

고려아연 (010130)

이태환

taehwan.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

630,000

유지

현재주가

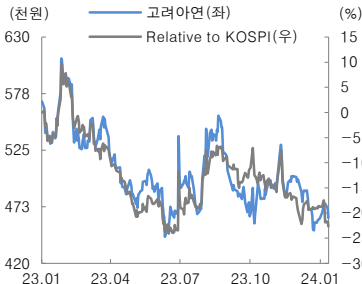
462,000

(24.02.06)

비철금속업종

KOSPI	2576.2
시가총액	9,660십억원
시가총액비중	0.50%
자본금(보통주)	105십억원
52주 최고/최저	610,000원 / 444,500원
120일 평균거래대금	223억원
외국인지분율	18.16%
주요주주	영풍 외 58 인 42.61% 국민연금공단 7.86%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.2	-6.4	-6.5	-13.3
상대수익률	-5.2	-9.1	-5.5	-18.0



변수는 있어도 실적 회복 방향은 분명

- 연결 영업이익 1,972억원(+92.2% yoy) 기록. 시장 컨센서스에 부합
- 별도 영업이익 2천억원대 및 OPM 10% 상회 성공. 아연 가격 안정화 효과
- 생산·판매 확대 통한 프리미엄, 부산물 판매이익 증가 전략. 실적 회복 기대

투자의견 매수, 목표주가 630,000원 유지

목표주가는 2024E BPS 447,245원에 타깃 PBR 1.4배 적용. 타깃 PBR은 과거 귀 금속 가격 상승기 초입의 평균 PBR을 10% 할인

4Q23 Review 우리가 알던 고려아연이 돌아왔다

4Q23 연결기준 매출액 2,4조원(-18.5% yoy), 영업이익 1,972억원(+92.2% yoy), OPM 8.2%(+4.7%p yoy) 기록. 잠정 영업이익은 시장 컨센서스에 부합

별도 영업이익이 2,210억원(+41.4% yoy, OPM 11.6%)을 기록하면서, 3Q22 이후 5개 분기만에 영업이익 2천억원대 및 OPM 10%를 상회하는데 성공. 아연 가격 안정화(3Q23 \$2,429→4Q23 \$2,498)와 더불어 아연, 연, 구리 판매량이 전분기 대비 크게 증가했던 부분이 외형 확대 및 수익성 개선에 기여한 것으로 판단

별도 실적 회복이 확인된 것에 반해, 연결 자회사 실적은 기대 이하였던 모습. SMC가 페리옥사이드 공법 변경 이후 가동률 회복 과정에서 일회성 비용이 발생 하며 OPM이 1.5%에 불과했고, 스틸사이클은 가동중단에 따른 판매량 감소로 여전히 적자를 지속. 페달포인트(E-Scrap), 케이잼(동박) 등도 영업손실 구간에 위치

변수는 있어도 실적 회복 방향은 분명

2024년 판매계획을 발표. 아연 65만톤, 연 45만톤, 은 2,108톤, 금 9,008kg, 동 37,600톤으로, 전 제품에 걸쳐 전년 목표량을 상회하는 목표치 제시. BM TC 하락이 불가피한 환경인 만큼, 제품 생산·판매 확대를 통해 프리미엄 이익 및 부산물 판매 이익을 바탕으로 수익성 개선에 나서는 것으로 판단

광산업체 감산 영향으로 아연 가격이 안정화 됐고, Spot TC 하락도 바닥을 다지는 상황. TC 변수는 있지만, 업종 내 상대적으로 편안한 실적 회복을 기대할 수 있을 것

(단위: 십억원 %)

구분	4Q22	3Q23	직전추정	잠정치	4Q23			1Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,962	2,293	2,557	2,415	-18.5	5.3	2,529	2,411	-4.6	-0.2
영업이익	103	160	207	197	92.2	22.9	198	219	50.1	11.0
순이익	258	77	145	190	-26.4	146.5	146	154	10.2	-18.9

