

2025. 05. 08



Company Analysis | 철강/이차전지소재

Analyst 안희수

hoesoo@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (상향)	680,000 원
현재주가	473,000 원
상승여력	43.8 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSPI (5/7)	2,676.63 pt
시가총액	96,807 억원
발행주식수	20,909 천주
52 주 최고가/최저가	557,000 / 436,000
90 일 일평균거래대금	185.18 억원
외국인 지분율	18.0%
배당수익률(24.12E)	4.3%
BPS(24.12E)	468,713 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 5.4%
	6개월 -14.6%
	12개월 -16.6%
주주구성	영풍 (외 60인) 48.1%
	국민연금공단 (외 1인) 7.9%
	한화에이치투에너지유에스에이 7.7%

Stock Price



고려아연 (010130)

이익 추정치 상향

1Q24 Review: 컨센서스 부합

1Q24 연결 매출액 2.4조원(-6.0%YoY, -1.6%QoQ), 영업이익 1,850억원(+27%YoY, -6.6%QoQ, OPM 7.8%)으로 컨센서스 부합했다. 별도 매출액 1.8조원(flat YoY, -4.8%QoQ), 영업이익 1,910원(+23.3%YoY, -13.7%QoQ, OPM 10.5%)으로 전분기 대비 이익률 -1.1%pt 감소했다. 연 판매량 계절적 약세, 아연 및 연 가격 하락으로 외형 소폭 감소했으나 귀금속 가격이 견조했기에 10%대의 이익률 유지 가능했다. 자회사들은 마진율 회복이 눈에 띈다. SMC는 사이클론 영향으로 가동률 감소했음에도 회수율 개선으로 4Q23 OPM 1.5% → 1Q24 3.5%로 개선되었다. 스틸사이클도 공장들의 가동률 개선, 설비 개조로 적자폭이 줄어들었다. 이차전지 소재 부문 케이재는 매출 발생 없이 약 35억 적자 지속, 캠코는 영업이익 60억원, OPM 10.7% 수준 유지 중이다.

금속가격 상승으로 이익 추정치 상향!

2Q24 실적은 연결 매출액 2.8조원(+15.2%YoY, +19.8%QoQ), 영업이익 2,408억원(+54.6%YoY, +30.1%QoQ, OPM 8.5%)을 예상한다. 별도 매출액 2.1조원(+18.4%YoY, +16.7%QoQ), 영업이익 2,419억원(+47%YoY, +26%QoQ OPM 11.4%)을 예상한다. 각각 영업이익 추정치 23% 상향 조정한 것이다. 2분기에 귀금속뿐만 아니라 아연, 연, 구리 산업 금속 가격 반등도 지속되고 있기 때문이다. SMC는 가동률 정상화에 따라 흑자폭 본격적으로 개선되어 mid-single 이익률 예상되며, 스틸사이클은 원료 전처리 시설 가동으로 BEP 달성 기대한다. 2024년 연결 영업이익 추정치 역시 9,462억원으로 기존 대비 24% 상향 조정했다. 2025년에는 금속 광산 단의 공급 이슈뿐만 아니라 글로벌 금리 인하 및 중국 제조업 회복으로 높은 수준의 금속 가격 지속 기대된다.

투자의견 Buy, 목표주가 680,000원 상향

투자의견 Buy 유지하고, 목표주가는 680,000원으로 기존 대비 10% 상향한다. 이익 추정치 상향했고, 금속가격 상승+capex 증설 시기 2015~16년 multiple 상승 고려하여 적용 multiple도 1.4x로 상향했기 때문이다. 신사업 측면에서는 이차전지 소재 부문 이익 기여는 2025년으로 지연되고 있으나, 구리 증설 및 신재생에너지 사업은 활발히 진행 중이다. 2028년까지 구리 CAPA는 퓨머 및 정련 시설 개조하여 3.2톤 → 15만톤 확장할 계획이다. 지난 4월 호주 MacIntyre 풍력발전소 지분 30% 취득하였는데, 이미 발전 용량 70%에 대해 공급계약 완료되었고, 25년 3분기부터 상업 가동 예정이다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	9,977	11,219	9,705	11,130	11,392
영업이익	1,096	919	660	946	1,075
순이익	811	798	533	715	814
EPS (원)	45,648	41,817	26,747	35,912	40,454
증감률 (%)	0.0	-8.4	-36.0	34.3	12.6
PER (x)	11.2	13.5	17.3	12.9	11.4
PBR (x)	1.3	1.2	1.0	1.0	0.9
영업이익률 (%)	11.0	8.2	6.8	8.5	9.4
EBITDA 마진 (%)	13.9	10.9	10.1	11.7	12.7
ROE (%)	11.1	9.4	5.7	7.3	8.0

