Results Comment

고려아연 (010130)

걸음이 느린 실적 회복

- 연결 영업이익 1,604억원(+6.5% yoy) 기록. 시장 컨센서스 대비 하회
- 분기 평균 메탈가격 약세가 나타났고, 판매량도 연간 목표 대비 부족했음
- Spot TC 하락으로 턴어라운드 모멘텀 축소. 중장기 신사업 성장성을 기대

이태환

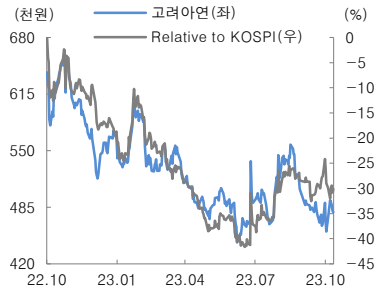
taehwan.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	630,000 하향
현재주가 (23.11.10)	479,500
	비철금속업종

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D

KOSPI	2409.66
시가총액	10,026십억원
시가총액비중	0.52%
자본금(보통주)	105십억원
52주 최고/최저	658,000원 / 444,500원
120일 평균거래대금	277억원
외국인지분율	18.56%
주요주주	영풍 외 58 인 42.20% 국민연금공단 7.86%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.5	-4.1	-3.0	-21.4
상대수익률	-1.8	3.5	0.5	-21.6



투자의견 매수, 목표주가 630,000원 하향

목표주가를 630,000원으로 하향(기존 700,000원, -10.0%). 목표주가는 2023E BPS 436,436원에 타깃 PBR 1.44배 적용. 타깃 PBR은 과거 귀금속 가격 상승기 초입의 평균 PBR을 10% 할인. 글로벌 경기 둔화로 인한 금속 수요 부진 반영

3Q23 Review 걸음이 느린 실적 회복

3Q23 연결기준 매출액 2.3조원(-16.4% yoy), 영업이익 1,604억원(+6.5% yoy), OPM 7.0%(+1.5%p yoy) 기록. 매출, 영업이익 모두 시장 컨센서스를 하회

LME 메탈 평균 가격은 전분기 대비 소폭 하락(아연 -4.4%, 연 +2.4%, 금 -2.5%, 은 -2.7%). 판매량은 연이 10.6만톤으로 전분기 대비 회복세를 보였지만 상반기 정기보수로 인해 부족했던 목표 진행률을 따라잡을 정도의 반등은 아니었음. 별도 OPM은 3분기에도 9.4%에 그치면서 4개 분기 연속 10%를 하회했음

자회사는 서린상사, SMC의 손익이 개선되는 모습을 보인 가운데, 스틸싸이클, 아크에너지, 페달포인트(이그니오홀딩스) 법인 등은 여전히 적자 지속 중

단기 변동성 있지만 큰 계획은 동일

금속 가격이 안정화되고 있고 4분기 판매량 증가로 인해, 3분기 대비 실적 회복 가정은 크게 무리 없음. 문제는 아연, 연의 급격한 Spot TC 하락으로 '24년 수익성 전망이 훼손되고 있는 것. 메탈 가격의 안정적 상승을 기대하기 어려운 매크로 시황인 점을 감안하면 '24년 이익 하향 조정이 타당. 턴어라운드 모멘텀 축소

전기차 시장 둔화로 인해 신사업 상업생산 및 수익화 시기가 지연되고 있는 것을 확인. 다만, 동사는 경쟁력 높은 사업 구조를 구축하고 있으며, 축적된 제련 경험을 바탕으로 메인 플레이어가 되기에 부족함이 없는 기업. 중장기 성장성을 높게 평가

(단위: 십억원, %)

구분	3Q22	2Q23	3Q23					4Q23		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,744	2,469	2,614	2,293	-16.4	-7.1	2,558	2,669	-9.9	16.4
영업이익	151	156	185	160	6.5	3.0	174	195	90.3	21.7
순이익	74	121	219	147	99.8	22.3	137	67	-74.1	-54.7

