

## Industrial팀

## 백재승

Senior Analyst

jaeseung.baek@samsung.com

## 고려아연 (010130)

## Investor Day 개최 - 긴 여정의 시작

- 12월 7일 Investor Day 개최. 2033년까지 향후 10년간 회사의 사업 부문별 capex 및 매출/EBITDA 전망 제시
- 기존 제련사업이 안정적인 사업 모델에 기반한 cash cow 역할을 수행하는 한편, 신사업(Troica Drive) 투자 확대를 통해 점차 실적 기여를 향상시키려는 의지 시현
- 단기 시황 불확실성 감안하더라도, 회사가 우수한 제련 기술력 및 전후방 value chain 확보에 기반한 신사업 투자를 진행하고 있다는 점은 중장기 관점에서 긍정적

## ▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	620,000원	18.8%
현재주가	522,000원	
시가총액	10.9조원	
Shares (float)	20,908,588주 (52.5%)	
52주 최저/최고	444,500원/610,000원	
60일-평균거래대금	223.0억원	

## ▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
고려아연 (%)	6.5	7.0	-13.7
Kospi 지수 대비 (%pts)	4.5	12.3	-17.5

## ▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	620,000	620,000	0.0%
2023E EPS	27,281	27,281	0.0%
2024E EPS	32,226	32,226	0.0%

## ▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	14
Target price	626,154
Recommendation	3.9

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

## WHAT'S THE STORY?

고려아연의 Investor Day 개최, 인상적이었던 중장기 로드맵 제시: 고려아연이 12월 7일 처음으로 Investor Day를 개최하였다. 이번 행사에서 회사는 기존 제련사업과 신규 TD(Troica Drive)사업을 구분하여 중장기 로드맵을 제시하였다. 회사는 향후 10년간 기존 제련사업에 5.2조 원, 신규 사업에 11.9조 원을 각각 투자할 계획으로, 이를 통해 2033년 제련 사업 매출과 EBITDA는 각각 13조, 1.6조 원(EBITDA 마진율 12%), 신규 TD 사업 매출과 EBITDA는 각각 12.2조, 1.6조 원(EBITDA 마진율 14.8%)에 이를 것으로 전망하였다. 결국, 회사의 중장기 로드맵이 시사하는 바는, 기존 제련 사업이 안정적인 사업 모델을 토대로 당분간 cash cow 역할을 수행하는 가운데, 10년 뒤 기존 제련 사업과 신규 TD 사업의 이익 기여가 비슷한 수준으로 형성될 만큼 신규 사업이 전사 실적 성장을 견인한다는 전망을 제시한 것이다.

회사의 중장기 방향성 확인은 충분히 긍정적: 기존 제련 사업은 1) 구리, 2) 반도체용 황산, 3) 호주 SMC 생산량 확대와 함께, 전기로 인산 대응을 위한 LNG 발전 증설 및 수소 발전 전환 등을 통해 수익성 방어를 견할 계획이다. 한편, 신규 TD 사업에서는 1) 신재생 에너지/수소에 가장 큰 비중의 투자를 진행하여 그린 메탈 생산을 추구하고, 2) 2차전지 소재 사업은 기존 기술 경쟁력을 토대로 니켈 제련/전구체/전해동박 물량 확대를 추진하며, 3) 자원 순환 사업은 2차전지 소재 사업을 뒷받침하는 형태로 진행될 예정이다. 이러한 중장기 방향성을 통해 회사가 제시한 실적 목표치를 달성하기 위해서는 물론 비철금속 및 2차전지 시황이 뒷받침되어야 한다. 현재 두 산업이 겪고 있는 불확실성 및 그로 인한 시황 부진이 다소 아쉽게 느껴지는 이유이기도 하다. 그러나, 1) 기존 금속 제련 기술력을 니켈 사업에 접목할 수 있고, 2) 현재 형성된 신사업 추진에 있어 중국 자본이 배제되어 있으며, 3) 2차전지 소재 사업의 전후방 기업들과 이미 다양한 협력 관계를 구축하여 원재료 확보 및 제품 판매의 퍼즐을 맞춰가며 투자를 진행하고 있다는 점은 분명 중장기적으로 고려아연 기업가치 제고에 긍정적인 기여를 할 수 있기에, 향후 회사의 행보에 더욱 관심을 가져야 할 것이다.

