

2024. 5. 7

ESG솔루션

백재승

Senior Analyst

jaeseung.baek@samsung.com

임지영

Research Associate

jiyeong.lim@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	600,000원	29.6%
현재주가	463,000원	
시가총액	9.7조원	
Shares (float)	20,703,283주 (50.9%)	
52주 최저/최고	436,000원/557,000원	
60일-평균거래대금	185.7억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
고려아연 (%)	4.3	-1.6	-9.6
Kospi 지수 대비 (%pts)	5.5	-12.9	-15.5

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	600,000	580,000	3.4%
2024E EPS	30,431	27,849	9.3%
2025E EPS	32,929	29,958	9.9%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	16
Target price	628,000
Recommendation	3.9

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

고려아연 (010130)

금속 가격 상승, 긍정적 실적으로 돌아올 것

- 1Q24 연결 기준 영업이익은 1,845억 원으로, 컨센서스 부합
- 타이트한 공급에 기인한 금속 가격 상승은 긍정적. 올해까진 기존 사업 실적이 기업 가치 방향 결정할 것. 최근 자사주 1,500억 원 매입 감안하여 목표주가 3% 상향
- 신사업 투자 지속 중이며, 그 가치는 시장 회복 혹은 실적 가시화 시 부각될 것

WHAT'S THE STORY?

TC 하락에도, 금속 가격 상승이 견고한 실적 가능케 할 것: 1Q24 연결 기준 매출 및 영업이익은 각각 전분기 대비 1.6%, 6.4% 감소한 2.4조, 1,845억 원으로, 영업이익은 컨센서스에 부합하였다. 1분기에도 금속 가격의 견고한 흐름이 이어지며 우호적인 본사 실적을 기록한 한편, 호주 SMC 및 스틸사이클도 각각 가격 상승 및 가동률 상승을 통해 자회사 합산 실적 개선을 견인하였다. 지난 4월 초 2024년 아연 벤치마크 TC가 전년 대비 109달러/톤 하락한 165달러/톤으로 결정됨에 따라 올해 2분기 이후 TC 하락 영향이 실적에 반영될 것으로 예상된다. 다만, 1) spot TC 급락으로 인한 우려와 달리, 벤치마크 TC가 기존 시장 예상 범위에서 결정되었고, 2) 광산업체들의 감산으로 현재 금속 가격이 시장 예상보다 더 빠르게 회복되고 있어, 2분기 이후 실적 흐름이 TC로 인해 크게 둔화되진 않을 것으로 예상된다. 이에 더해, 호주 자회사 SMC의 꾸준한 증산도 연결 기준 실적 기여 상승으로 이어질 것으로 예상된다. 최근 금속 가격 상승을 반영하여 올해 순이익 추정치를 9% 상향하는 한편, 소각 및 임직원 평가 보상 목적의 자사주 1,500억 원 매입(5/3 공시)을 반영하여 목표주가를 3% 상향한 600,000원으로 제시한다.

신사업 가치의 긍정적 반영을 위해서는 가시성 확보가 중요: 올해 들어서도 고려아연은 Troica Drive로 표현되는 신사업 전략의 투자 실행에 고삐를 늦추지 않고 있다. 미국 secondary metal trading 업체인 Kataman Metals 지분 100%를 5,500만 달러에 인수하며 구리 생산 증가를 위한 원재료 확보 능력을 확대한 한편, 호주 자회사를 통해 호주 풍력발전소 지분 30%를 6,737억 원에 취득하여 신재생에너지 사업 확장 및 호주 SMC에서 활용할 친환경 전력 확보를 추구하였다. 이러한 투자는 지난 Investor Day에서 예고했던 2024년 신사업 관련 투자액 1.2조 원에 기반한 것으로 해석된다. 다만, 매출 증가와 달리 신사업의 전사 이익에 대한 기여는 올해까지 크지 않을 것으로 예상되며, 상업 생산이 시작되는 전해 동박/전구체 설비, 원료 확보에 전념 중인 미국 e-waste recycling 등은 실적 가시성이 확보되거나 최소한 시장 회복이 두드러질 때 사업 가치가 전사 기업가치 제고에 기여할 것이다. 최소한 올해까진 신사업보다 기존 사업이 전사 실적을 견인하겠지만, 금속 가격 상승으로 기존 사업 실적 흐름이 양호할 것으로 전망되는 바, BUY 투자의견을 유지한다.

