

# 고려아연 (010130)

이태환

taehwan.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

630,000

유지

현재주가

480,500

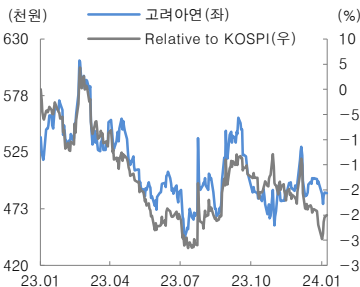
(24.01.10)

비철금속업종

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D
----------	---	----	---	----	---	---	---

KOSPI	2,541.98
시가총액	10,047십억원
시가총액비중	0.52%
자본금(보통주)	105십억원
52주 최고/최저	610,000원 / 444,500원
120일 평균거래대금	261억원
외국인지분율	18.07%
주요주주	영풍 외 58 인 42.61% 국민연금공단 7.86%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.6	-1.3	6.4	-12.2
상대수익률	-4.5	-6.7	5.5	-18.7



## 성장을 위한 여정은 지금부터

- 연결 영업이익 2,068억원(+101.5% yoy) 전망. 컨센서스 대비 +7% 상회
- 아연 가격 안정화에 따른 투입원가 부담 완화. 자회사 SMC 실적 개선
- TC 우려는 있지만, 연간 이익 성장 가능. 신사업 매출도 연내 시작될 것

### 투자의견 매수, 목표주가 630,000원 유지

목표주가는 2024E BPS 440,982원에 타깃 PBR 1.43배 적용. 타깃 PBR은 과거 귀금속 가격 상승기 초입의 평균 PBR을 10% 할인

### 4Q23 Preview 깔끔한 마무리

4Q23 연결기준 매출액 2.5조원(-13.7% yoy), 영업이익 2,068억원(+101.5% yoy), OPM 8.1%(+4.6%p yoy) 기록. 당사 이익 전망치는 컨센서스 대비 +7% 상회

아연 가격 안정화로 인해 투입원가 부담이 완화되면서 별도 OPM이 5분기만에 10%를 상회 가능할 것으로 예상. 판매량은 연간 가이드نس(아연 64만톤, 연 43만톤) 대비 아연은 달성, 연은 소폭 못 미치겠으나 큰 오차는 아닌 것으로 전망

자회사는 호주 SMC가 아연 가격 안정화 및 페리 옥사이드 공법 정상화 효과를 볼 수 있을 것이며, 여전히 적자 구간에 있는 스틸사이클, 페달포인트, 아크에너지 등은 분기별 손실폭이 점차 축소되고 있는 수준으로 파악

### 성장을 위한 여정은 지금부터

‘23년은 아연 가격 하락으로 프리메탈 이익이 부진한 구간이었다면, ‘24년은 제련 수수료 이익 기대치가 하락하는 시기. 다만, 1) 메탈 가격 안정화로 향후 매크로 개선에 따른 업사이드 기대, 2) 수익성이 좋은 구리 판매량 증가(23E 3.2만톤→24E 3.9만톤), 3) TD사업 매출 시작, 4) 자회사 수익성 개선 등 투자 포인트도 명확

가장 어려운 시기는 지나왔다고 판단. ‘24년 이익 기대치가 과거 기준 대비 미치지 못할 수 있으나, ‘23년 대비 증액되며 다시 성장 가능. TD 사업 중 이차전지소재(동박, 전구체, 니켈 등) 매출 본격화 시기도 머지 않아 기업가치 우상향 기대

(단위: 십억원 %)

구분	4Q22	3Q23	4Q23(F)			1Q24		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정
매출액	2,962	2,293	2,669	2,557	-13.7	11.5	2,517	2,536
영업이익	103	160	195	207	101.5	28.9	193	218
순이익	258	77	67	145	-43.7	88.5	144	143