자료: 고려아연, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	9,977	11,219	9,959	10,245	10,205
영업이익	1,096	919	657	790	956
세전순이익	1,139	881	669	749	925
총당기순이익	811	798	478	531	657
지배지분순이익	807	781	475	526	650
EPS	42,755	40,572	23,516	25,168	31,092
PER	12.0	13.9	20.4	19.1	15.4
BPS	403,163	469,994	452,169	441,604	452,696
PBR	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1
ROE	11.1	9.4	5.2	5.7	7.0

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	10,265	10,974	9,959	10,245	-3.0	-6.6
판매비와 관리비	252	263	266	259	5.4	-1.3
영업이익	696	896	657	790	-5.6	-11.8
영업이익률	6.8	8.2	6.6	7.7	-0.2	-0.5
영업외손익	84	2	12	-41	-86.2	적자조정
세전순이익	781	898	669	749	-14.3	-16.6
지배지분순이익	562	648	475	526	-15.6	-18.8
순이익률	5.5	5.9	4.8	5.2	-0.7	-0.7
EPS(지배지분순이익)	27,855	30,992	23,516	25,168	-15.6	-18.8

자료: 고려아연, 대신증권 Research Center

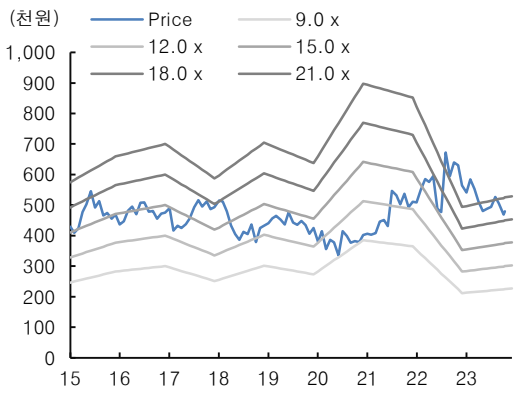
고려아연 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

		비고
BPS	436,436	고려아연 2023E BPS
Target PBR	1.44	과거 귀금속 가격 상승기 초입(2016, 2020)의 평균 PBR을 10% 할인 적용
적정주가	627,691	BPS * Target PBR
목표주가	630,000	627,691≒630,000
현재주가	479,500	2023.11.10 기준
현재 PBR	1.05	2023.11.10 기준
상승여력(%)	31.4	

