

고려아연 (010130)

“연, 금, 은” 고려아연

투자의견

BUY(유지)

목표주가

640,000 원(유지)

현재주가

515,000 원(08/08)

시가총액

10,662 (십억원)

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

■ 2Q24 Review: 연결 매출액 3조 581억원, 영업이익 2,687억원 기록(OPM 8.8%)

- 정광 선적 지연으로 판매량(아연 -9.8%qoq, 연 -2.4%qoq, 금 -4.9%, 은 -0.9%)이 감소했지만, **우호적인 환율**(1Q 1,330원/달러→2Q 1,371달러)과 **금속 ASP 상승**(아연 +7.9%qoq, 연 +3.7%, 금 +25.4%, 은 +14.3%, 구리 +15.6%)으로 영업이익 기준 컨센서스를 +5% 상회

■ 3분기 “연, 금, 은” 판매량 증가 기대해봅니다.

- 낮아진 BM TC(‘23년 274\$/톤→‘24년 165\$/톤)와 Spot TC가 -20\$/톤으로 하락했지만, 2Q 실적을 통해 TC 외에도 래깅 효과, 환율 효과, 금속 가격 효과 등으로 **수익성 증명**(1Q 리뷰 자료 참고). 3Q에는 연 생산량 증가에 동반하여 귀금속 생산, 판매량도 증가할 것으로 기대하여 3Q 연결 영업이익 2,597억원, 별도 영업이익 2,485억원 전망

■ 투자의견 ‘BUY’, 목표주가 640,000원 유지

- ‘22년, ‘23년 유상증자로 발행 주식 수가 각각 5.3%, 5.3% 늘어나 유상증자 전 대비 +10.8% 증가. ROE가 낮아지고 있는 추세에 주식 수까지 늘어나 주가 상승이 어려웠음. 올해는 5월 자사주 소각(944억원), 취득(1,496억원)에 이어 8월 자사주 취득(4,000억)과 중간배당(2,055억원)을 진행. 꾸준한 배당 성향 증가, 특수관계인 지분 확대와 자사주 매입/소각은 주가 측면에서 긍정적으로 작용할 것

주가(원,08/08)	515,000
시가총액(십억원)	10,662
발행주식수	20,703천주
52주 최고가	564,000원
최저가	435,000원
52주 일간 Beta	0.64
60일 평균거래대금	223억원
외국인 지분율	18.4%
배당수익률(2024E, %)	2.9%
주주구성	
영풍 (외 63인)	48.8%
한화에너지투에너지 유에스에이 코퍼레이션 (외 3인)	7.8%

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	11,219	9,705	12,018	13,581
영업이익	919	660	962	1,024
세전손익	881	728	902	998
당기순이익	798	533	640	714
EPS(원)	39,299	25,217	30,095	33,553
증감률(%)	-8.1	-35.8	19.3	11.5
PER(배)	14.4	19.7	17.1	15.3
ROE(%)	9.4	5.7	6.5	6.9
PBR(배)	1.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	9.3	10.7	8.2	7.4

자료: 유진투자증권

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	7.7	12.8	2.7
절대기준	-2.8	10.4	2.0

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	640,000	640,000	-
영업이익(24)	962	1,071	▼
영업이익(25)	1,024	1,236	▼

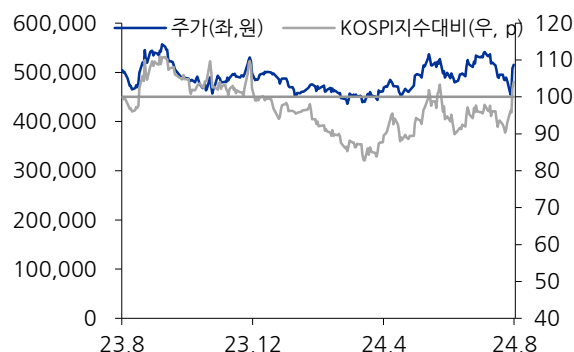
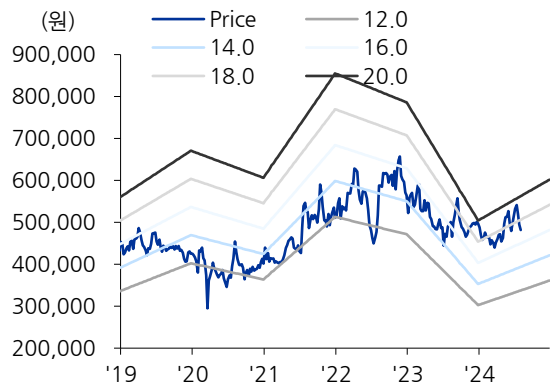