자료: 고려아연, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	9,977	11,219	9,847	10,046	10,038
영업이익	1,096	919	669	757	899
세전순이익	1,139	881	680	716	870
총당기순이익	811	798	486	508	617
지배지분순이익	807	781	483	503	611
EPS	42,755	40,572	23,922	24,055	29,237
PER	12.0	13.9	20.8	20.2	16.7
BPS	403,163	469,994	452,575	440,982	450,337
PBR	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1
ROE	11.1	9.4	5.3	5.5	6.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 고려아연, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	9,959	10,245	9,847	10,046	-1.1	-1.9
판매비와 관리비	266	259	263	255	-1.1	-1.7
영업이익	657	790	669	757	1.8	-4.2
영업이익률	6.6	7.7	6.8	7.5	0.2	-0.2
영업외손익	12	-41	12	-41	0.0	적자유지
세전순이익	669	749	680	716	1.7	-4.4
지배지분순이익	475	526	483	503	1.7	-4.4
순이익률	4.8	5.2	4.9	5.1	0.1	-0.1
EPS(지배지분순이익)	23,516	25,168	23,922	24,055	1.7	-4.4

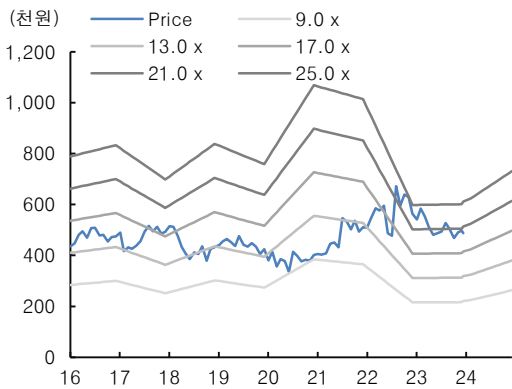
자료: 고려아연, 대신증권 Research Center

고려아연 목표주가 산출(단위: 원, 배, %)

		비고
BPS	440,982	고려아연 2024E BPS
Target PBR	1.43	과거 귀금속 가격 상승기 초입(2016, 2020)의 평균 PBR 을 10% 할인 적용
적정주가	628,691	BPS * Target PBR
목표주가	630,000	628,691 ≒ 630,000
현재주가	480,500	2024.01.10 기준
현재 PBR	1.02	2024.01.10 기준
상승여력(%)	31.1	

