

# 고려아연 (010130)

금속



이현수

02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>690,000원 (M)</b>
현재주가 (10/11)	<b>609,000원</b>
상승여력	<b>13%</b>

시가총액	120,967억원
총발행주식수	19,863,158주
60일 평균 거래대금	399억원
60일 평균 거래량	68,270주
52주 고	672,000원
52주 저	450,000원
외인지분율	21.80%
주요주주	영풍 외 50 인 41.07%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.0)	31.4	14.7
상대	7.7	40.3	54.7
절대(달러환산)	(4.7)	19.4	(4.5)

## 흔들림은 어울리지 않는다

### 3Q22(E): 영업이익 3,220억원 추정 (yoy +21%, qoq -16%)

1)별도: 3Q 영업이익은 2,890억원으로 전망. 6-8월 LME 아연 및 연, 은 평균가격은 각각 3,441달러/톤, 2,041달러/톤, 20.1달러/온스로 당사 예상치(3,339달러/톤, 2,039달러/톤, 20.4달러/온스)와 유사한 수준 나타내. 2Q 판매량이 저조했던 바 3Q 판매량은 전분기비 증가할 것으로 예상했으나 해당 품목 가격이 모두 전분기비 -10% 이상 하락한 영향으로 아연, 연, 은 판매량이 당초 당사 전망치 대비 약 -5% 가량 적을 것으로 추정. 하지만 3Q 원화 약세 강도가 예상보다 크게 나타나며 판매량 부진에 따른 부정적 영향을 일부 상쇄했을 것으로 판단. 2)연결: 아연 가격 하락으로 스틸사이클 영업이익은 전분기비 감소했을 것으로 추정.

### 4Q, 판매량 회복할 것으로 예상

9월 하순 달러인덱스(DXY)가 약세를 나타냈으나 10월 들어 다시 강보합을 나타내는 중. 쉽사리 달러 약세를 예측하기 어려운 상황으로 4Q 주요 상품가격(분기 평균)은 3Q 대비 약세 국면을 이어갈 것으로 예상. 다만 에너지 비용 상승에 따라 세계 제련업체들이 생산 원가 압박을 받고 있어 공급에 대한 이슈가 발생할 여지 있어. 이에 따라 4Q를 기점으로 상품가격은 안정세를 찾아갈 가능성 염두에 두어야. 한편 동사가 연초에 제시한 판매량 가이드를 감안하고 4Q 중 상품가격이 안정된다면 전분기비 판매량 증가를 기대해볼 수 있을 것으로 판단. 4Q 영업이익은 판매량 회복에 힘입어 전분기비 증가할 것으로 추정.

### 2023년, 건조한 본업(제련)에 α(신사업)가 더해지는 시기

중국 수입 아연 정광 Spot TC가 6-8월 하락한 후 9월 이후 다시 상승 중. 9월 말 가격은 220달러/톤으로 2021년 9월 말 대비 +144% 상승. 유럽을 위시로 한 아연 제련업체들의 생산 차질이 나타날 경우 2023년 아연 정광 BM TC는 전년대비 상승할 것으로 판단되며 이는 환율 효과(원화 약세)가 감소하는 2023년 동사의 수익성을 방어하는 요인이 될 것으로 예상. 이에 더해 2023년 하반기 케이잼(전지박)의 상업 생산이 예상되는 바 신사업에 대한 부분이 점차 동사 가치에 영향을 줄 것으로 판단. 최근 이슈가 되고 있는 지분 경쟁과 관련해서는 합리적 의심을 가능하게 하는 정황들이 포착되고 있는 것이 사실이나 기업 가치와는 별개의 사안으로 이 부분에 대해서는 추후 상황을 지켜봐야 할 것으로 사료됨.

