

고려아연 (010130)

업종 내 최선의 대안주

상반기 실적 모멘텀은 크지 않지만...

23.4Q 동사 별도 영업이익 [2,213억원, +32.8% q-q]는 시장 기대치 [1개월 컨센서스 2,394억원]에 대체로 부합했다. <표 2> 『1) 2~3분기 실적 부진의 배경 이유였던 고가 아연 정광 투입이 종료, 2) 연, 구리 판매량 증가』 등이 전분기 대비 실적 개선을 견인했다. 동사 연결 영업이익 [1,971억원, +22.9% q-q] 역시 시장 기대치 [1개월 컨센서스 1,976억원]에 부합했다. <표 1,3> 다만 자회사 실적은 전반적으로 좋지 않았다. 아연 관련 자회사 [호주 SMC, 스틸사이클] 실적은 아연 가격 강세에 불구하고, 가동 초기 비용 [SMC], 설비 개조에 따른 가동 중단 [스틸사이클] 으로 부진한 흐름을 보였다. 페달포인트, KZAM 등 신사업 관련 자회사는 전분기 대비 소폭 적자 흐름을 보였다.

동사의 24.1Q 연결 영업이익 [1,880억원 -4.6% q-q]은 전분기 대비 유사할 것이다. <표 2,3> 금 외 비철금속 가격은 전분기와 유사하나, 1분기 아연 등 주요 품목 판매량이 연말 판매량이 집중되었던 이전 분기 [23년 4분기] 대비 소폭 감소할 것이기 때문이다. 계절적인 요인이라고 보아도 무방하다. 24.2Q 역시 실적 모멘텀을 기대하기 어렵다. 판매량은 전분기 대비 늘어날 것이나, 아연 Benchmark TC [Treatment Charge, 제련 수수료] 하락 효과가 소급 반영되기 때문이다. <표 2,3> SMC를 제외한 타 자회사의 경우 상반기 의미있는 실적 개선은 쉽지 않아 보인다.

소재 업종에 쉽지 않은 환경이나 여전히 최선호주

동사에 대한 투자 의견 Buy를 유지하나 자회사 실적 하향 조정을 반영, <표 4> 목표주가를 59만원으로 하향 조정한다. [기존 60만원] 상품 가격의 추세적 반등을 기대하기 어려운, 소재 업종에 쉽지 않은 환경이나, 여전히 동사를 업종 내 최선호주로 제시한다. 구체적인 근거는 다음과 같다.

첫째, 글로벌 금리 인하 분위기가 확산되면서 실질 금리 안정화가 예상된다. <그림 1> 경기 회복이 뒷받침되지 않은 상황이기에 추세적 반등은 어렵지만, 긴축 종료, 실질 금리 안정화는 상품 가격이 안정화 될 수 있음을 시사한다.

둘째, 실질 금리가 하락하고, 경기가 불투명한 상황에서는 주요 상품 중 금이 가장 좋은 흐름을 보인다. <그림 2> 여기에 중국의 심각한 경기 상황, 중동 지정학적 Risk 및 미국 대선 등 24년의 Macro 환경은 유례없는 불확실성에 직면해있다. 이에 안전 자산 성격 [23년 기준 귀금속 매출 비중 %]을 보유한 한 동사는 좋은 투자 대안이 될 수 있다.

셋째, 아연 업황 바닥론이다. LME 재고 증가, Premium 하락 등 아연 실물 수급은 좋지 않다. <그림 3> 아연 전방 산업의 50%이 건설이기 때문이다. 그러나 수익성 악화에 직면한 광산 [아연 가격 하락] 및 제련 업체 [아연 가격 하락, TC 하락 및 부산물 가격 하락] 감산이 가격을 지지하고 있다. <그림 4>

넷째, 우려했던 TC 역시 1월 말 이후 반등하고 있다. 제련업체 감산에 따른 정광 수요 감소, 춘절 전 중국 업체의 비축 수요 종료가 이유이다. 춘절 이후 중국 광산 업체의 증산 등으로 3월 아연 Benchmark TC 협상 시점까지 Spot TC는 강보합 흐름이 예상된다.