주: IFRS 연결 기준

자료: 고려아연, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 고려아연 1Q24 Review

(십억원)	1Q24P	4Q23	1Q23	% QoQ	% YoY	Consensus	대비(%)
(연결)							
매출액	2,375	2,415	2,527	-2%	-6%	2,427	-2%
영업이익	185	198	146	-7%	27%	189	-2%
OPM	7.8%	8.2%	5.8%	0.4%p	2.0%p	7.8%	0.0%p
(별도)						당사 기준 추정치	
매출액	1,814	1,906	1,815	-5%	0%	1,871	-3%
영업이익	191	221	155	-14%	23%	178	7%
OPM	10.5%	11.6%	8.5%	1.1%p	2.0%p	9.5%	1.0%p

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 고려아연 연결 실적 추이 및 전망

(십억원,%)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	2,527	2,469	2,293	2,415	2,375	2,845	2,969	2,941	9,705	11,130	11,392
yoy	-5.0%	-13.4%	-16.4%	-18.5%	-6.0%	15.2%	29.5%	21.8%	12.5%	14.7%	2.4%
qoq	-14.7%	-2.3%	-7.1%	5.3%	-1.6%	19.8%	4.4%	-1.0%			
고려아연	1,815	1,787	1,783	1,906	1,814	2,117	2,192	2,155	7,291	8,278	8,152
자회사	712	682	510	509	561	728	778	786	2,413	2,853	3,240
영업이익	146	156	160	198	185	241	258	262	660	946	1,075
yoy	-48.8%	-59.2%	6.5%	93.0%	26.9%	54.6%	60.8%	32.5%	-16.1%	43.4%	13.6%
qoq	42.0%	6.8%	3.0%	23.5%	-6.6%	30.1%	7.2%	1.7%			
고려아연	155	164	167	221	191	242	250	254	708	936	968
자회사	-9	-9	-7	-23	-6	-1	8	9	-48	10	107
서린상사	-9	-9	-7	3	3	10	14	15	5	42	55
SMC	-4	2	3	3	7	6	7	7	24	26	31
캠코&케이잼	16	2	3	-2	2	1	2	3	-14	8	36
기타	-4	-4	-4	-29	-18	-18	-15	-15	-68	-44	-15
OPM	5.8%	6.3%	7.0%	8.2%	7.8%	8.5%	8.7%	8.9%	6.8%	9.8%	9.7%
고려아연	8.5%	9.2%	9.4%	11.6%	10.5%	11.4%	11.4%	11.8%	9.7%	12.8%	11.7%
자회사	-1.3%	-1.2%	-1.3%	-4.6%	-1.1%	-0.2%	1.1%	1.1%	-2.0%	0.4%	3.7%
세전이익	195	170	111	252	193	220	251	273	728	937	1,066
당기순이익	138	124	78	193	147	168	192	209	533	715	814

