

고려아연 (010130)

실적 호조 속에 새로운 성장동력 확보도 긍정적

2Q21 금속가격 상승으로 어닝서프라이즈 기록

2021년 2분기 고려아연의 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 2,4조원(YoY +46.4%, QoQ +7.9%)과 2,730억원(YoY +66.5%, QoQ +1.1%)을 기록하며 시장컨센서스인 2,194억원을 크게 상회하는 어닝서프라이즈를 기록했다.

1) 아연정광 Spot T/C 하락과 올해 벤치마크 T/C('20년 229.75불 → '21년 159불/톤)가 적용된 아연정광이 도입되면서 수익성에 부정적으로 작용했으나 2) 금속 판매량 증가(QoQ: 아연 +1.4%, 연 +11.1%, 금: +6.4%)와 3) 금을 제외한 금속들의 판매가격 상승(QoQ 아연 +4.1%, 연 +0.1%, 금 -4.0%, 은 +0.8%)으로 양호한 영업실적을 기록했다. 주요 해외회사인 호주 SMC는 판매량 증가와 금속가격 강세로 영업이익률이 상승(1Q21 +9.9%→2Q21 +13.3%)했다.

아연정광 Spot T/C 소폭 반등, 금속가격 2분기와 유사 전망

지난 5월에 톤당 70불까지 하락했던 중국의 아연정광 Spot T/C가 7월말 현재 83불 수준으로 서서히 반등했다는 점은 긍정적이다. 다만 3분기에는 2021년 벤치마크 T/C가 적용되는 아연정광이 풀로 반영된다는 점은 다소 부담스럽다.

전세계 철강 수요 회복 및 철강가격 상승의 영향으로 LME 아연가격이 여전히 3,000불/톤에 근접한 높은 수준이 지속되고 있고 연 가격 또한 3년래 최고치인 2,413/톤까지 상승했다. 중국의 양호한 경기지표와 미국의 경기부양책에 대한 기대감으로 3분기에도 아연 및 연 가격 강세가 예상된다.

투자이견 'BUY' 유지, 목표주가는 620,000원으로 상향

고려아연에 대해 투자이견 BUY를 유지하고 올해 실적추정치 상향으로 목표주가는 기존 580,000원에서 620,000원(목표 PBR 1.5배 적용)으로 상향한다. 올해 아연정광 벤치마크 T/C 급락에 따른 실적 악화 우려가 있었지만 금속가격 상승에 따른 양호한 영업실적이 하반기까지 지속될 전망이다. 추가로 2022년 10월에 완공 예정인 전지박공장이 본격적으로 가동될 예정이고 최근 LG화학과의 배터리 관련 합작법인 설립을 위한 MOU를 체결하면서 배터리 관련 추가 성장동력 확보도 기대된다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 620,000원(상향) | CP(7월27일): 538,000원

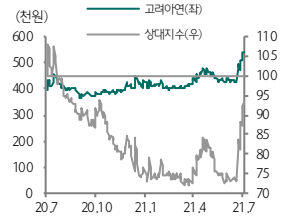
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,232.53
52주 최고/최저(원)	541,000/363,000
시가총액(십억원)	10,152.1
시가총액비중(%)	0.45
발행주식수(천주)	18,870.0
60일 평균 거래량(천주)	71.3
60일 평균 거래대금(십억원)	33.4
20년 배당금(예상, 원)	15,000
20년 배당수익률(예상, %)	2.79
외국인지분율(%)	20.45
주요주주 지분율(%)	
영풍 외 46 인	43.17
국민연금공단	8.87
주가상승률	1M 6M 12M
절대	20.9 30.7 25.0
상대	23.5 26.3 (14.3)

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	8,780.1	8,901.6
영업이익(십억원)	964.1	1,003.5
순이익(십억원)	683.7	697.5
EPS(원)	35,853	36,582
BPS(원)	416,967	440,725

