



BUY(Maintain)

목표주가: 660,000원

주가(8/30): 545,000원

시가총액: 108,254억원



철강금속/유틸리티 Analyst 이종형
leejh@kiwoom.com

Stock Data

| | | |
|--------------|----------|------------|
| KOSPI (8/30) | | 2,561.22pt |
| 52 주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| 최고/최저가 대비 | 672,000원 | 444,500원 |
| 등락률 | -18.9% | 22.6% |
| 수익률 | 절대 | 상대 |
| 1M | 11.2% | 13.3% |
| 6M | -6.7% | -12.1% |
| 1Y | -12.0% | -15.7% |

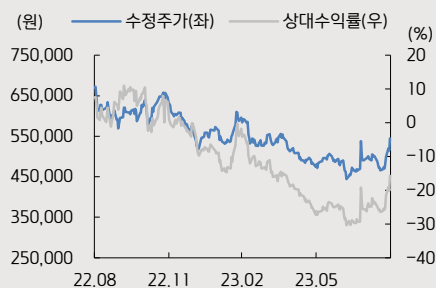
Company Data

| | |
|--------------|----------------|
| 발행주식수 | 20,909 천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 58천주 |
| 외국인 지분율 | 20.6% |
| 배당수익률(2023E) | 3.6% |
| BPS(2023E) | 464,482원 |
| 주요 주주 | 영풍 외 56인 43.3% |

투자지표

| (십억원, IFRS **) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 9,977 | 11,219 | 10,042 | 9,891 |
| 영업이익 | 1,096 | 919 | 725 | 905 |
| EBITDA | 1,386 | 1,223 | 1,079 | 1,262 |
| 세전이익 | 1,139 | 881 | 825 | 987 |
| 순이익 | 811 | 798 | 611 | 730 |
| 지배주주지분순이익 | 807 | 781 | 606 | 724 |
| EPS(원) | 42,755 | 40,572 | 30,491 | 36,448 |
| 증감률(%YoY) | 40.8 | -5.1 | -24.8 | 19.5 |
| PER(배) | 12.0 | 13.9 | 17.9 | 15.0 |
| PBR(배) | 1.27 | 1.24 | 1.17 | 1.14 |
| EV/EBITDA(배) | 5.9 | 8.3 | 7.9 | 6.7 |
| 영업이익률(%) | 11.0 | 8.2 | 7.2 | 9.1 |
| ROE(%) | 11.1 | 9.4 | 6.6 | 7.7 |
| 순부채비율(%) | -20.7 | -13.6 | -16.5 | -16.8 |

Price Trend



고려아연 (010130)

현대차그룹의 제3자배정 유증참여



현대차그룹이 배터리 소재사업 제휴 발표와 함께 5,272억원 규모의 제3자배정 유상증자를 통해 고려아연 지분을 5.0%를 확보합니다. 동시에 고려아연은 자회사 KEMCO를 통해 연산 4.3만톤 규모의 배터리급 고순도 니켈제련소 투자를 발표했습니다. 니켈제련소는 고려아연의 직접투자가 아니라는 점이 아쉽지만, ①KEMCO를 통한 이차전지 니켈사업 "Closed Loop" 체계 완성, ②한동안 잠잠했던 경영권 분쟁 재부각 가능성을 고려할 때 추가측면에서 나쁘게 볼 필요는 없다고 판단합니다.

>>> 현대차그룹, 제3자배정 유상증자 참여로 전략적 제휴

현대자동차그룹이 그룹내 신사업을 담당하는 자회사 HMG Global LLC社를 통해 고려아연에 지분을 5.0%, 5,272억원(주당 504,333원) 규모 제3자배정 유상증자에 참여한다. 유상증자 참여와 함께 양사는 전기차 배터리 핵심소재 사업 제휴에 관한 MOU를 체결하고, 미국 인플레이션 감축법(IRA), EU 핵심 원자재법(CRMA)을 충족하는 핵심소재 원료 확보를 위한 공동 광산 투자 및 개발 프로젝트를 추진하는 등 ①전기차 배터리 핵심전략소재인 니켈의 원재료 공동 소싱, ②가공 및 중간재의 안정적 공급, ③폐배터리 재활용을 비롯한 신사업 모색 등 니켈 밸류체인 전반에 걸친 포괄적 협력에 나서기로 했다.

양사 간 협력을 통해 생산되는 니켈은 미국 IRA의 보조금 지급 규정을 충족하게 되며, 26년부터 순차적 공급을 통해 31년에는 현대차그룹의 미 IRA 대응에 필요한 물량 중 약 50%를 고려아연으로부터 공급받을 예정이다.

>>> 고려아연은 자회사 KEMCO 통해 니켈제련소 투자 발표

동시에 고려아연은 현재 지분을 35%를 보유한 지분법적용 자회사인 KEMCO를 통해 배터리급 니켈제련소 투자를 발표했다. KEMCO는 온산제련소 인근 1.7만평 부지에 총 5,063억원을 투자해 생산능력 4.3만톤(메탈기준) 규모의 "올인원 니켈제련소"를 25년 5월까지 완공하고, 26년초부터 양산을 시작할 계획이다(기대 매출액과 EBITDA는 각각 1.36조원, 1,358억원 수준).

기다렸던 니켈 제련소 투자가 고려아연의 직접투자가 아니라는 점이 아쉽긴 하지만 고려아연은 향후 KEMCO에 대한 유상증자 등을 통해 약 1,500억원의 자금을 투입하고, KEMCO를 연결중속회사로 편입하는 방안을 추진할 계획이다. 이번 투자로 고려아연은 자회사 KEMCO를 통해 ①고순도 니켈(4.3만톤) → ②황산니켈(현재 8만톤, 10만톤으로 증설 중) → KEMCO와 LG화학의 합작사 '한국전구체'의 이차전지 ③전구체(내년 2분기 2만톤 양산시작, 추후 5만톤으로 증설) 및 이차전지 ④리사이클링(6,000톤 건설 중)으로 이어지는 이차전지용 니켈의 "Closed Loop" 체계가 완성될 전망이다.

한편, 니켈사업과는 별도로 100% 자회사 KZAM의 동박사업도 올해 4분기

고객사 인증을 획득을 목표로 하고 있다(현재 1.3만톤, 27년 6만톤 목표).

>>> 주가측면에서 나쁘게 볼 필요가 없는 유상증자

유상증자는 통상적으로 단기 주가에는 부정적인 영향이 크지만 이번 현대차 그룹의 유상증자 참여와 이에 기반한 니켈제련소 투자는 고려아연의 ①이차전지 니켈사업의 밸류체인 강화, ②니켈의 안정적 수요처 확보 등 중장기 관점에서 긍정적인 영향도 존재해 단기 주가가 부진할 가능성은 낮다고 판단한다.

한편, 이번 유상증자는 작년 8월에 있었던 한화그룹(Hanwha H2 Energy USA)의 제3자 배정 5% 유상증자 참여이후 두번째 제3자 배정 유상증자이며, 작년 11월 고려아연의 자사주 6.0% 분할매각(LG화학 2.0%, 한화 1.2%, Trafigura 1.5%, 한국투자증권 0.8%, 모건스탠리 0.5%)까지 포함시 약 1년의 기간 동안에 일어난 세번째 주요 주주구성의 변화이다. 아직까지 회사가 공식적으로 인정한 바는 없지만 작년 하반기 이후 고려아연 주주구성의 큰 변화를 두고 언론에서는 창업주 두 가문의 경영권 분쟁을 제기한 바 있는데, 한동안 잠잠해졌던 경영권 분쟁이슈가 이번 유상증자이후 다시 부각될 가능성이 있다는 점에서도 이번 유상증자를 주가측면에서 나쁘게 볼 필요는 없다고 판단한다.

목표주가 660,000원과 투자의견 Buy, 업종 Top pick을 유지한다.

