

2023. 11. 13



Company Analysis | 철강/금속/소재

Analyst 안회수

02 3779 8897 \_ hoesoo@ebestsec.co.kr

## Buy (유지)

목표주가 (유지)	620,000 원
현재주가	479,500 원
상승여력	29.3 %

## 컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

## Stock Data

KOSPI (11/10)	2,409.66 pt
시가총액	100,257 억원
발행주식수	20,909 천주
52 주 최고가/최저가	658,000 / 444,500
90 일 일평균거래대금	269.45 억원
외국인 지분율	18.6%
배당수익률(23.12E)	4.2%
BPS(23.12E)	467,215 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -1.8%
	6개월 0.4%
	12개월 -21.7%
주주구성	영풍 (외 60인) 47.1%
	국민연금공단 (외 1인) 7.9%
	한화에이치투에너지유에스에이 7.7%

## Stock Price



## 고려아연 (010130)

## 4Q23 금속가격 안정과 킴코 지분 확대 기대

## 3Q23 Review: 컨센서스 소폭 하회

3Q23 연결 매출액 2.3조원(-16.4%YoY, -7.1%QoQ), 영업이익 1,600억원(OPM 7.0%, +6.2%YoY, +2.8%QoQ)으로 영업이익 컨센서스 8% 하회했다. 별도 영업이익 1,670억원(-19.1%YoY, +1.7%QoQ), OPM 9.4%으로 지난 분기 대비 이익률이 +0.2pt 개선되었다. 아연가격 하락 및 판매량 감소(-9.7%QoQ)에도 불구하고 이익률이 개선될 수 있었던 이유는 연 라인 보수 완료로 연 판매량(+14.8%QoQ)과 은 판매량(+20.5%QoQ)이 크게 늘어났기 때문이다. 자회사 SMC는 아연가 하락 및 생산설비 보수로 매출액은 감소하였으나 2Q23부터 가동 시작한 Ferric Oxide 플랜트 공장 효과로 회수율 개선, 이익 개선의 모습을 보였다. 그 외 아크에너지, 페달포인트, 케이썸과 같은 신사업 자회사들은 아직 영업적자 단계이다. 연결 당기순이익 감소 이유는 외환환산손실이 233억 발생했기 때문이다.

## 4Q23 금속가격 안정화 기대

4Q23 실적은 연결기준 매출액 2.6조원(-12.6%YoY, +12.8%QoQ), 영업이익 1,979억원(+92.8%YoY, +23.7%)을 예상한다. 별도 영업이익은 1,889억원(+20.8%YoY, +13.1%QoQ), OPM 9.6%를 예상한다. 고금리 환경 지속 및 글로벌 경기둔화 우려에도 불구하고 글로벌 주요 아연 광산들의 감산으로 아연 가격이 조금씩 반등하고 있다. 이에 따라 2Q22부터 이어져오던 금속가격 급격한 하락 cycle에서의 메탈로스 영향에서 벗어나기 시작할 것으로 기대된다. 아연은 판매량 가이던스 부합, 연과 귀금속은 이연 물량 영향으로 가이던스 초과 달성할 것이다. 자회사 SMC는 보수 완료로 풀 가동+수율 개선 효과로 흑자폭 증가할 것이다. 이차전지 소재 사업 중 동박은 전방수요 둔화로 고객사 납품 일정이 지연되고 있다.

## 투자의견 Buy, 목표주가 620,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 620,000원을 유지한다. 최근 주가는 12M Fwd P/B 1.1x 수준으로 역사적 P/B 밴드 평균을 하회하고 있다. 8/30 제3자배정 유상증자에 현대차그룹이 지분 5% 참여했고, 올인원 니켈제련소 투자 계획을 발표하였다. 당사는 사업 주체인 KEMCO의 지분율을 최대 60%이상까지 편입할 계획을 근시일 내에 발표할 예정인데, 신사업 가치 반영에 대한 우려가 해소될 것으로 기대된다. 다만 주가의 장기적 흐름은 금속가격 안정과 신사업 자회사들의 실적 개선세에 더 큰 영향을 받을 것으로 판단한다.

## Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	9,977	11,219	9,877	9,959	9,891
영업이익	1,096	919	659	869	846
순이익	811	798	531	685	662
EPS (원)	45,648	41,817	27,476	34,040	32,901
증감률 (%)	40.8	-8.4	-34.3	23.9	-3.3
PER (x)	11.2	13.5	17.5	14.1	14.6
PBR (x)	1.3	1.2	1.0	1.0	1.0
영업이익률 (%)	11.0	8.2	6.7	8.7	8.6
EBITDA 마진 (%)	13.9	10.9	10.0	12.3	12.3
ROE (%)	11.1	9.4	5.6	6.8	6.4

주: IFRS 연결 기준

자료: 고려아연, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 고려아연 3Q23 Review

(십억원)	3Q23P	2Q23	3Q22	% QoQ	% YoY	Consensus	대비(%)
(연결)							
매출액	2,293	2,469	2,744	-7%	-16%	2,558	-10%
영업이익	160	156	151	3%	6%	174	-8%
OPM	7.0%	6.3%	5.5%	-0.7%p	1.5%p	6.8%	0.2%p
(별도)						당사 기준 추정치	
매출액	1,783	1,787	2,048	0%	-13%	1,751	2%
영업이익	167	164	206	2%	-19%	148	13%
OPM	9.4%	9.2%	10.1%	-0.2%p	-0.7%p	8.5%	0.9%p

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 고려아연 연결 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	2,661	2,851	2,744	2,962	2,527	2,469	2,293	2,588	11,219	9,877	9,959
yoy	20.9%	20.0%	13.7%	-0.8%	-5.0%	-13.4%	-16.4%	-12.6%	12.5%	-12.0%	0.8%
qoq	-10.9%	7.1%	-3.7%	7.9%	-14.7%	-2.3%	-7.1%	12.8%			
고려아연	1,817	2,052	2,048	2,164	1,815	1,787	1,783	1,975	8,081	7,360	7,326
자회사	845	799	696	798	712	682	510	612	3,138	2,517	2,633
영업이익	285	381	151	103	146	156	160	198	919	659	869
yoy	5.5%	39.6%	-43.3%	-64.3%	-48.8%	-59.1%	6.2%	92.8%	-16.1%	-28.3%	31.7%
qoq	-0.9%	33.9%	-60.5%	-31.9%	42.0%	7.0%	2.8%	23.7%			
고려아연	221	348	206	156	155	165	167	189	931	675	761
자회사	64	33	-56	-54	-9	-9	-7	9	-12	-16	108
서린상사	50	16	-7	7	-4	-2	3	-6	66	-4	-1
SMC	1	7	-44	-37	17	-2	2	18	-73	37	91
기타	13	10	-4	-24	-22	-5	-12	-3	20	-16	12
OPM	10.7%	13.4%	5.5%	3.5%	5.8%	6.3%	7.0%	7.6%	8.2%	6.7%	8.7%
고려아연	12.1%	17.0%	10.1%	7.2%	8.5%	9.2%	9.4%	9.6%	11.5%	9.2%	10.4%
자회사	7.6%	4.2%	-8.0%	-6.7%	-1.3%	-1.3%	-1.4%	1.5%	-0.4%	-0.6%	4.1%
세전이익	217	433	91	141	195	170	133	220	881	718	897
당기순이익	148	323	70	257	138	124	101	168	798	531	685

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 고려아연 별도 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
별도 매출액	1,817	2,052	2,048	2,164	1,815	1,787	1,783	1,975	8,081	7,360	7,326
아연	662	811	718	842	681	653	548	549	3,033	2,431	2,402
연	320	320	306	398	280	288	328	448	1,344	1,344	1,341
은	427	451	516	442	407	448	548	480	1,836	1,883	1,806
금	196	226	227	240	231	188	175	230	889	824	756
전기동	74	86	67	70	84	92	76	98	297	350	422
제품별 판매량											
아연(톤)	146,470	153,746	145,528	188,670	156,472	176,528	159,374	147,000	634,414	639,374	640,000
연(톤)	100,516	97,623	99,110	125,214	89,117	90,954	104,404	138,000	422,463	422,475	430,000
은(톤)	478	468	573	517	439	453	546	510	2,037	1,948	1,908
금(kg)	2,700	2,695	3,050	3,183	2,976	2,245	2,145	2,700	11,628	10,066	8,900
LME금속가격 및 환율											
환율(원/\$)	1,212	1,260	1,339	1,359	1,276	1,315	1,311	1,330	1,292	1,308	1,280
아연 (\$/톤)	3,754	3,925	3,269	3,003	3,130	2,540	2,429	2,500	3,488	2,650	2,612
연 (\$/톤)	2,335	2,203	1,975	2,099	2,141	2,118	2,170	2,200	2,153	2,157	2,193
은 (\$/oz)	24	23	19	21	22.6	24.2	23.6	22.5	21.8	23.2	23.5
금 (\$/oz)	1,874	1,874	1,728	1,729	1,888	1,978	1,929	1,960	1,801	1,939	2,030
매출총이익	246	381	245	194	189	200	202	224	1066	814	911
매출총이익률(%)	13.5%	18.6%	12.0%	9.0%	10.4%	11.2%	11.3%	11.3%	13.2%	11.1%	12.4%