자료: 고려아연, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	9,977	11,219	9,705	9,759	10,178
영업이익	1,096	919	659	812	957
세전순이익	1,139	881	728	805	982
총당기순이익	811	798	533	597	730
자비자분순이익	807	781	527	589	720
EPS	42,755	40,572	26,137	28,180	34,433
PER	12.0	13.9	19.1	16.7	13.7
BPS	403,163	469,994	454,790	447,245	461,819
PBR	1.3	1.2	1.0	1.0	1.0
ROE	11.1	9.4	5.8	6.4	7.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 고려아연, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	9,847	10,046	9,705	9,759	-1.5	-2.9
판매비와 관리비	263	255	263	248	0.1	-2.8
영업이익	669	757	659	812	-1.4	7.3
영업이익률	6.8	7.5	6.8	8.3	0.0	0.8
영업외손익	12	-41	69	-7	492.1	적자유지
세전순이익	680	716	728	805	7.0	12.5
자비자분순이익	483	503	527	589	9.3	17.1
순이익률	4.9	5.1	5.5	6.1	0.6	1.1
EPS(자비자분순이익)	23,922	24,055	26,137	28,180	9.3	17.1

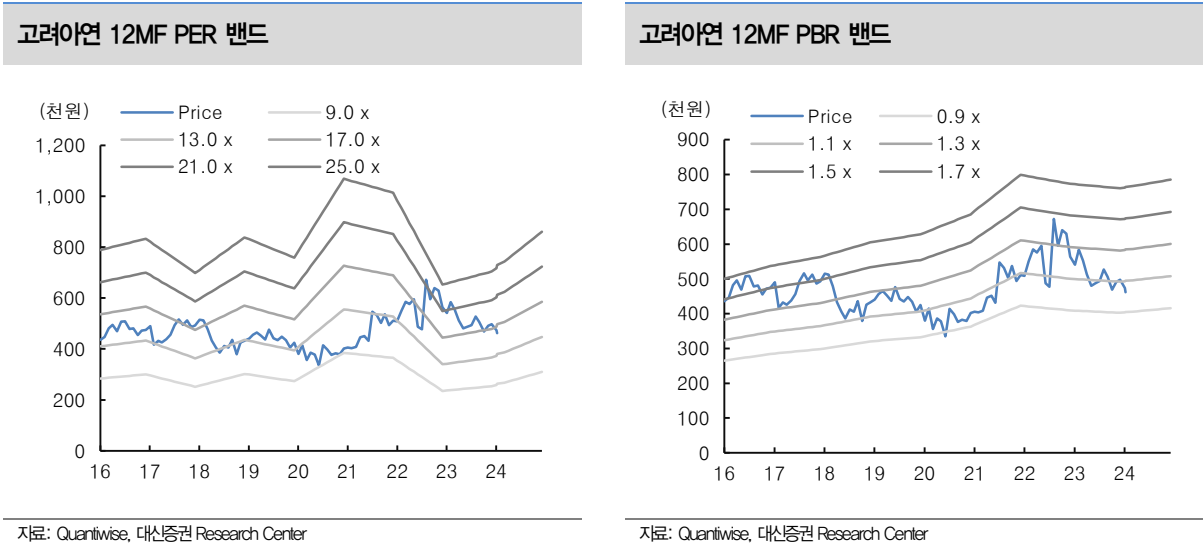
자료: 고려아연, 대신증권 Research Center

고려아연 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

		비고
BPS	447,245	고려아연 2024E BPS
Target PBR	1.4	과거 귀금속 가격 상승기 초입(2016, 2020)의 평균 PBR 을 10% 할인 적용
적정주가	626,130	BPS * Target PBR
목표주가	630,000	626,130≒630,000
현재주가	462,000	2024.02.06 기준
현재 PBR	0.98	2024.02.06 기준
상승여력(%)	36.4	

