

고려아연 (010130)

가장의 어깨는 무겁다

4Q23(P): 매출액 2.4조원, 영업이익 1,970억원

영업이익, 당사 추정(1,870억원) 상회 및 Consensus(1,980억원) 부합

1) 별도: 영업이익 2,210억원으로 당사 추정(1,910억원) 상회. 아연 판매량은 전분기비 감소한 15.2만톤을 예상했지만 +2% 증가한 16.2만톤 기록. 연 판매량은 당사 추정(12.9만톤)과 유사한 12.6만톤 시현. 전분기비 연 판매량이 증가했음에도 불구하고 연 정광 주요 부산물인 금과 은 판매량은 전분기비 감소한 것으로 파악. 2) 종속회사: 3Q 생산설비 보수로 전분기비 매출액 감소가 있었던 SMC는 4Q 매출액이 소폭 증가했으나 OPM은 전분기와 유사한 1%대 기록. 케이잼과 페달포인트는 전분기에 이어 영업손실을 이어간 것으로 관측.

2024년 연 판매 가이드نس, 이익률보다 이익 증대에 초점

별도 기준 24년 품목별 판매량 가이드نس는 아연 65만톤(yoy -1%), 연 45만톤(yoy +10%), 은 2.1천톤(yoy +7%) 발표. 연 판매량은 23년 yoy -3% 감소 및 가이드نس를 -4% 하회했음에도 불구하고 가이드نس 기준 사상 최고치 제시. 동사는 15년말 연 생산능력을 30만톤에서 50만톤으로 확대했으나 최적 생산 등을 고려하여 16~23년 40~43만톤 생산 및 판매. 20년을 고점으로 하락한 연 정광 BM TC 및 Spot TC를 감안하면 연 수익성은 낮아진 상황. 아연 대비 연은 TC가 수익성에 미치는 영향이 더 큰 품목으로 이번 연 판매 가이드نس는 이익률보다는 판매 확대를 통한 이익 규모 증대에 초점을 맞춘 계획인 것으로 추정.

가장의 어깨는 무겁다

3Q22 이후 6개 분기 연속 별도 영업이익 대비 연결 영업이익이 더 낮아. 22년 영업손실을 기록했던 SMC는 23년 흑자 전환에 성공했으나 이익 개선 속도는 다소 느리게 진행 중. 미래 성장을 위한 투자가 지속되는 가운데 기 투자된 사업들의 수익성 정상화 시점은 예상보다 다소 지연될 것으로 전망. 배당을 비롯한 주주환원정책과 예정되어 있는 투자에 필요한 자금을 확보해야 하는 고려아연(별도)의 어깨가 무거운 상황.



이현수 철강/금속/자동차
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

HOLD (M)

목표주가 510,000원 (M)

현재주가 (2/06) 462,000원

상승여력 10%

시가총액	96,598억원
총발행주식수	20,908,588주
60일 평균 거래대금	176억원
60일 평균 거래량	35,921주
52주 고/저	610,000원 / 444,500원
외인지분율	18.16%
배당수익률	3.55%
주요주주	영풍 외 58 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(5.2)	(6.4)	(13.3)
상대	(5.2)	(9.1)	(18.0)
절대 (달러환산)	(6.1)	(8.5)	(18.2)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,415	-18.5	5.3	2,529	-4.5
영업이익	197	92.2	23.0	198	-0.2
세전계속사업이익	252	78.9	126.5	199	26.2
지배순이익	190	-26.5	146.3	146	29.7
영업이익률 (%)	8.2	+4.7 %pt	+1.2 %pt	7.8	+0.4 %pt
지배순이익률 (%)	7.9	-0.8 %pt	+4.5 %pt	5.8	+2.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023P	2024F
매출액	9,977	11,219	9,704	9,622
영업이익	1,096	919	659	674
지배순이익	807	781	527	515
PER	11.0	14.0	19.1	18.8
PBR	1.1	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.4	8.0	9.9	9.4
ROE	11.1	9.4	5.7	5.5

자료: 유안타증권

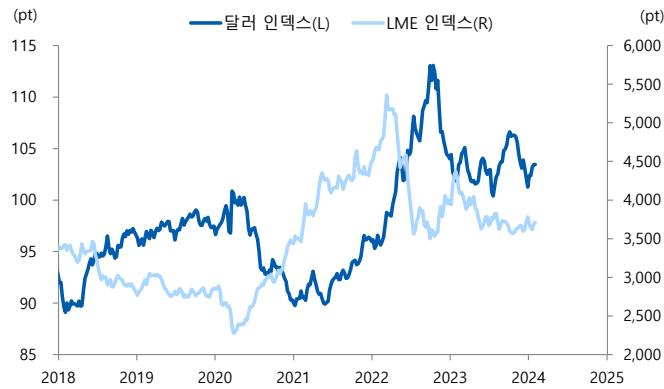
[표-1] 고려아연 실적 추정

(단위: 십억원)

