

고려아연 (010130)

이익의 가시성이 높아지는 중

투자의견

BUY(유지)

목표주가

640,000 원(유지)

현재주가

460,000 원(04/05)

시가총액

9,618 십억원

철강금속 이유진_02)368-6141_eugenelee@eugenefn.com

■ 1Q24 Preview: 연결 매출액 2.4조원, 영업이익 1,719억원(OPM 7.1%) 전망

- 1분기 아연 가격은 2,467달러/톤(-1.2%qoq, -22.3%yoy) 소폭 하락했으나 정상적인 가동과 귀금속 가격 상승으로 인해 별도 영업이익을 1,819억원으로 전망

■ 이익과 업황의 불확실성은 해소

- TC: 연간 BM TC가 165달러/톤으로 결정되며 이익의 불확실성이 해소되었고, 올해 정광 처리량은 작년에 비해 늘어날 것으로 전망. 이로 인해 귀금속 생산량이 증가할 것이며, 전기동 Fumer 가동으로 동 생산/판매량 증가는 BM TC의 하락에도 2024년 영업이익을 8,072억원으로 지지할 것
- 트로이카 드라이브: 이차전지 소재 부문은 아직까지 큰 변동이 없으나, 자원순환 부문은 올해 하반기부터 턴어라운드 할 가시성이 높음. 2분기부터 Kataman 인수 효과로 인해 Igneo의 적자폭 축소가 기대, 스틸사이클의 처리량도 증가할 것이며 원재료(EAFD) 가격 또한 하향 안정화되어 연간으로는 자원순환 부문의 흑자 전환 기대

■ 투자의견 'BUY'와 목표가 640,000원 유지

- 계열분리 등으로 인한 대외적 불확실성은 남아있으나, 올해 이익의 불확실성은 사라졌고 메탈 가격 상승으로 주가 상승이 기대되어 매수 추천

주가(원,04/05)	460,000
시가총액(십억원)	9,618

발행주식수	20,909천주
52주 최고가	565,000원
최저가	435,000원
52주 일간 Beta	0.98
60일 일평균거래대금	158억원
외국인 자본율	18.0%
배당수익률(2024F)	5.4%

주주구성	
영풍 (외 62인)	48.0%
한화에너지투에너지 유에스에이 코퍼레이션 (외 3인)	7.7%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	1.3	-19.5	-23.1
절대기준(%)	3.7	-6.6	-14.3

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	640,000	640,000	-
영업이익(24)	807	652	▲
영업이익(25)	1,142	895	▲

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023A	2024E
매출액	9,977	11,219	9,705	10,279
영업이익	1,096	919	660	807
세전손익	1,139	881	728	939
당기순이익	811	798	533	666
EPS(원)	42,755	39,299	25,217	31,391
증감률(%)	40.8	-8.1	-35.8	24.5
PER(배)	12.0	14.4	18.2	14.7
ROE(%)	11.1	9.4	5.7	6.9
PBR(배)	1.3	1.2	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	6.8	9.3	9.9	8.0

자료: 유진투자증권

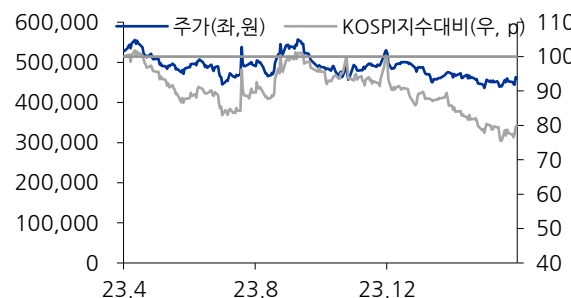


도표 1. 아연 가격 변화에 따른 고려아연 실적 변화: 아연 가격 ± 1 달러/톤 변화 시 영업이익 ± 1.5 억원

가정						
환율(원/달러)	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300
아연 가격(달러/톤)	2,500	2,600	2,700	2,800	2,900	3,000
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)	274	274	274	274	274	274
Payable Ratio	85	85	85	85	85	85
Recovery rate	97	97	97	97	97	97
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)	320.6	320.6	320.6	320.6	320.6	320.6
Free Metal(십억원)	204.8	212.9	221.1	229.3	237.5	245.7
2 차 원료 이익(십억원)	169.0	175.8	182.5	189.3	196.0	202.8

