

# 고려아연 (010130)

금속



이현수

02 3770 5718  
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자 의견	<b>HOLD (M)</b>
목표주가	<b>510,000원 (U)</b>
현재주가 (7/27)	<b>538,000원</b>
상승여력	<b>-5%</b>

시가총액	101,521억원
총발행주식수	18,870,000주
60일 평균 거래대금	334억원
60일 평균 거래량	71,293주
52주 고	541,000원
52주 저	363,000원
외인지분율	20.55%
주요주주	영풍 외 46 인 43.17%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	20.9	23.8	25.0
상대	23.5	23.2	(14.3)
절대(달려환산)	18.5	19.5	30.0

## 2Q21 Review: 실적보다 더 궁금한 것이 있다

### 2Q21(P): 별도 영업이익 2,238억원, 연결 영업이익 2,731억원

연결 영업이익, 당사 추정(1,988억원) 및 Consensus(2,194억원) 상회

1) **별도**: 전분기비 아연 및 연 판매가격 상승 및 판매량 증가로 전분기에 이어 다시 한번 사상 최대 매출액 달성. 영업이익 2,238억원(OPM 12.3%)으로 전분기비 -4% 감소(OPM -1.5%p 하락). 전년대비 하락한 아연 및 연 정광 BM TC 영향이 반영되며 전분기비 OPM이 하락했으나 상품가격 및 프리미엄 상승이 이익을 방어 역할을 한 것으로 추정. 2) **연결**: 호주 SMC는 BM TC 하락에도 불구하고, LGZC 판매량 증가에 따라 전분기비 영업이익 개선. 징크옥사 이드코퍼레이션은 아연 가격 상승에 따라 전분기비 큰 폭의 영업이익 증가 시현.

### 성장성 높은 신사업 투자, 환영할 만한 일이나 확인된 것이 없다

7/13일 한 언론매체는 고려아연과 LG화학이 양극재 전구체 합작사 설립을 위한 MOU를 체결했다고 보도. 글로벌 EV 시장 성장세를 감안한다면 전구체 사업에 대한 투자는 환영할 만한 사항. 또한 세계적인 배터리 제조업체와의 합작사라는 점은 매력적인 것이 분명. 하지만, 해당 보도 이후 회사측의 공식적인 발표는 없는 상황. 보도대로 아직 MOU단계이기 때문에 외부에 밝힐 수 있는 부분이 많지 않을 수 있지만 동 기업을 분석하는 입장에서 언론보도만 가지고 분석하기는 어렵다고 판단. 주가는 보도 이후 7/26일까지 9거래일 만에 +26% 상승. 단기간에 확대된 주가 변동성을 고려할 때 투자자 보호 측면에서 고려아연은 공식적인 입장을 투자자들에게 알려야 할 의무가 있다고 사료.

### 신사업(양극재 전구체)에 대한 내용이 사실이라면 지분 구조도 관심 대상

'21~'22년 영업이익 및 지배순이익 추정치 상향에 따라 목표주가를 480,000원에서 510,000원(PBR 1.25x)으로 상향하며 투자 의견은 HOLD 유지. 본업(비철금속 제련업)에 대한 안정적인 수익성은 증명 중이나 정제된 ROE가 Valuation에 부담. 예정된 신사업(전해동박)에 대한 긍정적인 시각은 유지. 향후 양극재 전구체 합작사가 설립된다면 지분 구조에 대해서도 관심 필요. LG화학과의 5:5 가능성이 높아 보이나 이미 공동투자를 하고 있는 캠코(고려아연 35%, 영풍 10%, LG화학 10% 등)와 같은 구조도 예상 가능. 고려아연과 같은 아연 제련업을 영위하고 있는 영풍(고려아연 모회사) 역시 신사업 투자에 관심이 있을 것으로 판단.

	2Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	23,754	46.4	7.9	21,760	9.2
영업이익	2,731	66.5	1.1	2,194	24.5
세전계속사업이익	2,789	75.3	-3.9	2,120	31.5
지배순이익	1,936	68.0	-7.6	1,580	22.6
영업이익률 (%)	11.5	+1.4 %pt	-0.8 %pt	10.1	+1.4 %pt
지배순이익률 (%)	8.1	+1.0 %pt	-1.4 %pt	7.3	+0.8 %pt

자료: 유안타증권

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	66,948	75,819	90,657	92,596
영업이익	8,053	8,974	10,271	10,351
지배순이익	6,329	5,730	7,392	7,340
PER	13.2	12.9	13.7	13.8
PBR	1.2	1.0	1.3	1.2
EV/EBITDA	5.4	4.6	6.5	6.1
ROE	9.8	8.4	10.4	9.8

