

고려아연(010130)

중립(유지)

뜻 밖의 부진, 그리고 남은 걱정거리들

판매량 회복에도 원가 상승으로 이익 감소

4분기 매출액은 2조 9,544억원(QoQ +7.6%, YoY -1.1%), 영업이익은 1,055억원(QoQ -30%, YoY -63.3%)를 기록했다. 특히 영업이익이 컨센서스를 42%나 하회했다. 이는 1) 원재료 구매 시점과 제품 판매 시점의 원/달러 환율과 소재 가격 하락에 의한 수익성 악화, 2) 전력비, 인건비, 운송비 등 원가 상승, 3) 일회성 수선비 등에 기인한다. 한편 2023년 판매계획으로 1) 아연 64만톤(YoY +0.8%), 연 43만톤(+1.8%), 금 8.6톤(-26.5%), 은 1,815톤(-10.9%), 동 3.4만톤(+29.1%)을 제시했다. 귀금속보다 base metal에 방점을 두는 한 해가 엇 보인다.

2023년에 우리가 걱정하는 것들

우선 ROE 하락이 예상된다. 2022년에 증자와 자기주식 처분으로 자본이 9.2조원으로 19.3% 증가했다. 2022년 ROE는 9.3%인데 2023년에 이를 유지하기 위해 선 지배지분순이익이 8% 늘어야 한다. 그러나 2023년에는 2022년 상반기와 같은 금속가격 급등세가 재현되기 어렵다. 따라서 이익 감소가 예상되어 이를 달성하기 어려울 것이다. 둘째는 외형의 정체다. Fumer 1기를 리사이클링 설비로 전환한다. 이에 따라 아연과 연 판매량은 유사, 귀금속은 감소, 동만 증가한다. 그러나 동은 매출비중이 4%에 불과하다. 금속 가격의 상승없이 매출액이 증가하기 어렵다. 마지막은 비용 상승이다. 4분기 실적 부진의 원인 중 하나는 전력요금의 상승이다. 제련 공정 중 가장 핵심 공정인 전해공정은 전기분해를 통해 금속을 추출하는 과정이다. 전기를 많이 쓸 수 밖에 없다(2022년 2천억원 추정). 2023년 전기요금 인상이 예상되는 만큼 원가가 상승할 것이다.

주가 조정에도 아직은 더 기다려야 할 때

2023년 ROE로 6.8%를 예상한다. 2003년에 6.4%를 기록한 이후 20년 만에 가장 낮은 수치다. 2023년 기준 PBR 1.2배가 정당화되기 어렵다. 우리가 지나치게 부정적일 수는 있다. 그러나 증가한 자본이 밸류에이션에 부담 요인임을 부인하기는 어렵다. 투자의견 ‘중립’을 유지한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2020A	7,582	897	573	32,418	(9.5)	1,176	12.4	4.8	1.1	8.4	3.7
2021A	9,977	1,096	807	45,648	40.8	1,386	11.2	5.9	1.3	11.1	3.9
2022F	11,212	922	779	42,878	(6.1)	1,254	13.2	7.5	1.2	9.3	3.5
2023F	10,404	849	631	31,767	(25.9)	1,226	17.1	7.4	1.2	6.8	3.7
2024F	10,650	914	678	34,113	7.4	1,333	15.9	6.6	1.1	7.1	3.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

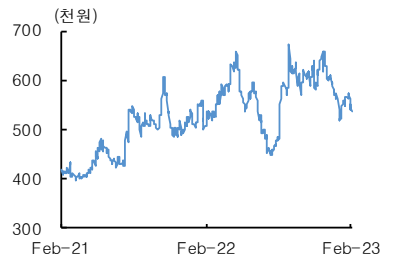
Stock Data

KOSPI(2/3)	2,480
주가(2/3)	537,000
시가총액(십억원)	10,667
발행주식수(백만)	20
52주 최고/최저가(원)	672,000/450,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	44,028
유동주식비율/외국인지분율(%)	48.1/23.4
주요주주(%)	영풍 외 53 인 41.8
	국민연금공단 8.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.1	12.3	2.9
KOSPI 대비(%p)	(9.7)	11.6	11.3

