

2023. 4.3



Company Analysis | 철강금속

Analyst 안화수

02 3779 8897 _ hoesoo@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지)	720,000 원
현재주가	553,000 원
상승여력	30.2 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSPI (3/31)	2,476.86 pt
시가총액	109,843 억원
발행주식수	19,863 천주
52 주 최고가/최저가	672,000 / 450,000
90 일 일평균거래대금	286.71 억원
외국인 지분율	22.0%
배당수익률(23.12E)	3.6%
BPS(23.12E)	469,965 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -8.0%
	6 개월 -22.0%
	12 개월 4.7%
주주구성	영풍 (외 60 인) 46.9%
	국민연금공단 (외 1 인) 8.3%
	한화에이치투에너지유에스에이 8.1%

Stock Price



고려아연 (010130)

1Q23 Preview: 일회성 요인 해소

1Q23 Preview: 일회성 요인 해소로 컨센서스 부합 전망

1Q23년 실적은 연결기준 매출액 2.5조원(-4.0%YoY, -13.8%QoQ), 영업이익 1,766 억원(-38.0%YoY, +67.5QoQ)으로 컨센서스 1,702억원을 부합할 전망이다. 별도기준 영업이익 1,995억원(-10.0%YoY, +27%QoQ, OPM 10.7%)을 예상한다. 4Q22대비 큰 회복의 이유는 일회성 요인들의 해소 때문이다. 1) 금속가격 등락폭 완화 및 작년 높은 가격에 구매한 정광재고 소진으로 재고원가 영향이 제거되고, 높은 글로벌 TC가 유지되며 이익률 회복이 가능했을 것이다. LNG가격 안정화로 에너지 비용 부담도 소폭 개선되었을 것으로 판단한다. 2) 은 판매량이 감소했지만, 귀금속 가격이 상승하고 수익성이 더 큰 동 판매량이 증가했기 때문에 이익 훼손은 없었을 것이다. 3) 호주 SMC의 적자폭이 감소했을 것이다. 신규 설비의 커미셔닝이 완료 및 증설효과는 아직이지만, 기존 CAPA의 가동 정상화와 높은 재고원가 부담 해소 덕분이다.

2023년 별도는 안정적 이익 지속, 자회사들은 성장을 위한 지출

2023년 실적은 연결기준 매출액 10조원(-10.5%YoY), 영업이익 7,200억원(-22.0%YoY)을 예상한다. 2H22 실적 악화 원인이었던 일회성 요인들이 사라지며 분기별로 안정적인 이익 궤도를 되찾을 전망이다. 2023년 TC는 글로벌 전력난 완화로 2022년과 비슷한 수준에 머무를 것이다. SMC는 신규 설비의 커미셔닝이 완료되고 가동이 시작되어야 흑자전환이 가능할 것이다. 그 외 신사업 부문 자회사들에 대한 투자가 2023년에도 지속될 것으로 판단하며, 당장은 수익성에 기여가 어렵더라도 성장을 위한 합리적인 투자라는 판단이다. 동박은 2022년 1.3만톤 CAPA가 완공이 되었고, 2차 1.7만톤까지의 투자결정이 완료된 상태로 2023년 말부터 본격적으로 매출 발생이 시작될 것이다.

투자의견 Buy, 목표주가 720,000원 유지

최근 주가는 12M Fwd P/B 1.1x로 역사적 P/B 밴드 평균을 하회하고 있다. 시장의 금리 인상 종료에 대한 기대감이 높아지고 경기 우려가 커진 매크로 환경에서, 안정적인 이익 창출이 가능한 동사의 매력도가 높아졌다는 판단이다. 여기에 2023년 말부터 동박의 매출발생이 시작될 뿐만 아니라, 향후 이차전지 소재 등 신사업 계획들이 구체화되며 주가 상승 모멘텀으로 작용할 수 있다. 특히 국내 Processing을 계획 중인 황산니켈과 전구체 사업은 IRA 핵심광물요건을 충족시키는 밸류체인에 해당되어 주목 받을 수 있다.