자료: 유안타증권

[표-1] 고려아연 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

		2020	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	QoQ	YoY	3Q21E	4Q21E
원/달러	3개월전	1,194	1,126	1,150	1,176	1,194	1,221	1,188	1,117	1,114	-0.3%	-6.7%	1,121	1,150
	당월	1,180	1,134	1,150	1,194	1,221	1,188	1,117	1,114	1,121	0.6%	-8.2%	1,150	1,150
금속가격(전월)	아연	2,224	2,880	3,022	2,247	1,927	2,204	2,518	2,743	2,862	4.3%	48.5%	2,952	2,962
(달러/톤)	연	1,815	2,185	2,456	1,899	1,673	1,833	1,855	2,038	2,047	0.4%	22.4%	2,257	2,396
*은 - 달러/온스	은	19.9	26.1	25.7	17.7	15.5	21.8	24.7	26.1	26.3	0.6%	70.0%	26.5	25.6
금속가격(당월)	아연	2,266	2,897	3,030	2,124	1,968	2,343	2,631	2,747	2,916	6.1%	48.1%	2,952	2,972
(달러/톤)	연	1,825	2,217	2,464	1,844	1,676	1,876	1,904	2,014	2,128	5.7%	27.0%	2,322	2,404
*은 - 달러/온스	은	20.5	26.1	25.7	16.9	16.4	24.5	24.4	26.3	26.7	1.6%	63.0%	26.0	25.6
금속가격(분기말)	아연	2,729	2,981	3,071	1,895	2,037	2,388	2,729	2,805	2,967	5.8%	45.7%	2,952	2,981
(달러/톤)	연	1,976	2,412	2,509	1,734	1,763	1,802	1,976	1,953	2,265	16.0%	28.5%	2,388	2,412
*은 - 달러/온스	은	26.4	25.6	25.8	14.0	18.2	23.2	26.4	24.4	26.1	7.0%	43.5%	25.6	25.6
매출액		5,652	6,979	7,222	1,338	1,253	1,414	1,647	1,684	1,819	8.0%	45.1%	1,700	1,775
(십억원)	아연	1,835	2,220	2,372	469	404	419	543	521	559	7.2%	38.2%	557	583
	연	987	1,190	1,336	252	227	259	250	262	301	14.7%	32.6%	298	329
	은	1,713	2,062	2,019	390	363	474	485	525	537	2.4%	47.9%	506	494
	기타	1,116	1,507	1,495	227	259	261	369	376	423	12.3%	63.0%	339	369
판매량	아연	651	642	645	165	159	147	180	161	164	1.4%	2.9%	155	162
(천톤)	연	415	432	430	101	100	106	107	104	115	11.1%	14.9%	104	109
*은 (톤)	은	2,304	2,182	2,139	585	582	598	539	571	565	-1.1%	-2.9%	520	526
판매단가	아연	2,821	3,460	3,677	2,842	2,544	2,847	3,025	3,233	3,417	5.7%	34.3%	3,588	3,606
(천원/톤)	연	2,382	2,753	3,106	2,498	2,258	2,436	2,335	2,521	2,603	3.3%	15.3%	2,858	3,031
*은 (천원/온스)	은	23.1	29.4	29.4	20.7	19.4	24.7	28.0	28.6	29.6	3.4%	52.4%	30.2	29.2
영업이익		781	865	884	197	170	212	202	233	224	-3.8%	31.5%	203	206
이익률		13.8%	12.4%	12.2%	14.7%	13.6%	15.0%	12.3%	13.8%	12.3%	-1.5%p	-1.3%p	11.9%	11.6%

자료: 유안타증권

[표-2] 고려아연 연결기준

(단위: 십억원)

		2020	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	QoQ	YoY	3Q21E	4Q21E
매출액		7,582	9,066	9,260	1,733	1,622	1,976	2,251	2,201	2,375	7.9%	46.4%	2,214	2,276
영업이익		897	1,027	1,035	204	164	267	262	270	273	1.1%	66.5%	241	243
이익률		11.8%	11.3%	11.2%	11.8%	10.1%	13.5%	11.6%	12.3%	11.5%	-0.8%p	1.4%p	10.9%	10.7%
세전이익		812	1,039	1,026	199	159	239	215	290	279	-3.9%	75.3%	232	238
이익률		10.7%	11.5%	11.1%	11.5%	9.8%	12.1%	9.6%	13.2%	11.7%	-1.4%p	1.9%p	10.5%	10.4%
지배순이익		573	739	734	138	115	168	152	210	194	-7.6%	68.0%	166	170
이익률		7.6%	8.2%	7.9%	8.0%	7.1%	8.5%	6.8%	9.5%	8.1%	-1.4%p	1.0%p	7.5%	7.5%