분기 실적

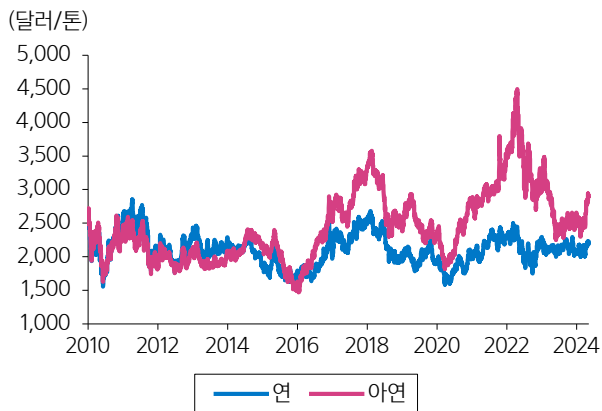
(십억원)	1Q24	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스 추정
매출액	2,375.4	-6.0	-1.6	-0.3	-2.1
영업이익	184.5	26.6	-6.8	-6.1	-2.4
세전이익	152.9	-21.5	-39.3	-27.4	-24.3
순이익	112.4	-18.8	-41.8	-25.1	-23.2
이익률 (%)					
영업이익	7.8				
세전이익	6.4				
순이익	4.7				

자료: 고려아연, Fnguide, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2023	2024E	2025E
Valuation (배)			
P/E	18.2	15.2	14.1
P/B	0.9	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.3	7.2	7.0
Div yield (%)	3.0	2.8	3.2
EPS 증가율 (%)	-37.6	19.9	8.2
ROE (%)	5.6	6.5	6.5
주당지표 (원)			
EPS	25,373	30,431	32,929
BVPS	500,099	473,495	491,781
DPS	15,000	13,000	15,000

