

# 고려아연 (010130)

금속



이현수

02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자 의견	<b>HOLD (M)</b>
목표주가	<b>480,000원 (M)</b>
현재주가 (3/31)	<b>408,500원</b>
상승여력	<b>18%</b>

시가총액	77,084억원
총발행주식수	18,870,000주
60일 평균 거래대금	342억원
60일 평균 거래량	81,418주
52주 고	454,000원
52주 저	334,500원
외인지분율	22.31%
주요주주	영풍 외 46 인 43.17%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.2	1.7	14.7
상대	(0.4)	(4.5)	(34.2)
절대(달러환산)	0.3	(2.5)	23.2

## 낮지 않은 기저 부담 vs. 불확실성 제거

### 기저가 낮지 않다는 부담을 가지고 있다

1Q21(E) 별도 영업이익 1,890억원, 연결 영업이익 2,140억원 추정

2020년 고려아연 주요 제품별 판매량은 전년 대비 아연과 연이 각각 +3%, 은이 +14% 증가했다. 2020년 초 제시한 판매 전망 대비로도 아연과 연은 충족을, 은은 +16% 상회한 실적을 기록했다. COVID-19라는 변수를 감안한다면 2020년 판매 실적은 매우 놀라운 결과라 할 수 있다. 2021년 제시한 판매 전망은 아연 64.0만톤, 연 42.6만톤, 은 2,189톤으로 전년 대비 각각 -2%, +3%, -5% 수준이다. 결국 판매량 보다는 다른 요인에 따라 실적의 방향성이 정해질 것으로 보인다.

2021년 아연, 연, 은 가격(연평균)은 전년 대비 상승이 예상되며, TC는 하락이 전망된다. Premium의 경우 국내외 주요 수요업체(주로 철강업체)와 연간 계약하는 것으로 알려져 있으나 그 수준을 외부에서 파악하기는 어렵다. 다만, 2021년 유럽 아연 제련업체들의 연간 Premium은 전년 대비 -8%~-17% 하락한 것으로 관측된다. Premium은 지역마다 수급 상황에 따라 방향성이 달라질 수 있어 한국을 포함한 아시아 지역의 Premium 역시 전년 대비 하락했을 것이라 단언할 수 없지만 높아진 아연 가격에 부담을 가진 수요업체들은 인하를, 낮아진 TC에 원가 부담이 커진 제련업체들은 인상을 요구했을 것으로 판단된다.

### 악화되지만 불확실성이 제거될 변수, 개선되고 있는 변수

3/31일 현재 주요 광산업체와 제련업체 간 2021년 Benchmark 아연 및 연 정광 TC와 은 RC가 협상 중인 것으로 알려진다. 외신 보도 등에 따르면 2020년 아연 및 연 정광 TC와 은 RC는 모두 전년 대비 상승했던 것으로 파악된다. 2021년은 은 RC는 유지되지만 아연 및 연 정광 TC는 하락할 것으로 판단되어 고려아연의 원가 부담이 증가할 것으로 전망된다. 하지만, 이미 시장 참가자들이 TC 하락을 예상하고 있는 만큼 실제로 TC 하락이 나타난다면 불확실성 제거의 의미가 더 클 수도 있다고 사료된다. 다른 변수 중 하나인 원/달러 환율은 연초 이후 우호적 환경(원화 약세)이 이어지고 있다. 1Q는 상품가격 상승, 원화약세 등이 실적에 긍정적 영향을 미쳤을 것이나 계절적으로 아연 판매량이 전분기비 감소했을 것으로 보여 긍정적 요인을 일부 상쇄했을 것으로 판단된다. 연간 전체적으로는 TC 하락 영향이 실적에 부정적인 변수로 작용하며 전년 대비 영업이익 감소가 예상된다.

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	20,037	15.6	-11.0	20,295	-1.3
영업이익	2,137	4.6	-18.4	2,472	-13.6
세전계속사업이익	1,903	-4.3	-11.6	2,396	-20.6
지배순이익	1,389	0.8	-8.6	1,758	-21.0
영업이익률 (%)	10.7	-1.1 %pt	-0.9 %pt	12.2	-1.5 %pt
지배순이익률 (%)	6.9	-1.1 %pt	+0.1 %pt	8.7	-1.8 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	66,948	75,819	81,611	80,866
영업이익	8,053	8,974	8,349	8,844
지배순이익	6,329	5,730	5,418	5,763
PER	13.2	12.9	14.2	13.4
PBR	1.2	1.0	1.1	1.1
EV/EBITDA	5.4	4.6	5.4	5.1
ROE	9.8	8.4	7.9	8.6

