



▲ 유티리티/철강  
Analyst 문경원, CFA  
02. 6454-4881  
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

## Buy (신규)

|              |                   |
|--------------|-------------------|
| 적정주가 (12 개월) | 650,000 원         |
| 현재주가 (10.6)  | 503,000 원         |
| 상승여력         | 29.2%             |
| KOSPI        | 2,908.31pt        |
| 시가총액         | 94,916억원          |
| 발행주식수        | 1,887만주           |
| 유동주식비율       | 45.13%            |
| 외국인비중        | 19.43%            |
| 52주 최고/최저가   | 547,000원/370,500원 |
| 평균거래대금       | 353.1억원           |

| 주요주주(%)   |       |
|-----------|-------|
| 영풍 외 46 인 | 43.17 |
| 국민연금공단    | 10.01 |

| 주가상승률(%) | 1개월  | 6개월  | 12개월 |
|----------|------|------|------|
| 절대주가     | -2.9 | 24.4 | 29.6 |
| 상대주가     | 7.0  | 33.7 | 5.5  |

### 주가그래프



# 고려아연 010130

## 손에 쥔 것만으로도 풍요롭다

- ✓ 고려아연은 세계 1위 아연 제련업체. 2차전지 소재 산업으로의 확장을 피하는 중
- ✓ 투자 시기와 규모의 불확실성이 큰 2차전지 소재 사업은 아직은 '플러스 알파'
- ✓ 본업은 호주 SMC 증설 및 TC 상승으로 2022년에도 두 자릿수 ROE 호조
- ✓ 신사업 기대감 떼어놓고, 본업만으로도 밸류에이션 저평가 구간
- ✓ 적정 주가 650,000원, 투자의견 Buy를 제시하며 커버리지 개시

### 기회를 엿보는 잠룡

고려아연은 세계 1위 아연 제련업체로, 아연, 은, 금 등 금속을 제련하여 판매한다. 최근에는 본업에서의 안정적 현금흐름을 바탕으로 동박 등 2차전지 소재 사업으로의 확장을 피하고 있어 밸류에이션 Re-rating에 대한 기대감도 커지고 있다. 다만 현재 확정된 2차전지 소재 사업들은 예상 매출액이 전사 매출 대비 5% 미만이고, 신규 투자 역시 그 시기와 규모에 있어 불확실성이 커 2차전지 사업은 아직 '플러스 알파'로 남겨둬야 한다.

### 본업 펀더멘털 개선에 주목. 내년에도 두 자릿수 ROE 호조

반면 본업에서는 눈에 보이는 개선이 이뤄지고 있다. 우선 호주 자회사인 SMC의 증설이 연말 마무리되고 2022년부터 본격적인 판매량 증가(연 22만톤→30만톤)를 이뤄낼 예정이다. 대외적인 환경도 동사에게 힘을 실어주고 있다. 아연 광산 생산량이 증가하는 반면, 글로벌 전력 부족 사태로 경쟁 제련 사업자들의 가동률이 하락할 가능성이 높기 때문이다. 이는 제련업체의 협상력 강화와 TC 반등으로 이어질 전망이다. 최근 은을 필두로 한 일부 금속 가격 하락에도 불구하고 2022년 두 자릿수 ROE가 기대되는 이유이다.

### 신사업 말하기 전에 본업만으로도 밸류에이션 Upside 존재

동사에 대해 적정 주가 650,000원, 투자의견 Buy를 제시하며 커버리지를 개시한다. 현재 동사는 1.25배 PBR에 거래되고 있는데, 비슷한 ROE(10~11%)를 기록하던 2013~2017년의 평균 PBR인 1.56배 대비 -20% 낮다. 신사업을 차치하고서라도 저평가 구간이다. 3.3%의 배당수익률과 경기방어주적 성격은 추가적인 매력이다.

| (십억원) | 매출액     | 영업이익    | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|---------|---------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2019  | 6,694.8 | 805.3   | 632.9         | 33,541            | 19.4       | 355,878    | 12.7       | 1.2        | 5.1              | 9.8        | 14.7        |
| 2020  | 7,581.9 | 897.4   | 573.0         | 30,363            | -10.0      | 369,358    | 13.2       | 1.1        | 4.8              | 8.4        | 19.9        |
| 2021E | 9,374.0 | 1,079.6 | 792.2         | 41,983            | 39.1       | 399,090    | 12.0       | 1.3        | 5.5              | 10.9       | 19.7        |
| 2022E | 9,335.9 | 1,107.3 | 803.0         | 42,556            | 1.4        | 426,192    | 11.8       | 1.2        | 4.9              | 10.3       | 17.6        |
| 2023E | 9,366.1 | 1,195.4 | 867.1         | 45,950            | 8.0        | 455,751    | 10.9       | 1.1        | 4.3              | 10.4       | 16.7        |

