



BUY(Maintain)

목표주가: 750,000원
주가(1/11): 547,000원
시가총액: 108,651억원



철강금속/유틸리티 Analyst 이종형
leejh@kiwoom.com

Stock Data

| | | | |
|--------------|----------|------------|-------|
| KOSPI (1/11) | | 2,359.53pt | |
| 52 주 주가동향 | 최고가 | 최저가 | |
| 최고/최저가 대비 | 672,000원 | 450,000원 | |
| 등락률 | -18.6% | 21.6% | |
| 수익률 | 절대 | 상대 | |
| | 1M | -9.1% | -8.0% |
| | 6M | 18.0% | 17.1% |
| | 1Y | 5.8% | 31.3% |

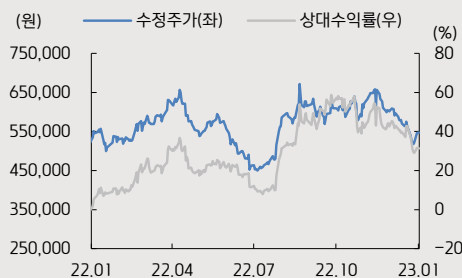
Company Data

| | |
|--------------|----------------|
| 발행주식수 | 19,863 천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 79천주 |
| 외국인 지분율 | 23.2% |
| 배당수익률(2022E) | 3.5% |
| BPS(2022E) | 400,737원 |
| 주요 주주 | 영풍 외 53인 41.8% |

투자지표

| (십억원, IFRS **) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 7,582 | 9,977 | 11,219 | 10,773 |
| 영업이익 | 897 | 1,096 | 1,015 | 1,041 |
| EBITDA | 1,176 | 1,386 | 1,316 | 1,352 |
| 세전이익 | 812 | 1,139 | 921 | 1,026 |
| 순이익 | 575 | 811 | 672 | 749 |
| 지배주주지분순이익 | 573 | 807 | 648 | 722 |
| EPS(원) | 30,363 | 42,755 | 32,626 | 36,332 |
| 증감률(%YoY) | -9.5 | 40.8 | -23.7 | 11.4 |
| PER(배) | 13.2 | 12.0 | 16.8 | 15.1 |
| PBR(배) | 1.09 | 1.27 | 1.36 | 1.30 |
| EV/EBITDA(배) | 4.8 | 5.9 | 7.6 | 6.9 |
| 영업이익률(%) | 11.8 | 11.0 | 9.0 | 9.7 |
| ROE(%) | 8.4 | 11.1 | 8.3 | 8.8 |
| 순부채비율(%) | -28.6 | -20.7 | -17.3 | -19.9 |

Price Trend



고려아연 (010130)

올해는 SMC 정상화와 금가격 주목



4분기 실적은 완전히 정상화되지는 못했어도 3분기보다는 회복되며 컨센서스 부합이 예상됩니다. 한편, 신규설비 완공에도 불구하고 가동 지연으로 22년 대규모 적자를 기록했던 호주 SMC는 올해 상반기내로 설비가동과 함께 빠른 수익성 정상화가 기대됩니다. 최근 미국 국채금리 하락으로 7개월래 최고치로 상승하고 있는 금가격을 주목할 필요가 있으며, 귀금속가격 상승이 주가상승을 자극할 것으로 판단합니다.

>>> 4분기는 3분기보다 회복되며 컨센서스 부합 전망

영업이익은 1,981억원(+32%QoQ, -31%YoY)으로 키움증권 기존 추정치 2,493억원은 하회하지만 최근 낮아진 시장 컨센서스 1,995억원에는 부합이 예상된다. 3분기 일시적으로 늘어났던 제품재고 판매로 4분기 별도기준 아연과 연 판매량이 3분기대비 약 30% 증가가 예상되지만, 메탈가격 하락과 상대적으로 하락속도가 더디었던 고가 정광 투입으로 수익성 회복이 당초 기대보다는 지연되었기 때문에 추정된다. 아직 정상적인 이익체력에 도달하지는 못했지만 3분기를 최악으로 수익성이 회복국면에 진입한 점은 긍정적이다.

>>> 올해는 호주 SMC 정상화와 금가격을 주목

호주 회사 SMC는 2021년말 전해공장증설과 조액공정합리화 완료이후 2022년부터 아연 생산능력 확대와 회수율 상승으로 본격적인 실적 개선을 기대했지만 설비 허가 등 예상치 못했던 문제로 신규 설비의 가동이 지연되면서 생산량 감소와 함께 수익성이 급격히 악화되었다. SMC 영업이익은 2021년 7,236만달러 흑자에서 2022년 3분기누계 -2,664만달러 적자로 전환되었고 4분기에도 적자기조가 지속된 것으로 추정된다. 하지만 올해 상반기내로 신규 설비에 대한 허가획득 및 가동이 기대되며 이미 한국 온산제련소에서 생산이 정상적으로 이뤄지고 있는 설비인 만큼 가동만 시작된다면 SMC 수익성은 빠르게 회복될 것으로 예상된다.

한편, 올해는 메탈 중에서도 금/은 등 귀금속가격 상승모멘텀을 주목할 필요가 있다. 2022년 고려아연 별도기준 매출액 중 금 11%, 은 24% 등 귀금속비중이 35%에 달하기 때문이다. 은가격은 금가격과 주로 동행하며, 금가격은 미국 국채금리와 반대로 움직이는 특징이 있는데, 예상대로 올해 1분기를 기점으로 미국의 기준금리 인상이 마무리되고 미국 경기가 둔화된다면 1월 중순 현재 7개월래 최고치로 상승한 금/은가격 상승압력이 지속적으로 높아질 수 있기 때문이다.

작년 하반기 지배구조 관련이슈가 부각되며 상승했던 주가는 12월이후 하락해 현재 Valuation 매력을 회복했다. 실적전망치 하향을 반영해 목표주가를 75만원(12mf PBR 1.8X)으로 -7% 하향하지만 투자 의견 BUY를 유지한다.

고려아연 4Q22 실적 프리뷰

| (단위: 십억원) | 4Q22E | 기존 추정 | %차이 | 컨센서스 | %차이 | 3Q22 | %QoQ | 4Q21 | %YoY |
|-----------|---------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|
| 매출액 | 2,962.2 | 2,960.9 | 0.0 | 2,853.5 | 3.8 | 2,744.5 | 7.9 | 2,986.1 | -0.8 |
| 별도 | 2,266.2 | 2,264.9 | 0.1 | 2,176.7 | 4.1 | 2,048.5 | 10.6 | 1,953.2 | 16.0 |
| 별도 외 | 696.0 | 696.0 | 0.0 | 676.8 | 2.8 | 696.0 | 0.0 | 1,032.9 | -32.6 |
| 영업이익 | 198.1 | 249.3 | -20.5 | 199.5 | -0.7 | 150.7 | 31.5 | 287.3 | -31.0 |
| 별도 | 228.1 | 269.3 | -15.3 | 236.2 | -3.4 | 206.4 | 10.5 | 249.3 | -8.5 |
| 별도 외 | -30.0 | -20.0 | 적확 | -36.7 | 적지 | -55.7 | 적속 | 38.0 | 적전 |
| 영업이익률 | 6.7 | 8.4 | | 7.0 | | 5.5 | | 9.6 | |
| 별도 | 10.1 | 11.9 | | 10.9 | | 10.1 | | 12.8 | |
| 별도 외 | -4.3 | -2.9 | | -5.4 | | -8.0 | | 3.7 | |
| 세전이익 | 180.3 | 243.6 | -26.0 | 209.0 | -13.7 | 90.9 | 98.4 | 291.5 | -38.1 |
| 순이익 | 131.0 | 177.2 | -26.1 | 140.4 | -6.7 | 70.3 | 86.3 | 203.9 | -35.7 |
| 지배순이익 | 125.7 | 170.8 | -26.4 | 159.4 | -21.1 | 73.8 | 70.4 | 204.2 | -38.4 |
| 아연가격(USD) | 3,007 | 3,000 | 0.2 | | | 3,438 | -12.5 | 3,243 | -7.3 |
| 연가격(USD) | 1,987 | 2,000 | -0.6 | | | 2,041 | -2.6 | 2,314 | -14.1 |
| 은가격(USD) | 19.8 | 20.0 | -1.0 | | | 20.1 | -1.5 | 23.6 | -16.1 |
| 원달러환율 | 1,359 | 1,350 | 0.7 | | | 1,338 | 1.6 | 1,183 | 14.9 |

