

2024. 1. 16



▲ **철강/비철금속**

Analyst **장재혁**

02. 6454-4882

jaehyeok.jang@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **640,000 원**

현재주가 (1.15) **470,000 원**

상승여력 **36.2%**

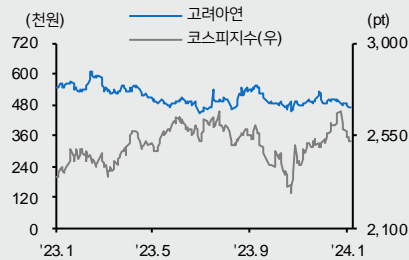
KOSPI	2,525.99pt
시가총액	98,270억원
발행주식수	2,091만주
유동주식비율	46.96%
외국인비중	18.04%
52주 최고/최저가	610,000원/444,500원
평균거래대금	195.7억원

주요주주(%)

영풍 외 58 인	42.61
국민연금공단	7.86
한화에이치투에너지	유에스에이 7.68

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.1	-0.5	-15.9
상대주가	-3.6	3.5	-20.6

주가그래프



고려아연 010130

2024년 본업 개선과 신사업 가시화 기대

- ✓ 4Q23 연결영업이익의 2,001억원(YoY+95.0%, QoQ+24.7%), 컨센서스 +3.3% 상회 전망 별도 영업이익은 2,024억원(YoY+29.5%, QoQ+21.5%)으로 증익 예상
- ✓ 아연-연 가격 반등으로 인한 스프레드 개선, 연 판매 확대가 실적 개선에 기여
- ✓ 2024년에는 TC 하락의 우려가 있으나, 메탈가 안정화·귀금속 판가 개선·리사이클링 매출 확대의 효과로 증익 예상. 본업 개선과 이차전지소재 신사업 가시화 주목

4Q23 Preview: 메탈가 상승으로 실적 개선, 컨센서스 부합 전망

4Q23 연결 영업이익은 2,001억원(YoY+95.0%, QoQ+24.7%)으로 컨센서스를 +3.3% 소폭 상회할 전망이다. 별도 영업이익이 2,024억원(YoY+29.5%, QoQ+21.5%)으로 증익이 예상된다. 1) 연중 하락을 지속해오던 아연-연 가격이 반등하여(아연 QoQ+4.8%, 연 QoQ+3.2%) 판가-원가 스프레드가 개선되며 2) 연 판매 확대(12.1만톤, QoQ+15.8%) 또한 실적 개선에 기여한다. 동사의 2023년 사업계획 기준 아연, 은 판매는 초과 달성 가능하며, 연은 소폭 미달을 예상한다.

자회사 SMC는 Ferric Oxide Plant 가동이 점차 정상화되며 회수율 개선 중이며 고려아연(별도)과 마찬가지로 아연 가격 안정화로 실적 개선세 가능하며, 그외 자회사(KZAM, 페달포인트, 아크에너지)는 여전히 적자 지속 중이나 향후 적자폭 축소가 기대된다.

2024년 전망, 본업 개선과 신사업 가시화

1Q23~3Q23 내내 아연·연의 메탈가 하락으로 인한 판가-원가 스프레드 악화, Spot TC 하락으로 인한 원가율 악화의 영향으로 본업 실적이 부진했다. 2024년에는 TC 하락의 우려가 있으나, 메탈가 안정화·귀금속 판가 개선·리사이클링 매출 확대의 효과로 증익을 예상된다.

신사업 성과 또한 주목된다. '23.12월 황산니켈-전구체 밸류체인'의 핵심 자회사인 KEMCO의 지분율을 67%로 확대, 연결 편입이 확정되면서 황산니켈 사업 성과를 공유할 수 있게 되었다. 자회사 KZAM 또한 상반기 상업생산, 하반기 고객사 납품을 통해 성과를 확인할 수 있을 전망이다. 중장기적으로 신사업에서는 KEMCO, KZAM과 같은 이차전지소재 자회사를, 본업에서는 수익성 높은 동 생산능력 확대를 통한 외형 성장이 기대된다.