>>> 고려아연 제3자 배정 유상증자 공시내용

고려아연 제3자 배정 유상증자 공시(8/30)

| | | |
|-------------------|-----------------|-----------------|
| 1. 신주의 종류와 수 | 보통주식 (주) | 1,045,430 |
| | 기타주식 (주) | - |
| 2. 1주당 액면가액 (원) | | 5,000 |
| 3. 증자전 발행주식총수 (주) | 보통주식 (주) | 19,863,158 |
| | 기타주식 (주) | - |
| 4. 자금조달의 목적 | 시설자금 (원) | - |
| | 영업양수자금 (원) | - |
| | 운영자금 (원) | - |
| | 채무상환자금 (원) | - |
| | 타법인 증권 취득자금 (원) | 527,244,848,190 |
| | 기타자금 (원) | - |
| 5. 증자방식 | | 제3자배정증자 |
| 6. 신주 발행가액 | 보통주식 (원) | 504,333 |
| | 기타주식 (원) | - |

본건은 HMG Global LLC와 당사 간 체결한 신주인수계약서에 따른 제3자배정 유상증자 건이며, 신주 견체에 대하여 증권 발행 및 공시 등에 관한 규정 제2-2조 제2항 제1호에 따라 1년간 보호예수됩니다.

자료: 전자공시, 키움증권

고려아연 제3자 배정 유상증자 개요(8/30)

▪ 신주인수계약 체결 대상자 (제3자배정 대상자)

HMG Global LLC

현대차: 기아: 현대모비스의 5:3:2 합작 미국 법인

현대차그룹의 미래 신사업 분야 투자와 관리를 담당

▪ 배정 대상 선정경위

사업상 및 경영상 목적 달성 및 투자자의 납입능력, 투자자와의 사업제휴 및 기술제휴를 통한 시너지효과 등을 고려하여 선정

▪ 제휴 방식 및 계약내용

3자배정 유상증자

고려아연 주식 1,045,430주(증자 후 약 5%)신주발행, 약 5천억원 규모

▪ 신주발행대금 사용 계획

고순도 니켈 제련 및 전기차배터리 관련 사업을 위한 투자재원으로 활용

자료: 고려아연, 키움증권

지분율 5% 제3자 배정 유상증자를 통한 현대차그룹과의 사업제휴 및 기대효과

1. 핵심 원재료 공급망 확보를 위한 공동사업 추진

현대차그룹과 고려아연은 미국 인플레이션 감축법(Inflation Reduction Act)과 유럽의 핵심원소재법(Critical Raw Materials Act)을 포함하여 현대자동차가 EV를 생산하는 데에 요구되는 기준을 만족하는 EV용 배터리 핵심소재를 직접 확보하기 위해 공동으로 프로젝트를 추진하거나, 원재료 수급 확보를 공동으로 추진

2. 배터리 중간재, 전구체 및 원소재 공급

- 1) EV 생산을 위해 필요한 배터리 전구체 및 원소재인 황산니켈, 황산코발트 등 전구체 원료를 고려아연이 공급하고 현대차그룹이 공급받을 수 있도록 하는 공급망 사업 구축을 위해 협력하기로 함
- 2) 배터리 전구체와 그 주된 원료인 황산니켈 및 황산코발트 등을 안정적으로 공급하여 양사가 EV Value Chain에서 경쟁력을 확보하는 것을 목표로 하며 한국을 포함한 북미, 유럽에서도 장기 협력을 도모함

3. 재활용 협력을 통한 배터리 순환 경제의 Closed Loop 구축

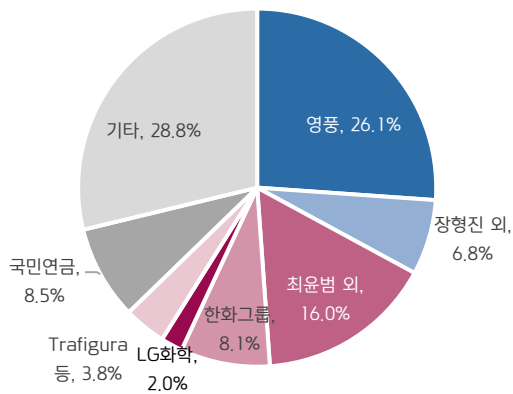
공정스크랩과 수거된 폐배터리 등을 재활용하는 사업에 대해 공동으로 기술 협력하여 완결적 순환체계(Closed Loop)를 완성하고자 함

4. 미래사업 확장 협력

EV 배터리 사업의 전 주기에 필요한 미래의 사업기회를 공동으로 검토하고 필요한 기술을 공동으로 개발하여 배터리 공급 Value Chain을 강화하기 위해서 최대한 협력하기로 함

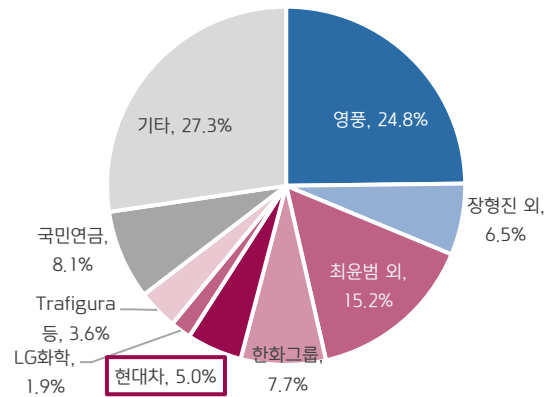
자료: 고려아연, 키움증권

현대차그룹의 유상증자 참여 전 고려아연 주주구성



자료: 전자공시, 키움증권

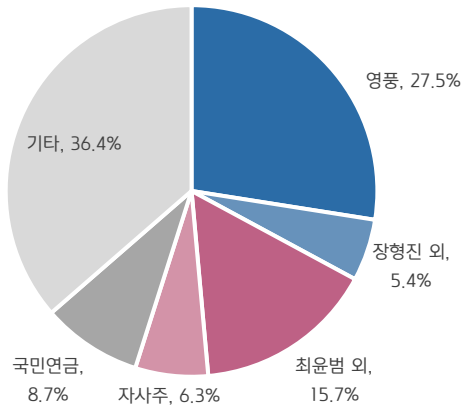
현대차그룹의 유상증자 참여 후 고려아연 주주구성 전망



자료: 전자공시, 키움증권

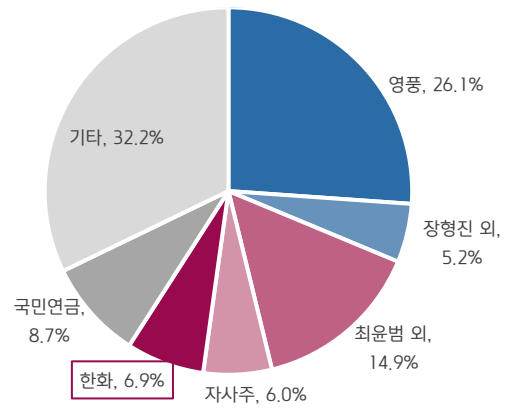
>>> 작년 하반기이후 고려아연 주주구성 변화

고려아연 주주구성(2022/6/30)



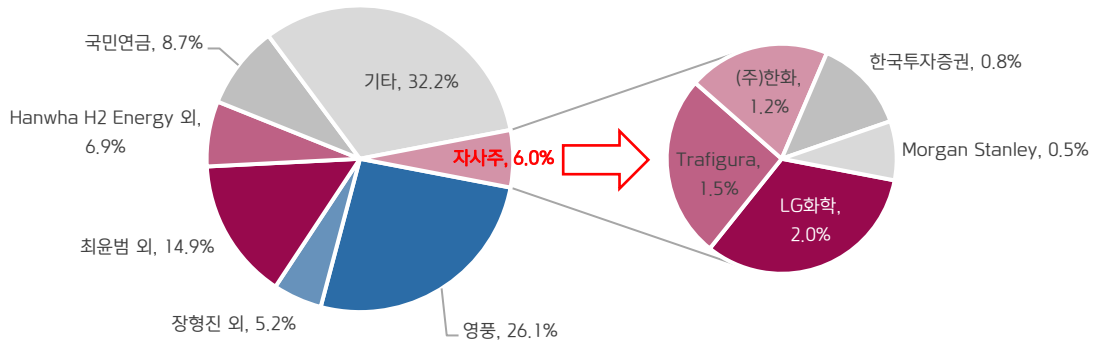
자료: 전자공시, 키움증권

고려아연 주주구성(2022/9/30)



