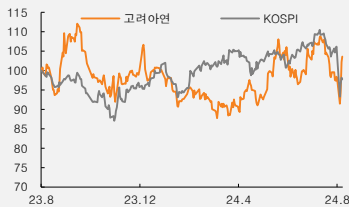


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 700,000원
현재주가(24/8/8)	515,000원
상승여력	35.9%

영업이익(24F, 십억원)	987
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	938
EPS 성장률(24F, %)	46.9
MKT EPS 성장률(24F, %)	86.2
P/E(24F, x)	13.4
MKT P/E(24F, x)	9.9
KOSPI	2,556.73
시가총액(십억원)	10,662
발행주식수(백만주)	21
유동주식비율(%)	44.8
외국인 보유비중(%)	18.5
벤투(12M) 일간수익률	0.46
52주 최저가(원)	436,000
52주 최고가(원)	557,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-2.8	10.4	2.0
상대주가	8.6	13.1	2.7



[배터리 메탈/소재]

최유진

choi.yoojin@miraeeasset.com

## 고려아연

## 견고한 실적 및 주주 환원 강화 지속 예상

## 목표주가 70만원으로 상향 조정

고려아연의 목표주가를 70만원으로 상향 조정한다(기존 65만원). 25년 예상 EBITDA를 약 +11% 상향 조정하였다. 주요 금속 판매량 증가 및 가동률 정상화를 반영하여 24년 매출액과 영업이익을 각각 +12.2%, +19.9% 상향 조정하였다.

## 2Q24 Review 및 하반기 전망: 시장 컨센서스 상회 지속 전망

동사의 2Q24 매출액은 연결 기준 3.6조원(+28.7% QoQ, +23.8% YoY), 영업이익은 2,687억원(+45.6% QoQ, +72.6% YoY), 영업이익률은 8.8%(+2.5%p YoY)를 기록하였다. 이는 시장 컨센서스를 각각 +14.8, +5.4%를 상회한 수치이다.

1) 금속 가격 상승, 2) 원달러 환율 +3% 상승, 3) 구리 판매량 증가로 인해 매출 및 영업이익이 개선되었다. 정광 선적 지연 및 Fumer 공정 합리화를 위한 설비 보수로 인해 아연 판매량은 소폭 감소(-9.8% QoQ)하였음에도 불구하고 구리 판매량 증가(+5.9%QoQ)로 인해 수익성이 개선된 것으로 파악한다.

또한, 서린상사, KZAM, KEMCO, 스틸파이프, Sun Metal Corp를 포함한 자회사 합산 매출액은 1,070억원(+90.4% QoQ), 영업이익은 +114억원으로 7개 분기만에 흑자 전환하였다. SMC 수익성 개선 및 스틸사이클 흑자 전환이 주 요인이다. 또한, Kataman Metals를 이번 연결 실적에 반영한 점도 긍정적으로 작용하였다.

하반기에도 호실적을 기록할 것으로 예상하는데, 이는 공정 합리화에 따른 원가절감 효과 및 가동률 상승이 수익성 개선이 주 요인일 것으로 판단한다. 특히, 주요 금속 중에서도 연의 계절적 강수요로 인해 하반기 판매량은 증가할 것으로 예상된다.

## 긍정적인 주주환원 정책 및 기대되는 신사업(ft. Troika 드라이브)

동사는 지난 7일 공시를 통해 중간 배당 1만원 및 자사주 매입 약 4천억원을 발표하였다. 이는 소각 등을 포함한 주주환원 목적으로 활용될 예정이기 때문에 기업가치 제고에 긍정적인 요소라고 판단한다.