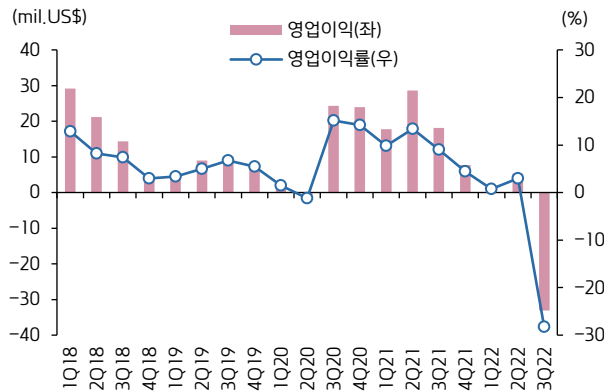
자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 별도기준 분기 Sales Breakdown

| | | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22E | %QoQ | %YoY |
|--------------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|
| 판매량(톤) | 아연 | 161,266 | 163,551 | 147,414 | 164,068 | 146,469 | 153,747 | 145,528 | 188,678 | 29.7 | 15.0 |
| | 연 | 103,919 | 115,423 | 93,725 | 115,953 | 100,516 | 97,623 | 99,110 | 127,548 | 28.7 | 10.0 |
| | 금(Kg) | 3,529 | 3,756 | 3,187 | 3,414 | 2,695 | 2,971 | 3,050 | 3,414 | 11.9 | 0.0 |
| | 은 | 571 | 565 | 521 | 569 | 478 | 469 | 573 | 626 | 9.2 | 10.0 |
| | 구리 | 7,504 | 7,003 | 6,505 | 6,432 | 6,150 | 7,103 | 6,437 | 6,754 | 4.9 | 5.0 |
| 매출액(십억원) | 아연 | 521 | 559 | 535 | 665 | 662 | 811 | 718 | 835 | 16.3 | 25.6 |
| | 연 | 262 | 301 | 280 | 362 | 320 | 320 | 306 | 391 | 27.7 | 8.0 |
| | 금 | 227 | 246 | 213 | 234 | 196 | 226 | 227 | 246 | 8.2 | 5.0 |
| | 은 | 525 | 537 | 508 | 510 | 427 | 451 | 516 | 564 | 9.4 | 10.7 |
| | 구리 | 70 | 77 | 71 | 74 | 74 | 86 | 67 | 68 | 1.4 | -8.2 |
| | 기타 | 79 | 100 | 100 | 108 | 138 | 158 | 214 | 162 | -24.3 | 50.0 |
| 합계 | 1,684 | 1,819 | 1,706 | 1,953 | 1,817 | 2,052 | 2,048 | 2,266 | 10.6 | 16.0 | |
| 적용 메탈가격(USD) | 아연 | 2,744 | 2,863 | 2,961 | 3,243 | 3,554 | 4,035 | 3,438 | 3,007 | -12.5 | -7.3 |
| | 연 | 2,040 | 2,051 | 2,318 | 2,314 | 2,316 | 2,300 | 2,041 | 1,987 | -2.6 | -14.1 |
| | 금 | 1,846 | 1,776 | 1,802 | 1,791 | 1,823 | 1,913 | 1,779 | 1,692 | -4.9 | -5.5 |
| | 은 | 26.0 | 26.2 | 25.5 | 23.6 | 23.1 | 23.9 | 20.1 | 19.8 | -1.5 | -16.1 |
| | 구리 | 8,062 | 9,508 | 9,468 | 9,622 | 9,756 | 9,928 | 8,175 | 7,795 | -4.6 | -19.0 |
| 원달러환율 | 1,114 | 1,121 | 1,157 | 1,183 | 1,205 | 1,260 | 1,338 | 1,359 | 1.6 | 14.9 | |

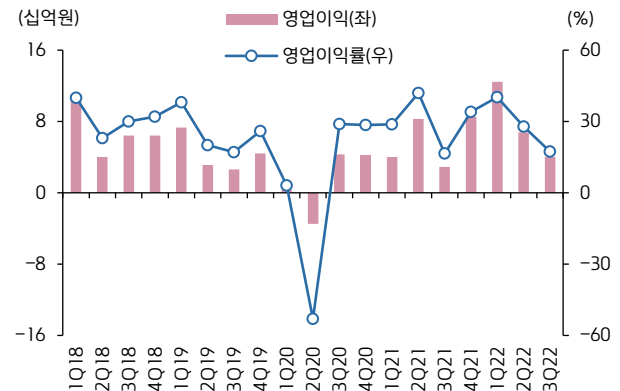
자료: 고려아연, 키움증권

호주 SMC 실적



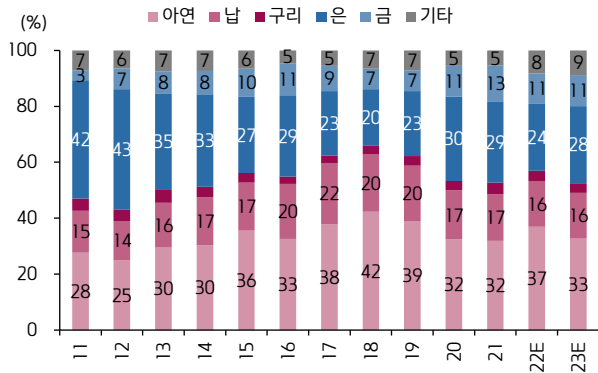
자료: 고려아연, 키움증권

경주 스틸사이클(징크옥스) 실적



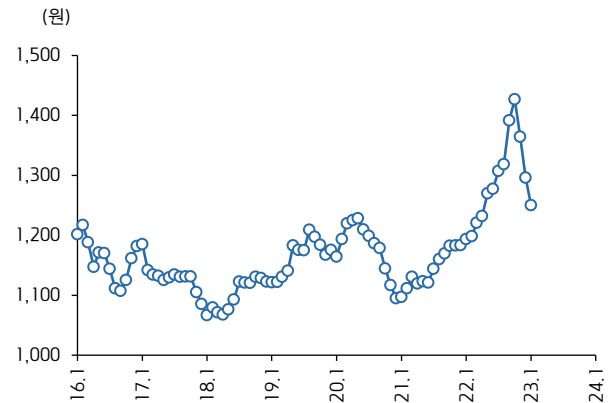
자료: 고려아연, 키움증권

품목별 매출비중(별도기준)



