



BUY(Maintain)

목표주가: 760,000원

주가(4/5): 605,000원

시가총액: 114,164억원



철강금속/유틸리티 Analyst 이종형
leejh@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/5)		2,759.20pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	607,000원	404,500원
등락률	-0.3%	49.6%
수익률	절대	상대
1M	6.1%	4.4%
6M	19.8%	28.6%
1Y	48.8%	68.3%

Company Data

발행주식수	18,870 천주
일평균 거래량(3M)	47천주
외국인 지분율	19.7%
배당수익률(2022E)	3.6%
BPS(2022E)	439,947원
주요 주주	영풍 외 46인 43.2%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2020	2021	2022E	2023E
매출액	7,582	9,977	12,564	12,743
영업이익	897	1,096	1,333	1,393
EBITDA	1,176	1,386	1,634	1,705
세전이익	812	1,139	1,359	1,425
순이익	575	811	992	1,040
지배주주지분순이익	573	807	986	1,035
EPS(원)	30,363	42,755	52,277	54,824
증감률(%YoY)	-9.5	40.8	22.3	4.9
PER(배)	13.2	12.0	11.6	11.0
PBR(배)	1.09	1.27	1.38	1.26
EV/EBITDA(배)	4.8	5.9	6.2	5.7
영업이익률(%)	11.8	11.0	10.6	10.9
ROE(%)	8.4	11.1	12.4	11.9
순부채비율(%)	-28.6	-20.7	-16.5	-20.0

Price Trend



고려아연 (010130)

올해 아연 벤치마크 TC \$230 (+45%YoY) 타결



올해 아연 벤치마크 제련수수료(TC)가 전년 \$159에서 45% 상승한 \$230에 타결된 것으로 알려집니다. 이는 고려아연의 연간 영업이익을 약 10% 개선시키는 효과로 추정하며 최근 역사적 고점 수준에 근접한 아연가격 강세까지 반영해 올해 영업이익 추정치를 기존보다 17% 상향합니다. 우호적 업황에 따른 실적호조와 더불어 새롭게 추진중인 LG화학과의 이차전지 전구체 사업도 조만간 가시화될 것으로 판단합니다.

>>> 올해 아연 벤치마크 제련수수료(TC) \$230 (+45%YoY) 타결

언론보도에 따르면 고려아연과 Teck Resources社가 올해 아연 벤치마크 제련수수료(Treatment Charge, TC)를 전년도 \$159보다 +45%YoY 상승한 \$230에 타결했다. 당초 업계에서 예상했던 \$200보다 높은 수준이며 2월 중순 이후 spot 아연 TC 급반등과 최근 \$4,000을 넘어 역사적 고점에 근접한 아연가격 강세가 예상보다 높은 수준에서 타결될 수 있었던 주요 배경으로 추측된다. 기준가격 \$3,800과 up scale +5%로 PPR (가격참여비율)도 부활해 현재 아연가격 \$4,300 감안시 Actual TC는 \$255 수준에 이를 전망이다.

>>> 아연 TC 상승에 따른 영업이익 증가는 약 1,200억원 추정

고려아연의 연간 아연 정광구매량은 본사와 호주 SMC를 합해 총 140만톤 수준으로 추정된다. 140만톤 중 연간계약과 spot 비중이 대략 7:3 수준으로 알려지지만 어차피 spot TC도 최근 상승했으므로 따로 구분하지 않고 140만톤 모두 TC가 전년대비 \$71(\$230 - \$159) 상승했다고 가정하면 올해 아연 TC 상승에 따른 연간 영업이익 개선효과는 대략 1,200억원 수준으로 추정된다(구매량 140만톤 x TC 개선폭 \$71 x 환율 1200원). 따라서 분기별 300억원 수준이며 2분기부터 본격적인 반영이 예상된다. 기존 고려아연의 분기 영업이익 추정치 3,000억원과 비교해 약 10% 기대치를 높이는 수준이다.