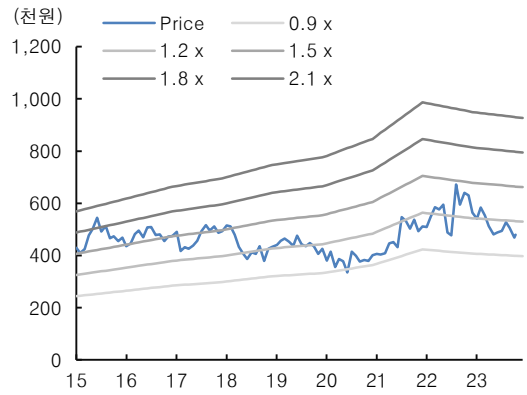
자료: 대신증권 Research Center

고려아연 12MF PER 밴드



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

고려아연 12MF PBR 밴드



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

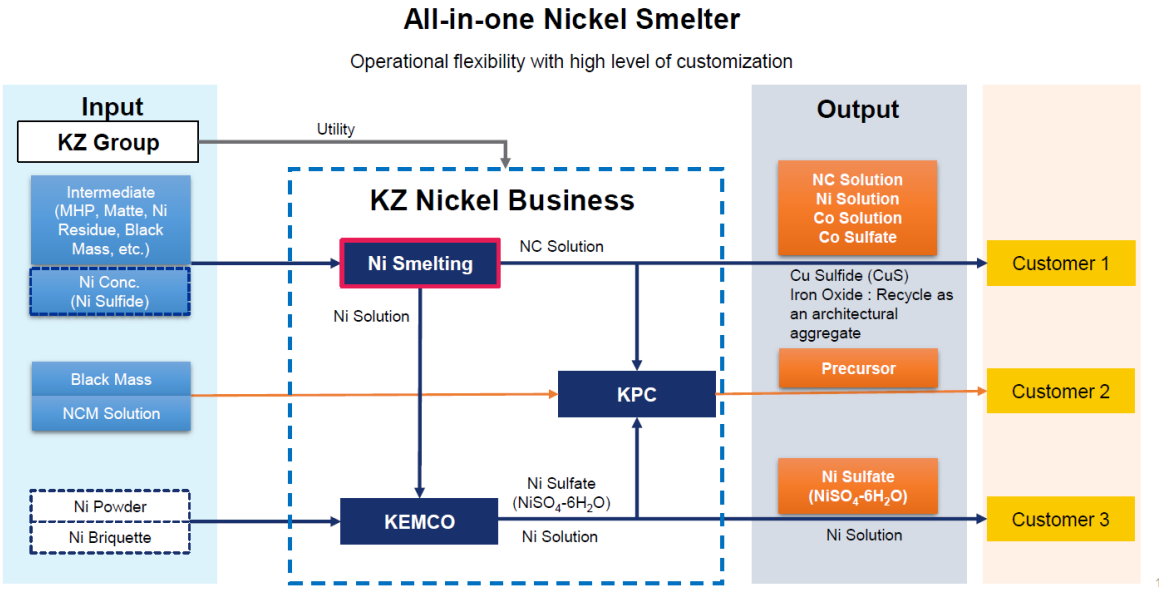
고려아연 분기/연간 실적 추정

(단위: 십억원, %, 천톤, 천원/톤, 달러/톤)

	(단위)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E
별도 매출액	**(십억원)**	**1,817**	**2,052**	**2,048**	**2,164**	**1,815**	**1,787**	**1,783**	**1,968**	**8,081**	**7,354**
YoY	(%)	7.9%	12.8%	20.1%	10.8%	-0.1%	-12.9%	-13.0%	-9.1%	12.8%	-9.0%
QoQ	(%)	-7.0%	12.9%	-0.2%	5.7%	-16.1%	-1.5%	-0.2%	10.4%		
아연 매출액	(십억원)	662	811	718	842	681	653	548	542	3,033	2,424
연 매출액	(십억원)	320	321	306	398	280	288	328	484	1,344	1,380
금 매출액	(십억원)	196	226	227	240	231	188	175	200	890	794
은 매출액	(십억원)	427	450	516	442	407	448	548	494	1,836	1,897
아연 판매량	(천톤)	146	154	146	189	156	177	159	146	634	639
연 판매량	(천톤)	101	98	99	125	89	91	104	144	422	428
금 판매량	(kg)	2,695	2,971	3,050	3,183	2,976	2,245	2,145	2,374	11,899	9,740
은 판매량	(톤)	478	469	573	517	439	453	546	509	2,037	1,947
아연 ASP	($/MT)	3,747	4,185	3,680	3,287	3,411	2,812	2,623	2,769	3,725	2,904
연 ASP	($/MT)	2,638	2,605	2,303	2,341	2,462	2,407	2,396	2,513	2,472	2,445
금 ASP	($/g)	60	60	56	56	61	64	62	63	58	62
