

2024. 01. 09



Company Analysis | 철강/이차전지소재

Analyst 안희수 \_ hoesoo@ebestsec.co.kr

**Buy (유지)**

목표주가 (유지)	620,000 원
현재주가	487,000 원
상승여력	27.3 %

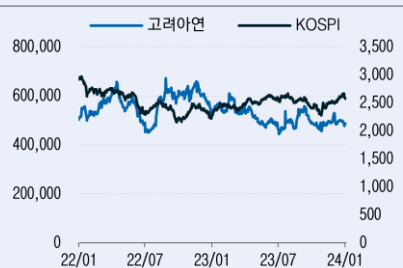
## 컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

## Stock Data

KOSPI (1/8)	2,567.82 pt
시가총액	101,825 억원
발행주식수	20,909 천주
52 주 최고가/최저가	610,000 / 444,500
90 일 일평균거래대금	207.15 억원
외국인 지분율	18.1%
배당수익률(23.12E)	4.1%
BPS(23.12E)	457,632 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -4.3%
	6개월 7.9%
	12개월 -18.8%
주주구성	영풍 (외 60인) 47.1%
	국민연금공단 (외 1인) 7.9%
	한화에너지투에너지유에스에이 7.7%

## Stock Price



# 고려아연 (010130)

## 4분기 양호한 실적, 2024년 실적 방어 거뜬할 것

### 4Q23 Preview: 컨센서스 소폭 상회

4Q23 연결 매출액 2.6조원(-10.7%YoY, +15.3%QoQ), 영업이익 2,096억원(+104.3%YoY, +30.7%QoQ, OPM 7.9%)으로 영업이익 컨센서스 8% 상회할 전망이다. 별도 영업이익 2,179억원(39.4%YoY, +30.5%QoQ), OPM 10.7%으로 지난 분기 대비 이익률이 +1.3%pt 개선될 것이다. 1) 아연, 연 출하가 4분기 집중되며 연간 물량 가이던스를 상회할 전망이다(아연+4%QoQ, 연 +32%QoQ), 금, 은 역시 견조한 출하량과 가격을 이어왔다. 2) 하락세를 지속하던 아연 가격이 소폭 반등하며(3Q23 \$2,429/ton → 4Q23 \$2,515/ton) 메탈로스 영향에서 벗어났다. 3) 자회사 SMC는 보수 완료로 물량이 소폭 증가하였고, 아연 가격 반등에 힘입어 흑자폭 증가할 것이다. 그 외 신사업 자회사들은 아직 영업적자 단계 지나고 있다.

### 2024 증익 기대, 실적 방어 충분

2024 실적은 연결기준 매출액 10.1조원(+1.8%YoY), 영업이익 7,762억원(+15.6%YoY, OPM 7.7%)을 예상한다. 별도 영업이익은 7,387억원(+3.1%YoY, OPM 10.1%)를 예상한다. 2024년 아연 정광 과잉 공급 우려와 유럽 제련소 재가동으로 벤치마크 TC하락에 대한 우려가 있다. 그러나 광산들의 선제적 감산 및 전력가격 재반등에 대한 경계로 \$274/ton → \$180/ton의 시장 우려 수준보다 높게 타결될 것으로 가정하였다. 이익률 개선의 원인은 1) 아연, 연 가격이 부진함에도 하반기 글로벌 금리하락 및 중국 부양책 효과로 하방이 지지되며 메탈로스 영향이 사라지고, 2) 마진율이 높은 귀금속 및 구리의 견조한 생산량과 가격이 지속되며, 3) SMC의 생산량 증가에 따른 흑자폭 증가 덕분이다. 자회사 캠코가 지분율 64%로 연결 편입되기 시작하며, 동박 자회사 케이잼은 2024년 말부터 고객사 납품을 기대한다.

### 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, 어려운 업황 속 섹터 내 2024년 실적 방어가 충분히 가능한 기업이다. 동사는 12/7 Investor Day에서 2033년 Troika Drive부문의 CAPA 계획 및 재무 목표를 발표한 점은 긍정적이나, 1) 내부거래는 고려하지 않은 단순 합계 수치라는 점, 2) 투자 집행이 실제로 이루어져야 하는 초기 단계라는 점을 고려하여 목표주가에는 이차전지 소재부문의 2027E 실적만 반영하였다.

### Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	9,977	11,219	9,934	10,109	10,206
영업이익	1,096	919	672	776	792
순이익	811	798	519	615	623
EPS (원)	45,648	41,817	25,937	30,591	30,973
증감률 (%)	40.8	-8.4	-38.0	17.9	1.2
PER (x)	11.2	13.5	18.8	15.9	15.7
PBR (x)	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
영업이익률 (%)	11.0	8.2	6.8	7.7	7.8
EBITDA 마진 (%)	13.9	10.9	10.0	11.2	11.3
ROE (%)	11.1	9.4	5.5	6.2	6.2

주: IFRS 연결 기준

자료: 더블유씨피, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 고려아연 4Q23 Preview

(십억원)	4Q23E	3Q23	4Q22	% QoQ	% YoY	Consensus	대비(%)
(연결)							
매출액	2,644	2,293	2,962	15%	-11%	2,517	5%
영업이익	210	160	103	31%	104%	193	8%
OPM	7.9%	7.0%	3.5%	-0.9%p	4.5%p	7.7%	0.2%p
(별도)						당사 기준 추정치	
매출액	2,029	1,783	2,164	14%	-6%	1,975	3%
영업이익	218	167	156	30%	39%	189	15%
OPM	10.7%	9.4%	7.2%	-1.4%p	3.5%p	9.6%	1.2%p

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 고려아연 연결 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	2,527	2,469	2,293	2,644	2,531	2,519	2,532	2,528	11,219	9,934	10,109
yoy	-5.0%	-13.4%	-16.4%	-10.7%	0.1%	2.0%	10.4%	-4.4%	12.5%	-11.5%	1.8%
qoq	-14.7%	-2.3%	-7.1%	15.3%	-4.3%	-0.5%	0.5%	-0.1%			
고려아연	1,815	1,787	1,783	2,029	1,830	1,821	1,836	1,837	8,081	7,414	7,324
자회사	712	682	510	615	700	698	695	691	3,138	2,520	2,785
영업이익	146	156	160	210	203	181	191	201	919	672	776
yoy	-48.8%	-59.2%	6.5%	104.3%	39.1%	16.4%	19.3%	-4.2%	-16.1%	-26.9%	15.6%
qoq	42.0%	6.8%	3.0%	30.7%	-3.3%	-10.6%	5.6%	4.9%			
고려아연	155	164	167	218	200	169	182	188	931	704	739
자회사	-9	-9	-7	-8	3	13	9	12	-12	-33	37
서린상사	-4	2	3	-5	-5	0	-5	-5	66	-3	-14
SMC	16	2	3	7	8	13	12	11	-73	28	44
캠코&케이잼	0	0	0	0	4	4	4	7	0	0	21
기타	-21	-12	-13	-10	-5	-5	-3	-1	-4	-38	-8
OPM	5.8%	6.3%	7.0%	7.9%	8.0%	7.2%	7.6%	7.9%	8.2%	6.8%	7.7%
고려아연	8.5%	9.2%	9.4%	10.7%	10.9%	9.3%	9.9%	10.3%	11.5%	9.5%	10.1%
자회사	-1.3%	-1.2%	-1.3%	-1.3%	0.5%	1.8%	1.3%	1.8%	-0.4%	-1.3%	1.3%
세전이익	195	170	111	233	221	183	190	212	881	709	806
당기순이익	138	124	78	178	169	140	145	162	798	519	615

