

고려아연 (010130)

여전히 업종 최선호주

2분기 실적 시장 기대치 부합, 3분기도 양호한 흐름 지속

24.2Q 동사 별도 영업이익 [2,574억원, +35.0% q-q]은 시장 기대치 [1개월 컨센서스 2,687억원]에 대체로 부합했다. <표 2> 아연 Benchmark TC [Treatment Charge, 제련 수수료] 하락 효과 [23년 274달러 → 24년 165달러] 반영 및 정광 선적 차질에 따른 아연 판매량 감소에도 불구하고, ① 큰 폭의 매출액 증가: 2분기 판매가격에 적용되는 귀금속/비철금속 및 환율 상승, ② 가파른 메탈 가격 상승에 따른 재고 효과의 두 요인이 양호한 실적을 견인했다. 동사 연결 영업이익 [2,687억원, +45.6% q-q] 역시 시장 기대치 [1개월 컨센서스 2,686억원]에 부합했다. 페달포인트, 아크에너지 등 신사업 관련 자회사 실적 부진을 “아연 가격 상승 및 가동률 정상화”로 인한 SMC, 스틸사이클, 서린상사 등 관련 자회사 실적 호조가 상쇄했다.

동사의 24.3Q 연결 영업이익 [2,650억원, -1.6% q-q]은 전분기와 유사할 전망이다 <표 2, 3>. 3분기에는 실적 개선 요인 [아연/전기동 및 귀금속 판매량 증가에 따른 매출액 증가]과 둔화 요인 [비철금속 가격 하락 전환에 따른 재고 효과 둔화]이 상호 큰 차이가 없다. 다만 귀금속 및 환율 강세 등 여전히 우호적 환경으로 실적 수준은 여전히 양호하다.

Macro 환경은 불확실하나 여전히 업종 내 최선호주

동사에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 60만원을 유지한다. 여전히 Macro 제반 환경은 동사와 같은 소재 기업에 우호적이지 않지만, 여전히 동사를 업종 내 최선호주로 추천한다. 구체적인 근거는 다음과 같다.

첫째, 중국 등 경기 침체 우려 확대 <그림 1>로 공격적인 금리 인하 가능성이 높아진 현 Macro 국면은 동사 주력 품목인 귀금속 가격에 우호적이다. <그림 2> 여기에 최근 불거진 중동 리스크, 한치도 결과를 알 수 없는 미국 대선 등 지정학적 불확실성 확대로 시장의 안전 자산 선호 현상은 더욱 강화될 전망이다.

둘째, 현 시점 동사 주력 품목인 아연/연 수급이 타 품목 대비 상대적으로 타이트하다. 물론 두 품목의 추세적 가격 상승은 쉽지 않다. 전술한 최대 원자재 수요국인 중국 경기 침체는 물론, 신규 광산의 점진적 가동 확대 [아연] 및 납축전지 수요 둔화 + 중국의 재생연 증설 [연] 등 두 품목 모두 중장기 수급 전망이 그다지 좋지 않기 때문이다. 그러나 최근 아연/연 모두 Spot TC가 (-)를 시현하는 등 단기 수급은 매우 타이트하다. <그림 3> 특히 귀금속 수요가 크게 증가하면서 은 함량이 낮은 [low silver] 연 정광 TC마저도 마이너스로 전환했음을 상기할 필요가 있다. <그림 4>

셋째, 동사 전체 매출에서 약 10% 내외를 차지하는 안티모니, 인듐 등 부산물 가격 강세이다. 정광 공급이 줄어들면 해당 정광에 함유된 주요 부산물 [Minor Metal] 수급 역시 타이트해진다. <그림 5>

넷째, 적극적 주주환원정책이다. 동사는 8/7 (월) 4천억원 규모의 자사주 매입 [소각 등 주주가치 증대 목적 및 종업원 복리 증진 등에 사용] 및 주당 1만원의 중간 배당을 발표했다. 이전 주주환원을 이상을 기대해 봄직한 규모이다.