적정주가 640,000원, 투자의견 'BUY' 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	9,976.8	1,096.2	806.8	42,755	41.1	403,163	12.0	1.3	5.9	11.1	28.8
2022	11,219.4	919.2	780.6	40,572	-3.5	455,251	13.9	1.2	8.3	9.4	31.0
2023E	9,764.4	662.0	476.4	23,609	-42.6	454,683	21.1	1.1	8.8	5.1	25.6
2024E	10,100.9	798.4	549.0	26,256	11.2	461,047	17.9	1.0	7.6	5.7	31.8
2025E	10,784.3	865.2	549.0	26,258	0.0	467,422	17.9	1.0	7.2	5.7	40.2

(십억원)	4Q23E	4Q22	(% YoY)	3Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,474.4	2,962.2	-16.5	2,293.2	7.9	2524.7	-2.0
영업이익	200.1	102.6	95.0	160.4	24.7	193.7	3.3
세전이익	193.4	140.7	37.5	111.1	74.1	194.3	-0.5
지배순이익	138.9	258.3	-46.2	77.1	80.3	141.8	-2.0
영업이익률(%)	8.1	3.5		7.0		7.7	
세전이익률(%)	7.8	4.7		4.8		7.8	
순이익률(%)	5.6	8.7		3.4		5.7	

자료: 고려아연, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	2023E			2024E		
	당사예상치	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	컨센서스	(% diff.)
매출액	9,764.4	9,980.9	-2.2	10,100.9	10,190.4	-0.9
영업이익	662.0	655.2	1.0	798.4	775.5	2.9
세전이익	669.3	673.6	-0.6	764.1	798.8	-4.4
순이익	476.4	485.1	-1.8	549.0	581.1	-5.5
영업이익률(%)	6.8	6.6		7.9	7.6	
세전이익률(%)	6.9	6.7		7.6	7.8	
순이익률(%)	4.9	4.9		5.4	5.7	

자료: QuantiWise, 고려아연, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	2022	2023E	2024E
매출액 - 신규 추정	11,219	9,764.4	10,100.9
매출액 - 기존 추정	11,219	9,606	9,905
% change	n.a.	1.6%	2.0%
영업이익 - 신규 추정	919.2	662.0	798.4
영업이익 - 기존 추정	919.2	645.8	780.9
% change	n.a.	2.5%	2.2%
세전이익 - 신규 추정	881.5	669.3	764.1
세전이익 - 기존 추정	881.5	640.2	764.6
% change	n.a.	4.6%	-0.1%
지배주주 순이익 - 신규 추정	780.6	476.4	549.0
지배주주 순이익 - 기존 추정	780.6	455.5	549.4
% change	n.a.	4.6%	-0.1%
EPS (지배주주) - 신규 추정	40,572	23,609	26,256
EPS (지배주주) - 기존 추정	40,572	22,708	26,274
% change	n.a.	4.0%	-0.1%