# Contents

---

|                                    |           |
|------------------------------------|-----------|
| <b>I. 밸류에이션 &amp; 실적 전망</b>        | <b>3</b>  |
| Value to Growth? 아직은 하던 것만 잘해도 좋다  | 3         |
| 배당주로 봐도 손색없다                       | 5         |
| 고려아연 하반기 실적 전망                     | 6         |
| <b>2. 투자포인트</b>                    | <b>7</b>  |
| 아직 신사업은 ‘플러스 알파’                   | 7         |
| 안팎이 좋아지는 본업                        | 11        |
| <b>3. 기업개요</b>                     | <b>15</b> |
| 세계 1 위 아연 제련소                      | 15        |
| 봐도 봐도 어려운 제련 비즈니스 모델, 다시 한번 풀어드립니다 | 17        |
| 경기방어주로서의 고려아연                      | 19        |
| 아연, 연은 어디 쓰일까?                     | 21        |

## 고려아연 (010130)

## Income Statement

| (십억원)      | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액        | 6,694.8 | 7,581.9 | 9,374.0 | 9,335.9 | 9,366.1 |
| 매출액증가율 (%) | -2.7    | 13.3    | 23.6    | -0.4    | 0.3     |
| 매출원가       | 5,743.6 | 6,546.8 | 8,116.2 | 8,044.4 | 7,992.5 |
| 매출총이익      | 951.2   | 1,035.2 | 1,257.8 | 1,291.5 | 1,373.6 |
| 판매관리비      | 145.9   | 137.8   | 178.2   | 184.2   | 178.2   |
| 영업이익       | 805.3   | 897.4   | 1,079.6 | 1,107.3 | 1,195.4 |
| 영업이익률      | 12.0    | 11.8    | 11.5    | 11.9    | 12.8    |
| 금융손익       | 68.3    | -81.9   | 24.0    | 11.2    | 27.7    |
| 종속/관계기업손익  | 1.6     | -0.5    | 4.5     | 2.7     | 3.0     |
| 기타영업외손익    | -2.8    | -2.6    | 3.0     | -2.4    | -18.1   |
| 세전계속사업이익   | 872.4   | 812.4   | 1,111.1 | 1,118.8 | 1,208.1 |
| 법인세비용      | 233.8   | 237.6   | 311.3   | 307.7   | 332.2   |
| 당기순이익      | 638.6   | 574.8   | 799.8   | 811.2   | 875.8   |
| 지배주주지분 순이익 | 632.9   | 573.0   | 792.2   | 803.0   | 867.1   |

## Statement of Cash Flow

| (십억원)          | 2019   | 2020   | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|----------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 영업활동 현금흐름      | 692.7  | 456.5  | 1,018.2 | 1,219.5 | 1,192.9 |
| 당기순이익(손실)      | 638.6  | 574.8  | 799.8   | 811.2   | 875.8   |
| 유형자산상각비        | 279.1  | 278.6  | 320.6   | 361.8   | 366.7   |
| 무형자산상각비        | 0.2    | 0.1    | 0.4     | 0.3     | 0.3     |
| 운전자본의 증감       | -257.8 | -500.8 | -116.0  | 40.6    | -55.7   |
| 투자활동 현금흐름      | -473.9 | -547.6 | -558.3  | -993.0  | -614.5  |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -358.1 | -662.1 | -647.0  | -388.2  | -407.6  |
| 투자자산의감소(증가)    | 146.2  | -29.6  | -282.2  | 3.5     | 1.9     |
| 재무활동 현금흐름      | -190.9 | -171.4 | -267.3  | -328.6  | -336.1  |
| 차입금의 증감        | 10.5   | 118.2  | 44.1    | -37.0   | -26.8   |
| 자본의 증가         | 0.6    | 0.0    | -0.2    | 0.0     | 0.0     |
| 현금의 증가(감소)     | 33.4   | -264.0 | 189.1   | -102.2  | 242.3   |
| 기초현금           | 656.1  | 689.5  | 425.6   | 614.7   | 512.5   |
| 기말현금           | 689.5  | 425.6  | 614.7   | 512.5   | 754.8   |

## Balance Sheet

| (십억원)     | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E    |
|-----------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 유동자산      | 4,597.9 | 4,912.9 | 4,892.9 | 5,315.9 | 5,860.9  |
| 현금및현금성자산  | 689.5   | 425.6   | 614.7   | 512.5   | 754.8    |
| 매출채권      | 338.3   | 380.5   | 396.5   | 386.1   | 400.3    |
| 재고자산      | 1,555.7 | 2,250.0 | 2,344.7 | 2,283.2 | 2,367.6  |
| 비유동자산     | 3,242.6 | 3,586.8 | 4,261.9 | 4,287.2 | 4,328.9  |
| 유형자산      | 2,900.7 | 3,194.1 | 3,560.9 | 3,587.3 | 3,628.3  |
| 무형자산      | 93.7    | 90.9    | 114.4   | 114.1   | 113.8    |
| 투자자산      | 188.5   | 217.6   | 504.2   | 503.4   | 504.5    |
| 자산총계      | 7,840.6 | 8,499.7 | 9,154.8 | 9,603.1 | 10,189.8 |
| 유동부채      | 704.3   | 1,118.4 | 1,163.1 | 1,106.4 | 1,121.9  |
| 매입채무      | 380.3   | 675.1   | 703.5   | 685.0   | 710.3    |
| 단기차입금     | 30.6    | 115.4   | 116.7   | 87.3    | 65.3     |
| 유동성장기부채   | 1.2     | 0.9     | 2.2     | 2.2     | 2.2      |
| 비유동부채     | 297.9   | 294.2   | 346.3   | 331.9   | 336.5    |
| 사채        | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0      |
| 장기차입금     | 6.0     | 4.7     | 37.6    | 30.6    | 24.9     |
| 부채총계      | 1,002.2 | 1,412.6 | 1,509.4 | 1,438.2 | 1,458.4  |
| 자본금       | 94.4    | 94.4    | 94.4    | 94.4    | 94.4     |
| 자본잉여금     | 56.6    | 56.6    | 56.3    | 56.3    | 56.3     |
| 기타포괄이익누계액 | 26.3    | -67.3   | -33.7   | -33.7   | -33.7    |
| 이익잉여금     | 6,591.7 | 6,939.7 | 7,467.4 | 7,978.8 | 8,536.6  |
| 비지배주주지분   | 123.0   | 117.3   | 114.5   | 122.6   | 131.4    |
| 자본총계      | 6,838.4 | 7,087.0 | 7,645.3 | 8,164.9 | 8,731.4  |

## Key Financial Data

|                        | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당데이터(원)               |         |         |         |         |         |
| SPS                    | 354,786 | 401,798 | 496,766 | 494,749 | 496,348 |
| EPS(지배주주)              | 33,541  | 30,363  | 41,983  | 42,556  | 45,950  |
| CFPS                   | 58,760  | 63,499  | 74,148  | 76,244  | 80,607  |
| EBITDAPS               | 57,481  | 62,327  | 74,221  | 77,872  | 82,800  |
| BPS                    | 355,878 | 369,358 | 399,090 | 426,192 | 455,751 |
| DPS                    | 14,000  | 15,000  | 16,500  | 17,500  | 17,500  |
| 배당수익률(%)               | 3.3     | 3.7     | 3.3     | 3.5     | 3.5     |
| Valuation(Multiple)    |         |         |         |         |         |
| PER                    | 12.7    | 13.2    | 12.0    | 11.8    | 10.9    |
| PCR                    | 7.2     | 6.3     | 6.8     | 6.6     | 6.2     |
| PSR                    | 1.2     | 1.0     | 1.0     | 1.0     | 1.0     |
| PBR                    | 1.2     | 1.1     | 1.3     | 1.2     | 1.1     |
| EBITDA                 | 1,084.7 | 1,176.1 | 1,400.6 | 1,469.4 | 1,562.4 |
| EV/EBITDA              | 5.1     | 4.8     | 5.5     | 4.9     | 4.3     |
| Key Financial Ratio(%) |         |         |         |         |         |
| 자기자본이익률(ROE)           | 9.8     | 8.4     | 10.9    | 10.3    | 10.4    |
| EBITDA 이익률             | 16.2    | 15.5    | 14.9    | 15.7    | 16.7    |
| 부채비율                   | 14.7    | 19.9    | 19.7    | 17.6    | 16.7    |
| 금융비용부담률                | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 이자보상배율(X)              | 573.5   | 538.8   | 278.9   | 319.8   | 418.1   |
| 매출채권회전율(X)             | 20.9    | 21.1    | 24.1    | 23.9    | 23.8    |
| 재고자산회전율(X)             | 4.7     | 4.0     | 4.1     | 4.0     | 4.0     |

## Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 원본성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

| 기업                           | 향후 12 개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 |  |  |
|------------------------------|---|--|--|
| 산업                           | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천                   |  |  |
| 추천기준일<br>직전 1개월간<br>증가대비 3등급 | <b>Buy</b><br><b>Hold</b><br><b>Sell</b>          | 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상<br>추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만<br>추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만 |  |
| 추천기준일<br>시장지수대비 3등급          |   | <b>Overweight</b> (비중확대)<br><b>Neutral</b> (중립)<br><b>Underweight</b> (비중축소)                           |  |

투자의견 비율

| 투자의견 | 비율    |
|------|-------|
| 매수   | 80.9% |
| 중립   | 19.1% |
| 매도   | 0.0%  |

2021년 9월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근 1일 투자등급의 비율

고려아연 (010130) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일        | 자료형식  | 투자의견        | 적정주가    | 담당자 | 괴리율(%)* |        | (원)     | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|-------|-------------|---------|-----|---------|--------|---------|----------------|
|            |       |             |         |     | 평균      | 최고(최저) |         |                |
| 2019.07.26 | 기업브리프 | Trading Buy | 500,000 | 민사영 | -12.2   | -9.9   | (원)     | 고려아연           |
| 2019.10.29 | 기업브리프 | Hold        | 500,000 | 민사영 | -16.1   | -11.5  | 800,000 | 적정주가           |
| 2020.02.14 |       |             | 커버리지 제외 |     |         |        |         |                |
| 2021.10.07 | 기업분석  | Buy         | 650,000 | 문경원 | -       | -      | 600,000 |                |