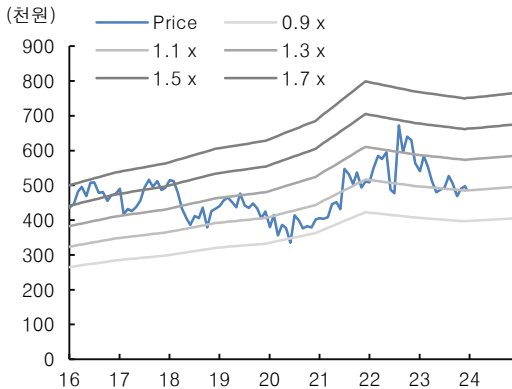
자료: 대신증권 Research Center

고려아연 12MF PER 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

고려아연 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

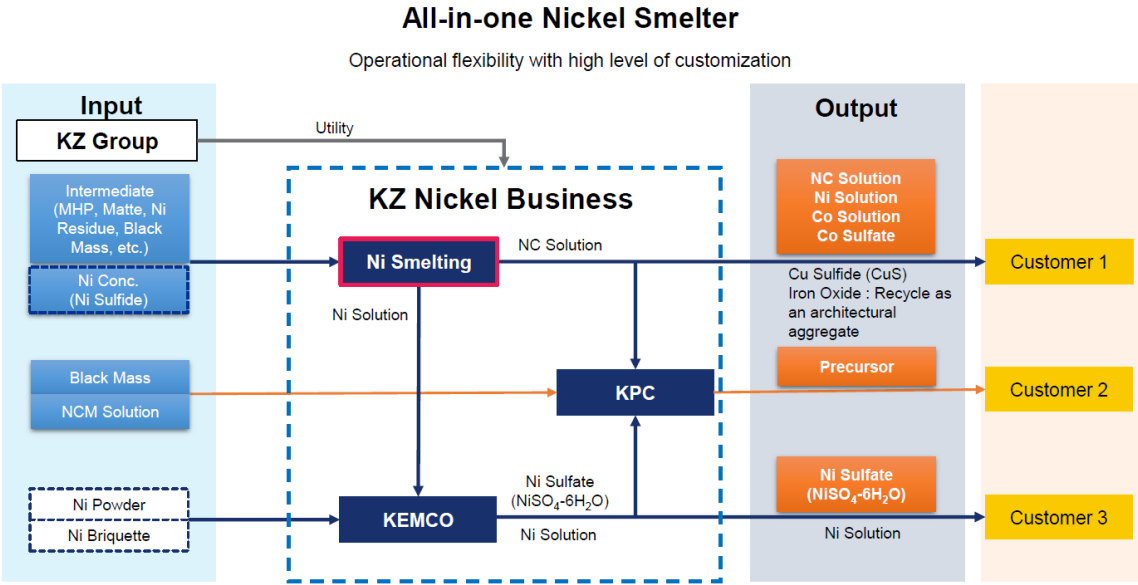
고려아연 분기/연간 실적 추정

(단위: 십억원, %, 천톤, 천원/톤, 달러/톤)

	(단위)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E
별도 매출액	(십억원)	1,815	1,787	1,783	1,886	1,824	1,822	1,865	1,865	7,272	7,376
YoY	(%)	-0.1%	-12.9%	-13.0%	-12.9%	0.5%	1.9%	4.6%	-1.1%	-10.0%	1.4%
QoQ	(%)	-16.1%	-1.5%	-0.2%	5.8%	-3.3%	-0.1%	2.4%	0.0%		
아연 매출액	(십억원)	681	653	548	516	559	560	570	570	2,398	2,259
연 매출액	(십억원)	280	288	328	440	341	345	356	359	1,336	1,401
금 매출액	(십억원)	231	188	175	196	205	195	197	202	790	798
은 매출액	(십억원)	407	448	548	494	488	498	506	494	1,897	1,987
구리 매출액	(십억원)	84	92	76	102	101	98	107	108	354	414
아연 판매량	(천톤)	156	177	159	147	158	159	161	162	640	640
연 판매량	(천톤)	89	91	104	134	105	105	109	110	418	429
금 판매량	(kg)	2,976	2,245	2,145	2,374	2,484	2,358	2,387	2,448	9,740	9,677
은 판매량	(톤)	439	453	546	509	496	511	526	521	1,947	2,054
구리 판매량	(천톤)	6	7	6	6	7	8	7	9	32	39
아연 ASP	(\$/MT)	3,411	2,812	2,623	2,652	2,712	2,720	2,754	2,775	2,874	2,740
연 ASP	(\$/MT)	2,462	2,407	2,396	2,489	2,496	2,526	2,544	2,569	2,439	2,534