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	6,694.8	7,581.9	9,204.9	9,340.5	9,564.9
영업이익	십억원	805.3	897.4	1,036.5	1,083.6	1,118.8
세전이익	십억원	872.4	812.4	1,028.0	1,077.8	1,092.4
순이익	십억원	632.9	573.0	729.3	770.4	775.4
EPS	원	33,541	30,363	38,649	40,827	41,094
증감율	%	20.00	(9.47)	27.29	5.64	0.65
PER	배	12.67	13.22	13.92	13.18	13.09
PBR	배	1.18	1.08	1.36	1.27	1.19
EV/EBITDA	배	5.13	4.83	6.06	5.57	5.19
ROE	%	9.76	8.37	10.13	10.02	9.46
BPS	원	358,714	372,193	396,793	423,571	450,616
DPS	원	14,000	15,000	15,000	15,000	15,000



Analyst 박성봉
02-3771-7774
sbpark@hanafin.com

RA 신홍주
02-3771-7790
hongjushin@hanafin.com

2Q21 금속가격 상승으로 어닝서프라이즈 기록

2Q21 연결 영업이익 2,730억원(YoY +66.5%, QoQ +1.1%)로 시장컨센서스 상회

2021년 2분기 고려아연의 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 2,4조원(YoY +46.4%, QoQ +7.9%)과 2,730억원(YoY +66.5%, QoQ +1.1%)을 기록하며 시장컨센서스인 2,194억원을 크게 상회하는 어닝서프라이즈를 기록했다.

1) 아연정광 Spot T/C 하락과 올해 벤치마크 T/C('20년 229.75불 → '21년 159불/톤)가 적용된 아연정광이 도입되면서 수익성에 부정적으로 작용했으나 2) 금속 판매량 증가(QoQ: 아연 +1.4%, 연 +11.1%, 금: +6.4%)와 3) 금을 제외한 금속 판매가격 상승(QoQ 아연 +4.1%, 연 +0.1%, 금 -4.0%, 은 +0.8%)으로 양호한 영업실적을 기록했다. 주요 해외회사인 호주 SMC는 판매량 증가와 금속가격 강세로 영업이익률이 상승(1Q21 +9.9%→2Q21 +13.3%)했다.