은 ASP	($/kg)	741	762	672	630	726	752	766	725	701	742
별도 영업이익	**(십억원)**	**221**	**348**	**206**	**156**	**155**	**165**	**167**	**193**	**931**	**680**
YoY	(%)	-5.1%	55.5%	-5.7%	-37.3%	-29.8%	-52.7%	-19.1%	23.6%	0.7%	-27.0%
QoQ	(%)	-11.5%	57.7%	-40.7%	-24.3%	-0.9%	6.3%	1.4%	15.6%		
별도 OPM	(%)	12.1%	17.0%	10.1%	7.2%	8.5%	9.2%	9.4%	9.8%	11.5%	9.2%
아연 TC	(십억원)	159	230	236	230	230	282	274	274	214	265
연 TC	(십억원)	136	130	130	130	130	110	110	110	132	115
연결 매출액	**(십억원)**	**2,661**	**2,851**	**2,744**	**2,962**	**2,527**	**2,469**	**2,293**	**2,669**	**11,219**	**9,959**
YoY	(%)	20.9%	20.0%	13.7%	-0.8%	-5.0%	-13.4%	-16.4%	-9.9%	12.5%	-11.2%
QoQ	(%)	-10.9%	7.1%	-3.7%	7.9%	-14.7%	-2.3%	-7.1%	16.4%		
연결 영업이익	**(십억원)**	**285**	**381**	**151**	**103**	**146**	**156**	**160**	**195**	**920**	**657**
YoY	(%)	5.5%	39.6%	-43.3%	-64.3%	-48.8%	-59.2%	6.5%	90.3%	-16.1%	-28.5%
QoQ	(%)	-0.9%	33.9%	-60.5%	-31.9%	42.0%	6.8%	3.0%	21.7%		
연결 OPM	(%)	10.7%	13.4%	5.5%	3.5%	5.8%	6.3%	7.0%	7.3%	8.2%	6.6%
연결 당기순이익	**(십억원)**	**148**	**323**	**70**	**257**	**138**	**124**	**78**	**138**	**798**	**478**
지배주주순이익	(십억원)	158	291	74	258	140	121	77	137	781	475
YoY	(%)	-24.7%	50.1%	-63.0%	26.5%	-11.4%	-58.5%	4.5%	-46.9%	-3.2%	-39.2%
QoQ	(%)	-22.7%	-26.5%	-74.6%	250.1%	-45.8%	-13.8%	-36.1%	77.9%		