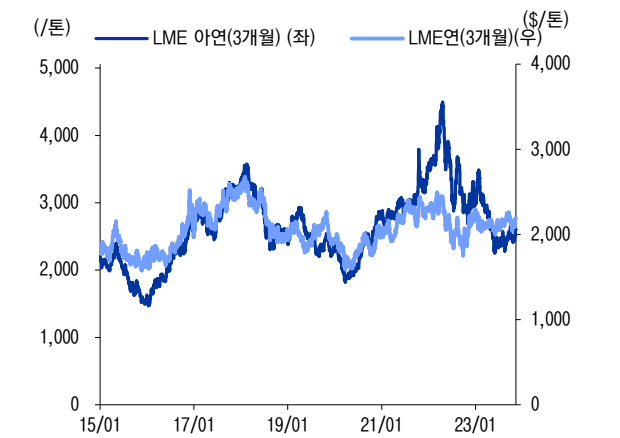
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표8 실적 변경 내역

	4Q23E			2023E			2024E		
	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이
(연결)									
매출액	2,444	2,588	6%	9,812	9,877	1%	9,665	9,959	3%
영업이익	171	198	16%	628	659	5%	758	869	15%
영업이익률	7.0%	7.6%	0.7%p	6.4%	6.7%	0.3%p	7.8%	8.7%	0.9%p
(별도)									
매출액	1,817	1,975	9%	7,205	7,360	2%	7,094	7,326	3%
영업이익	148	189	28%	608	675	11%	610	761	25%
영업이익률	8.1%	9.6%	1.4%p	8.4%	9.2%	0.7%p	8.6%	10.4%	1.8%p

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 아연 및 연 가격



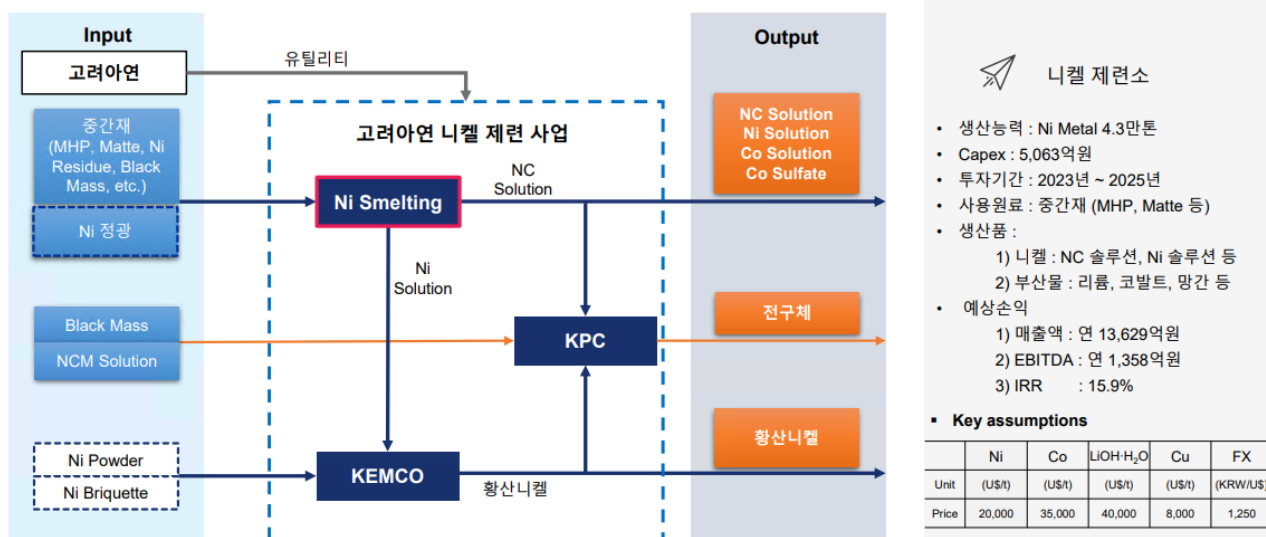
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 LME 아연 가격 및 원재료비 추이



