

고려아연 (010130)

금속



이현수

02 3770 5718
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	640,000원 (D)
현재주가 (4/4)	548,000원
상승여력	17%

시가총액	108,850억원
총발행주식수	19,863,158주
60일 평균 거래대금	283억원
60일 평균 거래량	50,680주
52주 고	672,000원
52주 저	450,000원
외인지분율	21.97%
주요주주	영풍 외 54 인 43.06%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(7.3)	5.0	(9.0)
상대	(9.1)	(4.5)	1.2
절대(달러환산)	(8.3)	1.5	(16.0)

안정화와 변화의 균형

1Q23(E): 영업이익 1,600억원 추정 (yoy -44%, qoq +56%)

1) 별도: 1Q 영업이익은 1,700억원으로 전망. 12~2월 LME 아연 및 연, 은 평균가격은 각각 3,191달러/톤, 2,170달러/톤, 23.0달러/온스를 기록, 품목별로 당사 추정 대비 -1%~-2% 하회. 아연 및 연 판매량은 각각 16만톤, 11만톤 수준으로 예상되어 높은 기저에 따라 전분기 비 모두 -10% 이상 감소할 것으로 판단. 판가에 적용된 원/달러 환율은 전분기비 상승했으나 원가에 적용된 환율은 전분기비 하락하며 환율에 따른 원가 부담은 감소했을 것으로 추정. 주요 금속가격은 전분기(9~11월)비 상승한 것으로 파악. 판매량이 전분기비 감소하지만 금속 가격과 원/달러 환율 환경이 유리하고 지난해 하반기 부정적 영향을 미쳤던 고가 원재료에 대한 이슈도 해소되며 영업이익은 전분기비 증가할 것으로 전망. 2) 연결: 2개분기 연속 적자를 기록했던 SMC는 이번에도 적자가 예상되나 그 규모는 축소됐을 것으로 판단되며 페달포인트는 사업이 초기 단계임을 감안할 경우 전분기에 이어 영업적자를 기록했을 것으로 추정.

성정보다는 안정화 국면에 진입한 제련업

별도 영업이익이 2018년 6,480억원을 기록한 후 4년 연속 증가하여 2022년 9,310억원 실현. 하지만 OPM은 2019년 14.0%에서 3년 연속 하락하여 2022년 11.5%를 기록. 동사의 경우 분기별 영업이익은 주요 변수(금속가격, 환율, 제련수수료 등)의 움직임에 따라 등락이 크게 발생할 수도 있으나 제련업의 특성 그리고 수십년 간 이어진 경영 노하우 등에 따라 향후 연간 영업이익(별도)은 9,000억원 내외에서, OPM은 10~12%대를 나타낼 것으로 판단. 제련업에서 만들어낸 자원은 배당, 그리고 신규사업에 대한 투자로 이어질 것으로 전망.

신사업, 그 첫번째 주자는 케이잼

동사는 현재 국내뿐만 아니라 해외에서 신재생에너지 및 리사이클링 사업에 투자 중. 신규 투자의 특성 상 양산이 이뤄지는 상업 생산 시점 전까지 비용에 대한 부담 발생. 그러나 전해동 박 사업을 영위할 케이잼은 올해부터 상업 생산에 들어가 매출을 발생시킬 것으로 추정. 캠코와 한국전구체는 관계회사의 위치에서 2차전지용 소재를 이미 생산 또는 생산할 계획. 2023년 영업이익 및 순이익 추정치 조정에 따라 목표주가를 기존 690,000원에서 640,000원으로 하향하며 투자 의견은 BUY 유지.