	3Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	27,313	13.1	-4.2	26,899	1.5
영업이익	3,215	21.0	-15.6	2,953	8.9
세전계속사업이익	3,223	15.8	-25.6	2,920	10.4
지배순이익	2,300	15.4	-20.9	2,082	10.4
영업이익률 (%)	11.8	+0.8 %pt	-1.6 %pt	11.0	+0.8 %pt
지배순이익률 (%)	8.4	+0.1 %pt	-1.8 %pt	7.7	+0.7 %pt

자료: 유안타증권

	결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액		75,819	99,768	109,664	104,383
영업이익		8,974	10,961	13,242	12,214
지배순이익		5,730	8,068	9,211	8,862
PER		12.9	11.0	13.1	13.7
PBR		1.0	1.1	1.4	1.3
EV/EBITDA		4.6	5.3	6.8	6.9
ROE		8.4	11.1	11.5	10.2

자료: 유안타증권

[표-1] 고려아연 실적 추정 - 별도

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

		2021	2022E	2023E	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	QoQ	YoY	4Q22E
원/달러	3개월전	1,128	1,248	1,350	1,117	1,114	1,121	1,159	1,183	1,205	1,261	4.7%	12.5%	1,341
	당월	1,144	1,289	1,350	1,114	1,121	1,159	1,183	1,205	1,261	1,341	6.3%	15.8%	1,350
금속가격(전월)	아연	2,951	3,519	3,099	2,743	2,862	2,962	3,236	3,539	4,025	3,441	-14.5%	16.2%	3,073
(달러/톤)	연	2,177	2,134	1,981	2,038	2,047	2,314	2,308	2,310	2,289	2,041	-10.8%	-11.8%	1,895
*은 - 달러/온스	은	25.4	21.5	19.3	26.1	26.3	25.5	23.6	23.1	23.9	20.1	-16.0%	-21.3%	19.0
금속가격(당월)	아연	3,003	3,484	3,116	2,747	2,916	2,990	3,357	3,727	3,914	3,273	-16.4%	9.4%	3,021
(달러/톤)	연	2,200	2,104	1,987	2,014	2,128	2,333	2,326	2,325	2,196	1,976	-10.0%	-15.3%	1,920
*은 - 달러/온스	은	25.2	21.2	19.3	26.3	26.7	24.3	23.4	24.0	22.7	19.2	-15.1%	-20.9%	19.0
금속가격(분기말)	아연	3,590	2,969	3,181	2,805	2,967	2,976	3,590	4,233	3,183	3,014	-5.3%	1.3%	2,969
(달러/톤)	연	2,338	1,945	2,024	1,953	2,265	2,120	2,338	2,421	1,904	1,912	0.5%	-9.8%	1,945
*은 - 달러/온스	은	23.3	19.1	19.7	24.4	26.1	22.2	23.3	24.8	20.3	19.0	-6.2%	-14.2%	19.1
매출액		7,163	7,874	7,741	1,684	1,819	1,706	1,953	1,817	2,052	1,960	-4.5%	14.9%	2,046
(십억원)	아연	2,280	2,988	2,861	521	559	535	665	662	811	747	-7.9%	39.6%	768
	연	1,203	1,319	1,336	262	301	280	361	320	320	328	2.4%	17.1%	352
	은	2,080	1,793	1,747	525	537	508	510	427	450	449	-0.2%	-11.7%	467
	기타	1,599	1,773	1,798	376	423	383	417	408	471	436	-7.4%	13.9%	459
판매량	아연	636	630	647	161	164	147	164	146	154	155	0.9%	5.3%	174
(천톤)	연	429	420	430	104	115	94	116	101	98	104	6.8%	11.3%	117
*은 (톤)	은	2,226	2,038	2,097	572	565	521	568	478	469	521	11.1%	-0.1%	570
판매단가	아연	3,584	4,744	4,424	3,233	3,417	3,629	4,053	4,520	5,275	4,813	-8.8%	32.6%	4,405
(천원/톤)	연	2,805	3,144	3,107	2,521	2,603	2,985	3,113	3,184	3,278	3,141	-4.2%	5.2%	3,001
*은 (천원/온스)	은	29.1	27.4	25.9	28.5	29.6	30.3	27.9	27.8	29.9	26.8	-10.2%	-11.6%	25.5
영업이익		925	1,164	1,099	233	224	219	249	221	348	289	-16.9%	32.2%	306
이익률		12.9%	14.8%	14.2%	13.8%	12.3%	12.8%	12.8%	12.1%	17.0%	14.8%	-2.2%p	1.9%p	15.0%