		2022	2023P	2024E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	QoQ	YoY	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
원/달러	3개월 전	1,248	1,316	1,327	1,359	1,276	1,316	1,312	-0.3%	-2.2%	1,321	1,329	1,330	1,330
	당월	1,292	1,306	1,330	1,276	1,316	1,312	1,321	0.7%	-2.8%	1,329	1,330	1,330	1,330
금속가격	아연	3,504	2,705	2,549	3,191	2,737	2,396	2,495	4.2%	-17.1%	2,512	2,536	2,561	2,587
(전월)	연	2,158	2,151	2,135	2,170	2,116	2,129	2,191	2.9%	10.1%	2,070	2,135	2,157	2,178
(달러/톤)	금	1,802	1,924	2,051	1,851	1,969	1,936	1,939	0.1%	14.5%	2,038	2,055	2,055	2,055
(달러/온스)	은	21.7	23.4	23.2	23.0	23.8	23.7	23.0	-2.8%	16.1%	23.3	22.9	23.2	23.2
금속가격	아연	3,481	2,652	2,558	3,137	2,540	2,436	2,498	2.5%	-17.1%	2,521	2,544	2,570	2,595
(당월)	연	2,151	2,136	2,149	2,137	2,119	2,172	2,116	-2.6%	0.5%	2,104	2,142	2,164	2,186
(달러/톤)	금	1,802	1,944	2,053	1,890	1,978	1,927	1,979	2.7%	14.3%	2,045	2,055	2,055	2,055
(달러/온스)	은	21.8	23.4	23.1	22.6	24.2	23.6	23.3	-1.3%	9.3%	22.9	23.1	23.2	23.2
매출액		11,219	9,704	9,622	2,527	2,469	2,293	2,415	5.3%	-18.5%	2,370	2,394	2,342	2,516
	비철금속 제조 및 판매	9,019	8,267	8,449	2,072	2,076	1,995	2,124	6.4%	-12.7%	2,076	2,099	2,046	2,228
	(별도)	8,081	7,291	7,437	1,815	1,787	1,783	1,906	6.9%	-11.9%	1,849	1,871	1,789	1,928
	(별도 외)	938	976	1,013	257	289	212	218	2.7%	-18.9%	227	228	258	300
	비철금속 수출입	2,437	1,529	1,254	495	406	315	313	-0.6%	-40.7%	314	313	314	313
	폐기물처리 등	267	366	354	103	100	71	91	29.2%	0.3%	91	88	85	89
	(연결조정 등)	-504	-457	-435	-144	-113	-87	-113	-	-	-111	-106	-103	-115
영업이익		919	659	674	146	156	160	197	23.0%	92.2%	201	157	149	167
이익률		8.2%	6.8%	7.0%	5.8%	6.3%	7.0%	8.2%	1.2%p	4.7%p	8.5%	6.6%	6.3%	6.6%
	비철금속 제조 및 판매	858	674	706	159	151	154	209	35.6%	96.9%	211	166	155	174
	(OPM)	9.5%	8.1%	8.4%	7.7%	7.3%	7.7%	9.9%	2.1%p	5.5%p	10.2%	7.9%	7.6%	7.8%
	(별도)	931	707	733	155	165	167	221	32.8%	41.6%	221	174	161	179
	(OPM)	11.5%	9.7%	9.9%	8.5%	9.2%	9.3%	11.6%	2.3%p	4.4%p	11.9%	9.3%	9.0%	9.3%
	(별도 외)	-73	-34	-28	4	-13	-12	-12	적지	적지	-9	-8	-6	-5
	(OPM)	-7.8%	-3.5%	-2.7%	1.4%	-4.5%	-5.8%	-5.5%	0.3%p	13.1%p	-4.1%	-3.4%	-2.3%	-1.6%
	비철금속 수출입	63	11	16	-3	2	10	3	-69.0%	-31.2%	3	4	5	4
	(OPM)	2.6%	0.7%	1.3%	-0.7%	0.5%	3.1%	1.0%	-2.1%p	0.1%p	0.9%	1.4%	1.6%	1.2%
	폐기물처리 등	-2	-37	-32	-15	-5	-8	-10	적지	적지	-8	-8	-8	-8
	(OPM)	-0.8%	-10.2%	-9.0%	-14.3%	-4.8%	-10.7%	-11.0%	-0.2%p	3.9%p	-8.8%	-9.1%	-9.4%	-9.0%
	(연결조정 등)	0	11	-16	5	7	4	-5	-	-	-5	-5	-3	-2
세전이익		881	728	705	195	170	111	252	126.5%	78.9%	216	165	149	175
이익률		7.9%	7.5%	7.3%	7.7%	6.9%	4.8%	10.4%	5.6%p	5.7%p	9.1%	6.9%	6.3%	7.0%
지배순이익		781	527	515	140	121	77	190	146.3%	-26.5%	158	120	109	128
이익률		7.0%	5.4%	5.3%	5.5%	4.9%	3.4%	7.9%	4.5%p	-0.9%p	6.7%	5.0%	4.6%	5.1%

