

SK COMPANY Analysis



Analyst
권순우

soonwoo@sk.co.kr
02-3773-8882

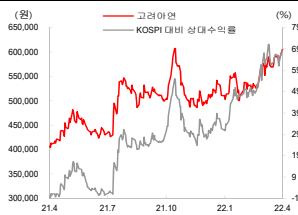
Company Data

자본금	944 억원
발행주식수	1,887 만주
자사주	120 만주
액면가	5,000 원
시가총액	114,164 억원
주요주주	
영풍(외52)	48.54%
국민연금공단	8.87%
외국인지분률	19.70%
배당수익률	3.30%

Stock Data

주가(22/04/06)	631,000 원
KOSPI	2735.03 pt
52주 Beta	0.66
52주 최고가	631,000 원
52주 최저가	404,500 원
60일 평균 거래대금	262 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	6.1%	4.4%
6개월	19.8%	28.6%
12개월	48.8%	68.3%

고려아연 (010130/KS | 매수(유지) | T.P 780,000 원(상향))

성장은 계속된다

2022 년 1 분기 연결실적 매출액 2.8 조원(YoY +30%), 영업이익 2,860 억원(YoY +6%, OPM 10%) 예상. 메탈가격에 우호적인 환경, 원/달러 환율, 경쟁사 감소와 제련 수수료 상승으로 2 분기와 하반기에도 실적 개선 전망. 전구체 JV 설립 기대감, 전해동박 사업 본격화, 폐기물 재활용, 신재생 에너지 사업과 같은 성장포인트에도 주목. 투자 의견 매수 유지, 실적개선과 성장요인을 반영하여 목표주가는 63 만원에서 78 만원으로 상향

성장은 계속된다

2022 년 1 분기 연결실적은 매출액 2.8 조원(YoY +29.9%), 영업이익 2,860 억원(YoY +5.9%, OPM 10.0%), 별도실적은 매출액 2.0 조원(YoY +16.0%), 영업이익 2,110 억원(YoY -9.2%, OPM 10.8%)으로 시장기대치를 만족할 것으로 예상된다. 아연과 연을 비롯한 주요 메탈가격의 상승과 우호적인 원/달러 환경, 주요 자회사 중 하나인 SMC 의 판매량 회복이 실적에 긍정적으로 작용할 전망이다.

2 분기와 하반기에도 실적개선이 예상된다. 친환경으로의 전환에 따라 늘어나는 그린메탈 수요, 인플레이션, 광산업체의 공급차질 가능성 등을 감안하면 메탈가격은 현재의 높은 수준이 유지될 가능성이 높고, 수요 회복 기대감과 전력난 이슈로 인한 경쟁사의 감소도 메탈가격과 제련수수료에 긍정적인 요인이다. 실제로 언론보도에 따르면 2022 년 아연 벤치마크 제련수수료는 전년 동기 대비 상승하였다. 상승한 제련수수료는 2 분기부터 반영되며 실적 개선에 기여할 전망이다. 그리고 호주 SMC 의 조업 합리화에 따른 생산능력 증가도 하반기 외형과 수익성 개선 요인이다.

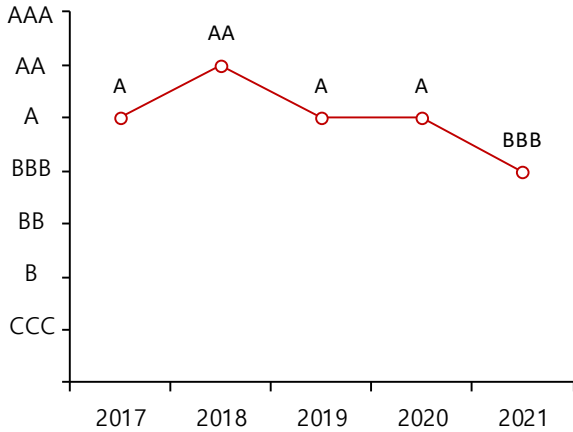
또한 안정적인 실적개선과 함께 동반되는 성장포인트에도 주목해야 한다. 조만간 가시화될 것으로 기대되는 전구체 JV 설립, 하반기부터 성과를 확인할 수 있는 전해동박 사업, ESG 강화로 사업확대가 예상되는 폐기물 재활용과 호주 자회사를 통한 신재생 에너지 사업이 대표적이다. 성장이 구체화될수록 동사의 밸류에이션도 점차 높아질 것으로 판단한다. 투자 의견 매수를 유지하며, 우호적인 업황과 이로 인한 수익성 개선, 추가적인 성장요인을 반영하여 목표주가는 기존 630,000 원에서 780,000 원으로 상향한다. 목표 주가는 12 개월 선행 BPS 에 Target Multiple 은 PBR 1.75 배를 적용하였다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	66,948	75,819	99,768	122,294	117,379	118,142
yoy	%	-2.7	13.3	31.6	22.6	-4.0	0.7
영업이익	억원	8,053	8,974	10,961	13,292	12,600	12,619
yoy	%	5.3	11.4	22.2	21.3	-5.2	0.1
EBITDA	억원	10,847	11,761	13,860	17,203	16,654	16,797
세전이익	억원	8,724	8,124	11,391	13,746	13,021	13,039
순이익(지배주주)	억원	6,329	5,730	8,068	10,099	9,696	9,709
영업이익률%	%	12.0	11.8	11.0	10.9	10.7	10.7
EBITDA%	%	16.2	15.5	13.9	14.1	14.2	14.2
순이익률	%	9.5	7.6	8.1	8.3	8.3	8.3
EPS(계속사업)	원	33,541	30,363	42,755	53,521	51,383	51,454
PER	배	12.7	13.2	12.0	11.3	11.8	11.8
PBR	배	1.2	1.1	1.3	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	배	5.2	4.9	5.9	5.8	5.8	5.5
ROE	%	9.8	8.4	11.1	12.7	11.1	10.3
순차입금	억원	-25,797	-20,140	-15,740	-16,130	-19,899	-24,285
부채비율	%	14.7	19.9	28.8	25.4	19.2	15.2

