

2021. 10. 28



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

## Buy

적정주가 (12개월) **690,000 원**

현재주가 (10/27) **560,000 원**

상승여력 **23.2%**

KOSPI	3,025.49pt
시가총액	105,672억원
발행주식수	1,887만주
유동주식비율	45.13%
외국인비중	18.80%
52주 최고/최저가	607,000원/378,000원
평균거래대금	332.8억원

### 주요주주(%)

영풍 외 46 인	43.17
국민연금공단	10.03

### 주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.6	28.9	48.1
상대주가	13.5	37.0	14.1

### 주가그래프



# 고려아연 010130

## 3Q21 Review: 스윗 스팟

- ✓ 3Q21 연결 영업이익은 2,658억원을 기록하며 컨센서스(2,673억원)에 부합
- ✓ 해상 운송 차질로 인한 판매량 부진에도 불구하고 금속 가격 상승이 이를 만회
- ✓ 4Q21부터는 금속 가격, Spot TC 상승 효과가 반영되며 QoQ 증익기조로 전환
- ✓ 전기 쇼티지로 인한 제련소 가동률 제한은 금속 가격과 TC 둘 모두에 호재
- ✓ 적정주가를 690,000원으로 +6% 상향, 투자의견은 Buy를 유지

### 3Q21, 판매량 부진에도 불구하고 컨센서스 부합

3Q21 연결 영업이익은 2,658억원(-0.6% YoY)을 기록하며 컨센서스(2,673억원)에 부합, 전분기 대비해서는 -2.7% 하락했다. 별도 법인은 해상 운송 상의 차질로 각 금속의 판매량이 -6~20% QoQ 하락했음에도 불구하고 금속 가격 상승이 이를 만회했다. 전분기 대비 이익이 감소한 원인은 호주 SMC에서 찾을 수 있다. SMC의 영업이익은 조액 공정 업그레이드 완료 이후 LGZC 판매량이 하락, 아연 판매량 역시 하락하며 -34.2% QoQ 하락했다.

### 가격, 제련수수료 동반 상승하는 '스윗 스팟' 진입

4Q21부터는 금속 가격 상승 및 Spot TC의 소폭 반등 효과가 반영되며 QoQ 증익 기조로 전환할 수 있을 전망이다. 최근 중국을 비롯한 각국의 아연 제련소들은 전력 부족으로 인해 자의적, 타의적으로 가동률을 낮추고 있다. 1Q22까지 비슷한 흐름이 이어진다고 본다면, 지금부터 1Q22까지는 금속 가격과 TC가 동반 상승하는 '스윗 스팟'일 가능성이 높다. 최소 4Q21까지 이어질 해상운송 차질로 인한 판매량 부진은 우려되지만, 이 보다는 가격 및 TC 상승 효과가 더 클 전망이다.

### 본업만으로도 충분한 밸류에이션 매력

신사업 규모가 확장되기 위해서는 다소 시간이 필요하나, 본업만으로도 매력이 있다. 현 PBR 1.38배는 Mid-cycle 수준에 불과하다. 최근 2~3주 간 아연 가격 하락 조정과 함께 주가 상승세에도 제동이 걸렸으나, 오히려 이를 매수 기회로 삼을 필요가 있다. 금속 가격 상승으로 인한 실적 추정치 상향을 반영하여 적정주가를 690,000원으로 +6% 상향, 투자의견은 Buy를 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	9,364.2	1,089.0	805.3	42,677	41.4	399,784	13.1	1.4	6.3	11.1	19.9
2022E	10,108.6	1,196.8	870.5	46,132	8.1	429,611	12.1	1.3	5.3	11.1	17.9
2023E	9,624.1	1,229.9	899.1	47,648	3.3	460,868	11.8	1.2	4.9	10.7	16.9

(십억원)	3Q21P	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	2,414.6	1,976.2	22.2	2,375.4	1.6	2,342.0	3.1	2,452.2	-1.5
영업이익	265.8	267.4	-0.6	273.1	-2.7	267.3	-0.6	265.5	0.1
세전이익	278.4	239.2	16.4	279.1	-0.2	261.2	6.6	268.4	3.7
순이익	198.2	168.0	18.0	193.7	2.3	181.6	9.2	194.6	1.8

자료: 고려아연, 메리츠증권 리서치센터

구분	적용값	내용
순자산(십억원)	7,820.1	4Q21~3Q22 순자산 평균
적정 배수(배)	1.67	이론 상 적정 PBR에 23% 할인 적용. 23%는 제2비철단지 준공 이후(2015년) 평균 할인율
<b>적정 시가총액(십억원)</b>	<b>13,059.6</b>	
발행 주식수(백만주)	18,870	기말 주식수
<b>적정 주가(원)</b>	<b>690,000</b>	
현재 주가(원)	560,000	
상승 여력(%)	23.2	

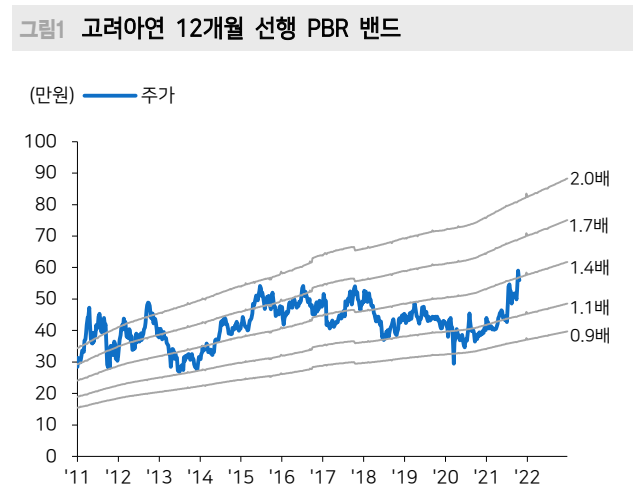
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

구분	값	내용
<b>적정 P/B(배)</b>	<b>2.17</b>	<b>(ROE-g)/(COE-g)</b>
<b>COE(%)</b>	<b>5.7</b>	<b>CAPM 모델 활용</b>
Risk Free	1.71	국고채 3개월 금리 활용
MRP	6.0	Meritz 하우스 가정
베타	0.66	52주 일간 베타
<b>ROE(%)</b>	<b>11.1</b>	<b>2022년 기준</b>
선행 12개월	11.4	
2020	8.4	
2021E	11.1	
2022E	11.1	
<b>영구성장률(%)</b>	<b>1.0</b>	

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	9,374	9,336	9,364	10,109	-0.1%	8.3%
영업이익	1,080	1,107	1,089	1,197	0.9%	8.1%
영업이익률	11.5%	11.9%	11.6%	11.8%	0.1%p	0.0%p
당기순이익	800	811	813	879	1.6%	8.4%

자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표1 고려아연 실적 추이 및 전망												
(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
<b>주요 가정</b>												
아연 Blended TC	300.7	268.3	258.5	240.8	135.6	132.8	137.3	139.8	247.8	267.1	136.4	188.0
연 Blended TC	169.8	168.1	168.0	152.8	121.1	110.4	103.4	109.6	77.9	164.7	111.1	147.0
아연 가격(천원/톤)	2,842.0	2,544.3	2,846.9	3,024.6	3,233.2	3,417.3	3,628.6	4,013.9	3,206.3	2,814.4	3,573.2	3,839.2
연 가격(천원/톤)	2,497.7	2,257.6	2,436.2	2,335.0	2,520.2	2,603.4	2,985.3	3,005.8	2,578.4	2,381.6	2,778.7	2,840.8
은 가격(천원/oz)	666.5	624.0	792.7	901.7	919.1	950.8	975.8	891.2	597.4	746.2	934.2	888.7
<b>실적 전망</b>												
별도 매출	1,337.6	1,253.4	1,414.0	1,647.1	1,684.3	1,819.1	1,705.9	1,725.3	5,218.8	5,652.1	6,934.6	7,229.1
아연	468.6	404.3	419.3	543.1	521.4	558.9	534.9	602.1	2,032.6	1,835.4	2,217.3	2,533.9
연	251.8	226.7	259.2	249.6	261.9	300.5	279.8	282.5	1,032.7	987.4	1,124.7	1,201.4
은	96.4	147.4	147.7	228.2	227.2	245.9	212.5	216.2	391.3	619.7	901.8	904.2
금	390.0	363.2	474.3	485.7	524.8	537.2	508.4	465.2	1,214.7	1,713.2	2,035.6	1,961.0
기타	130.8	111.8	113.4	140.4	149.0	176.6	170.3	159.2	547.6	496.5	655.2	628.6
<b>연결 매출</b>	<b>1,732.6</b>	<b>1,622.0</b>	<b>1,976.2</b>	<b>2,251.1</b>	<b>2,200.5</b>	<b>2,375.4</b>	<b>2,414.6</b>	<b>2,373.6</b>	<b>6,694.8</b>	<b>7,581.9</b>	<b>9,364.2</b>	<b>10,108.6</b>
별도	1,337.6	1,253.4	1,414.0	1,647.1	1,684.3	1,819.1	1,705.9	1,725.3	5,218.8	5,652.1	6,934.6	7,229.1
SMH	182.2	119.8	199.8	189.7	200.4	239.7	232.5	257.2	764.7	691.4	929.8	1,213.1
기타	212.8	248.9	362.4	414.3	315.8	316.7	476.2	391.1	711.3	1,238.4	1,499.8	1,666.4
매출 성장률(% YoY)	15.8	-6.9	14.2	30.6	27.0	46.4	22.2	5.4	-2.7	13.3	23.5	7.9
<b>연결 영업이익</b>	<b>204.3</b>	<b>164.0</b>	<b>267.4</b>	<b>261.7</b>	<b>270.0</b>	<b>273.1</b>	<b>265.8</b>	<b>280.2</b>	<b>805.3</b>	<b>897.4</b>	<b>1,089.0</b>	<b>1,196.8</b>
별도	196.9	170.2	211.8	201.9	232.6	223.8	218.8	227.0	729.2	780.8	902.3	950.9
SMH	2.6	-1.3	28.9	26.9	19.8	31.9	21.0	32.6		57.2	105.2	153.5
기타	4.8	-4.9	26.6	32.9	17.6	17.3	26.0	20.6	76.1	59.4	81.6	92.4
영업이익률(%)	11.8	10.1	13.5	11.6	12.3	11.5	11.0	11.8	12.0	11.8	11.6	11.8
영업이익 성장률(% YoY)	15.1	-32.3	28.0	47.9	32.2	66.5	-0.6	7.0	5.3	11.4	21.4	9.9
세전이익	198.9	159.1	239.2	215.2	290.2	279.1	278.4	283.9	872.4	812.4	1,131.5	1,212.8
<b>당기순이익</b>	<b>141.9</b>	<b>111.0</b>	<b>170.4</b>	<b>151.5</b>	<b>212.3</b>	<b>194.7</b>	<b>200.2</b>	<b>205.8</b>	<b>638.6</b>	<b>574.8</b>	<b>813.0</b>	<b>879.3</b>
당기순이익률(%)	8.2	6.8	8.6	6.7	9.6	8.2	8.3	8.7	9.5	7.6	8.7	8.7

자료: 고려아연, 메리츠증권 리서치센터

## 고려아연 (010130)

### Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>6,694.8</b>	<b>7,581.9</b>	<b>9,364.2</b>	<b>10,108.6</b>	<b>9,624.1</b>
매출액증가율 (%)	-2.7	13.3	23.5	7.9	-4.8
매출원가	5,743.6	6,546.8	8,097.2	8,712.3	8,211.1
매출총이익	951.2	1,035.2	1,267.0	1,396.3	1,413.0
판매관리비	145.9	137.8	178.0	199.5	183.1
<b>영업이익</b>	<b>805.3</b>	<b>897.4</b>	<b>1,089.0</b>	<b>1,196.8</b>	<b>1,229.9</b>
영업이익률	12.0	11.8	11.6	11.8	12.8
금융손익	68.3	-81.9	24.2	9.2	28.6
중속/관계기업손익	1.6	-0.5	4.5	2.7	3.0
기타영업외손익	-2.8	-2.6	13.9	4.2	-8.8
세전계속사업이익	872.4	812.4	1,131.6	1,212.8	1,252.7
법인세비용	233.8	237.6	318.5	333.5	344.5
<b>당기순이익</b>	<b>638.6</b>	<b>574.8</b>	<b>813.1</b>	<b>879.3</b>	<b>908.2</b>
지배주주지분 순이익	632.9	573.0	805.3	870.5	899.1

### Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>4,597.9</b>	<b>4,912.9</b>	<b>4,921.5</b>	<b>5,412.5</b>	<b>5,993.0</b>
현금및현금성자산	689.5	425.6	609.4	1,010.4	1,328.1
매출채권	338.3	380.5	401.2	395.6	410.8
재고자산	1,555.7	2,250.0	2,372.5	2,339.7	2,429.7
<b>비유동자산</b>	<b>3,242.6</b>	<b>3,586.8</b>	<b>4,262.3</b>	<b>4,287.9</b>	<b>4,329.7</b>
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	504.6	504.2	505.3
<b>자산총계</b>	<b>7,840.6</b>	<b>8,499.7</b>	<b>9,183.8</b>	<b>9,700.5</b>	<b>10,322.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>704.3</b>	<b>1,118.4</b>	<b>1,175.5</b>	<b>1,131.5</b>	<b>1,149.6</b>
매입채무	380.3	675.1	711.8	702.0	729.0
단기차입금	30.6	115.4	116.7	87.3	65.3
유동성장기부채	1.2	0.9	2.2	2.2	2.2
<b>비유동부채</b>	<b>297.9</b>	<b>294.2</b>	<b>349.7</b>	<b>338.7</b>	<b>344.0</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	6.0	4.7	37.6	30.6	24.9
<b>부채총계</b>	<b>1,002.2</b>	<b>1,412.6</b>	<b>1,525.2</b>	<b>1,470.3</b>	<b>1,493.6</b>
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	7,480.5	8,043.3	8,633.1
비지배주주지분	123.0	117.3	114.6	123.4	132.5
<b>자본총계</b>	<b>6,838.4</b>	<b>7,087.0</b>	<b>7,658.6</b>	<b>8,230.2</b>	<b>8,829.1</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>692.7</b>	<b>456.5</b>	<b>1,013.0</b>	<b>1,268.6</b>	<b>1,221.5</b>
당기순이익(손실)	638.6	574.8	813.1	879.3	908.2
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	-134.4	21.6	-59.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-473.9</b>	<b>-547.6</b>	<b>-558.7</b>	<b>-523.4</b>	<b>-567.7</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-358.1	-662.1	-647.0	-388.2	-407.6
투자자산의감소(증가)	146.2	-29.6	-282.5	3.1	1.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-190.9</b>	<b>-171.4</b>	<b>-267.0</b>	<b>-346.0</b>	<b>-336.0</b>
차입금의 증감	10.5	118.2	44.4	-36.7	-26.7
자본의 증가	0.6	0.0	-0.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	33.4	-264.0	183.9	399.3	317.8
기초현금	656.1	689.5	425.6	609.4	1,010.4
기말현금	689.5	425.6	609.4	1,010.4	1,328.1

### Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	354,786	401,798	496,247	535,695	510,023
EPS(지배주주)	33,541	30,363	42,677	46,132	47,648
CFPS	58,760	63,499	75,223	81,335	82,925
EBITDAPS	57,481	62,327	74,719	82,615	84,626
BPS	355,878	369,358	399,784	429,611	460,868
DPS	14,000	15,000	17,500	17,500	17,500
배당수익률(%)	3.3	3.7	3.1	3.1	3.1
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	12.7	13.2	13.1	12.1	11.8
PCR	7.2	6.3	7.4	6.9	6.8
PSR	1.2	1.0	1.1	1.0	1.1
PBR	1.2	1.1	1.4	1.3	1.2
EBITDA	1,084.7	1,176.1	1,410.0	1,559.0	1,596.9
EV/EBITDA	5.1	4.8	6.3	5.3	4.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	9.8	8.4	11.1	11.1	10.7
EBITDA 이익률	16.2	15.5	15.1	15.4	16.6
부채비율	14.7	19.9	19.9	17.9	16.9
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	573.5	538.8	281.4	342.4	428.4
매출채권회전율(x)	20.9	21.1	24.0	25.4	23.9
재고자산회전율(x)	4.7	4.0	4.1	4.3	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 간섭 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 완벽성은 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 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

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

**고려아연 (010130) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

