



하나금융그룹

2021년 2월 9일 | Equity Research

고려아연 (010130)

4분기에도 지속된 금속 가격 상승의 수혜

4Q20 금속가격 상승으로 양호한 영업실적 기록

2020년 4분기 고려아연의 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 2,25조원(YoY +30.6%, QoQ +13.9%)과 2,617억원(YoY +47.9%, QoQ -2.1%)을 기록하며 시장컨센서스인 2,543억원을 상회하는 양호한 영업실적을 기록했다.

1) 월/달러 환율 하락(-5.8%)과 2) 아연정광 Spot T/C 하락(중국 수입 Spot T/C 기준 QoQ -37.8%)에도 불구하고, 3) 판매량 증가(QoQ: 아연 +21.9%, 금 +70.0%)와 4) 금속 판매가격 상승(QoQ 아연 +15.0%, 연 +1.3%, 금 +2.3%, 은 +12.7%)이 수익성 개선에 긍정적으로 작용했다. 주요 해외 자회사인 호주 SMC는 아연 가격 상승에도 불구하고, 판매량 감소로 영업이익률은 소폭 축소(3Q20 +15.2% → 4Q20 +14.2%)되었다.

1분기에도 기대되는 금속가격 상승의 긍정적 영향

철강을 비롯한 중국 제조업의 정상화와 글로벌 자동차 판매 회복으로 반등에 성공했던 LME 아연가격이 올해 들어서도 강세를 지속했고 연초에는 19개월래 최고치인 2,800불/톤을 일시적으로 상회했다. 연초 이후에는 중국의 동절기 철강 감산, 한파 및 코로나19 확산에 따른 일부 지역의 봉쇄 등으로 철강 수요가 일시적으로 둔화되었고 이것이 최근 아연가격 조정의 원인으로 작용했다. 춘절 이후 철강 재고 확충과 더불어 올해 상반기에도 예상되는 중국의 양호한 인프라 투자 및 미국 또한 조바이든 당선인의 대규모 경기부양책 합의 기대감이 확대되고 있기 때문에 아연가격 강세를 견인할 전망이다. 동시에 귀금속도 유동성 확대, 코로나19 확산 불확실성 및 인플레이션 헛지용 수요 확대로 가격 강세가 예상된다. 특히 은의 경우 장기적으로 그린뉴딜 정책으로 신재생에너지 소재로의 수요 확대도 기대된다.

투자의견 'BUY' 및 목표주가 580,000원 유지

고려아연에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 580,000원을 유지한다. 금속가격 상승에 따른 수익성 개선이 계속해서 확인되었지만 현재 주가는 PBR 1.0배로 밴드 최하단 수준이다. 2022년 4분기부터는 전지박사업이 본격적으로 가동되면서 새로운 성장동력으로 작용할 것으로 기대된다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 580,000원 | CP(2월08일): 412,500원

Key Data

	2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	3,091.24	
52주 최고/최저(원)	461,000/2 93,500	
시가총액(십억원)	7,783.9	
시가총액비중(%)	0.36	
발행주식수(천주)	18,870.0	
60일 평균 거래량(천주)	80,788.3	
60일 평균 거래대금(십억원)	33.4	
20년 배당금(예상,원)	14,000	
20년 배당수익률(예상,%)	3.49	
외국인지분율(%)	22.85	
주요주주 지분율(%)		
영풍 외 46 인	43.16	
국민연금공단	8.78	
주가상승률	1M 6M 12M	
절대	(6.1) (9.1) (4.7)	
상대	(4.3) (30.9) (31.8)	

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	7,363.1	8,063.2
영업이익(십억원)	889.9	957.2
순이익(십억원)	608.6	703.8
EPS(원)	32,021	36,910
BPS(원)	400,202	423,151

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	6,883.3	6,694.8	7,581.9	8,303.8	8,358.6
영업이익	십억원	764.7	805.3	897.4	957.9	991.3
세전이익	십억원	768.7	872.4	812.4	953.3	985.6
순이익	십억원	527.4	632.9	569.7	672.5	700.4
EPS	원	27,950	33,541	30,190	35,637	37,120
증감율	%	(16.16)	20.00	(9.99)	18.04	4.16
PER	배	15.47	12.67	13.30	11.58	11.11
PBR	배	1.29	1.18	1.07	1.04	0.98
EV/EBITDA	배	5.87	5.13	4.31	4.14	3.84
ROE	%	8.64	9.76	8.28	9.28	9.11
BPS	원	334,050	358,714	375,791	398,315	422,322
DPS	원	11,000	14,000	14,000	14,000	14,000



Analyst 박성봉

02-3771-7774

sbpark@hanafn.com

RA 김도현

02-3771-3674

dohkim@hanafn.com

 **하나금융투자**

4Q20 금속가격 상승으로 양호한 영업실적 기록

4Q20 연결 영업이익 2,617억원
(YoY +47.9%, QoQ -2.1%)로
시장컨센서스 상회

2020년 4분기 고려아연의 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 2.25조원(YoY +30.6%, QoQ +13.9%)과 2,617억원(YoY +47.9%, QoQ -2.1%)을 기록하며 시장컨센서스인 2,543억원을 상회하는 양호한 영업실적을 기록했다.