## SUMMARY FINANCIAL DATA

	2022	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	11,219	9,840	9,968	9,955
영업이익 (십억원)	919	667	751	813
순이익 (십억원)	798	505	609	652
EPS (adj) (원)	40,687	27,281	32,226	34,571
EPS (adj) growth (%)	-3.5	-32.9	18.1	7.3
EBITDA margin (%)	10.9	10.4	11.2	11.9
ROE (%)	9.1	5.5	6.4	6.4
P/E (adj) (배)	12.8	19.1	16.2	15.1
P/B (배)	1.2	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA (배)	6.9	9.6	8.9	8.3
Dividend yield (%)	3.5	3.8	3.3	3.3

자료: 고려아연, 삼성증권 추정

표 1. 고려아연 중장기 사업부문별 로드맵

(조원)	2023*	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
매출	10.1	11.9	15.4	17.7	19.1	21.3	22.6	23.8	24.2	24.6	25.2
제련	10.0	11.0	11.3	11.5	12.0	12.4	12.4	12.5	12.5	12.5	13.0
아연/연/귀금속	9.6	10.4	10.5	10.5	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	11.1
구리	0.3	0.4	0.7	0.8	1.2	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
반도체 황산	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
TD (Troica Drive)	0.1	0.9	4.1	6.2	7.1	8.9	10.2	11.3	11.7	12.1	12.2
2차전지 소재	0.1	0.5	1.3	3.1	3.5	4.7	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
자원순환	0.0	0.3	2.7	3.0	3.5	4.0	4.5	5.2	5.5	5.9	6.0
신재생에너지	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.3	0.8	0.8	0.8	0.9
EBITDA	0.9	1.2	1.4	1.7	1.9	2.3	2.6	3.1	3.2	3.3	3.4
제련											1.6
TD (Troica Drive)											1.6
2차전지 소재											0.6
자원순환											0.6
신재생에너지											0.7
EBITDA 마진율 (%)	8.9	10.1	9.1	9.6	9.9	10.8	11.5	13.0	13.2	13.4	13.3
제련											12.0
TD (Troica Drive)											14.8
2차전지 소재											10.4
자원순환											9.5
신재생에너지											79.4
Capex*	0.4	1.7	1.2	2.3	1.9	3.8	3.4	0.9	0.6	0.8	0.2
제련	0.3	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.8	0.8	0.6	0.7	0.2
TD (Troica Drive)	0.1	1.2	0.8	2.0	1.6	3.5	2.6	0.1	0.0	0.1	0.0

참고: \* 당사 추정 2023년 매출 및 EBITDA는 각각 9.8조, 9,900억 원;

\*\* 2024-2033년 10년간 누적 capex는 17.1조 원으로, 제련사업 5.2조 원과 TD 사업 11.9조 원 각각 구성;

자료: 고려아연, 삼성증권 정리

표 2. 고려아연: 2024-2033년 누적 가용재원 및 활용 규모

(조 원)	2024-2033년 누적
가용 재원*	32.2
현금성 자산**	1.9
EBITDA	24.2
부채 통한 자금 조달***	6.1
기타 자금 조달	TBD
활용****	22.0
투자	16.7
기존 제련 사업	4.9
신규 TD 사업	11.8
M&A	TBD
주주 환원*****	4.0
현금성 자산*****	1.0

참고: \* 기타 자금 조달에 따라 추가 확대 가능성 존재; \*\* 3Q23말 기준; \*\*\* net debt/EBITDA 비율을 1.5배까지 확대 시

\*\*\*\* M&amp;A 및 주주환원 증가 등에 따라 추가 확대 가능성 존재; \*\*\*\*\* 연평균 4,000억 원으로, DPS 약 20,000원/년 수준;

