

고려아연 (010130)

Investor Day 후기 - 뿌리가 깊은 목표

투자의견

BUY(유지)

목표주가

640,000 원(유지)

현재주가

522,000 원(12/07)

시가총액

10,914(십억원)

철강금속 이유진_02)368-6141_eugenelee@eugenefn.com

- **Investor Day 핵심:** 1) 동 15만톤(28년) 증설, 2) 자가 발전 100%, 3) '33년 매출액 목표 25조원: 제련 13조원, 트로이카 드라이브 12.2조원(이차전지소재 5.3조원, 신재생 0.9조원, 자원순환 6조원)
 - **제련:** 현재 고려아연 연결 매출액 10조원이 대부분 제련에서 나온다는 것을 감안 시 제련에서는 추가적으로 +3조원이 더해지는 것. 구리 CAPA 15만톤, 가격 9,000달러/톤, 환율 1,300원 가정 시 **구리 매출액 1.8조원**이 추가적으로 더해지고 나머지 1.2조원은 공정 합리화와 **SMC 증설(아연 30만톤, 매출액 목표 8.8억달러/1.2조원)**을 통해 CAPA의 확장 등이 고려된 합리적인 목표였다고 판단
 - **TD: 이차전지 소재 매출액 목표는 5.3조원은 다소 높은 메탈 가격이 반영되었다고** 판단. 니켈(지분 63%) CAPA 8.5만톤, 가격 17,000달러/톤, 환율 1,300원 가정 시 **니켈 매출액은 1.9조원**. 동박(지분 100%) CAPA 6만톤, 가격 15,000달러/톤, CAPA 6만톤, 환율 1,300원 가정 시 **동박 매출액 1.2조원**, 전구체(희석 지분 32.64%, NCM 523기준 평균값) CAPA 8만톤, 가격 16,000달러/톤, 환율 1,300원 가정 시 **전구체 매출액 1.6조원**으로, 현재 니켈 가격이나 평균값을 고려 시 **총 이차전지 소재 매출액은 4.7조원 수준**. **자원순환 부문은 매출액 목표가 6조원**. 아직까지 폐배터리, E-Waste 산업이 초기 단계이기 때문에 매출액 목표와 수익성에 대해서는 아직까지 판단이 어려움. 그러나 자원순환 부문은 추가적인 M&A, 투자 등을 검토하고 있는 상황이고 본업인 제련업을 기반으로 진행될 것이기 때문에 고려아연의 자본 규모와 기존 제련 설비와 호환이 가능하다는 점을 고려 시 충분히 경쟁력 있을 것이라 판단함
- **투자의견 'BUY'와 목표가 640,000원 유지**
 - '74년 창립 이래로 다양한 제련 기술 발전과 CAPA 확장을 지속해오며 제련을 기반으로 세워진 회사인 만큼, 친환경 전환으로 대두된 기회를 놓치지 않고 선두를 점할 수 있을 것이라 판단

주가(원, 12/07)	522,000
시가총액(십억원)	10,914
발행주식수	20,909천주
52주 최고가	618,000원
최저가	440,000원
52주 일간 Beta	1.08
60일 일평균거래대금	223억원
외국인 지분율	18.2%
배당수익률(2023F)	3.8%
주주구성	
영풍 (외 66인)	47.3%
국민연금공단 (외 1인)	7.9%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	4.6	11.7	-18.3
절대기준(%)	6.5	7.0	-13.7

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	640,000	640,000	-
영업이익(23)	631	631	-
영업이익(24)	625	625	-

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	9,977	11,219	9,768	9,967
영업이익	1,096	919	622	662
세전순익	1,139	881	631	625
당기순이익	811	798	453	443
EPS(원)	42,755	39,299	22,614	22,085
증감률(%)	40.8	-8.1	-42.5	-2.3
PER(배)	12.0	14.4	23.1	23.6
ROE(%)	11.1	9.4	4.9	4.8
PBR(배)	1.3	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA(배)	6.8	9.3	11.4	11.1