도표 1. 고려아연 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024F
매출액	2,527	2,469	2,293	2,415	2,375	3,058	3,282	3,302	11,219	9,705	12,018
고려아연	1,815	1,787	1,783	1,906	1,814	1,988	2,230	2,245	8,081	7,291	8,276
자회사	712	682	510	509	562	1,070	1,053	1,057	3,138	2,413	3,742
영업이익	146	156	160	198	185	269	260	249	919	660	962
영업이익률(%)	5.8	6.3	7.0	8.2	7.8	8.8	7.9	7.5	8.2	6.8	8.0
고려아연	155	165	167	221	191	257	249	236	931	707	932
자회사	-9	-9	-6	-23	-6	11	11	13	-12	-47	30
세전이익	195	170	111	252	153	251	255	244	881	728	902
당기순이익	138	124	78	193	112	175	181	171	798	533	640
판매량											
아연(천톤)	156	177	159	162	169	152	163	166	634	654	650
연(천톤)	89	91	104	126	115	113	115	118	422	411	461
금(kg)	2,976	2,245	2,155	1,932	1,753	1,667	2,293	2,242	11,645	9,308	7,955
은(톤)	439	453	546	532	501	497	568	538	2,037	1,970	2,103
동(톤)	7,346	8,224	6,880	8,454	7,529	7,974	9,980	11,096	26,107	30,904	36,579
ASP(천원)											
아연	4,355	3,700	3,436	3,568	3,530	3,928	3,962	3,936	4,781	3,760	3,835
연	3,141	3,161	3,138	3,208	3,068	3,280	3,155	3,132	3,182	3,165	3,158
금	77,779	83,931	81,013	83,442	88,283	103,179	105,720	107,680	76,399	81,187	101,897
은	926	989	1,003	981	1,001	1,180	1,283	1,290	901	977	1,193
동	11,445	11,194	11,025	10,869	11,262	13,419	12,828	12,918	11,415	11,127	12,662