금 ASP	(\$/g)	61	64	62	62	63	64	64	65	62	64
은 ASP	(\$/kg)	726	752	766	735	752	752	751	748	745	751
구리 ASP	(\$/MT)	9,979	9,605	7,766	8,033	8,962	8,504	8,426	8,209	8,525	8,281
별도 영업이익	(십억원)	155	165	167	204	210	151	169	194	691	725
YoY	(%)	-29.8%	-52.7%	-19.3%	30.8%	35.9%	-8.0%	1.1%	-4.9%	-25.9%	5.0%
QoQ	(%)	-0.9%	6.3%	1.2%	22.6%	3.0%	-28.0%	11.3%	15.4%		
별도 OPM	(%)	8.5%	9.2%	9.3%	10.8%	11.5%	8.3%	9.0%	10.4%	9.5%	9.8%
아연 TC	(십억원)	230	285	274	274	274	150	150	150	266	181
연 TC	(십억원)	130	110	110	110	110	100	100	100	115	103
연결 매출액	(십억원)	2,527	2,469	2,293	2,557	2,536	2,464	2,508	2,538	9,847	10,046
YoY	(%)	-5.0%	-13.4%	-16.4%	-13.7%	0.3%	-0.2%	9.4%	-0.8%	-12.2%	2.0%
QoQ	(%)	-14.7%	-2.3%	-7.1%	11.5%	-0.9%	-2.8%	1.8%	1.2%		
연결 영업이익	(십억원)	146	156	160	207	218	159	177	204	669	757
YoY	(%)	-48.8%	-59.2%	6.5%	101.5%	49.4%	2.1%	10.3%	-1.6%	-27.3%	13.2%
QoQ	(%)	42.0%	6.8%	3.0%	28.9%	5.3%	-27.0%	11.3%	15.1%		
연결 OPM	(%)	5.8%	6.3%	7.0%	8.1%	8.6%	6.5%	7.1%	8.0%	6.8%	7.5%
연결 당기순이익	(십억원)	138	124	78	146	145	109	116	139	486	508
자배주주순이익	(십억원)	140	121	77	145	143	107	115	138	483	503
YoY	(%)	-11.4%	-58.5%	4.5%	-43.7%	2.6%	-11.1%	48.8%	-5.2%	-38.2%	4.2%
QoQ	(%)	-45.8%	-13.8%	-36.1%	88.5%	-1.3%	-25.3%	7.1%	20.0%		