주가추이

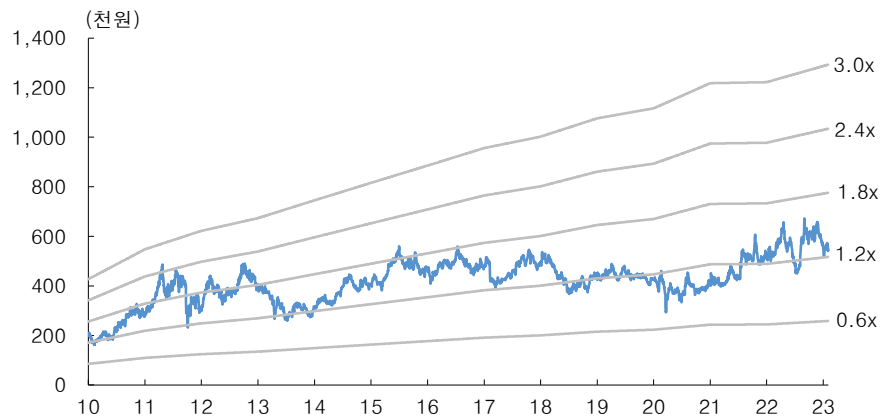


자료: FnGuide

최문선

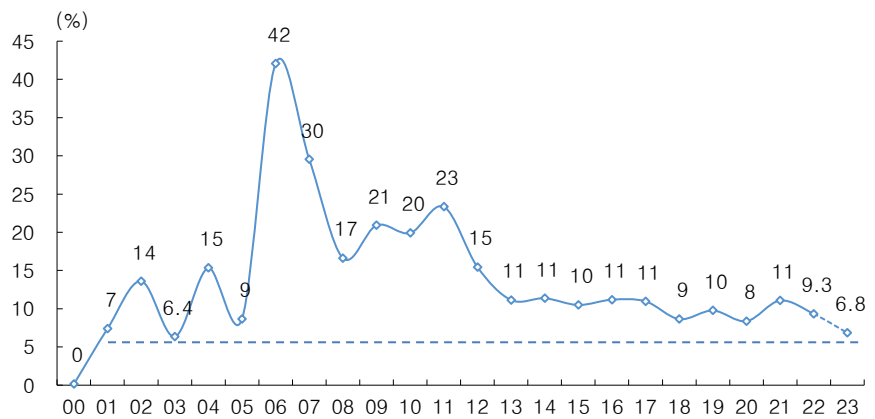
cms@koreainvestment.com

[그림 1] PBR band



자료: 한국투자증권

[그림 2] ROE 추이



자료: 한국투자증권

<표 1> 별도기준 실적 비교

(단위: 십억원)

	4Q22			QoQ		YoY		컨센서스	
	잠정 실적	추정치	차이	3Q22	차이	4Q21	차이	4Q22	차이
매출액	2,164	2,032	6.5	2,048	5.7	1,953	10.8	2,169	(0.2)
아연	840	726	15.7	718	17.0	665	26.3		
연	398	350	13.8	306	30.1	361	10.2		
금	240	261	(8.0)	228	5.3	234	2.6		
은	443	513	(13.6)	516	(14.1)	510	(13.1)		
동	70	72	(2.5)	68	2.9	74	(5.4)		
기타	173	110	57.7	212	(18.4)	109	58.8		
영업이익	156	244	(35.9)	206	(24.3)	249	(37.3)	228	(31.5)
영업이익률	7.2	12.0	(4.8%p)	10.1	(2.9%p)	12.8	(5.5%p)	10.5	(3.3%p)
순이익	144	178	(19.2)	105	37.0	187	(23.3)	175	(17.8)

자료: FnGuide, 한국투자증권

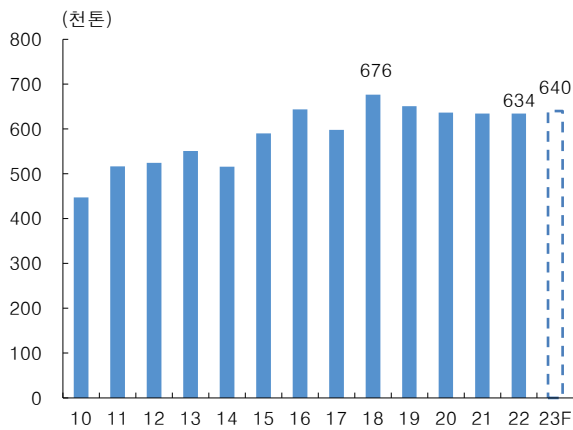
<표 2> 연결기준 실적 비교

(단위: 십억원)