투자의견 Buy, 목표주가 720,000원을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	7,582	9,977	11,219	10,067	9,974
영업이익	897	1,096	919	715	884
순이익	575	811	798	602	737
EPS (원)	32,418	45,648	41,817	31,597	38,666
증감률 (%)	0.0	40.8	-8.4	-24.4	22.4
PER (x)	12.4	11.2	13.2	17.5	14.3
PBR (x)	1.1	1.3	1.2	1.2	1.1
영업이익률 (%)	11.8	11.0	8.2	7.1	8.9
EBITDA 마진 (%)	15.5	13.9	10.9	10.5	12.4
ROE (%)	8.4	11.1	9.4	6.4	7.6

주: IFRS 연결 기준

자료: 고려아연, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 고려아연 연결 실적 추이 및 전망

(십억원,%)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E
매출액	2,661	2,851	2,744	2,962	2,554	2,479	2,493	2,542	9,977	11,219	10,067
yoy	20.9%	20.0%	13.7%	-0.8%	-4.0%	-13.1%	-9.2%	-14.2%	31.60%	12.5%	-10.3%
qoq	-10.9%	7.1%	-3.7%	7.9%	-13.8%	-2.9%	0.6%	2.0%			
고려아연	1,817	2,052	2,048	2,164	1,810	1,761	1,750	1,754	5,209	8,081	7,074
자회사	845	799	696	798	744	718	742	788	4,768	3,138	2,993
영업이익	285	381	151	105	177	161	177	201	1,096	922	715
yoy	5.5%	39.6%	-43.3%	-63.3%	-38.0%	-57.7%	17.2%	90.4%		-15.9%	-22.4%
qoq	-0.9%	33.9%	-60.5%	-30.0%	67.5%	-11.2%	9.5%	13.7%			
고려아연	221	348	206	156	199	188	175	181	925	931	743
자회사	64	33	-56	-54	-22	-27	1	20	172	-12.2	-28.2
서린상사	50	16	-7	7	16	7	36	27		66.0	85.6
SMC	1	7	-44	-37	-9	-9	-6	2		-73.4	-21.8
기타	13	10	-4	-24	-29	-25	-29	-9		-4.8	-92.0
OPM	10.7%	13.4%	5.5%	3.6%	6.9%	6.5%	7.1%	7.9%	11.0%	8.2%	7.1%
고려아연	12.1%	17.0%	10.1%	7.2%	11.0%	10.7%	10.0%	10.3%	17.7%	11.5%	10.5%
자회사	7.6%	4.2%	-8.0%	-6.7%	-2.9%	-3.8%	0.2%	2.5%	3.6%	-0.4%	-0.9%
세전이익	217	433	91	141	181	194	186	218	1,139	881	779
당기순이익	148	323	70	257	140	150	144	168	811	798	602

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 고려아연 별도 실적 추이 및 전망

(십억원,%)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E
별도 매출액	1,817	2,052	2,048	2,164	1,810	1,761	1,750	1,754	5,209	8,081	7,074
아연	662	811	718	842	670	650	637	646	2,280	3,033	2,604
연	320	320	306	398	323	314	306	311	1,204	1,344	1,254
은	427	451	516	442	415	404	413	407	2,080	1,836	1,639
금	196	226	227	240	174	167	169	169	919	889	678
전기동	74	86	67	70	98	96	95	90	291	297	379
제품별 판매량											
아연(톤)	146,470	153,746	145,528	188,670	160,000	160,000	160,000	160,000	636,299	634,414	640,000
연(톤)	100,516	97,623	99,110	125,214	107,500	107,500	107,500	107,500	429,020	422,463	430,000
은(톤)	478	468	573	517	454	454	454	454	2,226	2,037	1,815
금(kg)	2,700	2,695	3,050	3,183	2,150	2,150	2,150	2,150	13,900	11,628	8,600
LME금속가격											
아연 (\$/톤)	3,754	3,925	3,269	3,003	3,107	3,050	3,005	3,100	2,884	3,488	3,066
연 (\$/톤)	2,335	2,203	1,975	2,099	2,132	2,095	2,050	2,125	2,121	2,153	2,101
은 (\$/oz)	24	23	19	21	23	20	23	24	26	22	22
금 (\$/oz)	1,874	1,874	1,728	1,729	1,888	1,837	1,875	1,913	1,801	1,801	1,878
매출총이익	246	381	245	194	237	226	213	219	1,012	1,066	900
매출총이익률(%)	13.5%	18.6%	12.0%	9.0%	13.1%	12.9%	12.2%	12.5%	19.4%	13.2%	12.7%

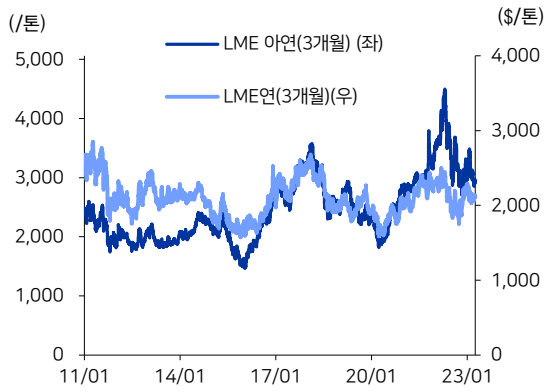
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표7 실적 변경 내역