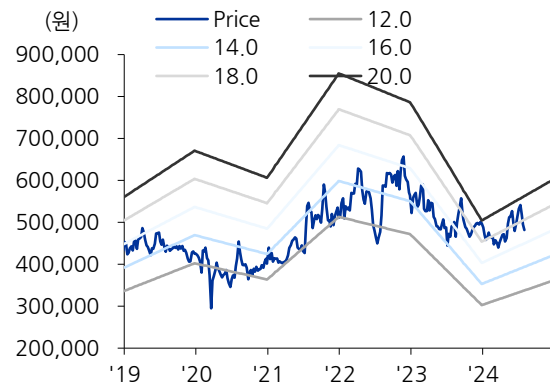
자료: 유진투자증권

도표 1. 고려아연 PER Band



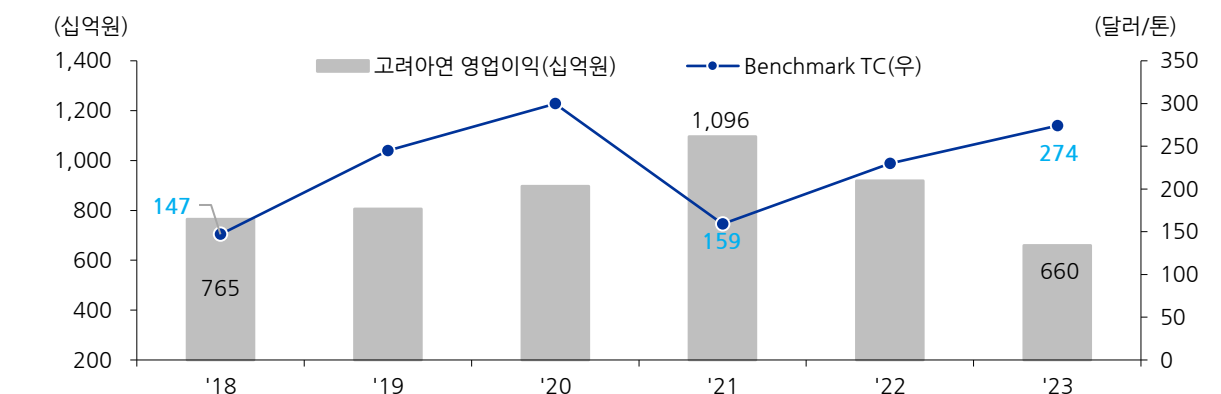
자료: 유진투자증권

도표 2. 고려아연 PBR Band



자료: 유진투자증권

도표 3. 고려아연 영업이익과 BM TC 추이



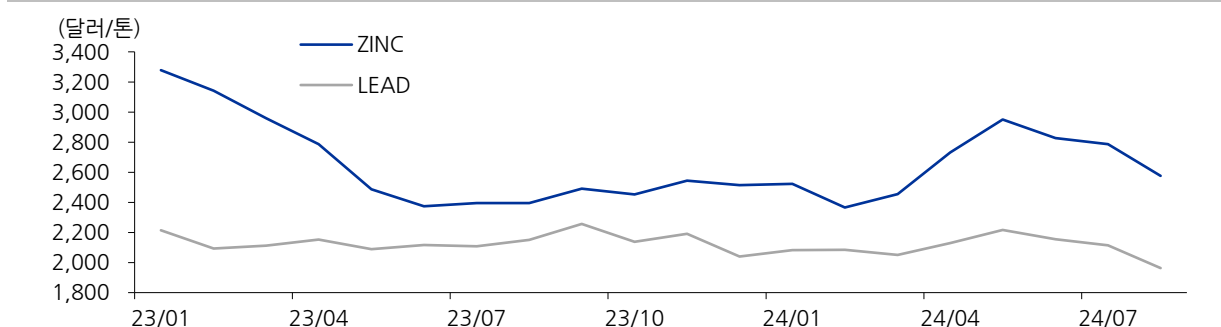
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 4. 고려아연 2024 년 금속 별 판매량 가이드스와 직전 4 년간 생산량 추이

금속	2024 년 판매 가이드스	2023 년 생산량	2022 년 생산량	2021 년 생산량	2020 년 생산량
아연(MT)	650,000	654,245	634,414	636,299	650,683
연(MT)	450,000	410,930	422,463	429,022	414,556
은(MT)	2,108	1,970	2,037	2,226	2,304
금(kg)	9,008	9,298	11,899	13,886	9,205
동(MT)	37,600	30,904	26,107	27,443	25,754

자료: 고려아연, 유진투자증권

도표 5. 2023~2024 년 월간 아연, 연 가격 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 6. 2023~2024 년 월간 금 가격 추이

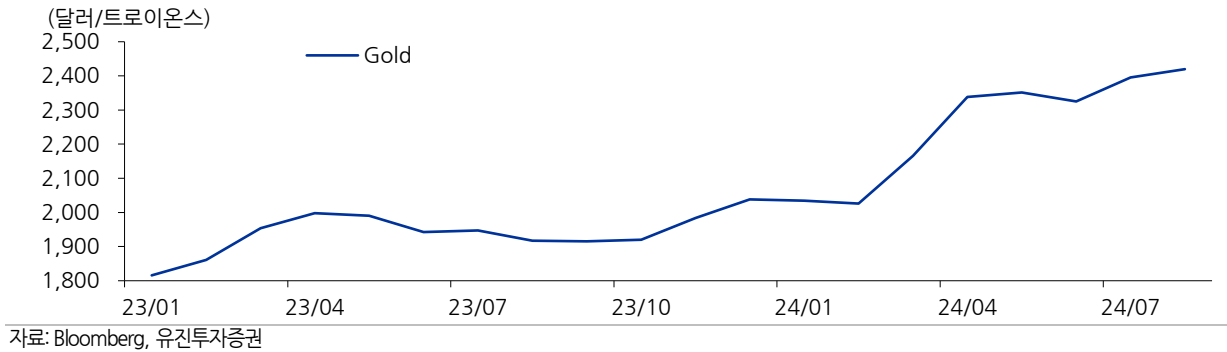
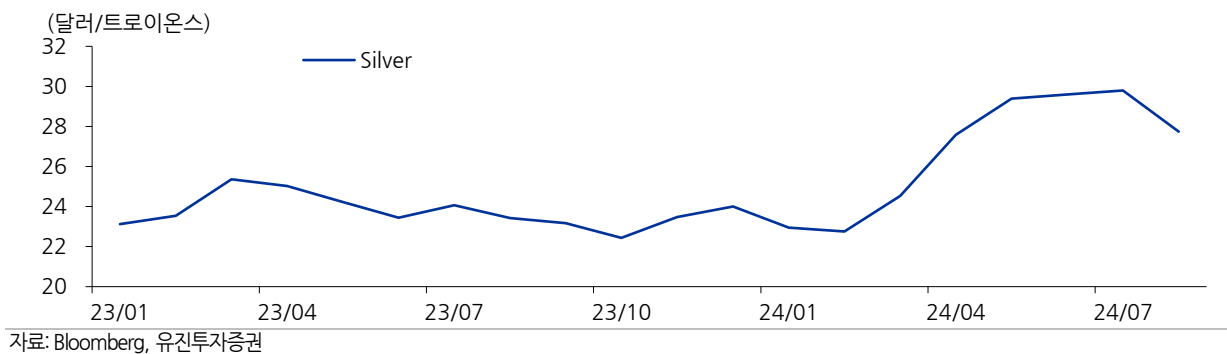