iM하이

하이투자증권 DGB

Company Brief

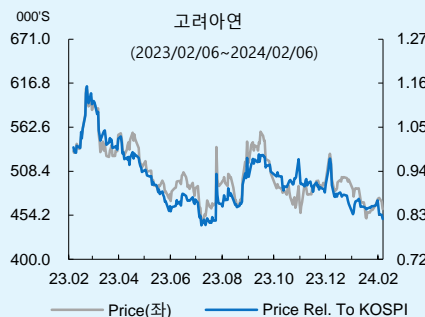
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	590,000원(하향)
증가(2024.02.06)	462,000원
상승여력	27.7%

Stock Indicator	
자본금	99십억원
발행주식수	2,091만주
시가총액	9,660십억원
외국인지분율	18.2%
52주 주가	444,500~610,000원
60일평균거래량	35,918주
60일평균거래대금	17.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.2	-6.4	-6.5	-13.3
상대수익률	-5.2	-9.3	-5.5	-19.0

Price Trend



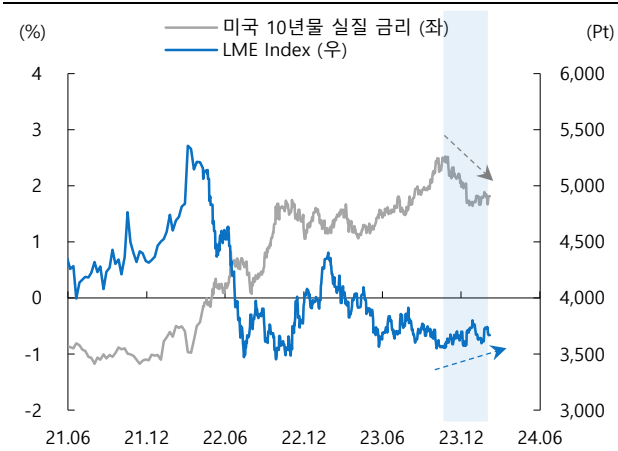
FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	11,219	9,705	9,587	9,775
영업이익(십억원)	919	659	758	810
순이익(십억원)	781	527	546	580
EPS(원)	40,572	25,227	26,137	27,737
BPS(원)	455,251	434,969	438,127	442,886
PER(배)	13.9	18.3	17.7	16.7
PBR(배)	1.2	1.1	1.1	1.0
ROE(%)	9.4	5.8	6.0	6.3
배당수익률(%)	3.5	2.2	2.2	2.2
EV/EBITDA(배)	8.1	8.3	7.6	7.4

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[철강/비철금속]

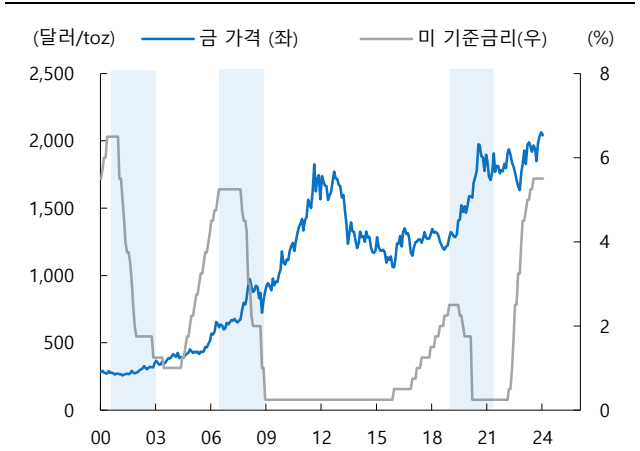
김윤상 2122-9205 yoonsang.kim@hi-ib.com

그림1. 10년물 미국 실질 금리와 LMEIndex 추이



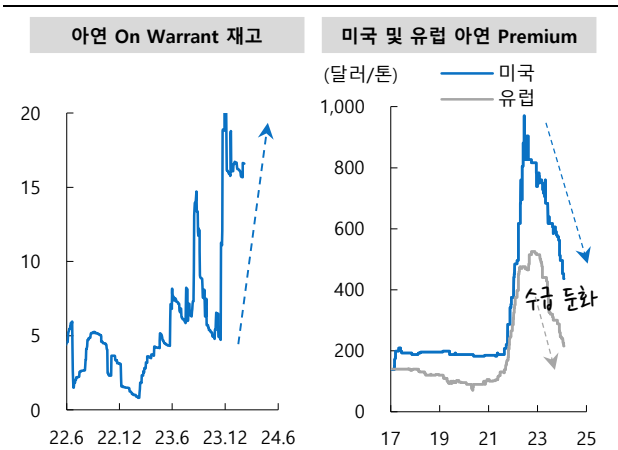
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림2. 10년물 미국 실질금리와 금 가격 추이



