

# SK COMPANY Analysis



Analyst

권순우

soonwoo@sk.co.kr

02-3773-8882

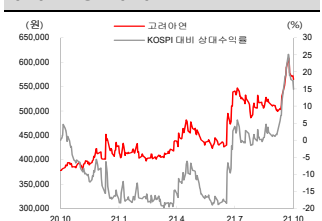
## Company Data

자본금	944 억원
발행주식수	1,887 만주
자사주	120 만주
액면가	5,000 원
시가총액	106,616 억원
주요주주	
영풍(외52)	48.54%
국민연금공단	8.87%
외국인지분률	18.80%
배당수익률	2.70%

## Stock Data

주가(21/10/27)	565,000 원
KOSPI	3049.08 pt
52주 Beta	0.64
52주 최고가	607,000 원
52주 최저가	378,000 원
60일 평균 거래대금	338 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	10.4%	13.1%
6개월	29.0%	36.1%
12개월	49.5%	14.9%

고려아연 (010130/KS | 매수(유지) | T.P 630,000 원(유지))

## 경쟁우위 환경

2021 년 3 분기 연결실적 매출액 2.4 조원(YoY +22.2%), 영업이익 2,658 억원(YoY - 0.6%, OPM 11.0%) 기록. 해상운송차질로 판매량은 감소하였지만, 상품가격 상승이 이를 만회. 주요 자회사의 실적개선도 기여. 중국/유럽의 전력난으로 경쟁사 대비 경쟁우위 상황, 2022 년 제련수수료 협상에도 긍정적으로 작용 예상, 높은 수익성 지속 전망, 신사업 확대에 따른 valuation 상승도 기대. 투자 의견 매수, 목표주가 기존 630,000 원 유지

## 경쟁우위 환경

2021 년 3 분기 연결실적은 매출액 2.4 조원(YoY +22.2%), 영업이익 2,658 억원(YoY - 0.6%, OPM 11.0%), 별도실적은 매출액 1.7 조원(YoY +20.6%), 영업이익 2,189 억원(YoY +3.3%, OPM 12.8%)을 기록했다. 해상운송 차질로 판매량 감소와 비용 부담이 일부 발생하였지만, 전분기 대비 아연(2,916→2,991 달러/톤), 연(2,128→2,341 달러/톤)이 상승한 점이 긍정적으로 작용했다. 주요 자회사도 금속가격 강세에 힘입어 외형 확대 및 수익성 개선이 이루어졌다. 주요 자회사 중 하나인 SMC(Sun Metals Corporation)의 전해 공정개선이 11 월에 완료될 예정이다. 공정고도화가 완결되며 아연생산 용량은 연간 30 만톤으로 증가되고, 장기적으로 아연화수율 개선도 기대됨에 따라 판매량과 수익성 모두 개선될 것으로 전망한다.

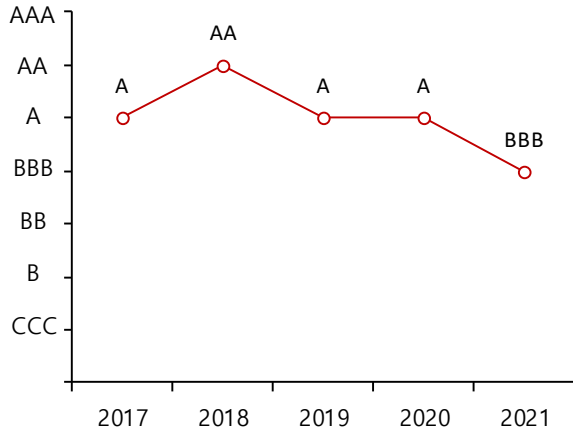
최근 중국의 전력규제와 유럽 전력난으로 경쟁 제련소가 감산 혹은 가동률을 낮추었고, 제련설비 가동에 대한 불확실성은 당분간 이어질 것으로 예상된다. 안정적인 생산이 가능한 동사에게는 경쟁우위인 환경일 뿐만 아니라 내년도 제련수수료 협상에도 긍정적일 것으로 판단한다. 또한 전방수요가 견조한 가운데 광산업체의 증산계획이 제한적임을 감안하면 높은 상품가격 수준도 당분간 유지될 것으로 기대한다. 2022 년에도 높은 수익성이 예상되는 가운데 신사업인 배터리스재산업의 성과가 가시화될수록 valuation 상승이 기대된다는 점도 동사의 주요한 투자포인트이다. 단기적으로 주가의 조정이 발생할 수 있으나, 조정 시 매수관점으로 접근해야 한다는 판단이다. 투자 의견 매수, 목표주가 630,000 원을 유지한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	억원	68,833	66,948	75,819	94,637	96,147	95,458
yoy	%	4.4	-2.7	13.3	24.8	1.6	-0.7
영업이익	억원	7,647	8,053	8,974	11,061	11,501	11,402
yoy	%	-14.5	5.3	11.4	23.3	4.0	-0.9
EBITDA	억원	10,232	10,847	11,761	14,303	15,266	15,539
세전이익	억원	7,687	8,724	8,124	11,373	11,701	11,576
순이익(지배주주)	억원	5,274	6,329	5,730	8,154	8,597	8,735
영업이익률%	%	11.1	12.0	11.8	11.7	12.0	11.9
EBITDA%	%	14.9	16.2	15.5	15.1	15.9	16.3
순이익률	%	7.8	9.5	7.6	8.7	9.0	9.2
EPS(계속사업)	원	27,950	33,541	30,363	43,213	45,560	46,290
PER	배	15.5	12.7	13.2	13.1	12.4	12.2
PBR	배	1.3	1.2	1.1	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	배	5.9	5.2	4.9	6.4	6.0	5.7
ROE	%	8.6	9.8	8.4	11.2	10.9	10.3
순차입금	억원	-22,825	-25,797	-20,140	-16,106	-17,131	-19,288
부채비율	%	13.4	14.7	19.9	21.7	19.0	16.5

## ESG 하이라이트

## 고려아연의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

## Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
<b>고려아연 종합 등급</b>	<b>BBB</b>	<b>D+</b>	<b>30.2</b>
환경(Environment)	36.7	D	20.2
사회(Social)	45.6	D	31.6
지배구조(Governance)	56.2	C-	51.8
<비교업체 종합 등급>			
포산	AA	NA	NA
POSCO	BBB	A	47.9
현대제철	BBB	A	51.2

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

## SK 증권 리서치의 고려아연 ESG 평가

사고발생을 낮추기 위해 안전관리실 확대 운영 및 대외협력방재팀을 신설하여 생산시설 내 안전강화와 안전관리 평가, 소방, 방재 계획을 구체화하는 노력

또한 안전/환경과 관련한 KPI 비중도 확대한 점도 긍정적인 요인

해외자회사의 RE100 합류 등 가시성 높은 탄소중립사업과 신재생에너지 개발 강화 활동

자료: SK 증권

## 고려아연의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

## 고려아연의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.06.30	사회 (Social)	고려아연 안전보건조치 214 건 위반
2021.06.10	사회 (Social)	진보당, 2명 질식사 고려아연 대표 등 11명 고발
2021.06.03	사회 (Social)	경찰·국과수·노동부, 고려아연 합동감식
2021.05.31	사회 (Social)	고려아연 노동자 2명 숨져...유독가스 질식 추정
2017.11.16	환경 (Environment)	황산 누출 고려아연 원하청 관계자 집행유예 벌금형
2016.08.23	환경 (Environment)	황산 누출 고려아연 직원 2명 구속영장, 7명 불구속

자료: 주요 언론사, SK 증권

&lt;표 1&gt; 고려아연 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	20.1Q	20.2Q	20.3Q	20.4Q	21.1Q	21.2Q	21.3Q	21.4Q(F)	2020	2021(F)
매출액	17,326	16,220	19,762	22,511	22,005	23,754	24,147	24,731	75,819	94,637
고려아연	13,376	12,534	14,140	16,471	16,843	18,191	17,058	17,785	56,521	69,877
자회사	3,950	3,686	5,622	6,040	5,162	5,563	7,088	6,946	19,298	24,759
영업이익	2,043	1,640	2,674	2,617	2,700	2,731	2,658	2,973	8,974	11,062
%	11.8	10.1	13.5	11.6	12.3	11.5	11.0	12.0	11.8	11.7
고려아연	1,969	1,702	2,118	2,019	2,326	2,238	2,189	2,348	7,808	9,100
%	14.7	13.6	15.0	12.3	13.8	12.3	12.8	13.2	13.8	13.0
세전이익	1,989	1,591	2,392	2,152	2,902	2,791	2,784	2,897	8,124	11,373
%	11.5	9.8	12.1	9.6	13.2	11.7	11.5	11.7	10.7	12.0
당기순이익	1,419	1,110	1,704	1,515	2,123	1,947	2,003	2,144	5,748	8,216
%	8.2	6.8	8.6	6.7	9.6	8.2	8.3	8.7	7.6	8.7
지배순이익	1,378	1,152	1,680	1,520	2,096	1,937	1,993	2,128	5,730	8,154
%	8.0	7.1	8.5	6.8	9.5	8.2	8.3	8.6	7.6	8.6

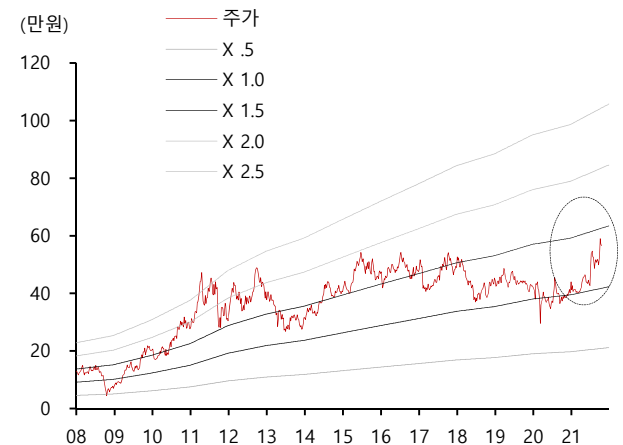
자료: 고려아연 SK 증권 추정

&lt;그림 1&gt; PER 밴드차트 - 고려아연



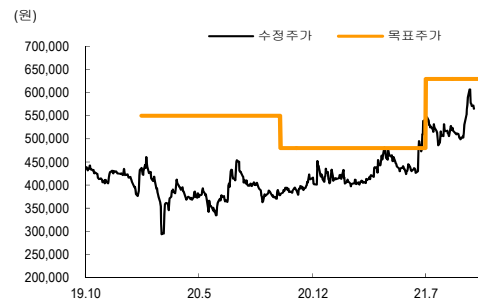
자료: Quantwise, SK 증권

&lt;그림 2&gt; PBR 밴드차트 - 고려아연



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.10.28	매수	630,000원	6개월		
2021.07.28	매수	630,000원	6개월	-16.22%	-3.65%
2021.04.29	매수	480,000원	6개월	-11.75%	12.71%
2021.02.09	매수	480,000원	6개월	-15.01%	-5.83%
2020.10.28	매수	480,000원	6개월	-15.82%	-5.83%
2020.07.29	매수	550,000원	6개월	-29.57%	-16.18%
2020.04.28	매수	550,000원	6개월	-30.72%	-16.18%
2020.02.10	매수	550,000원	6개월	-28.95%	-16.18%



### Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 10 월 28 일 기준)

매수	89.06%	중립	10.94%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	45,979	49,129	50,827	52,369	54,289
현금및현금성자산	6,895	4,256	3,989	5,013	7,170
매출채권및기타채권	3,834	4,466	5,506	5,594	5,554
재고자산	15,557	22,500	26,498	26,921	26,728
<b>비유동자산</b>	32,426	35,868	42,502	46,444	49,983
장기금융자산	1,674	2,045	4,962	4,962	4,962
유형자산	29,007	31,941	35,112	38,347	41,212
무형자산	937	909	1,132	1,193	1,254
<b>자산총계</b>	78,406	84,996	93,328	98,813	104,273
<b>유동부채</b>	7,043	11,184	13,247	12,375	11,344
단기금융부채	328	1,397	1,594	1,594	1,594
매입채무 및 기타채무	4,546	7,631	9,558	8,845	8,305
단기충당부채	9	10	12	13	13
<b>비유동부채</b>	2,979	2,942	3,410	3,413	3,413
장기금융부채	89	202	648	648	648
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	241	231	231	231	231
<b>부채총계</b>	10,022	14,126	16,657	15,789	14,756
<b>지배주주지분</b>	67,154	69,698	75,540	81,828	88,254
자본금	944	944	944	944	944
자본잉여금	566	566	563	563	563
기타자본구성요소	-535	-535	-535	-535	-535
자기주식	-535	-535	-535	-535	-535
이익잉여금	65,917	69,397	74,906	80,852	86,935
비지배주주지분	1,230	1,172	1,131	1,196	1,263
<b>자본총계</b>	68,384	70,870	76,671	83,024	89,517
<b>부채외자본총계</b>	78,406	84,996	93,328	98,813	104,273

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동현금흐름</b>	6,372	4,317	7,535	10,820	11,969
당기순이익(손실)	6,386	5,748	8,216	8,659	8,798
비현금성항목등	4,702	6,234	6,119	6,608	6,741
유형자산감가상각비	2,791	2,786	3,239	3,765	4,135
무형자산감가상각비	2	1	3	1	1
기타	198	1,502	-186	-284	-285
운전자본감소(증가)	-2,578	-5,008	-3,621	-1,404	-792
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-670	-717	-829	-88	40
재고자산감소(증가)	-2,611	-7,056	-3,856	-423	193
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	963	3,288	1,779	-713	-541
기타	-259	-522	-715	-181	-484
법인세납부	-2,138	-2,657	-3,179	-3,042	-2,778
<b>투자활동현금흐름</b>	-4,177	-5,213	-4,771	-6,222	-6,236
금융자산감소(증가)	-1,348	1,208	494	0	0
유형자산감소(증가)	-3,575	-6,612	-6,000	-7,000	-7,000
무형자산감소(증가)	-37	-63	-63	-63	-63
기타	783	254	798	841	827
<b>재무활동현금흐름</b>	-1,916	-1,729	-2,995	-3,573	-3,577
단기금융부채증가(감소)	119	850	-68	0	0
장기금융부채증가(감소)	-82	-40	332	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-1,960	-2,599	-2,775	-2,651	-2,651
기타	6	59	-483	-922	-925
<b>현금의 증가(감소)</b>	334	-2,640	-267	1,025	2,156
기초현금	6,561	6,895	4,256	3,989	5,013
기말현금	6,895	4,256	3,989	5,013	7,170
FCF	3,368	-2,270	1,849	3,809	4,948

자료 : 고려아연 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	66,948	75,819	94,637	96,147	95,458
<b>매출원가</b>	57,436	65,468	82,007	83,299	82,686
<b>매출총이익</b>	9,512	10,352	12,630	12,848	12,772
매출총이익률 (%)	14.2	13.7	13.4	13.4	13.4
<b>판매비와관리비</b>	1,459	1,378	1,569	1,347	1,370
<b>영업이익</b>	8,053	8,974	11,061	11,501	11,402
영업이익률 (%)	12.0	11.8	11.7	12.0	11.9
<b>비영업손익</b>	671	-850	312	201	174
순금융비용	-523	-239	30	82	99
외환관련손익	-61	308	-167	-41	-49
관계기업투자등 관련손익	16	-5	234	39	37
<b>세전계속사업이익</b>	8,724	8,124	11,373	11,701	11,576
세전계속사업이익률 (%)	13.0	10.7	12.0	12.2	12.1
<b>계속사업법인세</b>	2,338	2,376	3,157	3,042	2,778
<b>계속사업이익</b>	6,386	5,748	8,216	8,659	8,798
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	6,386	5,748	8,216	8,659	8,798
순이익률 (%)	9.5	7.6	8.7	9.0	9.2
<b>지배주주</b>	6,329	5,730	8,154	8,597	8,735
지배주주귀속 순이익률(%)	9.45	7.56	8.62	8.94	9.15
<b>비지배주주</b>	57	19	62	62	63
<b>총포괄이익</b>	6,596	5,039	8,562	9,005	9,143
<b>지배주주</b>	6,593	5,018	8,496	8,939	9,077
<b>비지배주주</b>	3	21	66	66	67
<b>EBITDA</b>	10,847	11,761	14,303	15,266	15,539

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-2.7	13.3	24.8	1.6	-0.7
영업이익	5.3	11.4	23.3	4.0	-0.9
세전계속사업이익	13.5	-6.9	40.0	2.9	-1.1
EBITDA	6.0	8.4	21.6	6.7	1.8
EPS(계속사업)	20.0	-9.5	42.3	5.4	1.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	9.8	8.4	11.2	10.9	10.3
ROA	8.5	7.0	9.2	9.0	8.7
EBITDA마진	16.2	15.5	15.1	15.9	16.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	652.9	439.3	383.7	423.2	478.6
부채비율	14.7	19.9	21.7	19.0	16.5
순차입금/자기자본	-37.7	-28.4	-21.0	-20.6	-21.6
EBITDA/이자비용(배)	772.4	706.1	27.3	16.6	16.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	33,541	30,363	43,213	45,560	46,290
BPS	355,878	369,358	400,320	433,641	467,693
CFPS	48,345	45,134	60,394	65,517	68,212
주당 현금배당금	14,000	15,000	15,000	15,000	15,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	14.6	15.2	14.1	13.3	13.1
PER(최저)	12.0	9.7	9.2	8.7	8.6
PBR(최고)	1.4	1.3	1.5	1.4	1.3
PBR(최저)	1.1	0.8	1.0	0.9	0.9
PCR	8.8	8.9	9.4	8.6	8.3
EV/EBITDA(최고)	6.3	5.8	7.0	6.5	6.2
EV/EBITDA(최저)	4.8	3.1	4.2	3.9	3.7