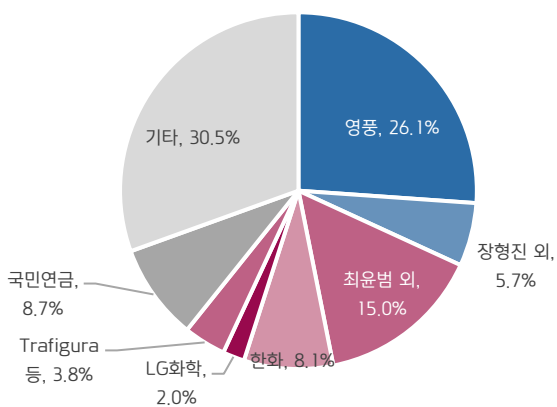
주: 한화그룹에 지분 5% 제3자배정 유상증자
자료: 전자공시, 키움증권

고려아연 자사주 처분에 따른 지분율 변화(2022/11/24)



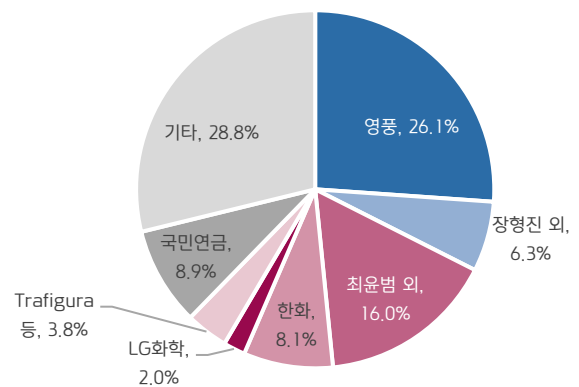
자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 주주구성(2022/12/15)



자료: 전자공시, 키움증권

고려아연 주주구성(2023/6/12)



자료: 전자공시, 키움증권

>>> 자회사 KEMCO의 니켈제련소 투자개요

“올인원 니켈제련소” 투자계획(1)

▪ 투자 목적

- 1) 국내외 전기차시장 확대 및 수요 증가로 리튬이온 배터리 수요 급격히 성장 중
- 2) 니켈은 EV용 배터리 양극재의 핵심 원료로, 니켈의 안정적인 공급은 배터리 및 전기차 업체들에게 매우 중요
- 3) 고려아연은 기존 아연, 연 사업과 함께 동, 니켈 제련 사업으로 확장하고 있으며, 고순도 니켈제련사업을 통해 당사의 수익성을 증대하고 국가 전략산업 차원의 경쟁력을 확보하고자 함
- 4) 각종 광산 및 Trader를 통하여 니켈원료 Supply Chain에 대한 협력과 완성차 및 배터리 메이커 등의 고객사 확보에 대한 성과를 기반으로 니켈사업 적시에 진출하고자 함

자료: 고려아연, 키움증권

▪ 사업 개요 및 경제성 평가

- 1) 생산 Capacity: Ni Metal 4.26만톤/년
- 2) 투자비 (Capex): 총 5,063억원 (MHP, Matte, Black Mass etc.)
- 3) 생산제품: Ni Sulfate, Co Sulfate, Ni Solution, LiOH·H₂O, CuS Cake

▪ 경제성 평가결과

| | | |
|-------------|------------|-------------------|
| 매출액 | 13,629억원/년 | |
| EBITDA | 1,358억원/년 | |
| 내부수익률 (IRR) | 15.9% | Levered IRR 21.4% |

▪ 주요 가격

| 구분 | Ni | Co | LiOH·H ₂ O | Cu | 환율 |
|----|----------|----------|-----------------------|----------|----------|
| 단위 | (US\$/t) | (US\$/t) | (US\$/t) | (US\$/t) | (원/US\$) |
| 가격 | 20,000 | 35,000 | 40,000 | 8,000 | 1,250 |

“올인원 니켈제련소” 투자계획(2)

▪ 올인원 니켈 제련소 특징

1) 다양한 원료 처리 능력

중간재 (MHP, Nickel Matte) 및 Nickel Residue, Black Mass, 공정스크랩, 폐배터리 등

2) 가격 경쟁력 기반의 우수한 운영능력

니켈 뿐만 아니라 리튬, 코발트, 망간, 구리, 플래티늄을 회수할 수 있어 회수율 극대화 가능함

3) 고객의 요구에 따라 유연성 있게 생산품 제공

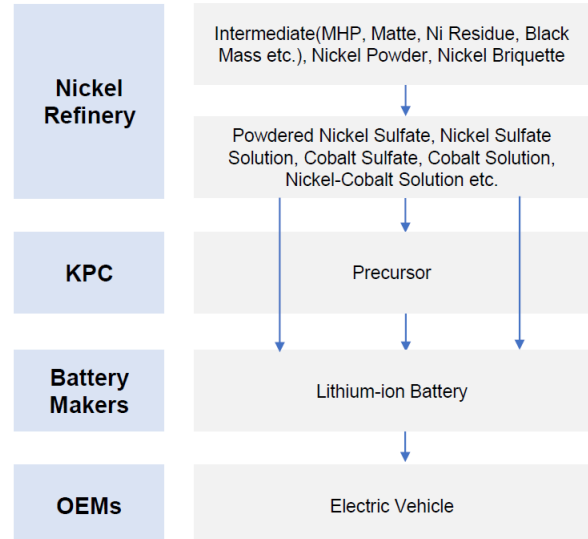
Powdered Nickel Sulfate, Nickel Sulfate Solution, Cobalt Sulfate, Cobalt Solution, Nickel-cobalt Solution, 전구체까지 다양한 형태의 제품을 생산

4) 친환경적인 니켈 제련소

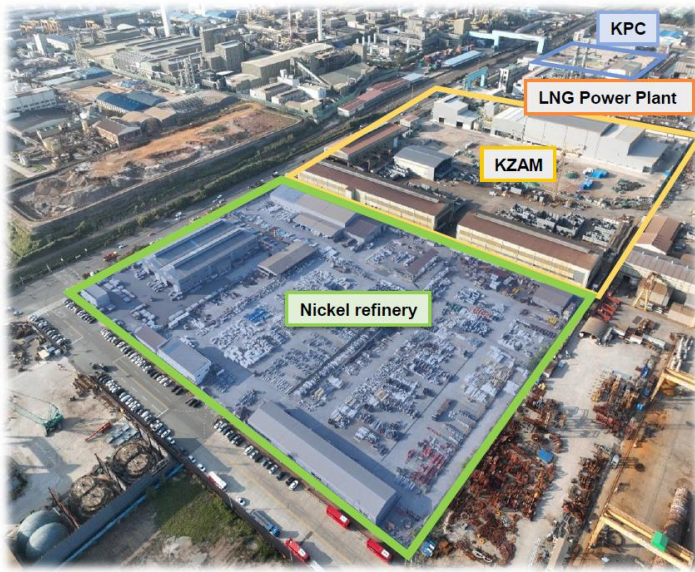
탄소발자국을 줄인 환경 친화적 제련소로, IRA 조건 충족을 목표

자료: 고려아연, 키움증권

▪ Value Chain



“올인원 니켈제련소” 투자계획(3)