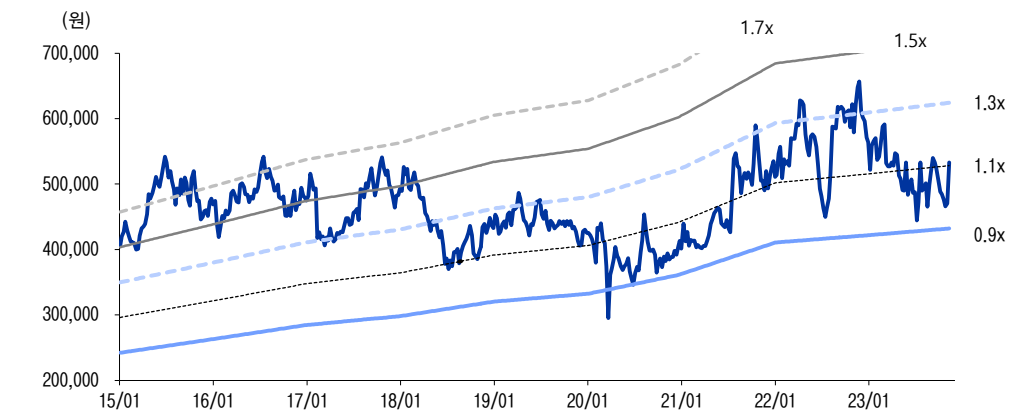
자료: 고려아연, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 고려아연 All-in-one 니켈 제련소 사업



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 12 Fwd P/B Chart



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 고려아연 (010130)

## 재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	5,689	6,071	5,946	6,038	6,348
현금 및 현금성자산	466	781	980	1,105	1,319
매출채권 및 기타채권	532	654	673	646	647
재고자산	2,909	2,825	2,700	2,645	2,800
기타유동자산	1,782	1,810	1,593	1,642	1,583
비유동자산	4,275	6,027	6,362	6,495	6,602
관계기업투자등	575	1,178	1,385	1,385	1,385
유형자산	3,459	3,694	3,904	4,026	4,122
무형자산	123	851	851	862	873
<b>자산총계</b>	<b>9,964</b>	<b>12,098</b>	<b>12,308</b>	<b>12,533</b>	<b>12,950</b>
유동부채	1,771	2,319	1,821	1,741	1,870
매입채무 및 기타채무	1,175	1,120	832	767	811
단기금융부채	391	828	873	853	933
기타유동부채	204	371	116	121	126
비유동부채	459	547	516	544	578
장기금융부채	157	294	321	341	367
기타비유동부채	302	253	195	203	211
<b>부채총계</b>	<b>2,230</b>	<b>2,866</b>	<b>2,338</b>	<b>2,285</b>	<b>2,448</b>
지배주주지분	7,608	9,043	9,779	10,055	10,310
자본금	94	99	105	105	105
자본잉여금	57	1,086	1,618	1,618	1,618
이익잉여금	7,518	7,953	8,080	8,356	8,611
비지배주주지분(연결)	127	189	192	192	192
<b>자본총계</b>	<b>7,734</b>	<b>9,232</b>	<b>9,971</b>	<b>10,248</b>	<b>10,502</b>