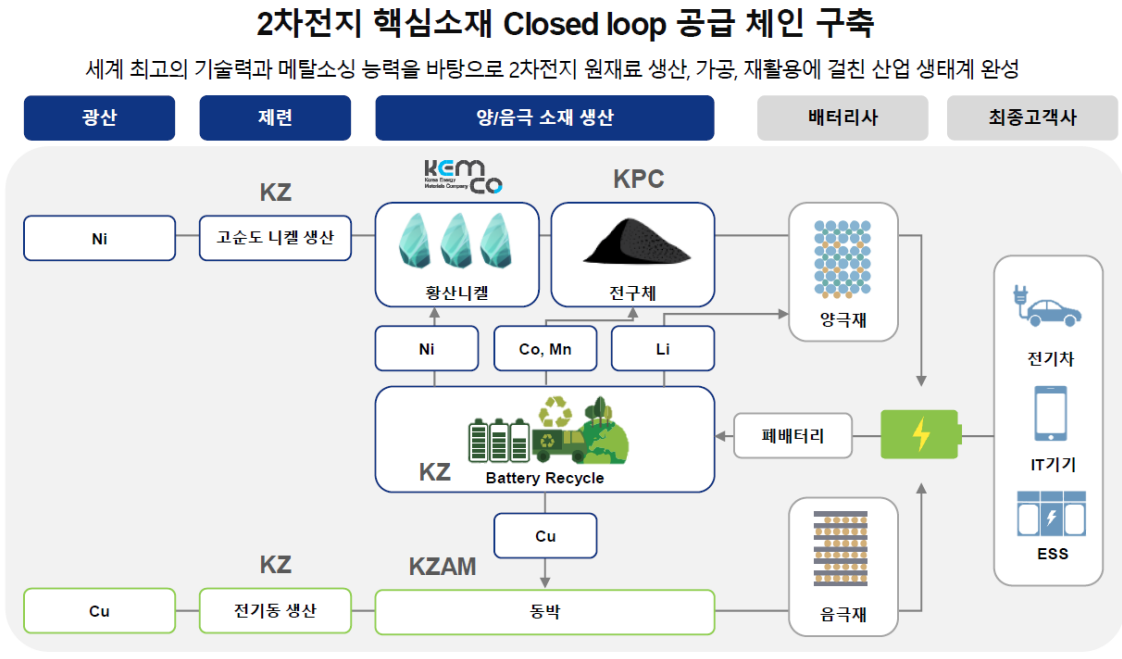
자료: 대신증권 Research Center

고려아연 All-in-one 니켈 제련소



자료: 고려아연, 대신증권 Research Center

이차전지 소재사업 Closed loop 체인 구성



자료: 고려아연, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

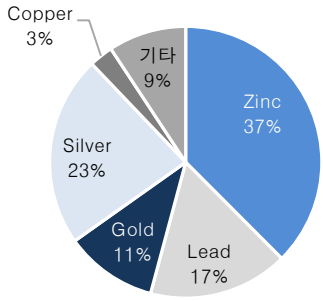
- 영풍그룹 계열사로 분류되는 국내 최대의 비철금속 제련업체
- 주력사업은 아연, 연(납) 주괴 생산 및 판매이며, 이외 부산물로 생산되는 금, 은 등의 귀금속을 판매
- 국내 온산에 위치한 일관제련소와 호주 SMC 아연제련소를 운영. 종속회사인 징크옥사이드코퍼레이션, 서린상사 등이 연결 반영
- 자산 11조 3,395억원, 부채 2조 1,440억원, 자본 9조 1,955억원
- 발행주식 수: 19,863,158주 / 자기주식수: 0주

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 6월 기준
자료: 고려아연, 대신증권 Research Center

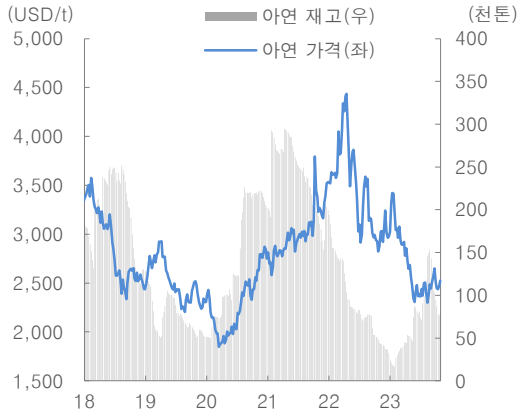
매출 비중 추이



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

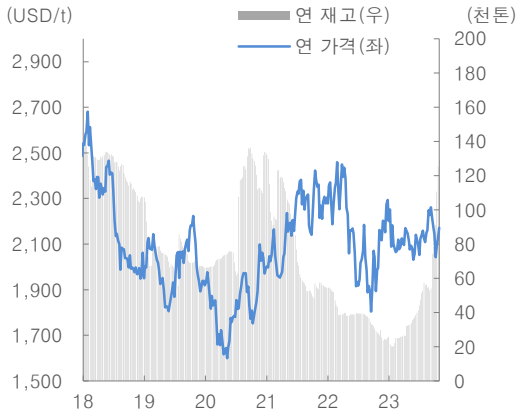
2. Earnings Driver

LME 아연(Zinc) 3M 선물 가격



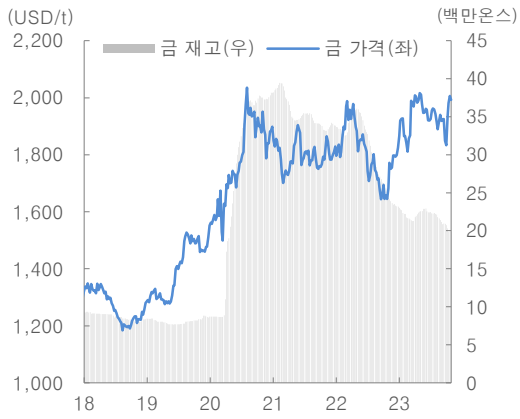
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