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 고려아연 별도 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
별도 매출액	1,815	1,787	1,783	2,029	1,830	1,821	1,836	1,837	8,081	7,414	7,324
아연	681	653	548	615	594	587	579	570	3,033	2,497	2,331
연	280	288	328	429	329	324	326	322	1,344	1,325	1,301
은	407	448	548	493	444	448	487	491	1,836	1,896	1,870
금	231	188	175	213	213	213	196	206	889	807	828
전기동	84	92	76	109	100	99	98	98	297	361	395
판매량											
아연(톤)	156,472	176,528	159,374	165,000	160,000	160,000	160,000	160,000	657,374	640,000	640,000
연(톤)	89,117	90,954	104,404	138,000	107,500	107,500	110,000	110,000	422,475	435,000	435,000
은(톤)	439	453	546	510	454	454	500	500	1,948	1,908	1,908
금(kg)	2,976	2,245	2,145	2,500	2,500	2,500	2,300	2,400	9,866	9,700	9,700
LME금속가격 및 환율											
환율(원/\$)	1,276	1,315	1,311	1,319	1,310	1,290	1,270	1,250	1,305	1,280	1,280
아연 (\$/톤)	3,130	2,540	2,429	2,515	2,523	2,525	2,525	2,520	2,654	2,523	2,523
연 (\$/톤)	2,141	2,118	2,170	2,122	2,100	2,100	2,100	2,110	2,138	2,103	2,103
은 (\$/oz)	22.6	24.2	23.6	23.3	23.8	24.4	24.4	25.0	23.4	24.4	24.4
금 (\$/oz)	1,888	1,978	1,929	1,980	1,992	2,023	2,053	2,100	1,944	2,042	2,042
매출총이익	189	199	203	256	236	205	218	228	1066	847	887
매출총이익률	10.4%	11.1%	11.4%	12.6%	12.9%	11.2%	11.9%	12.4%	13.2%	11.4%	12.1%

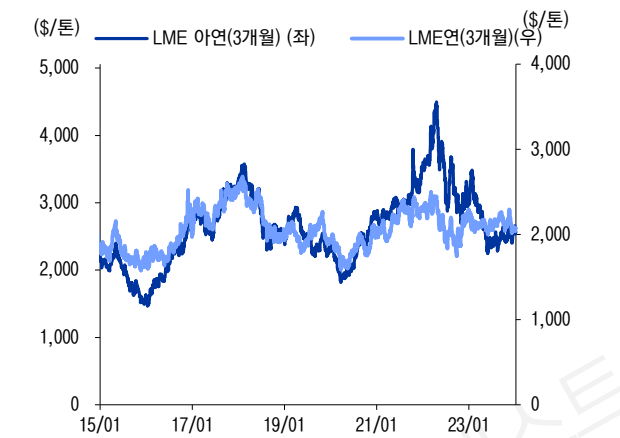
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표8 실적 변경 내역

	4Q23E			2023E			2024E		
	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이
(연결)									
매출액	2,588	2,644	2%	9,877	9,934	1%	9,959	10,109	2%
영업이익	198	210	6%	659	672	2%	869	776	-11%
영업이익률	7.7%	7.9%	0.3%p	6.7%	6.8%	0.1%p	8.7%	7.7%	-1.0%p
(별도)									
매출액	1,975	2,029	3%	760	7,414	876%	7,326	7,324	0%
영업이익	189	218	15%	675	704	4%	761	739	-3%
영업이익률	9.6%	10.7%	1.2%p	88.8%	9.5%	-79.3%p	10.4%	10.1%	-0.3%p

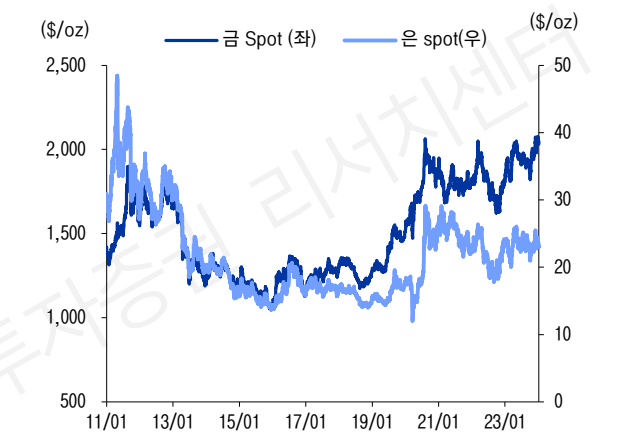
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 아연 및 연 가격