자료: 대신증권 Research Center



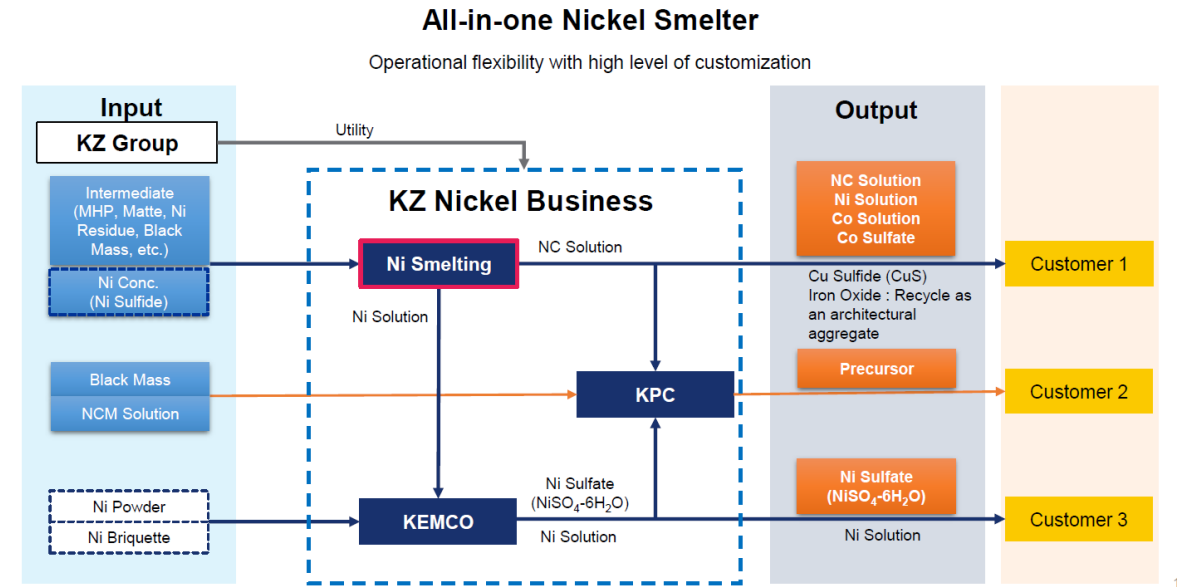
고려아연 분기/연간 실적 추정

(단위: 십억원, %, 천톤, 천원/톤, 달러/톤)