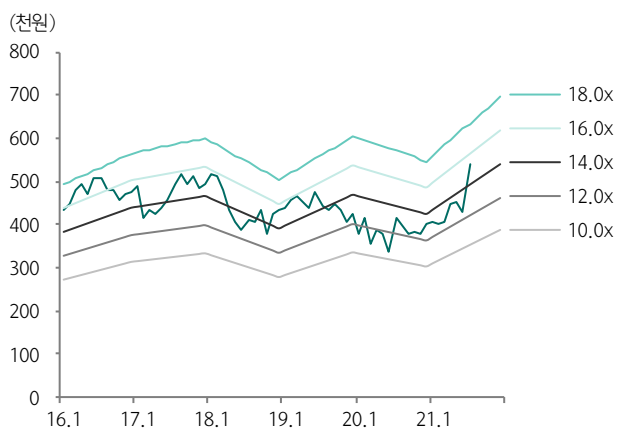
표 1. 고려아연 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, 천톤, kg, 톤, 달러/톤, 달러/온스, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
제품별 매출(본사기준)											
매출(십억원)	1,337.6	1,253.4	1,414.0	1,647.1	1,684.3	1,819.1	1,769.2	1,807.4	5,652.1	7,059.8	7,112.0
아연(십억원)	468.6	404.3	419.3	543.1	521.4	558.9	544.4	526.4	1,835.4	2,151.0	2,205.3
연(십억원)	251.8	226.7	259.2	249.6	262.0	300.5	282.5	278.0	987.4	1,123.0	1,118.1
금(십억원)	96.4	147.4	147.7	228.2	227.2	245.9	193.8	216.9	619.7	883.9	892.5
은(십억원)	390.0	363.2	474.3	485.5	524.8	537.2	612.3	619.3	1,712.9	2,293.5	2,282.9
제품별 판매량(본사기준)											
판매량(천톤)	272.7	266.9	260.0	293.7	273.3	286.5	274.7	277.1	1,093.3	1,111.6	1,113.0
아연(천톤)	164.9	158.9	147.3	179.6	161.3	163.6	162.1	163.1	650.7	650.0	650.0
연(천톤)	100.8	100.4	106.4	106.9	103.9	115.4	105.6	106.0	414.6	430.9	430.9
금(kg)	1,580.0	2,196.0	2,011.0	3,418.0	3,529.0	3,756.0	2,900.0	3,089.2	9,205.0	13,274.2	13,274.2
은(톤)	585.1	582.0	598.3	538.7	571.0	565.0	588.3	579.8	2,304.1	2,304.1	2,304.1
주요 제품 가격											
아연(달러/톤)	2,120.9	1,959.4	2,339.9	2,628.2	2,749.6	2,916.1	2,855.0	2,699.3	2,220.4	2,805.0	2,889.2
연(달러/톤)	1,842.7	1,669.9	1,876.2	1,902.0	2,011.1	2,129.4	2,232.6	2,157.2	1,814.7	2,132.6	2,153.9
금(달러/온스)	1,582.0	1,709.6	1,911.6	1,879.0	1,794.0	1,815.0	1,813.7	1,872.0	1,743.5	1,823.7	1,823.7
은(달러/온스)	16.9	16.3	24.4	24.6	26.3	26.8	26.7	27.0	20.0	26.7	26.7
연결기준											
매출액(십억원)	1,732.6	1,622.0	1,976.2	2,251.1	2,200.5	2,375.5	2,314.1	2,314.8	7,581.9	9,204.9	9,340.5
영업이익(십억원)	204.3	164.0	267.4	261.7	270.0	273.0	253.2	240.3	897.4	1,036.5	1,083.6
세전이익(십억원)	198.9	159.1	239.2	215.2	290.2	278.9	249.3	209.7	812.4	1,028.0	1,077.8
당기순이익(십억원)	137.8	115.2	168.0	152.0	209.6	194.0	162.9	162.9	573.0	729.3	770.4
영업이익률(%)	11.8	10.1	13.5	11.6	12.3	11.5	10.9	10.4	11.8	11.3	11.6
세전이익률(%)	11.5	9.8	12.1	9.6	13.2	11.7	10.8	9.1	10.7	11.2	11.5
순이익률(%)	8.0	7.1	8.5	6.8	9.5	8.2	7.0	7.0	7.6	7.9	8.2