자료: 유진투자증권

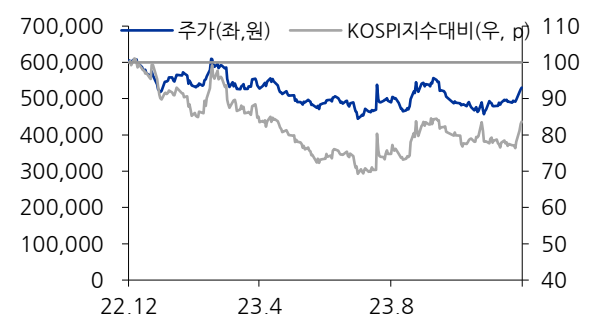


도표 1. 메탈 가격 변동에 따른 트로이카 드라이브 내 이차전지소재 매출액 추정

니켈 가격(달러/톤)	15,000	16,000	17,000	18,000	19,000	20,000
CAPA(톤)	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000
환율(원/달러)	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300
니켈 예상 매출액(십억원)	1,658	1,768	1,879	1,989	2,100	2,210

전구체 가격(달러/톤)	14,000	15,000	16,000	17,000	18,000	19,000
CAPA(톤)	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000
환율(원/달러)	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300
전구체 예상 매출액(십억원)	1,456	1,560	1,664	1,768	1,872	1,976

동박 가격(달러/톤)	14,000	15,000	16,000	17,000	18,000	19,000
CAPA(톤)	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000
환율(원/달러)	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300
동박 예상 매출액(십억원)	1,092	1,170	1,248	1,326	1,404	1,482

이차전지 소재 합산 매출액(십억원)	4,206	4,498	4,791	5,083	5,376	5,668
------------------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

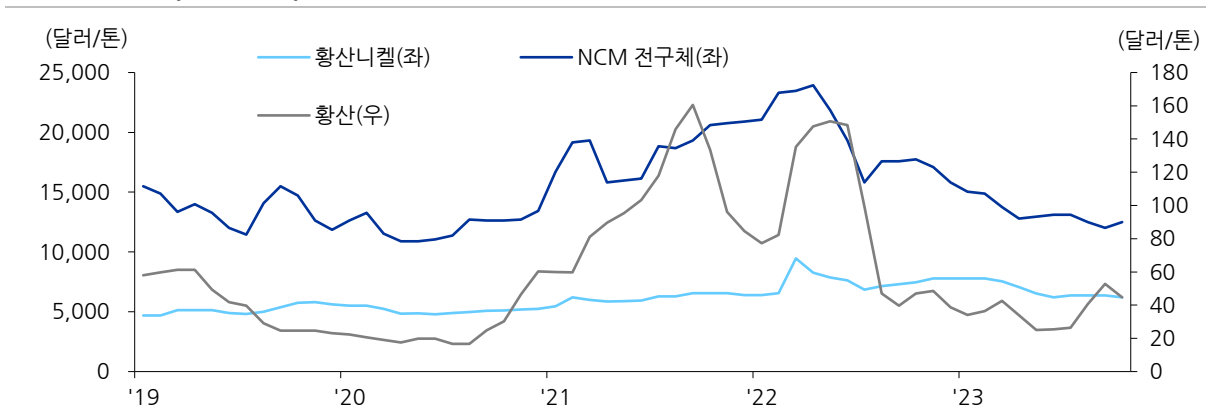
자료: 유진투자증권

도표 2. Troika Drive 부문 매출액/마진을 목표와 누적 CAPEX를 통한 투자비 회수 기간 추정

Troika Drive 부문	33년 목표 매출액(조원)	EBITDA 마진율(%)	누적 CAPEX(조원)	EBITDA 기준 투자비 회수 기간(년)
신재생에너지	0.9	79.4%	8.3	11.6
이차전지 소재	5.3	10.4%	2.1	3.8
자원순환	6	9.5%	1.5	2.6

자료: 유진투자증권

도표 3. 황산, 황산니켈, 전구체 가격 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 4. 동박 수입증량과 단가 추이

