



BUY (유지)

목표주가(12M) 670,000원  
현재주가(4.3) 444,000원

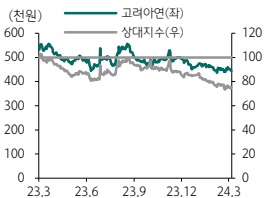
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,706.97
52주 최고/최저(원)	557,000/436,000
시가총액(십억원)	9,283.4
시가총액비중(%)	0.42
발행주식수(천주)	20,908.6
60일 평균 거래량(천주)	34.1
60일 평균 거래대금(십억원)	15.7
외국인지분율(%)	17.93
주요주주 지분율(%)	
영풍 외 55 인	43.17
한화에너지투에너지 유에스에이 코퍼레이션 외 2 인	7.68

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	10,173.6	10,722.0
영업이익(십억원)	768.1	874.2
순이익(십억원)	581.2	660.1
EPS(원)	27,381	31,033
BPS(원)	460,560	473,219

Stock Price



Financial Data

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	11,219.4	9,704.5	10,427.3	10,750.3
영업이익	919.2	659.9	801.0	872.5
세전이익	881.5	728.1	767.7	882.9
순이익	780.6	527.3	594.5	704.5
EPS	40,572	26,127	28,434	34,029
증감율	(5.11)	(35.60)	8.83	19.68
PER	13.90	19.06	15.62	13.05
PBR	1.24	1.10	0.96	0.92
EV/EBITDA	8.28	9.80	7.67	7.07
ROE	9.38	5.72	6.24	7.14
BPS	456,007	452,309	460,961	484,557
DPS	20,000	15,000	15,000	15,000



Analyst 박성봉 sbpark@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 4월 4일 | 기업분석\_Earnings Preview

## 고려아연 (010130)

### 1분기에도 견조한 영업실적 지속 전망

#### 1Q24 금속가격 상승과 자회사들 수익성 개선으로 영업이익 시장기대치 상회 예상

2024년 1분기 고려아연의 연결 매출액과 영업이익은 각각 2.3조원(YoY -11.0%, QoQ -6.8%)과 2,003억원(YoY +37.4%, QoQ +1.2%)으로 영업이익은 시장컨센서스인 1,926억원을 상회할 것으로 예상된다.

1) 4분기 기고효과로 주요 금속 판매량 대부분이 전분기 대비 감소(아연 -4.3%, 연 -18.8%, 금 +7.5%, 은 -6.7%)할 것으로 예상되고 2) LME 아연과 연 가격이 각각 1.9%, 2.1% 하락한 것이 부정적으로 작용할 전망이다. 하지만 3) 원/달러 평균 환율 상승(QoQ +1.1%)과 4) 귀금속 가격 상승(QoQ 금 +4.9%, 은 +0.4)이 긍정적이고 5) 주요 자회사인 호주 SMC의 증설 이후 안정적인 판매 궤도 돌입에 따른 수익성 개선으로 양호한 연결 영업실적이 기대된다.

#### 2Q24도 1Q24과 유사한 영업환경 예상되나 아연정광 BM T/C 하락은 부정적일 것

지난 1분기 평균 톤당 2,000불 중반을 기록했던 LME 아연가격이 최근까지도 유사한 수준이 지속되고 있고 2분기 평균으로도 1분기와 유사할 것으로 예상된다. 올해에도 여전히 중국 철강 수요가 부진하지만 2분기는 계절적 성수기로 돌입하기 때문에 아연 수요의 절대 다수를 차지하는 철강 도금용 수요에 긍정적으로 작용할 전망이다. 동시에 중국 아연정광 spot 제련수수료(T/C)가 톤당 100불 아래로 급락한 상황에서 동의 경우처럼 중국 혹은 글로벌 제련소들의 감산 가능성도 배제할 수 없기 때문에 아연가격 하락을 제한하는 요인으로 작용할 전망이다. 그에 반해 최근 사상최고치를 경신하고 있는 금가격은 올해 6월로 예상되는 미국의 금리인하 전망과 글로벌 지정학적 리스크 등을 감안하면 한동안 강세가 지속될 전망이다.

한편, 4월 중으로 올해 아연정광 BM T/C 협상이 최종 타결될 것으로 예상되는데 타이트한 글로벌 아연정광 수급과 급락한 Spot T/C 등을 감안하면 지난해대비 100~150불/톤 하락한 수준에서 타결될 전망으로 2분기에 1분기 물량까지 소급해서 반영될 예정이다.