	1Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	26,810	0.7	-9.5	26,245	2.2
영업이익	1,603	-43.7	56.2	1,720	-6.8
세전계속사업이익	1,536	-29.1	9.2	1,876	-18.2
지배순이익	1,127	-28.6	-56.4	1,343	-16.1
영업이익률 (%)	6.0	-4.7 %pt	+2.5 %pt	6.6	-0.6 %pt
지배순이익률 (%)	4.2	-1.7 %pt	-4.5 %pt	5.1	-0.9 %pt

	결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액		99,768	112,194	110,103	112,421
영업이익		10,961	9,192	8,611	9,550
지배순이익		8,068	7,806	6,200	7,139
PER		11.0	14.0	17.6	15.2
PBR		1.1	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA		5.3	8.0	8.4	7.7
ROE		11.1	9.4	6.8	7.6

[표-1] 고려아연 실적 추정

(단위: 십억원)

	2022	2023E	2024E	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	QoQ	YoY	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출액	11,219	11,010	11,242	2,661	2,851	2,744	2,962	2,681	-9.5%	0.7%	2,756	2,703	2,870
비철금속 제조 및 판매 (별도)	9,019	9,210	9,574	2,037	2,307	2,241	2,433	2,249	-7.6%	10.4%	2,307	2,243	2,410
(별도 외)	8,081	8,212	8,568	1,817	2,052	2,048	2,164	1,997	-7.7%	9.9%	2,060	1,995	2,161
비철금속 수출입	938	997	1,006	221	255	193	269	252	-6.1%	14.3%	247	248	249
폐기물처리 등	2,437	1,988	1,853	675	684	550	528	485	-8.1%	-28.1%	506	496	501
(연결조정 등)	267	278	282	68	46	61	91	67	-26.6%	-2.5%	66	71	74
영업이익	919	861	955	285	381	151	103	160	56.2%	-43.7%	226	223	252
이익률	8.2%	7.8%	8.5%	10.7%	13.4%	5.5%	3.5%	6.0%	2.5%p	-4.7%p	8.2%	8.2%	8.8%
비철금속 제조 및 판매 (OPM)	858	857	928	233	359	159	106	157	48.0%	-32.6%	225	223	252
(별도)	9.5%	9.3%	9.7%	11.5%	15.6%	7.1%	4.4%	7.0%	2.6%p	-4.5%p	9.7%	9.9%	10.4%
(별도 외)	931	847	905	221	348	206	156	170	9.0%	-22.8%	225	214	238
(OPM)	11.5%	10.3%	10.6%	12.1%	17.0%	10.1%	7.2%	8.5%	1.3%p	-3.6%p	10.9%	10.7%	11.0%
(별도 외)	-73	9	23	13	11	-47	-50	-13	적지	적전	0	9	14
(OPM)	-7.8%	0.9%	2.3%	5.8%	4.3%	-24.5%	-18.6%	-5.2%	13.4%p	-10.9%p	-0.2%	3.5%	5.7%
비철금속 수출입	63	45	67	50	16	-7	4	13	189.7%	-74.6%	10	10	11
(OPM)	2.6%	2.2%	3.6%	7.4%	2.4%	-1.3%	0.8%	2.6%	1.8%p	-4.8%p	2.1%	2.1%	2.3%
폐기물처리 등	-2	-40	-40	5	3	3	-14	-10	적지	적전	-10	-10	-10
(OPM)	-0.8%	-14.4%	-14.2%	7.6%	6.5%	5.5%	-14.9%	-15.0%	-0.1%p	-22.5%p	-15.1%	-14.0%	-13.5%
(연결조정 등)	0	0	0	-4	3	-5	6	0	-	-	1	0	-1
세전이익	881	847	975	217	433	91	141	154	9.2%	-29.1%	235	218	241
이익률	7.9%	7.7%	8.7%	8.1%	15.2%	3.3%	4.7%	5.7%	1.0%p	-2.4%p	8.5%	8.1%	8.4%
지배순이익	781	620	714	158	291	74	258	113	-56.4%	-28.6%	170	161	176
이익률	7.0%	5.6%	6.4%	5.9%	10.2%	2.7%	8.7%	4.2%	-4.5%p	-1.7%p	6.2%	6.0%	6.1%