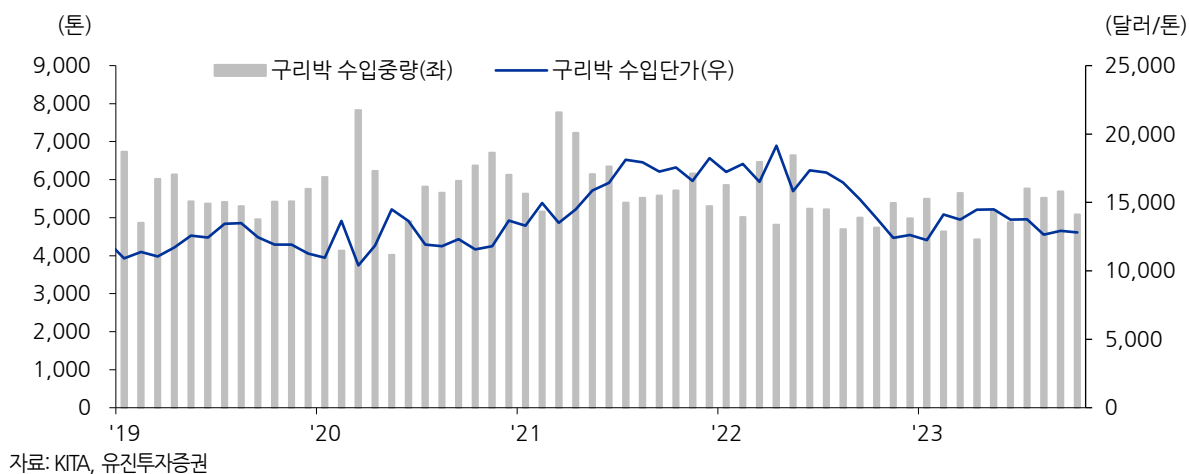


도표 5. 구리 재고와 가격 추이

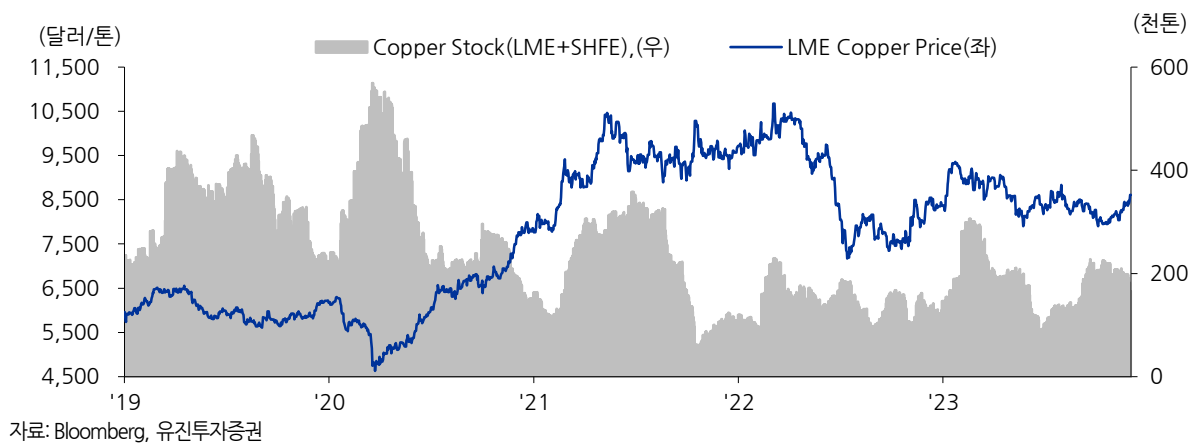
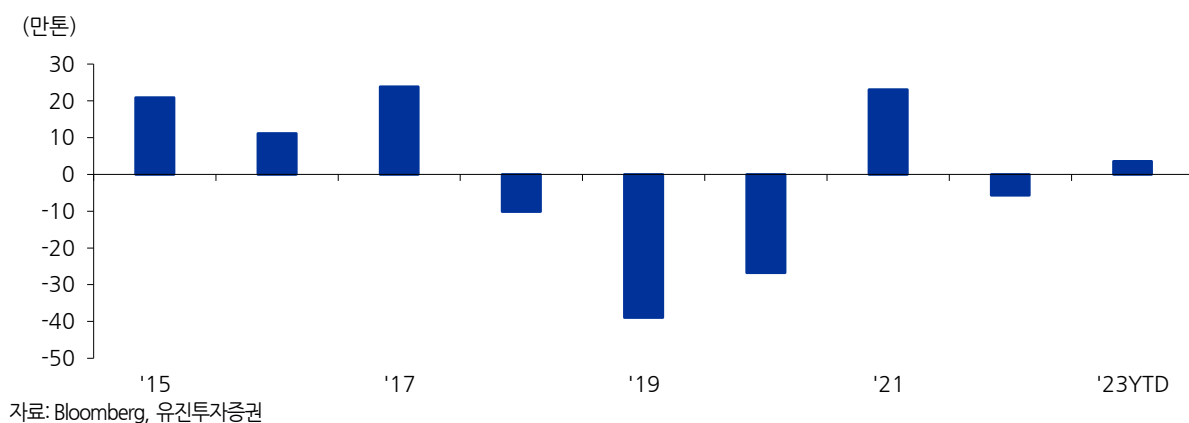