Company Brief

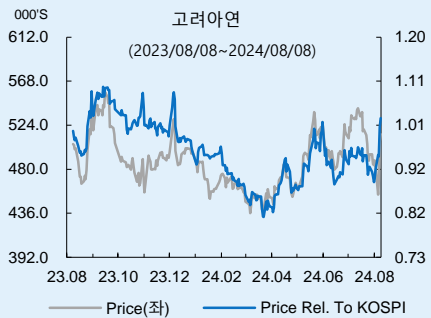
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	600,000원(유지)
증가(2024.08.08)	515,000원
상승여력	16.5%

Stock Indicator	
자본금	105십억원
발행주식수	2,070만주
시가총액	10,662십억원
외국인지분율	18.5%
52주 주가	436,000~557,000원
60일평균거래량	44,066주
60일평균거래대금	22.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.8	4.5	10.4	2.0
상대수익률	7.7	11.3	12.8	2.7

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	9,705	11,995	12,421	12,775
영업이익(십억원)	660	971	957	981
순이익(십억원)	527	627	663	686
EPS(원)	26,127	30,157	32,046	33,153
BPS(원)	449,109	460,518	469,211	479,011
PER(배)	19.1	17.1	16.1	15.5
PBR(배)	1.1	1.1	1.1	1.1
ROE(%)	5.7	6.6	6.9	7.0
배당수익률(%)	1.0	1.9	1.9	1.9
EV/EBITDA(배)	9.4	7.6	7.7	7.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[철강/비철금속]

김윤상

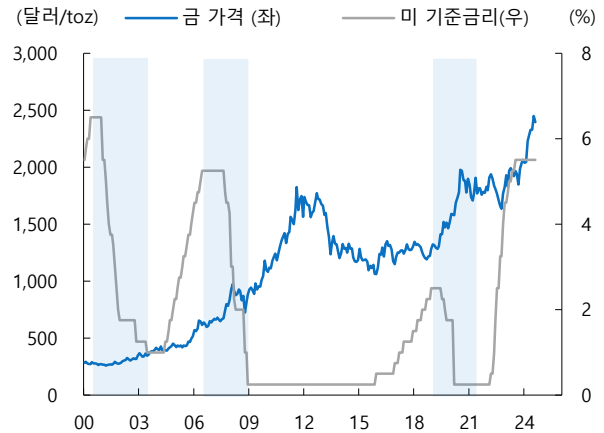
2122-9205 yoonsang.kim@imfnsec.com

그림1. 중국, 금리를 내려도 돈이 돌지 않는 극심한 경기 침체 국면



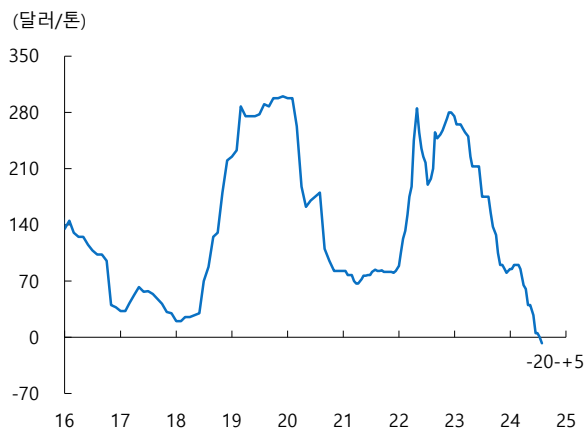
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 미국 기준금리와 금 가격 추이



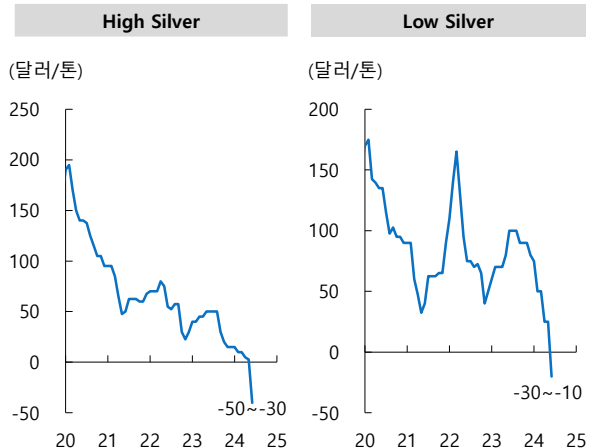
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 아연 Spot TC 추이



