



기업분석 | 철강/비철금속

Analyst

**안희수**

02 3779 8897

hoesoo@ebestsec.co.kr

**Buy (maintain)**

목표주가	<b>720,000 원</b>
현재주가	608,000 원

컨센서스 대비(영업이익 기준)

상회	부합	하회
		●

**Stock Data**

KOSPI(10/12)	2,202.47 pt	
시가총액	120,768 억원	
발행주식수	19,863 천주	
52 주 최고가 / 최저가	672,000 / 450,000 원	
90 일 일평균거래대금	393.24 억원	
외국인 지분율	21.8%	
배당수익률(21.12E)	3.3%	
BPS(22.12E)	408,586 원	
KOSPI 대비 수익률	1 개월	7.1%
	6 개월	17.0%
	12 개월	40.5%
주주구성	영풍(외 57 인)	46.2%
	국민연금공단(외 1 인)	8.3%

**Stock Price**



# 고려아연 (010130)

신사업, 보여줄 것이 많이 남았다

**3Q22 Preview: 금속 가격 하락과 자회사 이익 감소 영향**

3Q22 연결 기준 매출액은 2.6조원(8.9% YoY, -7.8% QoQ), 영업이익 2,870 (+8.0% YoY, -25.1% QoQ)을 예상하며, 영업이익 기준 컨센서스(2,955억원)에 부합할 전망이다. 3Q22 평균 LME 아연 가격은 \$3,300/톤 (-16% QoQ), 연 가격은 \$1,975/톤(-10% QoQ), 은 가격은 \$19.2/oz(-15% QoQ)으로 금속가격이 지속 하락했다. 글로벌 수요 부진에 의한 Spot TC 상승세 둔화, 부원료 및 전력비 부담 증가로 매출원가율이 소폭 상승할 것으로 예상된다. 자회사의 실적 부진도 지속될 것이다. 서린상사 역시 금속 가격 하락에 영향을 받을 것이며, SMC는 호주 전력비 상승에 따른 가동률 조절과 증설 승인 지연으로 생산량 회복이 쉽지 않을 전망이다.

**4Q22 비슷한 이익 수준 유지 전망**

4Q22 연결 기준 매출액 2.6조원(-11.3% YoY, 0.8% QoQ), 영업이익 2,794조원(-2.7% YoY, -2.6% QoQ)을 전망한다. 미국의 금리 인상 흐름과 달러 강세가 지속되는 이상 위험자산에 대한 수요 감소로 금속 가격은 하락세를 지속할 수 밖에 없다. 수급 이슈를 만들었던 유럽 전력비 상승에 따른 글로벌 제련소 가동률 조정이 지속될 지의 여부도 불분명하다. 유럽의 LNG 재고가 역대 최고 수준을 기록하며 유럽 LNG 가격이 하락세로 돌아섰고, 앞으로 전력비에도 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 다만 금속가격이 하락하는 만큼 지불해야 하는 정광 원가도 감소하기에 전분기와 비슷한 수준의 영업이익을 유지할 수 있을 것이다.

**투자의견 Buy, 목표주가 720,000원 유지. 신성장 동력으로 리레이팅 기대**

투자의견 Buy, 목표주가 720,000원을 유지한다. 현 주가는 12M Fwd P/B 1.4x로 역사적 P/B 밴드 평균을 상회하고 있다. 그러나 앞으로 신사업 분야에서 동박 고객 확보와 전구체 공장 준공, 자원순환 사업의 구체적인 Capex 발표, 호주 신재생 에너지 프로젝트 착공 등 추가 상승의 모멘텀이 많이 남아있다는 판단이다.