도표 6. 구리 Surplus/Deficit 추이



고려아연 Investor Day 주요 내용 및 Q&A

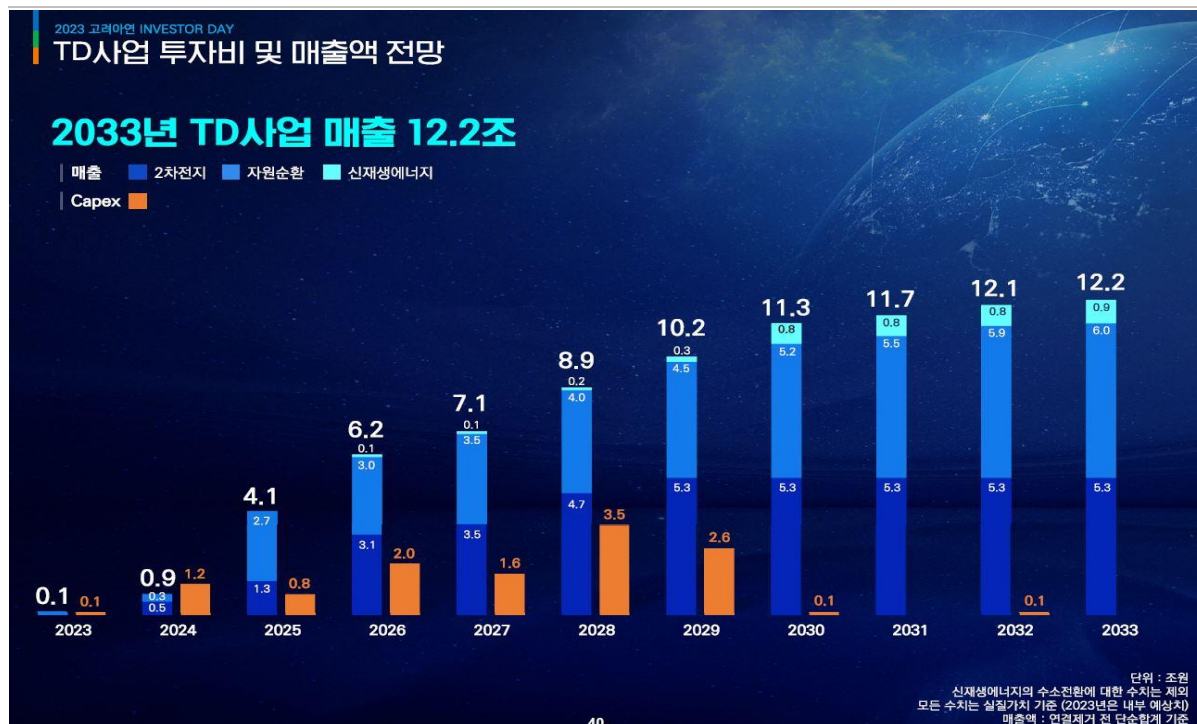
- 1) '33 년 매출액 목표: 총 25.2 조원. 트로이카 드라이브 12.2 조원(이차전지소재 5.3 조원, 신재생 0.9 조원, 자원순환 6 조원), 제련 13 조원
- 2) 제련 '33 년 매출액 규모 및 10 년 누적 CAPEX: 아연, 연, 귀금속 11.1 조원, 동 1.6 조원, 반도체황산 0.4 조원, 누적 CAPEX 6.0 조원. 구리는 '28 년까지 15 만톤 증설 계획
- 3) 신재생에너지 '33 년 매출액 규모, 누적 CAPEX, CAPA: 매출액 0.9 조원, 4.6GW, EBITDA 마진율 79.4%, 누적 CAPEX 8.3 조원
- 4) 이차전지소재 '33 년 매출액 규모, 누적 CAPEX, CAPA: 매출액 5.3 조원, 니켈메탈 8.5 만톤, 전구체 8 만톤(니켈메탈기준 4.4 만톤), 동박 6 만톤, EBITDA 마진율 10.4%, 누적 CAPEX 2.1 조원
- 5) 자원순환사업 '33 년 매출액 규모, 누적 CAPEX, CAPA: 매출액 6.0 조원, E-Waste 23 만톤, 태양광패널 32 만톤, 폐배터리 전처리 6 만톤, 후처리 4 만톤, EBITDA 마진율 9.5%, 누적 CAPEX 1.5 조원