자료: 유안타증권

[표-1] 고려아연 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

		2020	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	QoQ	YoY	2Q21E	3Q21E	4Q21E
원/달러	3개월전	1,194	1,123	1,130	1,176	1,194	1,221	1,188	1,117	-5.9%	-5.0%	1,114	1,130	1,130
	당월	1,180	1,126	1,130	1,194	1,221	1,188	1,117	1,114	-0.3%	-6.7%	1,130	1,130	1,130
금속가격(전월) (달러/톤)	아연	2,224	2,814	2,901	2,247	1,927	2,204	2,518	2,743	8.9%	22.1%	2,803	2,840	2,869
	연	1,815	1,975	2,005	1,899	1,673	1,833	1,855	2,038	9.9%	7.3%	1,949	1,952	1,962
	*은 - 달러/온스	은	19.9	25.2	24.8	17.7	15.5	21.8	24.7	26.1	5.7%	47.7%	25.5	24.7
금속가격(당월) (달러/톤)	아연	2,266	2,823	2,904	2,124	1,968	2,343	2,631	2,746	4.4%	29.3%	2,817	2,850	2,878
	연	1,825	1,971	2,011	1,844	1,676	1,876	1,904	2,015	5.8%	9.3%	1,949	1,956	1,965
	*은 - 달러/온스	은	20.5	25.2	24.8	16.9	16.4	24.5	24.4	26.3	7.8%	55.8%	25.1	24.7
금속가격(분기말) (달러/톤)	아연	2,729	2,888	2,917	1,895	2,037	2,388	2,729	2,789	2.2%	47.2%	2,831	2,859	2,888
	연	1,976	1,969	2,047	1,734	1,763	1,802	1,976	1,949	-1.4%	12.4%	1,949	1,959	1,969
	*은 - 달러/온스	은	26.4	24.5	25.0	14.0	18.2	23.2	26.4	25.8	-2.3%	84.7%	24.8	24.7
매출액 (십억원)		5,652	6,284	6,423	1,338	1,253	1,414	1,647	1,546	-6.1%	15.6%	1,606	1,531	1,601
	아연	1,835	2,153	2,243	469	404	419	543	506	-6.9%	8.0%	548	534	566
	연	987	1,047	1,074	252	227	259	250	259	3.9%	3.0%	264	255	269
	은	1,713	2,027	2,023	390	363	474	485	522	7.6%	33.9%	528	482	494
	기타	1,116	1,057	1,082	227	259	261	369	259	-29.9%	13.8%	265	261	273
판매량 (천톤)	아연	651	642	647	165	159	147	180	157	-12.7%	-4.9%	163	157	165
	연	415	427	430	101	100	106	107	104	-2.5%	3.4%	109	104	110
	*은 (톤)	은	2,304	2,232	2,263	585	582	598	539	562	4.4%	-3.9%	575	540
판매단가 (천원/톤)	아연	2,821	3,356	3,469	2,842	2,544	2,847	3,025	3,227	6.7%	13.5%	3,358	3,404	3,433
	연	2,382	2,453	2,499	2,498	2,258	2,436	2,335	2,487	6.5%	-0.4%	2,431	2,442	2,453
	*은 (천원/온스)	은	23.1	28.2	27.8	20.7	19.4	24.7	28.0	28.9	3.1%	39.4%	28.6	27.8
영업이익 <i>이익률</i>		781	733	781	197	170	212	202	189	-6.5%	-4.1%	173	174	197
		13.8%	11.7%	12.2%	14.7%	13.6%	15.0%	12.3%	12.2%	0.0%p	-2.5%p	10.8%	11.4%	12.3%

자료: 유안타증권

[표-2] 고려아연 연결기준

(단위: 십억원)

		2020	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	QoQ	YoY	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액		7,582	8,161	8,087	1,733	1,622	1,976	2,251	2,004	-11.0%	15.6%	2,074	2,017	2,067
영업이익 <i>이익률</i>		897	835	884	204	164	267	262	214	-18.4%	4.6%	199	200	222
		11.8%	10.2%	10.9%	11.8%	10.1%	13.5%	11.6%	10.7%	-1.0%p	-1.1%p	9.6%	9.9%	10.8%
세전이익 <i>이익률</i>		812	741	788	199	159	239	215	190	-11.6%	-4.3%	179	176	196
		10.7%	9.1%	9.7%	11.5%	9.8%	12.1%	9.6%	9.5%	-0.1%p	-2.0%p	8.6%	8.7%	9.5%
지배순이익 <i>이익률</i>		573	542	576	138	115	168	152	139	-8.6%	0.8%	131	128	144
		7.6%	6.6%	7.1%	8.0%	7.1%	8.5%	6.8%	6.9%	0.2%p	-1.0%p	6.3%	6.4%	6.9%