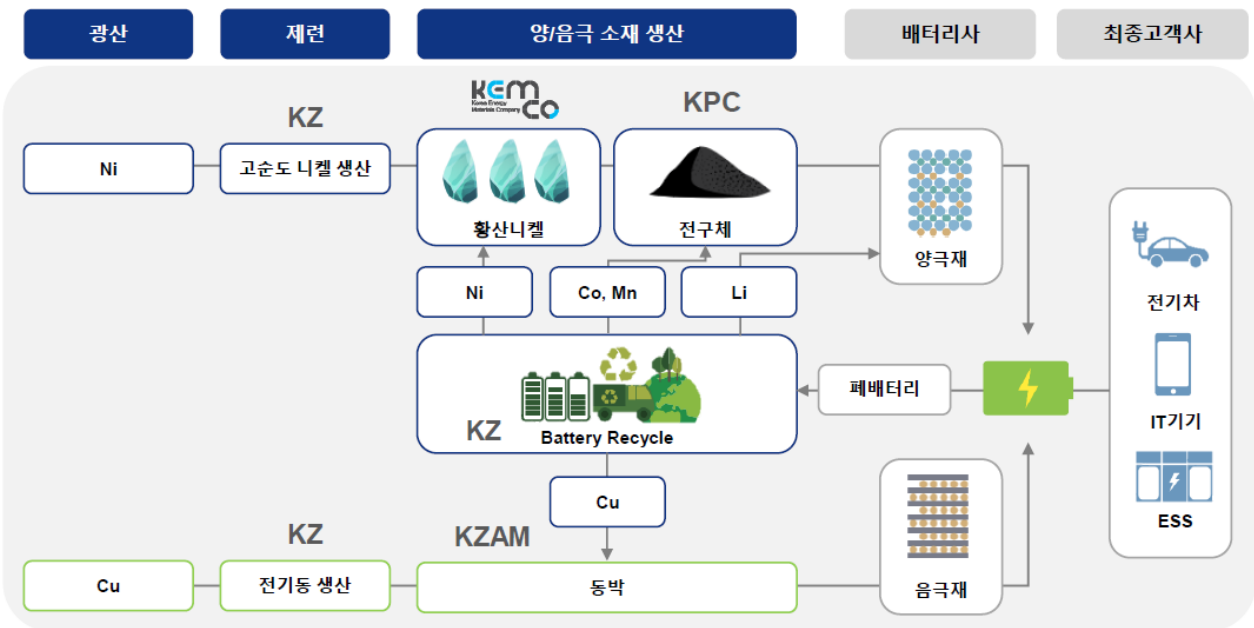
- 켈코에 대한 유상증자 등의 방법으로 연결종속사로 편입을 추진
- 투자기간: '23.9월 ~ '25.5월 (승인 후 21개월)
- 양산시점: '26년 초(시운전 및 승인 약 7개월 소요)
- 공장부지: 온산을 소재 케이잼 남쪽 부지 17,200평

자료: 고려아연, 키움증권

고려아연의 이차전지 소재사업 계획

2차전지 핵심소재 Closed loop 공급 체인 구축

세계 최고의 기술력과 메탈소싱 능력을 바탕으로 2차전지 원재료 생산, 가공, 재활용에 걸친 산업 생태계 완성

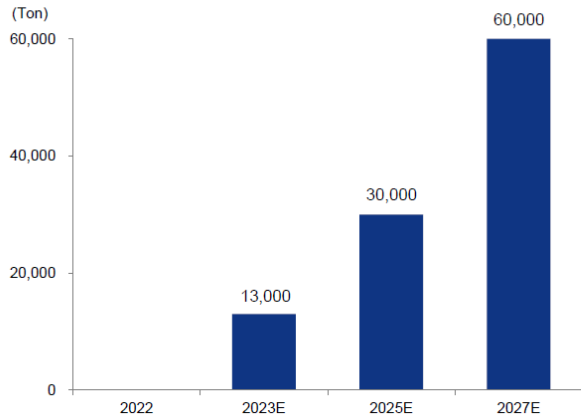


자료: 고려아연, 키움증권

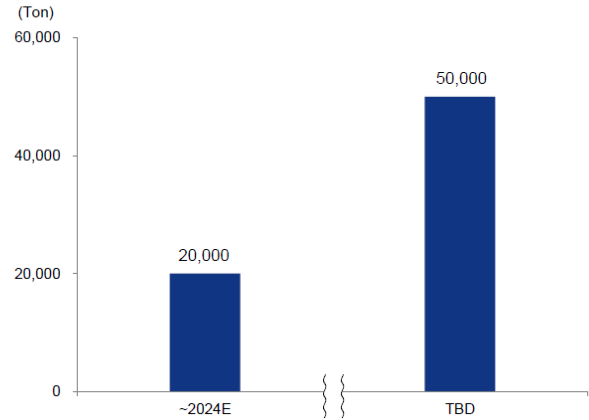
고려아연 동박 및 전구체 증설 계획

자체생산 및 재활용 원재료를 활용한 2차전지 핵심소재 양산

2차전지 동박 생산능력 (KZAM)



전구체 생산능력 (KPC)



주: 동박은 고려아연 100% 자회사 KZAM, 전구체는 고려아연이 35% 지분 보유한 KEMCO와 LG화학의 JV 한국전구체주식회사(KPC)
 자료: 고려아연, 키움증권

고려아연의 이차전지 동박사업 진행 현황

고객사 품질인증 진행 후 2023년 4분기 양산물량 공급 예정

| | | 2022 | | | 2023 | | | | 2024 | | | |
|-------|-------|-------|-------------------------|----|------|-----|----|----|------|----|--|---|
| | | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | | |
| 국내고객사 | 고객사 A | 공장 완공 | 시스템 준비 커미셔닝 사전마케팅 | ● | → | | | | | | | |
| | 고객사 B | | | | | | | | | | | ● |
| | 고객사 C | | | | | | | | | | | ● |
| 해외고객사 | 고객사 D | | | | | NDA | ● | | | | | |