- 6) 가용 투자비는 32 조원 + alpha: EBITDA 24.2 조원, 현금성 자산 현재 1.9 조원, 부채 6.1 조원 조달 가능, 기타 자금 조달 TBD
- 7) 내년 실적 가이던스: 원료가격 안정화를 위해 이차 원료 확대 및 공정합리화와 자가발전 확대에 의해 원가 절감 예정
- 8) 동박 인증 과정 업데이트: 셀메이커 인증은 완료했고, 현재는 OEM 인증절차 진행 중. 내년부터 상업 생산 예상하며, 온산제련소 근처에 있어 원가 절감 가능(유틸리티, 연관 공정 등)
- 9) 동제련 원료 조달 방식: 현재 원료조달로는 15 만톤은 어려워 이그니오 홀딩스를 인수했으며(미국 재활용률 낮아), 기존 동제련소들이 사용하지 않는 원료(백금, PCB, 연+구리 등) 사용할 예정
- 10) 이차전지 성장세 하락에 대한 의견: 구조적 성장세는 지속 예정
- 11) 호주 그린수소 생산 디테일: 호주가 값싸게 신재생에너지 가져올 수 있음. 암모니아 등을 통해 운반 고려 중이며 연구개발은 지속 중임. 현재 수소는 20 년전 LNG 같음
- 12) 니켈 원광 조달방식: Trafigura 가 2 만톤 이상의 IRA Compliant 원료 공급 예정
- 13) 자금 1.7 조씩 투자하는데 배당성향 변화 있는지: 배당 기조 유지
- 14) 추가 유증 가능성: 작년, 재작년 유증은 자금조달보다는 사업제휴 목적
- 15) KZAM, KEMCO 상장계획: 없음