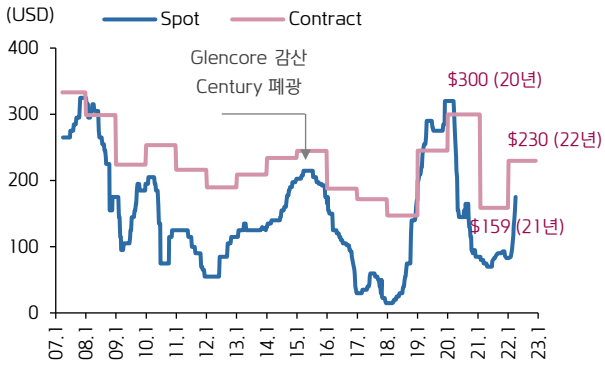
>>> 아연가격도 역사적 고점수준에 근접해 실적 기대치 상향

작년 10월 초 \$3,000 수준에서 꾸준히 상승하고 있는 아연가격은 4월 초 현재 \$4,300대로 상승해 역사적 고점이었던 2006년 \$4,515에 근접했다. 유럽의 전력난에 따른 아연 생산차질과 비철금속 수요대국 중국의 경기회복 기대감이 작년 4분기 이후 아연가격 상승을 뒷받침하고 있으며 이러한 상승흐름은 올해 하반기까지 지속될 것으로 판단한다.

한편, 올해 아연 벤치마크 제련수수료 타결과 최근 아연가격 상승을 반영해 고려아연의 2022E 영업이익 전망치를 1.33조원으로 기존대비 17% 상향하고 목표주가를 760,000원(12mf PBR 1.7X 적용)로 6% 상향한다.

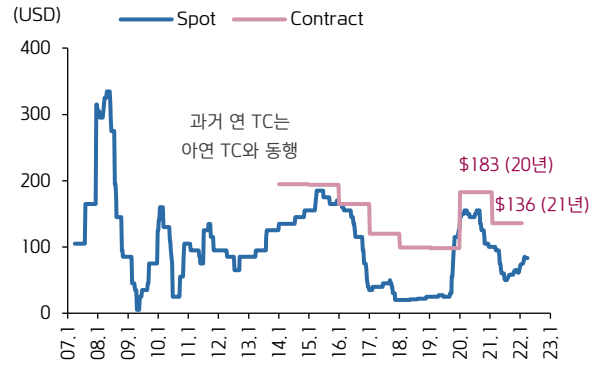
비철가격, 제련수수료, 환율 등 우호적 업황에 따라 작년에 이어 올해도 사상 최대실적 경신이 예상되며 새롭게 추진중인 LG화학과의 이차전지 전구체 사업도 조만간 가시화될 전망이다. 매수의견을 다시 한번 강조한다.

