

철강/금속

고려아연 유상증자와 니켈 제련소

유상증자 포인트

충분한 자금력이 있는 고려아연이 현대차를 통한 유상증자를 결정했다는 점은 밸류체인과 고객사 확보 차원에서 판단. 캠코 지분을 확대는 긍정적이나 니켈제련소를 고려아연 별도가 아닌 캠코가 가져간다는 점은 아쉬움

철강/금속 이유진_02)368-6141_eugenelee@eugenefn.com

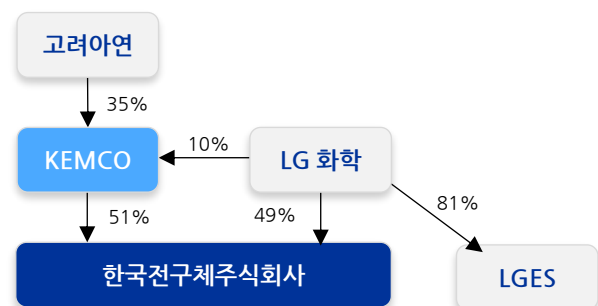
- 2023/08/30, 장 종료 후 고려아연은 5,272억원 규모 제3자배정 유상증자와 니켈제련사업 투자 공시
- 유상증자 대상은 현대차그룹 미국 내 신사업 투자 및 관리 법인 "HMG Global LLC"
- 현대차그룹의 배터리 밸류체인 구축 계획 중 원소재 소싱 차원 측면에서 고려아연 유상증자에 참여한 것으로 판단. 고려아연 입장에서는 안정적인 판매처 구축과 빠른 투자비 회수를 고려했을 것
- 캠코에서 진행할 니켈제련소에 유상증자 등의 형태로 1,500억원 투자 공시. 니켈제련소 총 투자규모는 약 5,063억원. 나머지 3,500억원 가량은 캠코에서 직접 조달할 예정
- 유상증자 형태가 아니어도 니켈제련소 투자에 충분한 현금과 자산이 있으나, 앞서 설명한 바와 같이 밸류체인 구축과 고객확보 측면에서 이해할 필요가 있음
- 긍정과 부정이 혼재된 공시 내용
 - 캠코 지분율 확대를 통한 연결 편입: 황산 니켈 생산 자회사 캠코(현재 지분 35%)에 1,500억원 유상증자 통해 지분율 60%까지 확대 목표
 - 캠코를 통한 니켈제련소 투자: 캠코-한국전구체주식회사로 이어지는 밸류체인과 자본효율성 고려 시 캠코에서 니켈제련소를 운영한다는 계획
- Made in Korea "니켈-황산니켈-전구체-배터리 리사이클링-동박" 밸류체인을 구축하며 이차전지 소재 업체로의 변화가 빨라지고 있다는 점은 긍정적. 인도네시아 니켈 공급과잉이나 LFP 및 SIB 성장 등의 이슈는 장기적으로 동박과 니켈에 리스크 요인으로 작동할 수도 있으나 물량을 받아줄 고객사 확보함
- 투자의견 Buy와 목표가 640,000원 유지: 5% 지분 희석 요인에도 불구하고 KEMCO 지분확대, 신규 사업 구체화, 4Q 동박 상업생산 등 이차전지 관련 사업 구체성 높아지고 있음

2023년 4월 유증 이후, 현재 캠코 지분율 예측치

주주명	소유주식 수	지분율
고려아연(주)	2,436,525	35%
최내현	696,150	10%
(주)영풍	1,044,225	15%
(주)LG 화학	696,150	10%
최윤범	696,150	10%
최민석	348,075	5%
기타	1,044,225	15%
합계	6,961,500	100%

자료: DART, 유진투자증권. 발행할 총 주식수는 2천만주
주: 2023-04-12. 구주배정으로 1주당 16,149원 & 1,861,500주 유증(300억)

한국전구체주식회사 지분율



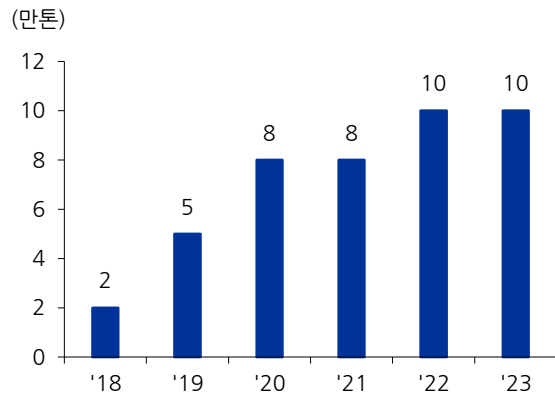
자료: 유진투자증권

도표 1. 유상증자 결정 주요 내용

1. 신주의 종류와 수	보통주식 (주)	1,045,430
	기타주식 (주)	-
2. 1 주당 액면가액(원)		5,000
3. 증자전 발행주식 총수 (주)	보통주식 (주)	19,868,158
	기타주식 (주)	-
4. 자금조달의 목적	타법인증권 취득자금(원)	527,244,848,190
5. 증자방식	제 3 자배정증자	
6. 신주 발행가액	보통주식 (주)	504,333
	기타주식 (주)	-
7. 기준주가	보통주식 (원)	504,333
	기타주식 (원)	-
7-1. 기준주가 산정방법	최소값[이사회 결의일 전일을 기산일로 과거 1 개월, 1 주일, 최근일 가중 산술평균주가의 단순평균, 최근일 가중산술평균주가]	
9. 납입일	2023 년 09 월 12 일	
12. 신주의 상장예정일	2023 년 10 월 06 일	