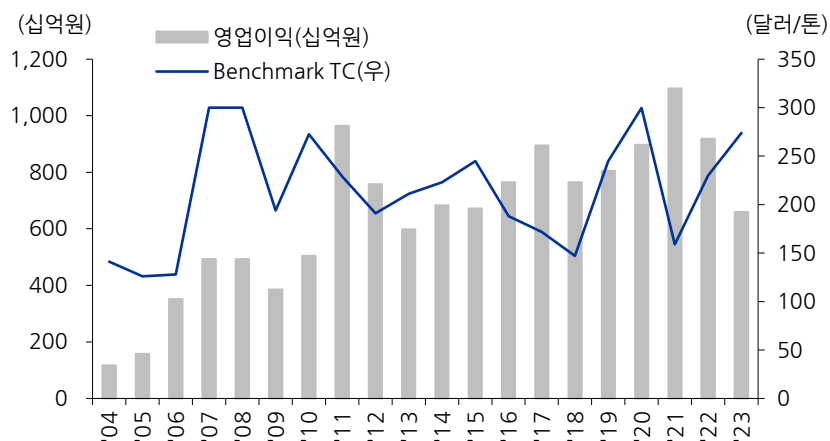
자료: 유진투자증권

도표 2. TC 변화에 따른 고려아연 실적 변화: TC ± 1 달러/톤 변화 시 영업이익 ± 11.7 억원

가정						
환율(원/달러)	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300
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	175	185	195	205	215
Payable Ratio	85	85	85	85	85	85
Recovery rate	97	97	97	97	97	97
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)	193.1	204.8	216.5	228.2	239.9	251.6
Free Metal(십억원)	221.1	221.1	221.1	221.1	221.1	221.1
2 차 원료 이익(십억원)	182.5	182.5	182.5	182.5	182.5	182.5