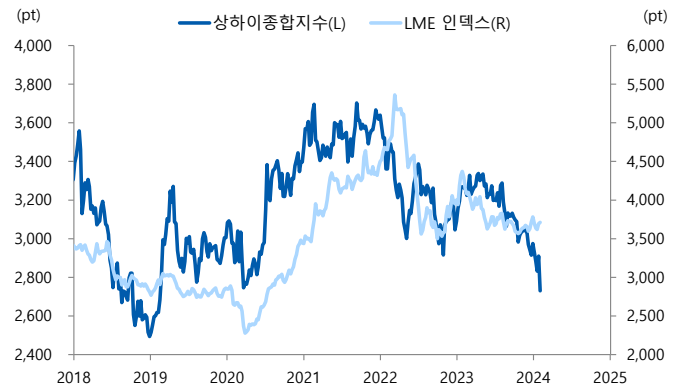
자료: 유안타증권, 주: 부문별 수치는 연결조정 전 기준

[그림-1] 달러 인덱스와 LME 인덱스



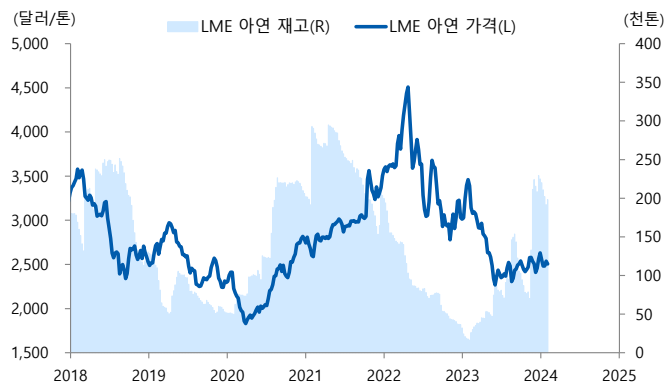
자료: Bloomberg, 주: 2024년 2월 2일 기준

[그림-2] 상하이종합지수와 LME 인덱스



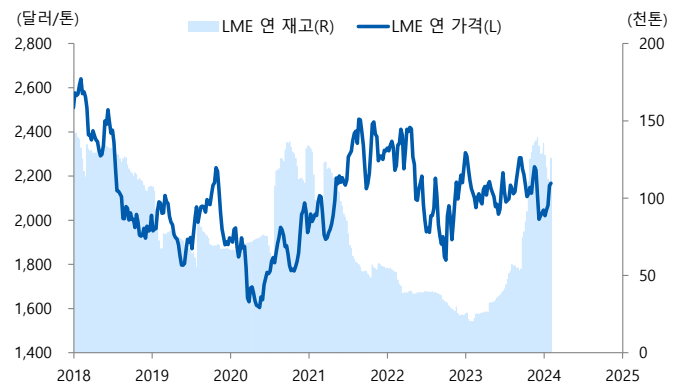
자료: Bloomberg, 주: 2024년 2월 2일 기준

[그림-3] LME 아연 가격 및 재고



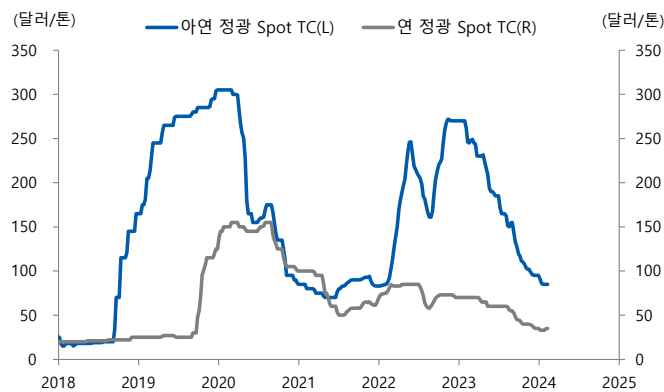
자료: Bloomberg, 주: 2024년 2월 2일 기준

[그림-4] LME 연 가격 및 재고



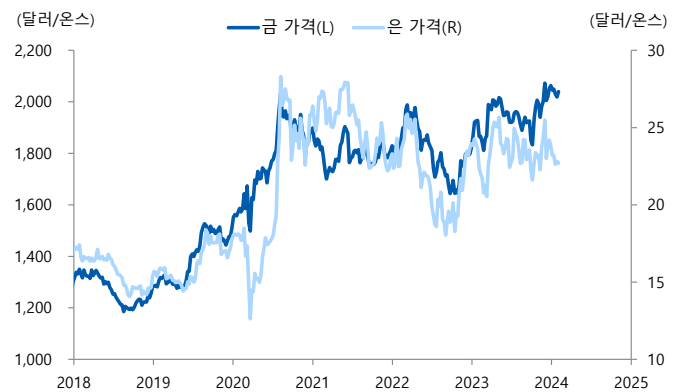
자료: Bloomberg, 주: 2024년 2월 2일 기준

[그림-5] 중국 수입 아연정광 및 연정광 Spot 제련수수료



자료: Bloomberg, 주: 2024년 2월 2일 기준

[그림-6] 귀금속 가격



자료: Bloomberg, 주: 2024년 2월 2일 기준

고려아연 (010130) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	9,977	11,219	9,704	9,622	10,011
매출원가	8,720	10,050	8,742	8,632	8,945
매출총이익	1,256	1,169	962	991	1,066
판매비	160	250	303	317	330
영업이익	1,096	919	659	674	736
EBITDA	1,386	1,223	976	1,075	1,210
영업외손익	43	-38	68	31	-16
외환관련손익	-11	-43	-36	64	64
이자손익	24	14	9	-41	-88
관계기업관련손익	3	30	-12	-12	-12
기타	27	-38	107	20	20