도표 7. 2023~2024 년 월간 금 가격 추이

도표 8. TC 변화에 따른 고려아연 실적 변화: TC ± 1 달러/톤 변화 시 영업이익 ± 12.2 억원

가정						
환율(원/달러)	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350
아연 가격(달러/톤)	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700
아연 정광 매입량(톤)	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000
아연 정광 품위(%)	53	53	53	53	53	53
TC(달러/톤)	165	274	200	210	220	230
Payable Ratio	85	85	85	85	85	85
Recovery rate	99	99	99	99	99	99
2 차 원료 아연 생산량(톤) (LGZC+EAFD)	250,000	250,000	250,000	250,000	250,000	250,000
수익 요소별 이익						
TC(십억원)	200.5	332.9	243.0	255.2	267.3	279.5
Free Metal(십억원)	229.6	229.6	229.6	229.6	229.6	229.6
2 차 원료 이익(십억원)	189.5	189.5	189.5	189.5	189.5	189.5

자료: 유진투자증권

도표 9. 아연 가격 변화에 따른 고려아연 실적 변화: 아연 가격 ± 1 달러/톤 변화 시 영업이익 ± 1.6 억원

가정						
환율(원/달러)	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350
아연 가격(달러/톤)	2,600	2,700	2,800	2,900	3,000	3,100
아연 정광 매입량(톤)	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000
아연 정광 품위(%)	53	53	53	53	53	53
TC(달러/톤)	165	165	165	165	165	165
Payable Ratio	85	85	85	85	85	85
Recovery rate	99	99	99	99	99	99
2 차 원료 아연 생산량(톤) (LGZC+EAFD)	250,000	250,000	250,000	250,000	250,000	250,000
수익 요소별 이익						
TC(십억원)	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5
Free Metal(십억원)	221.1	229.6	238.1	246.6	255.2	263.7
2 차 원료 이익(십억원)	182.5	189.5	196.6	203.6	210.6	217.6