도표 7. 제련 사업 투자비 및 매출액 전망



자료: 고려아연, 유진투자증권

도표 8. 트로이카 드라이브 사업 투자비 및 매출액 전망



자료: 고려아연, 유진투자증권

도표 9. 신재생에너지 로드맵



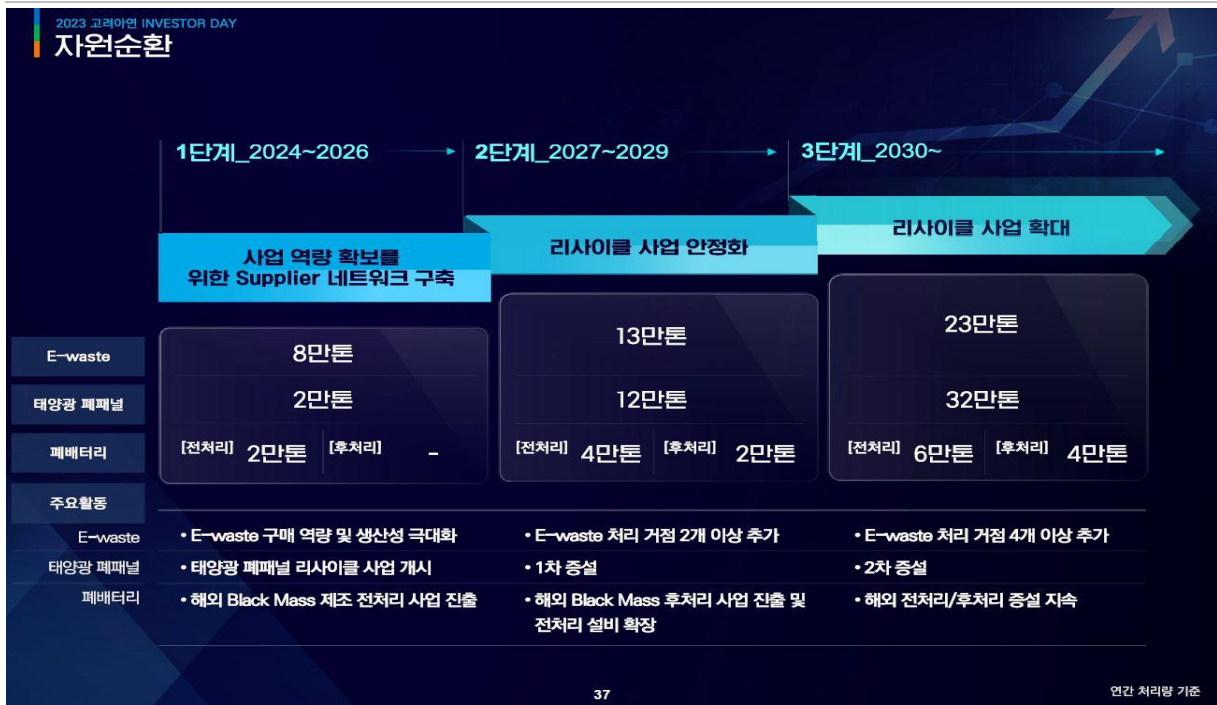
자료: 고려아연, 유진투자증권

도표 10. 이차전지 소재 로드맵



자료: 고려아연, 유진투자증권

도표 13. 자원순환 CAPA



자료: 고려아연, 유진투자증권

도표 14. 투자 자원 배분 계획



자료: 고려아연, 유진투자증권

고려아연(010130.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	9,964	12,098	12,222	12,338	12,662
유동자산	5,689	6,071	5,930	5,805	6,010
현금성자산	729	989	1,324	954	847
매출채권	532	654	543	585	638
재고자산	2,909	2,825	2,444	2,631	2,873
비유동자산	4,275	6,027	6,292	6,533	6,652
투자자산	693	1,481	1,637	1,704	1,773
유형자산	3,459	3,694	3,805	3,971	4,012
기타	123	851	850	858	867
부채총계	2,230	2,866	2,844	2,919	3,028
유동부채	1,771	2,319	2,294	2,380	2,492
매입채무	1,175	1,120	1,086	1,169	1,277
유동성이자부채	391	828	833	833	833
기타	204	371	374	378	382
비유동부채	459	547	551	538	536
비유동이자부채	157	294	355	335	325
기타	302	253	195	203	211
자본총계	7,734	9,232	9,378	9,420	9,634
지배지분	7,608	9,043	9,186	9,227	9,442
자본금	94	99	99	99	99
자본잉여금	57	1,086	1,096	1,096	1,096
이익잉여금	7,518	7,953	8,005	8,047	8,261
기타	(62)	(96)	(15)	(15)	(15)
비지배지분	127	189	192	192	192
자본총계	7,734	9,232	9,378	9,420	9,634
총차입금	549	1,123	1,188	1,168	1,158
순차입금	(181)	134	(136)	214	311