자료: 유안타증권

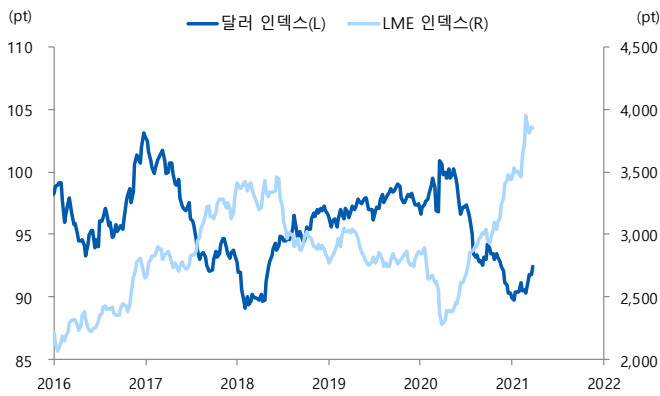
[표-3] 고려이연 실적 추정치 변경내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비			
	1Q21E	2021E	2022E	1Q21E	2021E	2022E	1Q21E	2021E	2022E	
별도	매출액	1,531	6,295	6,455	1,546	6,284	6,423	1.0%	-0.2%	-0.5%
	영업이익	184	715	796	189	733	781	2.8%	2.5%	-1.9%
	OPM	12.0%	11.4%	12.3%	12.2%	11.7%	12.2%	0.2%p	0.3%p	-0.2%p
연결	매출액	2,002	8,216	8,386	2,004	8,161	8,087	0.1%	-0.7%	-3.6%
	영업이익	209	817	899	214	835	884	2.3%	2.2%	-1.6%
	OPM	10.4%	9.9%	10.7%	10.7%	10.2%	10.9%	0.2%p	0.3%p	0.2%p
	지배순이익	152	593	663	139	542	576	-8.9%	-8.7%	-13.1%

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)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	66,948	75,819	81,611	80,866	82,231
매출원가	57,436	65,468	71,820	70,603	71,335
매출충이익	9,512	10,352	9,791	10,262	10,896
판매비	1,459	1,378	1,442	1,419	1,443
영업이익	8,053	8,974	8,349	8,844	9,453
EBITDA	10,847	11,761	10,957	11,429	12,154
영업외손익	671	-850	-939	-963	-889
외환관련손익	-61	308	0	0	0
이자손익	523	239	92	83	157
관계기업관련손익	16	-5	0	0	0
기타	193	-1,392	-1,031	-1,046	-1,046
법인세비용차감전순손익	8,724	8,124	7,410	7,881	8,564
법인세비용	2,338	2,376	2,001	2,128	2,312
계속사업순손익	6,386	5,748	5,410	5,753	6,252
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	6,386	5,748	5,410	5,753	6,252
지배지분순이익	6,329	5,730	5,418	5,763	6,262
포괄순이익	6,596	5,039	2,626	2,969	3,468
지배지분포괄이익	6,593	5,018	2,632	2,976	3,476

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

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	6,927	4,565	9,750	8,841	9,989
당기순이익	6,386	5,748	5,410	5,753	6,252
감가상각비	2,791	2,786	2,606	2,584	2,699
외환손익	-65	-192	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	-16	5	0	0	0
자산부채의 증감	-2,578	-5,008	667	-563	-29
기타현금흐름	408	1,225	1,067	1,068	1,068
투자활동 현금흐름	-4,739	-5,476	-2,449	-2,454	-2,454
투자자산	-478	1,303	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,581	-6,621	-2,400	-2,400	-2,400
유형자산 감소	6	9	0	0	0
기타현금흐름	-685	-167	-49	-54	-54
재무활동 현금흐름	-1,909	-1,714	-2,757	-2,762	-2,762
단기차입금	119	850	0	0	0
사채 및 장기차입금	-48	-15	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,960	-2,599	-2,775	-2,775	-2,775
기타현금흐름	-20	49	18	13	13
연결범위변동 등 기타	55	-15	-5,726	-3,079	-302
현금의 증감	334	-2,640	-1,182	546	4,471
기초 현금	6,561	6,895	4,256	3,073	3,619
기말 현금	6,895	4,256	3,073	3,619	8,090
NOPLAT	8,053	8,974	8,349	8,844	9,453
FCF	3,345	-2,056	7,350	6,441	7,589