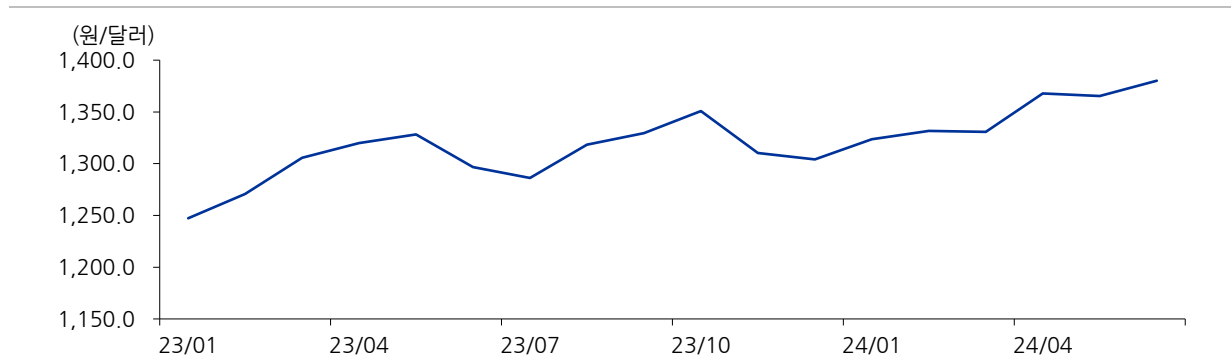
자료: 유진투자증권

도표 10. 환율 변화에 따른 고려아연 실적 변화: 환율 ± 1 원/달러 변화 시 영업이익 ± 5 억원 변동

가정						
환율(원/달러)	1,150	1,200	1,250	1,300	1,350	1,400
아연 가격(달러/톤)	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700
아연 정광 매입량(톤)	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000
아연 정광 품위(%)	53	53	53	53	53	53
TC(달러/톤)	165	165	165	165	165	165
Payable Ratio	85	85	85	85	85	85
Recovery rate	99	99	99	99	99	99
2 차 원료 아연 생산량(톤) (LGZC+EAFD)	250,000	250,000	250,000	250,000	250,000	250,000
수익 요소별 이익						
TC(십억원)	170.8	178.2	185.6	193.1	200.5	207.9
Free Metal(십억원)	195.6	204.1	212.6	221.1	229.6	238.1
2 차 원료 이익(십억원)	161.5	168.5	175.5	182.5	189.5	196.6

자료: 유진투자증권

도표 11. 2023~2024 년 월간 원/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 12. 고려아연 분기별 아연 판매량 추이 및 전망