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	607	785	663	641	780
당기순이익	811	798	453	443	618
자산상각비	290	304	324	338	347
기타비현금성손익	299	105	(12)	17	16
운전자본증감	(544)	(110)	188	(158)	(201)
매출채권감소(증가)	(120)	(101)	147	(41)	(54)
재고자산감소(증가)	(629)	208	462	(187)	(242)
매입채무증가(감소)	328	(97)	(41)	83	108
기타	(123)	(121)	(381)	(12)	(13)
투자현금	(578)	(1,797)	(83)	(606)	(494)
단기투자자산감소	(66)	(545)	389	(13)	(14)
장기투자증권감소	(65)	(1,051)	(98)	(71)	(74)
설비투자	464	373	376	498	383
유형자산처분	1	0	1	0	0
무형자산처분	(15)	(6)	(17)	(14)	(14)
재무현금	2	1,296	(370)	(417)	(407)
차입금증가	260	514	18	(20)	(10)
자본증가	(278)	896	(397)	(397)	(397)
배당금지급	278	355	397	397	397
현금 증감	41	315	217	(383)	(121)
기초현금	426	466	781	998	615
기말현금	466	781	998	615	494
Gross Cash flow	1,400	1,207	796	798	981
Gross Investment	1,055	1,361	284	751	681
Free Cash Flow	345	(155)	512	48	300

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	9,977	11,219	9,768	9,967	11,044
증가율(%)	31.6	12.5	(12.9)	2.0	10.8
매출원가	8,720	10,050	8,888	9,022	9,806
매출총이익	1,256	1,169	881	946	1,238
판매 및 일반관리비	160	250	259	284	338
기타영업손익	16	56	4	10	19
영업이익	1,096	919	622	662	900
증가율(%)	22.1	(16.1)	(32.3)	6.4	36.0
EBITDA	1,386	1,223	946	1,000	1,248
증가율(%)	17.8	(11.8)	(22.7)	5.7	24.8
영업외손익	43	(38)	(3)	(59)	(53)
이자수익	28	50	69	51	56
이자비용	4	34	56	60	59
지분법손익	16	29	(13)	(14)	(14)
기타영업외손익	3	(82)	(3)	(37)	(36)
세전순이익	1,139	881	631	625	864
증가율(%)	40.2	(22.6)	(28.4)	(0.9)	38.2
법인세비용	328	83	178	182	246
당기순이익	811	798	453	443	618
증가율(%)	41.1	(1.6)	(43.3)	(2.1)	39.5
지배주주지분	807	781	449	439	612
증가율(%)	40.8	(3.2)	(42.5)	(2.3)	39.5
비지배지분	4	18	4	4	6
EPS(원)	42,755	39,299	22,614	22,085	30,800
증가율(%)	40.8	(8.1)	(42.5)	(2.3)	39.5
수정EPS(원)	42,755	39,299	22,614	22,085	30,800
증가율(%)	40.8	(8.1)	(42.5)	(2.3)	39.5

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	42,755	39,299	22,614	22,085	30,800
BPS	403,163	455,251	462,459	464,543	475,343
DPS	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000
밸류에이션(배, %)					
PER	12.0	14.4	23.1	23.6	16.9
PBR	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1
EV/ EBITDA	6.8	9.3	11.4	11.1	9.0
배당수익율	3.9	3.5	3.8	3.8	3.8
PCR	6.9	9.3	13.0	13.0	10.6
수익성(%)					
영업이익율	11.0	8.2	6.4	6.6	8.2
EBITDA이익율	13.9	10.9	9.7	10.0	11.3
순이익율	8.1	7.1	4.6	4.4	5.6
ROE	11.1	9.4	4.9	4.8	6.6
ROIC	11.7	11.0	5.6	5.9	7.8
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(2.3)	1.4	(1.4)	2.3	3.2
유동비율	321.3	261.8	258.5	243.9	241.2
이자보상배율	263.2	26.7	11.1	11.1	15.3
활동성 (회)					
총자산회전율	1.1	1.0	0.8	0.8	0.9
매출채권회전율	20.4	18.9	16.3	17.7	18.1
재고자산회전율	3.9	3.9	3.7	3.9	4.0
매입채무회전율	10.1	9.8	8.9	8.8	9.0

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.09.30 기준)

