



BUY (유지)

목표주가(12M) 670,000원(상향)
현재주가(1.05) 487,500원

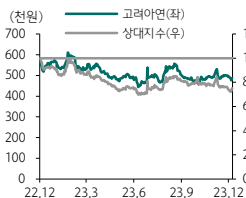
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,578.08
52주 최고/최저(원)	610,000/444,500
시가총액(십억원)	10,192.9
시가총액비중(%)	0.49
발행주식수(천주)	20,908.6
60일 평균 거래량(천주)	42.6
60일 평균 거래대금(십억원)	20.8
외국인지분율(%)	18.07
주요주주 지분율(%)	
영풍 외 58 인	42.61
국민연금공단	7.86

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	9,801.3	10,044.5
영업이익(십억원)	654.0	782.1
순이익(십억원)	494.2	589.5
EPS(원)	24,200	27,794
BPS(원)	405,189	411,593

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	9,976.8	11,219.4	9,943.1	10,627.5
영업이익	1,096.1	919.2	674.2	817.7
세전이익	1,139.1	881.5	632.4	732.9
순이익	806.8	780.6	466.9	566.8
EPS	42,755	40,572	23,138	27,267
증감율	40.81	(5.11)	(42.97)	17.85
PER	11.95	13.90	21.52	17.88
PBR	1.26	1.24	1.17	1.13
EV/EBITDA	5.91	8.28	9.32	8.25
ROE	11.07	9.38	5.20	6.35
BPS	405,202	455,251	425,871	432,517
DPS	20,000	20,000	20,000	20,000



Analyst 박성봉 sbpark@hanafn.com
RA 도승환 shdo5568@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 1월 8일 | 기업분석_Earnings Preview

고려아연 (010130)

4분기 기대이상의 영업실적 예상

4Q23 아연가격 상승 및 판매량 증가로 영업이익 시장기대치 상회 예상

2023년 4분기 고려아연의 연결 매출액과 영업이익은 각각 2.7조원(YoY -10.4%, QoQ +15.7%)과 2,123억원(YoY +106.9%, QoQ +32.4%)으로 영업이익은 시장컨센서스인 1,915억원을 상회할 것으로 예상된다.

1) 아연과 연 판매량이 연초에 제시했던 가이드를 상회할 것으로 예상되어 4분기 판매량도 주요 금속 모두가 전분기 대비 증가(아연 +0.4%, 연 +27.9%, 금 +9.6%, 은 +0.3%)가 전망된다. 2) 원/달러 평균 환율이 전분기와 유사한 수준을 기록한 가운데 3) LME 아연가격 상승(+2.9%)이 별도 실적뿐만 아니라 스틸사이클을 비롯한 일부 자회사 실적에도 긍정적으로 작용했다. 4) 호주 SMC의 경우에도 3분기까지의 증설 관련된 판매 부진에서 벗어나 안정적인 판매 궤도로 접어들면서 수익성이 개선된 것으로 판단된다

1Q24도 4Q23과 유사한 영업환경 예상

지난 4분기 평균 톤당 2,000불 중반을 기록했던 LME 아연가격이 최근까지도 유사한 수준이 지속되고 있다. 1분기는 동절기 계절성 영향으로 중국 철강 수요 자체는 부진하겠지만 2월 중순에 예정된 춘절 연휴 전후 유통상 및 수요가들의 재고 확충 작업은 철강 및 아연 수요에 긍정적으로 작용할 것으로 예상된다. 동시에 지난해 가을부터 개시된 일부 아연 광산들의 수익성 악화 및 화재 등에 따른 조업 차질로 공급 감소 가능성도 높은 것으로 판단되기 때문에 1분기 평균 LME 아연가격은 4분기대비 소폭 상승할 것으로 예상된다. 뿐만 아니라 전세계 경기 둔화 우려와 미달러 약세에 따른 귀금속 가격 강세도 1분기 고려아연의 영업실적에 긍정적으로 작용할 전망이다.