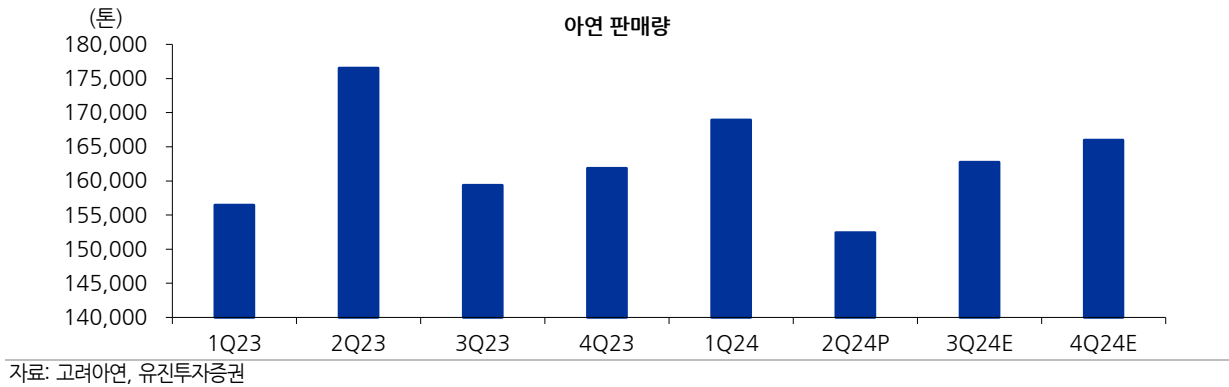


도표 13. 고려아연 분기별 연 판매량 추이 및 전망

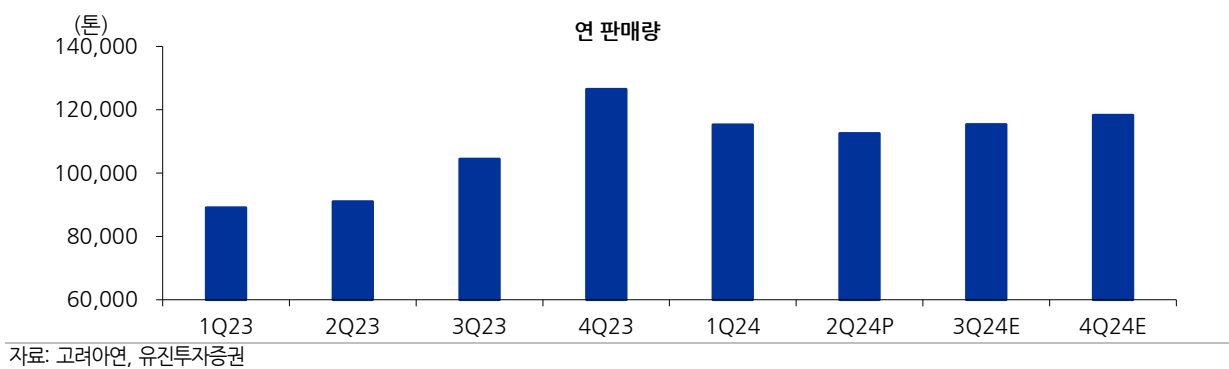


도표 14. 고려아연 분기별 금 판매량 추이 및 전망

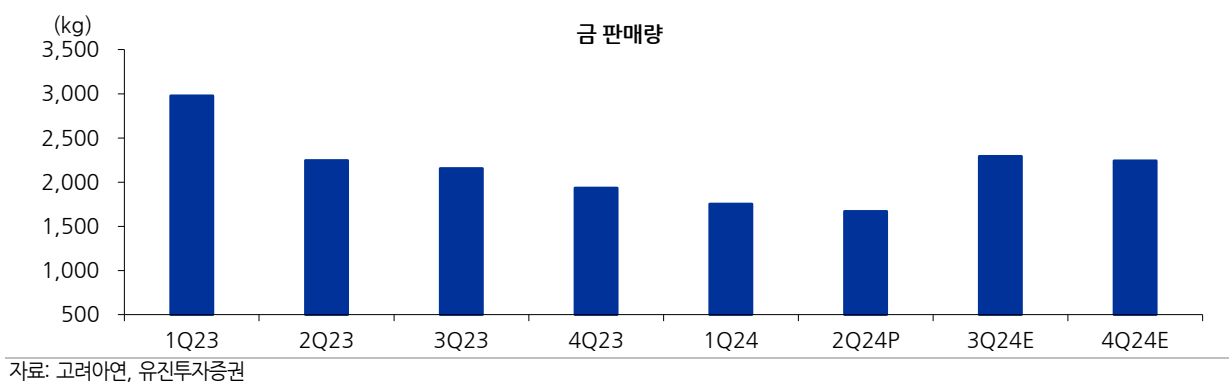


도표 15. 고려아연 분기별 은 판매량 추이 및 전망

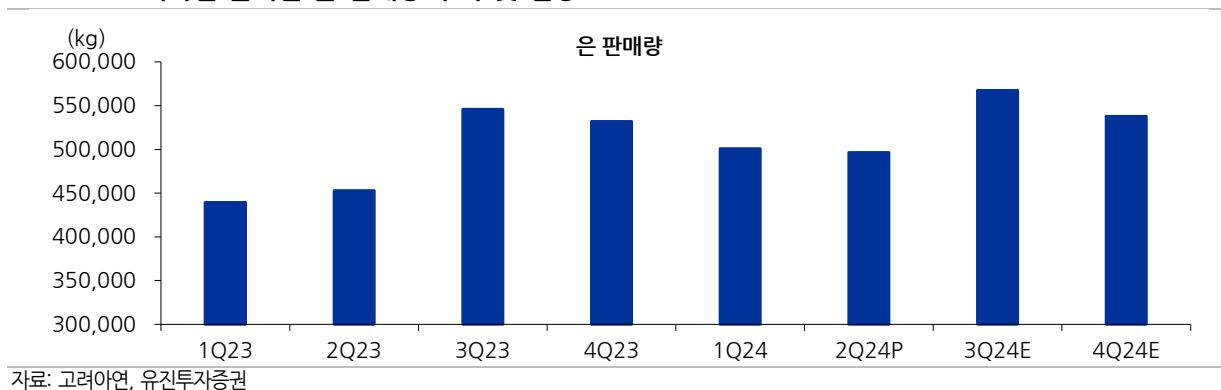


도표 16. 아연 정광 수입물량과 단가 추이

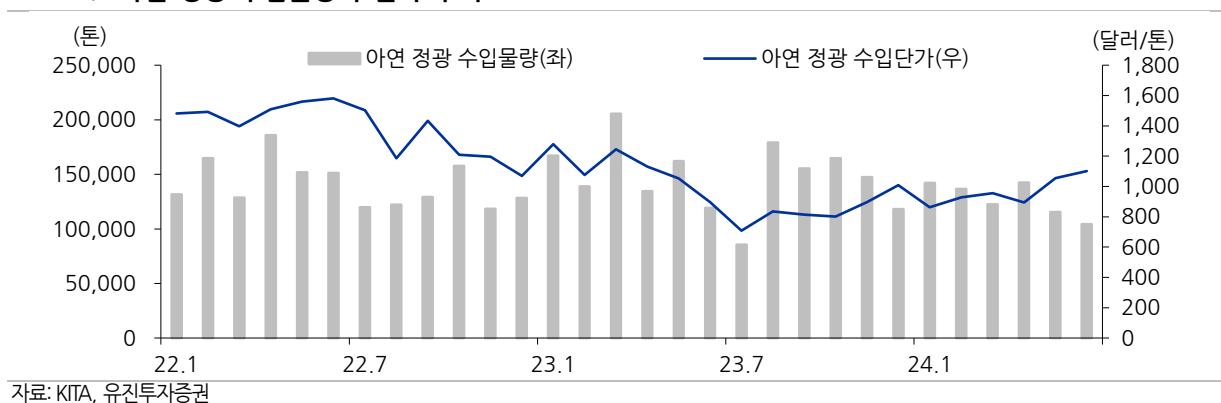
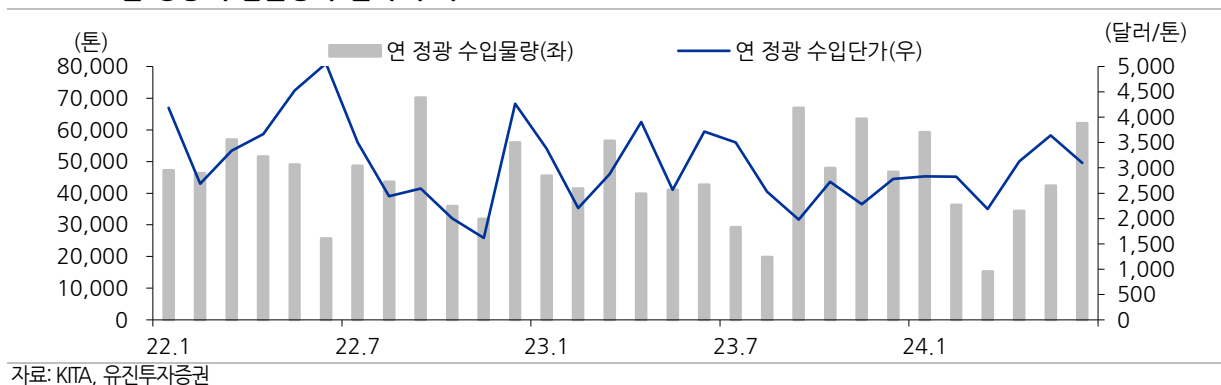


도표 17. 연 정광 수입물량과 단가 추이



고려아연(010130.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	12,098	12,046	13,221	14,456	15,114
유동자산	6,071	5,572	6,506	7,338	7,802
현금성자산	989	934	1,103	2,111	2,469
매출채권	654	591	724	758	776
재고자산	2,825	2,638	3,257	3,033	3,105
비유동자산	6,027	6,474	6,714	7,117	7,312
투자자산	1,481	1,723	1,748	1,819	1,893
유형자산	3,694	3,869	4,060	4,381	4,491
기타	851	883	906	917	928
부채총계	2,866	2,404	2,981	3,828	4,068
유동부채	2,319	1,903	2,385	2,945	3,186
매입채무	1,120	1,061	1,448	1,706	1,747
유동성이자부채	828	723	818	1,118	1,318
기타	371	118	120	121	122
비유동부채	547	501	596	883	881
비유동이자부채	294	321	352	632	622
기타	253	180	244	252	259
자본총계	9,232	9,642	10,240	10,628	11,047
지배지분	9,043	9,390	9,980	10,368	10,787