\*\*\*\*\* 2033년말 기준

자료: 고려아연, 삼성증권 정리

## 포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	9,977	11,219	9,840	9,968	9,955
매출원가	8,720	10,050	8,901	8,949	8,871
매출총이익	1,256	1,169	939	1,019	1,085
(매출총이익률, %)	12.6	10.4	9.5	10.2	10.9
판매 및 일반관리비	160	250	272	268	272
영업이익	1,096	919	667	751	813
(영업이익률, %)	11.0	8.2	6.8	7.5	8.2
영업외손익	43	-38	40	103	101
금융수익	220	332	302	250	248
금융비용	173	366	188	130	130
지분법손익	3	30	-6	0	0
기타	-6	-33	-67	-17	-17
세전이익	1,139	881	707	854	914
법인세	328	83	202	245	262
(법인세율, %)	28.8	9.4	28.6	28.7	28.7
계속사업이익	811	798	505	609	652
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	811	798	505	609	652
(순이익률, %)	8.1	7.1	5.1	6.1	6.5
지배주주순이익	807	781	497	591	632
비지배주주순이익	4	18	17	17	20
EBITDA	1,386	1,223	1,019	1,112	1,180
(EBITDA 이익률, %)	13.9	10.9	10.4	11.2	11.9
EPS (지배주주)	42,755	40,572	24,643	28,263	30,248
EPS (연결기준)	42,984	41,490	25,030	29,131	31,177
수정 EPS (원)*	42,182	40,687	27,281	32,226	34,571

## 현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	607	785	559	951	971
당기순이익	811	798	505	609	652
현금유출입이없는 비용 및 수익	589	409	587	548	520
유형자산 감가상각비	289	298	347	356	361
무형자산 상각비	0	5	5	5	5
기타	299	105	234	187	153
영업활동 자산부채 변동	-544	-110	-533	-206	-201
투자활동에서의 현금흐름	-578	-1,797	-166	-749	-742
유형자산 증감	-463	-373	-383	-315	-310
장단기금융자산의 증감	20	45	226	-424	-424
기타	-135	-1,469	-9	-10	-9
재무활동에서의 현금흐름	2	1,296	-698	-353	-300
차입금의 증가(감소)	389	574	-1	0	0
자본금의 증가(감소)	1	1,033	0	0	0
배당금	-278	-355	0	0	0
기타	-110	44	-697	-353	-300
현금증감	41	315	-275	-121	-41
기초현금	426	466	781	506	385
기말현금	466	781	506	385	344
Gross cash flow	1,400	1,207	1,092	1,157	1,172
Free cash flow	143	412	175	635	661

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외

\*\* 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

\*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 고려아연, 삼성증권 추정

## 재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	5,689	6,071	5,175	5,385	5,641
현금 및 현금등가물	466	781	506	385	344
매출채권	516	616	720	836	984
재고자산	2,909	2,825	2,838	3,041	3,170
기타	1,798	1,849	1,111	1,124	1,142
비유동자산	4,275	6,027	6,569	6,795	7,034
투자자산	593	1,206	1,986	2,181	2,390
유형자산	3,459	3,694	3,732	3,763	3,793
무형자산	123	851	851	851	851
기타	100	275	0	0	0
자산총계	9,964	12,098	11,744	12,181	12,675
유동부채	1,771	2,319	1,764	1,908	2,013
매입채무	1,025	956	611	702	773
단기차입금	296	792	792	792	792
기타 유동부채	450	571	361	414	448
비유동부채	459	547	641	677	716
사채 및 장기차입금	127	209	209	209	209
기타 비유동부채	332	338	431	468	506
부채총계	2,230	2,866	2,405	2,585	2,728
지배주주지분	7,608	9,043	9,151	9,406	9,758
자본금	94	99	99	99	99
자본잉여금	57	1,086	1,086	1,086	1,086
이익잉여금	7,518	7,953	8,061	8,317	8,668
기타	-62	-96	-96	-96	-96
비지배주주지분	127	189	189	189	189
자본총계	7,734	9,232	9,340	9,595	9,947
순부채	-181	134	-323	-202	-161