자료: 대신증권 Research Center

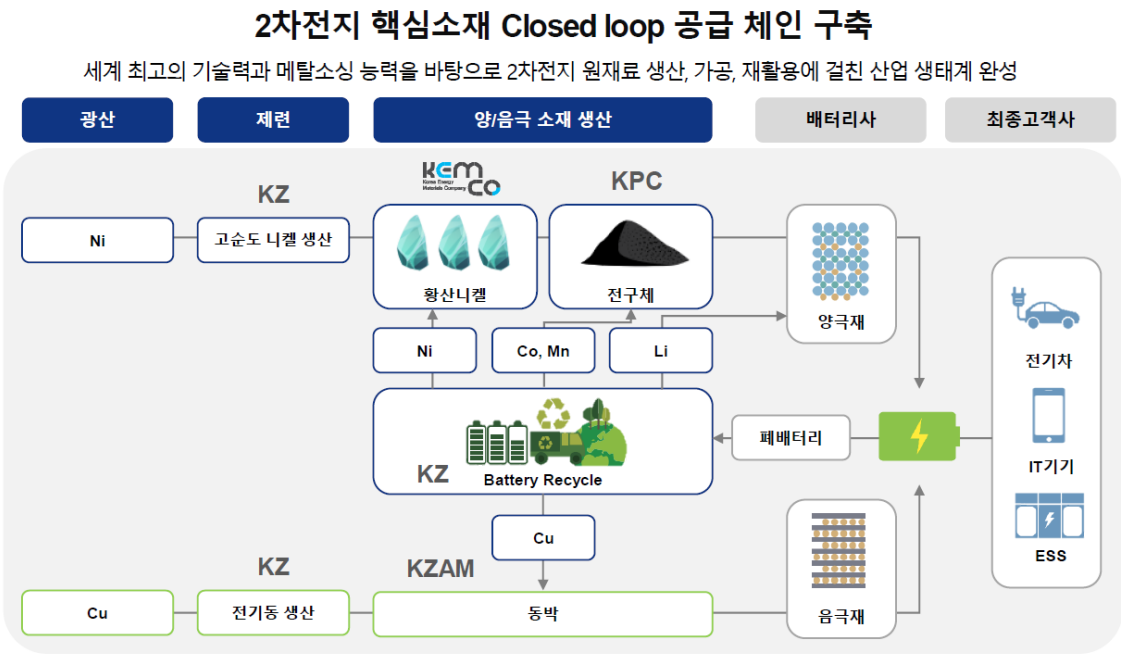
고려아연 All-in-one 니켈 제련소



1

자료: 고려아연 대산증권 Research Center

이차전지 소재사업 Closed loop 체인 구성



자료: 고려아연 대산증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

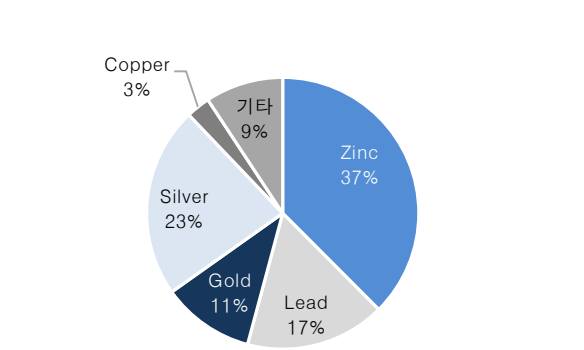
- 영풍그룹 계열사로 분류되는 국내 최대의 비철금속 제련업체
- 주력사업은 아연 연(납) 주괴 생산 및 판매이며, 이외 부산물로 생산되는 금, 은 등의 귀금속을 판매
- 국내 온산에 위치한 일관제련소와 호주 SMC 아연제련소를 운영. 종속회사인 장크옥사이드코퍼레이션, 서린상사 등이 연결 반영
- 자산 11조 9,534억원 부채 2조 3,916억원 자본 9조 5,618억원
- 발행주식 수: 19,863,158주 / 자기주식수: 0주

주가 변동요인

- 아연 연 Benchmark Treatment Charge 계약
- 아연 연 금, 은 등 금속가격 추이
- 주요 비철금속 광석 수급 전망

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함 2023년 9월 기준  
자료: 고려아연, 대산증권 Research Center