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 고려아연 별도 실적 추이 및 전망

(십억원,%)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
별도 매출액	1,815	1,787	1,783	1,906	1,814	2,117	2,192	2,155	7,291	8,278	8,152
아연	681	653	548	578	596	673	712	703	2,460	2,684	2,673
연	280	288	328	406	254	347	359	331	1,302	1,292	1,308
은	407	448	548	522	501	602	614	615	1,925	2,332	2,225
금	231	188	175	161	155	227	238	237	755	856	882
구리	84	92	76	92	85	118	120	118	344	441	463
판매량											
아연(톤)	156,472	176,528	159,374	161,871	168,921	160,000	165,000	165,000	654,245	658,921	650,000
연(톤)	89,117	90,954	104,404	126,455	115,293	107,500	115,000	110,000	410,930	447,793	440,000
은(톤)	439	453	546	532	501	520	530	530	1,970	2,081	2,070
금(kg)	2,976	2,245	2,145	1,932	1,753	2,200	2,300	2,300	9,298	8,553	9,000
구리(톤)	7,346	8,224	6,880	8,454	7,529	9,000	9,200	9,200	30,904	34,929	36,800
LME금속가격 및 환율											
환율(원/\$)	1,276	1,315	1,311	1,322	1,329	1,360	1,340	1,320	1,306	1,337	1,278
아연 (\$/톤)	3,130	2,540	2,429	2,498	2,449	2,800	2,925	2,930	2,649	2,776	2,800
연 (\$/톤)	2,141	2,118	2,170	2,119	2,076	2,140	2,100	2,050	2,137	2,092	1,382
은 (\$/oz)	22.6	24.2	23.6	23.2	23.4	27.4	27.8	28.3	23.4	26.7	14.6
금 (\$/oz)	1,888	1,978	1,929	1,977	2,073	2,320	2,360	2,390	1,943	2,286	2,200
				8,285	8,444	9,650	9,700	9,750	8,513	9,386	9,850
매출총이익	189	199	203	267	234	277	285	304	859	1099	1123
매출총이익률	10.4%	11.1%	11.4%	14.0%	12.9%	13.1%	13.0%	14.1%	11.8%	13.3%	13.8%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표8 실적 변경 내역

	2Q24E			3Q24E			2024E		
	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이
(연결)									
매출액	2,565	2,845	11%	2,644	2,969	12%	9,705	11,130	15%
영업이익	195	241	23%	201	258	28%	766	946	24%
영업이익률	7.6%	8.5%	0.9%p	7.6%	8.7%	1.1%p	7.9%	9.7%	1.8%p
(별도)									
매출액	1,916	2,117	10%	1,953	2,192	12%	7,291	8,278	14%
영업이익	196	242	23%	194	250	29%	767	936	22%
영업이익률	10.2%	11.4%	1.2%p	9.9%	11.4%	1.5%p	10.5%	11.7%	1.2%p

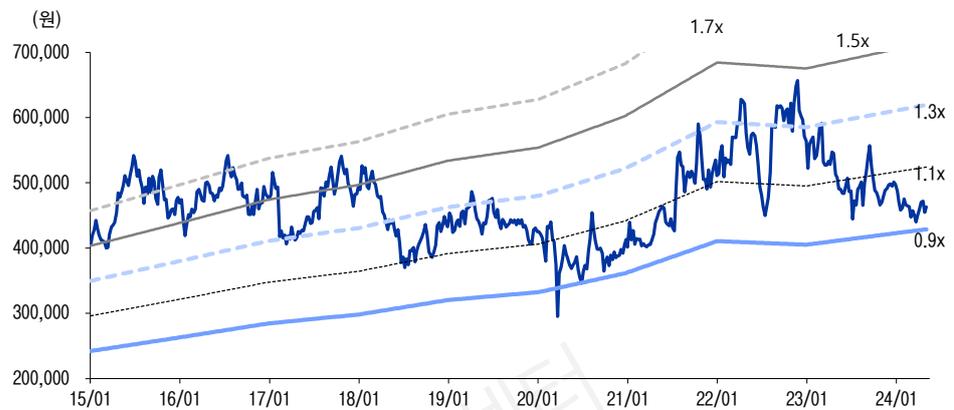
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표9 고려아연 목표주가 상향

	고려아연	비고
12M Fwd 순자산(지배주주, 십억원)	10,203	2023E
Target PBR (X)	1.4	2015~2022 평균 1.3x에서 상향
Target 시가총액(십억원)	14,284	
발행주식수(천주)	20,908	
목표주가(원)	680,000	기존대비 10% 상향
현재주가 (원, 5/7)	473,000	
Upside (%)	43.8%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 고려아연 12M Fwd P/B Chart