자료: 유안타증권

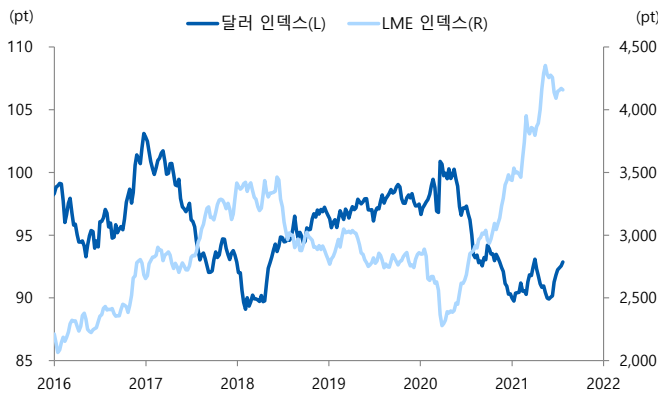
[표-3] 고려이연 실적 추정치 변경내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비			
	3Q21E	2021E	2022E	3Q21E	2021E	2022E	3Q21E	2021E	2022E	
별도	매출액	1,531	6,284	6,423	1,700	6,979	7,222	11.1%	11.1%	12.4%
	영업이익	174	733	781	203	865	884	16.8%	18.1%	13.2%
	OPM	11.4%	11.7%	12.2%	11.9%	12.4%	12.2%	0.6%p	0.7%p	0.1%p
연결	매출액	2,017	8,161	8,087	2,214	9,066	9,260	9.8%	11.1%	14.5%
	영업이익	200	835	884	241	1,027	1,035	20.2%	23.0%	17.0%
	OPM	9.9%	10.2%	10.9%	10.9%	11.3%	11.2%	0.9%p	1.1%p	0.2%p
	지배순이익	128	542	576	166	739	734	29.4%	36.4%	27.4%

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] 연가과와 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	90,657	92,596	93,773
매출원가	57,436	65,468	78,774	80,613	81,488
매출총이익	9,512	10,352	11,883	11,983	12,284
판매비	1,459	1,378	1,611	1,632	1,653
영업이익	8,053	8,974	10,271	10,351	10,631
EBITDA	10,847	11,761	13,092	13,309	13,747
영업외손익	671	-850	117	-87	-17
외환관련손익	-61	308	61	0	0
이자손익	523	239	97	146	216
관계기업관련손익	16	-5	25	0	0
기타	193	-1,392	-66	-233	-233
법인세비용차감전순손익	8,724	8,124	10,388	10,264	10,614
법인세비용	2,338	2,376	2,938	2,874	2,972
계속사업순손익	6,386	5,748	7,450	7,390	7,642
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	6,386	5,748	7,450	7,390	7,642
지배지분순이익	6,329	5,730	7,392	7,340	7,590
포괄순이익	6,596	5,039	8,612	8,552	8,804
지배지분포괄이익	6,593	5,018	8,574	8,524	8,776

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	8,573	8,486	10,542
당기순이익	6,386	5,748	7,450	7,390	7,642
감가상각비	2,791	2,786	2,818	2,954	3,113
외환손익	-65	-192	-64	0	0
중속, 관계기업관련손익	-16	5	-25	0	0
자산부채의 증감	-2,578	-5,008	-2,055	-2,277	-632
기타현금흐름	408	1,225	449	419	419
투자활동 현금흐름	-4,739	-5,476	-2,134	-4,138	-4,138
투자자산	-478	1,303	1,531	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,581	-6,621	-4,589	-4,000	-4,000
유형자산 감소	6	9	5	0	0
기타현금흐름	-685	-167	918	-138	-138
재무활동 현금흐름	-1,909	-1,714	-2,618	-2,944	-2,944
단기차입금	119	850	147	0	0
사채 및 장기차입금	-48	-15	-2	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,960	-2,599	-2,775	-2,952	-2,952
기타현금흐름	-20	49	12	8	8
연결범위변동 등 기타	55	-15	-1,952	2,432	1,175
현금의 증감	334	-2,640	1,869	3,837	4,635
기초 현금	6,561	6,895	4,256	6,124	9,961
기말 현금	6,895	4,256	6,124	9,961	14,596
NOPLAT	8,053	8,974	10,271	10,351	10,631
FCF	3,345	-2,056	3,984	4,486	6,542