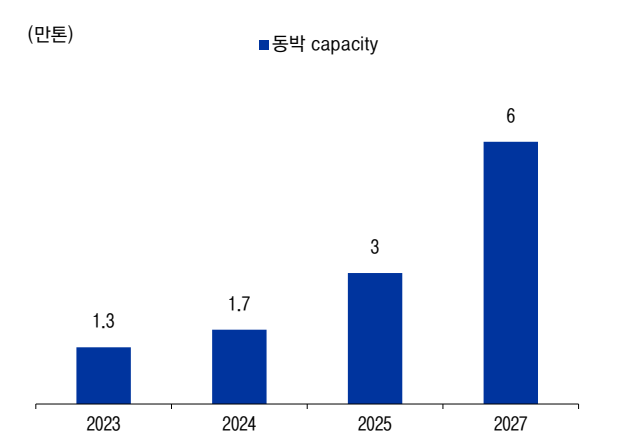
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 금, 은 가격



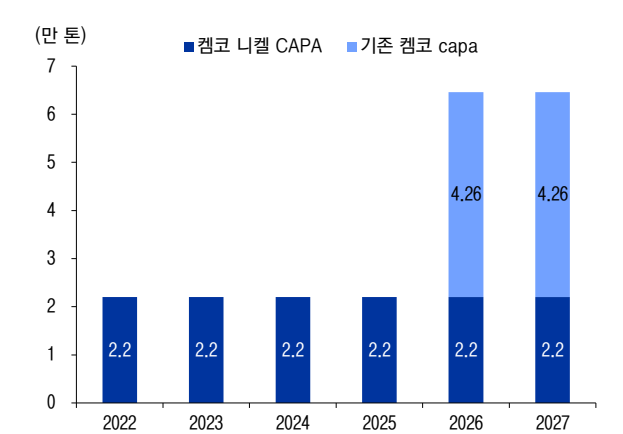
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 동박 CAPACITY



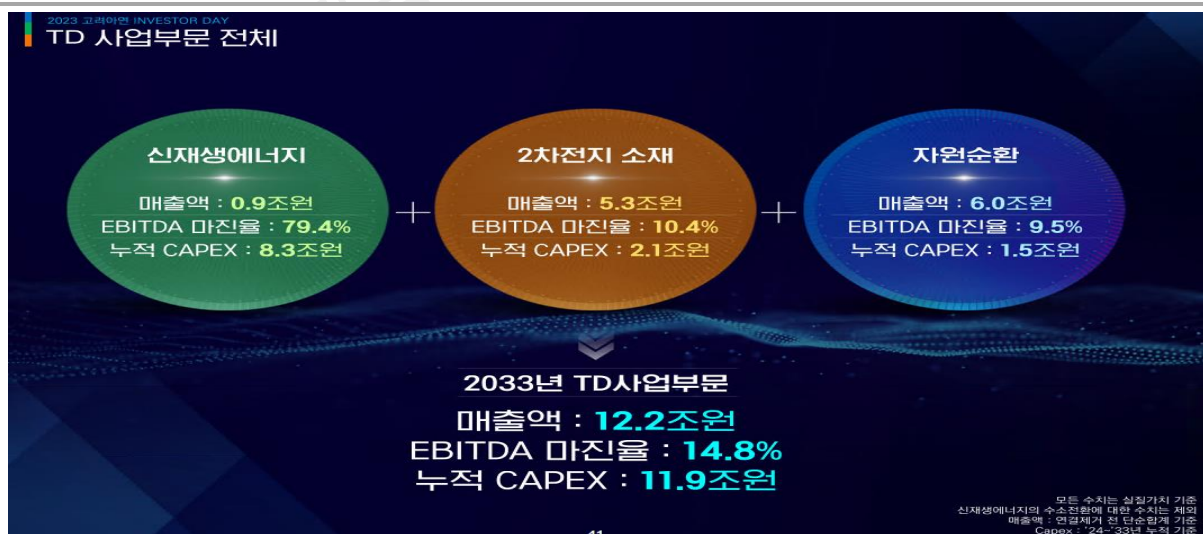
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 캠프 CAPACITY, 니켈 금속 기준



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 고려아연 12/7 Investor Day: Troika Drive 부문 재무 목표