자료: 유안타증권, 주: 부문별 수치는 연결조정 전 기준

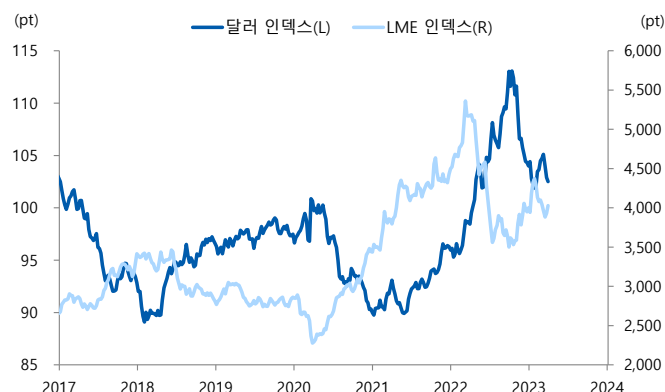
[표-2] 고려아연 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	1Q23E	2023E	2024E	1Q23E	2023E	2024E	1Q23E	2023E	2024E
매출액	2,699	11,224	11,643	2,681	11,010	11,242	-0.7%	-1.9%	-3.4%
영업이익	205	1,077	1,163	160	861	955	-21.6%	-20.0%	-17.9%
OPM	7.6%	9.6%	10.0%	6.0%	7.8%	8.5%	-1.6%p	-1.8%p	-1.5%p
지배순이익	157	841	901	113	620	714	-28.1%	-26.3%	-20.8%

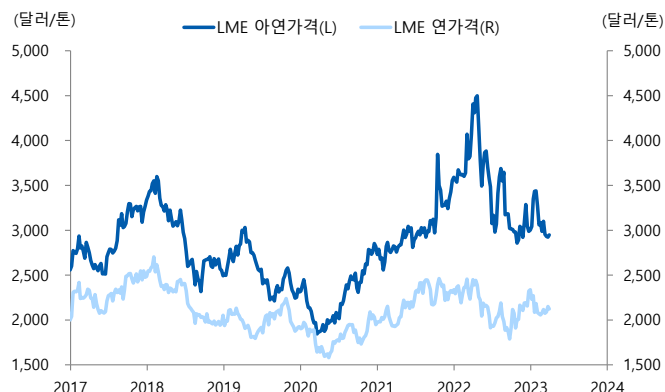
자료: 유안타증권

[그림-1] 달러 인덱스와 LME 인덱스



자료: Bloomberg, 주: 2023년 3월 31일 기준

[그림-2] LME 아연 및 연 가격



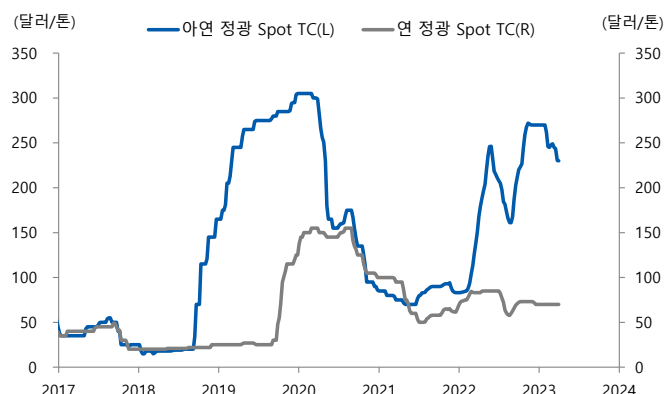
자료: Bloomberg, 주: 2023년 3월 31일 기준

[그림-3] 귀금속 가격



자료: Bloomberg, 주: 2023년 3월 31일 기준

[그림-4] 중국 수입 아연정광 및 연정광 Spot 제련수수료



자료: Bloomberg, 주: 2023년 3월 31일 기준

고려아연 (010130) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	99,768	112,194	110,103	112,421	114,925
매출원가	87,205	100,504	98,877	100,163	102,513
매출총이익	12,563	11,690	11,226	12,258	12,412
판매비	1,602	2,498	2,616	2,709	2,769
영업이익	10,961	9,192	8,611	9,550	9,643
EBITDA	13,860	12,229	11,723	12,753	13,118
영업외손익	429	-377	-138	197	-160
외환관련손익	-108	-432	0	400	0
이자손익	235	138	105	81	124
관계기업관련손익	28	302	0	0	0
기타	274	-385	-243	-284	-284
법인세비용차감전순손익	11,391	8,815	8,473	9,747	9,483
법인세비용	3,280	832	2,288	2,632	2,560
계속사업순손익	8,111	7,983	6,185	7,115	6,922
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	8,111	7,983	6,185	7,115	6,922
지배지분순이익	8,068	7,806	6,200	7,139	6,946
포괄순이익	9,076	7,335	6,258	7,188	6,995
지배지분포괄이익	9,023	7,166	5,813	6,659	6,481