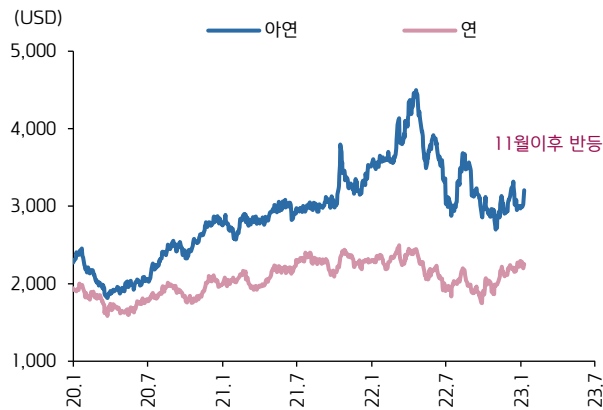
자료: 고려아연, 키움증권

원달러 환율



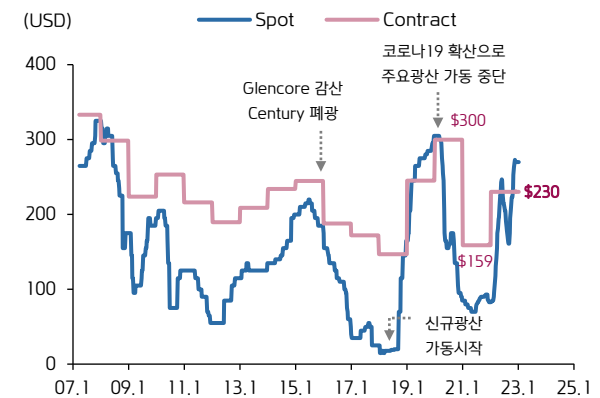
주: 원달러환율 상승시 수익성 개선
자료: Bloomberg, 키움증권

아연/연가격 추이



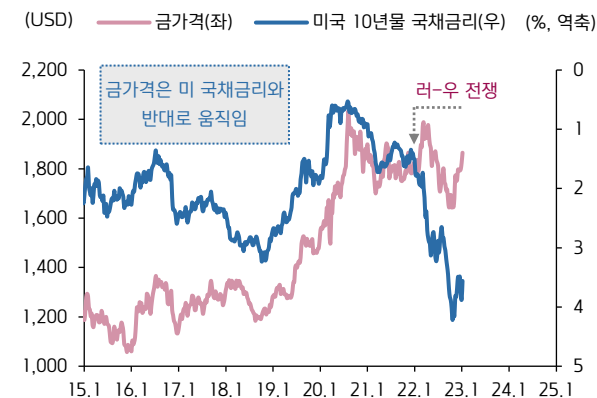
자료: Bloomberg, 키움증권

아연 제련수수료(TC)



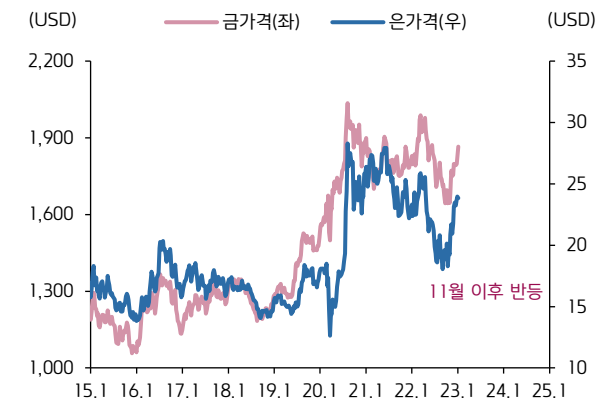
주: 2022년 벤치마크 TC는 Base Price/TC \$3,800/\$230, escalator +5%
자료: Bloomberg, 키움증권

금가격과 미국 국채금리



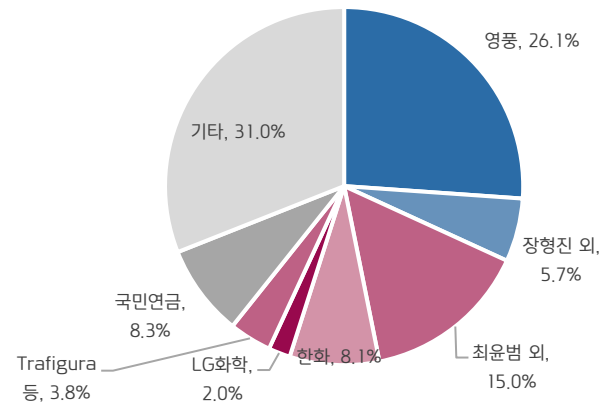
자료: Bloomberg, 키움증권

금/은가격 추이



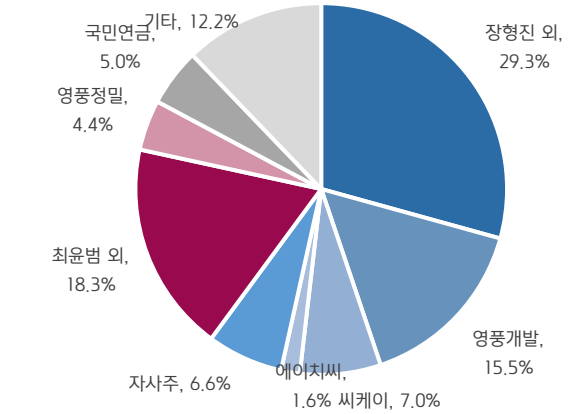
자료: Bloomberg, 키움증권

고려아연 주주구성(12/15 기준)



자료: 전자공시, 키움증권

영풍 주주구성(11/14 기준)



자료: 전자공시, 키움증권

고려아연 분기실적 추이

| (단위: 십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22E | 1Q23E | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 2,661 | 2,851 | 2,744 | 2,962 | 2,653 | 2,687 | 2,712 | 2,720 |
| 별도 | 1,817 | 2,052 | 2,048 | 2,266 | 1,957 | 1,991 | 2,017 | 2,024 |
| 별도 외 | 845 | 799 | 696 | 696 | 696 | 696 | 696 | 696 |
| 영업이익 | 285 | 381.2 | 150.7 | 198.1 | 240.4 | 254.1 | 268.1 | 278.2 |
| 별도 | 221 | 348.0 | 206.4 | 228.1 | 230.4 | 234.1 | 238.1 | 238.2 |
| 별도 외 | 64 | 33.2 | -55.7 | -30.0 | 10.0 | 20.0 | 30.0 | 40.0 |
| 영업이익률 | 10.7 | 13.4 | 5.5 | 6.7 | 9.1 | 9.5 | 9.9 | 10.2 |
| 별도 | 12.1 | 17.0 | 10.1 | 10.1 | 11.8 | 11.8 | 11.8 | 11.8 |
| 별도 외 | 7.6 | 4.2 | -8.0 | -4.3 | 1.4 | 2.9 | 4.3 | 5.7 |
| 세전이익 | 217 | 433 | 91 | 180 | 237 | 251 | 264 | 273 |
| 순이익 | 148 | 323 | 70 | 131 | 173 | 183 | 193 | 199 |
| 지배순이익 | 158 | 291 | 74 | 126 | 167 | 177 | 186 | 192 |
| 아연가격(USD) | 3,554 | 4,035 | 3,438 | 3,007 | 3,000 | 3,000 | 3,000 | 3,000 |
| 연가격(USD) | 2,316 | 2,300 | 2,041 | 1,987 | 2,200 | 2,200 | 2,200 | 2,200 |
| 은가격(USD) | 23.1 | 23.9 | 20.1 | 19.8 | 24.0 | 24.0 | 24.0 | 24.0 |
| 원달러환율 | 1,205 | 1,260 | 1,338 | 1,359 | 1,250 | 1,250 | 1,250 | 1,250 |