	1Q23E			2Q23E			2023E		
	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이
(연결)									
매출액	2,426	2,554	5%	2,341	2,479	6%	9,647	10,067	4%
영업이익	149	177	19%	157	161	3%	700	715	2%
영업이익률	6.10%	6.9%	0.8%p	6.7%	6.5%	-0.2%p	7.3%	7.1%	-0.2%p
(별도)									
매출액	1,692	1,810	7%	1,630	1,761	8%	6,702	7,074	6%
영업이익	170	199	17%	183	188	3%	745	743	0%
영업이익률	10.00%	11.0%	1.0%p	11.2%	10.7%	-0.5%p	11.1%	10.5%	-0.6%p

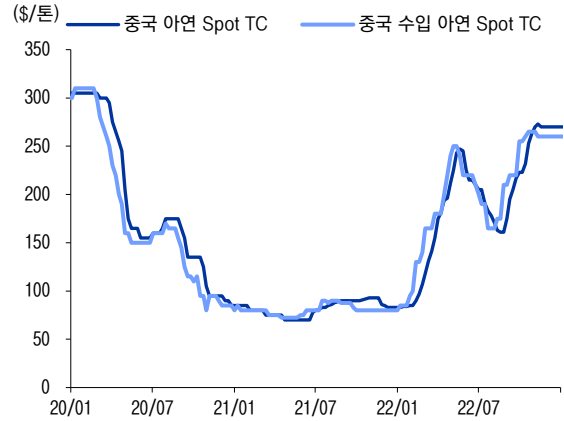
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 아연 및 연 가격



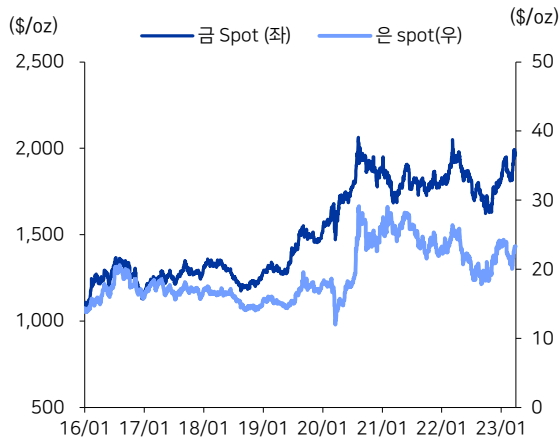
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 중국 아연 Spot TC



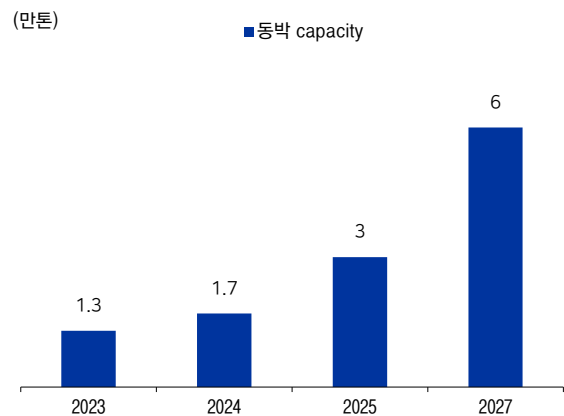
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 금, 은 가격 추이



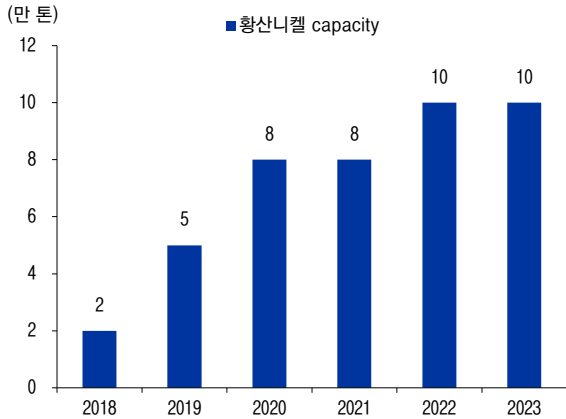
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 동박 CAPA 계획



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 KEMCO 황산니켈 Capacity (고려아연 지분 30%)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 니켈 및 전구체 관련 사업