ESG 하이라이트

고려아연의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
고려아연 종합 등급	BBB	D+	30.2
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

RE100 이행 속도를 높이고 탄소중립을 추진. RE100 이행을 위해 매년 5 단계로 나누어 계획 수립 및 평가, 최적의 시나리오 도출 등의 작업을 진행.

신재생에너지 및 그린수소, 자원순환, 2 차전지소재 사업 분야를 강화하고 원료를 절감하고 재활용을 극대화함을 통해 친환경이라는 목표를 달성

안전경영을 위해 스마트 안전시스템, 통합 안전관리 관제센터 운영 및 협력사 위험관리 체계 구축 등에 투자

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
2021.11.05	지배구조 (Governance)	고려아연 자회사, 수년간 내부거래 100%...국세청 칼날 겨뤄지나
2021.11.05	사회 (Social)	원·하청 통합 사고사망만인율 2년 연속 상위
2021.07.05	사회 (Social)	노동자 질식사 고려아연, 214 건 위반 적발...회사, 개선안 마련
2021.06.29	사회 (Social)	한달에 2명 질식사 고려아연, 1인당 안전교육비 7천원뿐
2021.06.10	사회 (Social)	진보당, 2명 질식사 고려아연 대표 등 11명 고발
2021.06.09	사회 (Social)	민주당 산재 TF, 중대재해 현대중공업고려아연 방문

자료: 주요 언론사, SK 증권

<표 1> 고려아연 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	21.1Q	21.2Q	21.3Q	21.4Q	22.1Q(F)	22.2Q(F)	22.3Q(F)	22.4Q(F)	2021	2022(F)
매출액	22,005	23,754	24,147	29,861	28,575	31,183	30,088	32,449	99,767	122,294
고려아연	16,843	18,191	17,058	19,532	19,541	22,004	22,290	21,603	71,624	85,439
자회사	5,162	5,563	7,089	10,329	9,034	9,179	7,798	10,845	28,143	36,856
영업이익	2,700	2,731	2,658	2,873	2,860	3,597	3,263	3,572	10,962	13,292
%	12.3	11.5	11.0	9.6	10.0	11.5	10.8	11.0	11.0	10.9
고려아연	2,326	2,238	2,118	2,019	2,110	2,839	2,630	2,679	8,701	10,258
%	13.8	12.3	12.4	10.3	10.8	12.9	11.8	12.4	12.1	12.0
세전이익	2,902	2,791	2,784	2,915	2,991	3,704	3,373	3,678	11,392	13,746
%	13.2	11.7	11.5	9.8	10.5	11.9	11.2	11.3	11.4	11.2
당기순이익	2,123	1,947	2,003	2,039	2,213	2,741	2,496	2,722	8,112	10,172
%	9.6	8.2	8.3	6.8	7.7	8.8	8.3	8.4	8.1	8.3
지배순이익	2,096	1,937	1,993	2,042	2,198	2,721	2,478	2,702	8,068	10,099
%	9.5	8.2	8.3	6.8	7.7	8.7	8.2	8.3	8.1	8.3