자료: 유안타증권

[표-2] 고려아연 실적 추정 - 연결

(단위: 십억원)

		2021	2022E	2023E	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	QoQ	YoY	4Q22E
매출액		9,977	10,966	10,438	2,201	2,375	2,415	2,986	2,661	2,851	2,731	-4.2%	13.1%	2,722
영업이익		1,096	1,324	1,221	270	273	266	287	285	381	322	-15.7%	21.0%	337
이익률		11.0%	12.1%	11.7%	12.3%	11.5%	11.0%	9.6%	10.7%	13.4%	11.8%	-1.6%p	0.8%p	12.4%
세전이익		1,139	1,313	1,256	290	279	278	291	217	433	322	-25.6%	15.8%	340
이익률		11.4%	12.0%	12.0%	13.2%	11.7%	11.5%	9.8%	8.1%	15.2%	11.8%	-3.4%p	0.3%p	12.5%
지배순이익		807	921	886	210	194	199	204	158	291	230	-20.9%	15.4%	243
이익률		8.1%	8.4%	8.5%	9.5%	8.2%	8.3%	6.8%	5.9%	10.2%	8.4%	-1.8%p	0.2%p	8.9%

자료: 유안타증권

[표-3] 고려이연 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	3Q22E	2022E	2023E	3Q22E	2022E	2023E	3Q22E	2022E	2023E
매출액	2,737	10,833	9,978	2,731	10,966	10,438	-0.2%	1.2%	4.6%
영업이익	329	1,310	1,184	322	1,324	1,221	-2.3%	1.1%	3.2%
OPM	12.0%	12.1%	11.9%	11.8%	12.1%	11.7%	-0.3%p	0.0%p	-0.2%p
지배순이익	223	884	780	230	921	886	3.2%	4.2%	13.6%