자료: 유안타증권

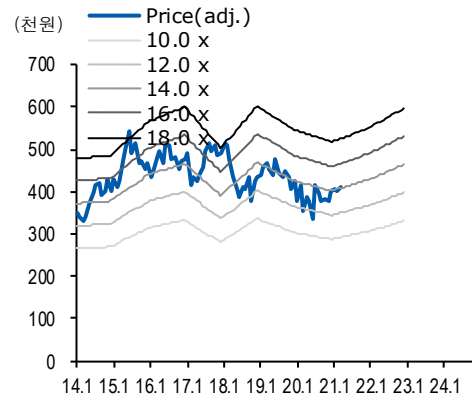
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	45,979	49,129	45,914	46,336	51,215
현금및현금성자산	6,895	4,256	3,073	3,619	8,090
매출채권 및 기타채권	3,845	4,475	4,283	4,270	4,331
재고자산	15,557	22,500	20,660	20,550	20,896
비유동자산	32,426	35,868	35,659	35,474	35,172
유형자산	29,007	31,941	31,734	31,550	31,251
관계기업등 지분관련자산	220	213	213	213	213
기타투자자산	1,665	1,963	1,963	1,963	1,963
자산총계	78,406	84,996	81,574	81,810	86,387
유동부채	7,043	11,184	10,400	10,300	11,267
매입채무 및 기타채무	4,885	8,051	7,266	7,167	8,134
단기차입금	306	1,154	1,154	1,154	1,154
유동성장기부채	12	9	9	9	9
비유동부채	2,979	2,942	2,942	2,942	2,942
장기차입금	60	47	47	47	47
사채	0	0	0	0	0
부채총계	10,022	14,126	13,342	13,242	14,209
지배지분	67,154	69,698	67,087	67,415	71,026
자본금	944	944	944	944	944
자본잉여금	566	566	566	566	566
이익잉여금	65,917	69,397	69,570	72,681	76,292
비지배지분	1,230	1,172	1,145	1,152	1,152
자본총계	68,384	70,870	68,232	68,567	72,178
순차입금	-25,806	-20,374	-19,191	-19,737	-24,208
총차입금	407	1,365	1,365	1,365	1,365

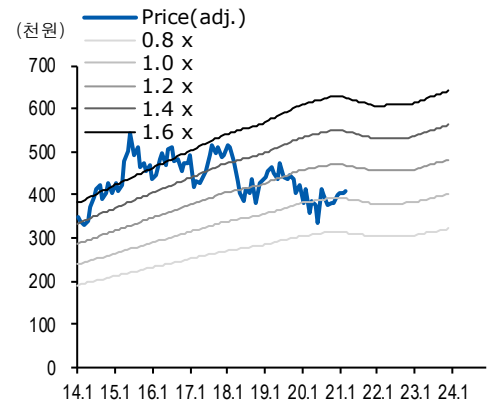
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	33,541	30,363	28,715	30,538	33,185
BPS	379,956	394,347	379,576	381,432	401,863
EBITDAPS	57,481	62,327	58,068	60,569	64,412
SPS	354,786	401,798	432,491	428,541	435,776
DPS	14,000	15,000	15,000	15,000	15,000
PER	13.2	12.9	14.2	13.4	12.3
PBR	1.2	1.0	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.4	4.6	5.4	5.1	4.4
PSR	1.2	1.0	0.9	1.0	0.9

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	-2.7	13.3	7.6	-0.9	1.7
영업이익 증가율 (%)	5.3	11.4	-7.0	5.9	6.9
지배순이익 증가율 (%)	20.0	-9.5	-5.4	6.3	8.7
매출총이익률 (%)	14.2	13.7	12.0	12.7	13.3
영업이익률 (%)	12.0	11.8	10.2	10.9	11.5
지배순이익률 (%)	9.5	7.6	6.6	7.1	7.6
EBITDA 마진 (%)	16.2	15.5	13.4	14.1	14.8
ROIC	14.2	13.6	12.3	13.2	14.3
ROA	8.4	7.0	6.5	7.1	7.4
ROE	9.8	8.4	7.9	8.6	9.0
부채비율 (%)	14.7	19.9	19.6	19.3	19.7
순차입금/자기자본 (%)	-38.4	-29.2	-28.6	-29.3	-34.1
영업이익/금융비용 (배)	573.5	538.8	325.0	363.2	388.2

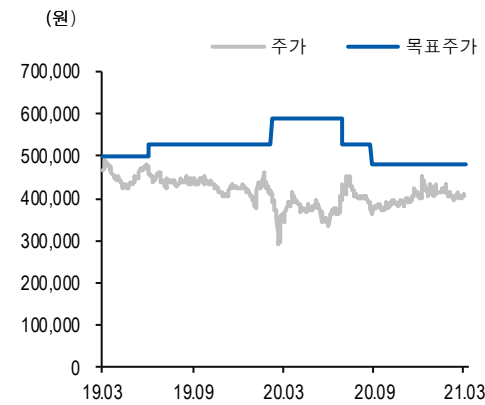
P/E band chart



P/B band chart



고려아연 (010130) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-04-01	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: 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)	1.1
Buy(매수)	92.0
Hold(중립)	6.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-03-29

※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.