**Financial Data**

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	7,582	9,977	10,791	10,305	10,267
영업이익	897	1,096	1,232	1,167	1,241
세전계속사업손익	812	1,139	1,196	1,162	1,236
순이익	575	811	888	888	944
EPS (원)	32,418	45,648	47,722	46,572	49,574
증감률 (%)	-9.5	40.8	4.5	-2.4	6.4
PER (x)	12.4	11.2	12.7	13.1	12.3
PBR (x)	1.1	1.3	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	6.0	6.8	7.4	7.3	6.7
영업이익률 (%)	11.8	11.0	11.4	11.3	12.1
EBITDA 마진 (%)	15.5	13.9	14.3	14.6	15.5
ROE (%)	8.4	11.1	11.0	10.4	10.4
부채비율 (%)	19.9	28.8	33.8	32.9	32.6

주: IFRS 연결 기준

자료: 고려아연, 이베스트투자증권 리서치센터



표1 고려아연 3Q22 Preview

(십억원)	3Q21	2Q22	3Q22E	% QoQ	% YoY	Consensus	대비(%)
매출액	2,415	2,851	<b>2,628</b>	-8%	9%	2,706	-3%
영업이익	266	381	<b>287</b>	-25%	8%	295	-3%
<b>영업이익률</b>	<b>11.0%</b>	<b>13.4%</b>	<b>10.9%</b>	<b>-2.4%p</b>	<b>-0.1%p</b>	<b>10.9%</b>	<b>0.0%p</b>
순이익	200	323	<b>205</b>	-37%	2%	217	-5%
<b>순이익률</b>	<b>8%</b>	<b>11%</b>	<b>8%</b>	<b>-3.5%p</b>	<b>-0.5%p</b>	<b>8%</b>	<b>-0.2%p</b>

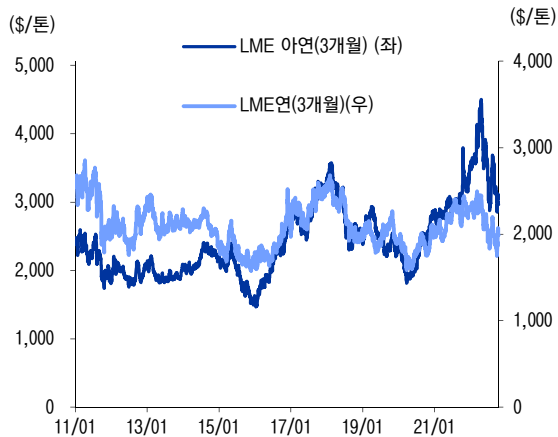
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 고려아연 연결 실적 추이 및 전망

(십억원,%)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>2,201</b>	<b>2,375</b>	<b>2,415</b>	<b>2,986</b>	<b>2,661</b>	<b>2,851</b>	<b>2,628</b>	<b>2,650</b>	<b>9,977</b>	<b>10,791</b>	<b>10,304</b>
고려아연	1,684	1,819	1,706	1,953	1,817	2,052	1,886	1,903	5,209	7,657	7,296
자회사	516	556	709	1,033	845	799	742	748	4,768	3,134	3,008
<b>영업이익</b>	<b>270</b>	<b>273</b>	<b>266</b>	<b>287</b>	<b>285</b>	<b>381</b>	<b>287</b>	<b>279</b>	<b>1,096</b>	<b>1,232</b>	<b>1,167</b>
고려아연	233	224	219	249	221	348	277	263	925	1,109	955
자회사	37	49	47	38	64	33	10	17	172	123	212
<b>OPM</b>	<b>12.3%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.0%</b>	<b>9.6%</b>	<b>10.7%</b>	<b>13.4%</b>	<b>10.9%</b>	<b>10.5%</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.4%</b>	<b>11.3%</b>
고려아연	13.8%	12.3%	12.8%	12.8%	12.1%	17.0%	14.7%	13.8%	17.7%	14.5%	13.1%
자회사	7.2%	8.8%	6.6%	3.7%	7.6%	4.2%	1.3%	2.2%	3.6%	3.9%	7.1%
<b>세전이익</b>	<b>290</b>	<b>279</b>	<b>278</b>	<b>291</b>	<b>217</b>	<b>433</b>	<b>268</b>	<b>278</b>	<b>1,139</b>	<b>1,196</b>	<b>1,161</b>
<b>당기순이익</b>	<b>212</b>	<b>195</b>	<b>200</b>	<b>204</b>	<b>148</b>	<b>323</b>	<b>205</b>	<b>213</b>	<b>811</b>	<b>888</b>	<b>887</b>