신사업인 Troika 드라이브도 기대된다. 특히, 자회사 KPC의 전구체에 주목할 필요가 있다. 4월 말 시운전을 시작으로 본격적인 가동은 임박한 것으로 파악하며 올해 4분기 혹은 1Q25에 매출로 인식될 가능성이 높을 것으로 추정한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	11,219	9,705	12,077	13,066	13,261
영업이익 (십억원)	919	660	987	1,076	1,204
영업이익률 (%)	8.2	6.8	8.2	8.2	9.1
순이익 (십억원)	781	527	797	903	983
EPS (원)	40,572	26,127	38,385	43,606	47,486
ROE (%)	9.4	5.7	8.3	8.9	9.1
P/E (배)	13.9	19.1	13.4	11.8	10.8
P/B (배)	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
배당수익률 (%)	3.5	3.0	2.9	2.9	2.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 고려아연, 미래에셋증권 리서치센터

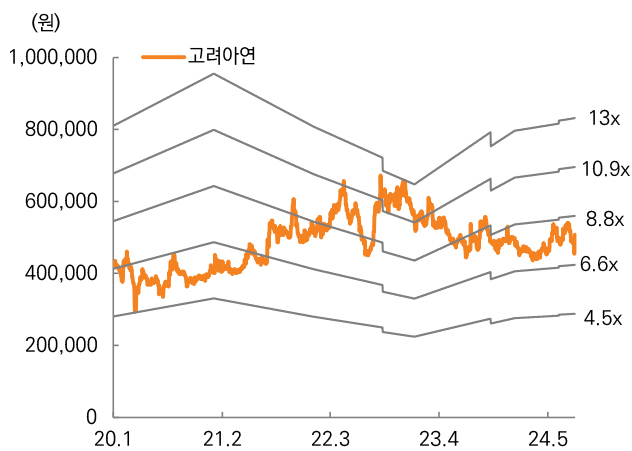
표 1. 고려아연 목표주가 산출

(십억원)

		비고
2025F EBITDA (십억원)	1,337	
Target EV/EBITDA (x)	12	글로벌 제련 업체 평균 EV/EBITDA
적정 사업가치 (십억원)	16,048	
순 차입금 예상 (25년)	2,066	
주식 수 (주)	20	
목표주가 (원)	699,079	
현재주가 (원)	515,000	
상승여력 (%)	35.9	

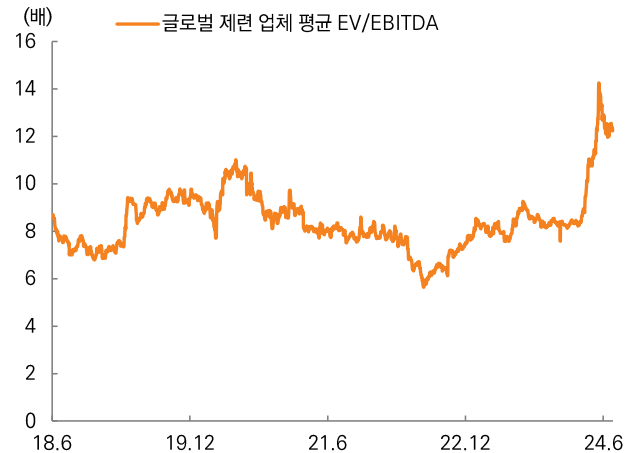
자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 고려아연 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 글로벌 제련 업체 12개월 선행 EV/EBITDA



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주: 글로벌 제련 업체는 Boliden, Hindustan Zinc, SMM, LS, Rio Tinto, Glencore

표 2. 고려아연 실적 추정 Table

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	2,527	2,469	2,293	2,415	2,375	3,058	3,258	3,386	9,705	12,077	13,066
고려아연	1,815	1,787	1,783	1,906	1,814	1,988	2,178	2,286	7,291	8,265	9,166
자회사	712	682	510	509	562	1,070	1,080	1,100	2,413	3,812	3,900
증감률(QoQ/YoY)	-14.7	-2.3	-7.1	5.3	-1.6	28.7	6.5	3.9	-13.5	24.4	8.2
고려아연	-0.1	-12.9	-13.0	-11.9	-0.1	11.2	22.1	19.9	-9.8	13.4	10.9
자회사	-10.7	-4.3	-25.2	-0.3	10.4	90.5	0.9	1.9	-23.1	57.9	2.3
영업이익	145.8	155.7	160.4	198.0	184.5	269.0	285.1	308.8	659.9	1047.5	1075.9
영업이익률(%)	5.8	6.3	7.0	8.2	7.8	8.8	8.8	9.1	6.8	8.7	8.2
고려아연	8.5	9.2	9.3	11.6	10.5	12.9	12.1	12.5	9.7	12.1	11.1
자회사	-1.3	-1.3	-1.0	-4.6	-1.1	1.0	2.0	2.1	-1.9	1.3	1.5