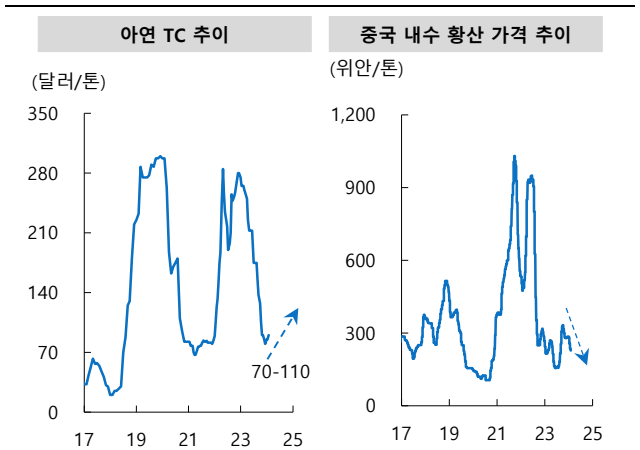
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림3. 아연 On Warrant 재고 및 아연 Premium 추이



자료: 하이투자증권 리서치본부

그림4. 아연 TC 및 중국 내수 황산 가격 추이



자료: 하이투자증권 리서치본부

〈표1〉 고려아연 23.4Q 실적 Review (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23(a)	y-y	q-q	컨센서스(b)	차이(a-b)
매출액	2,962	2,527	2,469	2,293	2,415	-18.5%	5.3%	2,551	-5.3%
영업이익	103	146	156	160	197	92.2%	22.9%	198	-0.3%
세전이익	141	195	170	111	252	79.2%	126.9%	199	26.4%
지배주주순이익	258	140	121	77	190	-26.4%	146.5%	146	30.0%
영업이익률	3.5%	5.8%	6.3%	7.0%	8.2%			7.8%	0.4%p
세전이익률	4.7%	7.7%	6.9%	4.8%	10.4%			7.8%	2.6%p
지배주주순이익률	8.7%	5.5%	4.9%	3.4%	7.9%			5.7%	2.1%p

자료: 고려아연, 하이투자증권 리서치본부

〈표2〉 고려아연 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E
매출액	1,815	1,787	1,783	1,906	7,291	1,763	1,864	1,757	1,869	7,253
영업이익	155	165	167	221	707	194	184	192	205	776
영업이익률	8.5%	9.2%	9.3%	11.6%	9.7%	11.0%	9.9%	10.9%	11.0%	10.7%

자료: 고려아연, 하이투자증권 리서치본부

〈표3〉 고려아연 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E
매출액	2,527	2,469	2,293	2,415	9,705	2,309	2,451	2,310	2,518	9,587
영업이익	146	156	160	197	659	188	180	188	203	758
세전이익	195	170	111	252	728	190	181	189	205	765
지배주주순이익	140	121	77	190	527	135	129	135	146	546
영업이익률	5.8%	6.3%	7.0%	8.2%	6.8%	8.1%	7.3%	8.1%	8.1%	7.9%
세전이익률	7.7%	6.9%	4.8%	10.4%	7.5%	8.2%	7.4%	8.2%	8.1%	8.0%
지배주주순이익률	5.5%	4.9%	3.4%	7.9%	5.4%	5.9%	5.3%	5.8%	5.8%	5.7%

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	9,587	9,775	9,088	9,371	5.5%	4.3%
영업이익	758	810	780	834	-2.8%	-2.8%
세전이익	765	812	771	824	-0.8%	-1.5%
지배주주순이익	546	579	550	587	-0.8%	-1.5%
영업이익률	7.9%	8.3%	8.6%	8.9%	-0.7%p	-0.6%p
세전이익률	8.0%	8.3%	8.5%	8.8%	-0.5%p	-0.5%p
지배주주순이익률	5.7%	5.9%	6.0%	6.3%	-0.4%p	-0.3%p