자본금	99	105	105	105	105
자본잉여금	1,086	1,622	1,622	1,622	1,622
이익잉여금	7,953	7,843	8,368	8,756	9,175
기타	(96)	(179)	(114)	(114)	(114)
비지배지분	189	252	260	260	260
자본총계	9,232	9,642	10,240	10,628	11,047
총차입금	1,123	1,044	1,170	1,750	1,940
순차입금	134	110	67	(361)	(529)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	782	821	770	1,522	1,178
당기순이익	798	533	640	714	851
자산상각비	304	319	342	366	384
기타비현금성손익	105	116	108	7	6
운전자본증감	(113)	239	(352)	435	(63)
매출채권감소(증가)	(101)	90	(104)	(34)	(18)
재고자산감소(증가)	208	340	(593)	224	(72)
매입채무증가(감소)	(97)	(58)	278	258	41
기타	(124)	(134)	67	(13)	(13)
투자현금	(1,794)	(622)	(713)	(793)	(604)
단기투자자산감소	(545)	(37)	(161)	(12)	(12)
장기투자증권감소	(1,051)	(222)	(56)	(73)	(75)
설비투자	373	419	474	679	486
유형자산처분	0	3	2	0	0
무형자산처분	(6)	(19)	(19)	(19)	(19)
재무현금	1,296	(316)	74	266	(228)
차입금증가	514	(206)	124	580	190
자본증가	896	(124)	(350)	(314)	(418)
배당금지급	355	599	303	314	418
현금 증감	315	(104)	133	996	346
기초현금	466	781	677	810	1,806
기말현금	781	677	810	1,806	2,152
Gross Cash flow	1,207	968	1,111	1,087	1,241
Gross Investment	1,361	346	904	346	654
Free Cash Flow	(155)	622	208	741	587