#### 투자의견 'BUY'와 목표주가 670,000원 유지

고려아연에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 670,000원을 유지한다. 지난해 실적 부진과 올해 아연정광 BM T/C 하락에 대한 과도한 우려로 주가가 약세를 지속했고 그 결과 현재 주가는 PBR 0.9배 수준으로 밴드 최하단 수준이다. 올해 아연정광 BM T/C 하락 전망은 부정적이나 공정합리화를 포함한 각종 비용 절감, 지난해 아연가격 하락의 기저 효과 및 호주 SMC 정상화 등을 감안하면 올해는 양호한 영업실적이 기대된다.

## 1Q24 금속가격 상승과 자회사들 수익성 개선으로 영업이익 시장기대치 상회 예상

1Q24 연결 영업이익 2,003억원  
(YoY +37.4%, QoQ +1.2%)  
으로 컨센서스 상회 예상

2024년 1분기 고려아연의 연결 매출액과 영업이익은 각각 2.3조원(YoY -11.0%, QoQ -6.8%)과 2,003억원(YoY +37.4%, QoQ +1.2%)으로 영업이익은 시장컨센서스인 1,926억원을 상회할 것으로 예상된다.

1) 4분기 기고효과로 주요 금속 판매량 대부분이 전분기 대비 감소(아연 -4.3%, 연 -18.8%, 금 +7.5%, 은 -6.7%)할 것으로 예상되고 2) LME 기준 아연과 연 가격이 각각 1.9%, 2.1% 하락한 것이 부정적으로 작용할 전망이다. 하지만 3) 원/달러 평균 환율 상승(QoQ +1.1%)과 4) 귀금속 가격 상승(QoQ 금 +4.9%, 은 +0.4)이 긍정적이고 5) 주요 자회사인 호주 SMC의 증설 이후 안정적인 판매 궤도 돌입에 따른 수익성 개선으로 양호한 연결 영업실적이 기대된다.

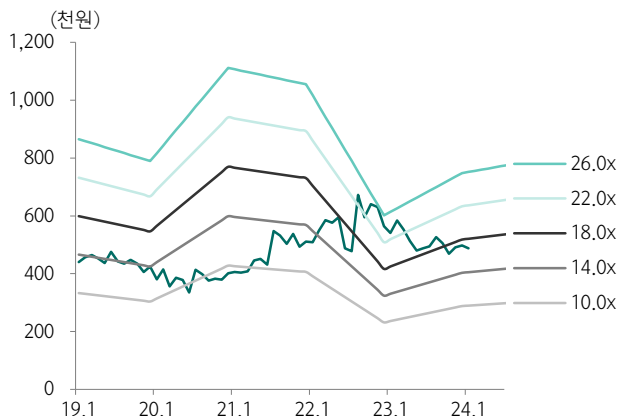
도표 1. 고려아연 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, 천톤, kg, 톤, 달러/톤, 달러/온스, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
<b>제품별 매출(본사기준)</b>											
매출(십억원)	1,815.0	1,787.0	1,783.0	1,906.0	1,765.8	1,871.8	1,854.0	1,938.0	7,291.0	7,429.7	7,268.8
아연(십억원)	679.0	653.0	547.0	577.0	522.5	555.8	557.8	601.2	2,456.0	2,237.4	2,171.7
연(십억원)	280.0	288.0	328.0	406.0	298.8	317.8	315.4	322.5	1,302.0	1,254.5	1,221.5
금(십억원)	232.0	188.0	174.0	161.0	194.9	235.9	209.9	220.4	755.0	861.0	833.5
은(십억원)	406.0	448.0	547.0	524.0	518.9	543.9	565.0	537.4	1,925.0	2,165.3	2,088.4
<b>제품별 판매량(본사기준)</b>											
판매량(천톤)	253.4	276.2	271.2	297.3	266.9	288.8	280.5	295.4	1,098.1	1,131.6	1,135.3
아연(천톤)	156.5	176.5	159.4	161.9	154.8	168.8	158.7	169.2	654.2	651.6	651.6
연(천톤)	89.1	91.0	104.4	126.5	102.7	110.6	112.0	115.6	410.9	440.9	440.9
금(kg)	2,976.0	2,245.0	2,155.0	1,932.0	2,077.5	2,398.6	2,233.9	2,355.7	9,308.0	9,065.7	9,065.7
은(톤)	439.3	453.0	546.2	532.0	496.4	500.6	541.4	508.7	1,970.4	2,047.2	2,047.2
<b>주요 제품 가격</b>											
아연(달러/톤)	3,124.2	2,526.1	2,428.2	2,498.1	2,450.4	2,414.8	2,664.8	2,729.3	2,644.2	2,564.8	2,590.5
연(달러/톤)	2,136.5	2,117.8	2,171.4	2,119.8	2,075.8	2,067.3	2,072.3	2,073.8	2,136.4	2,072.3	2,093.0
금(달러/온스)	1,893.0	1,981.0	1,929.0	1,978.0	2,074.0	2,150.3	2,120.3	2,136.6	1,945.3	2,120.3	2,226.3
은(달러/온스)	22.6	24.3	23.6	23.3	23.4	24.4	24.2	24.7	23.5	24.2	25.4
<b>연결기준</b>											
매출액(십억원)	2,527.3	2,469.4	2,293.2	2,414.5	2,250.5	2,619.4	2,687.4	2,870.0	9,704.5	10,427.3	10,750.3
영업이익(십억원)	145.8	155.7	160.4	198.0	200.3	168.0	206.0	226.7	659.9	801.0	872.5
세전이익(십억원)	194.7	170.2	111.1	252.1	181.7	149.1	196.1	240.7	728.1	767.7	882.9
당기순이익(십억원)	138.4	124.2	77.8	193.0	142.5	112.5	151.1	195.4	533.4	601.4	712.7
영업이익률(%)	5.8	6.3	7.0	8.2	8.9	6.4	7.7	7.9	6.8	7.7	8.1
세전이익률(%)	7.7	6.9	4.8	10.4	8.1	5.7	7.3	8.4	7.5	7.4	8.2
순이익률(%)	5.5	5.0	3.4	8.0	6.3	4.3	5.6	6.8	5.5	5.8	6.6