자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

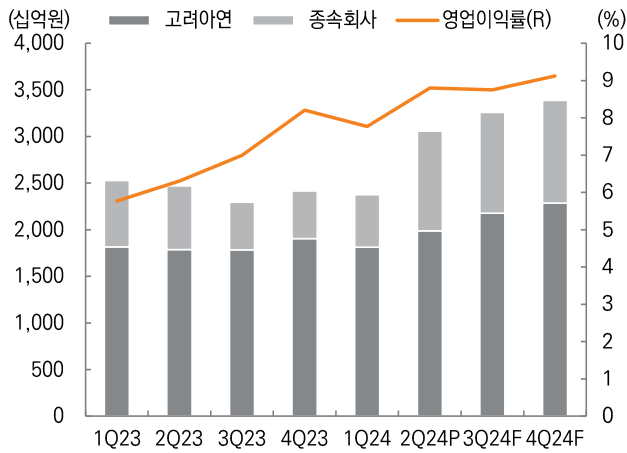
표 3. 고려아연 실적 추정 Table

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
판매액 (십억원)	1,815	1,787	1,783	1,906	1,814	1,988	2,178	2,286	7,291	8,265	9,166
아연	681	653	547	577	597	599	691	696	2,458	2,583	2,808
은	406	448	547	522	501	586	586	653	1,923	2,326	2,461
연	280	288	328	406	353	369	364	379	1,302	1,465	1,488
금	232	188	174	161	155	172	250	270	755	846	898
구리	84	92	76	92	85	107	132	133	344	458	860
기타	132	118	111	148	123	155	155	155	509	588	650
판매량 (천톤)	253	276	271	297	292	274	281	286	1,098	1,133	1,167
아연	156	177	159	162	169	152	160	161	654	642.43	650
은	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	2.0	2.1	2.1
연	89	91	104	126	115	113	110	115	411	453	450
금	96	72	69	62	56	54	80	87	31	36	65
구리	7	8	7	8	8	8	10	10	31	36	65

자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

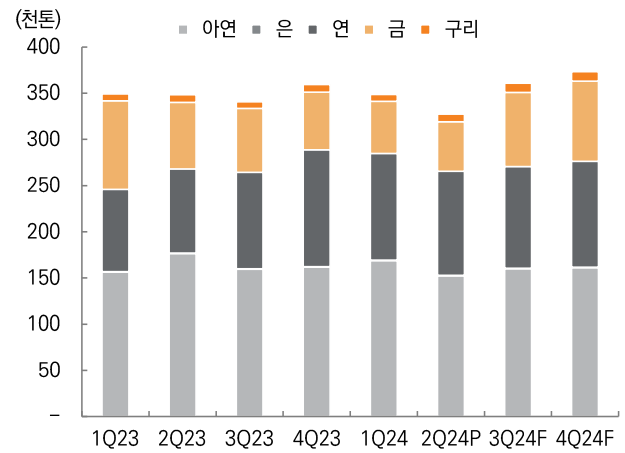
## 고려아연 주요 지표

그림 3. 고려아연 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



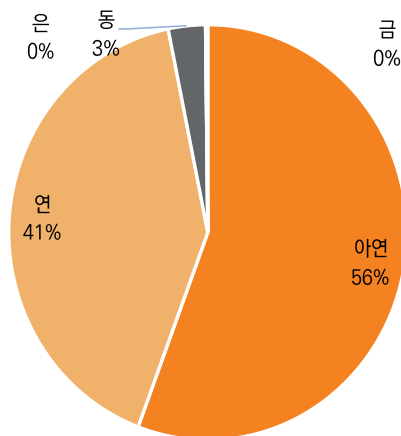
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 분기별 구리 판매량 증가 지속 예상