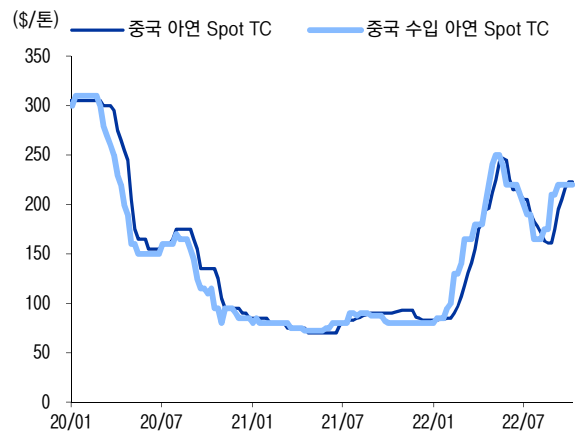
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 아연 및 연 가격



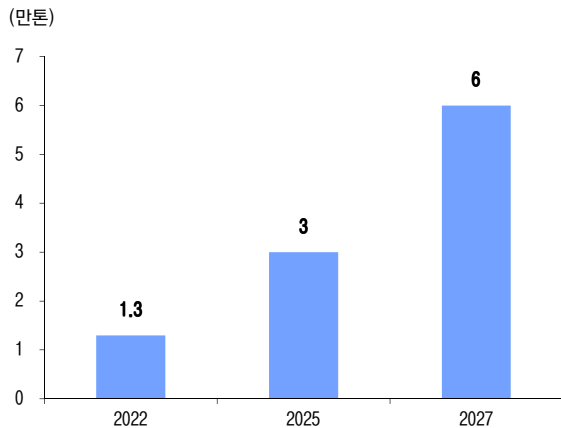
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 중국 아연 Spot TC



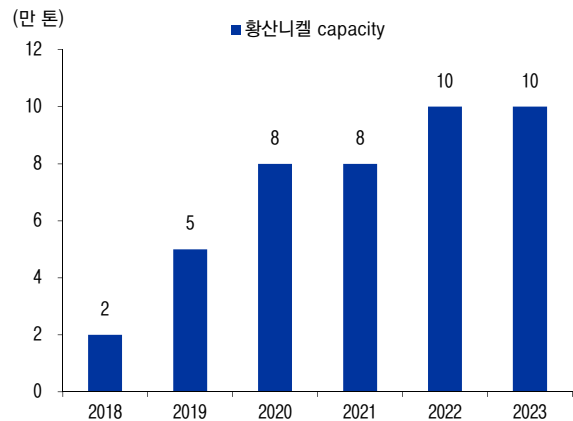
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 이차전지 소재: 고려아연 동박 증설 계획



자료: 고려아연, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 이차전지 소재: 황산니켈 Capacity



자료: 고려아연, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 이차전지 소재: 전구체 JV

**한국전구체주식회사**

-고려아연 자회사 캄코, LG 화학 지분을 51:49

-2023 공장 완공 및 시운전, 2024 양산 목표.

-전구체 2만톤 규모

-캠코로부터 니켈 공급 받음.