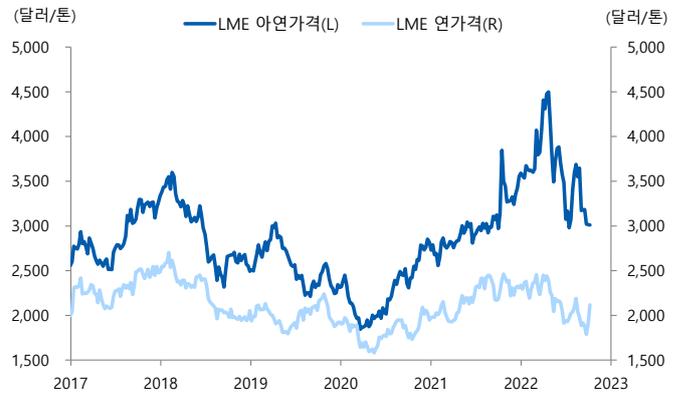
자료: 유안타증권

[그림-1] 달러 인덱스와 LME 인덱스



자료: Bloomberg, 주: 2022년 10월 7일 기준

[그림-2] LME 아연 및 연 가격



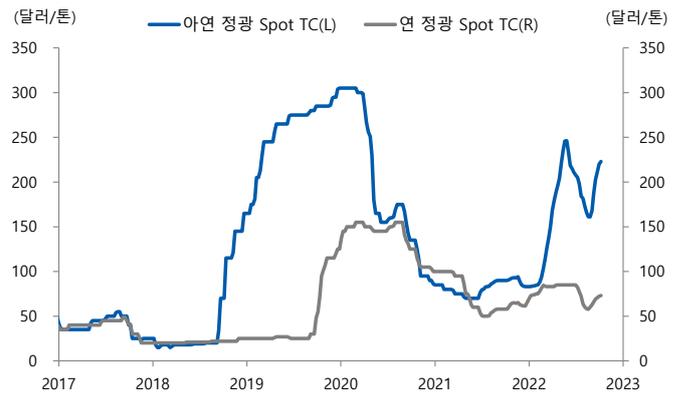
자료: Bloomberg, 주: 2022년 10월 7일 기준

[그림-3] 귀금속 가격



자료: Bloomberg, 주: 2022년 10월 7일 기준

[그림-4] 중국 수입 아연정광 및 연정광 Spot 제련수수료



자료: Bloomberg, 주: 2022년 10월 7일 기준

고려아연 (010130) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	75,819	99,768	109,664	104,383	107,149
매출원가	65,468	87,205	94,599	90,445	93,059
매출총이익	10,352	12,563	15,064	13,938	14,090
판매비	1,378	1,602	1,823	1,724	1,770
영업이익	8,974	10,961	13,242	12,214	12,321
EBITDA	11,761	13,860	16,256	15,530	15,839
영업외손익	-850	429	-116	351	893
외환관련손익	308	-108	-390	-400	0
이자손익	239	235	419	647	790
관계기업관련손익	-5	28	48	0	0
기타	-1,392	274	-193	104	104
법인세비용차감전순손익	8,124	11,391	13,126	12,565	13,214
법인세비용	2,376	3,280	3,644	3,518	3,700
계속사업순손익	5,748	8,111	9,482	9,047	9,514
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,748	8,111	9,482	9,047	9,514
지배지분순이익	5,730	8,068	9,211	8,862	9,320
포괄순이익	5,039	9,076	11,310	10,802	11,270
지배지분포괄이익	5,018	9,023	11,001	10,558	11,015

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	4,565	6,069	10,648	11,239	11,992
당기순이익	5,748	8,111	9,482	9,047	9,514
감가상각비	2,786	2,894	3,003	3,305	3,508
외환손익	-192	52	173	400	0
중속, 관계기업관련손익	5	-28	-48	0	0
자산부채의 증감	-5,008	-5,437	-2,172	-1,718	-1,235
기타현금흐름	1,225	478	211	205	205
투자활동 현금흐름	-5,476	-5,777	-912	-5,516	-5,516
투자자산	1,303	-2,068	1,904	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-6,621	-4,638	-4,557	-6,000	-6,000
유형자산 감소	9	9	2	0	0
기타현금흐름	-167	920	1,738	484	484
재무활동 현금흐름	-1,714	17	-1,087	-4,082	-4,082
단기차입금	850	1,385	1,964	0	0
사채 및 장기차입금	-15	1,250	427	0	0
자본	0	0	50	0	0
현금배당	-2,599	-2,775	-3,675	-4,247	-4,247
기타현금흐름	49	157	147	164	164
연결범위변동 등 기타	-15	101	1,041	2,398	904
현금의 증감	-2,640	409	9,690	4,039	3,298
기초 현금	6,895	4,256	4,665	14,355	18,393
기말 현금	4,256	4,665	14,355	18,393	21,691
NOPLAT	8,974	10,961	13,242	12,214	12,321
FCF	-2,056	1,431	6,092	5,239	5,992

자료: 유안타증권

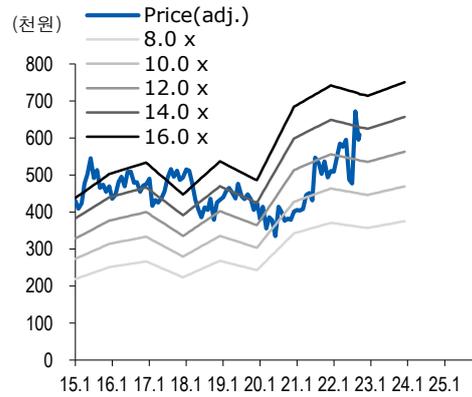
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	49,129	56,890	62,394	66,102	70,343
현금및현금성자산	4,256	4,665	14,355	18,393	21,691
매출채권 및 기타채권	4,475	5,918	7,162	7,106	7,239
재고자산	22,500	29,091	30,851	30,577	31,387
비유동자산	35,868	42,750	50,373	53,057	55,538
유형자산	31,941	34,590	37,478	40,173	42,666
관계기업등 지분관련자산	213	1,380	1,441	1,441	1,441
기타투자자산	1,963	4,550	5,741	5,741	5,741
자산총계	84,996	99,640	112,767	119,159	125,881
유동부채	11,184	17,705	22,268	22,021	23,530
매입채무 및 기타채무	8,051	11,747	9,770	9,523	11,032
단기차입금	1,154	2,955	9,890	9,890	9,890
유동성장기부채	9	84	11	11	11
비유동부채	2,942	4,593	5,459	5,459	5,459
장기차입금	47	1,261	1,893	1,893	1,893
사채	0	11	12	12	12
부채총계	14,126	22,298	27,727	27,480	28,989
지배지분	69,698	76,077	83,614	90,125	95,338
자본금	944	944	993	993	993
자본잉여금	566	573	571	571	571
이익잉여금	69,397	75,184	80,861	85,616	90,829
비지배지분	1,172	1,265	1,425	1,554	1,554
자본총계	70,870	77,342	85,040	91,679	96,892
순차입금	-20,374	-16,615	-11,093	-15,132	-18,430
총차입금	1,365	4,612	12,240	12,240	12,240