아연 제련수수료(TC), 22년 벤치마크 \$230 타결



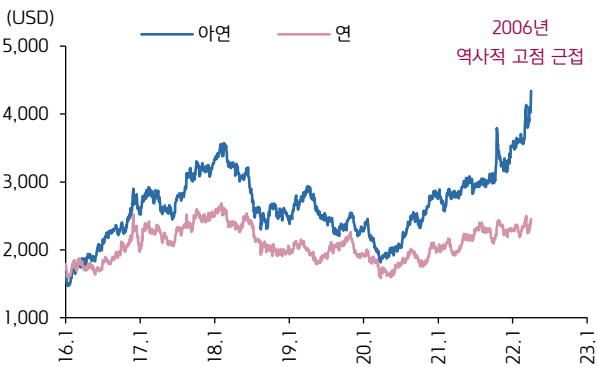
자료: Bloomberg, 키움증권

연 제련수수료, 22년 벤치마크 아직 타결되지 않은 듯



자료: Bloomberg, 키움증권

아연/연가격 추이



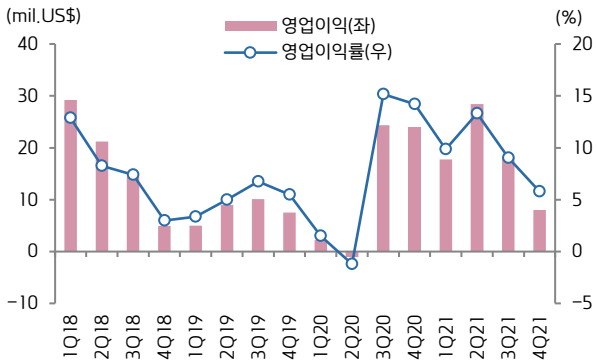
주: 중국과 유럽의 전력난 및 생산차질 소식에 아연가격 07년이후 최고
자료: Bloomberg, 키움증권

금/은가격 추이



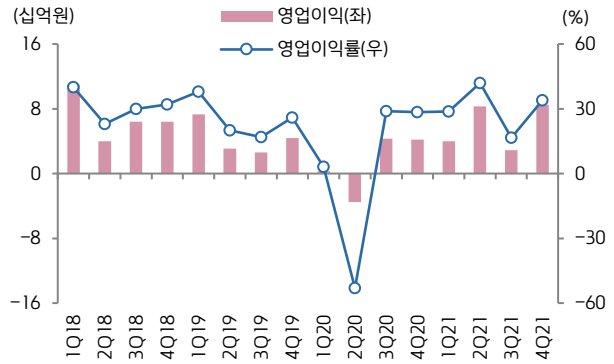
자료: Bloomberg, 키움증권

호주 SMC 실적



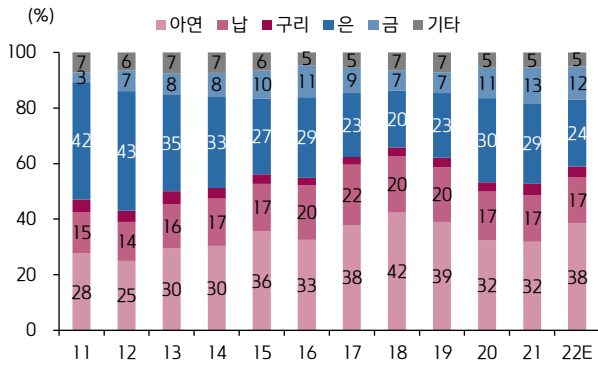
주: 21년말 전해공장 증설 완료로 생산능력 기준 23만톤에서 30만톤으로 증가
자료: 고려아연, 키움증권

경주 징크옥스코퍼레이션(ZOC) 실적



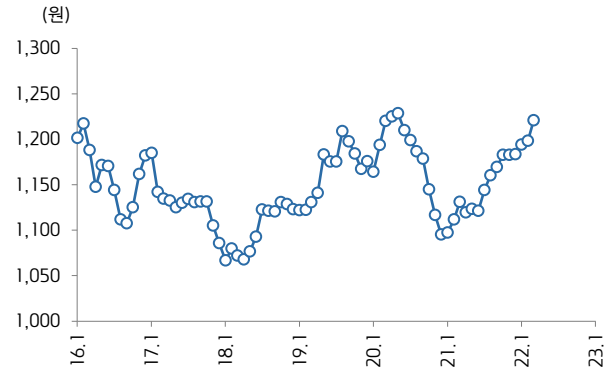
자료: 고려아연, 키움증권

품목별 매출비중(별도기준)