	(단위)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023P	2024E
별도 매출액	(십억원)	1,815	1,787	1,783	1,906	1,889	1,839	1,871	1,882	7,291	7,481
YoY	(%)	-0.1%	-12.9%	-13.0%	-11.9%	4.1%	2.9%	5.0%	-1.3%	-9.8%	2.6%
QoQ	(%)	-16.1%	-1.5%	-0.2%	6.9%	-0.9%	-2.6%	1.7%	0.6%		
아연 매출액	(십억원)	681	653	548	578	582	570	579	581	2,460	2,312
연 매출액	(십억원)	280	288	328	406	353	332	346	352	1,302	1,383
금 매출액	(십억원)	231	188	175	161	198	194	194	193	755	780
은 매출액	(십억원)	407	448	548	522	518	512	512	511	1,925	2,052
구리 매출액	(십억원)	84	92	76	92	100	98	104	105	344	408
아연 판매량	(천톤)	156	177	159	162	161	161	164	164	654	651
연 판매량	(천톤)	89	91	104	126	113	109	113	115	411	450
금 판매량	(kg)	2,976	2,245	2,145	1,932	2,255	2,251	2,253	2,238	9,298	8,997
은 판매량	(톤)	439	453	546	532	517	522	529	536	1,970	2,104
구리 판매량	(천톤)	6	7	6	6	7	8	7	8	31	38
아연 ASP	(\$/MT)	3,411	2,812	2,623	2,705	2,709	2,729	2,757	2,781	2,888	2,744
연 ASP	(\$/MT)	2,462	2,407	2,396	2,432	2,344	2,358	2,383	2,402	2,424	2,372
금 ASP	(\$/g)	61	64	62	63	66	67	67	68	62	67
은 ASP	(\$/kg)	726	752	766	743	751	757	754	751	747	753
구리 ASP	(\$/MT)	9,979	9,605	7,766	8,033	8,962	8,504	8,426	8,243	8,534	8,296
별도 영업이익	(십억원)	155	165	167	221	234	187	212	214	707	847
YoY	(%)	-29.8%	-52.7%	-19.3%	41.4%	51.2%	13.5%	27.1%	-3.0%	-24.1%	19.8%
QoQ	(%)	-0.9%	6.3%	1.2%	32.6%	5.9%	-20.2%	13.4%	1.2%		
별도 OPM	(%)	8.5%	9.2%	9.3%	11.6%	12.4%	10.2%	11.3%	11.4%	9.7%	11.3%
아연 TC	(십억원)	230	285	274	274	274	150	150	150	266	181
연 TC	(십억원)	130	110	110	110	110	100	100	100	115	103
연결 매출액	(십억원)	2,527	2,469	2,293	2,415	2,411	2,394	2,463	2,492	9,705	9,759
YoY	(%)	-5.0%	-13.4%	-16.4%	-18.5%	-4.6%	-3.1%	7.4%	3.2%	-13.5%	0.6%
QoQ	(%)	-14.7%	-2.3%	-7.1%	5.3%	-0.2%	-0.7%	2.9%	1.2%		
연결 영업이익	(십억원)	146	156	160	197	219	178	205	210	659	812
YoY	(%)	-48.8%	-59.2%	6.5%	92.2%	50.1%	14.1%	28.0%	6.7%	-28.3%	23.2%
QoQ	(%)	42.0%	6.8%	3.0%	22.9%	11.0%	-18.8%	15.6%	2.5%		
연결 OPM	(%)	5.8%	6.3%	7.0%	8.2%	9.1%	7.4%	8.3%	8.4%	6.8%	8.3%
연결 당기순이익	(십억원)	138	124	78	193	156	134	149	158	533	597
자배주주순이익	(십억원)	140	121	77	190	154	132	147	156	527	589
YoY	(%)	-11.4%	-58.5%	4.5%	-26.4%	10.2%	9.6%	90.4%	-17.8%	-32.4%	11.7%
QoQ	(%)	-45.8%	-13.8%	-36.1%	146.5%	-18.9%	-14.3%	11.1%	6.4%		