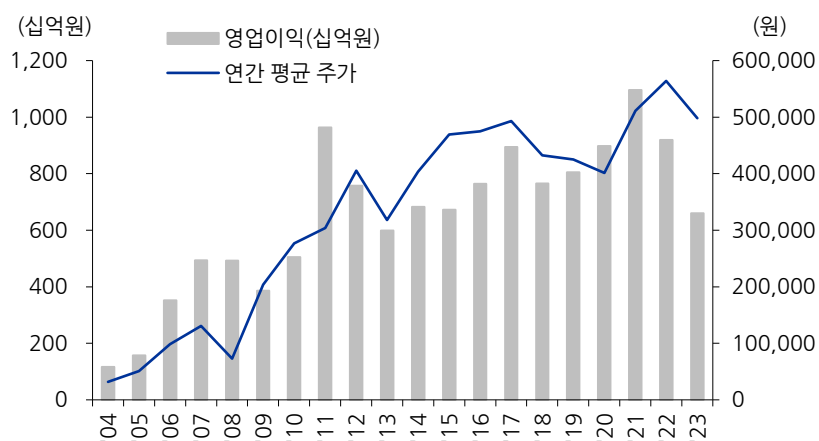
자료: 유진투자증권

도표 3. 아연 Benchmark TC와 고려아연 영업이익 추이



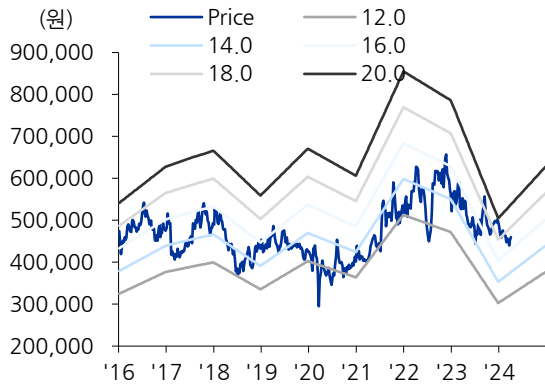
자료: 유진투자증권

도표 4. 고려아연 영업이익과 연간 평균 주가 추이



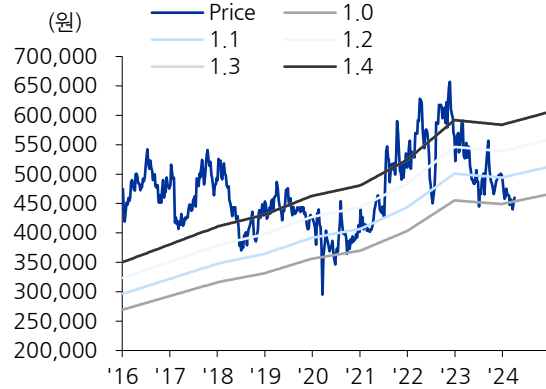
자료: 유진투자증권

도표 5. 고려아연 PER Band



자료: 유진투자증권

도표 6. 고려아연 PBR Band



자료: 유진투자증권

도표 7. 고려아연 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024F
매출액	2,527	2,469	2,293	2,415	2,419	2,532	2,596	2,732	11,219	9,705	10,279
고려아연	1,815	1,787	1,783	1,906	1,775	1,864	1,919	1,962	8,081	7,291	7,520
자회사	712	682	510	509	644	668	678	769	3,138	2,413	2,759
영업이익	146	156	160	198	172	197	208	230	919	660	807
영업이익률(%)	5.8	6.3	7.0	8.2	7.1	7.8	8.0	8.4	8.2	6.8	7.9
고려아연	155	165	167	221	182	199	206	219	931	707	806
자회사	-9	-9	-6	-23	-10	-2	3	11	-12	-47	1
세전이익	195	170	111	252	215	230	233	261	881	728	939
당기순이익	138	124	78	193	153	164	166	182	798	533	666
판매량											
아연(천톤)	156	177	159	162	156	172	160	166	634	654	654
연(천톤)	89	91	104	126	104	107	117	120	422	411	447
금(kg)	2,976	2,245	2,155	1,932	2,614	2,243	2,433	2,363	11,645	9,308	9,652
은(톤)	439	453	546	532	487	499	559	552	2,037	1,970	2,097
동(톤)	7,346	8,224	6,880	8,454	8,635	9,156	9,467	10,059	26,107	30,904	37,317
ASP(천원)											
아연	4,355	3,700	3,436	3,568	3,452	3,494	3,505	3,494	4,781	3,760	3,487
연	3,141	3,161	3,138	3,208	3,049	3,086	3,060	3,060	3,182	3,165	3,064
금	77,779	83,931	81,013	83,442	86,765	87,410	85,371	85,682	76,399	81,187	86,298
은	926	989	1,003	981	963	1,025	1,011	1,008	901	977	1,002
동	11,445	11,194	11,025	10,869	10,965	11,383	11,488	11,902	11,415	11,127	11,453

자료: 유진투자증권

고려아연(010130.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
자산총계	9,964	12,098	12,046	12,671	13,198
유동자산	5,689	6,071	5,572	5,919	6,291
현금성자산	729	989	934	1,412	1,424
매출채권	532	654	591	690	767
재고자산	2,909	2,825	2,638	2,395	2,662
비유동자산	4,275	6,027	6,474	6,752	6,908
투자자산	693	1,481	1,723	1,793	1,866
유형자산	3,459	3,694	3,869	4,044	4,096
기타	123	851	883	914	946
부채총계	2,230	2,866	2,404	2,678	2,827
유동부채	1,771	2,319	1,903	2,190	2,342
매입채무	1,175	1,120	1,061	1,347	1,498
유동성이자부채	391	828	723	723	723
기타	204	371	118	120	121
비유동부채	459	547	501	488	485
비유동이자부채	157	294	321	301	291
기타	302	253	180	187	194
자본총계	7,734	9,232	9,642	9,993	10,372
지배지분	7,608	9,043	9,390	9,741	10,120
자본금	94	99	105	105	105
자본잉여금	57	1,086	1,622	1,622	1,622
이익잉여금	7,518	7,953	7,843	8,082	8,460
기타	(62)	(96)	(179)	(67)	(67)
비지배지분	127	189	252	252	252
자본총계	7,734	9,232	9,642	9,993	10,372
총차입금	549	1,123	1,044	1,024	1,014
순차입금	(181)	134	110	(387)	(410)