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

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	6,069	7,847	9,503	9,730	10,945
당기순이익	8,111	7,983	6,185	7,115	6,922
감가상각비	2,894	2,985	3,072	3,163	3,436
외환손익	52	-393	0	-400	0
중속, 관계기업관련손익	-28	-302	0	0	0
자산부채의 증감	-5,437	-1,099	-776	-1,211	-475
기타현금흐름	478	-1,326	1,022	1,062	1,061
투자활동 현금흐름	-5,777	-17,968	-3,854	-3,718	-3,718
투자자산	-2,068	-16,373	-2,000	-2,000	-2,000
유형자산 증가 (CAPEX)	-4,638	-3,730	-4,000	-4,000	-4,000
유형자산 감소	9	4	0	0	0
기타현금흐름	920	2,130	2,146	2,282	2,282
재무활동 현금흐름	17	12,963	-5,731	-5,891	-5,891
단기차입금	1,385	5,067	0	0	0
사채 및 장기차입금	1,250	122	0	0	0
자본	0	4,717	0	0	0
현금배당	-2,775	-3,550	-3,988	-3,988	-3,988
기타현금흐름	157	6,609	-1,743	-1,903	-1,903
연결범위변동 등 기타	101	303	-72	238	-343
현금의 증감	409	3,145	-154	359	993
기초 현금	4,256	4,665	7,810	7,656	8,015
기말 현금	4,665	7,810	7,656	8,015	9,008
NOPLAT	10,961	9,192	8,611	9,550	9,643
FCF	1,431	4,117	5,503	5,730	6,945

자료: 유안타증권

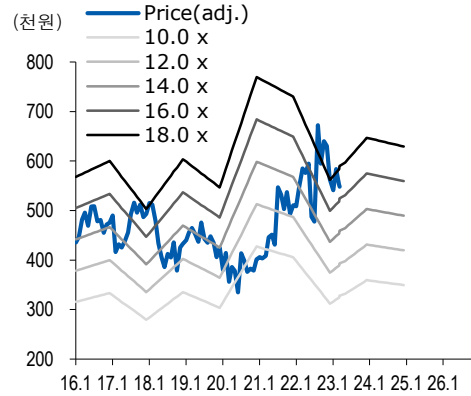
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	56,890	60,711	59,473	60,034	61,774
현금및현금성자산	4,665	7,810	7,656	8,015	9,008
매출채권 및 기타채권	5,317	6,543	6,336	6,379	6,512
재고자산	29,091	28,254	27,377	27,537	28,150
비유동자산	42,750	60,268	63,157	65,954	68,479
유형자산	34,590	36,944	37,872	38,708	39,273
관계기업등 지분관련자산	1,380	4,264	6,264	8,264	10,264
기타투자자산	4,550	7,799	7,799	7,799	7,799
자산총계	99,640	120,979	122,629	125,987	130,252
유동부채	17,705	23,191	22,383	22,394	23,686
매입채무 및 기타채무	11,747	11,203	10,394	10,406	11,698
단기차입금	2,955	7,916	7,916	7,916	7,916
유동성장기부채	84	122	122	122	122
비유동부채	4,593	5,471	5,471	5,471	5,471
장기차입금	1,261	2,055	2,055	2,055	2,055
사채	11	33	33	33	33
부채총계	22,298	28,662	27,853	27,865	29,157
지배지분	76,077	90,427	92,727	95,966	98,939
자본금	944	993	993	993	993
자본잉여금	573	10,859	10,859	10,859	10,859
이익잉여금	75,184	79,534	81,761	84,928	87,901
비지배지분	1,265	1,890	2,049	2,157	2,157
자본총계	77,342	92,317	94,776	98,123	101,096
순차입금	-16,615	-12,925	-12,771	-13,130	-14,123
총차입금	4,612	10,980	10,980	10,980	10,980