한국전구체주식회사

- 고려아연 자회사 켄코, LG화학 지분율 51:49
- 2023 공장 완공 및 시운전. 2024 양산 목표.
- 전구체 2만톤 규모, 5만톤까지 확장 고려 중
- 켄코로부터 니켈 공급 받음.
- 리사이클 6천톤 규모도 함께 진행 예정

니켈 관련 추가 사업 기대 사항

- 지분스왑한 Orion Holdings(Trafigura 자회사)와 니켈제련 합작
- LG화학과 북미 전구체 및 리사이클링 협력 계획

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표8 IRA 핵심 광물 요건(Critical Minerals Requirement)

	주요 내용
핵심 광물 요건 (Critical Minerals Requirement)	1) 미국 혹은 미국과 Free Trade Agreement 효력이 있는 국가에서 추출 혹은 가공 2) 북아메리카에서 재활용 3) 배터리에 적용된 핵심 광물 가치 중 일정 비중 이상이 이 요건을 만족 IRA법안 공식 배포일~2024년 1월 이전에는 40%, 2024년부터는 50%, 2025년 60%, 2026년 70%, 2027년 80% 이상
Free Trade Agreement 해당국	호주, 바레인, 캐나다, 칠레, 콜롬비아, 코스타리카, 도미니카공화국, 엘살바도르, 과테말라, 온두라스, 이스라엘, 요르단, 대한민국, 멕시코, 모로코, 니카과라, 오만, 파나마, 페루, 싱가포르
1.30 D-3(c)(i) 조항:	전기차 배터리 혹은 전반적 경제 관계와 관련된 핵심광물에 대해 '협정'을 맺은 국가도 추가 가능 (예: 일본과 핵심광물협정 Critical Minerals Agreement 새로 국제적 협정을 맺을 시 국가를 추가하는 등의 수정도 가능
제외 조항 Excluded Entities	Foreign Entity of Concern에서 추출, 가공, 재활용된 핵심광물을 포함한 배터리를 사용한 자동차는 제외됨. 추후에 Foreign Entity of Concern에 대해 가이드선 발행 예정

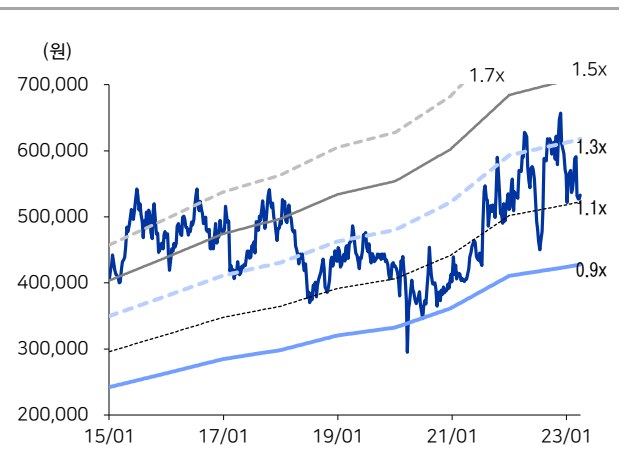
자료: 미국 Department of Treasury, 이베스트투자증권

그림7 니켈 주요 생산국

	광물 생산 (천톤)	정련 생산 (천톤)
1 인도네시아	1,625	인도네시아 1,167
2 필리핀	325	중국 758
3 러시아	219	일본 165
4 뉴칼레도니아	200	러시아 156
5 호주	161	호주 104
6 캐나다	93	캐나다 90
7 중국	88	노르웨이 82
8 브라질	75	뉴칼레도니아 66
전세계	3,224	전세계 2,999

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 고려아연 P/B Chart



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

고려아연 (010130)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	4,913	5,689	6,071	6,049	6,299
현금 및 현금성자산	426	466	781	1,291	1,539
매출채권 및 기타채권	447	532	654	575	563
재고자산	2,250	2,909	2,825	2,700	2,653
기타유동자산	1,790	1,782	1,810	1,484	1,544
비유동자산	3,587	4,275	6,027	6,240	6,381
관계기업투자등	210	575	1,178	1,178	1,178
유형자산	3,194	3,459	3,694	3,890	4,013
무형자산	91	123	851	856	861
자산총계	8,500	9,964	12,098	12,289	12,680
유동부채	1,118	1,771	2,319	2,126	2,077
매입채무 및 기타채무	805	1,175	1,120	832	767
단기금융부채	140	391	828	908	908
기타유동부채	174	204	371	386	401
비유동부채	294	459	547	643	734
장기금융부채	20	157	294	381	461
기타비유동부채	274	302	253	263	273
부채총계	1,413	2,230	2,866	2,769	2,811
지배주주지분	6,970	7,608	9,043	9,331	9,680
자본금	94	94	99	99	99
자본잉여금	57	57	1,086	1,086	1,086
이익잉여금	6,940	7,518	7,953	8,170	8,518
비지배주주지분(연결)	117	127	189	189	189
자본총계	7,087	7,734	9,232	9,520	9,869