자료: 고려아연, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

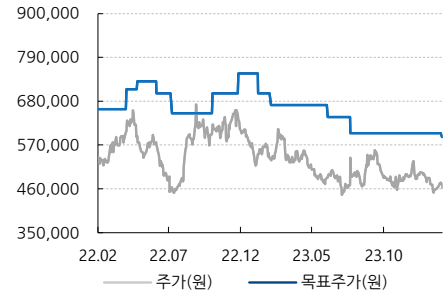
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	(십억원, %)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	6,071	5,709	5,448	5,330	매출액	11,219	9,705	9,587	9,775
현금 및 현금성자산	781	747	617	440	증가율(%)	12.5	-13.5	-1.2	2.0
단기금융자산	1,567	1,567	1,567	1,567	매출원가	10,050	8,742	8,571	8,703
매출채권	670	663	655	667	매출충이익	1,169	962	1,016	1,072
재고자산	2,825	2,521	2,397	2,444	판매비와관리비	250	303	258	262
비유동자산	6,027	6,052	6,374	6,614	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	3,694	3,614	3,928	4,159	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	851	823	797	773	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	12,098	11,761	11,822	11,944	영업이익	919	659	758	810
유동부채	2,319	1,948	1,937	1,954	증가율(%)	-16.1	-28.3	15.0	6.9
매입채무	956	873	863	880	영업이익률(%)	8.2	6.8	7.9	8.3
단기차입금	792	792	792	792	이자수익	48	69	66	60
유동성장기부채	12	12	12	12	이자비용	34	55	46	46
비유동부채	547	524	524	524	지분법이익(손실)	30	-12	-16	-16
사채	3	3	3	3	기타영업외손익	-33	4	15	15
장기차입금	206	206	206	206	세전계속사업이익	881	728	767	814
부채총계	2,866	2,471	2,461	2,478	법인세비용	83	195	215	228
지배주주지분	9,043	9,095	9,161	9,260	세전계속이익률(%)	7.9	7.5	8.0	8.3
자본금	99	105	105	105	당기순이익	798	533	552	586
자본잉여금	1,086	1,086	1,086	1,086	순이익률(%)	7.1	5.5	5.8	6.0
이익잉여금	7,953	8,065	8,196	8,360	지배주주귀속 순이익	781	527	546	580
기타자본항목	-96	-161	-225	-290	기타포괄이익	-65	-65	-65	-65
비지배주주지분	189	195	200	206	총포괄이익	734	468	487	521
자본총계	9,232	9,289	9,361	9,466	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	785	1,025	1,050	923	주당지표(원)				
당기순이익	798	533	552	586	EPS	40,572	25,227	26,137	27,737
유형자산감가상각비	298	320	326	330	BPS	455,251	434,969	438,127	442,886
무형자산상각비	5	28	26	24	CFPS	56,359	41,878	42,956	44,665
지분법관련손실(이익)	30	-12	-16	-16	DPS	20,000	20,000	20,000	20,000
투자활동 현금흐름	-1,797	-1,287	-1,708	-1,608	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-373	-300	-800	-700	PER	13.9	18.3	17.7	16.7
무형자산의 처분(취득)	-6	-	-	-	PBR	1.2	1.1	1.1	1.0
금융상품의 증감	-590	-129	-50	-50	PCR	10.0	11.0	10.8	10.3
재무활동 현금흐름	1,296	-510	-534	-534	EV/EBITDA	8.1	8.3	7.6	7.4
단기금융부채의증감	478	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	41	-	-	-	ROE	9.4	5.8	6.0	6.3
자본의증감	472	5	-	-	EBITDA이익률	10.9	10.4	11.6	11.9
배당금지급	-2	-2	-2	-2	부채비율	31.0	26.6	26.3	26.2
현금및현금성자산의증감	315	-34	-130	-177	순부채비율	-14.5	-14.0	-12.5	-10.5
기초현금및현금성자산	466	781	747	617	매출채권회전율(x)	18.4	14.6	14.5	14.8
기말현금및현금성자산	781	747	617	440	재고자산회전율(x)	3.9	3.6	3.9	4.0

자료 : 고려아연, 하이투자증권 리서치본부

고려아연 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022-04-05	Buy	710,000	-11.9%	-7.5%
2022-04-28	Buy	730,000	-22.6%	-18.5%
2022-06-08	Buy	700,000	-27.8%	-19.3%
2022-07-11	Buy	650,000	-14.4%	3.4%
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		



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.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2023-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
91.1%	8.9%	-