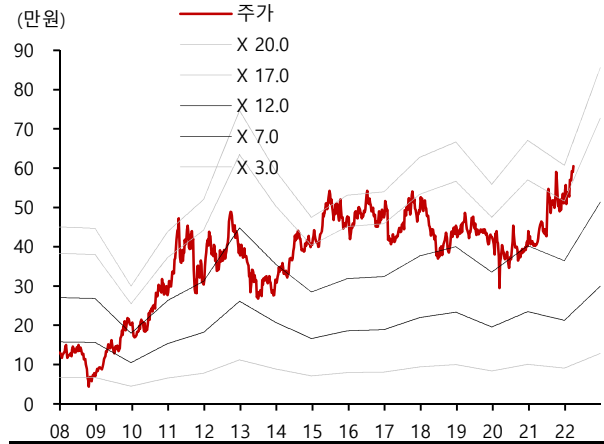
자료: 고려아연 SK 증권 추정

<표 2> 기존 추정치 대비 변동 - 고려아연 연결기준

	2022 추정치				
	기존	신규	차이	컨센서스	차이
매출액	96,147	122,294	27.2%	112,801	8.4%
영업이익	11,501	13,292	15.6%	12,112	9.7%
%	12.0	10.9	-1.1%p	10.7	0.1%p
당기순이익	8,659	10,172	17.5%	8,785	15.8%
%	9.0	8.3	-0.7%p	7.8	0.5%p

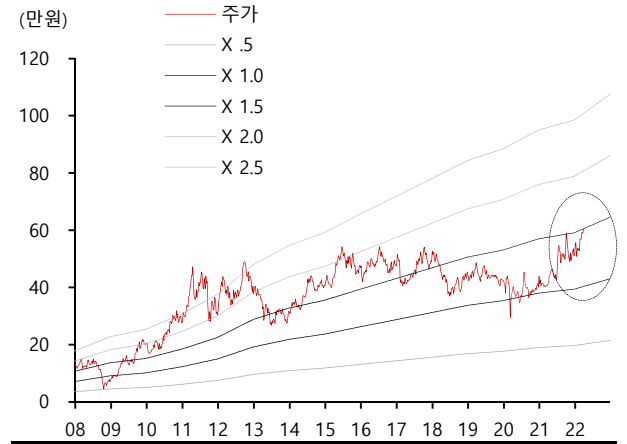
자료: 고려아연, SK 증권 추정

<그림 1> PER 밴드차트 - 고려아연



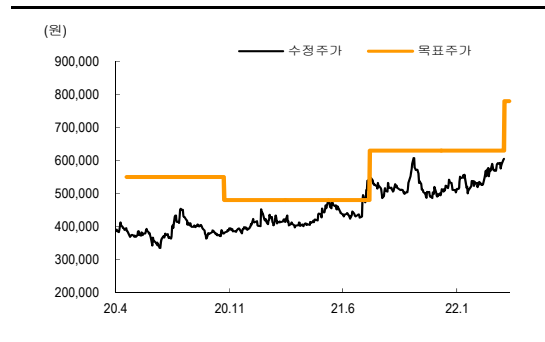
자료: Quantwise, SK 증권

<그림 2> PBR 밴드차트 - 고려아연



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.04.07	매수	780,000원	6개월		
2021.10.28	매수	630,000원	6개월	-15.82%	-3.65%
2021.07.28	매수	630,000원	6개월	-16.14%	-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	-29.85%	-17.45%
2020.04.28	매수	550,000원	6개월	-32.26%	-21.18%



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 3자에게 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 (2022년 4월 7일 기준)

매수	94.21%	중립	5.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	49,129	56,890	61,261	62,436	65,071
현금및현금성자산	4,256	4,665	5,054	7,823	10,210
매출채권및기타채권	4,466	5,908	7,033	6,750	6,794
재고자산	22,500	29,091	31,797	30,518	30,717
비유동자산	35,868	42,750	45,214	47,360	49,411
장기금융자산	2,045	4,711	4,711	4,711	4,711
유형자산	31,941	34,590	35,685	36,637	37,466
무형자산	909	1,233	1,376	1,518	1,659
자산총계	84,996	99,640	106,475	109,796	114,481
유동부채	11,184	17,705	16,912	13,542	12,017
단기금융부채	1,397	3,914	3,914	3,414	2,414
매입채무 및 기타채무	7,631	11,365	11,149	7,766	7,226
단기충당부채	12	12	15	14	14
비유동부채	2,942	4,593	4,619	4,114	3,115
장기금융부채	202	1,572	1,572	1,072	72
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	231	258	258	258	258
부채총계	14,126	22,298	21,531	17,656	15,133
지배주주지분	69,698	76,077	83,596	90,712	97,841
자본금	944	944	944	944	944
자본잉여금	566	573	573	573	573
기타자본구성요소	-535	-535	-535	-535	-535
자기주식	-535	-535	-535	-535	-535
이익잉여금	69,397	75,184	81,748	87,909	94,084
비지배주주지분	1,172	1,265	1,348	1,428	1,508
자본총계	70,870	77,342	84,944	92,140	99,348
부채외자본총계	84,996	99,640	106,475	109,796	114,481