LME 연(Lead) 3M 선물 가격



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

CMX 금(Gold) 현물 가격



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

CMX 은(Silver) 현물 가격

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	9,977	11,219	9,959	10,245	10,205
매출원가	8,720	10,050	9,036	9,196	8,991
매출총이익	1,256	1,169	923	1,049	1,213
판매비와관리비	160	250	266	259	257
영업이익	1,096	919	657	790	956
영업이익률	11.0	8.2	6.6	7.7	9.4
EBITDA	1,386	1,223	951	1,085	1,252
영업외손익	43	-38	12	-41	-31
관계기업손익	3	30	0	17	17
금융수익	220	332	362	278	308
외환관련이익	77	161	123	123	123
금융비용	-173	-366	-253	-268	-268
외환관련손실	2	37	27	27	27
기타	-6	-33	-98	-67	-87
법인세비용차감전순손익	1,139	881	669	749	925
법인세비용	-328	-83	-191	-217	-268
계속사업순손익	811	798	478	531	657
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	811	798	478	531	657
당기순이익률	8.1	7.1	4.8	5.2	6.4
비지배지분순이익	4	18	4	5	6
지배지분순이익	807	781	475	526	650
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	10	-6	-6	-6	-6
포괄순이익	908	734	414	467	592
비지배지분포괄이익	5	17	3	5	6
지배지분포괄이익	902	717	410	462	586

재무상태표 (단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	5,689	6,071	5,983	6,098	6,321
현금및현금성자산	466	781	1,016	896	872
매출채권 및 기타채권	532	654	584	600	597
재고자산	2,909	2,825	2,508	2,580	2,570
기타유동자산	1,782	1,810	1,875	2,022	2,282
비유동자산	4,275	6,027	6,172	6,281	6,405
유형자산	3,459	3,694	3,767	3,777	3,787
관계기업투자금	138	426	477	543	610
기타비유동자산	678	1,906	1,928	1,961	2,008
자산총계	9,964	12,098	12,155	12,379	12,726
유동부채	1,771	2,319	2,279	2,379	2,469
매입채무 및 기타채무	1,175	1,120	1,013	1,037	1,034
차입금	296	792	842	892	942
유동성채무	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	2,841	2,956	3,072
지배지분	7,608	9,043	9,125	9,233	9,465
자본금	94	99	105	105	105
자본잉여금	57	1,086	1,086	1,086	1,086
이익잉여금	7,518	7,953	8,031	8,139	8,371
기타자본변동	-62	-96	-96	-96	-96
비지배지분	127	189	189	189	189
자본총계	7,734	9,232	9,314	9,422	9,654
순차입금	-1,574	-1,268	-1,420	-1,220	-1,100

Valuation 지표 (단위: 원 배 %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	42,755	40,572	23,516	25,168	31,092
PER	12.0	13.9	20.4	19.1	15.4
BPS	403,163	469,994	452,169	441,604	452,696
PBR	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1
EBITDAPS	73,448	63,561	47,115	51,883	59,863
EV/EBITDA	5.9	8.3	9.2	8.3	7.3
SPS	528,711	583,125	493,481	489,985	488,054
PSR	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
CFPS	74,213	62,723	56,868	57,634	66,196
DPS	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000

재무비율 (단위: 원 배 %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	31.6	12.5	-11.2	2.9	-0.4
영업이익 증가율	22.1	-16.1	-28.5	20.2	21.0
순이익 증가율	41.1	-1.6	-40.1	11.1	23.6
수익성					
ROIC	14.2	13.1	6.9	8.2	9.6
ROA	11.9	8.3	5.4	6.4	7.6
ROE	11.1	9.4	5.2	5.7	7.0
안정성					
부채비율	28.8	31.0	30.5	31.4	31.8
순차입금비율	-20.4	-13.7	-15.2	-12.9	-11.4
이자보상배율	263.2	26.7	13.8	20.5	23.4

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	607	785	1,120	815	1,013
당기순이익	811	798	478	531	657
비현금항목의 가감	589	409	669	674	727
감가상각비	290	304	294	295	295
외환손익	5	-39	82	82	82
지분법평가손익	-3	-30	0	-17	-17
기타	297	174	293	313	366
자산부채의 증감	-544	-110	159	-184	-112
기타현금흐름	-250	-312	-186	-206	-259
투자활동 현금흐름	-578	-1,797	-212	-184	-205
투자자산	-194	-1,633	-66	-91	-104
유형자산	-463	-373	-362	-300	-300
기타	79	209	215	206	199
재무활동 현금흐름	2	1,296	-442	-476	-466
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	-418	-418
기타	15	632	-120	-128	-118
현금의 증감	41	315	235	-120	-24
기초 현금	426	466	781	1,016	896
기말 현금	466	781	1,016	896	872
NOPLAT	781	832	470	561	679
FCF	592	757	402	555	674