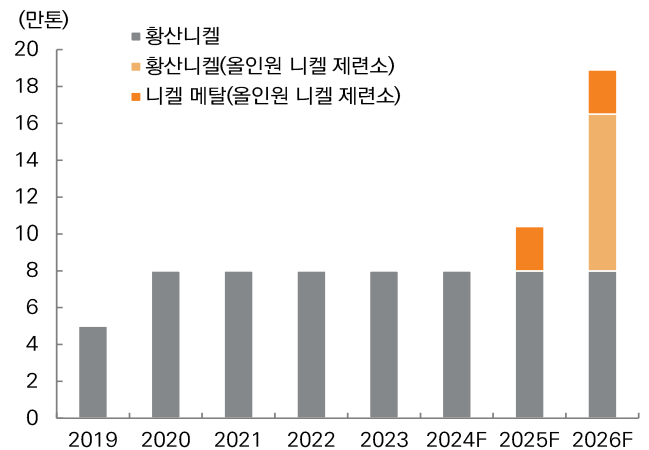
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 고려아연 제품 판매량 비중 (2Q24 기준)



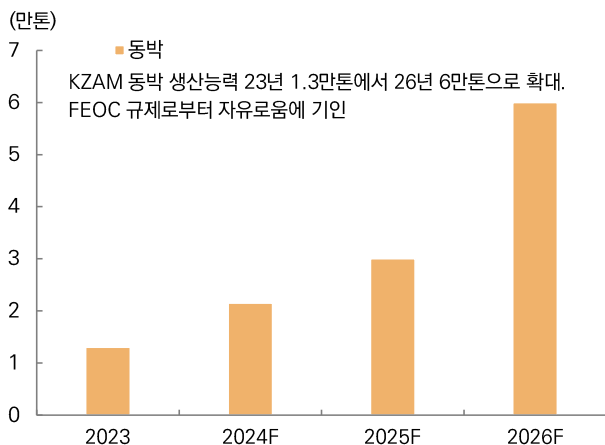
자료: 고려아연, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 황산니켈 생산능력 추이 및 전망



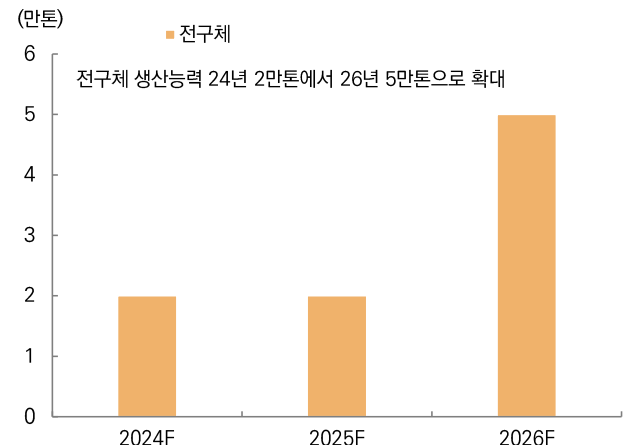
자료: 고려아연, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 동박 생산능력 추이 및 전망



자료: 고려아연, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 전구체 생산능력 추이 및 전망



자료: 고려아연, 미래에셋증권 리서치센터

## 고려아연 (010130)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	9,705	12,077	13,066	13,261
매출원가	8,743	10,728	11,598	11,725
매출총이익	962	1,349	1,468	1,536
판매비와관리비	302	362	392	332
조정영업이익	660	987	1,076	1,204
영업이익	660	987	1,076	1,204
비영업손익	68	43	55	80
금융손익	32	32	45	69
관계기업등 투자손익	-29	0	0	0
세전계속사업손익	728	1,030	1,131	1,284
계속사업법인세비용	195	223	218	290
계속사업이익	533	807	913	995
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	533	807	913	995
지배주주	527	797	903	983
비지배주주	6	9	10	11
총포괄이익	460	807	913	995
지배주주	454	797	902	982
비지배주주	6	10	11	12
EBITDA	979	1,276	1,337	1,441
FCF	402	592	961	1,189
EBITDA 마진율 (%)	10.1	10.6	10.2	10.9
영업이익률 (%)	6.8	8.2	8.2	9.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.4	6.6	6.9	7.4