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
영업현금	607	782	821	1,539	1,058
당기순이익	811	798	533	666	915
자산상각비	290	304	319	344	355
기타비현금성손익	299	105	3	(43)	(159)
운전자본증감	(544)	(113)	239	417	(207)
매출채권감소(증가)	(120)	(101)	90	(99)	(77)
재고자산감소(증가)	(629)	208	340	243	(268)
매입채무증가(감소)	328	(97)	(58)	286	151
기타	(123)	(124)	(134)	(13)	(13)
투자현금	(578)	(1,794)	(622)	(633)	(523)
단기투자자산감소	(66)	(545)	(37)	(10)	(11)
장기투자증권감소	(65)	(1,051)	(222)	(63)	(65)
설비투자	464	373	419	514	400
유형자산처분	1	0	3	0	0
무형자산처분	(15)	(6)	(19)	(38)	(38)
재무현금	2	1,296	(316)	(438)	(533)
차입금증가	260	514	(206)	(20)	(10)
자본증가	(278)	896	78	(418)	(523)
배당금지급	278	355	397	418	523
현금 증감	41	315	(104)	467	2
기초현금	426	466	781	677	1,144
기말현금	466	781	677	1,144	1,146
Gross Cash flow	1,400	1,207	968	1,121	1,265
Gross Investment	1,055	1,361	346	206	719
Free Cash Flow	345	(155)	622	916	546

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	9,977	11,219	9,705	10,279	11,517
증가율(%)	31.6	12.5	(13.5)	5.9	12.0
매출원가	8,720	10,050	8,743	9,067	9,876
매출총이익	1,256	1,169	962	1,211	1,642
판매 및 일반관리비	160	250	302	404	500
기타영업손익	16	56	21	34	24
영업이익	1,096	919	660	807	1,142
증가율(%)	22.1	(16.1)	(28.2)	22.3	41.5
EBITDA	1,386	1,223	979	1,151	1,497
증가율(%)	17.8	(11.8)	(20.0)	17.6	30.0
영업외손익	43	(38)	68	177	188
이자수익	28	50	85	52	59
이자비용	4	34	42	6	6
지분법손익	16	29	(9)	(2)	(2)
기타영업외손익	3	(82)	35	132	137
세전순이익	1,139	881	728	939	1,279
증가율(%)	40.2	(22.6)	(17.4)	29.0	36.2
법인세비용	328	83	195	273	364
당기순이익	811	798	533	666	915
증가율(%)	41.1	(1.6)	(33.2)	24.8	37.4
지배주주지분	807	781	527	656	902
증가율(%)	40.8	(3.2)	(32.5)	24.5	37.4
비지배지분	4	18	6	9	13
EPS(원)	42,755	39,299	25,217	31,391	43,121
증가율(%)	40.8	(8.1)	(35.8)	24.5	37.4
수정EPS(원)	42,755	39,299	25,217	31,391	43,121
증가율(%)	40.8	(8.1)	(35.8)	24.5	37.4

주요투자지표

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	42,755	39,299	25,217	31,391	43,121
BPS	403,163	455,251	449,109	465,878	483,999
DPS	20,000	20,000	20,000	25,000	25,000
밸류에이션(배, %)					
PER	12.0	14.4	18.2	14.7	10.7
PBR	1.3	1.2	1.0	1.0	1.0
EV/ EBITDA	6.8	9.3	9.9	8.0	6.2
배당수익율	3.9	3.5	4.3	5.4	5.4
PCR	6.9	9.3	9.9	8.6	7.6
수익성(%)					
영업이익율	11.0	8.2	6.8	7.9	9.9
EBITDA이익율	13.9	10.9	10.1	11.2	13.0
순이익율	8.1	7.1	5.5	6.5	7.9
ROE	11.1	9.4	5.7	6.9	9.1
ROIC	11.7	11.0	5.9	7.0	10.0
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(2.3)	1.4	1.1	(3.9)	(4.0)
유동비율	321.3	261.8	292.8	270.3	268.7
이자보상배율	263.2	26.7	15.6	134.6	193.9
활동성 (회)					
총자산회전율	1.1	1.0	0.8	0.8	0.9
매출채권회전율	20.4	18.9	15.6	16.0	15.8
재고자산회전율	3.9	3.9	3.6	4.1	4.6
매입채무회전율	10.1	9.8	8.9	8.5	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	1%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.03.31 기준)

