

2022. 4. 8



▲ 유틸리티/철강

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 740,000 원

현재주가 (4.7) 630,000 원

상승여력 17.5%

KOSPI 2,695.86pt

시가총액 118,881억원

발행주식수 1,887만주

유동주식비율 45.13%

외국인비중 19.89%

52주 최고/최저가 631,000원/411,000원

평균거래대금 274.3억원

주요주주(%)

영풍 외 46 인 43.17

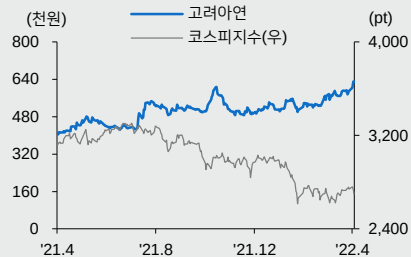
국민연금공단 9.71

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 9.2 23.0 52.4

상대주가 7.4 35.1 77.3

주가그래프



고려아연 010130

1Q22 Preview: 남아있는 업사이드

- ✓ 1Q22 연결 영업이익은 3,003억원 기록하며 시장 기대치(2,954억원)에 부합할 전망
- ✓ 판매량, TC는 큰 변화 없으나 아연 판가 상승이 전분기 대비 증익의 주요 원인
- ✓ 2Q22에는 아연 가격 급등과 벤치마크 TC 인상 효과로 +19.2% QoQ 증익 전망
- ✓ 금속가격과 TC가 동반 상승하는 귀한 업황. 밸류에이션은 아직 역사적 밴드 내
- ✓ 투자 의견 Buy를 유지하며 적정주가는 74만원으로 +7.2% 상향

나쁘지 않은 1분기, 더욱 기대되는 2분기

1Q22 연결 영업이익은 3,003억원(4.5% QoQ)을 기록하며 시장 기대치(2,954억원)에 부합할 전망이다. 판매량과 TC(제련수수료) 측면에서는 큰 변화가 없는 가운데 아연 판가 상승이 전분기 대비 증익으로 이어질 전망이다. 다만 4Q21 부진한 실적을 기록했던 호주 SMC는 1Q22에도 판매량이 부진했을 것으로 추정한다. 2Q22에는 3,580억원(+19.2% QoQ)의 호실적이 예상된다. 3월 이후 아연 가격이 톤당 4,400달러를 상회하며 금요일 이후 최고 가격을 기록하고 있는 데다, 최근 아연 벤치마크 TC가 톤당 230달러(아연 가격 3,800달러 이상 시 5% Escalator 조항 포함) 수준에서 결정되며 2Q22부터 TC 수입이 개선될 전망이기 때문이다.

금속가격과 TC가 동반 상승하는 흔치 않은 업황

최근 아연 가격의 상승은 에너지 가격의 급등으로 인한 공급 차질에서 기인한다. 아연 제련업은 금속 시장 내에서도 전력 소비량이 높다. 러-우크라이나 전쟁으로 인한 유가, 천연가스 가격 급등이 쉽게 해결되지 않는다면 아연 가격 역시 현 수준에서 급락할 가능성은 낮다. 반면 광산 생산량 증가로 Spot TC는 상승세를 지속 중이다. 금속가격과 TC가 동반 상승하는 흔치 않은 업황에 힘입어 동사는 2022년 1.30조원(+19.0% YoY)의 영업이익과 12.0%의 ROE를 기록할 전망이다.

높은 수익성 대비 아직 남은 업사이드

2016~2017년 11% 내외의 ROE를 기록할 당시 동사는 1.7배 이상의 PBR을 적용받았다. 2022년에는 더 높은 ROE(12%)가 예상되나 현재 선행 PBR은 1.48배에 불과하다. 투자 의견 Buy를 유지하며 적정주가는 74만원으로 +7.2% 상향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	7,581.9	897.4	573.0	30,363	-10.0	369,358	13.2	1.1	4.8	8.4	19.9
2021	9,976.8	1,096.2	806.8	42,755	41.1	403,163	12.0	1.3	5.9	11.1	28.8
2022E	11,391.4	1,304.8	947.9	50,232	18.0	434,663	12.5	1.4	6.1	12.0	25.2
2023E	10,245.9	1,144.6	834.6	44,228	-12.0	456,411	14.2	1.4	6.3	9.9	20.3
2024E	10,067.4	1,107.2	805.0	42,658	-3.5	479,400	14.8	1.3	6.2	9.1	18.7

표1 고려아연 1Q22 Preview

(십억원)	1Q22E	1Q21	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,636.8	2,200.5	19.8	2,986.1	-11.7	2,767.2	-4.7
영업이익	300.3	270.0	11.2	287.3	4.5	295.4	1.7
세전이익	305.6	290.2	5.3	291.5	4.9	298.2	2.5
지배순이익	219.4	209.6	4.7	204.2	7.4	213.4	2.8

자료: 고려아연, 메리츠증권 리서치센터

표2 고려아연 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	11,221	11,093	11,391	10,246	1.5%	-7.6%
영업이익	1,161	1,247	1,305	1,145	12.4%	-8.2%
영업이익률	10.3%	11.2%	11.5%	11.2%	1.1%p	-0.1%p
당기순이익	832	895	957	843	15.1%	-5.8%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 고려아연 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 고려아연 적정주가 산출