● 샘플 → 업체승인 추진 (Test / Registration / PPAP) ● SOP target

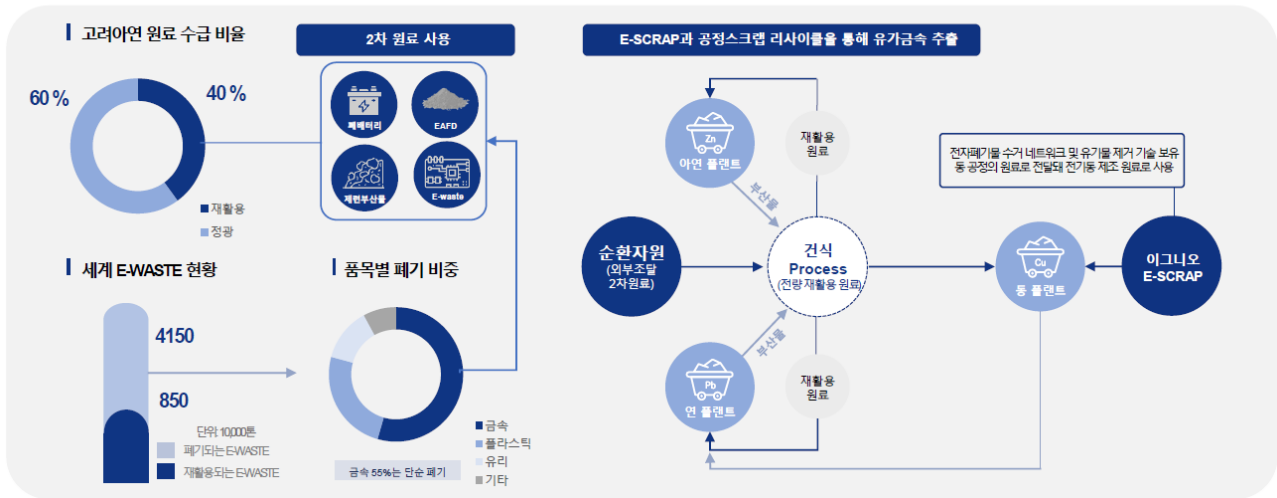
* 최종 SOP 타임밍은 진행상황에 따라 변경될 수 있음

자료: 고려아연, 키움증권

고려아연의 자원순환 사업

폐기되는 원료를 재활용하는 도시광산 모델로 순환경제 체계 확립

전기차 배터리를 비롯해 스마트폰, 전자기기 등 폐자원에서 금속을 추출하는 자원 순환 사업모델



자료: 고려아연, 키움증권

고려아연의 신재생에너지 및 수소사업

그린수소 · 암모니아 생산 신재생 에너지 Value Chain 구축

신재생 에너지를 이용해 수소를 생산하고, 암모니아로 운반, 다시 수소로 분해-사용하여 전력비용 절감 및 탄소중립 달성



자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 분기실적 추이

| (단위: 십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23E | 4Q23E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 2,661.4 | 2,851.3 | 2,744.5 | 2,962.2 | 2,527.3 | 2,469.4 | 2,505.7 | 2,540.0 |
| 별도 | 1,816.7 | 2,051.8 | 2,048.5 | 2,164.4 | 1,814.9 | 1,787.4 | 1,823.6 | 1,858.0 |
| 별도 외 | 844.8 | 799.4 | 696.0 | 797.8 | 712.4 | 682.0 | 682.0 | 682.0 |
| 영업이익 | 284.7 | 381.2 | 150.7 | 102.6 | 145.8 | 155.7 | 190.3 | 232.9 |
| 별도 | 220.7 | 348.0 | 206.4 | 156.3 | 154.9 | 164.6 | 180.3 | 192.9 |
| 별도 외 | 64.0 | 33.2 | -55.7 | -53.7 | -9.1 | -8.9 | 10.0 | 40.0 |
| 영업이익률 | 10.7 | 13.4 | 5.5 | 3.5 | 5.8 | 6.3 | 7.6 | 9.2 |
| 별도 | 12.1 | 17.0 | 10.1 | 7.2 | 8.5 | 9.2 | 9.9 | 10.4 |
| 별도 외 | 7.6 | 4.2 | -8.0 | -6.7 | -1.3 | -1.3 | 1.5 | 5.9 |
| 세전이익 | 216.6 | 433.3 | 90.9 | 140.7 | 194.7 | 170.2 | 203.9 | 256.6 |
| 순이익 | 147.9 | 323.2 | 70.3 | 256.9 | 138.4 | 124.2 | 150.9 | 197.3 |
| 지배순이익 | 157.8 | 290.7 | 73.8 | 258.3 | 139.9 | 120.5 | 149.6 | 195.7 |
| 아연가격(USD) | 3,554 | 4,035 | 3,438 | 3,007 | 3,187 | 2,736 | 2,500 | 2,500 |
| 연가격(USD) | 2,316 | 2,300 | 2,041 | 1,987 | 2,173 | 2,117 | 2,100 | 2,100 |
| 은가격(USD) | 23.1 | 23.9 | 20.1 | 19.8 | 23.0 | 23.8 | 24.0 | 24.0 |
| 원달러환율 | 1,205 | 1,260 | 1,338 | 1,359 | 1,276 | 1,315 | 1,300 | 1,300 |

자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 별도기준 가정치

| (단위: 십억원) | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 판매량(천톤) | 아연 | 634 | 651 | 636 | 634 | 639 | 644 | 648 |
| | 연 | 401 | 415 | 429 | 422 | 429 | 429 | 429 |
| | 은(톤) | 2,028 | 2,304 | 2,226 | 2,037 | 1,816 | 1,816 | 1,816 |
| | 금(톤) | 7.5 | 9.2 | 13.9 | 11.9 | 10.2 | 10.2 | 10.2 |
| | 구리 | 26 | 26 | 27 | 26 | 34 | 34 | 34 |
| 적용 메탈가격(USD) | 아연 | 2,579 | 2,222 | 2,953 | 3,508 | 2,731 | 2,500 | 2,500 |
| | 연 | 2,003 | 1,814 | 2,181 | 2,161 | 2,123 | 2,100 | 2,100 |
| | * 전월평균기준 은(/oz) | 16.0 | 19.9 | 25.3 | 21.7 | 23.7 | 24.0 | 24.0 |
| | 금(/oz) | 1,373 | 1,739 | 1,804 | 1,802 | 1,930 | 1,950 | 1,950 |
| | 구리 | 6,008 | 6,028 | 9,165 | 8,913 | 8,601 | 8,500 | 8,500 |
| 원달러환율 | | 1,165 | 1,180 | 1,144 | 1,290 | 1,298 | 1,300 | 1,300 |
| 매출액 | 아연 | 2,032.6 | 1,835.4 | 2,280.2 | 3,033.0 | 2,359.8 | 2,157.5 | 2,173.3 |
| | 연 | 1,032.7 | 987.4 | 1,204.2 | 1,344.0 | 1,342.4 | 1,334.2 | 1,334.2 |
| | 은 | 1,214.7 | 1,712.9 | 2,080.4 | 1,836.0 | 1,766.6 | 1,792.3 | 1,792.3 |
| | 금 | 391.3 | 619.7 | 919.6 | 889.0 | 828.0 | 837.3 | 837.3 |
| | 구리 | 179.5 | 186.4 | 291.4 | 297.0 | 373.5 | 367.1 | 367.1 |
| | 기타 | 368.1 | 310.3 | 386.6 | 682.4 | 613.6 | 644.3 | 676.5 |
| | 합계 | 5,218.8 | 5,652.1 | 7,162.5 | 8,081.4 | 7,283.9 | 7,132.8 | 7,180.8 |
| 영업이익 | | 729.2 | 780.8 | 924.6 | 931.4 | 692.8 | 745.3 | 769.7 |
| 영업이익률(%) | | 14.0 | 13.8 | 12.9 | 11.5 | 9.5 | 10.4 | 10.7 |

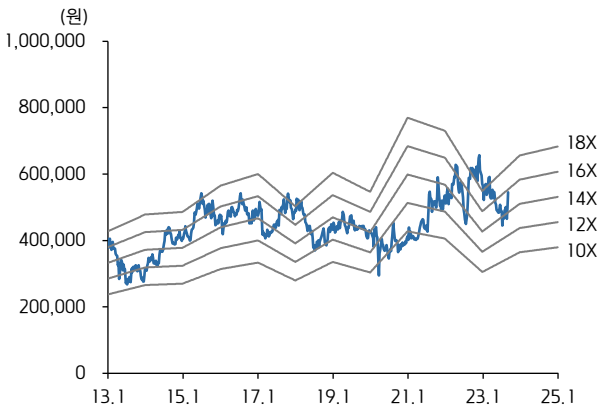
자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 연간실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|---------|---------|---------|----------|----------|---------|---------|
| 매출액 | 6,694.8 | 7,581.9 | 9,976.8 | 11,219.4 | 10,042.5 | 9,891.3 | 9,939.4 |
| 별도 | 5,218.8 | 5,652.1 | 7,162.5 | 8,081.4 | 7,283.9 | 7,132.8 | 7,180.8 |
| 별도 외 | 1,476.0 | 1,929.8 | 2,814.3 | 3,138.0 | 2,758.6 | 2,758.6 | 2,758.6 |
| 영업이익 | 805.3 | 897.4 | 1,096.1 | 919.2 | 724.7 | 905.3 | 945.7 |
| 별도 | 729.2 | 780.8 | 924.6 | 931.4 | 692.8 | 745.3 | 769.7 |
| 별도 외 | 76.1 | 116.6 | 171.6 | -12.2 | 32.0 | 160.0 | 176.0 |
| 영업이익률 | 12.0 | 11.8 | 11.0 | 8.2 | 7.2 | 9.2 | 9.5 |
| 별도 | 14.0 | 13.8 | 12.9 | 11.5 | 9.5 | 10.4 | 10.7 |
| 별도 외 | 5.2 | 6.0 | 6.1 | -0.4 | 1.2 | 5.8 | 6.4 |
| EBITDA | 1,176.1 | 1,386.0 | 1,386.0 | 1,222.9 | 1,078.9 | 1,262.5 | 1,330.4 |
| 세전이익 | 801.7 | 925.7 | 1,139.1 | 881.5 | 825.4 | 986.6 | 1,027.0 |
| 순이익 | 594.6 | 634.0 | 811.1 | 798.3 | 610.8 | 730.1 | 760.0 |
| 지배순이익 | 592.4 | 629.0 | 806.8 | 780.6 | 605.6 | 724.0 | 753.6 |
| 지배주주 EPS(원) | 33,541 | 30,363 | 42,755 | 40,572 | 30,491 | 36,448 | 37,938 |
| 지배주주 BPS(원) | 355,878 | 369,358 | 403,163 | 455,251 | 464,482 | 479,671 | 496,350 |
| 지배주주 ROE(%) | 9.8 | 8.4 | 11.1 | 9.4 | 6.6 | 7.7 | 7.8 |
| 아연가격(USD) | 2,579 | 2,222 | 2,953 | 3,508 | 2,731 | 2,500 | 2,500 |
| 연가격(USD) | 2,003 | 1,814 | 2,181 | 2,161 | 2,123 | 2,100 | 2,100 |
| 은가격(USD) | 16.0 | 19.9 | 25.3 | 21.7 | 23.7 | 24.0 | 24.0 |
| 원달러환율 | 1,165 | 1,180 | 1,144 | 1,290 | 1,298 | 1,300 | 1,300 |