-리사이클 6천톤 규모도 함께 진행 예정

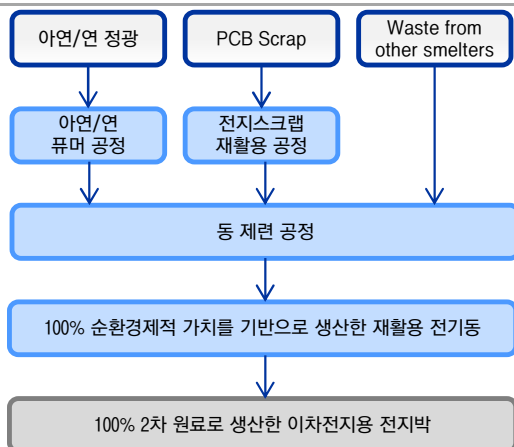
자료: 고려아연, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 고려아연 자원순환사업

<b>ZOC</b>	-제강분진에서 조산화아연 및 직접환원철 생산 -22년 6월 GSDK 인수 -제강분진 처리능력 16만톤 → 27만톤
<b>IGNEO Holdings</b>	-미국 전자폐기물 수거, 파쇄하여 2차원료 확보 -리사이클 구리, 금, 은, 팔라듐 추출

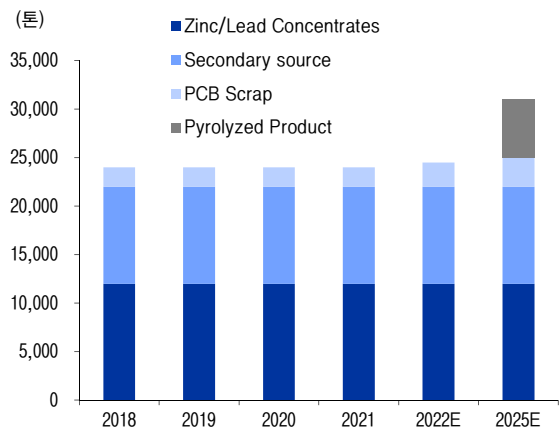
자료: 고려아연, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 자원순환+동박: 고려아연 구리 생산 프로세스



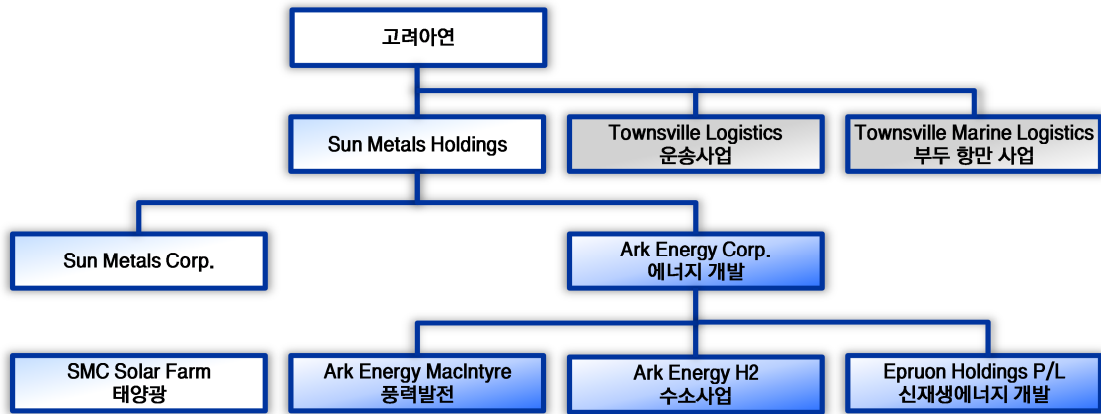
자료: 고려아연, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 자원순환+동박: 고려아연 구리 증설 계획



자료: 고려아연, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 고려아연 신재생 에너지 자회사



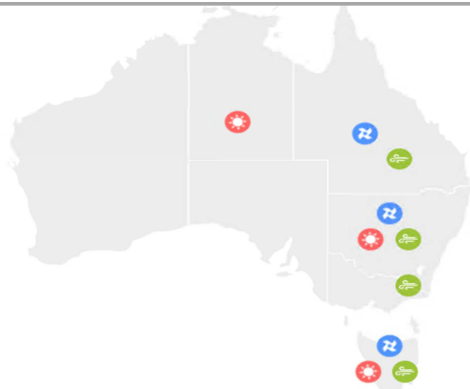
자료: 고려아연, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 고려아연 신재생 에너지 자회사 내용