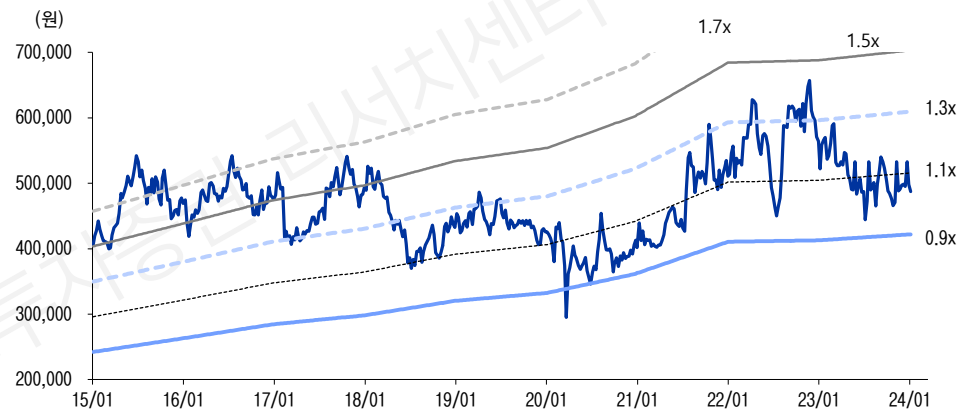
자료: 고려아연, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 고려아연 SOTP Valuation 참고 (EV/EBITDA 활용), 목표주가 유지

	고려아연	비고
영업가치	10,963	a+b+c
본업 12M fwd EBITDA	953	2024E
Target EV/EBITDA	9.0	글로벌 제련 기업 peer multiple 10% 할증
제련 사업 가치 (a)	8,577	
동박 예상 EBITDA (십억원)	103	2027E 현가화, KZAM 지분율 100%
Target PER (X)	15.0	이차전지 소재주 peer 평균
동박사업 가치 (b)	1,542	
황산니켈/전구체 2027E 예상 EBITDA	87	2027E 현가화, 캄코 지분율 64% 반영
Target EV/Ebitda	15.0	이차전지 소재주 peer 평균
황산니켈/전구체 사업 가치 (c)	844	
비영업 가치 (초기 신사업) (d)	2,049	
자원순환(Pedal point)	564	장부가액
신재생에너지(Sun Metal Holdings)	1,485	장부가액
기업가치	13,013	a+b+c+d
순현금	128	2024E
순기업가치	13,141	
발행주식수	20,909	
목표주가	620,000	
현재주가 (원, 1/8)	487,500	
Upside (%)	27.2%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 12 Fwd P/B Chart



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 고려아연 (010130)

## 재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	5,689	6,071	5,761	5,850	6,074
현금 및 현금성자산	466	781	446	628	1,131
매출채권 및 기타채권	532	654	659	648	634
재고자산	2,909	2,825	2,855	2,719	2,708
기타유동자산	1,782	1,810	1,800	1,855	1,600
비유동자산	4,275	6,027	6,271	6,394	6,505
관계기업투자등	575	1,178	1,305	1,305	1,305
유형자산	3,459	3,694	3,879	4,004	4,117
무형자산	123	851	854	852	851
<b>자산총계</b>	<b>9,964</b>	<b>12,098</b>	<b>12,031</b>	<b>12,244</b>	<b>12,579</b>
유동부채	1,771	2,319	1,761	1,738	1,823
매입채무 및 기타채무	1,175	1,120	917	910	912
단기금융부채	391	828	767	747	827
기타유동부채	204	371	77	80	83
비유동부채	459	547	508	535	569
장기금융부채	157	294	266	286	312
기타비유동부채	302	253	242	249	257
<b>부채총계</b>	<b>2,230</b>	<b>2,866</b>	<b>2,269</b>	<b>2,273</b>	<b>2,391</b>
지배주주지분	7,608	9,043	9,568	9,777	9,994
자본금	94	99	105	105	105
자본잉여금	57	1,086	1,618	1,618	1,618
이익잉여금	7,518	7,953	7,870	8,078	8,295
비지배주주지분(연결)	127	189	194	194	194
<b>자본총계</b>	<b>7,734</b>	<b>9,232</b>	<b>9,762</b>	<b>9,971</b>	<b>10,187</b>