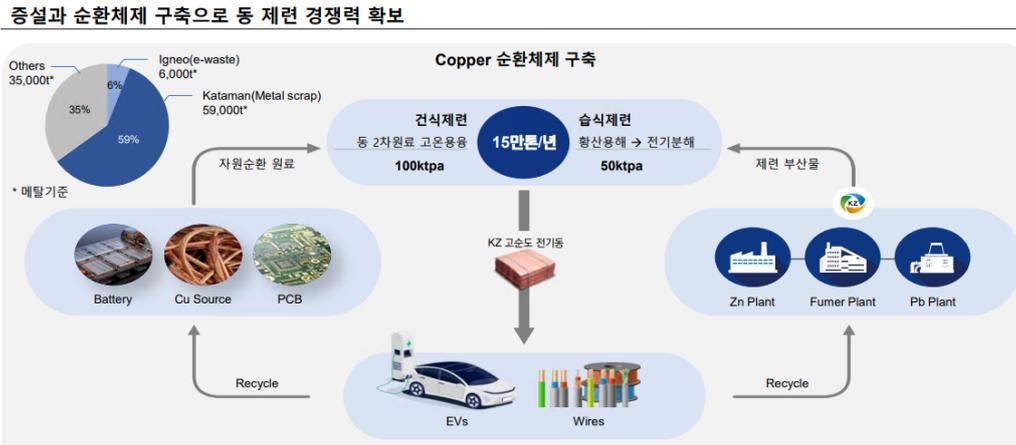
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표10 (참고) 고려아연 SOTP Valuation (EV/EBITDA 활용)

	고려아연	비고
영업가치	12,627	a+b+c
본업 12M fwd EBITDA	1,138	2024E
Target EV/EBITDA	9.0	글로벌 제련 기업 peer multiple 10% 할증
제련 사업 가치 (a)	10,240	
동박 예상 EBITDA (십억원)	103	2027E 현재화, KZAM 지분율 100%
Target PER (X)	15.0	이차전지 소재주 peer 평균
동박사업 가치 (b)	1,542	
황산니켈/전구체 2027E 예상 EBITDA	87	2027E 현재화, 캠코 지분율 64% 반영
Target EV/Ebitda	15.0	이차전지 소재주 peer 평균
황산니켈/전구체 사업 가치 (c)	844	
비영업 가치 (초기 신사업) (d)	2,049	
자원순환(Pedal point)	564	장부가액
신재생에너지(Sun Metal Holdings)	1,485	장부가액
기업가치	13,013	a+b+c+d
순현금	128	2024E
순기업가치	13,141	
발행주식수	20,908	
적정 주가	710,000	

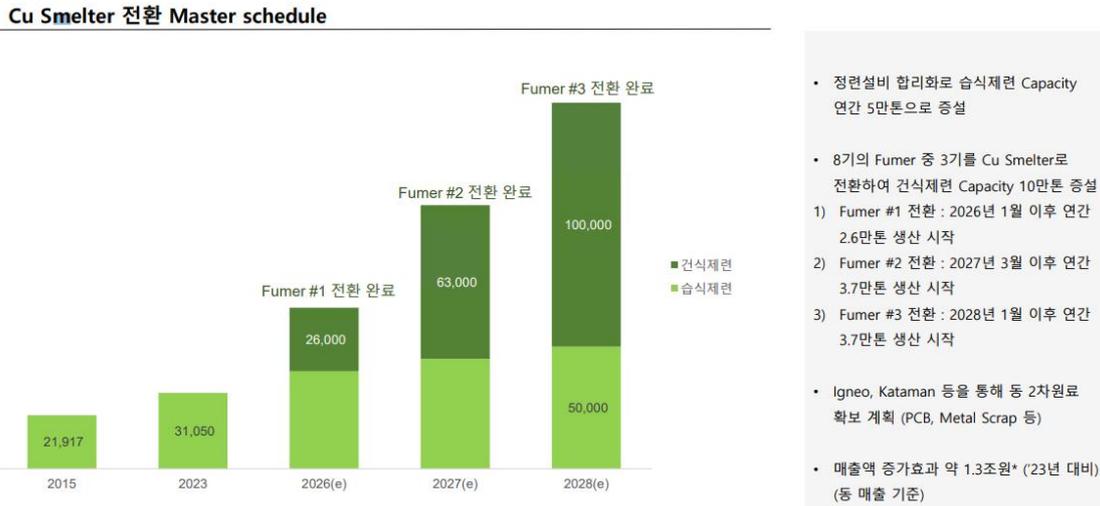
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 Copper 증설 계획, 건식 10만톤+습식 5만톤, 총 15만톤