투자의견 'BUY'와 목표주가 670,000원으로 상향

고려아연에 대해 투자의견 BUY를 유지하나 주요 자회사 가운데 하나인 캠코 지분을 상승(기존 30% → 64%)을 반영하여 목표주가는 기존 630,000원에서 670,000원으로 상향한다. 지난해 가을까지 지속된 아연 가격 하락이 고려아연의 수익성에 부정적으로 작용했으나 추가 하락 가능성은 제한적이라 판단된다. 그에 반해 현재 주가는 실적 부진이 반영되어 PBR 1.1배 수준으로 밴드 최하단에 근접한 상황으로 밸류에이션 부담도 제한적이다. 올해 아연 정광 BM T/C 하락 전망은 부정적이나 공정합리화를 포함한 각종 비용 절감, 지난해 아연 가격 하락의 기저 효과 및 호주 SMC 정상화 등을 감안하면 올해는 양호한 영업실적이 기대된다.

4Q23 아연가격 상승 및 판매량 증가로 영업이익 시장기대치 상회 예상

4Q23 연결 영업이익 2,123억원
(YoY +106.9%, QoQ +32.4%)

컨센서스 상회 예상

2023년 4분기 고려아연의 연결 매출액과 영업이익은 각각 2.7조원(YoY - 10.4%, QoQ +15.7%)과 2,123억원(YoY +106.9%, QoQ +32.4%)으로 영업이익은 시장컨센서스인 1,915억원을 상회할 것으로 예상된다.

1) 아연과 연 판매량이 연초에 제시했던 가이드언스를 상회할 것으로 예상되어 4분기 판매량도 주요 금속 모두가 전분기 대비 증가(아연 +0.4%, 연 +27.9%, 금 +9.6%, 은 +0.3%) 증가할 것으로 전망된다. 2) 원/달러 평균 환율이 전분기와 유사한 수준을 기록한 가운데 3) LME 아연가격 상승(+2.9%)이 별도 실적뿐만 아니라 스틸사이클을 비롯한 일부 자회사 실적에도 긍정적으로 작용했다. 4) 호주 SMC의 경우에도 3분기까지의 증설 관련된 판매 부진에서 벗어나 안정적인 궤도로 접어들면서 수익성이 개선된 것으로 판단된다.