자료: 고려아연, 키움증권

원달러 환율



주: 원달러환율 상승시 수익성 개선

자료: Bloomberg, 키움증권

고려아연 분기실적 추이

(단위: 십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	2,201	2,375	2,415	2,986	3,014	3,223	3,126	3,201
별도	1,684	1,819	1,706	1,953	1,981	2,190	2,093	2,168
별도 외	516	556	709	1,033	1,033	1,033	1,033	1,033
영업이익	270	273	266	287	299	348	337	349
별도	233	224	219	249	254	303	292	304
별도 외	37	49	47	38	45	45	45	45
영업이익률	12.3	11.5	11.0	9.6	9.9	10.8	10.8	10.9
별도	13.8	12.3	12.8	12.8	12.8	13.8	14.0	14.0
별도 외	7.2	8.8	6.6	3.7	4.4	4.4	4.4	4.4
세전이익	290	279	278	291	305	355	343	356
순이익	212	195	200	204	223	259	251	260
지배순이익	210	194	199	204	221	258	249	258
아연가격(USD)	2,744	2,863	2,961	3,243	3,554	4,200	4,200	4,200
연가격(USD)	2,040	2,051	2,318	2,314	2,316	2,400	2,400	2,400
은가격(USD)	26.0	26.2	25.5	23.6	23.1	24.0	24.0	24.0
원달러환율	1,114	1,121	1,157	1,183	1,205	1,200	1,200	1,200

자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 별도기준 가정치

(단위: 십억원)		2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
판매량(천톤)	아연	676	634	651	636	640	640	640
	연	413	401	415	429	430	430	430
	은(톤)	1,995	2,028	2,304	2,226	2,212	2,212	2,212
	금(톤)	9.5	7.5	9.2	13.9	13.9	13.9	13.9
	구리	24	26	26	27	27	27	27
적용 메탈가격(USD)	아연	2,972	2,579	2,222	2,953	4,039	4,200	4,200
	연	2,289	2,003	1,814	2,181	2,379	2,400	2,400
	* 전월평균기준 은(/oz)	15.8	16.0	19.9	25.3	23.8	24.0	24.0
	금(/oz)	1,271	1,373	1,739	1,804	1,881	1,900	1,900
구리	6,587	6,008	6,028	9,165	9,939	10,000	10,000	
원달러환율	1,100	1,165	1,180	1,144	1,201	1,200	1,200	
매출액	아연	2,341	2,033	1,835	2,280	3,246	3,368	3,368
	연	1,129	1,033	987	1,204	1,397	1,406	1,406
	구리	1,121	1,215	1,713	2,080	2,028	2,044	2,044
	은	404	391	620	920	1,013	1,022	1,022
	금	172	179	186	291	329	331	331
	기타	360	368	310	387	420	441	463
	합계	5,528	5,219	5,652	7,163	8,432	8,612	8,634
영업이익	648	729	781	925	1,153	1,195	1,217	
영업이익률(%)	11.7	14.0	13.8	12.9	13.7	13.9	14.1	

자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	6,883	6,695	7,582	9,977	12,564	12,743	12,766
별도	5,528	5,219	5,652	7,163	8,432	8,612	8,634
별도 외	1,356	1,476	1,930	2,814	4,132	4,132	4,132
영업이익	765	805	897	1,096	1,333	1,393	1,434
별도	648	729	781	925	1,153	1,195	1,217
별도 외	117	76	117	172	180	198	218
영업이익률	11.1	12.0	11.8	11.0	10.6	10.9	11.2
별도	11.7	14.0	13.8	12.9	13.7	13.9	14.1
별도 외	8.6	5.2	6.0	6.1	4.4	4.8	5.3
EBITDA	1,085	1,085	1,176	1,386	1,634	1,705	1,753
세전이익	926	872	812	1,139	1,359	1,425	1,471
순이익	634	639	575	811	992	1,040	1,074
지배순이익	629	633	573	807	986	1,035	1,068
지배주주 EPS(원)	33,336	33,541	30,363	42,755	52,277	54,824	56,610
지배주주 BPS(원)	315,862	355,878	369,358	403,163	439,947	479,277	520,394
지배주주 ROE(%)	11.0	9.8	8.4	11.1	12.4	11.9	11.3
아연가격(USD)	2,972	2,579	2,222	9,977	12,564	12,743	12,766
연가격(USD)	2,289	2,003	1,814	7,163	8,432	8,612	8,634
은가격(USD)	15.8	16.0	19.9	2,814	4,132	4,132	4,132
원달러환율	1,100	1,165	1,180	1,096	1,333	1,393	1,434