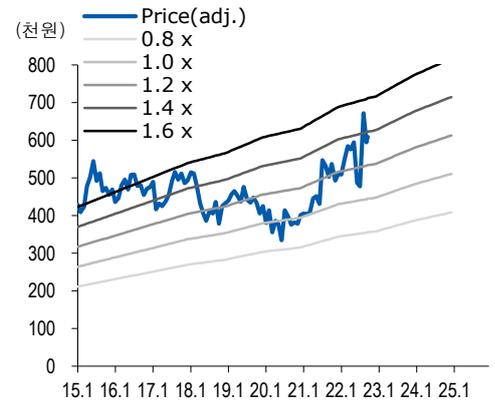
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	30,363	42,755	46,371	44,613	46,919
BPS	394,347	430,439	447,916	482,793	510,717
EBITDAPS	62,327	73,448	81,840	78,186	79,742
SPS	401,798	528,711	552,096	525,512	539,437
DPS	15,000	20,000	22,000	22,000	22,000
PER	12.9	11.0	13.1	13.7	13.0
PBR	1.0	1.1	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	4.6	5.3	6.8	6.9	6.6
PSR	1.0	0.9	1.1	1.2	1.1

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	13.3	31.6	9.9	-4.8	2.6
영업이익 증가율 (%)	11.4	22.1	20.8	-7.8	0.9
지배순이익 증가율 (%)	-9.5	40.8	14.2	-3.8	5.2
매출총이익률 (%)	13.7	12.6	13.7	13.4	13.2
영업이익률 (%)	11.8	11.0	12.1	11.7	11.5
지배순이익률 (%)	7.6	8.1	8.4	8.5	8.7
EBITDA 마진 (%)	15.5	13.9	14.8	14.9	14.8
ROIC	13.6	14.5	15.0	12.4	12.1
ROA	7.0	8.7	8.7	7.6	7.6
ROE	8.4	11.1	11.5	10.2	10.1
부채비율 (%)	19.9	22.8	32.6	30.0	29.9
순차입금/자기자본 (%)	-29.2	-21.8	-13.3	-16.8	-19.3
영업이익/금융비용 (배)	538.8	263.2	78.4	59.3	59.8

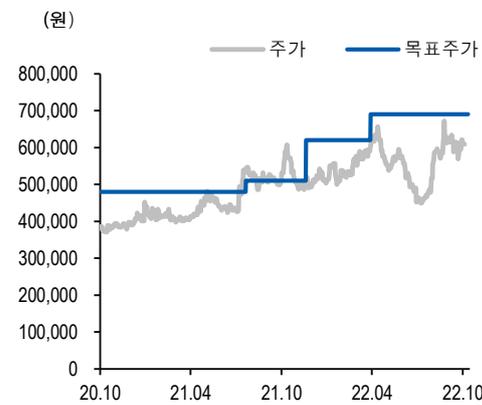
P/E band chart



P/B band chart



고려아연 (010130) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-10-12	BUY	690,000	1년		
2022-04-05	BUY	690,000	1년		
2021-11-26	BUY	620,000	1년	-13.33	-2.90
2021-07-28	HOLD	510,000	1년	2.35	-
2021-01-07	HOLD	480,000	1년	-12.62	-
2020-09-24	BUY	480,000	1년	-18.50	-5.83

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	93.5
Hold(중립)	5.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-10-09

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.