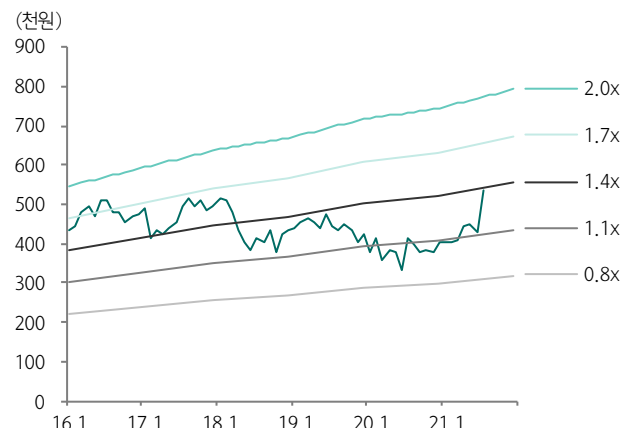
자료: 하나금융투자

그림 1. 고려아연 PER밴드



주: IFRS 연결 기준
자료: 하나금융투자

그림 2. 고려아연 PBR밴드



주: IFRS 연결 기준
자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	6,694.8	7,581.9	9,204.9	9,340.5	9,564.9
매출원가	5,743.6	6,546.8	8,001.1	8,087.1	8,272.3
매출총이익	951.2	1,035.1	1,203.8	1,253.4	1,292.6
판매비	145.9	137.8	167.3	169.7	173.8
영업이익	805.3	897.4	1,036.5	1,083.6	1,118.8
금융손익	68.3	(81.8)	(27.8)	(24.5)	(42.4)
종속/관계기업손익	1.6	(0.5)	(0.5)	1.1	(0.5)
기타영업외손익	(2.8)	(2.6)	19.9	17.6	16.5
세전이익	872.4	812.4	1,028.0	1,077.8	1,092.4
법인세	233.8	237.6	296.3	304.9	314.5
계속사업이익	638.6	574.8	731.7	772.9	778.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	638.6	574.8	731.7	772.9	778.0
비배주주지분 순이익	5.7	1.9	2.4	2.5	2.5
지배주주순이익	632.9	573.0	729.3	770.4	775.4
지배주주지분포괄이익	659.3	501.8	728.6	769.7	774.7
NOPAT	589.5	635.0	737.7	777.1	796.8
EBITDA	1,084.7	1,176.1	1,339.8	1,420.0	1,495.6
성장성(%)					
매출액증가율	(2.74)	13.25	21.41	1.47	2.40
NOPAT증가율	10.81	7.72	16.17	5.34	2.54
EBITDA증가율	6.01	8.43	13.92	5.99	5.32
영업이익증가율	5.31	11.44	15.50	4.54	3.25
(지배주주)순이익증가율	20.00	(9.46)	27.28	5.64	0.65
EPS증가율	20.00	(9.47)	27.29	5.64	0.65
수익성(%)					
매출총이익률	14.21	13.65	13.08	13.42	13.51
EBITDA이익률	16.20	15.51	14.56	15.20	15.64
영업이익률	12.03	11.84	11.26	11.60	11.70
계속사업이익률	9.54	7.58	7.95	8.27	8.13

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	33,541	30,363	38,649	40,827	41,094
BPS	358,714	372,193	396,793	423,571	450,616
CFPS	58,760	63,499	70,481	74,340	77,896
EBITDAPS	57,481	62,327	71,001	75,249	79,257
SPS	354,786	401,798	487,804	494,990	506,886
DPS	14,000	15,000	15,000	15,000	15,000
주가지표(배)					
PER	12.67	13.22	13.92	13.18	13.09
PBR	1.18	1.08	1.36	1.27	1.19
PCFR	7.23	6.32	7.63	7.24	6.91
EV/EBITDA	5.13	4.83	6.06	5.57	5.19
PSR	1.20	1.00	1.10	1.09	1.06
재무비율(%)					
ROE	9.76	8.37	10.13	10.02	9.46
ROA	8.40	7.01	8.24	8.15	7.77
ROIC	13.64	12.64	12.83	12.69	12.33
부채비율	14.66	19.93	21.94	20.84	20.01
순부채비율	(37.72)	(28.42)	(28.40)	(29.21)	(29.06)
이자보상배율(배)	573.48	538.75	387.19	399.27	410.85