1) 원/달러 환율 하락(-5.8%)과 2) 아연정광 Spot T/C 하락(중국 수입 Spot T/C 기준 QoQ -37.8%)에도 불구하고, 3) 판매량 증가(QoQ: 아연 +21.9%, 금 +70.0%)와 4) 금속 판매가격 상승(QoQ 아연 +15.0%, 연 +1.3%, 금 +2.3%, 은 +12.7%)이 수익성 개선에 긍정적으로 작용했다. 주요 해외자회사인 호주 SMC는 아연 가격 상승에도 불구하고, 판매량 감소로 영업이익률은 소폭 축소(3Q20 +15.2% → 4Q20 +14.2%)되었다.

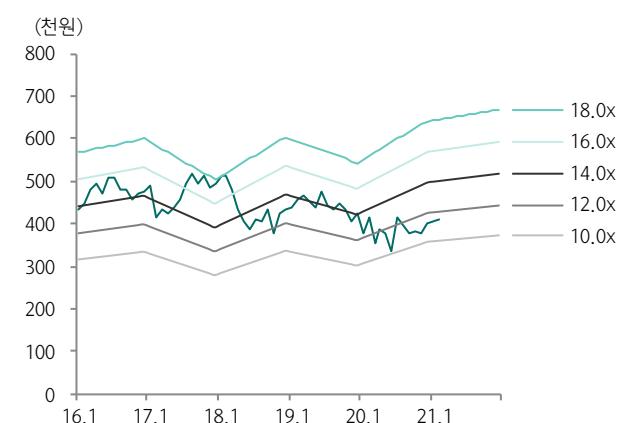
표 1. 고려아연 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, 천톤, kg, 톤, 달러/톤, 달러/온스, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020P	2021F
제품별 매출(본사기준)											
매출(십억원)	1,337.6	1,253.4	1,414.0	1,647.1	1,625.7	1,656.2	1,533.0	1,500.5	5,218.8	5,652.1	6,315.4
아연(십억원)	468.6	404.3	419.3	543.1	509.1	467.6	431.3	472.5	2,032.6	1,835.4	1,880.5
연(십억원)	251.8	226.7	259.2	249.6	250.3	240.1	254.4	245.2	1,032.7	987.4	990.0
금(십억원)	96.4	147.4	147.7	228.2	157.0	174.7	137.1	162.7	391.3	619.7	631.6
은(십억원)	390.0	363.2	474.3	485.5	564.9	646.2	591.5	478.1	1,215.2	1,712.9	2,280.9
제품별 판매량(본사기준)											
판매량(천톤)	272.7	266.9	260.0	293.7	272.8	267.1	270.6	283.7	1,052.5	1,093.3	1,094.3
아연(천톤)	164.9	158.9	147.3	179.6	162.1	156.2	154.8	166.5	633.7	650.7	639.5
연(천톤)	100.8	100.4	106.4	106.9	103.8	103.4	109.6	110.1	391.1	414.6	426.8
금(kg)	1,580.0	2,196.0	2,011.0	3,418.0	2,310.2	2,298.9	1,922.1	2,266.9	7,516.0	9,205.0	8,798.1
은(톤)	585.1	582.0	598.3	538.7	555.8	552.9	568.4	511.8	2,038.3	2,304.1	2,188.9
주요 제품 가격											
아연(달러/톤)	2,120.9	1,959.4	2,339.9	2,628.2	2,704.4	2,504.4	2,304.4	2,304.4	2,577.4	2,220.4	2,454.4
연(달러/톤)	1,842.7	1,669.9	1,876.2	1,902.0	2,016.5	1,886.5	1,886.5	1,756.5	2,004.4	1,814.7	1,886.5
금(달러/온스)	1,582.0	1,709.6	1,911.6	1,879.0	1,879.9	2,029.9	1,919.9	1,889.9	1,374.3	1,743.5	1,929.9
은(달러/온스)	16.9	16.3	24.4	24.6	26.7	29.7	26.7	23.7	16.0	20.0	26.7
연결기준											
매출액(십억원)	1,732.6	1,622.0	1,976.2	2,251.1	2,032.7	2,036.1	2,112.2	2,122.8	6,694.8	7,581.9	8,303.8
영업이익(십억원)	204.3	164.0	267.4	261.7	277.0	233.9	233.2	213.8	805.3	897.4	957.9
세전이익(십억원)	198.9	159.1	239.2	215.2	276.7	236.4	230.3	209.9	872.4	812.4	953.3
당기순이익(십억원)	137.8	115.2	168.0	148.7	208.9	179.1	149.4	135.0	632.9	569.7	672.5
영업이익률(%)	11.8	10.1	13.5	11.6	13.6	11.5	11.0	10.1	12.0	11.8	11.5
세전이익률(%)	11.5	9.8	12.1	9.6	13.6	11.6	10.9	9.9	13.0	10.7	11.5
순이익률(%)	8.0	7.1	8.5	6.6	10.3	8.8	7.1	6.4	9.5	7.5	8.1