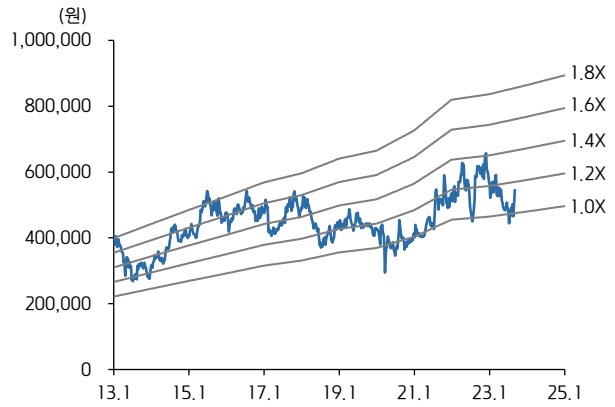
자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 12mf PER 밴드



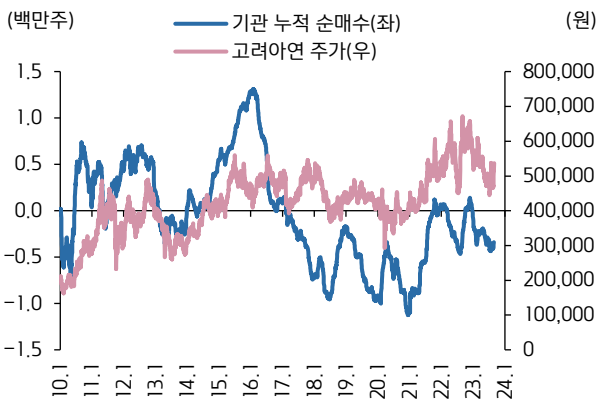
자료: Fn가이드, 키움증권

고려아연 12mf PBR 밴드



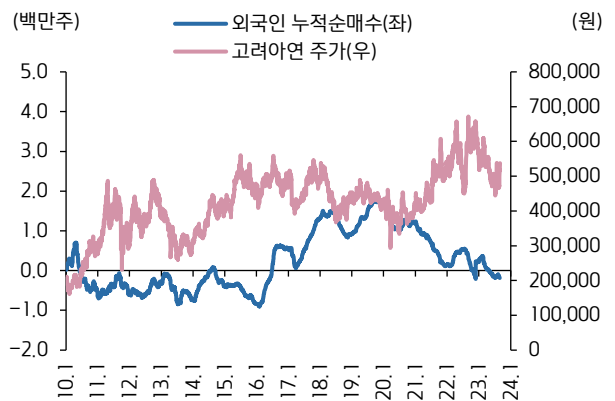
자료: Fn가이드, 키움증권

고려아연 기관 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

고려아연 외국인 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 매출액 | 9,977 | 11,219 | 10,042 | 9,891 | 9,939 |
| 매출원가 | 8,720 | 10,050 | 9,042 | 8,712 | 8,719 |
| 매출총이익 | 1,256 | 1,169 | 1,000 | 1,179 | 1,221 |
| 판매비 | 160 | 250 | 276 | 274 | 275 |
| 영업이익 | 1,096 | 919 | 725 | 905 | 946 |
| EBITDA | 1,386 | 1,223 | 1,079 | 1,262 | 1,330 |
| 영업외손익 | 43 | -38 | 101 | 81 | 81 |
| 이자수익 | 28 | 48 | 81 | 83 | 83 |
| 이자비용 | 4 | 34 | 45 | 45 | 45 |
| 외환관련이익 | 82 | 189 | 25 | 0 | 0 |
| 외환관련손실 | 93 | 232 | 48 | 0 | 0 |
| 종속 및 관계기업손익 | 3 | 30 | 13 | 13 | 13 |
| 기타 | 27 | -39 | 75 | 30 | 30 |
| 법인세차감전이익 | 1,139 | 881 | 825 | 987 | 1,027 |
| 법인세비용 | 328 | 83 | 215 | 257 | 267 |
| 계속사업순손익 | 811 | 798 | 611 | 730 | 760 |
| 당기순이익 | 811 | 798 | 611 | 730 | 760 |
| 지배주주순이익 | 807 | 781 | 606 | 724 | 754 |
| 증감율 및 수익성 (%) | | | | | |
| 매출액 증감율 | 31.6 | 12.4 | -10.5 | -1.5 | 0.5 |
| 영업이익 증감율 | 22.1 | -16.1 | -21.1 | 24.8 | 4.5 |
| EBITDA 증감율 | 17.8 | -11.8 | -11.8 | 17.0 | 5.4 |
| 지배주주순이익 증감율 | 40.8 | -3.2 | -22.4 | 19.5 | 4.1 |
| EPS 증감율 | 40.8 | -5.1 | -24.8 | 19.5 | 4.1 |
| 매출총이익율(%) | 12.6 | 10.4 | 10.0 | 11.9 | 12.3 |
| 영업이익률(%) | 11.0 | 8.2 | 7.2 | 9.1 | 9.5 |
| EBITDA Margin(%) | 13.9 | 10.9 | 10.7 | 12.8 | 13.4 |
| 지배주주순이익률(%) | 8.1 | 7.0 | 6.0 | 7.3 | 7.6 |

재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 5,689 | 6,071 | 6,001 | 6,040 | 6,054 |
| 현금 및 현금성자산 | 466 | 781 | 1,467 | 1,847 | 2,067 |
| 단기금융자산 | 1,597 | 1,567 | 1,175 | 881 | 661 |
| 매출채권 및 기타채권 | 532 | 654 | 586 | 577 | 580 |
| 재고자산 | 2,909 | 2,825 | 2,529 | 2,491 | 2,503 |
| 기타유동자산 | 185.0 | 244.0 | 244.0 | 244.0 | 243.0 |
| 비유동자산 | 4,275 | 6,027 | 6,185 | 6,441 | 6,769 |
| 투자자산 | 580 | 1,201 | 1,213 | 1,226 | 1,239 |
| 유형자산 | 3,459 | 3,694 | 3,868 | 4,137 | 4,477 |
| 무형자산 | 123 | 851 | 823 | 797 | 773 |
| 기타비유동자산 | 113 | 281 | 281 | 281 | 280 |
| 자산총계 | 9,964 | 12,098 | 12,186 | 12,481 | 12,823 |
| 유동부채 | 1,771 | 2,319 | 2,219 | 2,206 | 2,210 |
| 매입채무 및 기타채무 | 1,175 | 1,120 | 1,020 | 1,007 | 1,011 |
| 단기금융부채 | 307.3 | 810.1 | 810.1 | 810.1 | 810.1 |
| 기타유동부채 | 289 | 389 | 389 | 389 | 389 |
| 비유동부채 | 459 | 547 | 547 | 547 | 547 |
| 장기금융부채 | 155.3 | 282.4 | 282.4 | 282.4 | 282.4 |
| 기타비유동부채 | 304 | 265 | 265 | 265 | 265 |
| 부채총계 | 2,230 | 2,866 | 2,766 | 2,753 | 2,757 |
| 지배지분 | 7,608 | 9,043 | 9,226 | 9,528 | 9,859 |
| 자본금 | 94 | 99 | 99 | 99 | 99 |
| 자본잉여금 | 57 | 1,086 | 1,086 | 1,086 | 1,086 |
| 기타자본 | -54 | -15 | -15 | -15 | -15 |
| 기타포괄손익누계액 | -9 | -81 | -146 | -210 | -275 |
| 이익잉여금 | 7,518 | 7,953 | 8,202 | 8,568 | 8,964 |
| 비지배지분 | 127 | 189 | 194 | 200 | 207 |
| 자본총계 | 7,734 | 9,232 | 9,420 | 9,728 | 10,066 |