	4Q22			QoQ		YoY		컨센서스	
	잠정 실적	추정치	차이	3Q22	차이	4Q21	차이	4Q22	차이
매출액	2,954	2,621	12.7	2,744	7.6	2,986	(1.1)	2,866	3.1
고려아연	790	2,032	6.5	2,048	5.7	1,953	10.8	2,169	(0.2)
자회사	105.47	589	34.1	696	13.5	1,033	(23.5)	697	13.3
영업이익	156.28	238	(55.7)	151	(30.0)	287	(63.3)	183	(42.3)
고려아연	-50.81	244	(35.9)	206	(24.3)	249	(37.3)	228	(31.5)
자회사	3.57	(5.9)	NA	(55.7)	적지	38.0	(233.5)	(46)	11.4
영업이익률	7.2202	9.1	(5.5%p)	5.5	(1.9%p)	9.6	(6.1%p)	6.4	(2.8%p)
세전이익	-6.431	12.0	(4.8%p)	10.1	(2.9%p)	12.8	(5.5%p)	10.5	(3.3%p)
지배지분순이익	256.65	(1.0)	(5.4%p)	(8.0)	1.6%p	3.7	(10.1%p)	(6.5)	0.1%p

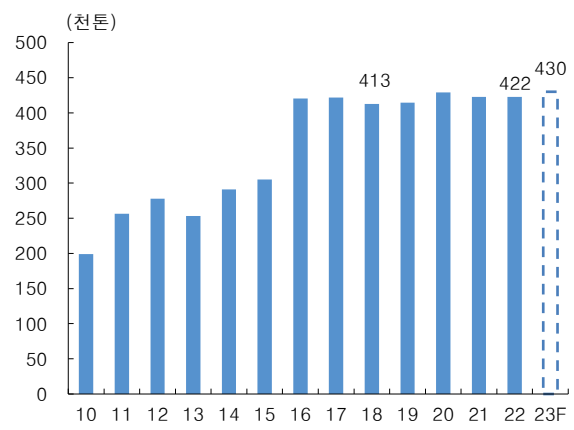
자료: FnGuide, 한국투자증권

[그림 3] 아연 판매량



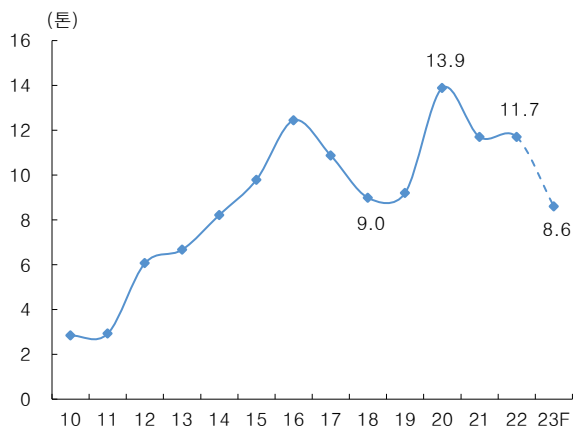
자료: 한국투자증권

[그림 4] 연 판매량



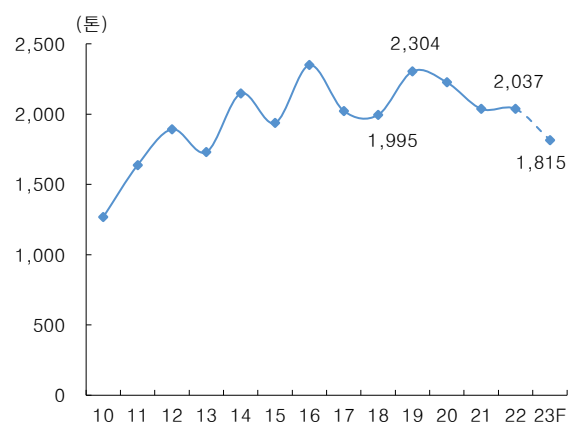
자료: 한국투자증권

[그림 5] 금 판매량



자료: 한국투자증권

[그림 6] 은 판매량



자료: 한국투자증권

〈표 3〉 연결 기준 실적전망

(단위:십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022	2023F	2024F
매출액	2,661	2,851	2,744	2,954	2,466	2,529	2,701	2,709	9,977	11,212	10,404	10,650
- 고려아연	1,817	2,052	2,048	2,164	1,826	1,806	1,863	1,868	7,163	8,081	7,364	7,345
- 자회사	845	799	696	790	639	723	838	841	2,814	3,130	3,041	3,305
영업이익	285	381	151	105	212	223	215	200	1,096	922	849	914
- 고려아연	221	348	206	156	205	212	202	187	925	931	806	831
- 자회사	64	33	(56)	(51)	6	11	12	13	172	(9)	42	83
영업이익률	10.7%	13.4%	5.5%	3.6%	8.6%	8.8%	7.9%	7.4%	11.0%	8.2%	8.2%	8.6%
- 고려아연	12.1%	17.0%	10.1%	7.2%	11.2%	11.7%	10.8%	10.0%	12.9%	11.5%	10.9%	11.3%
- 자회사	7.6%	4.2%	-8.0%	-6.4%	1.0%	1.5%	1.5%	1.5%	6.1%	-0.3%	1.4%	2.5%