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	5,572	6,501	7,459	8,402
현금 및 현금성자산	677	707	1,288	2,156
매출채권 및 기타채권	590	723	783	794
재고자산	2,638	3,283	3,551	3,604
기타유동자산	1,667	1,788	1,837	1,848
비유동자산	6,474	6,309	6,100	5,873
관계기업투자등	491	611	662	671
유형자산	3,869	3,588	3,333	3,104
무형자산	883	875	868	861
자산총계	12,046	12,810	13,559	14,275
유동부채	1,903	2,124	2,247	2,272
매입채무 및 기타채무	1,004	1,249	1,352	1,372
단기금융부채	723	656	659	660
기타유동부채	176	219	236	240
비유동부채	501	545	564	567
장기금융부채	321	321	321	321
기타비유동부채	180	224	243	246
부채총계	2,404	2,670	2,811	2,839
지배주주지분	9,390	9,880	10,476	11,153
자본금	105	105	105	105
자본잉여금	1,622	1,622	1,622	1,622
이익잉여금	7,843	8,333	8,929	9,606
비지배주주지분	252	261	272	283
자본총계	9,642	10,141	10,748	11,436

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	821	592	961	1,189
당기순이익	533	807	913	995
비현금수익비용가감	435	455	410	433
유형자산감가상각비	312	281	254	230
무형자산상각비	7	7	7	7
기타	116	167	149	196
영업활동으로인한자산및부채의변동	239	-503	-213	-42
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	90	-131	-55	-11
재고자산 감소(증가)	340	-645	-269	-53
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-58	221	92	18
법인세납부	-433	-223	-218	-290
투자활동으로 인한 현금흐름	-622	-67	-28	-5
유형자산처분(취득)	-416	0	0	0
무형자산감소(증가)	-19	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-36	-67	-28	-5
기타투자활동	-151	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-316	-375	-303	-306
장단기금융부채의 증가(감소)	-78	-67	3	1
자본의 증가(감소)	541	0	0	0
배당금의 지급	-599	-308	-306	-306
기타재무활동	-180	0	0	-1
현금의 증가	-104	30	581	868
기초현금	781	677	707	1,288
기말현금	677	707	1,288	2,156

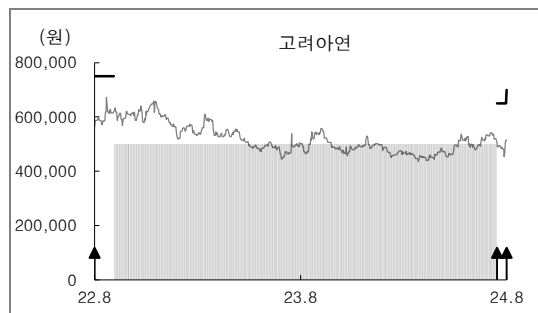
자료: 고려아연, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	19.1	13.4	11.8	10.8
P/CF (x)	10.4	8.5	8.1	7.5
P/B (x)	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA (x)	11.0	7.6	6.8	5.7
EPS (원)	26,127	38,385	43,606	47,486
CFPS (원)	47,988	60,754	63,936	68,943
BPS (원)	451,590	479,702	508,518	541,214
DPS (원)	15,000	15,000	15,000	15,000
배당성향 (%)	56.7	38.0	33.5	30.8
배당수익률 (%)	3.0	2.9	2.9	2.9
매출액증가율 (%)	-13.5	24.4	8.2	1.5
EBITDA증가율 (%)	-20.0	30.3	4.8	7.8
조정영업이익증가율 (%)	-28.2	49.6	9.0	11.9
EPS증가율 (%)	-35.6	46.9	13.6	8.9
매출채권 회전율 (회)	16.9	20.1	18.8	18.3
재고자산 회전율 (회)	3.6	4.1	3.8	3.7
매입채무 회전율 (회)	9.4	10.6	9.9	9.6
ROA (%)	4.4	6.5	6.9	7.1
ROE (%)	5.7	8.3	8.9	9.1
ROIC (%)	6.9	10.9	11.8	12.8
부채비율 (%)	24.9	26.3	26.2	24.8
유동비율 (%)	292.8	306.0	331.9	369.8
순차입금/자기자본 (%)	1.1	-12.1	-17.0	-23.6
조정영업이익/금융비용 (x)	15.6	25.0	28.1	31.4

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
고려아연 (010130)				
2024.08.09	매수	700,000	-	-
2024.07.23	매수	650,000	-24.95	-20.77
2022.09.14	분석 대상 제외		-	-
2022.07.28	1년 경과 이후		-	-



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

## 투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

## 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

\* 2024년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 고려아연 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.