현금흐름표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름 | 607 | 785 | 1,259 | 1,110 | 1,123 |
| 당기순이익 | 811 | 798 | 611 | 730 | 760 |
| 비현금항목의 가감 | 589 | 409 | 521 | 563 | 601 |
| 유형자산감가상각비 | 289 | 298 | 326 | 331 | 360 |
| 무형자산감가상각비 | 0 | 5 | 28 | 26 | 24 |
| 지분법평가손익 | -31 | -41 | -23 | -23 | -23 |
| 기타 | 331 | 147 | 190 | 229 | 240 |
| 영업활동자산부채증감 | -544 | -110 | 304 | 34 | -11 |
| 매출채권및기타채권의감소 | -120 | -101 | 69 | 9 | -3 |
| 재고자산의감소 | -629 | 208 | 296 | 38 | -12 |
| 매입채무및기타채무의증가 | 328 | -97 | -100 | -13 | 4 |
| 기타 | -123 | -120 | 39 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | -249 | -312 | -177 | -217 | -227 |
| 투자활동 현금흐름 | -578 | -1,797 | -108 | -306 | -480 |
| 유형자산의 취득 | -464 | -373 | -500 | -600 | -700 |
| 유형자산의 처분 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산의 순취득 | -15 | -6 | 0 | 0 | 0 |
| 투자자산의감소(증가) | -366 | -590 | 0 | 0 | 0 |
| 단기금융자산의감소(증가) | 143 | 31 | 392 | 294 | 220 |
| 기타 | 123 | -859 | 0 | 0 | 0 |
| 재무활동 현금흐름 | 2 | 1,296 | -397 | -358 | -358 |
| 차입금의 증가(감소) | 263 | 519 | 0 | 0 | 0 |
| 자본금, 자본잉여금의 증감 | 0 | 472 | 0 | 0 | 0 |
| 자기주식처분(취득) | 0 | 779 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -278 | -355 | -397 | -358 | -358 |
| 기타 | 17 | -119 | 0 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | 10 | 30 | -67 | -67 | -67 |
| 현금 및 현금성자산의 순증가 | 41 | 315 | 686 | 380 | 219 |
| 기초현금 및 현금성자산 | 426 | 466 | 781 | 1,467 | 1,847 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 466 | 781 | 1,467 | 1,847 | 2,067 |

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 42,755 | 40,572 | 30,491 | 36,448 | 37,938 |
| BPS | 403,163 | 455,251 | 464,482 | 479,671 | 496,350 |
| CFPS | 74,213 | 62,723 | 56,969 | 65,106 | 68,527 |
| DPS | 20,000 | 20,000 | 18,000 | 18,000 | 18,000 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | 12.0 | 13.9 | 17.9 | 15.0 | 14.4 |
| PER(최고) | 14.6 | 16.9 | 20.3 | | |
| PER(최저) | 9.2 | 10.9 | 14.4 | | |
| PBR | 1.27 | 1.24 | 1.17 | 1.14 | 1.10 |
| PBR(최고) | 1.55 | 1.50 | 1.33 | | |
| PBR(최저) | 0.98 | 0.97 | 0.95 | | |
| PSR | 0.97 | 0.97 | 1.08 | 1.09 | 1.09 |
| PCFR | 6.9 | 9.0 | 9.6 | 8.4 | 8.0 |
| EV/EBITDA | 5.9 | 8.3 | 7.9 | 6.7 | 6.3 |
| 주요비율(%) | | | | | |
| 배당성향(% , 보통주, 현금) | 43.6 | 49.8 | 58.5 | 49.0 | 47.0 |
| 배당수익률(% , 보통주, 현금) | 3.9 | 3.5 | 3.6 | 3.6 | 3.6 |
| ROA | 8.8 | 7.2 | 5.0 | 5.9 | 6.0 |
| ROE | 11.1 | 9.4 | 6.6 | 7.7 | 7.8 |
| ROIC | 14.7 | 10.9 | 7.8 | 9.7 | 9.7 |
| 매출채권회전율 | 20.4 | 18.9 | 16.2 | 17.0 | 17.2 |
| 재고자산회전율 | 3.9 | 3.9 | 3.8 | 3.9 | 4.0 |
| 부채비율 | 28.8 | 31.0 | 29.4 | 28.3 | 27.4 |
| 순차입금비율 | -20.7 | -13.6 | -16.5 | -16.8 | -16.2 |
| 이자보상배율 | 263.2 | 26.7 | 16.0 | 20.0 | 20.9 |
| 총차입금 | 463 | 1,092 | 1,092 | 1,092 | 1,092 |
| 순차입금 | -1,601 | -1,255 | -1,550 | -1,636 | -1,635 |
| NOPLAT | 1,386 | 1,223 | 1,079 | 1,262 | 1,330 |
| FCF | 68 | 507 | 695 | 461 | 374 |

Compliance Notice

- 당사는 8월 30일 현재 '고려아연 (010130)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

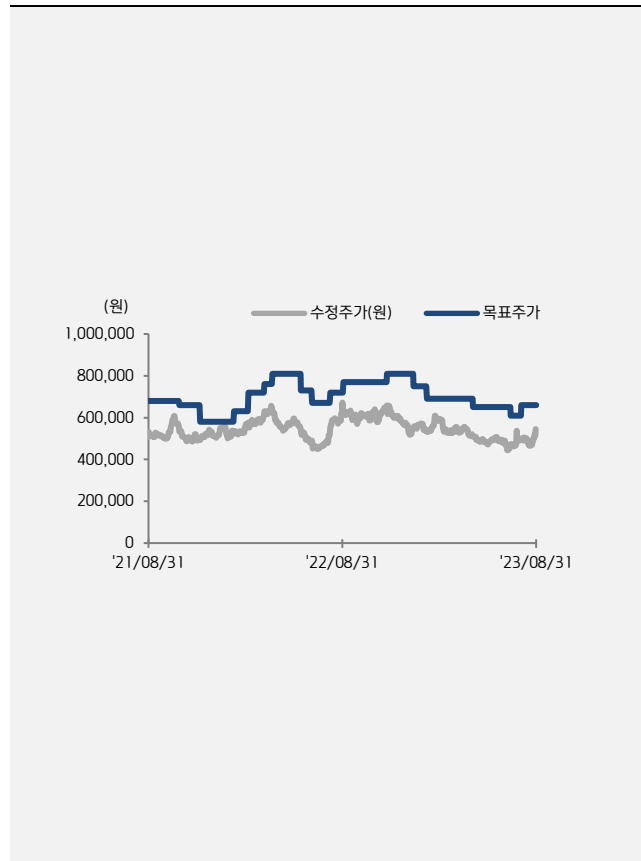
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자이견변동내역(2개년)