그림 1. 비철금속 가격: 아연 vs 연



자료: 블룸버그

그림 2. 비철금속 가격: 금 vs 은



자료: 블룸버그

그림 3. 금/은 가격 비율 추이



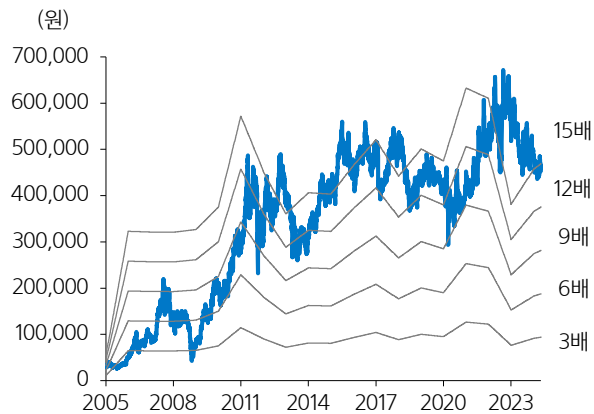
자료: 블룸버그

그림 4. 아연/연 spot TC



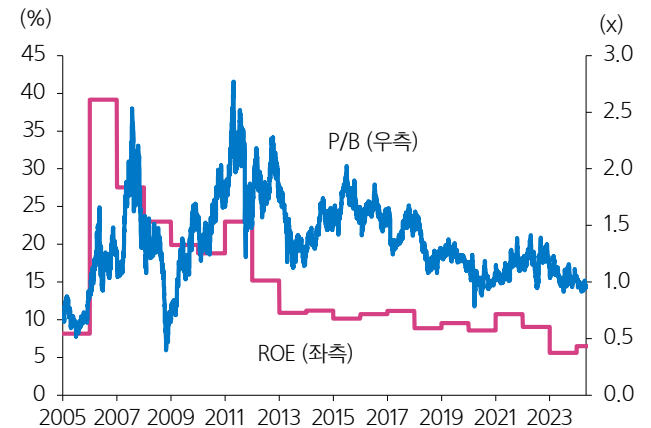
자료: Metal Bulletin

그림 5. 고려아연: P/E 밴드



자료: Quantiwise, 삼성증권 추정

그림 6. 고려아연: P/B vs ROE



자료: Quantiwise, 삼성증권 추정

표 1. 고려아연: 모회사 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24A	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출	1,814.9	1,787.4	1,782.9	1,905.8	1,813.6	2,061.0	2,101.9	2,066.3	7,291.1	8,042.9	8,055.6
아연	681.0	653.0	547.0	577.0	597.0	641.2	668.9	657.2	2,458.0	2,564.3	2,574.7
연	280.0	288.0	328.0	406.0	353.0	359.2	364.0	357.9	1,302.0	1,434.2	1,349.5
은	406.0	448.0	547.0	522.0	501.0	593.4	595.2	584.1	1,923.0	2,273.7	2,285.4
금	232.0	188.0	174.0	161.0	155.0	252.2	255.6	250.8	755.0	913.5	981.2
기타	215.9	210.4	186.9	239.8	207.6	215.0	218.3	216.4	853.1	857.3	864.9
증가율 (전년 대비, %)	-0.1	-12.9	-13.0	-11.9	-0.1	15.3	17.9	8.4	-9.8	10.3	0.2
아연	2.9	-19.5	-23.8	-31.3	-12.3	-1.8	22.3	13.9	-18.9	4.3	0.4
연	-12.5	-10.0	7.2	2.0	26.1	24.7	11.0	-11.8	-3.1	10.2	-5.9
은	-4.9	-0.4	6.0	17.8	23.4	32.5	8.8	11.9	4.7	18.2	0.5
금	18.4	-16.8	-23.7	-32.9	-33.2	34.1	46.9	55.8	-15.2	21.0	7.4
기타	2.0	-14.1	-33.3	-1.5	-3.8	2.2	16.8	-9.8	-13.0	0.5	0.9
판매량 (톤)											
아연	156,472	173,528	159,374	161,871	168,921	162,551	162,551	162,551	651,245	656,573	650,203
연	89,117	90,954	104,404	126,455	115,293	112,108	112,108	112,108	410,930	451,617	431,232
은	439	453	546	532	501	520	520	520	1,970	2,062	2,081
금	3	2	2	2	2	3	3	3	9	9	10
ASP (천원/톤)											
아연	4,352.2	3,763.1	3,432.2	3,564.6	3,534.2	3,944.8	4,114.9	4,042.8	3,774.3	3,905.5	3,959.9
연	3,141.9	3,166.4	3,141.6	3,210.6	3,061.8	3,204.3	3,247.2	3,192.4	3,168.4	3,175.6	3,129.3
은 (천원/kg)	924.2	989.0	1,001.9	981.2	1,000.3	1,140.6	1,144.0	1,122.7	976.0	1,102.8	1,098.2
금 (천원/kg)	77,957.0	83,741.6	80,742.5	83,333.3	88,419.9	98,882.9	100,220.9	98,347.4	81,113.0	97,149.9	96,192.8
매출총이익	189.2	199.5	203.0	267.0	236.6	253.0	277.1	262.3	858.5	1,029.0	1,018.0
매출총이익률 (%)	10.4	11.2	11.4	14.0	13.0	12.3	13.2	12.7	11.8	12.8	12.6
증가율 (전년 대비, %)	-23.1	-47.6	-17.2	37.4	25.1	26.9	36.5	-1.7	-19.5	19.9	-1.1
영업이익	154.9	164.6	166.6	221.3	190.7	214.1	238.0	215.4	707.4	858.2	846.4
영업이익률 (%)	8.5	9.2	9.3	11.6	10.5	10.4	11.3	10.4	9.7	10.7	10.5
증가율 (전년 대비, %)	-29.8	-52.7	-19.3	41.6	23.1	30.0	42.8	-2.6	-24.0	21.3	-1.4
세전이익	191.7	188.0	133.3	272.4	161.8	223.7	247.8	236.7	785.4	870.1	911.3
세전이익률 (%)	10.6	10.5	7.5	14.3	8.9	10.9	11.8	11.5	10.8	10.8	11.3
증가율 (전년 대비, %)	-17.6	-43.3	-3.1	55.9	-15.6	19.0	85.9	-13.1	-10.4	10.8	4.7
순이익	145.2	141.6	101.0	197.7	140.0	162.2	179.7	171.6	585.6	653.5	660.7
순이익률 (%)	8.0	7.9	5.7	10.4	7.7	7.9	8.5	8.3	8.0	8.1	8.2
증가율 (전년 대비, %)	-10.6	-42.2	-3.8	37.5	-3.6	14.5	77.8	-13.2	-10.8	11.6	1.1