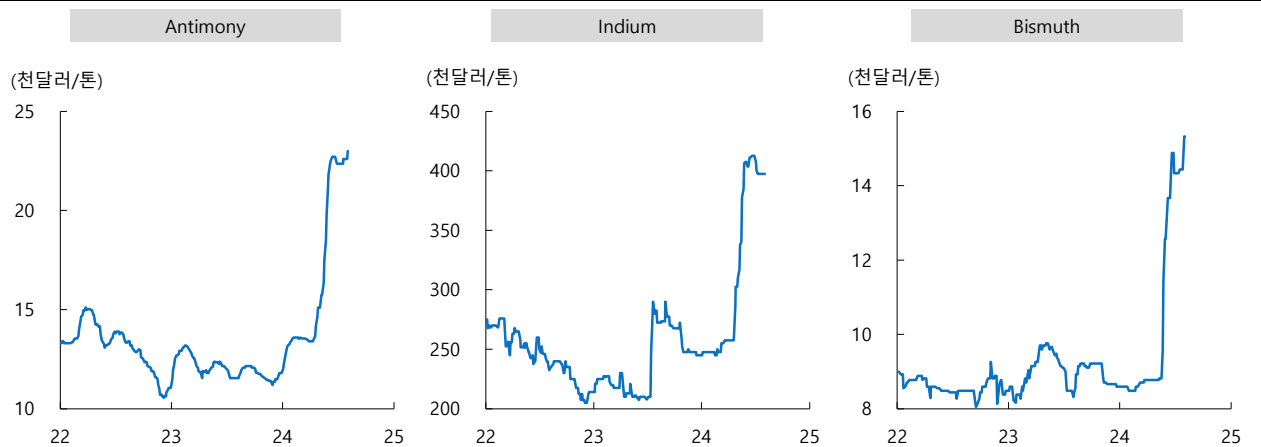
자료: Fastmarket, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 연 Spot TC 추이 : High Silver / Low Silver



자료: Fastmarket, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 주요 Minor Metal 가격 추이



자료: Fastmarket, 하이투자증권 리서치본부

<표1> 고려아연 24.2Q 실적 Review (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2024(a)	y-y	q-q	컨센서스(b)	차이(a-b)
매출액	2,469	2,293	2,415	2,375	3,058	23.8%	28.7%	2,835	7.9%
영업이익	156	160	198	185	269	72.6%	45.6%	269	0.0%
세전이익	170	111	252	153	251	47.3%	63.9%	271	-7.5%
지배주주순이익	121	77	190	107	177	46.6%	65.3%	202	-12.3%
영업이익률	6.3%	7.0%	8.2%	7.8%	8.8%			9.5%	-0.7%p
세전이익률	6.9%	4.8%	10.4%	6.4%	8.2%			9.6%	-1.4%p
지배주주순이익률	4.9%	3.4%	7.9%	4.5%	5.8%			7.1%	-1.3%p

자료: 고려아연, 하이투자증권 리서치본부

<표2> 고려아연 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2024E
매출액	1,815	1,787	1,783	1,906	7,291	1,814	1,988	2,105	2,121	8,027
영업이익	155	165	167	221	707	191	257	253	242	943
영업이익률	8.5%	9.2%	9.3%	11.6%	9.7%	10.5%	12.9%	12.0%	11.4%	11.7%

자료: 고려아연, 하이투자증권 리서치본부

<표3> 고려아연 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2024E
매출액	2,527	2,469	2,293	2,415	9,705	2,375	3,058	3,239	3,323	11,995
영업이익	146	156	160	197	659	185	269	265	253	971
세전이익	195	170	111	252	728	153	251	246	235	885
지배주주순이익	140	121	77	190	527	107	177	176	167	627
영업이익률	5.8%	6.3%	7.0%	8.2%	6.8%	7.8%	8.8%	8.2%	7.6%	8.1%
세전이익률	7.7%	6.9%	4.8%	10.4%	7.5%	6.4%	8.2%	7.6%	7.1%	7.4%
지배주주순이익률	5.5%	4.9%	3.4%	7.9%	5.4%	4.5%	5.8%	5.4%	5.0%	5.2%

자료: 고려아연, 하이투자증권 리서치본부

<표4> 고려아연 수익 추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	신규추정(a)		기존추정(b)		GAP(a/b-1)	
항목	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	11,995	12,421	10,607	10,641	13.1%	16.7%
영업이익	971	957	956	972	1.6%	-1.5%
세전이익	885	931	934	1,009	-5.3%	-7.8%
지배주주순이익	627	663	652	705	-4.0%	-5.9%
영업이익률	8.1%	7.7%	9.0%	9.1%	-0.9%p	-1.4%p
세전이익률	7.4%	7.5%	8.8%	9.5%	-1.4%p	-2.0%p
지배주주순이익률	5.2%	5.3%	6.2%	6.6%	-0.9%p	-1.3%p