법인세비용차감전순이익	1,139	881	728	705	721
법인세비용	328	83	194	183	187
계속사업순이익	811	798	533	521	533
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	811	798	533	521	533
지배지분순이익	807	781	527	515	526
포괄순이익	908	734	581	521	533
지배지분포괄이익	902	717	567	496	507

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	607	785	294	6	144
당기순이익	811	798	533	521	533
감가상각비	289	298	314	402	474
외환손익	5	-39	5	-64	-64
중속, 관계기업관련손익	-3	-30	12	12	12
자산부채의 증감	-544	-110	-246	-824	-769
기타현금흐름	48	-133	-324	-42	-42
투자활동 현금흐름	-578	-1,797	-499	-1,600	-1,200
투자자산	-207	-1,637	469	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-464	-373	-385	-1,600	-1,200
유형자산 감소	1	0	2	0	0
기타현금흐름	92	213	-585	0	0
재무활동 현금흐름	2	1,296	293	584	85
단기차입금	244	433	414	1,000	500
사채 및 장기차입금	145	141	-29	0	0
자본	1	1,033	538	0	0
현금배당	-278	-355	-599	-416	-415
기타현금흐름	-110	44	-31	0	0
연결범위변동 등 기타	10	30	25	814	813
현금의 증감	41	315	113	-196	-158
기초 현금	426	466	781	894	698
기말 현금	466	781	894	698	540
NOPLAT	1,096	919	659	674	736
FCF	143	412	-91	-1,594	-1,056