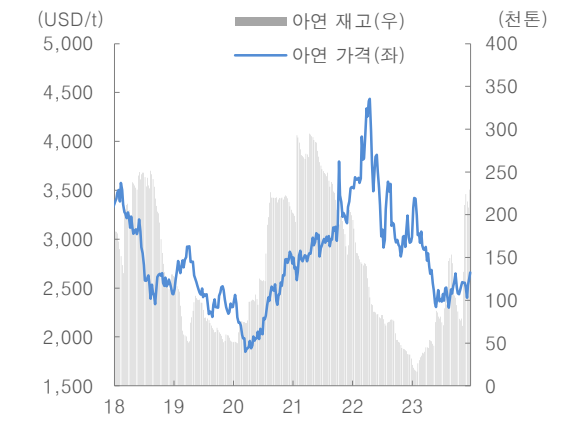
매출 비중 추이



주: 2022년 매출액 기준  
자료: 고려아연, 대산증권 Research Center

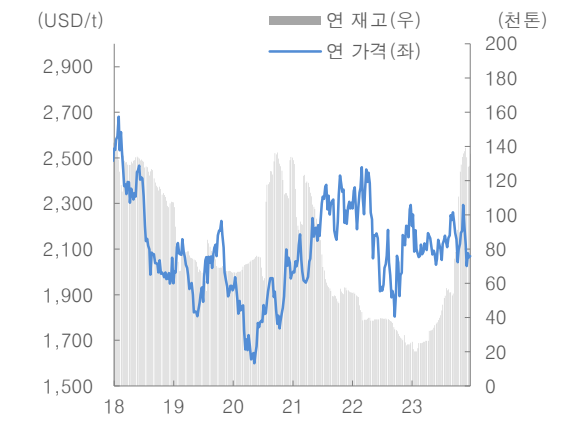
2. Earnings Driver

LME 아연(Zinc) 3M 선물 가격



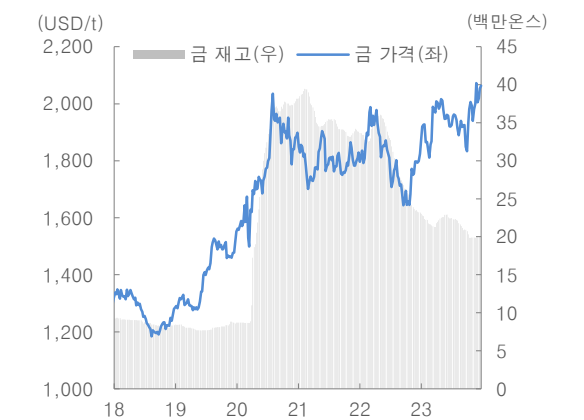
자료: Bloomberg, 대산증권 Research Center

LME 연(Lead) 3M 선물 가격



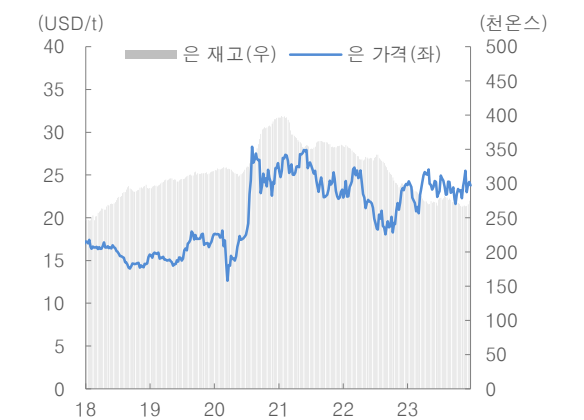
자료: Bloomberg, 대산증권 Research Center

CMX 금(Gold) 현물 가격



자료: Bloomberg, 대산증권 Research Center

CMX 은(Silver) 현물 가격



자료: Bloomberg, 대산증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	9,977	11,219	9,847	10,046	10,038
매출원가	8,720	10,050	8,916	9,034	8,884
매출총이익	1,256	1,169	931	1,012	1,153
판매비와관리비	160	250	263	255	254
영업이익	1,096	919	669	757	899
영업외수익	11.0	8.2	6.8	7.5	9.0
EBITDA	1,386	1,223	962	1,052	1,195
영업외손익	43	-38	12	-41	-30
관계기업손익	3	30	-6	13	13
금융수익	220	332	252	211	214
외환포함이익	77	161	123	123	123
금융비용	-173	-366	-210	-243	-232
외환포함손실	2	37	27	27	27
기타	-6	-33	-24	-23	-24
법인세비용차감전순이익	1,139	881	680	716	870
법인세비용	-328	-83	-194	-208	-252
계속사업순이익	811	798	486	508	617
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	811	798	486	508	617
당기순이익률	8.1	7.1	4.9	5.1	6.2
비자비자분순이익	4	18	4	5	6
자비자분순이익	807	781	483	503	611
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	10	-6	-6	-6	-6
포괄순이익	908	734	422	443	553
비자비자분포괄이익	5	17	3	4	5
자비자분포괄이익	902	717	419	439	547

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	42,755	40,572	23,922	24,055	29,237
PER	12.0	13.9	20.8	20.2	16.7
BPS	403,163	469,994	452,575	440,962	450,337
PBR	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1
EBITDAPS	73,448	63,561	47,687	50,303	57,145
EV/EBITDA	5.9	8.3	9.3	8.7	7.8
SPS	528,711	583,125	487,956	480,452	480,069
PSR	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
CFPS	74,213	62,723	57,762	56,241	63,744
DPS	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증/감률	31.6	12.5	-12.2	2.0	-0.1
영업이익 증/감률	22.1	-16.1	-27.3	13.2	18.8
순이익 증/감률	41.1	-1.6	-39.1	4.4	21.6
수익성					
ROIC	14.2	13.1	7.1	7.9	9.1
ROA	11.9	8.3	5.5	6.2	7.2
ROE	11.1	9.4	5.3	5.5	6.6
안정성					
부채비율	28.8	31.0	30.4	31.2	31.8
순차입금비율	-20.4	-13.7	-15.7	-13.4	-11.5
이자보상비율	263.2	26.7	14.1	19.7	22.1