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	11,219	9,705	12,018	13,581	13,926
증가율(%)	12.5	(13.5)	23.8	13.0	2.5
매출원가	10,050	8,743	10,638	12,050	12,183
매출총이익	1,169	962	1,380	1,531	1,742
판매 및 일반관리비	250	302	418	507	518
기타영업손익	56	21	38	21	2
영업이익	919	660	962	1,024	1,225
증가율(%)	(16.1)	(28.2)	45.8	6.5	19.5
EBITDA	1,223	979	1,305	1,391	1,609
증가율(%)	(11.8)	(20.0)	33.3	6.6	15.7
영업외손익	(38)	68	(25)	15	(2)
이자수익	50	85	93	117	120
이자비용	34	42	47	64	80
지분법손익	29	(9)	(12)	(12)	(12)
기타영업손익	(82)	35	(59)	(26)	(31)
세전순이익	881	728	902	998	1,194
증가율(%)	(22.6)	(17.4)	23.9	10.6	19.6
법인세비용	83	195	262	285	343
당기순이익	798	533	640	714	851
증가율(%)	(1.6)	(33.2)	20.0	11.5	19.3
지배주주지분	781	527	629	702	837
증가율(%)	(3.2)	(32.5)	19.3	11.5	19.3
비지배지분	18	6	11	12	14
EPS(원)	39,299	25,217	30,095	33,553	40,029
증가율(%)	(8.1)	(35.8)	19.3	11.5	19.3
수정EPS(원)	39,299	25,217	30,095	33,553	40,029
증가율(%)	(8.1)	(35.8)	19.3	11.5	19.3

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	39,299	25,217	30,095	33,553	40,029
BPS	455,251	449,109	477,330	495,883	515,912
DPS	20,000	15,000	15,000	20,000	25,000
밸류에이션(배, %)					
PER	14.4	19.7	17.1	15.3	12.9
PBR	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/ EBITDA	9.3	10.7	8.2	7.4	6.3
배당수익률	3.5	3.0	2.9	3.9	4.9
PCR	9.3	10.8	9.7	9.9	8.7
수익성(%)					
영업이익률	8.2	6.8	8.0	7.5	8.8
EBITDA이익률	10.9	10.1	10.9	10.2	11.6
순이익률	7.1	5.5	5.3	5.3	6.1
ROE	9.4	5.7	6.5	6.9	7.9
ROIC	11.0	5.9	8.0	8.4	9.9
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	1.4	1.1	0.7	(3.4)	(4.8)
유동비율	261.8	292.8	272.8	249.2	244.8
이자보상배율	26.7	15.6	20.5	16.0	15.4
활동성 (회)					
총자산회전율	1.0	0.8	1.0	1.0	0.9
매출채권회전율	18.9	15.6	18.3	18.3	18.2
재고자산회전율	3.9	3.6	4.1	4.3	4.5
매입채무회전율	9.8	8.9	9.6	8.6	8.1

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 제작물로서 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%

(2024.06.30 기준)