자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 별도기준 가정치

| (단위: 십억원) | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 판매량(천톤) | 아연 | 676 | 634 | 651 | 636 | 634 | 643 | 652 |
| | 연 | 413 | 401 | 415 | 429 | 425 | 425 | 425 |
| | 은(톤) | 1,995 | 2,028 | 2,304 | 2,226 | 2,146 | 2,220 | 2,220 |
| | 금(톤) | 9.5 | 7.5 | 9.2 | 13.9 | 12.1 | 12.5 | 12.5 |
| | 구리 | 24 | 26 | 26 | 27 | 26 | 27 | 27 |
| 적용 메탈가격(USD) | 아연 | 2,972 | 2,579 | 2,222 | 2,953 | 3,508 | 3,000 | 3,000 |
| | 연 | 2,289 | 2,003 | 1,814 | 2,181 | 2,161 | 2,200 | 2,200 |
| | * 전월평균기준 은(/oz) | 15.8 | 16.0 | 19.9 | 25.3 | 21.7 | 24.0 | 24.0 |
| | 금(/oz) | 1,271 | 1,373 | 1,739 | 1,804 | 1,802 | 1,800 | 1,800 |
| | 구리 | 6,587 | 6,008 | 6,028 | 9,165 | 8,913 | 8,500 | 8,500 |
| 원달러환율 | | 1,100 | 1,165 | 1,180 | 1,144 | 1,290 | 1,250 | 1,250 |
| 매출액 | 아연 | 2,341 | 2,033 | 1,835 | 2,280 | 3,026 | 2,612 | 2,647 |
| | 연 | 1,129 | 1,033 | 987 | 1,204 | 1,337 | 1,312 | 1,312 |
| | 은 | 1,121 | 1,215 | 1,713 | 2,080 | 1,958 | 2,203 | 2,203 |
| | 금 | 404 | 391 | 620 | 920 | 895 | 882 | 882 |
| | 구리 | 172 | 179 | 186 | 291 | 295 | 274 | 274 |
| | 기타 | 360 | 368 | 310 | 387 | 672 | 706 | 741 |
| | 합계 | 5,528 | 5,219 | 5,652 | 7,163 | 8,183 | 7,989 | 8,059 |
| 영업이익 | 648 | 729 | 781 | 925 | 1,003 | 941 | 969 | |
| 영업이익률(%) | 11.7 | 14.0 | 13.8 | 12.9 | 12.3 | 11.8 | 12.0 | |

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 | 11,219 | 10,773 | 10,843 |
| 별도 | 5,528 | 5,219 | 5,652 | 7,163 | 8,183 | 7,989 | 8,059 |
| 별도 외 | 1,356 | 1,476 | 1,930 | 2,814 | 3,036 | 2,784 | 2,784 |
| 영업이익 | 765 | 805 | 897 | 1,096 | 1,015 | 1,041 | 1,129 |
| 별도 | 648 | 729 | 781 | 925 | 1,003 | 941 | 969 |
| 별도 외 | 117 | 76 | 117 | 172 | 11 | 100 | 160 |
| 영업이익률 | 11.1 | 12.0 | 11.8 | 11.0 | 9.0 | 9.7 | 10.4 |
| 별도 | 11.7 | 14.0 | 13.8 | 12.9 | 12.3 | 11.8 | 12.0 |
| 별도 외 | 8.6 | 5.2 | 6.0 | 6.1 | 0.4 | 3.6 | 5.7 |
| EBITDA | 1,085 | 1,085 | 1,176 | 1,386 | 1,316 | 1,352 | 1,448 |
| 세전이익 | 926 | 872 | 812 | 1,139 | 921 | 1,026 | 1,117 |
| 순이익 | 634 | 639 | 575 | 811 | 672 | 749 | 815 |
| 지배순이익 | 629 | 633 | 573 | 807 | 648 | 722 | 786 |
| 지배주주 EPS(원) | 33,336 | 33,541 | 30,363 | 42,755 | 33,682 | 36,332 | 39,563 |
| 지배주주 BPS(원) | 315,862 | 355,878 | 369,358 | 403,163 | 400,737 | 421,926 | 446,346 |
| 지배주주 ROE(%) | 11.0 | 9.8 | 8.4 | 11.1 | 8.3 | 8.8 | 9.1 |
| 아연가격(USD) | 2,972 | 2,579 | 2,222 | 2,953 | 11,219 | 10,773 | 10,843 |
| 연가격(USD) | 2,289 | 2,003 | 1,814 | 2,181 | 8,183 | 7,989 | 8,059 |
| 은가격(USD) | 15.8 | 16.0 | 19.9 | 25.3 | 3,036 | 2,784 | 2,784 |
| 원달러환율 | 1,100 | 1,165 | 1,180 | 1,144 | 1,015 | 1,041 | 1,129 |

자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 실적전망 변경

| (단위: 십억원) | 변경전 | | 변경후 | | %차이 | |
|-------------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|
| | 2022E | 2023E | 2022E | 2023E | 2022E | 2023E |
| 매출액 | 11,218 | 10,815 | 11,219 | 10,773 | 0.0 | -0.4 |
| 별도 | 8,182 | 8,031 | 8,183 | 7,989 | 0.0 | -0.5 |
| 별도 외 | 3,036 | 2,784 | 3,036 | 2,784 | 0.0 | 0.0 |
| 영업이익 | 1,066 | 1,101 | 1,015 | 1,041 | -4.8 | -5.5 |
| 별도 | 1,044 | 1,001 | 1,003 | 941 | -3.9 | -6.0 |
| 별도 외 | 21 | 100 | 11 | 100 | -46.6 | 0.0 |
| 영업이익률 | 9.5 | 10.2 | 9.0 | 9.7 | | |
| 별도 | 12.8 | 12.5 | 12.3 | 11.8 | | |
| 별도 외 | 0.7 | 3.6 | 0.4 | 3.6 | | |
| 세전이익 | 984 | 1,137 | 921 | 1,026 | -6.4 | -9.8 |
| 순이익 | 719 | 830 | 672 | 749 | -6.4 | -9.8 |
| 지배순이익 | 693 | 800 | 648 | 722 | -6.4 | -9.8 |
| 지배주주 EPS(원) | 35,997 | 40,272 | 33,682 | 36,332 | -6.4 | -9.8 |
| 지배주주 BPS(원) | 404,184 | 430,517 | 400,737 | 421,926 | -0.9 | -2.0 |
| 지배주주 ROE(%) | 8.9 | 9.6 | 8.3 | 8.8 | | |
| 아연가격(USD) | 3,507 | 3,000 | 3,508 | 3,000 | 0.0 | 0.0 |
| 연가격(USD) | 2,164 | 2,000 | 2,161 | 2,200 | -0.1 | 10.0 |
| 은가격(USD) | 21.8 | 20.0 | 21.7 | 24.0 | -0.2 | 20.0 |
| 원달러환율 | 1,288 | 1,350 | 1,290 | 1,250 | 0.2 | -7.4 |