구분	적용값	내용
12개월 선행 순자산(십억원)	8,032.9	2022년 순자산 평균
적정 배수(배)	1.75	아연 가격 상승기인 2016~2017년의 고점 밸류에이션
적정 시가총액(십억원)	14,057.6	
발행 주식수(백만주)	18,870	기말 주식수
적정 주가(원)	740,000	
현재 주가(원)	630,000	
상승 여력(%)	17.5	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 고려아연 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
주요 가정												
아연 Blended TC	135.6	132.8	137.3	137.8	136.6	217.5	215.0	215.0	267.1	135.9	196.0	196.3
연 Blended TC	121.1	110.4	103.4	107.0	111.3	98.0	106.0	106.0	164.7	110.5	105.3	132.0
아연 가격(천원/톤)	3,233.2	3,417.3	3,628.6	4,053.2	4,438.1	4,946.1	4,539.0	4,419.1	2,814.4	3,583.1	4,585.6	3,547.3
연 가격(천원/톤)	2,520.2	2,603.4	2,985.3	3,122.0	3,146.7	3,165.1	3,139.2	3,220.8	2,381.6	2,807.7	3,167.9	2,627.6
은 가격(천원/oz)	919.1	950.8	975.8	896.3	879.2	956.5	930.2	924.3	746.2	935.5	922.5	917.5
실적 전망												
별도 매출	1,684.3	1,819.1	1,705.8	1,953.2	1,937.5	2,076.6	1,978.0	1,960.5	5,652.1	7,162.5	7,952.6	7,058.5
아연	521.4	558.9	534.9	665.0	710.3	791.6	726.5	707.3	1,835.4	2,280.2	2,935.7	2,341.2
연	261.9	300.5	279.8	362.0	330.4	332.4	329.6	338.2	987.4	1,204.2	1,330.6	1,064.4
은	227.2	245.9	212.5	234.0	215.8	230.2	228.8	227.3	619.7	919.6	902.1	902.5
금	524.8	537.2	508.4	510.0	484.1	526.6	512.1	508.9	1,713.2	2,080.4	2,031.7	2,020.6
기타	149.0	176.6	170.2	182.2	196.9	195.8	181.0	178.9	496.5	678.1	752.5	729.8
연결 매출	2,200.5	2,375.4	2,414.7	2,986.1	2,636.8	2,914.5	2,912.4	2,927.7	7,581.9	9,976.8	11,391.4	10,245.9
별도	1,684.3	1,819.1	1,705.8	1,953.2	1,937.5	2,076.6	1,978.0	1,960.5	5,652.1	7,162.5	7,952.6	7,058.5
SMH	200.4	239.7	233.2	163.5	176.7	226.6	275.1	286.3	691.4	836.8	964.7	914.7
기타	315.8	316.7	475.6	869.4	522.7	611.4	659.2	680.8	1,238.4	1,977.5	2,474.1	2,272.6
매출 성장률(% YoY)	27.0	46.4	22.2	32.7	19.8	22.7	20.6	-2.0	13.3	31.6	14.2	-10.1
연결 영업이익	270.0	273.1	265.8	287.3	300.3	358.0	331.7	314.7	897.4	1,096.1	1,304.8	1,144.6
별도	232.6	223.8	218.9	249.3	264.1	311.7	278.5	262.5	780.8	924.6	1,116.8	982.0
SMH	19.8	31.9	21.0	9.4	14.5	20.4	23.2	23.0	57.2	82.1	81.1	76.4
기타	17.6	17.3	25.9	28.6	21.8	25.9	30.0	29.3	59.4	89.4	106.9	86.1
영업이익률(%)	12.3	11.5	11.0	9.6	11.4	12.3	11.4	10.8	11.8	11.0	11.5	11.2
영업이익 성장률(% YoY)	32.2	66.5	-0.6	9.8	11.2	31.1	24.8	9.5	11.4	22.1	19.0	-12.3
세전이익	290.2	279.1	278.4	291.5	305.6	363.5	333.4	318.1	812.4	1,139.1	1,320.6	1,162.8
당기순이익	212.3	194.7	200.3	203.9	221.6	263.5	241.7	230.6	574.8	811.1	957.5	843.0
당기순이익률(%)	9.6	8.2	8.3	6.8	8.4	9.0	8.3	7.9	7.6	8.1	8.4	8.2