자료: 고려아연, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	5,572	5,598	5,731	5,875	매출액	9,705	11,995	12,421	12,775
현금 및 현금성자산	677	188	173	191	증가율(%)	-13.5	23.6	3.6	2.8
단기금융자산	1,408	1,408	1,408	1,408	매출원가	8,743	10,622	11,037	11,363
매출채권	618	757	783	805	매출충이익	962	1,372	1,384	1,412
재고자산	2,638	2,999	3,105	3,194	판매비와관리비	302	402	427	431
비유동자산	6,474	6,811	6,904	7,000	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	3,869	4,179	4,245	4,307	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	883	875	867	860	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	12,046	12,410	12,634	12,876	영업이익	660	971	957	981
유동부채	1,903	2,114	2,153	2,184	증가율(%)	-28.2	47.1	-1.4	2.5
매입채무	903	1,116	1,156	1,189	영업이익률(%)	6.8	8.1	7.7	7.7
단기차입금	619	619	619	619	이자수익	75	57	57	57
유동성장기부채	74	74	74	74	이자비용	42	41	41	41
비유동부채	501	501	501	501	지분법이익(손실)	-29	-16	-16	-8
사채	4	4	4	4	기타영업외손익	-19	-43	7	7
장기차입금	165	165	165	165	세전계속사업이익	728	885	931	963
부채총계	2,404	2,616	2,654	2,685	법인세비용	195	250	261	270
지배주주지분	9,390	9,534	9,714	9,917	세전계속이익률(%)	7.5	7.4	7.5	7.5
자본금	105	104	104	104	당기순이익	533	634	670	693
자본잉여금	1,622	1,622	1,622	1,622	순이익률(%)	5.5	5.3	5.4	5.4
이익잉여금	7,843	8,062	8,315	8,592	지배주주귀속 순이익	527	627	663	686
기타자본항목	-179	-253	-326	-400	기타포괄이익	-73	-73	-73	-73
비지배주주지분	252	260	266	273	총포괄이익	460	561	597	620
자본총계	9,642	9,794	9,981	10,190	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	821	405	738	773	주당지표(원)				
당기순이익	533	634	670	693	EPS	26,127	30,157	32,046	33,153
유형자산감가상각비	312	330	334	338	BPS	449,109	460,518	469,211	479,011
무형자산상각비	7	8	8	7	CFPS	41,932	46,394	48,536	49,848
지분법관련손익(이익)	-29	-16	-16	-8	DPS	15,000	20,000	20,000	20,000
투자활동 현금흐름	-622	-854	-554	-554	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-416	-800	-500	-500	PER	19.1	17.1	16.1	15.5
무형자산의 처분(취득)	-19	-	-	-	PBR	1.1	1.1	1.1	1.1
금융상품의 증감	-342	-50	-50	-50	PCR	11.9	11.1	10.6	10.3
재무활동 현금흐름	-316	-297	-402	-404	EV/EBITDA	9.4	7.6	7.7	7.5
단기금융부채의증감	-203	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	5	-	-	-	ROE	5.7	6.6	6.9	7.0
자본의증감	527	-1	-	-	EBITDA이익률	10.1	10.9	10.5	10.4
배당금지급	-24	-24	-24	-24	부채비율	24.9	26.7	26.6	26.3
현금및현금성자산의증감	-104	-488	-16	19	순부채비율	-12.7	-7.5	-7.2	-7.2
기초현금및현금성자산	781	677	188	173	매출채권회전율(x)	15.1	17.5	16.1	16.1
기말현금및현금성자산	677	188	173	191	재고자산회전율(x)	3.6	4.3	4.1	4.1

자료 : 고려아연, 하이투자증권 리서치본부

고려아연 투자이전 및 목표주가 변동추이

일자	투자이전	목표주가	과리율		
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2022-10-05	Buy	700,000	-11.5%	-6.0%	
2022-11-29	Buy	750,000	-22.7%	-16.0%	
2023-01-10	Buy	700,000	-20.8%	-18.1%	
2023-02-06	Buy	670,000	-20.5%	-9.0%	
2023-06-07	Buy	640,000	-25.1%	-20.8%	
2023-07-25	Buy	600,000	-17.8%	-7.2%	
2024-02-06	Buy	590,000	-22.9%	-19.8%	
2024-04-09	Buy	570,000	-13.9%	-5.8%	
2024-06-11	Buy	600,000			

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이전]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%