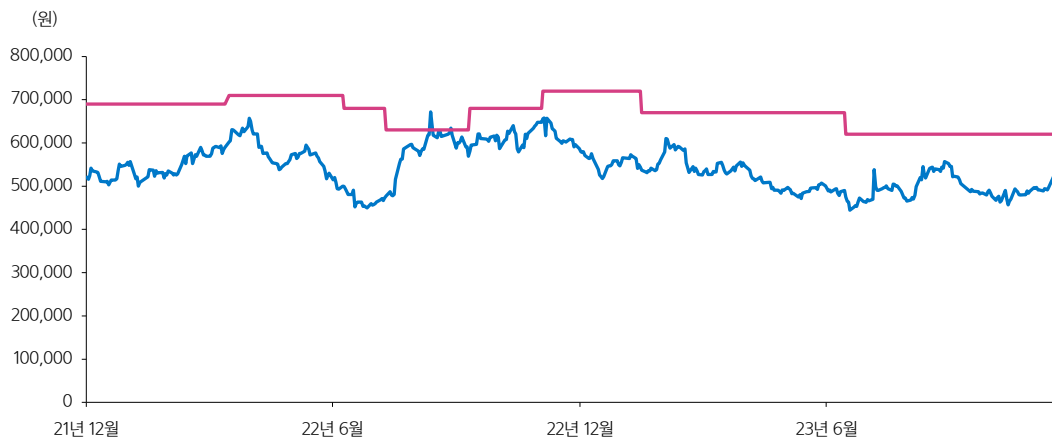
## 재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	31.6	12.5	-12.3	1.3	-0.1
영업이익	22.1	-16.1	-27.4	12.6	8.3
순이익	41.1	-1.6	-36.7	20.6	7.0
수정 EPS**	33.3	-3.5	-32.9	18.1	7.3
주당지표					
EPS (지배주주)	42,755	40,572	24,643	28,263	30,248
EPS (연결기준)	42,984	41,490	25,030	29,131	31,177
수정 EPS**	42,182	40,687	27,281	32,226	34,571
BPS	392,720	449,549	492,086	501,717	517,802
DPS (보통주)	20,000	20,000	20,000	17,000	17,000
Valuations (배)					
P/E***	12.4	12.8	19.1	16.2	15.1
P/B***	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	5.9	6.9	9.6	8.9	8.3
비율					
ROE (%)	10.7	9.1	5.5	6.4	6.4
ROA (%)	8.8	7.2	4.2	5.1	5.2
ROIC (%)	14.3	13.1	7.4	9.0	9.6
배당성향 (%)	43.8	50.9	80.5	60.1	56.2
배당수익률 (보통주, %)	3.9	3.5	3.8	3.3	3.3
순부채비율 (%)	-2.3	1.4	-3.5	-2.1	-1.6
이자보상배율 (배)	263.2	26.7	12.5	14.0	15.2

## Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 12월 7일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 12월 7일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

## 2년간 목표주가 변경 추이



## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2021/10/15	2022/4/4	6/28	7/29	9/29	11/22	2023/2/3	7/4
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	690000	710000	680000	630000	680000	720000	670000	620000
과리율 (평균)	-22.68	-19.17	-31.42	-6.86	-9.61	-19.71	-21.61	
과리율 (최대/최소)	-12.03	-7.46	-27.28	6.67	-4.71	-8.61	-8.96	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

\* 2023년 7월 27일부터 기업 투자 등급 기준 변경

## 기업

**BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상  
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준

**HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~15% 내외

**SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

## 산업

**OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상

**NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 ( $\pm 5\%$ ) 예상

**UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

## 최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2023.09.30 기준

매수(80.4%) 중립(19.6%) 매도(0%)

## 삼성증권

### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpop.com](http://www.samsungpop.com)

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
Powered by the S&P Global CSA