자료: 고려아연, 메리츠증권 리서치센터

고려아연 (010130)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	7,581.9	9,976.8	11,391.4	10,245.9	10,067.4
매출액증가율 (%)	13.3	31.6	14.2	-10.1	-1.7
매출원가	6,546.8	8,720.5	9,873.2	8,918.7	8,783.3
매출총이익	1,035.2	1,256.3	1,518.2	1,327.1	1,284.1
판매관리비	137.8	160.2	213.4	182.6	176.9
영업이익	897.4	1,096.2	1,304.8	1,144.6	1,107.2
영업이익률	11.8	11.0	11.5	11.2	11.0
금융손익	-81.9	46.3	21.2	40.8	50.1
중속/관계기업손익	-0.5	2.8	2.7	3.1	3.0
기타영업외손익	-2.6	-6.2	-8.1	-25.7	-38.7
세전계속사업이익	812.4	1,139.1	1,320.6	1,162.8	1,121.5
법인세비용	237.6	328.0	363.2	319.8	308.4
당기순이익	574.8	811.1	957.5	843.0	813.1
지배주주지분 손이익	573.0	806.8	947.9	834.6	805.0

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	4,912.9	5,689.0	6,181.8	6,304.7	6,680.7
현금및현금성자산	425.6	466.5	961.9	1,428.6	1,576.6
매출채권	380.5	515.9	505.8	433.9	434.4
재고자산	2,250.0	2,909.1	2,852.1	2,446.8	2,449.8
비유동자산	3,586.8	4,275.0	4,253.7	4,228.5	4,239.0
유형자산	3,194.1	3,459.0	3,441.3	3,438.4	3,449.2
무형자산	90.9	123.3	122.8	122.3	121.8
투자자산	217.6	593.1	590.0	568.2	568.3
자산총계	8,499.7	9,964.1	10,435.5	10,533.2	10,919.8
유동부채	1,118.4	1,770.5	1,667.4	1,407.3	1,367.2
매입채무	675.1	1,025.2	1,005.1	862.2	863.3
단기차입금	115.4	295.5	221.1	165.4	123.7
유동성장기부채	0.9	8.4	8.4	8.4	8.4
비유동부채	294.2	459.3	430.0	368.8	353.6
사채	0.0	1.1	1.1	1.1	1.1
장기차입금	4.7	126.1	102.7	83.7	68.1
부채총계	1,412.6	2,229.8	2,097.3	1,776.1	1,720.8
자본금	94.4	94.4	94.4	94.4	94.4
자본잉여금	56.6	57.3	57.3	57.3	57.3
기타포괄이익누계액	-67.3	-8.9	-8.9	-8.9	-8.9
이익잉여금	6,939.7	7,518.4	8,112.8	8,523.2	8,957.0
비지배주주지분	117.3	126.6	136.1	144.6	152.7
자본총계	7,087.0	7,734.2	8,338.2	8,757.0	9,199.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	456.5	606.9	1,271.3	1,369.2	1,079.3
당기순이익(손실)	574.8	811.1	957.5	843.0	813.1
유형자산상각비	278.6	289.4	296.0	295.1	295.9
무형자산상각비	0.1	0.5	0.5	0.5	0.5
운전자본의 증감	-500.8	-543.7	36.9	262.7	-2.0
투자활동 현금흐름	-547.6	-577.7	-322.8	-391.4	-503.0
유형자산의증가(CAPEX)	-662.1	-463.8	-278.3	-292.2	-306.8
투자자산의감소(증가)	-29.6	-372.6	5.8	24.9	2.8
재무활동 현금흐름	-171.4	1.7	-453.1	-511.1	-428.3
차입금의 증감	118.2	388.8	-99.6	-86.9	-57.1
자본의 증가	0.0	0.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-264.0	40.9	495.4	466.7	148.1
기초현금	689.5	425.6	466.5	961.9	1,428.6
기말현금	425.6	466.5	961.9	1,428.6	1,576.6

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	401,798	528,711	603,676	542,970	533,512
EPS(지배주주)	30,363	42,755	50,232	44,228	42,658
CFPS	63,499	74,213	81,787	71,893	69,341
EBITDAPS	62,327	73,448	84,861	76,323	74,384
BPS	369,358	403,163	434,663	456,411	479,400
DPS	15,000	20,000	24,000	21,000	20,000
배당수익률(%)	3.7	3.9	3.8	3.3	3.2
Valuation(Multiple)					
PER	13.2	12.0	12.5	14.2	14.8
PCR	6.3	6.9	7.7	8.8	9.1
PSR	1.0	1.0	1.0	1.2	1.2
PBR	1.1	1.3	1.4	1.4	1.3
EBITDA	1,176.1	1,386.0	1,601.3	1,440.2	1,403.6
EV/EBITDA	4.8	5.9	6.1	6.3	6.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.4	11.1	12.0	9.9	9.1
EBITDA 이익률	15.5	13.9	14.1	14.1	13.9
부채비율	19.9	28.8	25.2	20.3	18.7
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	538.8	263.2	376.3	411.7	489.6
매출채권회전율(x)	21.1	22.3	22.3	21.8	23.2
재고자산회전율(x)	4.0	3.9	4.0	3.9	4.1

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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2022년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

고려아연 (010130) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.01.20	산업브리프	Hold	500,000	민사영	-21.8	-7.8	
2021.01.20	1년 경과				-8.9	9.4	
2021.10.07	기업분석	Buy	650,000	문경원	-12.5	-6.6	
2021.10.28	기업브리프	Buy	690,000	문경원	-22.7	-8.6	
2022.04.08	기업브리프	Buy	740,000	문경원	-	-	