자회사	
SMC Solar Farm	-SMC 제련소 내 태양광 발전소, 127MW, 25%의 전기 사용 충당 가능
Ark Energy Corporation	-고려아연의 그린수소 및 친환경 에너지 사업개발 전문 자회사
Ark Energy MacIntyre	-풍력발전소 단지 조성사업(923MW)에 30% 지분투자. -Capacity 277MW 2025 가동 목표
Ark Energy H2	-호주 내 신재생 에너지로 그린수소 생산 목표 -2025 연간 생산 목표 2만톤, 2030년 14만톤 생산시설 확충 -그린수소 SMC에서 소비 후 잔여물량 판매 목표
Epruon Holdings	-신재생 에너지 개발 및 인허가, EPC, 운영관리 원스톱 전문기업 -4.2GW 개발 사업 인허가 완료 및 토지 확보 완료 -5.9GW 공동 개발 계약(JDAs) -7MW off-grid 태양광 발전 -추가 4.8GW 우선협상대상자 자격 보유 - Fulcrum 3D 50% 지분확보(재생에너지 기술 및 데이터)

자료: 고려아연, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 신재생 에너지: Epruon 프로젝트 투자 현황



태양광 프로젝트 JDA PROJECT 풍력 프로젝트

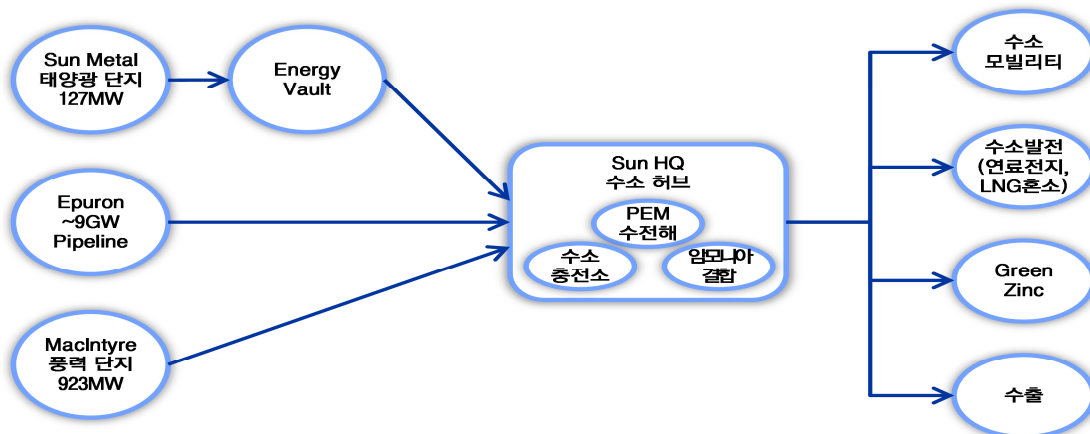
자료: 고려아연, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 고려아연 그린수소 사업 현황

호주 SunHQ 그린수소 실증사업	목적: 태양광 연계 그린수소 생산 실증(연 140 톤)
	구성: 1MW PEM 수전해기, 충전소, 수소트럭 5 대
	계획: 2023 년 초 Commissioning 목표
국내 정부 수소시계차 지원사업 선정	목적: 산업부 수소경제 로드맵 일환
	내용: 수소충전소 설치, 수시계차 45 대 시범운용
	계획: 2022~2026 년