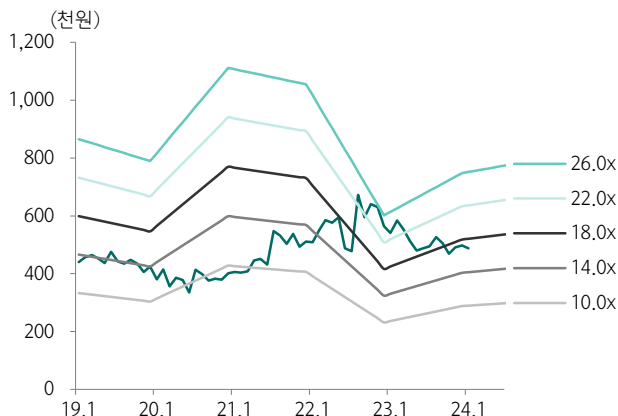
도표 1. 고려아연 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, 천톤, kg, 톤, 달러/톤, 달러/온스, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
제품별 매출(본사기준)											
매출(십억원)	1,815.0	1,787.0	1,783.0	1,972.6	1,760.2	1,810.8	1,778.7	1,887.1	8,080.5	7,357.6	7,236.7
아연(십억원)	679.0	653.0	547.0	560.5	504.3	562.4	540.8	574.4	3,031.0	2,439.5	2,181.8
연(십억원)	280.0	288.0	328.0	404.0	272.0	281.4	294.0	332.5	1,344.0	1,300.0	1,179.9
금(십억원)	232.0	188.0	174.0	209.5	230.9	225.7	204.3	210.9	890.0	803.5	871.8
은(십억원)	406.0	448.0	547.0	560.2	518.9	515.6	542.8	501.6	1,836.0	1,961.2	2,078.9
제품별 판매량(본사기준)											
판매량(천톤)	253.4	276.2	271.2	305.4	253.9	285.9	266.4	293.6	1,090.0	1,106.1	1,099.7
아연(천톤)	156.5	176.5	159.4	160.0	149.1	177.2	153.9	162.4	639.4	652.4	642.7
연(천톤)	89.1	91.0	104.4	133.6	96.2	99.2	104.4	118.3	422.5	418.1	418.1
금(kg)	2,976.0	2,245.0	2,155.0	2,361.4	2,555.0	2,457.0	2,290.0	2,435.4	11,899.0	9,737.4	9,737.4
은(톤)	439.3	453.0	546.2	548.0	479.3	483.0	520.2	504.0	2,036.8	1,986.5	1,986.5
주요 제품 가격											
아연(달러/톤)	3,124.2	2,526.1	2,428.2	2,498.1	2,524.8	2,354.8	2,664.8	2,714.8	3,485.1	2,644.2	2,564.8
연(달러/톤)	2,136.5	2,117.8	2,171.4	2,119.8	2,057.3	2,067.3	2,072.3	2,092.3	2,154.1	2,136.4	2,072.3
금(달러/온스)	1,893.0	1,981.0	1,929.0	1,978.0	2,023.1	2,053.1	2,023.1	1,993.1	1,804.0	1,945.3	2,023.1
은(달러/온스)	22.6	24.3	23.6	23.3	24.7	24.4	24.2	23.5	21.8	23.5	24.2
연결기준											
매출액(십억원)	2,527.3	2,469.4	2,293.2	2,653.1	2,694.3	2,705.7	2,447.6	2,779.9	11,219.4	9,943.1	10,627.5
영업이익(십억원)	145.8	155.7	160.4	212.3	185.9	167.6	207.2	257.0	919.2	674.2	817.7
세전이익(십억원)	194.7	170.2	111.1	156.4	154.8	147.4	182.6	248.1	881.5	632.4	732.9
당기순이익(십억원)	138.4	124.2	77.8	137.1	123.9	127.4	149.7	178.7	798.3	477.5	579.7
영업이익률(%)	5.8	6.3	7.0	8.0	6.9	6.2	8.5	9.2	8.2	6.8	7.7
세전이익률(%)	7.7	6.9	4.8	5.9	5.7	5.4	7.5	8.9	7.9	6.4	6.9
순이익률(%)	5.5	5.0	3.4	5.2	4.6	4.7	6.1	6.4	7.1	4.8	5.5

자료: 하나증권

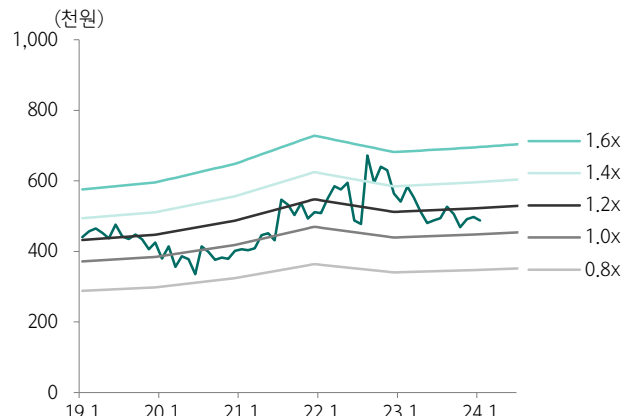
도표 2. 고려아연 PER밴드



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
투자자산가치			684	상장사, 비상장사 모두 장부가의 60% 할인, 배터리관련은 미할인
상장사			13	
비상장사			685	
한국전구체주식회사	105	15.2	405	중국 전구체업체(GEM) EV/EBITDA Multiple 적용
영업가치				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	
순차입금			(1,536)	2027년 말 기준
우선주 시총				
기업가치			13,916	
주식수			21	백만주
주당NAV			665,568	
목표주가(1)			670,000	
현재주가			487,500	1/7일 기준
Upside			37%	