자료: 하나증권

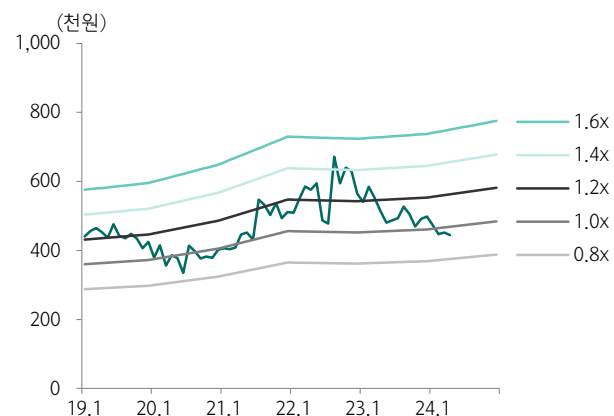
도표 2. 고려아연 PER밴드



주: IFRS 연결 기준

자료: 하나증권

도표 3. 고려아연 PBR밴드



주: IFRS 연결 기준

자료: 하나증권

도표 4. 고려아연 Valuation

(단위: 십억원)

사업부	27F EBITDA	목표 EV/EBITDA	가치	비고
<b>투자자산가치</b>			<b>684</b>	상장사, 비상장사 모두 장부가의 60% 할인, 배터리관련은 미할인
상장사			13	
비상장사			685	
한국전구체주식회사	105	15.2	405	중국 전구체업체(GEM) EV/EBITDA Multiple 적용
<b>영업가치</b>				WACC 6.6% 현재가치로 할인
국내 아연제련	1,123	10.0	9,236	글로벌 아연제련업체 평균 EV/EBITDA Multiple 30% 프리미엄 적용
Sun Metal Corporation	118	10.0	966	글로벌 아연제련업체 평균 EV/EBITDA Multiple 30% 프리미엄 적용
케이젬	36	39.9	1,190	국내 동박 업체 평균 EV/EBITDA Multiple 적용
캠코	25	4.3	57	글로벌 니켈업체 평균 EV/EBITDA Multiple 적용
니켈제련(캠코)	109	4.3	248	27년 EBITDA는 회사측 가이드언스의 80% 적용
합계			11,697	
<b>순차입금</b>			<b>(1,536)</b>	2027년 말 기준
우선주 시총				
<b>기업가치</b>			<b>13,916</b>	
주식수			21	백만주
주당NAV			665,568	
<b>목표주가(1)</b>			<b>670,000</b>	
현재주가			444,000	4/3일 기준
Upside			51%	