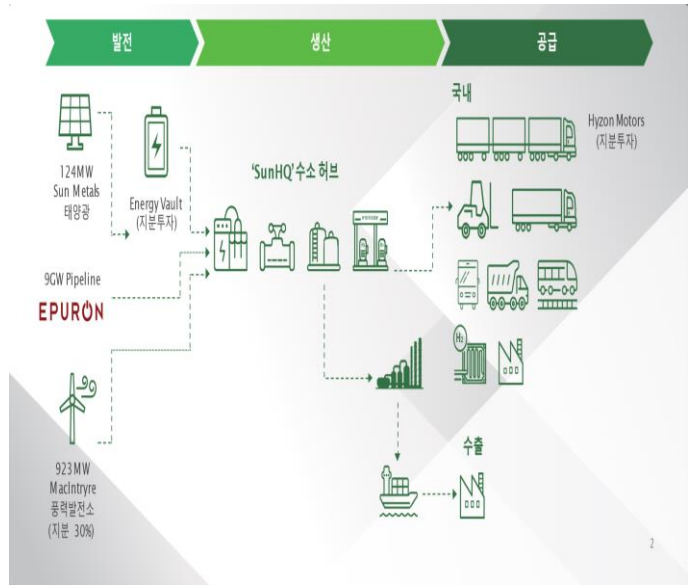
자료: 고려아연, 키움증권

고려아연의 신성장 트로이카 드라이브



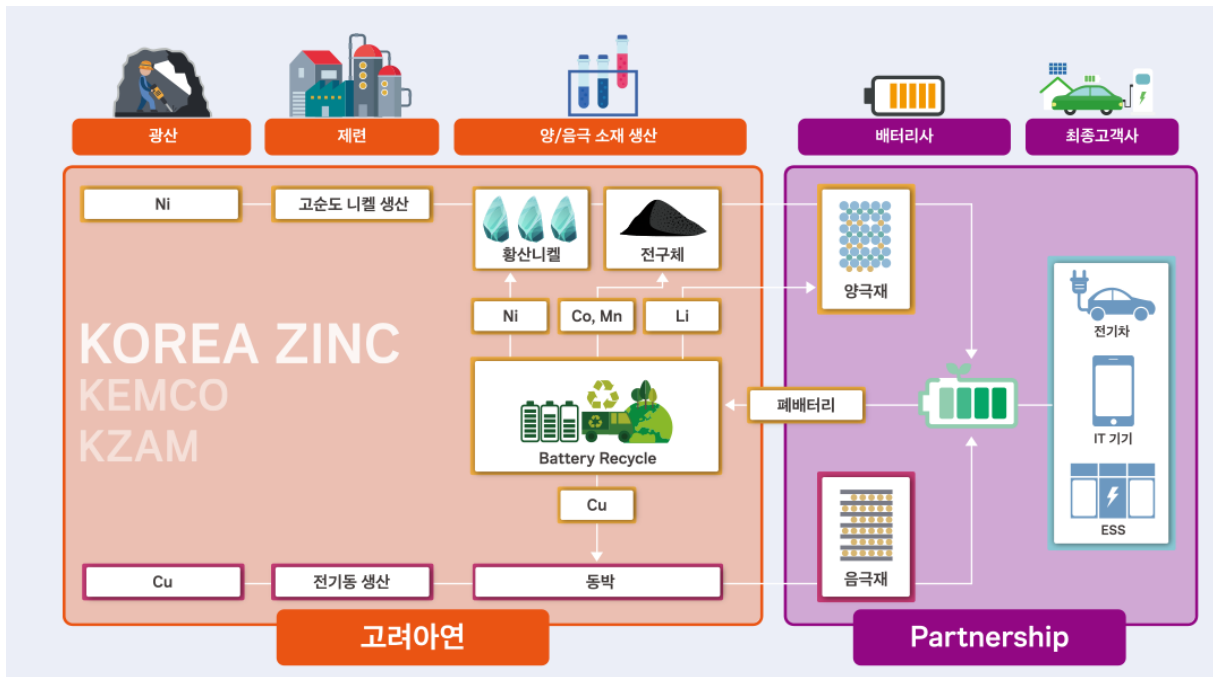
자료: 고려아연, 키움증권

고려아연의 그린수소사업 Value Chain



자료: 고려아연, 키움증권

고려아연의 이차전지 소재사업 현황



자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 동박증설 계획



자료: 고려아연, 키움증권

고려아연의 자원순환사업 투자

이그니오홀딩스 인수
2차 원료를 활용한 동 제련 생산자로서의 입지 강화

1. 이그니오홀딩스 개요

- . 이그니오는 전자폐기물 재활용 업계의 선두주자로서, 저품위 전자폐기물에서 구리정광을 추출하는 독보적이고 검증된 기술을 보유
- . 자원 생산과 폐기, 재생산까지 가능한 자원 선순환 구조를 기반으로 지속가능하고 깨끗한 고품위 구리정광을 생산
- . 프랑스에서의 규모 있는 공장 운영 경험과 독점 기술을 바탕으로 글로벌 수준의 확장 잠재력
- . 저품위 전자폐기물에서 유가금속을 추출하는 생산 노하우를 보유하여 경쟁업체 대비 뛰어난 수익성 보유

2. 인수 상세 정보

- . 인수금액: 향후 기업 확장을 위한 신주발행비 1억5천만달러를 포함하여 4.324억(약 3억3,220만달러)
- . 허브 앤 스포크 전략을 통해 북미지역 확장 예정