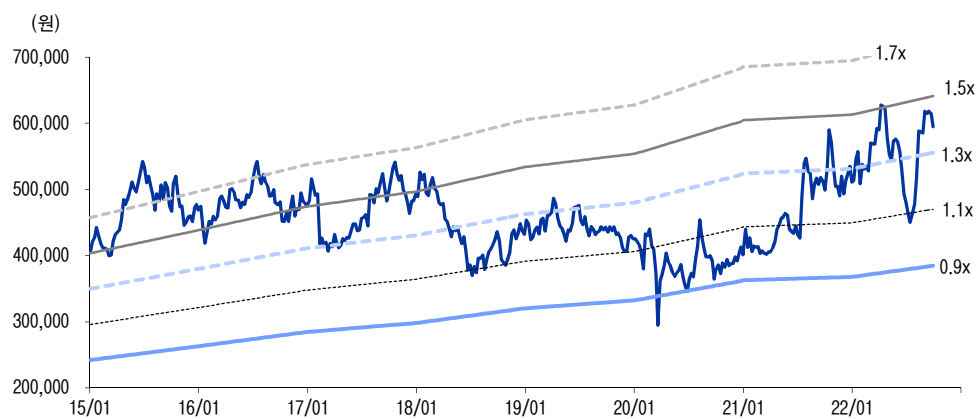
자료: 고려아연, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 고려아연 그린수소 사업 Valuechain



자료: 고려아연, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 고려아연 12M Fwd P/B Chart



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 고려아연 (010130)

### 재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	4,913	5,689	6,079	6,521	7,094
현금 및 현금성자산	426	466	1,717	2,275	2,744
매출채권 및 기타채권	447	592	669	637	650
재고자산	2,250	2,909	2,671	2,545	2,593
기타유동자산	1,790	1,722	1,023	1,064	1,107
<b>비유동자산</b>	3,587	4,275	4,975	5,123	5,257
관계기업투자등	210	575	693	693	693
유형자산	3,194	3,459	3,683	3,827	3,957
무형자산	91	123	459	457	456
<b>자산총계</b>	<b>8,500</b>	<b>9,964</b>	<b>11,055</b>	<b>11,644</b>	<b>12,351</b>
<b>유동부채</b>	1,118	1,771	2,181	2,145	2,170
매입채무 및 기타채무	805	1,175	927	884	900
단기금융부채	140	391	1,063	1,063	1,063
기타유동부채	174	204	191	199	207
<b>비유동부채</b>	294	459	609	739	868
장기금융부채	20	157	283	399	515
기타비유동부채	274	302	327	340	353
<b>부채총계</b>	<b>1,413</b>	<b>2,230</b>	<b>2,790</b>	<b>2,884</b>	<b>3,038</b>
<b>지배주주지분</b>	6,970	7,608	8,116	8,612	9,164
자본금	94	94	99	99	99
자본잉여금	57	57	53	53	53
이익잉여금	6,940	7,518	8,026	8,522	9,074
비지배주주지분(연결)	117	127	149	149	149
<b>자본총계</b>	<b>7,087</b>	<b>7,734</b>	<b>8,264</b>	<b>8,761</b>	<b>9,313</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>457</b>	<b>607</b>	<b>1,366</b>	<b>1,309</b>	<b>1,219</b>
당기순이익(손실)	575	811	888	888	944
비현금수익비용가감	623	589	409	332	344
유형자산감가상각비	279	289	310	336	348
무형자산상각비	0	0	1	2	2
기타현금수익비용	293	235	43	-5	-5
영업활동 자산부채변동	-501	-544	261	89	-69
매출채권 감소(증가)	-72	-120	-64	32	-12
재고자산 감소(증가)	-706	-629	284	126	-48
매입채무 증가(감소)	329	328	156	-44	17
기타자산, 부채변동	-52	-123	-115	-25	-26
<b>투자활동 현금</b>	<b>-548</b>	<b>-578</b>	<b>-72</b>	<b>-494</b>	<b>-493</b>
유형자산처분(취득)	-661	-463	-401	-479	-477
무형자산 감소(증가)	-6	-15	-2	0	0
투자자산 감소(증가)	122	-131	299	-9	-9
기타투자활동	-2	31	32	-6	-6
<b>재무활동 현금</b>	<b>-171</b>	<b>2</b>	<b>-52</b>	<b>-257</b>	<b>-257</b>
차입금의 증가(감소)	81	260	295	116	116
자본의 증가(감소)	-260	-278	-353	-373	-373
배당금의 지급	260	278	353	373	373
기타재무활동	7	19	6	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-264</b>	<b>41</b>	<b>1,251</b>	<b>558</b>	<b>469</b>
기초현금	690	426	466	1,717	2,275
기말현금	426	466	1,717	2,275	2,744