자료: 하나증권

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	11,219.4	9,704.5	10,427.3	10,750.3	11,866.0
매출원가	10,050.4	8,742.6	9,301.8	9,543.3	10,454.3
매출총이익	1,169.0	961.9	1,125.5	1,207.0	1,411.7
판매비	249.8	302.0	324.5	334.6	369.3
영업이익	919.2	659.9	801.0	872.5	1,042.3
금융손익	(34.5)	115.9	0.4	18.3	28.3
종속/관계기업손익	30.2	(28.7)	(14.4)	14.4	(14.4)
기타영업외손익	(33.4)	(19.0)	(19.3)	(22.2)	(23.9)
세전이익	881.5	728.1	767.7	882.9	1,032.4
법인세	83.2	194.7	166.3	170.2	232.9
계속사업이익	798.3	533.4	601.4	712.7	799.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	798.3	533.4	601.4	712.7	799.5
비지배주주지분 순이익	17.7	6.1	6.9	8.2	9.2
지배주주순이익	780.6	527.3	594.5	704.5	790.3
지배주주지분포괄이익	716.6	454.2	593.9	703.8	789.5
NOPAT	832.4	483.5	627.5	704.2	807.2
EBITDA	1,222.9	978.9	1,157.3	1,281.9	1,480.4
성장성(%)					
매출액증가율	12.45	(13.50)	7.45	3.10	10.38
NOPAT증가율	6.65	(41.91)	29.78	12.22	14.63
EBITDA증가율	(11.77)	(19.95)	18.22	10.77	15.48
영업이익증가율	(16.14)	(28.21)	21.38	8.93	19.46
(지배주주)순이익증가율	(3.25)	(32.45)	12.74	18.50	12.18
EPS증가율	(5.11)	(35.60)	8.83	19.68	12.18
수익성(%)					
매출총이익률	10.42	9.91	10.79	11.23	11.90
EBITDA이익률	10.90	10.09	11.10	11.92	12.48
영업이익률	8.19	6.80	7.68	8.12	8.78
계속사업이익률	7.12	5.50	5.77	6.63	6.74

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	40,572	26,127	28,434	34,029	38,173
BPS	456,007	452,309	460,961	484,557	507,730
CFPS	62,723	47,988	52,787	61,288	70,335
EBITDAPS	63,561	48,506	55,352	61,918	71,507
SPS	583,125	480,872	498,707	519,252	573,139
DPS	20,000	15,000	15,000	15,000	15,000
주기지표(배)					
PER	13.90	19.06	15.62	13.05	11.63
PBR	1.24	1.10	0.96	0.92	0.87
PCFR	8.99	10.38	8.41	7.24	6.31
EV/EBITDA	8.28	9.80	7.67	7.07	6.19
PSR	0.97	1.04	0.89	0.86	0.77
재무비율(%)					
ROE	9.38	5.72	6.24	7.14	7.67
ROA	7.08	4.37	4.81	5.43	5.76
ROIC	11.79	6.34	7.90	8.28	8.88
부채비율	31.05	24.93	27.45	28.74	30.67
순부채비율	(13.73)	(11.06)	(8.14)	(6.07)	(4.99)
이자보상배율(배)	26.74	15.57	17.68	16.25	16.92