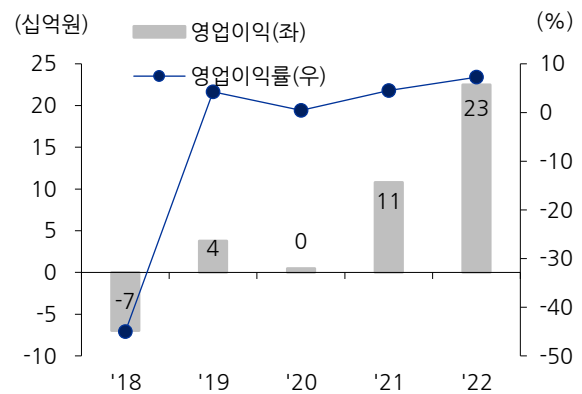
자료: DART, 유진투자증권

도표 2. 캠코 황산니켈 CAPA 추이



자료: 고려아연, 유진투자증권

도표 3. 캠코 영업이익과 영업이익률 추이



자료: 캠코, 유진투자증권

도표 4. 니켈제련소 세부 Detail

■ 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 평가 결과

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

■ 주요 가정

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

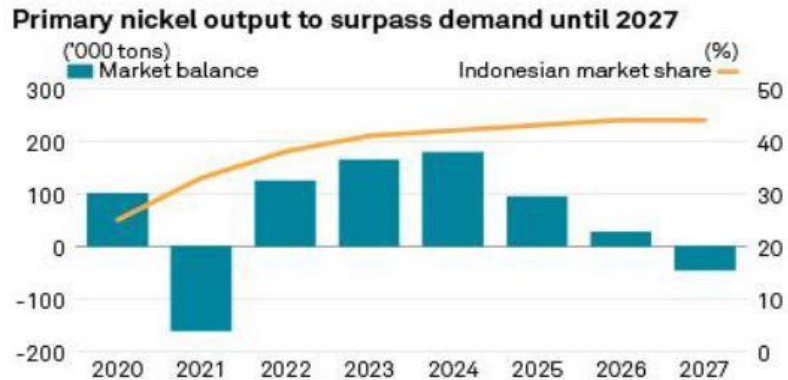
자료: 고려아연, 유진투자증권

도표 5. 현대차 Investor Day 내 배터리원소재 수급 전략



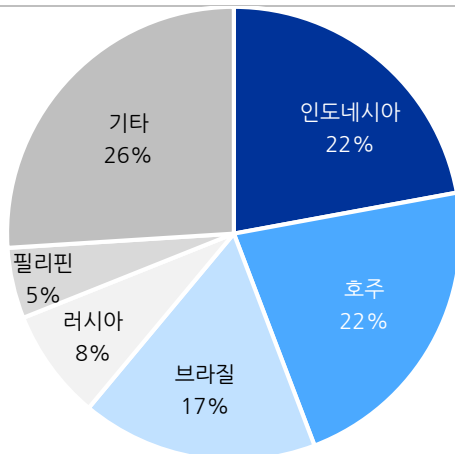
자료: 현대차, 유진투자증권

도표 6. 니켈 수급과 인도네시아 비중 전망



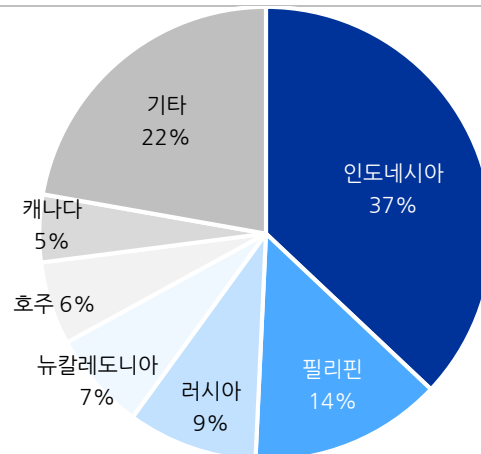
자료: S&P Global, 유진투자증권

도표 7. 니켈 매장량 비중(21년 기준 9,500 만톤)



자료: 고려아연, 유진투자증권

도표 8. 니켈 채굴량 비중(21년 기준 270 만톤)



자료: 켄코, 유진투자증권

도표 9. 니켈 HPAL 투자지출 규모와 자본집약도

프로젝트	국가	니켈 생산량 (연간)	투자규모 (백만달러)	자본집약도 (천달러/톤)	생산시작 시점
QMB	인도네시아	50,000	999	20	2021
Huayue	인도네시아	60,000	1,280	21	2021
HPL	인도네시아	55,875	1,060	19	2020
Moa	쿠바	32,000	451	14	1999
Bulong	호주	9,000	160	18	1999-2003
Cawse	호주	9,000	234	26	1998-2001
Murrin Murrin	호주	40,000	1,300	33	1999
Coral Bay	필리핀	20,000	500	25	2005
Raventhorne	호주	50,000	2,100	42	2007
Goro	뉴칼레도니아	60,000	4,500	75	2010
Ramu	파푸아뉴기니	33,000	2,100	64	2012
Ambatovy	마다가스카르	60,000	5,500	92	2012
Taguito	필리핀	36,000	1,700	47	2013

자료: J.Gabb "HPAL: Upping The Pressure", 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.06.30 기준)