자료: QuantiWise, 고려아연, 메리츠증권 리서치센터

표4 고려아연 실적 Snapshot												
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023E	2024E
판매량 (톤)												
아연	156,472	176,528	159,374	147,626	160,000	160,000	160,000	160,000	636,298	634,414	640,000	640,000
연	89,117	90,954	104,404	120,923	105,350	105,350	105,350	105,350	429,022	422,463	405,398	421,400
금 (kg)	2,976	2,245	2,155	2,160	2,500	2,500	2,500	2,500	13,886	11,899	9,536	10,000
은	439	453	546	532	470	470	470	470	2,226	2,037	1,970	1,880
구리	7,346	8,224	6,880	7,000	8,000	8,000	9,000	9,000	27,444	26,108	29,450	34,000
TC, 메탈 가격 (달러/톤)												
아연 Blended TC	268	254	238	223	138	140	141	143	136	206	246	140
연 Blended TC	106	103	100	94	94	94	94	94	110	108	101	94
아연 가격	3,151	2,759	2,391	2,504	2,523	2,530	2,570	2,600	3,584	3,479	2,701	2,556
연 가격	2,173	2,110	2,106	2,173	2,100	2,100	2,100	2,100	2,806	2,158	2,140	2,100
금 가격 (달러/troz)	1,846	1,963	1,938	1,931	2,000	2,025	2,050	2,060	1,877	1,801	1,920	2,034
은 가격 (달러/troz)	23.1	23.6	23.6	23.0	23.5	24.0	24.5	25.0	26.5	21.7	23.3	24.3
구리 가격	8,751	8,675	8,404	8,196	8,500	8,700	8,900	9,100	9,129	8,913	8,507	8,800
환율 (원/달러)	1,276	1,315	1,311	1,321	1,300	1,300	1,300	1,300	1,144	1,292	1,306	1,300
실적 전망												
고려아연(별도) 매출	1,814.9	1,787.4	1,782.9	1,829.5	1,780.7	1,796.9	1,832.3	1,843.1	7,162.5	8,081.4	7,214.7	7,252.9
아연	681.4	653.2	548.0	527.3	566.4	567.8	576.2	572.0	2,280.4	3,033.0	2,409.9	2,282.4
연	279.9	287.5	328.0	393.4	327.4	327.4	327.4	327.4	1,203.7	1,344.3	1,288.8	1,309.7
금	231.5	188.4	175.0	179.2	212.0	213.9	216.6	218.3	919.2	889.7	774.1	860.8
은	406.6	448.2	548.0	523.5	466.2	477.0	487.8	498.6	2,080.2	1,836.1	1,926.3	1,929.6
구리	84.1	92.1	76.0	76.0	88.6	90.7	104.4	106.7	291.4	297.0	328.1	390.5
기타	131.4	118.0	107.9	130.0	120.0	120.0	120.0	120.0	387.5	681.2	487.4	480.0
연결 매출	2,527.3	2,469.4	2,293.2	2,474.4	2,457.1	2,483.0	2,549.1	2,611.6	9,976.8	11,219.4	9,764.4	10,100.9
별도	1,814.9	1,787.4	1,782.9	1,829.5	1,780.7	1,796.9	1,832.3	1,843.1	7,162.5	8,081.4	7,214.7	7,252.9
SMH	231.6	257.3	187.7	207.0	223.0	232.1	243.1	253.5	879.2	780.0	883.6	951.6
기타	480.8	424.7	322.6	438.0	453.5	454.1	473.7	515.1	1,935.0	2,358.0	1,666.1	1,896.3
매출 성장률(% YoY)	-5.0	-13.4	-16.4	-16.5	-2.8	0.5	11.2	5.5	27.3	-11.3	13.3	7.7
연결 영업이익	145.8	155.7	160.4	200.1	182.2	183.1	215.3	217.8	1,096.1	919.2	662.0	798.4
별도	154.9	164.6	166.6	202.4	182.5	186.1	205.7	204.4	924.6	931.4	688.6	778.7
SMH	15.6	1.9	3.3	4.7	4.7	2.0	7.2	10.8	81.9	-73.4	25.5	24.7
기타	-24.7	-10.8	-9.6	-7.0	-5.0	-5.0	2.4	2.6	89.7	61.2	-52.1	-5.1
영업이익률(%)	5.8	6.3	7.0	8.1	7.4	7.4	8.4	8.3	11.0	8.2	6.8	7.9
영업이익 성장률(% YoY)	-48.8	-59.2	6.5	95.0	25.0	17.6	34.2	8.8	22.1	-16.1	-28.0	20.6
세전이익	194.7	170.2	111.1	193.4	184.4	173.3	195.9	210.5	1,139.1	881.5	669.3	764.1
지배순이익	139.9	120.5	77.1	138.9	132.5	124.5	140.8	151.2	806.8	780.6	476.4	549.0
지배순이익률(%)	5.5	4.9	3.4	5.6	5.4	5.0	5.5	5.8	8.1	7.0	4.9	5.4

주: 메탈 가격은 전월 평균 LME 가격 기준

자료: 고려아연, 메리츠증권 리서치센터

고려아연 (010130)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	9,976.8	11,219.4	9,764.4	10,100.9	10,784.3
매출액증가율(%)	31.6	12.5	-13.0	3.4	6.8
매출원가	8,720.5	10,050.4	8,831.4	9,020.8	9,618.3
매출총이익	1,256.3	1,169.0	933.0	1,080.2	1,166.1
판매관리비	160.2	249.8	271.0	281.8	300.9
영업이익	1,096.2	919.2	662.0	798.4	865.2
영업이익률(%)	11.0	8.2	6.8	7.9	8.0
금융손익	46.3	-34.5	39.2	-15.6	-80.1
중속/관계기업손익	2.8	30.2	-7.4	6.0	5.8
기타영업외손익	-6.2	-33.4	-24.5	-24.8	-26.7
세전계속사업이익	1,139.1	881.5	669.3	764.1	764.1
법인세비용	328.0	83.2	188.8	210.1	210.1
당기순이익	811.1	798.3	480.6	553.9	554.0
지배주주지분 순이익	806.8	780.6	476.4	549.0	549.0