자료: 유안타증권

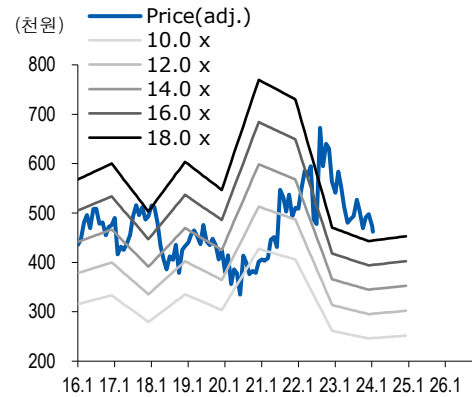
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	5,689	6,071	6,079	6,025	5,936
현금및현금성자산	466	781	894	698	540
매출채권 및 기타채권	532	654	683	712	726
재고자산	2,909	2,825	2,719	2,833	2,888
비유동자산	4,275	6,027	6,236	7,434	8,160
유형자산	3,459	3,694	3,836	5,034	5,759
관계기업 등 지분관련자산	138	426	478	478	478
기타투자자산	455	780	852	852	852
자산총계	9,964	12,098	12,314	13,459	14,096
유동부채	1,771	2,319	2,254	3,293	3,812
매입채무 및 기타채무	1,175	1,120	931	970	989
단기차입금	296	792	1,194	2,194	2,694
유동성장기부채	8	12	17	17	17
비유동부채	459	547	500	500	500
장기차입금	126	206	202	202	202
사채	1	3	4	4	4
부채총계	2,230	2,866	2,754	3,793	4,312
지배지분	7,608	9,043	9,363	9,462	9,573
자본금	94	99	105	105	105
자본잉여금	57	1,086	1,618	1,618	1,618
이익잉여금	7,518	7,953	7,885	7,984	8,095
비지배지분	127	189	197	204	211
자본총계	7,734	9,232	9,560	9,666	9,784
순차입금	-1,574	-1,268	-971	225	883
총차입금	549	1,123	1,507	2,507	3,007

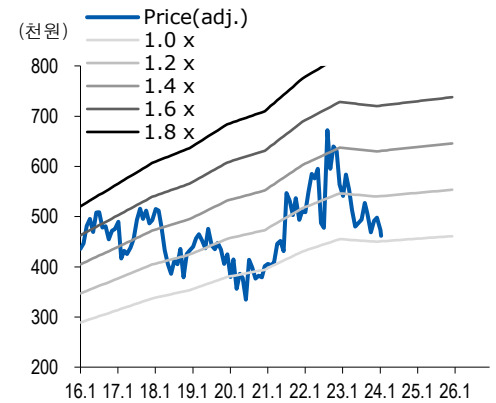
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	42,755	40,572	26,131	24,614	25,166
BPS	430,439	455,251	450,055	455,765	461,110
EBITDAPS	73,448	63,561	48,381	51,437	57,876
SPS	528,711	583,125	480,932	460,217	478,792
DPS	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000
PER	11.0	14.0	19.1	18.8	18.4
PBR	1.1	1.2	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	5.4	8.0	9.9	9.4	8.9
PSR	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	31.6	12.5	-13.5	-0.8	4.0
영업이익 증가율 (%)	22.1	-16.1	-28.3	2.2	9.3
지배순이익 증가율 (%)	40.8	-3.2	-32.5	-2.4	2.2
매출총이익률 (%)	12.6	10.4	9.9	10.3	10.7
영업이익률 (%)	11.0	8.2	6.8	7.0	7.4
지배순이익률 (%)	8.1	7.0	5.4	5.3	5.3
EBITDA 마진 (%)	13.9	10.9	10.1	11.2	12.1
ROIC	14.4	13.3	7.0	6.3	6.1
ROA	8.7	7.1	4.3	4.0	3.8
ROE	11.1	9.4	5.7	5.5	5.5
부채비율 (%)	28.8	31.0	28.8	39.2	44.1
순차입금/자기자본 (%)	-20.7	-14.0	-10.4	2.4	9.2
영업이익/금융비용 (배)	263.2	26.7	11.3	6.1	4.8

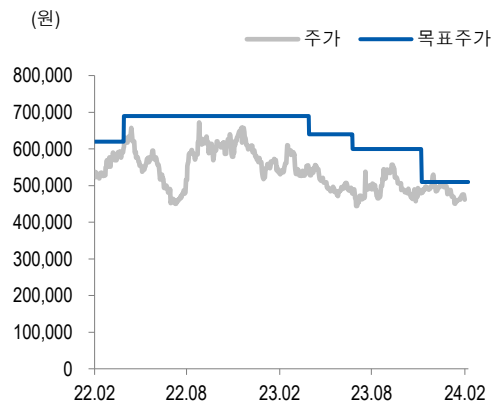
P/E band chart



P/B band chart



고려아연 (010130) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-02-07	HOLD	510,000	1년		
2023-11-13	HOLD	510,000	1년		
2023-06-30	BUY	600,000	1년	-17.71	-7.17
2023-04-05	BUY	640,000	1년	-20.93	-13.13
2022-04-05	BUY	690,000	1년	-17.53	-2.61
2021-11-26	BUY	620,000	1년	-13.33	-2.90

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.8
Hold(중립)	11.2
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-02-06

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.