자료: 고려아연 대산증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	5,689	6,071	5,989	6,078	6,272
현금및현금성자산	466	781	1,056	938	874
매출채권 및 기타채권	532	654	578	589	588
재고자산	2,909	2,825	2,480	2,530	2,528
기타유동자산	1,782	1,810	1,875	2,022	2,282
비유동자산	4,275	6,027	6,165	6,271	6,390
유형자산	3,459	3,694	3,767	3,777	3,787
관계기업투자지급	138	426	470	533	595
기타비유동자산	678	1,906	1,928	1,961	2,008
자산총계	9,964	12,098	12,154	12,349	12,662
유동부채	1,771	2,319	2,269	2,362	2,455
매입채무 및 기타채무	1,175	1,120	1,003	1,020	1,020
차입금	296	792	842	892	942
유동상채무	8	12	10	0	0
기타유동부채	292	395	414	450	494
비유동부채	459	547	562	577	603
차입금	126	206	226	246	266
전환증권	1	3	3	3	3
기타비유동부채	332	338	333	328	334
부채총계	2,230	2,866	2,832	2,939	3,057
자비자분	7,608	9,043	9,133	9,220	9,416
자본금	94	99	105	105	105
자본잉여금	57	1,086	1,086	1,086	1,086
이익잉여금	7,518	7,953	8,039	8,126	8,321
기타자비자분	-62	-96	-96	-96	-96
비자비자분	127	189	189	189	189
자본총계	7,734	9,232	9,322	9,409	9,605
순차입금	-1,574	-1,268	-1,459	-1,262	-1,102

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	607	785	1,159	815	971
당기순이익	811	798	486	508	617
비현금항목의 가감	589	409	679	668	715
감가상각비	290	304	294	295	295
외환손익	5	-39	82	82	82
자본법평가손익	-3	-30	6	-13	-13
기타	297	174	297	304	350
자산부채의 증감	-544	-110	183	-164	-119
기타현금흐름	-250	-312	-190	-197	-243
투자활동 현금흐름	-578	-1,797	-206	-180	-201
투자자산	-194	-1,633	-59	-87	-100
유형자산	-463	-373	-362	-300	-300
기타	79	209	215	206	199
재무활동 현금흐름	2	1,296	-442	-474	-464
단기차입금	138	507	50	50	50
사채	4	0	0	0	0
장기차입금	122	41	20	20	20
유상증자	0	472	5	0	0
현금배당	-278	-355	-397	-416	-416
기타	15	632	-120	-128	-118
현금의 증감	41	315	275	-118	-64
기초 현금	426	466	781	1,056	938
기말 현금	466	781	1,056	938	874
NOPLAT	781	832	478	537	639
FCF	592	757	410	532	634

[ESG 평가 등급체계]

\* 한국 ESG 연구소에서 ESG 등급을 평가하여 작성한 내용입니다

등급	구분	등급별 의미
Excellent (S)	우수	ESG 시스템이 구축되어 있으며, 관련 리스크를 관리할 뿐만 아니라 이를 기회로 포착하고 수익을 창출할 수 있음
Very Good (A+)		ESG 시스템이 구축되어 있으나, ESG 리스크 관리가 적절하지 않은 부문이 발생할 가능성이 있음. 그러나 전반적으로 ESG 이슈에 대한 관심을 가지고 지속적 개선 노력을 하고 있음
Good (A)		ESG 시스템이 구축되어 있으나, ESG 관련 일정 부문의 리스크를 지니고 있음. 그러나 ESG에 대한 사업기회 가능성 있음
Fair (B+,B)	보통	ESG 시스템이 부분적으로 구축되어 있어, 일정 수준의 ESG 리스크를 지니고 있음
Laggard (C)	미흡	ESG 리스크를 지니고 있으며, ESG 이슈가 기업의 수익성에 영향을 미칠 가능성이 존재함
Poor (D)		이해관계자 관리가 미흡하며 관련 내용의 정보공개가 필요함. ESG 리스크 관리 수준이 평균 이하로, ESG 이슈로 인하여 기업의 중장기 수익성에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있음