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 Copper 증설 계획 스케줄



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 호주 MacIntyre 풍력발전소 최종 투자 결정 내용

인수내용 및 프로젝트 현황	기대효과
<ul style="list-style-type: none"> 용량 <ul style="list-style-type: none"> 923.4MW (Ark Energy 기준 277MW) 1st Year 발전량 : 2,951GWh (Ark Energy 기준 885 GWh) PPA 계약 <ul style="list-style-type: none"> 생산전력 40%를 Telstra에 10년간 공급 (323GWh/year) 생산전력 30%를 SMC에 10년간 공급 (242GWh/year) 	<ul style="list-style-type: none"> 신재생에너지 발전을 통한 전력 공급 사업 본격화 경제성 있고 안정적인 대규모 친환경 전력 확보 ('23년 평균 구매 전력단가 A\$106/MWh*) MacIntyre 풍력발전소 에너지 공급을 통한 SMC RE100 달성 가속화 ('23년 총 전력 사용량 기준 RE54 달성) Green Zinc 생산을 통한 경쟁력 확보 철강 및 제련시장 탈탄소화에 따른 Price Premium** 으로 추가적인 수익 확보
<p>중요 일정:</p> <ul style="list-style-type: none"> '21.02 UJV 체결 '21.04 개발허가승인 '22.02 환경영향평가 승인 '22.03 착공 '24.02 계통연계 계약완료 '24.04.12 최종투자결정(FID) '25.08 상업운전(COD) 	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	5,689	6,071	5,572	5,553	6,016
현금 및 현금성자산	466	781	677	1,052	1,505
매출채권 및 기타채권	532	654	591	533	614
재고자산	2,909	2,825	2,638	2,251	2,387
기타유동자산	1,782	1,810	1,666	1,716	1,510
비유동자산	4,275	6,027	6,474	6,654	6,851
관계기업투자등	575	1,178	1,506	1,506	1,506
유형자산	3,459	3,694	3,869	4,014	4,178
무형자산	123	851	883	917	951
자산총계	9,964	12,098	12,046	12,206	12,867
유동부채	1,771	2,319	1,903	1,628	1,854
매입채무 및 기타채무	1,175	1,120	1,061	802	942
단기금융부채	391	828	723	703	783
기타유동부채	204	371	118	123	128
비유동부채	459	547	501	526	558
장기금융부채	157	294	321	339	364
기타비유동부채	302	253	180	187	194
부채총계	2,230	2,866	2,404	2,154	2,412
지배주주지분	7,608	9,043	9,390	9,800	10,203
자본금	94	99	105	105	105
자본잉여금	57	1,086	1,622	1,622	1,622
이익잉여금	7,518	7,953	7,843	8,150	8,553
비지배주주지분(연결)	127	189	252	252	252
자본총계	7,734	9,232	9,642	10,052	10,455