3. Governance Structure



4. 이그니오 증설 계획

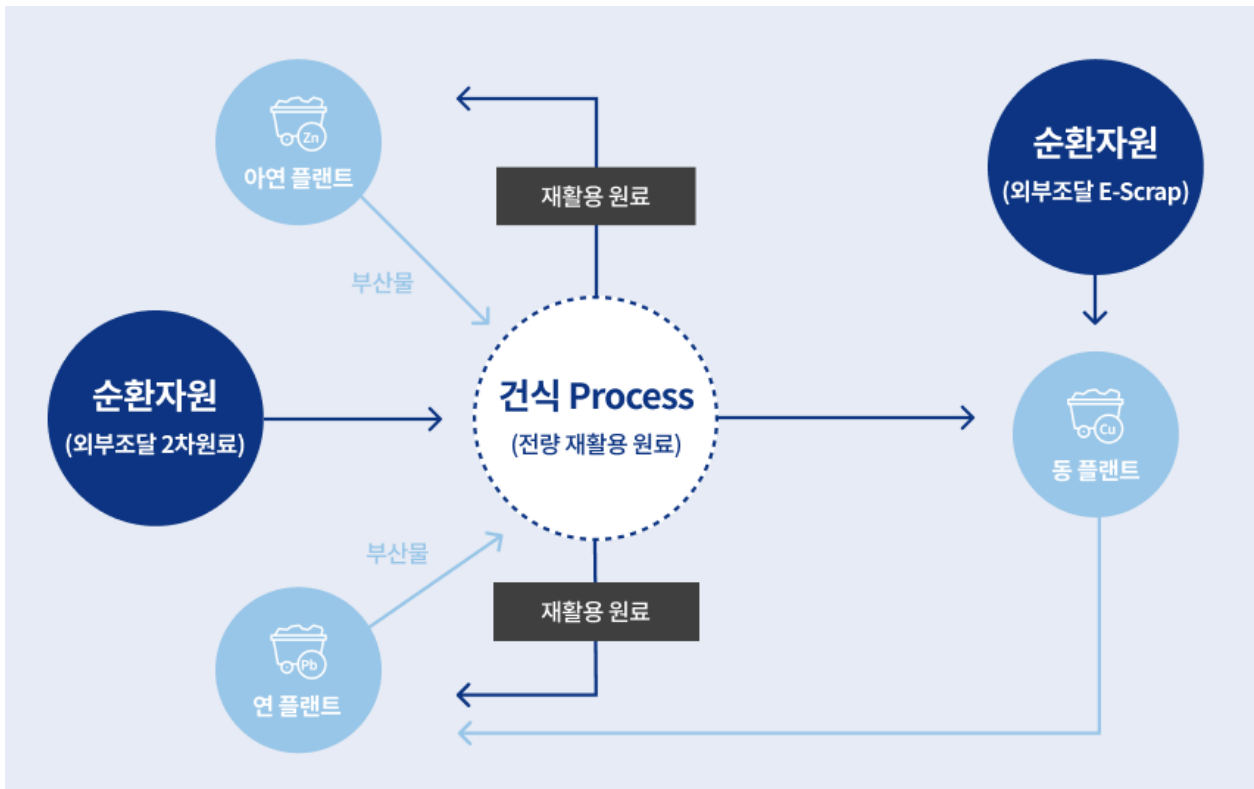


* Source: Google maps, Korea zinc, Igneo

13

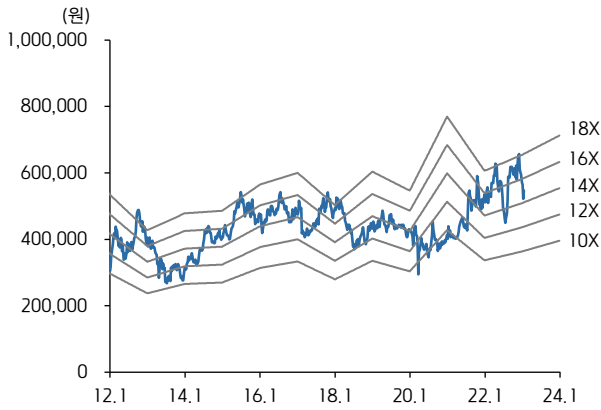
자료: 고려아연, 키움증권

고려아연의 자원순환을 통한 비철금속 생산 프로세스



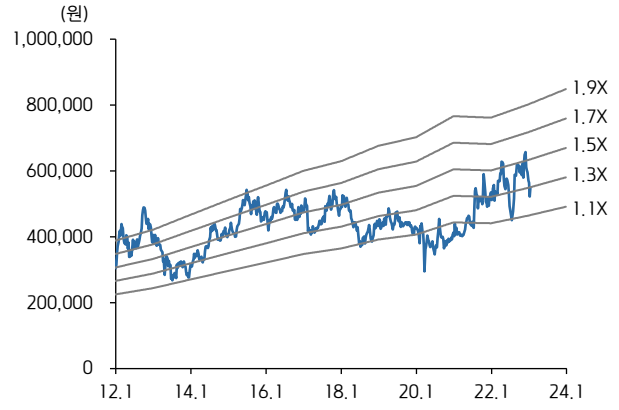
자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 12mf PER 밴드



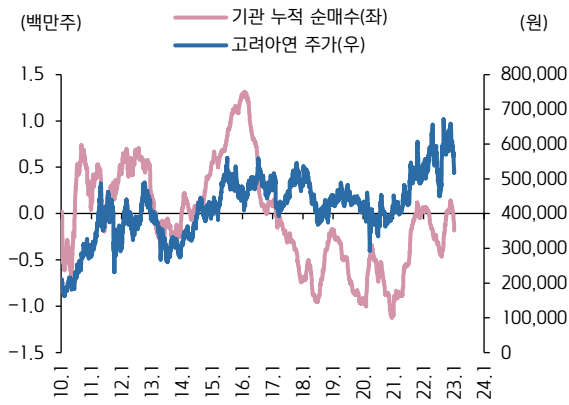
자료: Fn가이드, 키움증권

고려아연 12mf PBR 밴드



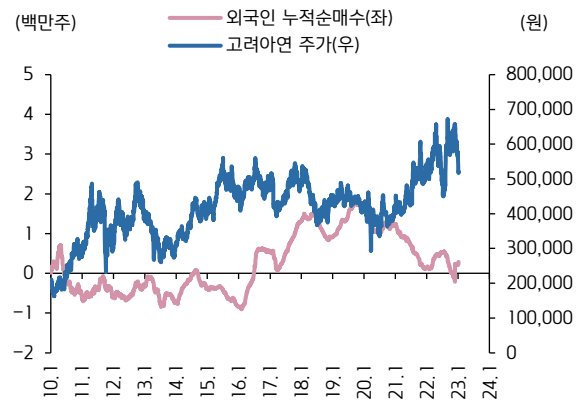
자료: Fn가이드, 키움증권

고려아연 기관 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

고려아연 외국인 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 7,582 | 9,977 | 11,219 | 10,773 | 10,843 |
| 매출원가 | 6,547 | 8,720 | 9,947 | 9,463 | 9,443 |
| 매출충이익 | 1,035 | 1,256 | 1,273 | 1,310 | 1,400 |
| 판매비 | 138 | 160 | 258 | 269 | 271 |
| 영업이익 | 897 | 1,096 | 1,015 | 1,041 | 1,129 |
| EBITDA | 1,176 | 1,386 | 1,316 | 1,352 | 1,448 |
| 영업외손익 | -85 | 43 | -94 | -15 | -12 |
| 이자수익 | 26 | 28 | 35 | 41 | 44 |
| 이자비용 | 2 | 4 | 32 | 32 | 32 |
| 외환관련이익 | 105 | 82 | 137 | 0 | 0 |
| 외환관련손실 | 74 | 93 | 241 | 0 | 0 |
| 중속 및 관계기업손익 | -1 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 기타 | -139 | 27 | 4 | -27 | -27 |
| 법인세차감전이익 | 812 | 1,139 | 921 | 1,026 | 1,117 |
| 법인세비용 | 238 | 328 | 249 | 277 | 302 |
| 계속사업순손익 | 575 | 811 | 672 | 749 | 815 |
| 당기순이익 | 575 | 811 | 672 | 749 | 815 |
| 지배주주순이익 | 573 | 807 | 648 | 722 | 786 |
| 증감율 및 수익성 (%) | | | | | |
| 매출액 증감율 | 13.3 | 31.6 | 12.4 | -4.0 | 0.6 |
| 영업이익 증감율 | 11.4 | 22.2 | -7.4 | 2.6 | 8.5 |
| EBITDA 증감율 | 8.4 | 17.9 | -5.1 | 2.7 | 7.1 |
| 지배주주순이익 증감율 | -9.5 | 40.8 | -19.7 | 11.4 | 8.9 |
| EPS 증감율 | -9.5 | 40.8 | -23.7 | 11.4 | 8.9 |
| 매출충이익율(%) | 13.7 | 12.6 | 11.3 | 12.2 | 12.9 |
| 영업이익률(%) | 11.8 | 11.0 | 9.0 | 9.7 | 10.4 |
| EBITDA Margin(%) | 15.5 | 13.9 | 11.7 | 12.5 | 13.4 |
| 지배주주순이익률(%) | 7.6 | 8.1 | 5.8 | 6.7 | 7.2 |