고려아연

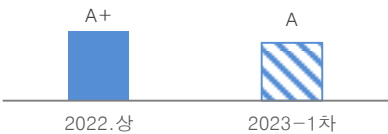
통합 ESG 등급

직전 대비 변동

최근 2평가 기간

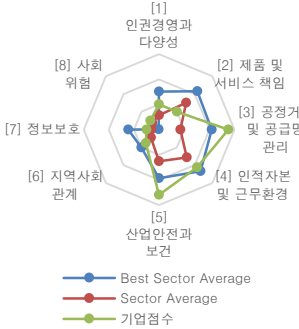
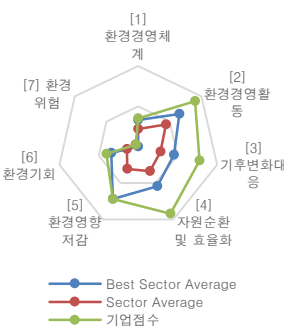
A	전체순위	65	E 점수	2.04
	산업순위	1/44	S 점수	-4.48
			G 점수	1.77

(최근 2평가 기간)



영역별 대분류 평가 결과

환경 (Environmental)		사회 (Social)		지배구조 (Governance)	
환경 대분류	평가기업 수준	사회 대분류	평가기업 수준	지배구조 대분류	평가기업 수준
환경경영체계	■■■■■	인권경영과 다양성	■■	주주	■■■■■
환경경영활동	■■■■■	제품 및 서비스 책임	■■	이사회	■■
기후변화대응	■■■■■	공정거래 및 공급망 관리	■■■■■	감사제도	■■
자원순환 및 효율화	■■■■■	인적자본 및 근무환경	■■■■■	윤리경영 및 내부통제	■■■■■
환경영향 저감	■■■■■	산업안전과 보건	■■■■■	거버넌스 위험	■■■■■
환경기회	■■■■■	지역사회 관계	■■■■■		
환경 위험	■■■■■	정보보호	■■		
		사회 위험	■■■■■		



\* 영역별 대분류 평가기업 수준은 한국 ESG 연구소 평가 커버리지 내 상대적인 수준을 평가한 것으로 절대적인 수치가 아님.

해당 ESG 등급 및 평가는 한국ESG연구소 고유의 평가모델에 기반한 것으로서 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 기업 제시자료 및 공시자료 등에 근거하고 있습니다. 본 ESG 정보는 무엇보다 기업 및 주주 가치 분석 등 투자 목적으로 작성되지 않았으며 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성에 제한한지 여부 등을 보장하지 않습니다. 따라서 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않으므로 본 자료를 이용하시는 경우 이와 관련한 투자의 최종 결정은 이용자의 판단으로 하며 그 활용으로 인한 모든 위험도 자신이 부담한다는 점을 명확히 합니다. 또한, 한국ESG연구소에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 지적재산권은 한국ESG연구소의 소유입니다. 따라서 대신경제연구소의 사전 서면 동의 없이 복제, 배포, 전송, 데이터 등 자료의 인용, 변형 또는 그러한 목적으로 사용 또는 보유하는 것 등을 엄격하게 금지합니다.

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

당사는 고려아연(010130)의 지분을 보유하고 있으며, 이를 투자자에게 고지할 의무가 있습니다.

(담당자:이태환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

고려아연(010130) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	2401.11	23.11.13	23.10.13	23.04.13	23.01.03	22.09.06
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	630,000	630,000	700,000	700,000	750,000	770,000
과다율(평균%)		(21.41)	(31.79)	(28.55)	(26.60)	(21.00)
과다율(최대/최소%)		(15.87)	(29.50)	(20.43)	(18.67)	(14.55)

제시일자	22.06.29	22.04.29	22.02.17
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	670,000	790,000	680,000
과다율(평균%)	(21.91)	(30.45)	(13.52)
과다율(최대/최소%)	0.30	(24.68)	(3.38)

제시일자
투자의견
목표주가
과다율(평균%)
과다율(최대/최소%)

제시일자
투자의견
목표주가
과다율(평균%)
과다율(최대/최소%)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240107)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.0%	9.0%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상