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	7,582	9,977	11,219	10,067	9,974
매출원가	6,547	8,720	10,050	9,052	8,791
매출총이익	1,035	1,256	1,169	1,015	1,184
판매비 및 관리비	138	160	250	300	300
영업이익	897	1,096	919	715	884
(EBITDA)	1,176	1,386	1,223	1,056	1,240
금융손익	55	13	-28	7	6
이자비용	2	4	34	54	54
관계기업등 투자손익	-1	16	29	0	0
기타영업외손익	-140	14	-39	57	63
세전계속사업이익	812	1,139	881	779	953
계속사업법인세비용	238	328	83	177	216
계속사업이익	575	811	798	602	737
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	575	811	798	602	737
지배주주	573	807	781	590	722
총포괄이익	481	870	798	602	737
매출총이익률 (%)	13.7	12.6	10.4	10.1	11.9
영업이익률 (%)	11.8	11.0	8.2	7.1	8.9
EBITDA 마진률 (%)	15.5	13.9	10.9	10.5	12.4
당기순이익률 (%)	7.6	8.1	7.1	6.0	7.4
ROA (%)	7.0	8.7	7.1	4.8	5.8
ROE (%)	8.4	11.1	9.4	6.4	7.6
ROIC (%)	10.5	11.7	11.0	6.8	8.3

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	457	607	785	1,280	1,046
당기순이익(손실)	575	811	798	602	737
비현금수익비용가감	623	589	409	411	352
유형자산감가상각비	279	289	298	338	353
무형자산상각비	0	0	5	3	3
기타현금수익비용	293	235	-95	70	-4
영업활동 자산부채변동	-501	-544	-110	267	-42
매출채권 감소(증가)	-72	-120	-101	79	12
재고자산 감소(증가)	-706	-629	208	125	47
매입채무 증가(감소)	329	328	-97	-288	-65
기타자산, 부채변동	-52	-123	-121	350	-36
투자활동 현금	-548	-578	-1,797	-563	-506
유형자산처분(취득)	-661	-463	-373	-534	-476
무형자산 감소(증가)	-6	-15	-6	-8	-8
투자자산 감소(증가)	122	-131	-1,596	-8	-9
기타투자활동	-2	31	178	-12	-13
재무활동 현금	-171	2	1,296	-207	-293
차입금의 증가(감소)	81	260	514	166	81
자본의 증가(감소)	-260	-278	897	-373	-373
배당금의 지급	260	278	-353	-373	-373
기타재무활동	7	19	-115	0	0
현금의 증가	-264	41	315	510	248
기초현금	690	426	466	781	1,291
기말현금	426	466	781	1,291	1,539

자료: 고려아연, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2020	2021	2022	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	12.4	11.2	13.2	17.5	14.3
P/B	1.1	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.0	6.8	9.1	10.2	8.5
P/CF	6.3	6.9	9.1	10.8	10.1
배당수익률 (%)	3.7	3.9	3.6	3.6	3.6
성장성 (%)					
매출액	0.0	31.6	12.5	-10.3	-0.9
영업이익	0.0	22.1	-16.1	-22.2	23.6
세전이익	0.0	40.2	-22.6	-11.7	22.4
당기순이익	0.0	41.1	-1.6	-24.6	22.4
EPS	0.0	40.8	-8.4	-24.4	22.4
안정성 (%)					
부채비율	19.9	28.8	31.0	29.1	28.5
유동비율	439.3	321.3	261.8	284.6	303.3
순차입금/자기자본(x)	-7.9	-2.3	1.4	-2.3	-4.0
영업이익/금융비용(x)	538.8	263.2	26.7	13.2	16.4
총차입금 (십억원)	160	549	1,123	1,289	1,370
순차입금 (십억원)	-559	-181	134	-218	-394
주당지표 (원)					
EPS	32,418	45,648	41,817	31,597	38,666
BPS	369,358	403,163	455,251	469,773	487,315
CFPS	63,499	74,213	60,756	50,996	54,786
DPS	15,000	20,000	20,000	20,000	20,000

고려아연 목표주가 추이	투자이견 변동내역											
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
	2022.09.14 변경		안회수									
	2022.09.14 Buy		720,000									

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 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)	투자이견 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	91.3% 8.7% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경 투자이견 비율은 2022. 4. 1 ~ 2023. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)