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	9,976.8	11,219.4	9,943.1	10,627.5	12,045.5
매출원가	8,720.5	10,050.4	8,977.9	9,498.9	10,820.3
매출총이익	1,256.3	1,169.0	965.2	1,128.6	1,225.2
판매비	160.2	249.8	291.0	311.0	352.5
영업이익	1,096.1	919.2	674.2	817.7	872.7
금융손익	46.3	(34.5)	(0.0)	(52.6)	(38.6)
종속/관계기업손익	2.8	30.2	(12.8)	13.1	(12.8)
기타영업외손익	(6.2)	(33.4)	(29.0)	(45.3)	(43.7)
세전이익	1,139.1	881.5	632.4	732.9	777.6
법인세	328.0	83.2	154.9	153.2	142.2
계속사업이익	811.1	798.3	477.5	579.7	635.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	811.1	798.3	477.5	579.7	635.5
비지배주주지분 순이익	4.3	17.7	10.6	12.8	14.1
지배주주순이익	806.8	780.6	466.9	566.8	621.4
지배주주지분포괄이익	902.3	716.6	466.5	566.3	620.8
NOPAT	780.5	832.4	509.1	646.7	713.2
EBITDA	1,386.0	1,222.9	1,006.4	1,147.2	1,209.4
성장성(%)					
매출액증가율	31.59	12.45	(11.38)	6.88	13.34
NOPAT증가율	22.91	6.65	(38.84)	27.03	10.28
EBITDA증가율	17.85	(11.77)	(17.70)	13.99	5.42
영업이익증가율	22.14	(16.14)	(26.65)	21.28	6.73
(지배주주)순이익증가율	40.80	(3.25)	(40.19)	21.40	9.63
EPS증가율	40.81	(5.11)	(42.97)	17.85	10.08
수익성(%)					
매출총이익률	12.59	10.42	9.71	10.62	10.17
EBITDA이익률	13.89	10.90	10.12	10.79	10.04
영업이익률	10.99	8.19	6.78	7.69	7.25
계속사업이익률	8.13	7.12	4.80	5.45	5.28

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	42,755	40,572	23,138	27,267	30,015
BPS	405,202	455,251	425,871	432,517	442,632
CFPS	74,213	62,723	52,627	54,028	59,471
EBITDAPS	73,448	63,561	49,869	55,185	58,413
SPS	528,711	583,125	492,695	511,212	581,813
DPS	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000
주기지표(배)					
PER	11.95	13.90	21.52	17.88	16.24
PBR	1.26	1.24	1.17	1.13	1.10
PCFR	6.89	8.99	9.46	9.02	8.20
EV/EBITDA	5.91	8.28	9.32	8.25	7.99
PSR	0.97	0.97	1.01	0.95	0.84
재무비율(%)					
ROE	11.07	9.38	5.20	6.35	6.86
ROA	8.74	7.08	3.91	4.81	5.15
ROIC	12.94	11.79	6.74	8.52	9.05
부채비율	28.83	31.05	29.57	28.47	31.85
순부채비율	(20.35)	(13.73)	(12.98)	(12.07)	(9.79)
이자보상배율(배)	263.18	26.74	11.82	15.63	16.40