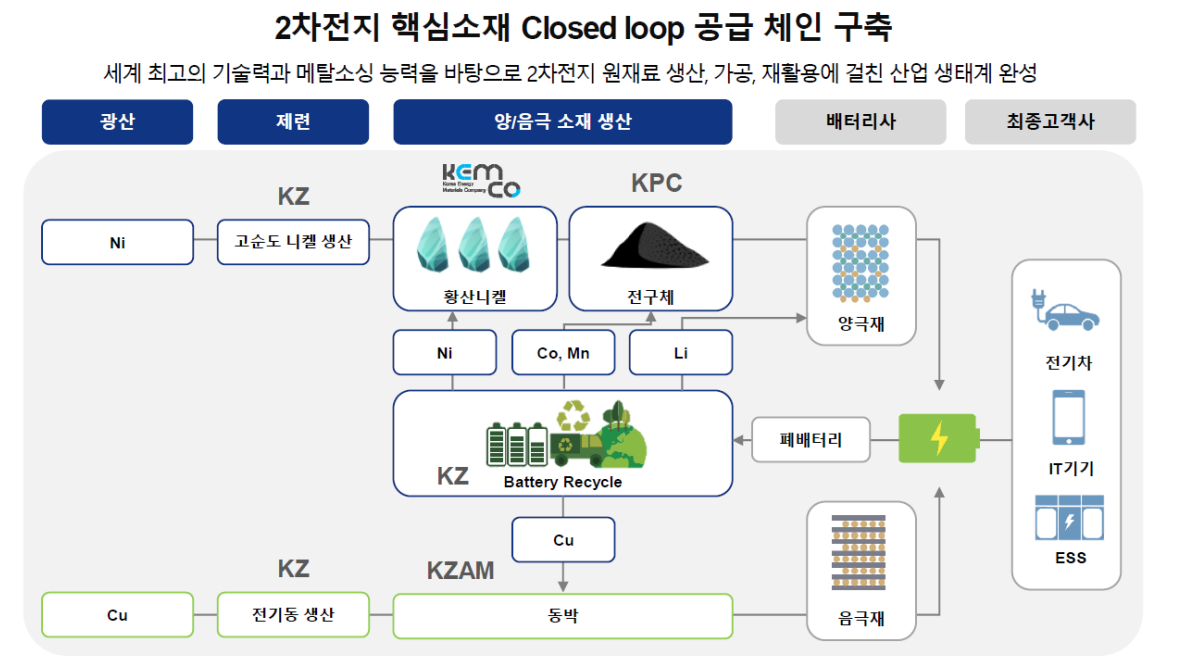
자료: 대신증권 Research Center

고려아연 All-in-one 니켈 제련소



자료: 고려아연 대산증권 Research Center

이차전지 소재사업 Closed loop 체인 구성



자료: 고려아연 대산증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

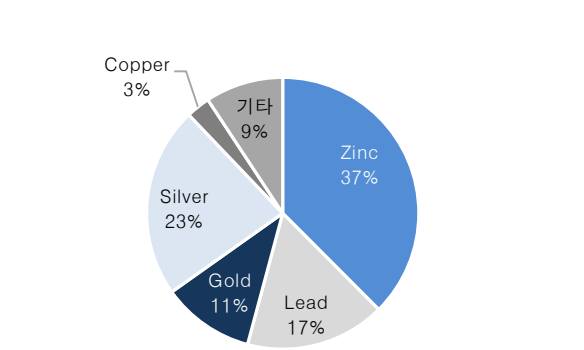
- 영풍그룹 계열사로 분류되는 국내 최대의 비철금속 제련업체
- 주력사업은 아연 연(납) 주괴 생산 및 판매이며, 이외 부산물로 생산되는 금, 은 등의 귀금속을 판매
- 국내 온산에 위치한 일관제련소와 호주 SMC 아연제련소를 운영. 종속회사인 장크옥사이드코퍼레이션, 서린상사 등이 연결 반영
- 자산 11조 9,534억원 부채 2조 3,916억원 자본 9조 5,618억원
- 발행주식 수: 19,863,158주 / 자기주식수: 0주

주가 변동요인

- 아연 연 Benchmark Treatment Charge 계약
- 아연 연 금, 은 등 금속가격 추이
- 주요 비철금속 광석 수급 전망

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함 2023년 9월 기준
자료: 고려이연, 대산증권 Research Center

