) 계획이 감소하는 이유는 재고 상황 등이 반영된 결과로 보이지만 추세적으로는 연 정광 속 귀금속 함유율이 조금씩 감소하는 것도 하나의 이유라고 판단된다.

판매계획이 발표된 가운데 2021년 동사의 실적을 가늠할 수 있는 변수 중 하나인 아연 및 연 정광 BM TC가 빠르면 2월, 당사는 3~4월 중에 결론이 내려질 것으로 예상한다. 중국 수입 아연 정광 Spot TC가 톤당 80달러에 머무르고 있으나 BM TC는 그 보다 높은 수준(당사 추정 182달러/톤)에서 타결될 것으로 추정된다. 2020년 하반기 정광 Spot TC 하락과 원/달러 환율 하락이 부담이 됐던 바 있다. 이에 대한 우려는 최근 조금씩 완화되는 모습이나 정광 BM TC 협상까지는 일부 불확실성이 남아있다는 판단이다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	4Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	22,511	30.6	13.9	20,322	10.8
영업이익	2,617	47.9	-2.1	2,543	2.9
세전계속사업이익	2,152	22.1	-10.0	2,728	-21.1
지배순이익	1,520	9.3	-9.5	1,915	-20.6
영업이익률 (%)	11.6	+1.3 %pt	-1.9 %pt	12.5	-0.9 %pt
지배순이익률 (%)	6.8	-1.3 %pt	-1.7 %pt	9.4	-2.6 %pt

자료: 유안타증권

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

결산 (12월)	2018A	2019A	2020P	2021F
매출액	68,833	66,948	75,819	82,157
영업이익	7,647	8,053	8,973	8,173
지배순이익	5,274	6,329	5,730	5,934
PER	15.6	13.2	13.2	13.1
PBR	1.2	1.2	1.0	1.1
EV/EBITDA	5.9	5.4	4.6	5.1
ROE	8.6	9.8	8.4	8.5

자료: 유안타증권

[표-1] 고려아연 별도기준 (단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

		2019	2020P	2021E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	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	2,579	2,224	2,824	2,247	1,927	2,204	2,518	14.2%	4.8%	2,761	2,817	2,845	2,874
(달러/톤)	연	2,002	1,815	2,057	1,899	1,673	1,833	1,855	1.2%	-11.3%	2,023	2,047	2,068	2,089
*은 - 달러/온스	은	16.0	19.9	25.9	17.7	15.5	21.8	24.7	13.4%	39.9%	25.8	26.7	25.8	25.5
금속가격(당월)	아연	2,550	2,266	2,834	2,124	1,968	2,343	2,631	12.3%	10.4%	2,770	2,826	2,855	2,883
(달러/톤)	연	1,997	1,825	2,064	1,844	1,676	1,876	1,904	1.5%	-6.4%	2,030	2,054	2,075	2,096
*은 - 달러/온스	은	16.2	20.5	26.0	16.9	16.4	24.5	24.4	-0.1%	41.0%	26.5	26.3	25.6	25.5
금속가격(분기말)	아연	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
(달러/톤)	연	1,914	1,976	2,103	1,734	1,763	1,802	1,976	9.6%	3.3%	2,041	2,061	2,082	2,103
*은 - 달러/온스	은	17.9	26.4	25.5	14.0	18.2	23.2	26.4	13.6%	47.9%	27.1	26.0	25.5	25.5
매출액		5,219	5,652	6,295	1,338	1,253	1,414	1,647	16.5%	22.3%	1,531	1,617	1,539	1,608
(십억원)	아연	2,033	1,835	2,112	469	404	419	543	29.5%	9.8%	504	536	520	552
	연	1,033	987	1,062	252	227	259	250	-3.7%	-3.1%	255	269	261	277
	은	1,215	1,713	2,035	390	363	474	485	2.4%	35.7%	510	539	489	497
	기타	939	1,116	1,086	227	259	261	369	41.3%	55.9%	262	273	268	282
판매량	아연	634	651	642	165	159	147	180	21.9%	9.4%	157	163	157	165
(천톤)	연	401	415	427	101	100	106	107	0.5%	12.1%	104	109	104	110
* 은 (톤)	은	2,028	2,304	2,232	585	582	598	539	-10.0%	-0.4%	562	575	540	556
판매단가	아연	3,208	2,821	3,292	2,842	2,544	2,847	3,025	6.2%	0.4%	3,215	3,284	3,319	3,347
(천원/톤)	연	2,575	2,382	2,488	2,498	2,258	2,436	2,335	-4.2%	-13.6%	2,446	2,475	2,505	2,527
* 은 (천원/온스)	은	18.6	23.1	28.4	20.7	19.4	24.7	28.0	13.7%	36.3%	28.2	29.2	28.2	27.8
영업이익		729	781	715	197	170	212	202	-4.7%	23.7%	184	169	170	192
이익률		*14.0%*	*13.8%*	*11.4%*	*14.7%*	*13.6%*	*15.0%*	*12.3%*	*-2.7%p*	*0.1%p*	*12.0%*	*10.4%*	*11.1%*	*12.0%*

자료: 유안타증권

[표-2] 고려아연 연결기준 (단위: 십억원)

	2019	2020P	2021E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	QoQ	YoY	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	6,695	7,582	8,216	1,733	1,622	1,976	2,251	13.9%	30.6%	2,002	2,096	2,034	2,083
영업이익	805	897	817	204	164	267	262	-2.1%	47.9%	209	195	196	218
이익률	*12.0%*	*11.8%*	*9.9%*	*11.8%*	*10.1%*	*13.5%*	*11.6%*	*-1.9%p*	*1.4%p*	*10.4%*	*9.3%*	*9.6%*	*10.4%*
세전이익	872	812	800	199	159	239	215	-10.0%	22.1%	206	189	191	214
이익률	*13.0%*	*10.7%*	*9.7%*	*11.5%*	*9.8%*	*12.1%*	*9.6%*	*-2.5%p*	*-0.7%p*	*10.3%*	*9.0%*	*9.4%*	*10.3%*
지배순이익	633	573	593	138	115	168	152	-9.5%	9.3%	152	141	141	159
이익률	*9.5%*	*7.6%*	*7.2%*	*8.0%*	*7.1%*	*8.5%*	*6.8%*	*-1.7%p*	*-1.3%p*	*7.6%*	*6.7%*	*6.9%*	*7.6%*

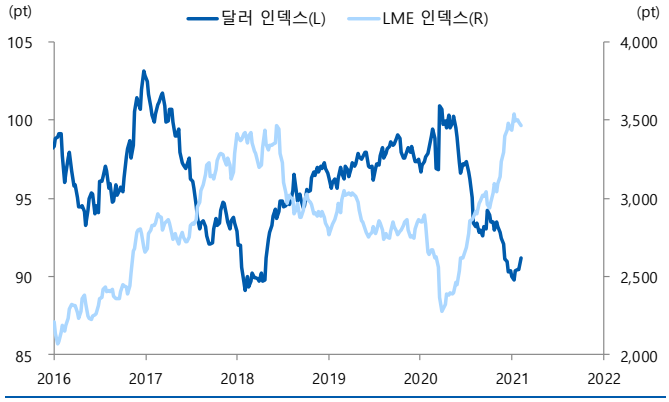
자료: 유안타증권

[표-3] 고려아연 실적 추정치 변경내역 (단위: 십억원)

		변경 전			변경 후			변경 전 대비		
		1Q21E	2021E	2022E	1Q21E	2021E	2022E	1Q21E	2021E	2022E
별도	매출액	1,534	6,332	6,495	1,531	6,295	6,455	-0.2%	-0.6%	-0.6%
	영업이익	184	720	799	184	715	796	-0.3%	-0.7%	-0.4%
	OPM	*12.0%*	*11.4%*	*12.3%*	*12.0%*	*11.4%*	*12.3%*	*0.0%p*	*0.0%p*	*0.0%p*
연결	매출액	2,012	8,260	8,434	2,002	8,216	8,386	-0.5%	-0.5%	-0.6%
	영업이익	208	817	899	209	817	899	0.5%	0.1%	-0.1%
	OPM	*10.3%*	*9.9%*	*10.7%*	*10.4%*	*9.9%*	*10.7%*	*0.1%p*	*0.1%p*	*0.1%p*
	지배순이익	151	589	658	152	593	663	0.8%	0.7%	0.8%

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 TC 는 주간 평균값

[그림-4] 연가격과 연정광 제련수수료

자료: 유안타증권, Bloomberg, 주: Spot TC 는 주간 평균값

고려아연 (010130) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**68,833**	**66,948**	**75,819**	**82,157**	**83,861**
매출원가	59,793	57,436	65,395	72,435	73,294
매출총이익	9,040	9,512	10,425	9,722	10,566
판관비	1,393	1,459	1,451	1,549	1,581
영업이익	**7,647**	**8,053**	**8,973**	**8,173**	**8,985**
EBITDA	10,232	10,847	11,796	10,948	11,736
영업외손익	40	671	-849	-169	-44
외환관련손익	-53	-61	-226	0	0
이자손익	513	523	275	237	362
관계기업관련손익	-23	16	4	0	0
기타	-397	193	-901	-406	-406
법인세비용차감전순손익	7,687	8,724	8,124	8,004	8,941
법인세비용	2,339	2,338	2,376	2,081	2,325
계속사업순손익	5,348	6,386	5,748	5,923	6,617
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,348	6,386	5,748	5,923	6,617
지배지분순이익	**5,274**	**6,329**	**5,730**	**5,934**	**6,629**
포괄순이익	4,485	6,596	5,368	4,458	5,152
지배지분포괄이익	4,665	6,593	5,339	4,454	5,147

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**8,883**	**6,927**	**7,080**	**10,442**	**10,257**
당기순이익	5,348	6,386	5,748	5,923	6,617
감가상각비	2,584	2,791	2,821	2,773	2,749
외환손익	12	-65	328	0	0
종속,관계기업관련손익	23	-16	-4	0	0
자산부채의 증감	-28	-2,578	-2,146	843	-12
기타현금흐름	944	408	332	903	903
투자활동 현금흐름	**-6,497**	**-4,739**	**-5,103**	**-2,416**	**-2,016**
투자자산	-4,546	-478	3,210	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,162	-3,581	-6,442	-2,400	-2,000
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	-747	-4,468	-153
현금의 증감	**592**	**334**	**-935**	**997**	**5,527**
기초 현금	5,969	6,561	6,895	5,961	6,958
기말 현금	6,561	6,895	5,961	6,958	12,485
NOPLAT	**7,647**	**8,053**	**8,973**	**8,173**	**8,985**
FCF	**4,715**	**2,530**	**583**	**7,265**	**7,388**

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	**39,659**	**45,979**	**47,027**	**46,410**	**52,192**
현금및현금성자산	6,561	6,895	5,961	6,958	12,485
매출채권 및 기타채권	3,191	3,845	4,857	4,435	4,515
재고자산	12,880	15,557	18,132	16,940	17,114
비유동자산	32,600	32,426	36,126	35,751	35,000
유형자산	27,851	29,007	32,560	32,186	31,437
관계기업등 지분관련자산	206	220	222	222	222
기타투자자산	3,126	1,665	1,695	1,695	1,695
자산총계	**72,259**	**78,406**	**83,153**	**82,161**	**87,192**
유동부채	5,384	7,043	8,861	8,724	9,600
매입채무 및 기타채무	3,867	4,885	6,826	6,688	7,565
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**	**11,887**	**11,749**	**12,625**
지배지분	62,500	67,154	70,029	69,202	73,357
자본금	944	944	944	944	944
자본잉여금	560	566	566	566	566
이익잉여금	61,381	65,917	69,408	70,047	74,201
비지배지분	1,245	1,230	1,238	1,210	1,210
자본총계	**63,745**	**68,384**	**71,266**	**70,412**	**74,567**
순차입금	**-22,831**	**-25,806**	**-22,694**	**-23,692**	**-29,219**
총차입금	305	407	845	845	845