세전이익	217	433	91	147	227	236	228	213	1,139	888	904	970
지배주주순이익	158	291	74	257	159	165	159	149	807	779	631	678

자료: 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	7,582	9,977	11,212	10,404	10,650
매출원가	6,547	8,720	10,048	9,335	9,508
매출총이익	1,035	1,256	1,163	1,070	1,141
판매관리비	138	160	241	221	227
영업이익	897	1,096	922	849	914
영업이익률(%)	11.8	11.0	8.2	8.2	8.6
EBITDA	1,176	1,386	1,254	1,226	1,333
EBITDA Margin(%)	15.5	13.9	11.2	11.8	12.5
영업외수익	(85)	43	(34)	55	56
금융수익	85	220	410	182	181
금융비용	167	173	398	133	130
기타영업외손익	(3)	(6)	(52)	0	0
관계기업관련손익	(1)	3	5	6	6
세전계속사업이익	812	1,139	888	904	970
법인세비용	238	328	91	253	272
연결당기순이익	575	811	796	650	699
지배주주지분순이익	573	807	779	631	678
지배주주순이익률(%)	7.6	8.1	6.9	6.1	6.4
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	13.3	31.6	12.4	(7.2)	2.4
영업이익 증가율	11.4	22.1	(15.9)	(8.0)	7.7
지배주주순이익 증가율	(9.5)	40.8	(3.4)	(19.0)	7.4
EPS 증가율	(9.5)	40.8	(6.1)	(25.9)	7.4
EBITDA 증가율	8.4	17.8	(9.5)	(2.2)	8.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동현금흐름	457	607	1,207	811	1,344
당기순이익	575	811	796	650	699
유형자산감가상각비	279	289	330	375	417
무형자산상각비	0	0	2	2	2
자산부채변동	(501)	(544)	76	(212)	228
기타	104	51	3	(4)	(2)
투자활동현금흐름	(548)	(578)	(1,873)	(318)	(808)
유형자산투자	(662)	(464)	(711)	(738)	(738)
유형자산매각	1	1	1	1	1
투자자산순증	119	(119)	(411)	287	(11)
무형자산순증	(6)	(15)	(383)	(18)	(15)
기타	0	19	(369)	150	(45)
재무활동현금흐름	(171)	2	760	(533)	(524)
자본의증가	6	7	1,039	0	0
차입금의순증	81	260	68	(132)	(123)
배당금지급	(260)	(278)	(353)	(397)	(397)
기타	2	13	6	(4)	(4)
기타현금흐름	(1)	10	0	0	0
현금의증가	(264)	41	94	(40)	12
FCF	(240)	160	140	24	554