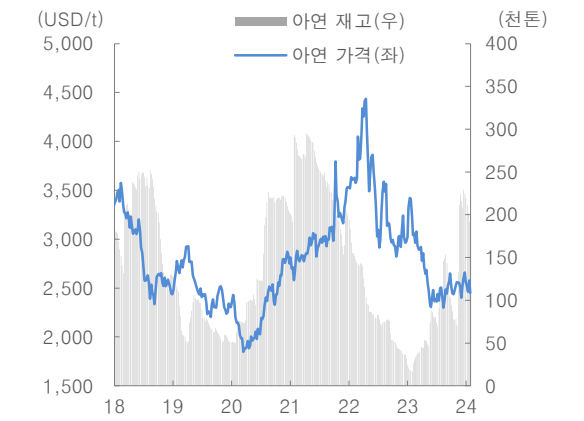
매출 비중 추이



주: 2022년 매출액 기준
자료: 고려이연, 대산증권 Research Center

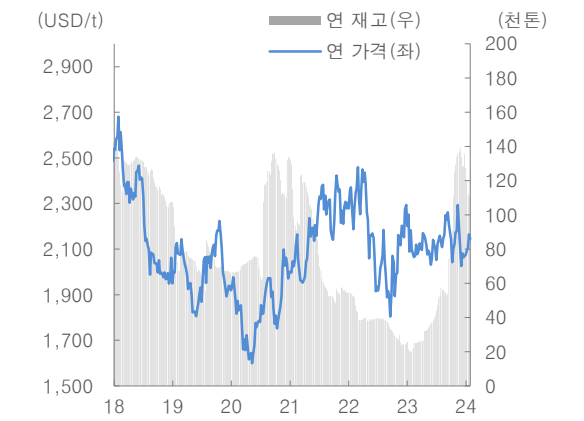
2. Earnings Driver

LME 아연(Zinc) 3M 선물 가격



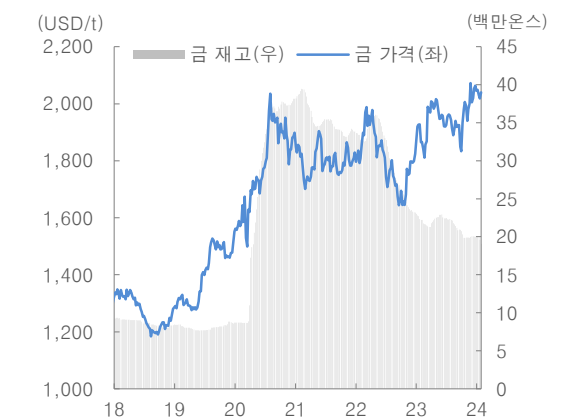
자료: Bloomberg, 대산증권 Research Center

LME 연(Lead) 3M 선물 가격



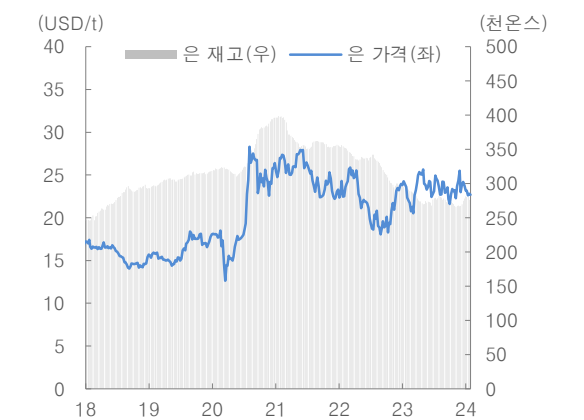
자료: Bloomberg, 대산증권 Research Center

CMX 금(Gold) 현물 가격



자료: Bloomberg, 대산증권 Research Center

CMX 은(Silver) 현물 가격



자료: Bloomberg, 대산증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	9,977	11,219	9,705	9,759	10,178
매출원가	8,720	10,050	8,782	8,699	8,962
매출총이익	1,256	1,169	922	1,060	1,217
판매비와관리비	160	250	263	248	260
영업이익	1,096	919	659	812	957
영업외수익	11.0	8.2	6.8	8.3	9.4
EBITDA	1,386	1,223	953	1,107	1,252
영업외손익	43	-38	69	-7	25
관계기업손익	3	30	-6	13	13
금융수익	220	332	252	211	214
외환포함이익	77	161	123	123	123
금융비용	-173	-366	-210	-243	-232
외환포함손실	2	37	27	27	27
기타	-6	-33	33	12	31
법인세비용차감전순이익	1,139	881	728	805	982
법인세비용	-328	-83	-195	-209	-252
계속사업순이익	811	798	533	597	730
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	811	798	533	597	730
당기순이익률	8.1	7.1	5.5	6.1	7.2
비재계분순이익	4	18	6	8	10
재계분순이익	807	781	527	589	720
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	10	-6	-6	-6	-6
포괄순이익	908	734	468	532	665
비재계분포괄이익	5	17	5	7	9
재계분포괄이익	902	717	463	525	656

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	42,755	40,572	26,137	28,180	34,433
PER	12.0	13.9	19.1	16.7	13.7
BPS	403,163	469,994	454,790	447,245	461,819
PBR	1.3	1.2	1.0	1.0	1.0
EBITDAPS	73,448	63,561	47,210	52,940	59,883
EV/EBITDA	5.9	8.3	8.7	7.6	6.8
SPS	528,711	583,125	480,872	466,755	486,809
PSR	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
CFPS	74,213	62,723	60,128	60,529	69,125
DPS	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증/감률	31.6	12.5	-13.5	0.6	4.3
영업이익 증/감률	22.1	-16.1	-28.3	23.2	17.8
순이익 증/감률	41.1	-1.6	-33.2	12.0	22.2
수익성					
ROIC	14.2	13.1	7.1	8.9	10.2
ROA	11.9	8.3	5.4	6.6	7.5
ROE	11.1	9.4	5.8	6.4	7.6
안정성					
부채비율	28.8	31.0	30.1	30.6	31.2
순차입금비율	-20.4	-13.7	-16.4	-15.3	-13.3
이자보상비율	263.2	26.7	13.9	21.1	23.5