자료: 고려아연, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

### 손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>7,582</b>	<b>9,977</b>	<b>10,791</b>	<b>10,305</b>	<b>10,267</b>
매출원가	6,547	8,720	9,375	8,954	8,842
<b>매출총이익</b>	<b>1,035</b>	<b>1,256</b>	<b>1,416</b>	<b>1,351</b>	<b>1,425</b>
판매비 및 관리비	138	160	184	184	184
<b>영업이익</b>	<b>897</b>	<b>1,096</b>	<b>1,232</b>	<b>1,167</b>	<b>1,241</b>
(EBITDA)	1,176	1,386	1,543	1,505	1,591
금융손익	55	13	11	33	33
이자비용	2	4	12	12	12
관계기업등 투자손익	-1	16	5	0	0
기타영업외손익	-140	14	-52	-39	-38
<b>세전계속사업이익</b>	<b>812</b>	<b>1,139</b>	<b>1,196</b>	<b>1,162</b>	<b>1,236</b>
계속사업법인세비용	238	328	308	274	292
계속사업이익	575	811	888	888	944
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>575</b>	<b>811</b>	<b>888</b>	<b>888</b>	<b>944</b>
지배주주	573	807	861	869	925
<b>총포괄이익</b>	<b>481</b>	<b>870</b>	<b>888</b>	<b>888</b>	<b>944</b>
매출총이익률 (%)	13.7	12.6	13.1	13.1	13.9
영업이익률 (%)	11.8	11.0	11.4	11.3	12.1
EBITDA 마진률 (%)	15.5	13.9	14.3	14.6	15.5
당기순이익률 (%)	7.6	8.1	8.2	8.6	9.2
ROA (%)	7.0	8.7	8.2	7.7	7.7
ROE (%)	8.4	11.1	11.0	10.4	10.4
ROIC (%)	10.5	11.7	13.1	12.7	13.3

### 주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	12.4	11.2	12.7	13.1	12.3
P/B	1.1	1.3	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	6.0	6.8	7.4	7.3	6.7
P/CF	6.3	6.9	9.0	9.9	9.4
배당수익률 (%)	3.7	3.9	3.3	3.3	3.3
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	13.3	31.6	8.2	-4.5	-0.4
영업이익	11.4	22.1	12.4	-5.2	6.3
세전이익	-6.9	40.2	5.0	-2.8	6.4
당기순이익	-10.0	41.1	9.5	0.0	6.4
EPS	-9.5	40.8	4.5	-2.4	6.4
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	19.9	28.8	33.8	32.9	32.6
유동비율	439.3	321.3	278.7	304.0	326.9
순차입금/자기자본(x)	-7.9	-2.3	-7.2	-11.9	-15.1
영업이익/금융비용(x)	538.8	263.2	101.3	97.3	103.5
총차입금 (십억원)	160	549	1,345	1,462	1,578
순차입금 (십억원)	-559	-181	-595	-1,046	-1,408
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	32,418	45,648	47,722	46,572	49,574
BPS	369,358	403,163	408,586	433,558	461,352
CFPS	63,499	74,213	67,380	61,403	64,847
DPS	15,000	20,000	20,000	20,000	20,000

고려아연 목표주가 추이	투자의견 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 리서치본부가 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 제3자에게 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 (향후 12개월)	투자의견 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)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	90.2% 9.8%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2020. 10. 1 ~ 2021. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)