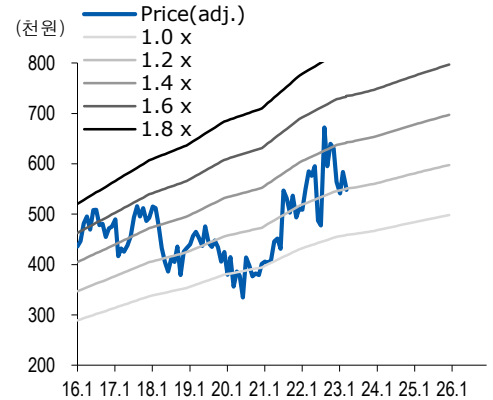
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	42,755	40,572	31,212	35,943	34,969
BPS	430,439	455,251	466,827	483,135	498,104
EBITDAPS	73,448	63,561	59,017	64,202	66,040
SPS	528,711	583,125	554,308	565,978	578,583
DPS	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000
PER	11.0	14.0	17.6	15.2	15.7
PBR	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	5.3	8.0	8.4	7.7	7.4
PSR	0.9	1.0	1.0	1.0	0.9

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	31.6	12.5	-1.9	2.1	2.2
영업이익 증가율 (%)	22.1	-16.1	-6.3	10.9	1.0
지배순이익 증가율 (%)	40.8	-3.2	-20.6	15.2	-2.7
매출총이익률 (%)	12.6	10.4	10.2	10.9	10.8
영업이익률 (%)	11.0	8.2	7.8	8.5	8.4
지배순이익률 (%)	8.1	7.0	5.6	6.4	6.0
EBITDA 마진 (%)	13.9	10.9	10.6	11.3	11.4
ROIC	14.5	13.3	9.3	10.2	10.2
ROA	8.7	7.1	5.1	5.7	5.4
ROE	11.1	9.4	6.8	7.6	7.1
부채비율 (%)	28.8	31.0	29.4	28.4	28.8
순차입금/자기자본 (%)	-21.8	-14.3	-13.8	-13.7	-14.3
영업이익/금융비용 (배)	263.2	26.7	25.8	27.9	28.1

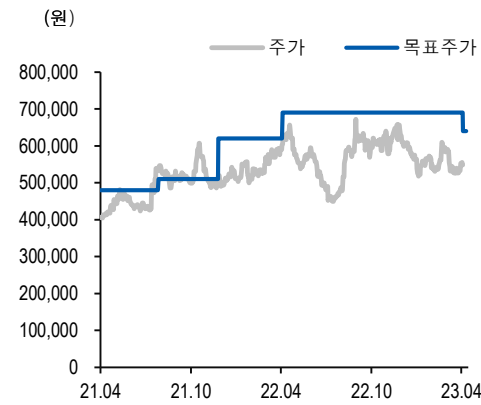
P/E band chart



P/B band chart



고려아연 (010130) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-04-05	BUY	640,000	1년		
2022-04-05	BUY	690,000	1년	-17.53	-2.61
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	-9.80	-

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)	0.0
Buy(매수)	91.9
Hold(중립)	8.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-04-02

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

유안타 ESG Tearsheet



산업재/소재/자동차 산업내 순위	23위 (73개 기업 중)
Total ESG 점수	+3점
E (Environment)	+2점
S (Social)	-1점
G (Governance)	+1점
Qualitative	+1점

ESG 평가 기업	고려아연
ESG 평가 날짜	2022 / 05 / 11
Bloomberg Ticker	010130 KS
Industry	철강/금속
Analyst	이현수
Analyst Contact	hyunsoo.yi@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
고려아연	2	-1	1	2
POSCO 홀딩스	-3	-1	1	-3
현대제철	-3	-1	-1	-5
동국제강	-3	-1	-1	-5
세아베스틸지주	-2	1	1	0
풍산	-1	-2	1	-2
평균	2	2	1	3

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 고려아연 포함 73개 동종 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

	ESG 외부평가기관 수상 내역
+1	<p>최근 이슈 관련 애널리스트 Comments</p> <p>2021년 12월 호주 재생에너지 업체 에퓨런을 인수 하는 등 향후 국내외 사업장에서 친환경 에너지 사용 비중을 늘릴 수 있는 기반 마련</p> <p>2021년 ESG 관련 데이터 등을 포함한 고려아연 최초의 지속가능경영보고서를 발간함에 따라 투자자들에게 투명한 정보 제공</p>