자료: 고려아연 대산증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	5,689	6,071	6,021	6,185	6,524
현금및현금성자산	466	781	1,132	1,132	1,083
매출채권 및 기타채권	532	654	570	573	596
재고자산	2,909	2,825	2,444	2,458	2,563
기타유동자산	1,782	1,810	1,875	2,022	2,282
비유동자산	4,275	6,027	6,165	6,271	6,390
유형자산	3,459	3,694	3,767	3,777	3,787
관계기업투자지급	138	426	470	533	595
기타비유동자산	678	1,906	1,928	1,961	2,008
자산총계	9,964	12,098	12,187	12,455	12,914
유동부채	1,771	2,319	2,257	2,338	2,467
매입채무 및 기타채무	1,175	1,120	991	996	1,032
차입금	296	792	842	892	942
유동성채무	8	12	10	0	0
기타유동부채	292	395	414	450	494
비유동부채	459	547	562	577	603
차입금	126	206	226	246	266
전환증권	1	3	3	3	3
기타비유동부채	332	338	333	328	334
부채총계	2,230	2,866	2,819	2,915	3,069
자본부분	7,608	9,043	9,178	9,351	9,656
자본금	94	99	105	105	105
자본잉여금	57	1,086	1,086	1,086	1,086
이익잉여금	7,518	7,953	8,084	8,257	8,561
기타자본변동	-62	-96	-96	-96	-96
비재계분	127	189	189	189	189
자본총계	7,734	9,232	9,367	9,540	9,845
순차입금	-1,574	-1,268	-1,535	-1,456	-1,311

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	607	785	1,237	936	988
당기순이익	811	798	533	597	730
비현금항목의 가감	589	409	680	669	716
감가상각비	290	304	294	295	295
외환손익	5	-39	82	82	82
자본법평가손익	-3	-30	6	-13	-13
기타	297	174	298	304	350
자산부채의 증감	-544	-110	215	-133	-213
기타현금흐름	-250	-312	-191	-197	-243
투자활동 현금흐름	-578	-1,797	-206	-180	-201
투자자산	-194	-1,633	-59	-87	-100
유형자산	-463	-373	-362	-300	-300
기타	79	209	215	206	199
재무활동 현금흐름	2	1,296	-442	-474	-463
단기차입금	138	507	50	50	50
사채	4	0	0	0	0
장기차입금	122	41	20	20	20
유상증자	0	472	5	0	0
현금배당	-278	-355	-397	-416	-415
기타	15	632	-120	-128	-118
현금의 증감	41	315	351	0	-49
기초 현금	426	466	781	1,132	1,132
기말 현금	466	781	1,132	1,132	1,083
NOPLAT	781	832	483	602	711
FCF	592	757	414	597	706

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

당사는 고려아연(010130)의 지분을 보유하고 있으며, 이를 투자자에게 고지할 의무가 있습니다.

(담당자:이태환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

고려아연(010130) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	24.02.07	23.11.13	23.10.13	23.04.13	23.01.03	22.09.06
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	630,000	630,000	700,000	700,000	750,000	770,000
과다율(평균%)		(23.05)	(31.79)	(28.55)	(26.60)	(21.00)
과다율(최대/최소%)		(15.87)	(29.50)	(20.43)	(18.67)	(14.55)

제시일자	22.06.29	22.04.29	22.02.17
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	670,000	790,000	680,000
과다율(평균%)	(21.91)	(30.45)	(13.52)
과다율(최대/최소%)	0.30	(24.68)	(3.38)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240204)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.3%	9.7%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상