자료: 고려아연 대신증권 Research Center

[ESG 평가 등급체계]

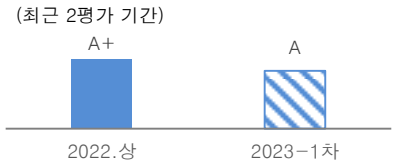
* 한국 ESG 연구소에서 ESG 등급을 평가하여 작성한 내용입니다

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

최근 2평가 기간

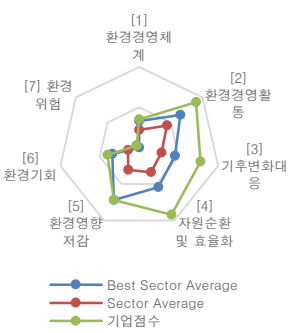


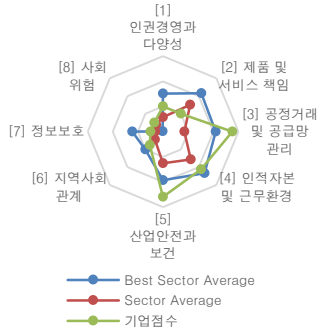
영역별 대분류 평가 결과

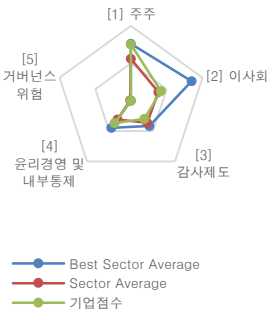
환경 (Environmental)	
환경 대분류	평가기업 수준
환경경영체계	■■■■■
환경경영활동	■■■■
기후변화대응	■■■■
자원순환 및 효율화	■■■■
환경영향 저감	■■■■■
환경기회	■■■■■
환경 위험	■■■■■

사회 (Social)	
사회 대분류	평가기업 수준
인권경영과 다양성	■■
제품 및 서비스 책임	■■
공정거래 및 공급망 관리	■■■■
인적자본 및 근무환경	■■■
산업안전과 보건	■■■■■
지역사회 관계	■■■
정보보호	■■
사회 위험	■■■■■

지배구조 (Governance)	
지배구조 대분류	평가기업 수준
주주	■■■■
이사회	■■
감사제도	■■
윤리경영 및 내부통제	■■■
거버넌스 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 적합한지 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.

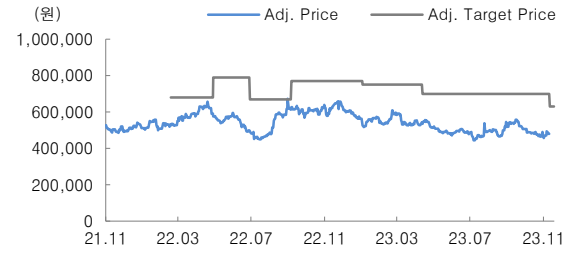
당사는 고려아연(010130)의 지분을 보유하고 있으며, 이를 투자자에게 고지할 의무가 있습니다.

(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	23.11.11	23.10.13	23.04.13	23.01.03	22.09.06	22.06.29
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	630,000	700,000	700,000	750,000	770,000	670,000
괴리율(평균,%)		(31.81)	(28.55)	(26.60)	(21.00)	(21.91)
괴리율(최대/최소,%)		(29.50)	(20.43)	(18.67)	(14.55)	0.30
제시일자	22.04.29	22.02.17				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	790,000	680,000				
괴리율(평균,%)	(30.45)	(13.52)				
괴리율(최대/최소,%)	(24.68)	(3.38)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20231108)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.3%	7.7%	0.0%

산업 투자의견

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

기업 투자의견

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