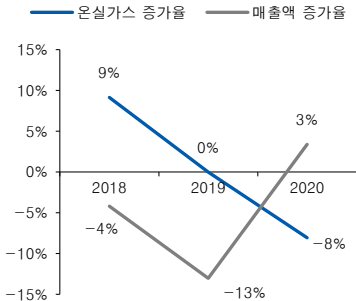
유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
			낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
E	온실가스 전년대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용 : +1	무사용 : 0	전년대비 증가 : +2	2년 연속 증가 : +3
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다 : -1	낮다 : +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
G	사외이사비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	대표이사 이사회외장 겸직	겸직 여부	겸직 : -1	별도 : +1	-	-
Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 정성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-



Environment

온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율

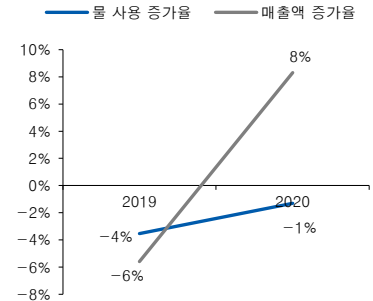


주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
 ▶ 온실가스 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

신재생 에너지 사용량 & 증가율

데이터 미공시

물 사용량 vs. 매출액 증가율

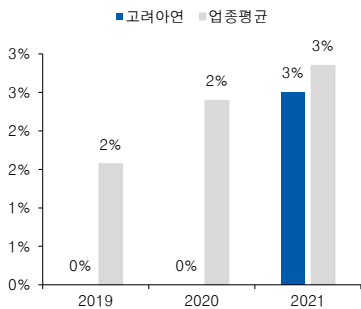


주: 국내 취수량 기준
 ▶ 물 사용 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

Social

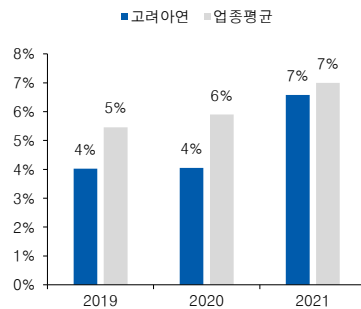


여성임원비율 vs. 업종 평균



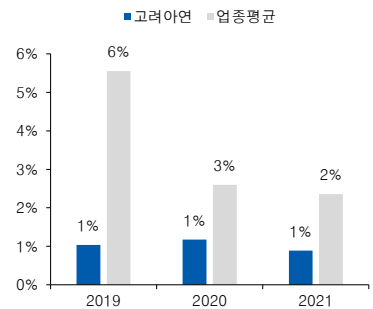
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 하위 = -1점

계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균

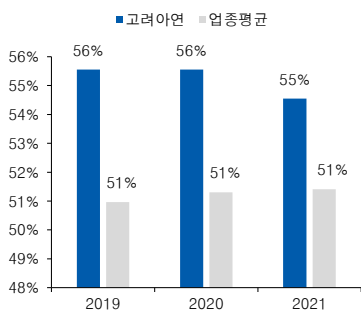


주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사회기부금/당기순이익 비율 업종평균 대비 하위 = -1점

Governance

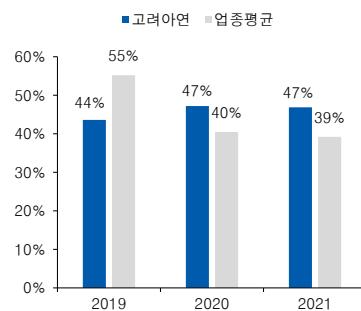


사외이사 비율 vs. 업종 평균



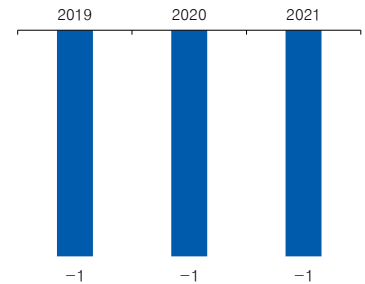
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

배당성향 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 배당성향 업종평균 대비 상위 = +1점

대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1
 ▶ 대표이사의 이사회 의장 겸직 = -1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

- 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.