## 손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	9,977	11,219	9,934	10,109	10,206
매출원가	8,720	10,050	8,989	9,043	9,069
매출총이익	1,256	1,169	945	1,066	1,137
판매비 및 관리비	160	250	273	290	345
영업이익	1,096	919	672	776	792
(EBITDA)	1,386	1,223	996	1,131	1,157
금융손익	13	-28	-23	3	-1
이자비용	4	34	55	62	66
관계기업등 투자손익	16	29	-9	0	0
기타영업외손익	14	-39	70	27	26
세전계속사업이익	1,139	881	709	806	817
계속사업법인세비용	328	83	191	191	194
계속사업이익	811	798	519	615	623
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	811	798	519	615	623
지배주주	807	781	512	603	611
<b>총포괄이익</b>	<b>870</b>	<b>798</b>	<b>519</b>	<b>615</b>	<b>623</b>
매출총이익률 (%)	12.6	10.4	9.5	10.5	11.1
영업이익률 (%)	11.0	8.2	6.8	7.7	7.8
EBITDA 마진률 (%)	13.9	10.9	10.0	11.2	11.3
당기순이익률 (%)	8.1	7.1	5.2	6.1	6.1
ROA (%)	8.7	7.1	4.2	5.0	4.9
ROE (%)	11.1	9.4	5.5	6.2	6.2
ROIC (%)	11.7	11.0	5.8	6.8	7.0

## 현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	607	785	-36	1,065	1,274
당기순이익(손실)	811	798	519	615	623
비현금수익비용가감	589	409	-146	350	360
유형자산감가상각비	289	298	321	352	362
무형자산상각비	0	5	4	3	3
기타현금수익비용	235	-95	-560	-5	-5
영업활동 자산부채변동	-544	-110	-409	100	291
매출채권 감소(증가)	-120	-101	83	11	13
재고자산 감소(증가)	-629	208	65	136	11
매입채무 증가(감소)	328	-97	-201	-6	2
기타자산, 부채변동	-123	-121	-356	-41	265
<b>투자활동 현금</b>	<b>-578</b>	<b>-1,797</b>	<b>-512</b>	<b>-489</b>	<b>-483</b>
유형자산처분(취득)	-463	-373	-433	-478	-474
무형자산 감소(증가)	-15	-6	-11	-2	-2
투자자산 감소(증가)	-131	-1,596	-139	-10	-7
기타투자활동	31	178	71	0	0
<b>재무활동 현금</b>	<b>2</b>	<b>1,296</b>	<b>213</b>	<b>-394</b>	<b>-288</b>
차입금의 증가(감소)	260	514	-51	0	106
자본의 증가(감소)	-278	897	264	-394	-394
배당금의 지급	278	353	-373	-394	-394
기타재무활동	19	-115	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>41</b>	<b>315</b>	<b>-335</b>	<b>182</b>	<b>503</b>
기초현금	426	466	781	446	628
기말현금	466	781	446	628	1,131

자료: 고려아연, 이베스트투자증권 리서치센터

## 주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	11.2	13.5	18.8	15.9	15.7
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	6.8	9.3	10.5	9.0	8.5
P/CF	6.9	9.3	27.3	10.5	10.4
배당수익률 (%)	3.9	3.5	4.1	4.1	4.1
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	31.6	12.5	-11.5	1.8	1.0
영업이익	22.1	-16.1	-26.9	15.6	2.0
세전이익	40.2	-22.6	-19.5	13.7	1.2
당기순이익	41.1	-1.6	-35.0	18.7	1.2
EPS	40.8	-8.4	-38.0	17.9	1.2
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	28.8	31.0	23.2	22.8	23.5
유동비율	321.3	261.8	327.1	336.6	333.2
순차입금/자기자본(x)	-2.3	1.4	2.5	0.5	-3.4
영업이익/금융비용(x)	263.2	26.7	12.2	12.5	11.9
총차입금 (십억원)	549	1,123	1,033	1,034	1,140
순차입금 (십억원)	-181	134	244	52	-351
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	45,648	41,817	25,937	30,591	30,973
BPS	403,163	455,251	457,632	467,617	477,963
CFPS	74,213	60,756	17,808	46,172	47,030
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	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비
2022.09.14	변경	안회수			
2022.09.14	Buy	720,000	-8.6		-20.0
2023.05.04	Buy	620,000			

### 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 기관투자자가 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)	투자 의견 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  투자 의견 비율은 2023. 1. 1 ~ 2023. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)