현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	4,317	5,839	8,739	12,143	12,761
당기순이익(손실)	5,748	8,111	10,172	9,766	9,779
비현금성항목등	6,234	5,893	7,031	6,889	7,018
유형자산감가상각비	2,786	2,894	3,905	4,047	4,171
무형자산상각비	1	5	6	7	8
기타	1,502	60	66	60	59
운전자본감소(증가)	-5,008	-5,437	-4,889	-1,256	-777
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-717	-1,197	-1,125	283	-44
재고자산감소(증가)	-7,056	-6,291	-2,705	1,278	-199
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3,288	3,283	-217	-3,383	-540
기타	-522	-1,231	-842	565	6
법인세납부	-2,657	-2,728	-3,574	-3,255	-3,260
투자활동현금흐름	-5,213	-5,501	-3,265	-3,306	-3,287
금융자산감소(증가)	1,208	-699	0	0	0
유형자산감소(증가)	-6,612	-4,629	-5,000	-5,000	-5,000
무형자산감소(증가)	-63	-149	-149	-149	-149
기타	254	-24	1,884	1,842	1,862
재무활동현금흐름	-1,729	-30	-5,085	-6,068	-7,088
단기금융부채증가(감소)	865	1,516	0	-500	-1,000
장기금융부채증가(감소)	-40	1,226	0	-500	-1,000
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-2,599	-2,775	-3,535	-3,535	-3,535
기타	45	3	-1,550	-1,533	-1,553
현금의 증가(감소)	-2,640	409	389	2,769	2,387
기초현금	6,895	4,256	4,665	5,054	7,823
기말현금	4,256	4,665	5,054	7,823	10,210
FCF	-2,270	1,604	3,709	7,099	7,717

자료 : 고려아연 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	75,819	99,768	122,294	117,379	118,142
매출원가	65,468	87,205	102,526	98,428	99,056
매출총이익	10,352	12,563	19,768	18,951	19,086
매출총이익률 (%)	13.7	12.6	16.2	16.2	16.2
판매비와관리비	1,378	1,602	6,477	6,351	6,468
영업이익	8,974	10,961	13,292	12,600	12,619
영업이익률 (%)	11.8	11.0	10.9	10.7	10.7
비영업손익	-850	429	454	420	420
순금융비용	-239	-235	-334	-310	-309
외환관련손익	308	-108	167	155	155
관계기업투자등 관련손익	-5	160	20	16	15
세전계속사업이익	8,124	11,391	13,746	13,021	13,039
세전계속사업이익률 (%)	10.7	11.4	11.2	11.1	11.0
계속사업법인세	2,376	3,280	3,574	3,255	3,260
계속사업이익	5,748	8,111	10,172	9,766	9,779
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	5,748	8,111	10,172	9,766	9,779
순이익률 (%)	7.6	8.1	8.3	8.3	8.3
지배주주	5,730	8,068	10,099	9,696	9,709
지배주주귀속 순이익률(%)	7.56	8.09	8.26	8.26	8.22
비지배주주	19	43	73	70	70
총포괄이익	5,039	9,076	11,137	10,730	10,744
지배주주	5,018	9,023	11,054	10,651	10,664
비지배주주	21	53	83	80	80
EBITDA	11,761	13,860	17,203	16,654	16,797

주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	13.3	31.6	22.6	-4.0	0.7
영업이익	11.4	22.2	21.3	-5.2	0.1
세전계속사업이익	-6.9	40.2	20.7	-5.3	0.1
EBITDA	8.4	17.8	24.1	-3.2	0.9
EPS(계속사업)	-9.5	40.8	25.2	-4.0	0.1
수익성 (%)					
ROE	8.4	11.1	12.7	11.1	10.3
ROA	7.0	8.8	9.9	9.0	8.7
EBITDA마진	15.5	13.9	14.1	14.2	14.2
안정성 (%)					
유동비율	439.3	321.3	362.2	461.1	541.5
부채비율	19.9	28.8	25.4	19.2	15.2
순차입금/자기자본	-28.4	-20.4	-19.0	-21.6	-24.4
EBITDA/이자비용(배)	706.1	332.8	11.1	10.9	10.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	30,363	42,755	53,521	51,383	51,454
BPS	369,358	403,163	443,010	480,719	518,499
CFPS	45,134	58,114	74,247	72,867	73,599
주당 현금배당금	15,000	20,000	20,000	20,000	20,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	15.2	14.2	11.3	11.8	11.8
PER(최저)	9.7	9.3	9.3	9.7	9.7
PBR(최고)	1.3	1.5	1.4	1.3	1.2
PBR(최저)	0.8	1.0	1.1	1.0	1.0
PCR	8.9	8.8	8.2	8.3	8.2
EV/EBITDA(최고)	5.8	7.2	5.8	5.8	5.5
EV/EBITDA(최저)	3.1	4.4	4.6	4.6	4.3