자료: 고려아연, 삼성증권 추정

표 2. 고려아연: 연결 기준 실적 추이 및 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24A	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출	2,527.3	2,469.4	2,293.2	2,414.5	2,375.4	2,720.5	2,787.9	2,743.6	9,704.5	10,627.4	10,728.5
모회사	1,814.9	1,787.4	1,782.9	1,905.8	1,813.6	2,061.0	2,101.9	2,066.3	7,291.1	8,042.9	8,055.6
자회사	712.4	682.0	510.3	508.7	561.7	659.5	686.0	677.3	2,413.5	2,584.4	2,672.9
매출총이익	214.3	223.5	227.5	296.7	266.3	281.3	316.8	298.1	961.9	1,162.5	1,175.4
모회사	189.2	199.5	203.0	267.0	236.6	253.0	277.1	262.3	858.5	1,029.0	1,018.0
자회사	25.1	24.1	24.5	29.7	29.7	28.3	39.7	35.8	103.4	133.5	157.4
영업이익	145.8	155.7	160.4	198.0	184.5	206.5	241.9	215.4	659.9	848.3	860.4
모회사	154.9	164.6	166.6	221.3	190.7	214.1	238.0	215.4	707.4	858.2	846.4
자회사	-9.1	-8.9	-6.2	-23.2	-6.1	-7.6	3.9	-0.0	-47.5	-9.9	14.0
세전이익	194.7	170.2	111.1	252.1	152.9	226.2	253.1	254.3	728.1	886.5	966.2
모회사	191.7	188.0	133.3	272.4	161.8	223.7	247.8	236.7	785.4	870.1	911.3
자회사	3.0	-17.8	-22.2	-20.3	-8.9	2.5	5.3	17.6	-57.4	16.4	54.9
순이익	138.4	124.2	77.8	193.0	112.4	161.3	180.5	181.3	533.4	635.4	688.9
모회사	145.2	141.6	101.0	197.7	140.0	162.2	179.7	171.6	585.6	653.5	660.7
자회사	-6.8	-17.4	-23.3	-4.7	-27.6	-0.9	0.8	9.7	-52.2	-18.1	28.2
지배주주 순이익	139.9	120.5	77.1	189.8	106.8	153.3	171.6	172.3	527.3	604.0	654.8
증가율 (전년 대비, %)											
매출	-5.0	-13.4	-16.4	-18.5	-6.0	10.2	21.6	13.6	-13.5	9.5	1.0
영업이익	-48.8	-59.2	6.5	93.0	26.6	32.6	50.8	8.8	-28.2	28.5	1.4
순이익	-6.5	-61.6	10.6	-24.9	-18.8	29.8	132.1	-6.1	-33.2	19.1	8.4
지배주주 순이익	-11.4	-58.5	4.5	-26.5	-23.6	27.2	122.6	-9.2	-32.5	14.6	8.4
이익률 (%)											
매출총이익률	8.5	9.1	9.9	12.3	11.2	10.3	11.4	10.9	9.9	10.9	11.0
영업이익률	5.8	6.3	7.0	8.2	7.8	7.6	8.7	7.9	6.8	8.0	8.0
순이익률	5.5	5.0	3.4	8.0	4.7	5.9	6.5	6.6	5.5	6.0	6.4

자료: 고려아연, 삼성증권 추정

표 3. 고려아연: 목표주가 산정

(십억원)	내용
기존 제련사업 가치 (A)	12,240.8
- 2024-2025년 평균 순자산 가치	9,929.7
- Target P/B (배)*	1.2
전해동박 사업 가치 (B)	46.9
- 2025년 순이익	2.5
- Target P/E (배)**	18.8
자사주 가치 (C)***	73.5
목표 기업가치 (D=A+B+C)	12,361.2
주식 수 (주)	20,703,283
목표주가 (원)	600,000

