

2022. 2. 8



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

Buy

적정주가 (12개월) **690,000 원**

현재주가 (2.7) **537,000 원**

상승여력 **28.5%**

KOSPI 2,745.06pt

시가총액 101,332억원

발행주식수 1,887만주

유동주식비율 45.13%

외국인비중 18.21%

52주 최고/최저가 607,000원/397,500원

평균거래대금 237.2억원

주요주주(%)

영풍 외 46 인 43.17

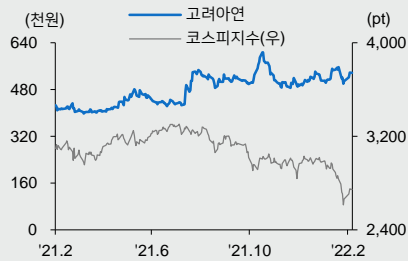
국민연금공단 9.71

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 4.5 1.9 29.6

상대주가 12.5 21.4 47.3

주가그래프



고려아연 010130

4Q21 Review: P 오를 때 회복해준 Q

- ✓ 4Q21 연결 영업이익은 2,873억원(+8.1% QoQ)을 기록하며 컨센서스에 부합
- ✓ 은 제외 금속 판가가 오른 가운데 지난 분기 부진했던 판매량도 동반 회복
- ✓ 1Q22에도 SMC 실적 회복과 금속 판가 상승 지속으로 추가적인 증익 가능
- ✓ 2Q22부터 아연 가격 안정화 예상하나 은 가격 상승, SMC 증설 효과로 실적 방어
- ✓ 불안한 시황 속 안정적 선택지. 투자 의견 Buy, 적정주가 690,000원을 유지

4Q21, 판매량과 판가 동반 호조

4Q21 연결 영업이익은 2,873억원(+8.1% QoQ)을 기록하며 컨센서스(2,834억원)에 부합했다. 금속 판가는 은(-8.1% QoQ)을 제외한 아연(+11.7% QoQ), 연(+4.6% QoQ) 등 대부분이 올랐다. 이에 더해 지난 분기 해상 운송 이슈로 부진했던 판매량 역시 아연(+11.3% QoQ), 연(+23.7% QoQ), 은(+9.2% QoQ) 모두 증가했다. 다만 정기 대보수 및 증설 지연 영향으로 호주 SMC의 영업 이익이 약 -116억원 감소하면서 연결 법인의 증익 폭을 제한했다. 1Q22에는 판매량이 소폭 감소할 수 있으나 판가 상승 및 SMC의 회복으로 연결 기준 증익(+5.9% QoQ)이 가능하다는 판단이다.

더딘 TC 회복에도 불구하고 아연 가격 상승이 수익성 유지에 기여

2022년 연간 영업이익은 1,160억원(+5.9% YoY)을 전망한다. 아연, 연 스팟 TC가 70~80달러 수준에서 머물고 있음에도 불구하고, 전력 쇼티지로 인한 아연 가격 상승이 예상보다 오래 지속되고 있다. 동절기 이후 2Q22부터 아연 가격의 하향 안정화를 예상하나 은 가격의 점진적 상승, SMC의 실적 회복으로 인해 급격한 감익은 없을 가능성이 높다. SMC의 증설 계획은 2Q22 중 완료될 예정이며 이로 인해 분기 당 5.5만톤 내외의 아연 생산량이 7만톤 이상으로 확대될 전망이다.

불안한 철강 시황 속 안정적인 선택지

원재료 가격 급등으로 철강 스프레드가 악화되는 가운데, 비철 가격 상승 수혜와 증설 효과를 기대할 수 있는 동사의 투자 매력도 돋보이고 있다. 신사업 본격화를 위한 트리거는 아직 관찰되지 않은 상황이다. 12개월 선행 PBR은 1.24, PER은 12.3 배이다. 투자 의견 Buy, 적정주가 690,000원을 유지한다.

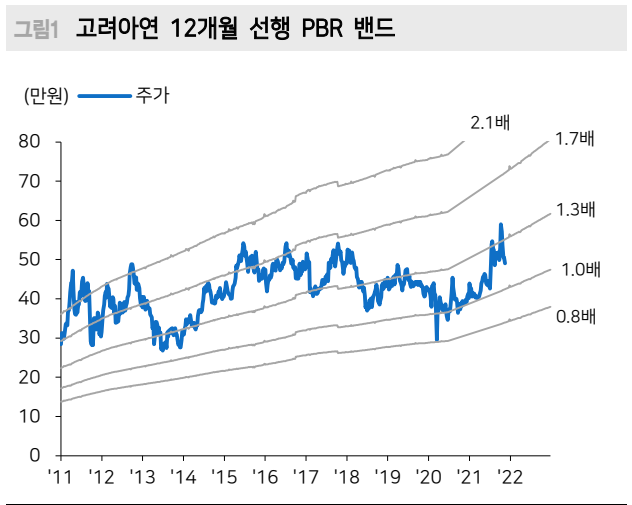
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	6,694.8	805.3	632.9	33,541	19.4	355,878	12.7	1.2	5.1	9.8	14.7
2020	7,581.9	897.4	573.0	30,363	-10.0	369,358	13.2	1.1	4.8	8.4	19.9
2021E	9,976.8	1,096.2	804.5	42,631	41.1	402,688	12.0	1.3	5.9	11.0	25.7
2022E	11,220.9	1,161.0	823.2	43,626	2.5	446,315	12.3	1.2	5.2	10.3	21.9
2023E	11,093.3	1,246.8	886.2	46,962	7.6	493,277	11.4	1.1	4.3	10.0	18.3

(십억원)	4Q21P	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	2,986.1	2,251.1	32.7	2,414.7	23.7	2,525.3	18.2	2,373.6	25.8
영업이익	287.3	261.7	9.8	265.8	8.1	283.4	1.4	280.2	2.5
세전이익	291.5	215.2	35.5	278.4	4.7	287.2	1.5	283.9	2.7
지배순이익	204.2	152.0	34.4	199.3	2.4	203.0	0.6	205.8	-0.8

자료: 고려아연, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	9,364	10,109	9,977	11,221	6.5%	11.0%
영업이익	1,089	1,197	1,096	1,161	0.7%	-3.0%
영업이익률	11.6%	11.8%	11.0%	10.3%	-0.6%p	-1.5%p
당기순이익	813	879	811	832	-0.2%	-5.4%

자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 고려아연 실적 추이 및 전망												
(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021E	2022E
주요 가정												
아연 Blended TC	135.6	132.8	137.3	137.8	138.3	114.0	117.0	120.0	247.8	267.1	135.9	122.3
연 Blended TC	121.1	110.4	103.4	107.0	111.6	98.0	106.0	106.0	77.9	164.7	110.5	105.4
아연 가격(천원/톤)	3,233.2	3,417.3	3,628.6	4,053.2	4,405.0	4,287.1	4,135.4	4,256.5	3,206.3	2,814.4	3,583.1	4,271.0
연 가격(천원/톤)	2,520.2	2,603.4	2,985.3	3,122.0	3,150.5	2,852.1	2,828.3	2,900.0	2,578.4	2,381.6	2,807.7	2,932.7
은 가격(천원/oz)	919.1	950.8	975.8	896.3	875.5	878.1	872.8	867.3	597.4	746.2	935.5	873.4
실적 전망												
별도 매출	1,684.3	1,819.1	1,705.8	1,953.2	1,941.7	1,887.2	1,842.3	1,862.9	5,218.8	5,652.1	7,162.5	7,534.1
아연	521.4	558.9	534.9	665.0	705.0	686.2	661.9	681.3	2,032.6	1,835.4	2,280.2	2,734.3
연	261.9	300.5	279.8	362.0	337.9	305.9	303.4	311.1	1,032.7	987.4	1,204.2	1,258.3
은	227.2	245.9	212.5	234.0	219.3	219.9	218.6	217.2	391.3	619.7	919.6	874.9
금	524.8	537.2	508.4	510.0	482.9	484.3	481.4	478.4	1,214.7	1,713.2	2,080.4	1,927.1
기타	149.0	176.6	170.2	182.2	196.5	190.9	177.0	175.0	547.6	496.5	678.1	739.4
연결 매출	2,200.5	2,375.4	2,414.7	2,986.1	2,780.7	2,735.2	2,805.5	2,899.6	6,694.8	7,581.9	9,976.8	11,220.8
별도	1,684.3	1,819.1	1,705.8	1,953.2	1,941.7	1,887.2	1,842.3	1,862.9	5,218.8	5,652.1	7,162.5	7,534.1
SMH	200.4	239.7	233.2	163.5	287.8	274.6	328.5	362.6	764.7	691.4	836.8	1,253.6
기타	315.8	316.7	475.6	869.4	551.2	573.3	634.6	674.0	711.3	1,238.4	1,977.5	2,433.2
매출 성장률(% YoY)	27.0	46.4	22.2	32.7	26.4	15.1	16.2	-2.9	-2.7	13.3	31.6	12.5
연결 영업이익	270.0	273.1	265.8	287.3	304.3	294.5	273.4	288.8	805.3	897.4	1,096.1	1,161.0
별도	232.6	223.8	218.9	249.3	258.3	248.5	220.9	232.7	729.2	780.8	924.6	960.4
SMH	19.8	31.9	21.0	9.4	23.0	21.7	23.6	27.2		57.2	82.1	95.5
기타	17.6	17.3	25.9	28.6	23.0	24.2	28.9	29.0	76.1	59.4	89.4	105.1
영업이익률(%)	12.3	11.5	11.0	9.6	10.9	10.8	9.7	10.0	12.0	11.8	11.0	10.3
영업이익 성장률(% YoY)	32.2	66.5	-0.6	9.8	12.7	7.8	2.9	0.5	5.3	11.4	22.1	5.9
세전이익	290.2	279.1	278.4	291.5	302.1	292.8	267.7	284.3	872.4	812.4	1,139.1	1,147.0
당기순이익	212.3	194.7	200.3	203.9	219.0	212.3	194.1	206.1	638.6	574.8	811.1	831.5
당기순이익률(%)	9.6	8.2	8.3	6.8	7.9	7.8	6.9	7.1	9.5	7.6	8.1	7.4

자료: 고려아연, 메리츠증권 리서치센터

고려아연 (010130)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	6,694.8	7,581.9	9,976.8	11,220.9	11,093.3
매출액증가율 (%)	-2.7	13.3	31.6	12.5	-1.1
매출원가	5,743.6	6,546.8	8,705.4	9,844.4	9,643.1
매출총이익	951.2	1,035.2	1,271.3	1,376.4	1,450.2
판매관리비	145.9	137.8	175.2	215.4	203.4
영업이익	805.3	897.4	1,096.2	1,161.0	1,246.8
영업이익률	12.0	11.8	11.0	10.3	11.2
금융손익	68.3	-81.9	41.6	-11.1	6.5
중속/관계기업손익	1.6	-0.5	3.5	2.6	2.8
기타영업외손익	-2.8	-2.6	-2.2	-5.5	-21.5
세전계속사업이익	872.4	812.4	1,139.1	1,147.0	1,234.7
법인세비용	233.8	237.6	328.0	315.4	339.5
당기순이익	638.6	574.8	811.1	831.5	895.1
지배주주지분 손이익	632.9	573.0	804.5	823.2	886.2

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	4,597.9	4,912.9	5,559.1	6,312.5	7,081.3
현금및현금성자산	689.5	425.6	651.2	1,380.0	2,203.2
매출채권	338.3	380.5	504.7	490.0	461.2
재고자산	1,555.7	2,250.0	2,984.7	2,898.2	2,727.6
비유동자산	3,242.6	3,586.8	4,152.8	4,118.1	4,099.4
유형자산	2,900.7	3,194.1	3,453.7	3,420.3	3,404.0
무형자산	93.7	90.9	108.6	108.4	108.2
투자자산	188.5	217.6	504.4	503.3	501.1
자산총계	7,840.6	8,499.7	9,711.9	10,430.6	11,180.6
유동부채	704.3	1,118.4	1,541.8	1,450.0	1,334.1
매입채무	380.3	675.1	895.5	869.5	818.3
단기차입금	30.6	115.4	211.6	158.3	118.4
유동성장기부채	1.2	0.9	1.0	1.0	1.0
비유동부채	297.9	294.2	442.8	421.8	392.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	6.0	4.7	56.4	46.0	37.4
부채총계	1,002.2	1,412.6	1,984.5	1,871.7	1,726.6
자본금	94.4	94.4	94.4	94.4	94.4
자본잉여금	56.6	56.6	56.6	56.6	56.6
기타포괄이익누계액	26.3	-67.3	-11.9	-11.9	-11.9
이익잉여금	6,591.7	6,939.7	7,513.2	8,336.5	9,222.7
비지배주주지분	123.0	117.3	128.6	136.9	145.9
자본총계	6,838.4	7,087.0	7,727.3	8,558.9	9,454.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	692.7	456.5	554.6	1,202.8	1,313.8
당기순이익(손실)	638.6	574.8	811.1	831.5	895.1
유형자산상각비	279.1	278.6	297.6	321.6	318.8
무형자산상각비	0.2	0.1	0.3	0.2	0.2
운전자본의 증감	-257.8	-500.8	-515.7	57.1	112.7
투자활동 현금흐름	-473.9	-547.6	-184.8	-409.3	-440.5
유형자산의증가(CAPEX)	-358.1	-662.1	-480.2	-288.1	-302.5
투자자산의감소(증가)	146.2	-29.6	-283.3	3.7	5.0
재무활동 현금흐름	-190.9	-171.4	-153.3	-64.7	-50.2
차입금의 증감	10.5	118.2	162.9	-64.7	-50.2
자본의 증가	0.6	0.0	-0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	33.4	-264.0	225.7	728.8	823.2
기초현금	656.1	689.5	425.6	651.2	1,380.0
기말현금	689.5	425.6	651.2	1,380.0	2,203.2

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	354,786	401,798	528,711	594,640	587,880
EPS(지배주주)	33,541	30,363	42,631	43,626	46,962
CFPS	58,760	63,499	74,548	76,808	80,639
EBITDAPS	57,481	62,327	73,877	78,578	82,979
BPS	355,878	369,358	402,688	446,315	493,277
DPS	14,000	15,000	0	0	0
배당수익률(%)	3.3	3.7	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	12.7	13.2	12.0	12.3	11.4
PCR	7.2	6.3	6.9	7.0	6.7
PSR	1.2	1.0	1.0	0.9	0.9
PBR	1.2	1.1	1.3	1.2	1.1
EBITDA	1,084.7	1,176.1	1,394.1	1,482.8	1,565.8
EV/EBITDA	5.1	4.8	5.9	5.2	4.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.8	8.4	11.0	10.3	10.0
EBITDA 이익률	16.2	15.5	14.0	13.2	14.1
부채비율	14.7	19.9	25.7	21.9	18.3
금융비용부담률	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
이자보상배율(x)	573.5	538.8	216.5	191.8	256.4
매출채권회전율(x)	20.9	21.1	22.5	22.6	23.3
재고자산회전율(x)	4.7	4.0	3.8	3.8	3.9

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	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

고려아연 (010130) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