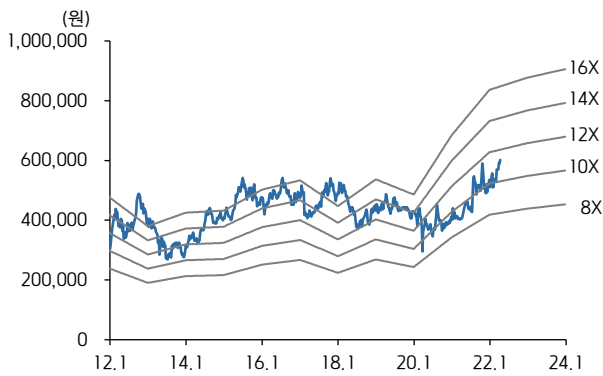
자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	12,024	12,045	12,564	12,743	4.5	5.8
별도	7,892	7,913	8,432	8,612	6.8	8.8
별도 외	4,132	4,132	4,132	4,132	0.0	0.0
영업이익	1,144	1,183	1,333	1,393	16.5	17.8
별도	964	985	1,153	1,195	19.6	21.4
별도 외	180	198	180	198	0.0	0.0
영업이익률	9.5	9.8	10.6	10.9		
별도	12.2	12.4	13.7	13.9		
별도 외	4.4	4.8	4.4	4.8		
세전이익	1,185	1,227	1,359	1,425	14.6	16.1
순이익	865	896	992	1,040	14.6	16.1
지배순이익	861	891	986	1,035	14.6	16.1
지배주주 EPS(원)	45,609	47,215	52,277	54,824	14.6	16.1
지배주주 BPS(원)	420,234	448,704	439,947	479,277	4.7	6.8
지배주주 ROE(%)	11.2	10.9	12.4	11.9		
아연가격(USD)	3,600	3,600	4,039	4,200	12.2	16.7
연가격(USD)	2,200	2,200	2,379	2,400	8.1	9.1
은가격(USD)	23.0	23.0	23.8	24.0	3.3	4.3
원달러환율	1,200	1,200	1,201	1,200	0.1	0.0

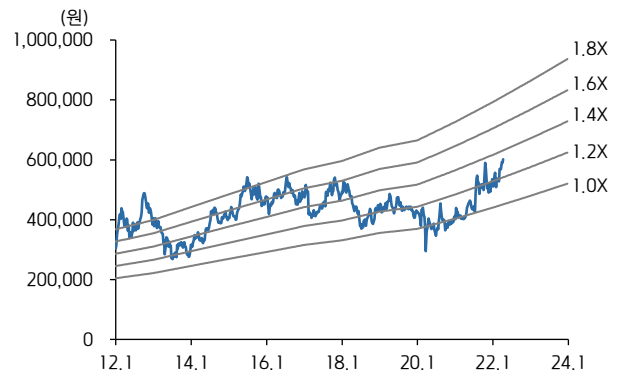
자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 12mf PER 밴드