참고: * 자금과 같은 아연 TC 하락 시기였던 2016-2018년 당시 valuation에 대해, 당시 대비 낮은 ROE 감안하여 15% 할인 적용

** 국내 peer 대비 초기 capacity 규모가 크지 않다는 점을 감안하여, 2025년 국내 peer 평균 P/E를 50% 할인

*** 약속된 1,500억 원 자사주 중 70%를 소각 대상으로 가정하는 한편, 통상적인 자사주 할인을 30% 적용

자료: 블룸버그, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	11,219	9,705	10,627	10,729	10,642
매출원가	10,050	8,743	9,465	9,553	9,448
매출총이익	1,169	962	1,163	1,175	1,194
(매출총이익률, %)	10.4	9.9	10.9	11.0	11.2
판매 및 일반관리비	250	302	314	315	319
영업이익	919	660	848	860	875
(영업이익률, %)	8.2	6.8	8.0	8.0	8.2
영업외손익	-38	68	38	106	95
금융수익	332	323	229	251	240
금융비용	366	207	126	126	126
지분법손익	30	-29	-20	-20	-20
기타	-33	-19	-44	2	2
세전이익	881	728	887	966	970
법인세	83	195	251	277	278
(법인세율, %)	9.4	26.7	28.3	28.7	28.7
계속사업이익	798	533	635	689	692
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	798	533	635	689	692
(순이익률, %)	7.1	5.5	6.0	6.4	6.5
지배주주순이익	781	527	604	655	657
비지배주주순이익	18	6	32	34	35
EBITDA	1,223	979	1,183	1,212	1,244
(EBITDA 이익률, %)	10.9	10.1	11.4	11.6	12.1
EPS (지배주주)	40,572	26,127	29,073	31,628	31,750
EPS (연결기준)	41,490	26,430	30,587	33,275	33,403
수정 EPS (원)*	40,687	25,373	30,431	32,929	33,098

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동에서의 현금흐름	782	821	866	952	906
당기순이익	798	533	635	689	692
현금유출입이없는 비용 및 수익	409	435	484	417	372
유형자산 감가상각비	298	312	356	378	405
무형자산 상각비	5	7	6	6	6
기타	105	116	122	33	-39
영업활동 자산부채 변동	-113	239	-254	-153	-158
투자활동에서의 현금흐름	-1,794	-622	-733	-720	-722
유형자산 증감	-373	-416	-652	-639	-639
장단기금융자산의 증감	45	-36	-68	-68	-68
기타	-1,466	-171	-13	-13	-15
재무활동에서의 현금흐름	1,296	-316	-382	-254	-293
차입금의 증가(감소)	574	-78	-2	0	0
자본금의 증가(감소)	1,033	541	-67	0	0
배당금	-355	-599	0	0	0
기타	44	-179	-314	-254	-293
현금증감	315	-104	-236	-8	-96
기초현금	466	781	677	440	432
기말현금	781	677	440	432	336
Gross cash flow	1,207	968	1,120	1,105	1,064
Free cash flow	409	402	213	312	265

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 고려아연, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	6,071	5,572	5,638	5,872	6,012
현금 및 현금등가물	781	677	440	432	336
매출채권	616	535	630	715	803
재고자산	2,825	2,638	2,888	3,044	3,169
기타	1,849	1,722	1,680	1,682	1,703
비유동자산	6,027	6,474	6,928	7,281	7,635
투자자산	1,206	1,521	1,982	2,144	2,308
유형자산	3,694	3,869	4,064	4,254	4,445
무형자산	851	883	883	883	883
기타	275	202	0	0	0
자산총계	12,098	12,046	12,566	13,152	13,647
유동부채	2,319	1,903	2,041	2,143	2,235
매입채무	956	903	1,006	1,083	1,155
단기차입금	792	619	619	619	619
기타 유동부채	571	380	415	441	460
비유동부채	547	501	562	610	614
사채 및 장기차입금	209	169	169	169	169
기타 비유동부채	338	332	393	441	445
부채총계	2,866	2,404	2,602	2,753	2,849
자배주주지분	9,043	9,390	9,712	10,147	10,546
자본금	99	105	104	104	104
자본잉여금	1,086	1,622	1,556	1,556	1,556
이익잉여금	7,953	7,843	8,165	8,601	8,999
기타	-96	-179	-112	-112	-112
비지배주주지분	189	252	252	252	252
자본총계	9,232	9,642	9,964	10,399	10,798
순부채	-1,397	-1,510	-1,176	-1,168	-1,072