자료: 하나금융투자

그림 1. 고려아연 PER밴드



주: IFRS 연결 기준

자료: 하나금융투자

하나금융투자

그림 2. 고려아연 PBR밴드



주: IFRS 연결 기준

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액		6,883.3	6,694.8	7,581.9	8,303.8	8,358.6
매출원가		5,979.3	5,743.6	6,523.9	7,169.9	7,190.2
매출총이익		904.0	951.2	1,058.0	1,133.9	1,168.4
판관비		139.3	145.9	160.7	176.0	177.2
영업이익		764.7	805.3	897.4	957.9	991.3
금융손익		(0.2)	68.3	(84.1)	(5.5)	(5.3)
종속/관계기업손익		(2.3)	1.6	1.6	1.6	1.6
기타영업외손익		6.5	(2.8)	(2.3)	(0.7)	(2.0)
세전이익		768.7	872.4	812.4	953.3	985.6
법인세		233.9	233.8	237.6	274.8	278.8
계속사업이익		534.8	638.6	574.8	678.5	706.7
종단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익		534.8	638.6	574.8	678.5	706.7
비지배주주지분 순이익		7.4	5.7	5.1	6.0	6.3
지배주주순이익		527.4	632.9	569.7	672.5	700.4
지배주주지분포괄이익		466.5	659.3	574.5	678.2	706.4
NOPAT		532.0	589.5	634.9	681.8	710.8
EBITDA		1,023.2	1,084.7	1,220.0	1,304.0	1,373.8
성장성(%)						
매출액증가율		4.34	(2.74)	13.25	9.52	0.66
NOPAT증가율		(13.19)	10.81	7.70	7.39	4.25
EBITDA증가율		(8.85)	6.01	12.47	6.89	5.35
영업이익증가율		(14.54)	5.31	11.44	6.74	3.49
(지배주주)순익증가율		(16.15)	20.00	(9.99)	18.04	4.15
EPS증가율		(16.16)	20.00	(9.99)	18.04	4.16
수익성(%)						
매출총이익률		13.13	14.21	13.95	13.66	13.98
EBITDA이익률		14.86	16.20	16.09	15.70	16.44
영업이익률		11.11	12.03	11.84	11.54	11.86
계속사업이익률		7.77	9.54	7.58	8.17	8.45

대차대조표		(단위:십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산		3,965.9	4,597.9	4,648.6	4,958.4	5,105.0
금융자산		2,313.6	2,621.3	2,487.3	2,591.8	2,722.9
현금성자산		656.1	689.5	518.8	593.4	722.2
매출채권		303.6	338.2	315.4	345.5	347.7
재고자산		1,288.0	1,555.7	1,761.9	1,929.6	1,942.4
기타유동자산		60.7	82.7	84.0	91.5	92.0
비유동자산		3,260.0	3,242.6	3,623.0	3,829.4	4,147.1
투자자산		333.2	188.5	191.6	194.1	194.3
금융자산		312.6	166.5	166.7	166.8	166.8
유형자산		2,785.1	2,900.7	3,278.2	3,482.4	3,800.1
무형자산		85.8	93.7	93.5	93.3	93.1
기타비유동자산		55.9	59.7	59.7	59.6	59.6
자산총계		7,225.9	7,840.6	8,271.6	8,787.8	9,252.1
유동부채		538.4	704.3	771.2	826.7	831.0
금융부채		24.0	32.8	31.6	31.7	31.7
매입채무		283.3	380.3	430.7	471.7	474.8
기타유동부채		231.1	291.2	308.9	323.3	324.5
비유동부채		312.9	297.9	336.2	367.4	369.7
금융부채		7.1	8.9	8.9	8.9	8.9
기타비유동부채		305.8	289.0	327.3	358.5	360.8
부채총계		851.4	1,002.2	1,107.4	1,194.1	1,200.7
지배주주지분		6,250.0	6,715.4	7,037.7	7,462.7	7,915.7
자본금		94.4	94.4	94.4	94.4	94.4
자본잉여금		56.0	56.6	56.6	56.6	56.6
자본조정		(53.5)	(53.5)	(53.5)	(53.5)	(53.5)
기타포괄이익누계액		15.0	26.3	26.3	26.3	26.3
이익잉여금		6,138.1	6,591.7	6,913.9	7,339.0	7,792.0
비지배주주지분		124.5	123.0	126.5	131.0	135.8
자본총계		6,374.5	6,838.4	7,164.2	7,593.7	8,051.5
순금융부채		(2,282.5)	(2,579.7)	(2,446.8)	(2,551.2)	(2,682.3)

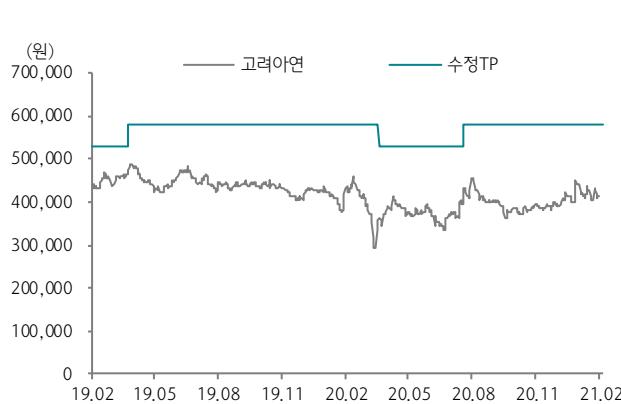
투자지표						
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)						
EPS		27,950	33,541	30,190	35,637	37,120
BPS		334,050	358,714	375,791	398,315	422,322
CFPS		55,967	58,760	65,132	69,627	73,286
EBITDAPS		54,225	57,481	64,654	69,103	72,803
SPS		364,776	354,786	401,798	440,054	442,959
DPS		11,000	14,000	14,000	14,000	14,000
주가지표(배)						
PER		15.47	12.67	13.30	11.58	11.11
PBR		1.29	1.18	1.07	1.04	0.98
PCFR		7.73	7.23	6.16	5.92	5.63
EV/EBITDA		5.87	5.13	4.31	4.14	3.84
PSR		1.19	1.20	1.00	0.94	0.93
재무비율(%)						
ROE		8.64	9.76	8.28	9.28	9.11
ROA		7.40	8.40	7.07	7.88	7.77
ROIC		12.90	13.64	13.22	12.94	12.66
부채비율		13.36	14.66	15.46	15.72	14.91
순부채비율		(35.81)	(37.72)	(34.15)	(33.60)	(33.31)
이자보상배율(배)		726.23	573.48	566.17	611.98	632.47

자료: 하나금융투자

현금흐름표		(단위:십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름		888.3	692.7	896.4	965.5	1,153.0
당기순이익		534.8	638.6	574.8	678.5	706.7
조정		36	31	47	42	46
감가상각비		258.5	279.3	322.7	346.1	382.5
외환거래손익		1.2	(6.5)	12.7	12.7	12.7
지분법손익		2.3	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)
기타		(226.0)	(240.2)	(286.8)	(315.2)	(347.6)
영업활동 자산부채변동		(2.8)	(257.8)	(151.5)	(129.7)	(9.9)
투자활동 현금흐름		(649.7)	(473.9)	(891.8)	(654.6)	(777.6)
투자자산감소(증가)		193.1	146.3	(3.1)	(2.4)	(0.2)
자본증가(감소)		(314.7)	(357.5)	(700.0)	(550.0)	(700.0)
기타		(528.1)	(262.7)	(188.7)	(102.2)	(77.4)
재무활동 현금흐름		(182.9)	(190.9)	(248.6)	(247.3)	(247.4)
금융부채증가(감소)		(3.2)	10.5	(1.1)	0.1	0.0
자본증가(감소)		(0.1)	0.6	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		(1.3)	(6.0)	(0.1)	0.0	0.0
배당지급		(178.3)	(196.0)	(247.4)	(247.4)	(247.4)
현금의 증감		59.2	33.4	(170.8)	74.6	128.8
Unlevered CFO		1,056.1	1,108.8	1,229.0	1,313.9	1,382.9
Free Cash Flow		572.2	334.5	196.4	415.5	453.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

고려아연



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
20.7.28	BUY	580,000		
20.3.27	BUY	530,000	-29.32%	-18.77%
19.4.2	BUY	580,000	-25.47%	-15.69%
18.7.9	BUY	530,000	-20.36%	-11.42%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.11%	7.89%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 02월 06일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 2월 9일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2021년 2월 9일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.