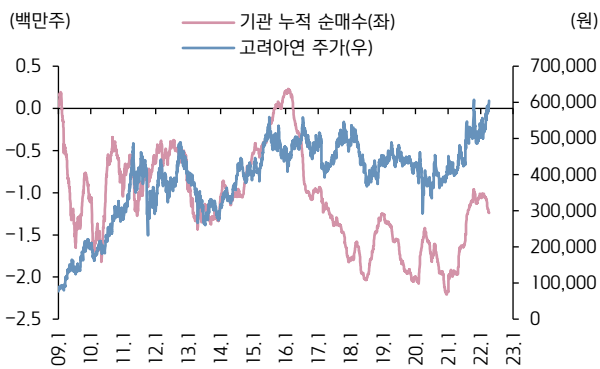
자료: Fn가이드, 키움증권

고려아연 12mf PBR 밴드



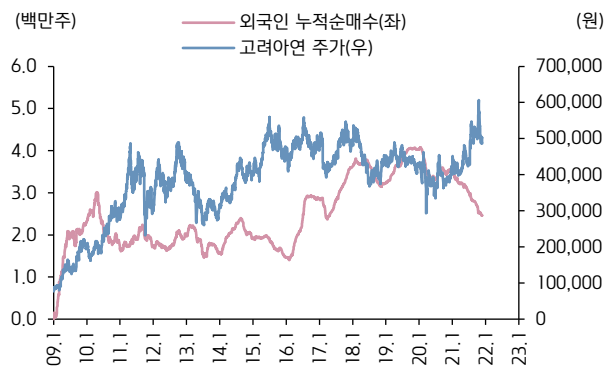
자료: Fn가이드, 키움증권

고려아연 기관수급 동향



자료: Fn가이드, 키움증권

고려아연 외국인수급 동향



자료: Fn가이드, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액	7,582	9,977	12,564	12,743	12,766
매출원가	6,547	8,720	11,055	11,172	11,153
매출충이익	1,035	1,256	1,509	1,571	1,613
판매비	138	160	176	178	178
영업이익	897	1,096	1,333	1,393	1,434
EBITDA	1,176	1,386	1,634	1,705	1,753
영업외손익	-85	43	25	31	37
이자수익	26	28	30	36	38
이자비용	2	4	8	8	4
외환관련이익	105	82	0	0	0
외환관련손실	74	93	0	0	0
종속 및 관계기업손익	-1	3	3	3	3
기타	-139	27	0	0	0
법인세차감전이익	812	1,139	1,359	1,425	1,471
법인세비용	238	328	367	385	397
계속사업순손익	575	811	992	1,040	1,074
당기순이익	575	811	992	1,040	1,074
지배주주순이익	573	807	986	1,035	1,068
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	13.3	31.6	25.9	1.4	0.2
영업이익 증감율	11.4	22.2	21.6	4.5	2.9
EBITDA 증감율	8.4	17.9	17.9	4.3	2.8
지배주주순이익 증감율	-9.5	40.8	22.2	5.0	3.2
EPS 증감율	-9.5	40.8	22.3	4.9	3.3
매출충이익율(%)	13.7	12.6	12.0	12.3	12.6
영업이익률(%)	11.8	11.0	10.6	10.9	11.2
EBITDA Margin(%)	15.5	13.9	13.0	13.4	13.7
지배주주순이익률(%)	7.6	8.1	7.8	8.1	8.4

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
유동자산	4,913	5,689	6,787	7,296	7,430
현금 및 현금성자산	426	466	656	1,102	1,229
단기금융자산	1,741	1,597	1,597	1,597	1,597
매출채권 및 기타채권	447	592	745	756	757
재고자산	2,250	2,909	3,663	3,716	3,722
기타유동자산	49.0	125.0	126.0	125.0	125.0
비유동자산	3,587	4,275	4,542	4,800	5,049
투자자산	212	580	649	717	786
유형자산	3,194	3,459	3,658	3,848	4,029
무형자산	91	123	123	122	122
기타비유동자산	90	113	112	113	112
자산총계	8,500	9,964	11,329	12,095	12,479
유동부채	1,118	1,771	2,036	2,055	2,057
매입채무 및 기타채무	805	1,175	1,441	1,459	1,461
단기금융부채	118.8	307.3	307.3	307.3	307.3
기타유동부채	194	289	288	289	289
비유동부채	294	459	859	859	459
장기금융부채	20.2	155.3	555.3	555.3	155.3
기타비유동부채	274	304	304	304	304
부채총계	1,413	2,230	2,896	2,914	2,516
지배지분	6,970	7,608	8,302	9,044	9,820
자본금	94	94	94	94	94
자본잉여금	57	57	57	57	57
기타자본	-54	-54	-54	-54	-54
기타포괄손익누계액	-67	-9	88	184	281
이익잉여금	6,940	7,518	8,116	8,762	9,441
비지배지분	117	127	132	137	143
자본총계	7,087	7,734	8,434	9,181	9,963