## 손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	9,977	11,219	9,877	9,959	9,891
매출원가	8,720	10,050	8,942	8,800	8,706
매출총이익	1,256	1,169	936	1,159	1,184
판매비 및 관리비	160	250	276	290	338
영업이익	1,096	919	659	869	846
(EBITDA)	1,386	1,223	992	1,226	1,213
금융손익	13	-28	-6	13	13
이자비용	4	34	53	54	54
관계기업등 투자손익	16	29	-6	0	0
기타영업외손익	14	-39	71	16	15
세전계속사업이익	1,139	881	718	897	874
계속사업법인세비용	328	83	187	213	212
계속사업이익	811	798	531	685	662
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	811	798	531	685	662
지배주주	807	781	524	671	649
총포괄이익	870	798	531	685	662
매출총이익률 (%)	12.6	10.4	9.5	11.6	12.0
영업이익률 (%)	11.0	8.2	6.7	8.7	8.6
EBITDA 마진률 (%)	13.9	10.9	10.0	12.3	12.3
당기순이익률 (%)	8.1	7.1	5.4	6.9	6.7
ROA (%)	8.7	7.1	4.3	5.4	5.1
ROE (%)	11.1	9.4	5.6	6.8	6.4
ROIC (%)	11.7	11.0	5.9	7.8	7.4

## 현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	607	785	-30	1,019	983
당기순이익(손실)	811	798	531	685	662
비현금수익비용가감	589	409	-345	351	361
유형자산감가상각비	289	298	328	354	363
무형자산상각비	0	5	5	3	3
기타현금수익비용	235	-95	-794	-6	-5
영업활동 자산부채변동	-544	-110	-216	-17	-41
매출채권 감소(증가)	-120	-101	18	26	0
재고자산 감소(증가)	-629	208	206	55	-155
매입채무 증가(감소)	328	-97	-295	-65	44
기타자산, 부채변동	-123	-121	-145	-34	71
투자활동 현금	-578	-1,797	-96	-500	-481
유형자산처분(취득)	-463	-373	-484	-476	-460
무형자산 감소(증가)	-15	-6	-17	-14	-14
투자자산 감소(증가)	-131	-1,596	325	-10	-7
기타투자활동	31	178	81	0	0
재무활동 현금	2	1,296	324	-394	-288
차입금의 증가(감소)	260	514	60	0	106
자본의 증가(감소)	-278	897	264	-394	-394
배당금의 지급	278	353	-373	-394	-394
기타재무활동	19	-115	0	0	0
현금의 증가	41	315	199	125	214
기초현금	426	466	781	980	1,105
기말현금	466	781	980	1,105	1,319

자료: 고려아연, 이베스트투자증권 리서치센터

## 주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	11.2	13.5	17.5	14.1	14.6
P/B	1.3	1.2	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	6.8	9.3	10.0	8.0	8.0
P/CF	6.9	9.3	52.1	9.7	9.8
배당수익률 (%)	3.9	3.5	4.2	4.2	4.2
성장성 (%)					
매출액	31.6	12.5	-12.0	0.8	-0.7
영업이익	22.1	-16.1	-28.3	31.7	-2.6
세전이익	40.2	-22.6	-18.6	25.0	-2.6
당기순이익	41.1	-1.6	-33.5	28.9	-3.3
EPS	40.8	-8.4	-34.3	23.9	-3.3
안정성 (%)					
부채비율	28.8	31.0	23.4	22.3	23.3
유동비율	321.3	261.8	326.5	346.8	339.5
순차입금/자기자본(x)	-2.3	1.4	-1.1	-2.4	-3.4
영업이익/금융비용(x)	263.2	26.7	12.4	16.1	15.6
총차입금 (십억원)	549	1,123	1,194	1,194	1,300
순차입금 (십억원)	-181	134	-112	-247	-361
주당지표 (원)					
EPS	45,648	41,817	27,476	34,040	32,901
BPS	403,163	455,251	467,684	480,921	493,084
CFPS	74,213	60,756	9,205	49,547	48,930
DPS	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000

고려아연

목표주가 추이

(원)

주가

목표주가

800,000

700,000

600,000

500,000

400,000

300,000

200,000

100,000

0

21/11

22/05

22/11

23/05

투자 의견

변동내역

일시

투자 의견

목표 가격

2022.09.14 변경

안회수

2022.09.14 Buy

720,000

2023.05.04 Buy

620,000

과리율(%)

최고 대비

최저 대비

평균 대비

-8.6

-20.0

과리율(%)

최고 대비

최저 대비

평균 대비

### Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 안회수).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.

따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

— 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

— 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

— 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

— 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

### 투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기 -15% 이하 기대	91.4% 8.6% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경  투자의견 비율은 2022. 10. 1 ~ 2023. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)