재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 4,913 | 5,689 | 5,926 | 6,071 | 6,243 |
| 현금 및 현금성자산 | 426 | 466 | 267 | 569 | 716 |
| 단기금융자산 | 1,741 | 1,597 | 1,597 | 1,597 | 1,597 |
| 매출채권 및 기타채권 | 447 | 592 | 666 | 639 | 643 |
| 재고자산 | 2,250 | 2,909 | 3,271 | 3,141 | 3,162 |
| 기타유동자산 | 49.0 | 125.0 | 125.0 | 125.0 | 125.0 |
| 비유동자산 | 3,587 | 4,275 | 4,542 | 4,800 | 5,149 |
| 투자자산 | 212 | 580 | 649 | 717 | 786 |
| 유형자산 | 3,194 | 3,459 | 3,658 | 3,848 | 4,129 |
| 무형자산 | 91 | 123 | 123 | 122 | 122 |
| 기타비유동자산 | 90 | 113 | 112 | 113 | 112 |
| 자산총계 | 8,500 | 9,964 | 10,468 | 10,870 | 11,392 |
| 유동부채 | 1,118 | 1,771 | 1,898 | 1,852 | 1,860 |
| 매입채무 및 기타채무 | 805 | 1,175 | 1,302 | 1,257 | 1,264 |
| 단기금융부채 | 118.8 | 307.3 | 307.3 | 307.3 | 307.3 |
| 기타유동부채 | 194 | 289 | 289 | 288 | 289 |
| 비유동부채 | 294 | 459 | 459 | 459 | 459 |
| 장기금융부채 | 20.2 | 155.3 | 155.3 | 155.3 | 155.3 |
| 기타비유동부채 | 274 | 304 | 304 | 304 | 304 |
| 부채총계 | 1,413 | 2,230 | 2,357 | 2,312 | 2,319 |
| 지배지분 | 6,970 | 7,608 | 7,960 | 8,381 | 8,866 |
| 자본금 | 94 | 94 | 99 | 99 | 99 |
| 자본잉여금 | 57 | 57 | 57 | 57 | 57 |
| 기타자본 | -54 | -54 | -54 | -54 | -54 |
| 기타포괄손익누계액 | -67 | -9 | 88 | 184 | 281 |
| 이익잉여금 | 6,940 | 7,518 | 7,769 | 8,094 | 8,482 |
| 비지배지분 | 117 | 127 | 151 | 178 | 208 |
| 자본총계 | 7,087 | 7,734 | 8,111 | 8,559 | 9,073 |

현금흐름표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름 | 457 | 607 | 569 | 1,119 | 1,064 |
| 당기순이익 | 575 | 811 | 672 | 749 | 815 |
| 비현금항목의 가감 | 623 | 589 | 494 | 527 | 556 |
| 유형자산감가상각비 | 279 | 289 | 301 | 311 | 318 |
| 무형자산감가상각비 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 지분법평가손익 | -1 | -31 | -7 | -7 | -7 |
| 기타 | 345 | 331 | 199 | 222 | 244 |
| 영업활동자산부채증감 | -501 | -544 | -352 | 111 | -18 |
| 매출채권및기타채권의감소 | -72 | -120 | -74 | 27 | -4 |
| 재고자산의감소 | -706 | -629 | -362 | 130 | -21 |
| 매입채무및기타채무의증가 | 329 | 328 | 128 | -46 | 7 |
| 기타 | -52 | -123 | -44 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | -240 | -249 | -245 | -268 | -289 |
| 투자활동 현금흐름 | -548 | -578 | -443 | -443 | -543 |
| 유형자산의 취득 | -662 | -464 | -500 | -500 | -600 |
| 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 | -333 | -382 | -382 |
| 차입금의 증가(감소) | 84 | 263 | 0 | 0 | 0 |
| 자본금, 자본잉여금의 증감 | 0 | 0 | 5 | 0 | 0 |
| 자기주식처분(취득) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -260 | -278 | -353 | -397 | -397 |
| 기타 | 5 | 17 | 15 | 15 | 15 |
| 기타현금흐름 | -1 | 10 | 8 | 8 | 8 |
| 현금 및 현금성자산의 순증가 | -264 | 41 | -199 | 302 | 147 |
| 기초현금 및 현금성자산 | 690 | 426 | 466 | 267 | 569 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 426 | 466 | 267 | 569 | 716 |

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 30,363 | 42,755 | 32,626 | 36,332 | 39,563 |
| BPS | 369,358 | 403,163 | 400,737 | 421,926 | 446,346 |
| CFPS | 63,499 | 74,213 | 58,728 | 64,231 | 69,048 |
| DPS | 15,000 | 20,000 | 20,000 | 20,000 | 20,000 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | 13.2 | 12.0 | 16.8 | 15.1 | 13.8 |
| PER(최고) | 15.4 | 14.6 | 21.0 | | |
| PER(최저) | 9.1 | 9.2 | 13.5 | | |
| PBR | 1.09 | 1.27 | 1.36 | 1.30 | 1.23 |
| PBR(최고) | 1.26 | 1.55 | 1.71 | | |
| PBR(최저) | 0.75 | 0.98 | 1.10 | | |
| PSR | 1.00 | 0.97 | 0.97 | 1.01 | 1.00 |
| PCFR | 6.3 | 6.9 | 9.3 | 8.5 | 7.9 |
| EV/EBITDA | 4.8 | 5.9 | 7.6 | 6.9 | 6.4 |
| 주요비율(%) | | | | | |
| 배당성향(%(보통주, 현금)) | 46.1 | 43.6 | 59.1 | 53.1 | 48.7 |
| 배당수익률(%(보통주, 현금)) | 3.7 | 3.9 | 3.5 | 3.7 | 3.7 |
| ROA | 7.0 | 8.8 | 6.6 | 7.0 | 7.3 |
| ROE | 8.4 | 11.1 | 8.3 | 8.8 | 9.1 |
| ROIC | 13.2 | 14.7 | 12.2 | 11.9 | 12.6 |
| 매출채권회전율 | 18.2 | 19.2 | 17.8 | 16.5 | 16.9 |
| 재고자산회전율 | 4.0 | 3.9 | 3.6 | 3.4 | 3.4 |
| 부채비율 | 19.9 | 28.8 | 29.1 | 27.0 | 25.6 |
| 순차입금비율 | -28.6 | -20.7 | -17.3 | -19.9 | -20.4 |
| 이자보상배율 | 538.8 | 263.2 | 31.8 | 32.6 | 35.4 |
| 총차입금 | 139 | 463 | 463 | 463 | 463 |
| 순차입금 | -2,027 | -1,601 | -1,402 | -1,704 | -1,851 |
| NOPLAT | 1,176 | 1,386 | 1,316 | 1,352 | 1,448 |
| FCF | -269 | 68 | 190 | 682 | 525 |