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	457	607	563	1,255	1,335
당기순이익	575	811	992	1,040	1,074
비현금항목의 가감	623	589	593	615	630
유형자산감가상각비	279	289	301	311	318
무형자산감가상각비	0	0	1	1	1
지분법평가손익	-1	-31	-7	-7	-7
기타	345	331	298	310	318
영업활동자산부채증감	-501	-544	-677	-45	-5
매출채권및기타채권의감소	-72	-120	-153	-11	-1
재고자산의감소	-706	-629	-754	-52	-6
매입채무및기타채무의증가	329	328	266	18	2
기타	-52	-123	-36	0	0
기타현금흐름	-240	-249	-345	-355	-364
투자활동 현금흐름	-548	-578	-443	-443	-443
유형자산의 취득	-662	-464	-500	-500	-500
유형자산의 처분	1	1	0	0	0
무형자산의 순취득	-6	-15	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-24	-366	-66	-66	-66
단기금융자산의감소(증가)	191	143	0	0	0
기타	-48	123	123	123	123
재무활동 현금흐름	-171	2	62	-373	-773
차입금의 증가(감소)	84	263	400	0	-400
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-260	-278	-353	-389	-389
기타	5	17	15	16	16
기타현금흐름	-1	10	8	8	8
현금 및 현금성자산의 순증가	-264	41	190	446	126
기초현금 및 현금성자산	690	426	466	656	1,102
기말현금 및 현금성자산	426	466	656	1,102	1,229

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
주당지표(원)					
EPS	30,363	42,755	52,277	54,824	56,610
BPS	369,358	403,163	439,947	479,277	520,394
CFPS	63,499	74,213	83,988	87,728	90,290
DPS	15,000	20,000	22,000	22,000	22,000
주가배수(배)					
PER	13.2	12.0	11.6	11.0	10.7
PER(최고)	15.4	14.6	11.6		
PER(최저)	9.1	9.2	9.5		
PBR	1.09	1.27	1.38	1.26	1.16
PBR(최고)	1.26	1.55	1.38		
PBR(최저)	0.75	0.98	1.13		
PSR	1.00	0.97	0.91	0.90	0.89
PCFR	6.3	6.9	7.2	6.9	6.7
EV/EBITDA	4.8	5.9	6.2	5.7	5.2
주요비율(%)					
배당성향(%(보통주, 현금))	46.1	43.6	39.2	37.4	36.2
배당수익률(%(보통주, 현금))	3.7	3.9	3.6	3.6	3.6
ROA	7.0	8.8	9.3	8.9	8.7
ROE	8.4	11.1	12.4	11.9	11.3
ROIC	13.2	14.7	15.6	15.0	15.0
매출채권회전율	18.2	19.2	18.8	17.0	16.9
재고자산회전율	4.0	3.9	3.8	3.5	3.4
부채비율	19.9	28.8	34.3	31.7	25.3
순차입금비율	-28.6	-20.7	-16.5	-20.0	-23.7
이자보상배율	538.8	263.2	171.7	179.4	344.4
총차입금	139	463	863	863	463
순차입금	-2,027	-1,601	-1,391	-1,837	-2,363
NOPLAT	1,176	1,386	1,634	1,705	1,753
FCF	-269	68	97	784	860

Compliance Notice

- 당사는 4월 5일 현재 '고려아연 (010130)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