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

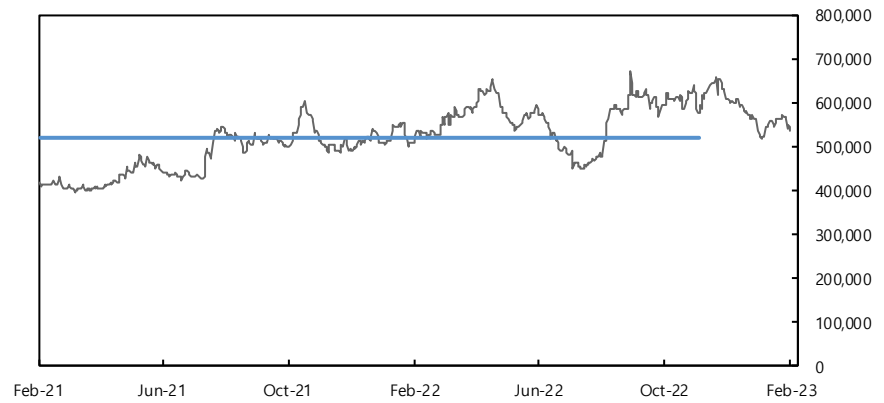
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	8,500	9,964	12,067	11,680	12,177
유동자산	4,913	5,689	6,594	6,119	6,263
현금성자산	426	466	561	520	532
매출채권및기타채권	447	592	673	624	639
재고자산	2,250	2,909	3,269	3,034	3,105
비유동자산	3,587	4,275	5,473	5,561	5,913
투자자산	218	593	1,009	728	745
유형자산	3,194	3,459	3,839	4,201	4,521
무형자산	91	123	505	520	532
부채총계	1,413	2,230	2,840	2,201	2,396
유동부채	1,118	1,771	2,373	1,787	1,995
매입채무및기타채무	805	1,175	1,233	1,040	1,065
단기차입금및단기사채	115	296	396	296	196
유동성장기부채	1	8	16	23	31
비유동부채	294	459	467	414	400
사채	0	1	2	3	4
장기차입금및금융부채	20	156	126	95	74
자본총계	7,087	7,734	9,227	9,480	9,781
지배주주지분	6,970	7,608	9,096	9,346	9,643
자본금	94	94	99	99	99
자본잉여금	57	57	1,092	1,092	1,092
기타자본	(54)	(54)	0	0	0
이익잉여금	6,940	7,518	7,913	8,163	8,460
비지배주주지분	117	127	131	134	138
순차입금	(2,014)	(1,574)	(1,962)	(1,908)	(2,087)

주요 투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	32,418	45,648	42,878	31,767	34,113
BPS	372,193	405,999	457,910	470,480	485,460
DPS	15,000	20,000	20,000	20,000	20,000
수익성(%)					
ROA	7.0	8.8	7.2	5.5	5.9
ROE	8.4	11.1	9.3	6.8	7.1
배당수익률	3.7	3.9	3.5	3.7	3.7
배당성향	46.3	43.8	51.0	63.0	58.6
안정성					
부채비율(x)	19.9	28.8	30.8	23.2	24.5
차입금/자본총계비율(%)	2.3	7.1	6.7	5.1	3.7
이자보상배율(x)	538.8	263.2	71.9	64.2	89.9
순차입금/EBITDA(x)	-1.7	-1.1	-1.6	-1.6	-1.6
Valuation(x)					
PER	12.4	11.2	13.2	17.1	15.9
최고	14.4	13.7	16.0	18.1	16.9
최저	8.5	8.6	10.3	15.9	14.8
PBR	1.1	1.3	1.2	1.2	1.1
최고	1.3	1.5	1.5	1.2	1.2
최저	0.7	1.0	1.0	1.1	1.0
PSR	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	4.8	5.9	7.5	7.4	6.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
고려아연 (010130)	2020.07.27	매수	520,000원	-19.7	4.0
	2021.07.27	1년경과		2.8	26.3
	2022.07.27	1년경과		13.4	29.2
	2022.11.07	중립	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2023년 2월 3일 현재 고려아연 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 고려아연 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2022. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
86.4%	13.6%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.