Compliance Notice

- 당사는 1월 11일 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

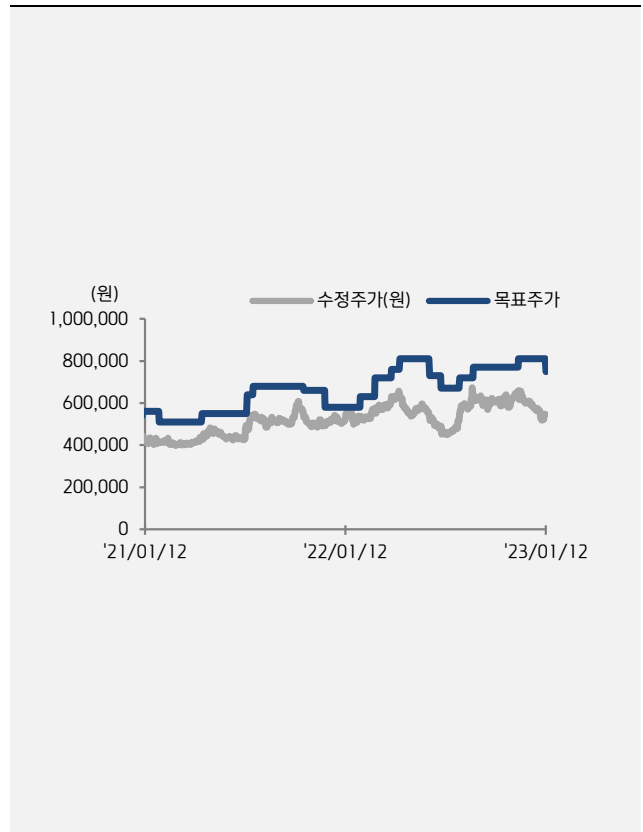
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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) | 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 | -16.99 | -13.55 |
| | 2022-04-21 | Buy(Maintain) | 810,000원 | 6개월 | -24.57 | -22.22 |
| | 2022-04-29 | Buy(Maintain) | 810,000원 | 6개월 | -29.38 | -22.22 |
| | 2022-06-14 | Buy(Maintain) | 730,000원 | 6개월 | -30.92 | -26.71 |
| | 2022-07-05 | Buy(Maintain) | 670,000원 | 6개월 | -31.17 | -26.79 |
| | 2022-07-29 | Buy(Maintain) | 670,000원 | 6개월 | -29.88 | -22.99 |
| 2022-08-08 | Buy(Maintain) | 720,000원 | 6개월 | -17.86 | -6.67 | |
| 2022-09-02 | Buy(Maintain) | 770,000원 | 6개월 | -20.85 | -17.66 | |
| 2022-10-20 | Buy(Maintain) | 770,000원 | 6개월 | -20.77 | -16.88 | |
| 2022-11-03 | Buy(Maintain) | 770,000원 | 6개월 | -20.46 | -14.81 | |
| 2022-11-23 | Buy(Maintain) | 810,000원 | 6개월 | -18.77 | -18.77 | |
| 2022-11-24 | Buy(Maintain) | 810,000원 | 6개월 | -27.54 | -18.77 | |
| 2023-01-12 | Buy(Maintain) | 750,000원 | 6개월 | | | |

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

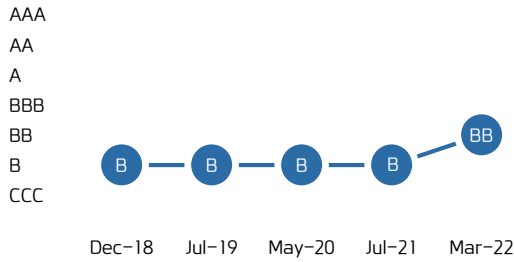
| 기업 | 적용기준(6개월) |
|------------------------|------------------------|
| Buy(매수) | 시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상 |
| Outperform(시장수익률 상회) | 시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상 |
| Marketperform(시장수익률) | 시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상 |
| Sell(매도) | 시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상 |

| 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 (2022/01/01~2022/12/31)

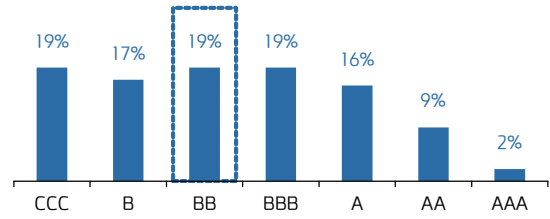
| 매수 | 중립 | 매도 |
|--------|-------|-------|
| 98.30% | 1.70% | 0.00% |

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치
주: MSCI Index 내 금속 및 광업 기업 58개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

| | 점수 | 산업평균 | 비중 | 변동 |
|---------------|-----|------|-------|------|
| 주요 이슈 가중평균 | 3.1 | 3.4 | | |
| 환경 | 2.4 | 2.7 | 38.0% | ▲0.9 |
| 생물다양성과 토지이용 | 1.0 | 1.5 | 11.0% | ▲0.8 |
| 유독 물질 배출과 폐기물 | 2.5 | 2.6 | 11.0% | ▲0.7 |
| 물 부족 | 3.1 | 3.3 | 9.0% | ▲0.9 |
| 탄소 배출 | 3.6 | 3.8 | 7.0% | ▲1.5 |
| 사회 | 3.6 | 3.9 | 29.0% | ▲1.0 |
| 공동체 관계 | 4.2 | 3.6 | 11.0% | ▲1.1 |
| 보건과 안전 | 1.9 | 3.8 | 9.0% | ▲0.7 |
| 노무관리 | 4.7 | 4.6 | 9.0% | ▲1.2 |
| 지배구조 | 3.4 | 3.7 | 33.0% | ▼0.3 |
| 기업 지배구조 | 5.2 | 5.2 | | ▼0.1 |
| 기업 활동 | 2.6 | 3.6 | | ▼0.5 |

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

| 일자 | 내용 |
|--------|---|
| 21년 6월 | 대한민국: 2017년 이후 폐수 검사 결과 조작 의혹에 대해 검찰 수사 |
| 21년 6월 | 대한민국: 온산 제련소 폐수 불법 배출 의혹 |
| 21년 6월 | 울산, 대한민국: 온산제련소에서 유독가스를 흡입한 직원 2명 질식사 |

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

| 산업 내 Peer 주요 5개사 (금속 및 광업) | 생물다양성과 토지이용 | 탄소 배출 | 유독 물질 배출과 폐기물 | 물 부족 | 보건과 안전 | 노무관리 | 공동체 관계 | 기업 지배구조 | 기업 활동 | 등급 | 추세 |
|--------------------------------------|-------------|-------|---------------|------|--------|------|--------|---------|-------|-----|----|
| BHP GROUP LIMITED | ● | ●●●● | ● | ●●●● | ●●●● | ●●●● | ● | ●●●● | | | |
| RIO TINTO PLC | ●●● | ●●●● | ●●●● | ●●●● | ●●●● | ● | ●● | ●●●● | ●●●● | A | ◀▶ |
| GLENCORE PLC | ●●● | ●●●● | ●● | ●●●● | ●●●● | ● | ●●●● | ●●●● | ●● | BBB | ◀▶ |
| FREEPORT-MCMORAN INC. | ●●● | ●●●● | ● | ●●●● | ●●●● | ● | ●●●● | ●●●● | ●●●● | BBB | ▲ |
| 고려아연 | ●● | ●●● | ●● | ●●● | ● | ●● | ●●●● | ●● | ●● | BB | ▲ |
| China Shenhua Energy Company Limited | ●●●● | ● | ●●●● | ●●●● | ●● | ●● | ●● | ● | ●● | B | ▼ |

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ●●●●
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
 자료: MSCI, 키움증권 리서치