| 종목명 | 일자 | 투자이견 | 목표주가 | 목표 가격 대상 시점 | 과리율(%) | |
|---------------|---------------|-----------------------|----------|-------------|---------|---------|
| | | | | | 평균 주가대비 | 최고 주가대비 |
| 고려아연 (010130) | 2021-10-05 | Buy(Maintain) | 680,000원 | 6개월 | -19.64 | -13.24 |
| | 2021-10-18 | Outperform(Downgrade) | 680,000원 | 6개월 | -17.63 | -10.74 |
| | 2021-10-28 | Outperform(Maintain) | 660,000원 | 6개월 | -23.49 | -18.64 |
| | 2021-12-06 | Outperform(Maintain) | 580,000원 | 6개월 | -10.94 | -6.55 |
| | 2022-01-06 | Outperform(Maintain) | 580,000원 | 6개월 | -9.80 | -3.97 |
| | 2022-02-08 | Outperform(Maintain) | 630,000원 | 6개월 | -14.64 | -9.52 |
| | 2022-03-07 | Buy(Upgrade) | 720,000원 | 6개월 | -20.80 | -18.06 |
| | 2022-03-22 | Buy(Maintain) | 720,000원 | 6개월 | -19.43 | -15.97 |
| | 2022-04-06 | Buy(Maintain) | 760,000원 | 6개월 | -16.99 | -13.55 |
| | 2022-04-21 | Buy(Maintain) | 810,000원 | 6개월 | -24.57 | -22.22 |
| | 2022-04-29 | Buy(Maintain) | 810,000원 | 6개월 | -29.38 | -22.22 |
| | 2022-06-14 | Buy(Maintain) | 730,000원 | 6개월 | -30.92 | -26.71 |
| | 2022-07-05 | Buy(Maintain) | 670,000원 | 6개월 | -31.17 | -26.79 |
| | 2022-07-29 | Buy(Maintain) | 670,000원 | 6개월 | -29.88 | -22.99 |
| | 2022-08-08 | Buy(Maintain) | 720,000원 | 6개월 | -17.86 | -6.67 |
| | 2022-09-02 | Buy(Maintain) | 770,000원 | 6개월 | -20.85 | -17.66 |
| | 2022-10-20 | Buy(Maintain) | 770,000원 | 6개월 | -20.77 | -16.88 |
| | 2022-11-03 | Buy(Maintain) | 770,000원 | 6개월 | -20.46 | -14.81 |
| | 2022-11-23 | Buy(Maintain) | 810,000원 | 6개월 | -18.77 | -18.77 |
| | 2022-11-24 | Buy(Maintain) | 810,000원 | 6개월 | -27.54 | -18.77 |
| | 2023-01-12 | Buy(Maintain) | 750,000원 | 6개월 | -25.73 | -23.60 |
| | 2023-02-06 | Buy(Maintain) | 690,000원 | 6개월 | -20.08 | -11.59 |
| | 2023-04-12 | Buy(Maintain) | 690,000원 | 6개월 | -20.74 | -11.59 |
| | 2023-05-04 | Buy(Maintain) | 650,000원 | 6개월 | -24.02 | -21.69 |
| | 2023-05-30 | Buy(Maintain) | 650,000원 | 6개월 | -25.08 | -21.69 |
| | 2023-07-14 | Buy(Maintain) | 610,000원 | 6개월 | -21.06 | -11.80 |
| 2023-08-03 | Buy(Maintain) | 660,000원 | 6개월 | -26.27 | -23.48 | |
| 2023-08-28 | Buy(Maintain) | 660,000원 | 6개월 | -17.63 | -10.74 | |
| 2023-08-31 | Buy(Maintain) | 660,000원 | 6개월 | | | |

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자이견 및 적용기준

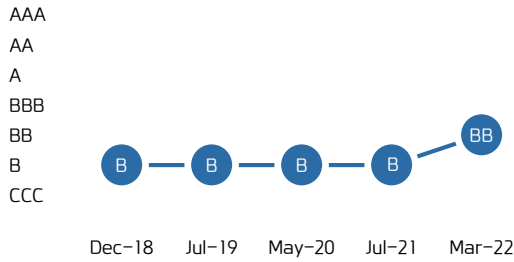
| 기업 | 적용기준(6개월) |
|------------------------|------------------------|
| Buy(매수) | 시장대비 +20% 이상 증가 상승 예상 |
| Outperform(시장수익률 상회) | 시장대비 +10~+20% 증가 상승 예상 |
| Marketperform(시장수익률) | 시장대비 +10~-10% 증가 변동 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10~-20% 증가 하락 예상 |
| Sell(매도) | 시장대비 -20% 이하 증가 하락 예상 |

| 업종 | 적용기준(6개월) |
|--------------------|----------------------|
| Overweight (비중확대) | 시장대비 +10% 이상 초과수익 예상 |
| Neutral (중립) | 시장대비 +10~-10% 변동 예상 |
| Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상 |

투자등급 비율 통계 (2022/07/01~2023/06/30)

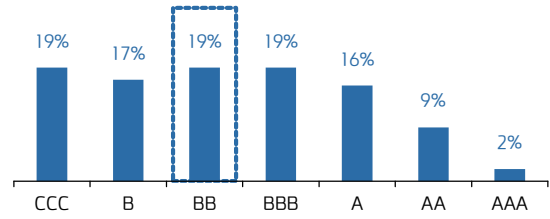
| 매수 | 중립 | 매도 |
|--------|-------|-------|
| 95.21% | 4.79% | 0.00% |

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치
주: MSCI Index 내 금속 및 광업 기업 58개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

| | 점수 | 산업평균 | 비중 | 변동 |
|---------------|-----|------|-------|------|
| 주요 이슈 가중평균 | 3.1 | 3.4 | | |
| 환경 | 2.4 | 2.7 | 38.0% | ▲0.9 |
| 생물다양성과 토지이용 | 1.0 | 1.5 | 11.0% | ▲0.8 |
| 유독 물질 배출과 폐기물 | 2.5 | 2.6 | 11.0% | ▲0.7 |
| 물 부족 | 3.1 | 3.3 | 9.0% | ▲0.9 |
| 탄소 배출 | 3.6 | 3.8 | 7.0% | ▲1.5 |
| 사회 | 3.6 | 3.9 | 29.0% | ▲1.0 |
| 공동체 관계 | 4.2 | 3.6 | 11.0% | ▲1.1 |
| 보건과 안전 | 1.9 | 3.8 | 9.0% | ▲0.7 |
| 노무관리 | 4.7 | 4.6 | 9.0% | ▲1.2 |
| 지배구조 | 3.4 | 3.7 | 33.0% | ▼0.3 |
| 기업 지배구조 | 5.2 | 5.2 | | ▼0.1 |
| 기업 활동 | 2.6 | 3.6 | | ▼0.5 |

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

| 일자 | 내용 |
|--------|---|
| 21년 6월 | 대한민국: 2017년 이후 폐수 검사 결과 조작 의혹에 대해 검찰 수사 |
| 21년 6월 | 대한민국: 온산 제련소 폐수 불법 배출 의혹 |
| 21년 6월 | 울산, 대한민국: 온산제련소에서 유독가스를 흡입한 직원 2명 질식사 |

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

| 산업 내 Peer 주요 5개사 (금속 및 광업) | 생물다양성과 토지이용 | 탄소 배출 | 유독 물질 배출과 폐기물 | 물 부족 | 보건과 안전 | 노무관리 | 공동체 관계 | 기업 지배구조 | 기업 활동 | 등급 | 추세 |
|--------------------------------------|-------------|-------|---------------|------|--------|------|--------|---------|-------|-----|----|
| BHP GROUP LIMITED | ● | ●●●● | ● | ●●●● | ●●●● | ●●●● | ● | ●●●● | | | |
| RIO TINTO PLC | ●●● | ●●●● | ●●●● | ●●●● | ●●●● | ● | ●● | ●●●● | ●●●● | A | ◀▶ |
| GLENCORE PLC | ●●● | ●●●● | ●● | ●●●● | ●●●● | ● | ●●●● | ●●●● | ●● | BBB | ◀▶ |
| FREEPORT-MCMORAN INC. | ●●● | ●●●● | ● | ●●●● | ●●●● | ● | ●●●● | ●●●● | ●●●● | BBB | ▲ |
| 고려아연 | ●● | ●●●● | ●● | ●●●● | ● | ●● | ●●●● | ●● | ●● | BB | ▲ |
| China Shenhua Energy Company Limited | ●●●● | ● | ●●●● | ●●●● | ●● | ●● | ●● | ● | ●● | B | ▼ |

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ●●●●
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
 자료: MSCI, 키움증권 리서치