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	27,950	33,541	30,367	31,447	35,130
BPS	353,622	379,956	396,218	391,544	415,051
EBITDAPS	54,225	57,481	62,510	58,017	62,195
SPS	364,776	354,786	401,798	435,382	444,413
DPS	11,000	14,000	14,000	14,000	14,000
PER	**15.6**	**13.2**	**13.2**	**13.1**	**11.7**
PBR	**1.2**	**1.2**	**1.0**	**1.1**	**1.0**
EV/EBITDA	**5.9**	**5.4**	**4.6**	**5.1**	**4.2**
PSR	**1.2**	**1.2**	**1.0**	**0.9**	**0.9**

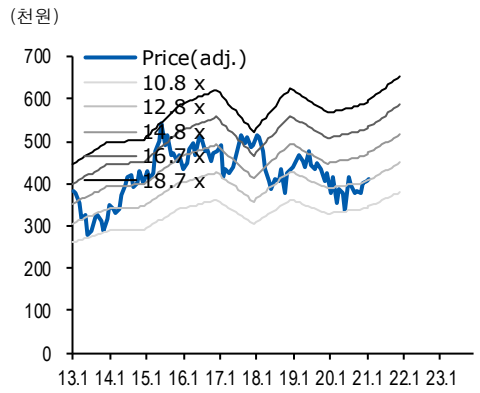
재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	**4.3**	**-2.7**	**13.3**	**8.4**	**2.1**
영업이익 증가율 (%)	**-14.5**	**5.3**	**11.4**	**-8.9**	**9.9**
지배순이익 증가율 (%)	**-16.2**	**20.0**	**-9.5**	**3.6**	**11.7**
매출총이익률 (%)	13.1	14.2	13.7	11.8	12.6
영업이익률 (%)	**11.1**	**12.0**	**11.8**	**9.9**	**10.7**
지배순이익률 (%)	7.7	9.5	7.6	7.2	7.9
EBITDA 마진 (%)	14.9	16.2	15.6	13.3	14.0
ROIC	13.4	14.2	13.8	12.6	14.3
ROA	7.4	8.4	7.1	7.2	7.8
ROE	**8.6**	**9.8**	**8.4**	**8.5**	**9.3**
부채비율 (%)	13.4	14.7	16.7	16.7	16.9
순차입금/자기자본 (%)	-36.5	-38.4	-32.4	-34.2	-39.8
영업이익/금융비용 (배)	726.2	573.5	378.5	311.4	342.4

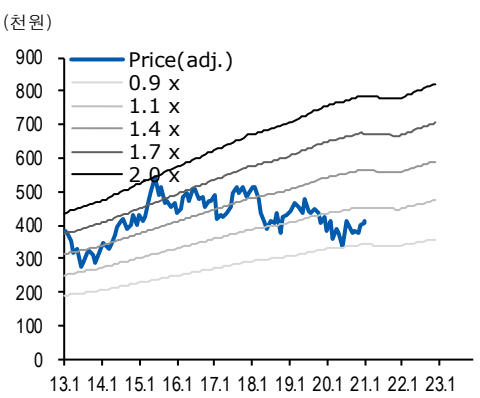
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

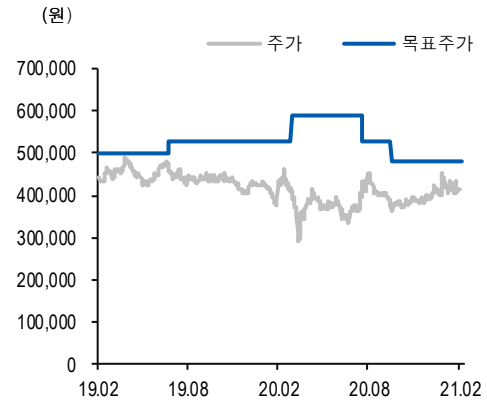
P/E band chart



P/B band chart



고려아연 (010130) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-02-09	HOLD	480,000	1년		
2021-01-07	HOLD	480,000	1년		
2020-09-24	BUY	480,000	1년	-18.50	-5.83
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: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

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

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.1
Buy(매수)	92.0
Hold(중립)	6.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-02-06

※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 투자의사결정은 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.