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	9,977	11,219	9,705	11,130	11,392
매출원가	8,720	10,050	8,743	9,843	9,960
매출총이익	1,256	1,169	962	1,288	1,432
판매비 및 관리비	160	250	302	341	357
영업이익	1,096	919	660	946	1,075
(EBITDA)	1,386	1,223	979	1,301	1,445
금융손익	13	-28	27	32	30
이자비용	4	34	42	44	47
관계기업등 투자손익	16	29	-9	0	0
기타영업외손익	14	-39	50	-42	-39
세전계속사업이익	1,139	881	728	937	1,066
계속사업법인세비용	328	83	195	222	253
계속사업이익	811	798	533	715	814
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	811	798	533	715	814
지배주주	807	781	527	701	797
총포괄이익	870	798	533	715	814
매출총이익률 (%)	12.6	10.4	9.9	11.6	12.6
영업이익률 (%)	11.0	8.2	6.8	8.5	9.4
EBITDA 마진률 (%)	13.9	10.9	10.1	11.7	12.7
당기순이익률 (%)	8.1	7.1	5.5	6.4	7.1
ROA (%)	8.7	7.1	4.4	5.8	6.4
ROE (%)	11.1	9.4	5.7	7.3	8.0
ROIC (%)	11.7	11.0	5.9	8.7	9.9

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	607	782	654	1,464	1,314
당기순이익(손실)	811	798	533	715	814
비현금수익비용가감	589	409	121	601	360
유형자산감가상각비	289	298	312	352	366
무형자산상각비	0	5	7	3	3
기타현금수익비용	235	-95	-565	246	-9
영업활동 자산부채변동	-544	-113	0	148	140
매출채권 감소(증가)	-120	-101	90	58	-80
재고자산 감소(증가)	-629	208	340	387	-136
매입채무 증가(감소)	328	-97	-58	-259	140
기타자산, 부채변동	-123	-124	-372	-38	216
투자활동 현금	-578	-1,794	-624	-542	-573
유형자산처분(취득)	-463	-373	-433	-497	-530
무형자산 감소(증가)	-15	-6	-19	-38	-38
투자자산 감소(증가)	-131	-1,596	-259	-8	-5
기타투자활동	31	181	87	0	0
재무활동 현금	2	1,296	-135	-547	-289
차입금의 증가(감소)	260	514	-199	-2	105
자본의 증가(감소)	-278	897	64	-544	-394
배당금의 지급	278	353	-373	-394	-394
기타재무활동	19	-115	0	0	0
현금의 증가	41	315	-104	376	453
기초현금	426	466	781	677	1,052
기말현금	466	781	677	1,052	1,505

주요 투자지표

	2021	2022	2023	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	11.2	13.5	17.3	12.9	11.4
P/B	1.3	1.2	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.8	9.3	10.0	7.2	6.3
P/CF	6.9	9.3	14.8	7.3	8.2
배당수익률 (%)	3.9	3.5	4.3	4.3	4.3
성장성 (%)					
매출액	0.0	12.5	-13.5	14.7	2.4
영업이익	0.0	-16.1	-28.2	43.4	13.6
세전이익	0.0	-22.6	-17.4	28.7	13.8
당기순이익	0.0	-1.6	-33.2	34.0	13.8
EPS	0.0	-8.4	-36.0	34.3	12.6
안정성 (%)					
부채비율	28.8	31.0	24.9	21.4	23.1
유동비율	321.3	261.8	292.8	341.0	324.5
순차입금/자기자본(x)	-2.3	1.4	1.1	-2.7	-6.0
영업이익/금융비용(x)	263.2	26.7	15.6	21.5	23.0
총차입금 (십억원)	549	1,123	1,044	1,042	1,147
순차입금 (십억원)	-181	134	110	-275	-628
주당지표 (원)					
EPS	45,648	41,817	26,747	35,912	40,454
BPS	403,163	455,251	449,109	468,713	487,996
CFPS	74,213	60,756	31,288	63,565	56,155
DPS	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000

자료: 고려아연, 이베스트투자증권 리서치센터

고려아연 목표주가 추이	투자 의견 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											
	2023.05.04	Buy	620,000	-8.6	-20.0									
	2024.05.08	Buy	680,000	-10.2	-22.2									

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 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)	투자 의견 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)	+15% 이상 기대	92.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15% 기	7.6%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2023. 4. 1 ~ 2024. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)