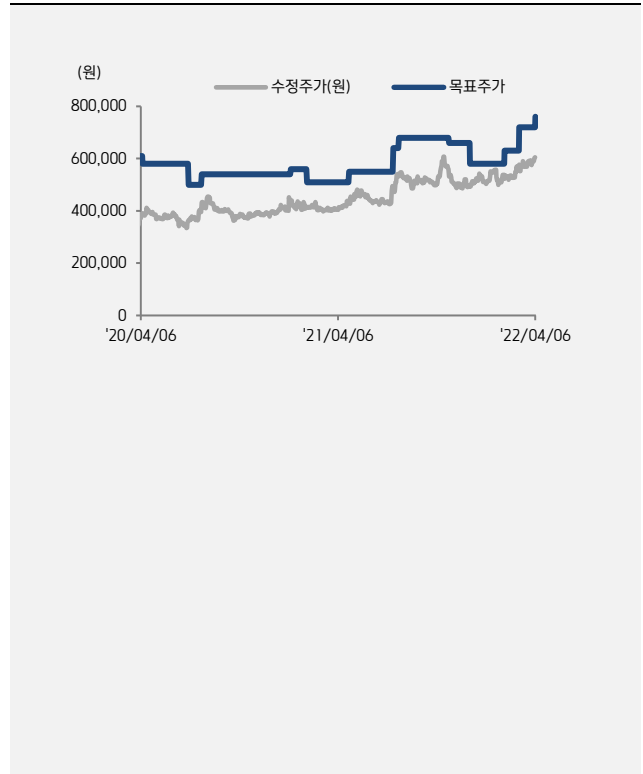
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
고려아연 (010130)	2020/04/07	Buy(Maintain)	610,000원	6개월	-36.68	-36.64
	2020/04/09	Buy(Maintain)	580,000원	6개월	-32.11	-28.97
	2020/04/28	Buy(Maintain)	580,000원	6개월	-33.17	-28.97
	2020/05/11	Buy(Maintain)	580,000원	6개월	-35.31	-28.97
	2020/07/03	Buy(Maintain)	500,000원	6개월	-24.94	-19.30
	2020/07/27	Buy(Maintain)	540,000원	6개월	-24.98	-15.93
	2020/10/08	Buy(Maintain)	540,000원	6개월	-25.99	-15.93
	2020/10/28	Buy(Maintain)	540,000원	6개월	-26.21	-15.93
	2020/11/04	Buy(Maintain)	540,000원	6개월	-26.21	-15.93
	2021/01/08	Buy(Maintain)	560,000원	6개월	-25.10	-21.52
	2021/02/09	Buy(Maintain)	510,000원	6개월	-19.86	-15.10
	2021/04/05	Buy(Maintain)	510,000원	6개월	-19.16	-13.92
	2021/04/28	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-17.62	-12.45
	2021/06/14	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-18.50	-10.00
	2021/07/19	Buy(Maintain)	640,000원	6개월	-18.97	-15.47
	2021/07/28	Buy(Maintain)	680,000원	6개월	-24.12	-19.56
	2021/10/05	Buy(Maintain)	680,000원	6개월	-23.41	-13.24
	2021/10/18	Outperform (Downgrade)	680,000원	6개월	-22.50	-10.74
	2021/10/28	Outperform (Maintain)	660,000원	6개월	-23.49	-18.64
	2021/12/06	Outperform (Maintain)	580,000원	6개월	-10.94	-6.55
2022/01/06	Outperform (Maintain)	580,000원	6개월	-9.80	-3.97	
2022/02/08	Outperform (Maintain)	630,000원	6개월	-14.64	-9.52	
2022/03/07	Buy(Upgrade)	720,000원	6개월	-20.80	-18.06	
2022/03/22	Buy(Maintain)	720,000원	6개월	-19.43	-15.97	
2022/04/06	Buy(Maintain)	760,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2021/04/01~2022/03/31)

매수	중립	매도
97.75%	2.25%	0.00%