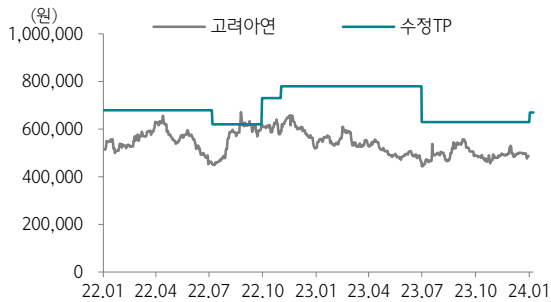
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	5,689.0	6,071.1	5,551.4	5,531.6	6,012.8
금융자산	2,122.7	2,390.5	2,289.1	2,045.0	2,061.4
현금성자산	466.5	781.0	703.2	446.4	436.6
매출채권	515.9	615.5	545.5	583.0	660.8
재고자산	2,909.1	2,825.4	2,504.0	2,676.4	3,033.5
기타유동자산	141.3	239.7	212.8	227.2	257.1
비유동자산	4,275.0	6,026.8	6,242.9	6,241.1	6,361.9
투자자산	593.0	1,206.2	1,154.5	1,182.3	1,239.7
금융자산	455.0	779.9	776.6	778.4	782.0
유형자산	3,459.0	3,694.4	3,967.4	3,943.0	4,011.5
무형자산	123.3	851.3	846.1	840.9	835.8
기타비유동자산	99.7	274.9	274.9	274.9	274.9
자산총계	9,964.0	12,097.9	11,794.3	11,772.7	12,374.7
유동부채	1,770.5	2,319.1	2,193.6	2,095.1	2,243.2
금융부채	391.4	828.3	833.3	664.8	667.9
매입채무	1,025.2	956.2	847.4	905.7	1,026.6
기타유동부채	353.9	534.6	512.9	524.6	548.7
비유동부채	459.3	547.1	498.3	513.7	745.7
금융부채	157.2	294.2	274.2	274.2	474.2
기타비유동부채	302.1	252.9	224.1	239.5	271.5
부채총계	2,229.8	2,866.2	2,691.9	2,608.8	2,988.9
지배주주지분	7,607.7	9,042.7	8,904.4	8,954.6	9,164.0
자본금	94.4	99.3	99.3	99.3	99.3
자본잉여금	57.3	1,085.9	1,085.9	1,085.9	1,085.9
자본조정	(53.5)	(15.0)	(15.0)	(15.0)	(15.0)
기타포괄이익누계액	(8.9)	(80.8)	(80.8)	(80.8)	(80.8)
이익잉여금	7,518.4	7,953.4	7,815.0	7,865.3	8,074.7
비지배주주지분	126.5	189.0	198.0	209.3	221.8
자본총계	7,734.2	9,231.7	9,102.4	9,163.9	9,385.8
순금융부채	(1,574.0)	(1,268.0)	(1,181.5)	(1,105.9)	(919.3)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	606.9	784.7	1,223.1	827.7	771.3
당기순이익	811.1	798.3	477.5	579.7	635.5
조정	339.5	96.3	447.9	407.7	466.6
감가상각비	289.8	303.7	332.2	329.6	336.7
외환거래손익	5.2	(39.3)	82.5	82.5	82.5
지분법손익	(16.0)	(29.0)	12.8	(13.1)	12.8
기타	60.5	(139.1)	20.4	8.7	34.6
영업활동 자산부채변동	(543.7)	(109.9)	297.7	(159.7)	(330.8)
투자활동 현금흐름	(577.7)	(1,796.8)	(641.8)	(420.1)	(615.3)
투자자산감소(증가)	(368.9)	(573.1)	37.4	(16.2)	(71.9)
자본증가(감소)	(462.9)	(372.5)	(600.0)	(300.0)	(400.0)
기타	254.1	(851.2)	(79.2)	(103.9)	(143.4)
재무활동 현금흐름	1.7	1,296.3	(620.3)	(685.1)	(208.9)
금융부채증가(감소)	388.8	573.9	(15.0)	(168.5)	203.1
자본증가(감소)	0.8	1,033.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(122.8)	42.4	0.0	(102.6)	0.0
배당지급	(265.1)	(353.5)	(605.3)	(414.0)	(412.0)
현금의 증감	30.8	284.2	(38.9)	(256.8)	(9.8)
Unlevered CFO	1,400.4	1,206.8	1,062.1	1,123.2	1,231.3
Free Cash Flow	143.1	411.7	623.1	527.7	371.3

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 1월 8일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2024년 1월 8일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 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 자신의 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 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 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	94.47%	5.07%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 01월 05일