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	5,689.0	6,071.1	6,064.1	5,568.1	5,890.9
현금및현금성자산	466.5	781.0	1,405.0	737.2	907.7
매출채권	515.9	615.5	514.2	542.7	567.9
재고자산	2,909.1	2,825.4	2,360.1	2,491.0	2,606.9
비유동자산	4,275.0	6,026.8	6,124.3	7,404.2	8,099.9
유형자산	3,459.0	3,694.4	3,838.5	5,097.0	5,773.8
무형자산	123.3	851.3	854.2	854.5	854.8
투자자산	593.1	1,206.3	1,215.4	1,236.5	1,255.1
자산총계	9,964.1	12,097.9	12,188.4	12,972.3	13,990.8
유동부채	1,770.5	2,319.1	2,005.4	2,173.7	2,485.9
매입채무	1,025.2	956.2	798.7	843.0	882.2
단기차입금	295.5	791.6	722.2	820.3	1,070.3
유동성장기부채	8.4	12.2	17.4	17.4	17.4
비유동부채	459.3	547.1	481.0	958.5	1,526.6
사채	1.1	3.3	3.7	3.7	3.7
장기차입금	126.1	205.5	211.7	677.6	1,235.3
부채총계	2,229.8	2,866.2	2,486.4	3,132.3	4,012.5
자본금	94.4	99.3	104.5	104.5	104.5
자본잉여금	57.3	1,085.9	1,618.3	1,618.3	1,618.3
기타포괄이익누계액	-8.9	-80.8	-34.9	-34.9	-34.9
이익잉여금	7,518.4	7,953.4	7,833.9	7,966.9	8,100.2
비지배주주지분	126.6	189.0	195.2	200.2	205.2
자본총계	7,734.2	9,231.7	9,702.0	9,840.0	9,978.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	606.9	784.7	1,237.5	868.5	989.5
당기순이익(손실)	811.1	798.3	480.6	553.9	554.0
유형자산상각비	289.4	298.5	316.4	418.3	520.3
무형자산상각비	0.5	5.3	3.1	-0.3	-0.3
운전자본의 증감	-543.7	-109.9	743.0	-89.7	-79.4
투자활동 현금흐름	-577.7	-1,796.8	-392.1	-1,685.5	-1,212.0
유형자산의증가(CAPEX)	-463.8	-373.0	-390.1	-1,676.8	-1,197.1
투자자산의감소(증가)	-372.6	-583.0	-16.5	-15.0	-12.9
재무활동 현금흐름	1.7	1,296.3	-184.7	149.2	393.0
차입금의 증감	388.8	573.9	-92.7	565.1	808.7
자본의 증가	0.8	1,033.5	537.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	40.9	314.5	624.1	-667.8	170.5
기초현금	425.6	466.5	781.0	1,405.0	737.2
기말현금	466.5	781.0	1,405.0	737.2	907.7

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	528,711	583,125	483,900	483,098	515,784
EPS(지배주주)	42,755	40,572	23,609	26,256	26,258
CFPS	74,213	62,723	46,552	56,706	64,429
EBITDAPS	73,448	63,561	48,641	58,176	66,250
BPS	403,163	455,251	454,683	461,047	467,422
DPS	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000
배당수익률(%)	3.9	3.5	4.0	4.3	4.3
Valuation(Multiple)					
PER	12.0	13.9	21.1	17.9	17.9
PCR	6.9	9.0	10.7	8.3	7.3
PSR	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
PBR	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
EBITDA(십억원)	1,386.0	1,222.9	981.5	1,216.4	1,385.2
EV/EBITDA	5.9	8.3	8.8	7.6	7.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.1	9.4	5.1	5.7	5.7
EBITDA 이익률	13.9	10.9	10.1	12.0	12.8
부채비율	28.8	31.0	25.6	31.8	40.2
금융비용부담률	0.0	0.3	0.6	0.8	1.2
이자보상배율(x)	263.2	26.7	12.0	10.1	6.9
매출채권회전율(x)	22.3	19.8	17.3	19.1	19.4
재고자산회전율(x)	3.9	3.9	3.8	4.2	4.2

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	85.6%
중립	14.4%
매도	0.0%

2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

고려아연 (010130) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