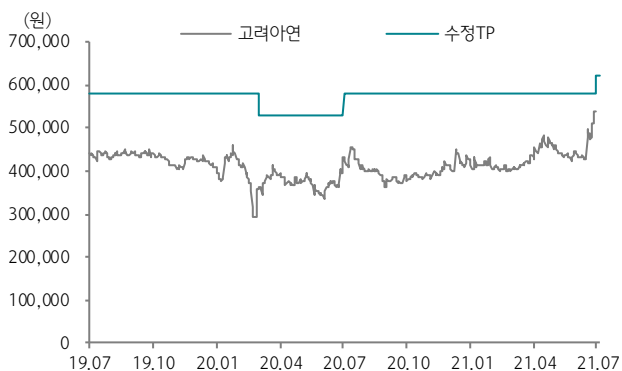
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	4,597.9	4,912.9	5,406.0	5,657.5	5,867.4
금융자산	2,621.3	2,173.9	2,305.9	2,511.7	2,646.0
현금성자산	689.5	425.6	494.8	695.4	821.0
매출채권	338.2	380.4	461.9	468.7	480.0
재고자산	1,555.7	2,250.0	2,506.7	2,543.6	2,604.7
기타유동자산	82.7	108.6	131.5	133.5	136.7
비유동자산	3,242.6	3,586.8	3,789.7	4,053.9	4,378.0
투자자산	188.5	217.6	223.8	224.4	225.2
금융자산	166.5	196.3	198.0	198.2	198.4
유형자산	2,900.7	3,194.1	3,390.9	3,654.7	3,978.1
무형자산	93.7	90.9	90.8	90.6	90.5
기타비유동자산	59.7	84.2	84.2	84.2	84.2
자산총계	7,840.6	8,499.6	9,195.7	9,711.4	10,245.4
유동부채	704.3	1,118.4	1,301.6	1,317.0	1,342.5
금융부채	32.8	139.7	143.8	144.2	144.9
매입채무	380.3	675.1	819.6	831.6	851.6
기타유동부채	291.2	303.6	338.2	341.2	346.0
비유동부채	297.9	294.2	352.9	357.8	365.9
금융부채	8.9	20.2	20.2	20.2	20.2
기타비유동부채	289.0	274.0	332.7	337.6	345.7
부채총계	1,002.2	1,412.6	1,654.5	1,674.8	1,708.3
지배주주지분	6,715.4	6,969.8	7,434.0	7,939.3	8,449.7
자본금	94.4	94.4	94.4	94.4	94.4
자본잉여금	56.6	56.6	56.6	56.6	56.6
자본조정	(53.5)	(53.5)	(53.5)	(53.5)	(53.5)
기타포괄이익누계액	26.3	(67.3)	(67.3)	(67.3)	(67.3)
이익잉여금	6,591.7	6,939.7	7,403.9	7,909.2	8,419.5
비지배주주지분	123.0	117.2	107.2	97.3	87.4
자본총계	6,838.4	7,087.0	7,541.2	8,036.6	8,537.1
순금융부채	(2,579.7)	(2,014.0)	(2,141.9)	(2,347.3)	(2,480.9)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	692.7	456.5	869.0	1,090.4	1,129.4
당기순이익	638.6	574.8	731.7	772.9	778.0
조정	31	38	32	35	40
감가상각비	279.3	278.7	303.3	336.3	376.7
외환거래손익	(6.5)	(19.2)	(11.6)	(11.6)	(11.6)
지분법손익	(1.6)	0.5	0.5	(1.1)	0.5
기타	(240.2)	(222.0)	(260.2)	(288.6)	(325.6)
영업활동 자산부채 변동	(257.8)	(500.8)	(186.4)	(31.1)	(51.4)
투자활동 현금흐름	(473.9)	(547.6)	(601.9)	(630.4)	(748.1)
투자자산감소(증가)	146.3	(28.0)	(19.2)	(11.8)	(13.8)
자본증가(감소)	(357.5)	(661.2)	(500.0)	(600.0)	(700.0)
기타	(262.7)	141.6	(82.7)	(18.6)	(34.3)
재무활동 현금흐름	(190.9)	(171.4)	(261.0)	(264.7)	(264.4)
금융부채증가(감소)	10.5	118.2	4.1	0.4	0.7
자본증가(감소)	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(6.0)	(42.2)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(196.0)	(247.4)	(265.1)	(265.1)	(265.1)
현금의 증감	33.4	(262.5)	67.7	200.6	125.6
Unlevered CFO	1,108.8	1,198.2	1,330.0	1,402.8	1,469.9
Free Cash Flow	334.5	(205.6)	369.0	490.4	429.4

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

고려아연



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.7.28	BUY	620,000		
20.7.28	BUY	580,000	-28.05%	-6.72%
20.3.27	BUY	530,000	-29.32%	-18.77%
19.4.2	BUY	580,000	-25.47%	-15.69%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	93.75%	6.25%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 07월 24일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2021년 7월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2021년 7월 28일 현재 해당회사의 유가증권권을 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 증명자료로 사용될 수 없습니다.