자료: 유안타증권

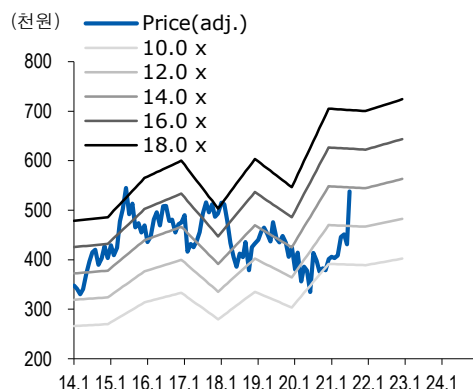
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	45,979	49,129	47,676	52,556	57,544
현금및현금성자산	6,895	4,256	6,124	9,961	14,596
매출채권 및 기타채권	3,845	4,475	4,542	4,691	4,742
재고자산	15,557	22,500	22,897	23,790	24,093
비유동자산	32,426	35,868	39,824	40,866	41,750
유형자산	29,007	31,941	34,127	35,173	36,059
관계기업등 지분관련자산	220	213	237	237	237
기타투자자산	1,665	1,963	3,554	3,554	3,554
자산총계	78,406	84,996	87,500	93,422	99,294
유동부채	7,043	11,184	11,112	11,267	12,376
매입채무 및 기타채무	4,885	8,051	7,734	7,889	8,999
단기차입금	306	1,154	1,542	1,542	1,542
유동성장기부채	12	9	9	9	9
비유동부채	2,979	2,942	3,201	3,201	3,201
장기차입금	60	47	61	61	61
사채	0	0	0	0	0
부채총계	10,022	14,126	14,313	14,467	15,577
지배지분	67,154	69,698	72,001	77,675	82,438
자본금	944	944	944	944	944
자본잉여금	566	566	566	566	566
이익잉여금	65,917	69,397	70,546	75,058	79,821
비지배지분	1,230	1,172	1,186	1,279	1,279
자본총계	68,384	70,870	73,187	78,955	83,717
순차입금	-25,806	-20,374	-17,809	-21,645	-26,281
총차입금	407	1,365	1,784	1,784	1,784

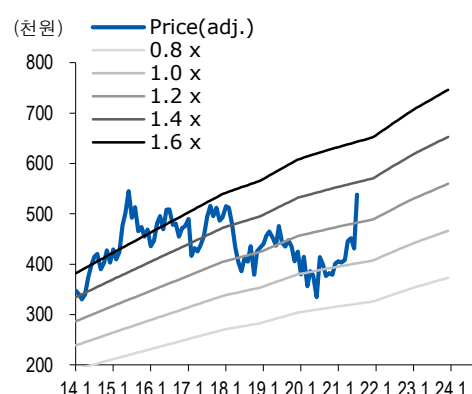
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	33,541	30,363	39,173	38,898	40,225
BPS	379,956	394,347	407,381	439,484	466,430
EBITDAPS	57,481	62,327	69,381	70,528	72,853
SPS	354,786	401,798	480,428	490,704	496,940
DPS	14,000	15,000	16,000	16,000	16,000
PER	13.2	12.9	13.7	13.8	13.4
PBR	1.2	1.0	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	5.4	4.6	6.5	6.1	5.6
PSR	1.2	1.0	1.1	1.1	1.1

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	-2.7	13.3	19.6	2.1	1.3
영업이익 증가율 (%)	5.3	11.4	14.5	0.8	2.7
지배순이익 증가율 (%)	20.0	-9.5	29.0	-0.7	3.4
매출총이익률 (%)	14.2	13.7	13.1	12.9	13.1
영업이익률 (%)	12.0	11.8	11.3	11.2	11.3
지배순이익률 (%)	9.5	7.6	8.2	7.9	8.1
EBITDA 마진 (%)	16.2	15.5	14.4	14.4	14.7
ROIC	14.2	13.6	14.1	13.6	13.7
ROA	8.4	7.0	8.6	8.1	7.9
ROE	9.8	8.4	10.4	9.8	9.5
부채비율 (%)	14.7	19.9	19.6	18.3	18.6
순차입금/자기자본 (%)	-38.4	-29.2	-24.7	-27.9	-31.9
영업이익/금융비용 (배)	573.5	538.8	324.1	332.3	341.3

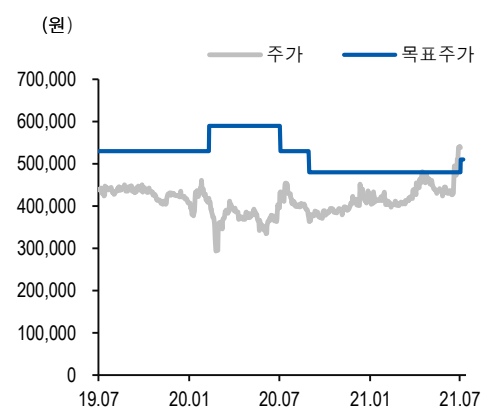
P/E band chart



P/B band chart



고려아연 (010130) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-07-28	HOLD	510,000	1년		
2021-01-07	HOLD	480,000	1년	-12.62	-
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

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)	0.0
Buy(매수)	94.3
Hold(중립)	5.7
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-07-25

※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.