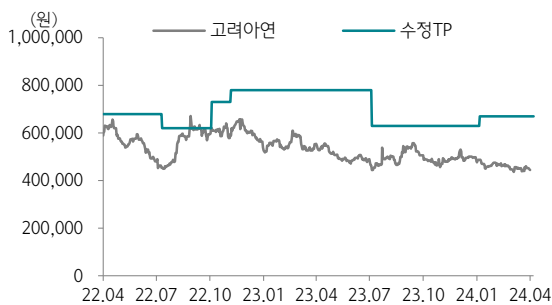
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	6,071.1	5,571.7	5,799.2	5,933.7	6,447.5
금융자산	2,390.5	2,110.3	2,080.2	2,099.5	2,215.6
현금성자산	781.0	676.8	627.5	638.3	724.8
매출채권	615.5	535.4	575.3	593.1	654.7
재고자산	2,825.4	2,637.7	2,834.1	2,922.0	3,225.2
기타유동자산	239.7	288.3	309.6	319.1	352.0
비유동자산	6,026.8	6,474.4	6,855.8	7,363.1	7,683.3
투자자산	1,206.2	1,521.3	1,559.0	1,575.9	1,634.1
금융자산	779.9	1,029.9	1,031.0	1,031.5	1,033.3
유형자산	3,694.4	3,869.0	4,220.0	4,717.7	4,986.6
무형자산	851.3	882.6	875.3	868.1	861.0
기타비유동자산	274.9	201.5	201.5	201.4	201.6
자산총계	12,097.9	12,046.1	12,655.0	13,296.9	14,130.7
유동부채	2,319.1	1,902.8	1,911.0	1,947.9	2,275.2
금융부채	828.3	723.3	651.2	652.2	855.6
매입채무	956.2	903.2	970.5	1,000.6	1,104.4
기타유동부채	534.6	276.3	289.3	295.1	315.2
비유동부채	547.1	501.2	814.7	1,020.7	1,041.4
금융부채	294.2	320.8	620.8	820.8	820.8
기타비유동부채	252.9	180.4	193.9	199.9	220.6
부채총계	2,866.2	2,404.1	2,725.7	2,968.6	3,316.6
지배주주지분	9,042.7	9,390.2	9,673.7	10,067.7	10,547.4
자본금	99.3	104.5	104.5	104.5	104.5
자본잉여금	1,085.9	1,621.7	1,621.7	1,621.7	1,621.7
자본조정	(15.0)	(66.9)	35.7	35.7	35.7
기타포괄이익누계액	(80.8)	(112.5)	(112.5)	(112.5)	(112.5)
이익잉여금	7,953.4	7,843.4	8,024.3	8,418.3	8,898.0
비지배주주지분	189.0	251.8	255.6	260.6	266.7
자본총계	9,231.7	9,642.0	9,929.3	10,328.3	10,814.1
순금융부채	(1,268.0)	(1,066.2)	(808.2)	(626.5)	(539.2)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	781.8	820.9	794.6	1,053.0	962.2
당기순이익	798.3	533.4	601.4	712.7	799.5
조정	96.4	48.7	384.5	425.8	458.1
감가상각비	303.7	319.0	356.4	409.5	438.1
외환거래손익	(39.3)	(1.5)	31.5	31.5	31.5
지분법손익	(29.0)	9.4	14.4	(14.4)	14.4
기타	(139.0)	(278.2)	(17.8)	(0.8)	(25.9)
영업활동 자산·부채변동	(112.9)	238.8	(191.3)	(85.5)	(295.4)
투자활동 현금흐름	(1,793.9)	(622.5)	(788.1)	(944.9)	(810.8)
투자자산감소(증가)	(583.0)	(40.2)	(55.2)	(5.6)	(75.7)
자본증가(감소)	(372.5)	(418.6)	(700.0)	(900.0)	(700.0)
기타	(838.4)	(163.7)	(32.9)	(39.3)	(35.1)
재무활동 현금흐름	1,296.3	(185.2)	(83.1)	(109.6)	(107.1)
금융부채증가(감소)	573.9	(78.4)	227.9	201.0	203.4
자본증가(감소)	1,033.5	541.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	42.4	(52.0)	0.1	(0.1)	0.0
배당지급	(353.5)	(595.9)	(311.1)	(310.5)	(310.5)
현금의 증감	284.2	13.2	(127.8)	10.8	86.5
Unlevered CFO	1,206.8	968.4	1,103.7	1,268.9	1,456.2
Free Cash Flow	408.8	402.3	94.6	153.0	262.2

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## 고려아연



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.1.8	BUY	670,000		
23.7.7	BUY	630,000	-21.40%	-11.59%
22.11.8	BUY	780,000	-29.90%	-15.64%
22.10.6	BUY	730,000	-16.53%	-12.33%
22.7.13	BUY	620,000	-9.50%	8.39%
21.10.18	BUY	680,000	-20.21%	-3.38%

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 4월 4일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2024년 4월 4일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.93%	5.61%	0.47%	100%

\* 기준일: 2024년 04월 01일