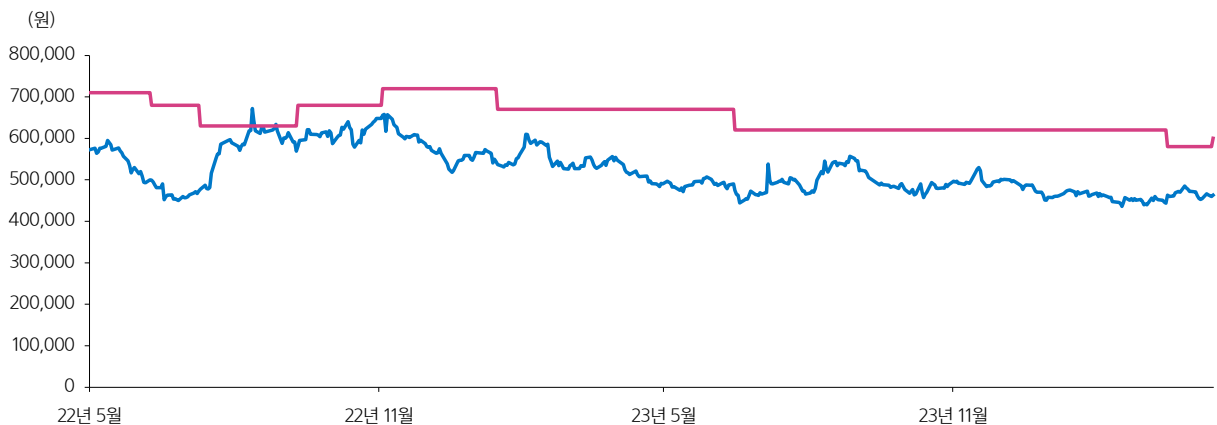
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2022	2023	2024E	2025E	2026E
증감률 (%)					
매출액	12.5	-13.5	9.5	1.0	-0.8
영업이익	-16.1	-28.2	28.5	1.4	1.7
순이익	-1.6	-33.2	19.1	8.4	0.4
수정 EPS**	-3.5	-37.6	19.9	8.2	0.5
주당지표					
EPS (지배주주)	40,572	26,127	29,073	31,628	31,750
EPS (연결기준)	41,490	26,430	30,587	33,275	33,403
수정 EPS**	40,687	25,373	30,431	32,929	33,098
BPS	449,549	500,099	473,495	491,781	511,928
DPS (보통주)	20,000	15,000	13,000	15,000	15,000
Valuations (배)					
P/E***	11.4	18.2	15.2	14.1	14.0
P/B***	1.0	0.9	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	6.8	8.3	7.2	7.0	6.9
비율					
ROE (%)	9.1	5.6	6.5	6.5	6.8
ROA (%)	7.2	4.4	5.2	5.4	5.2
ROIC (%)	13.1	6.9	9.9	11.9	11.6
배당성향 (%)	50.9	57.4	44.3	47.1	46.9
배당수익률 (보통주, %)	3.5	3.0	2.8	3.2	3.2
순부채비율 (%)	1.4	1.1	-11.8	-11.2	-9.9
이자보상배율 (배)	26.7	15.6	20.0	20.3	20.6

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 5월 3일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 5월 3일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2022/4/4	6/28	7/29	9/29	11/22	2023/2/3	7/4	2024/4/4	5/7
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	710000	680000	630000	680000	720000	670000	620000	580000	600000
과리율 (평균)	-19.17	-31.42	-6.86	-9.61	-19.71	-21.61	-22.13	-19.53	
과리율 (최대/최소)	-7.46	-27.28	6.67	-4.71	-8.61	-8.96	-10.16	-16.38	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

* 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준

HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외

SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상

NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 ($\pm 5\%$) 예상

UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2024.03.31 기준

매수(77.6%) 중립(22.4%) 매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA