

## 고려아연 (010130/KS)

## 적극 매수 타이밍

SK증권 리서치센터

## 매수(유지)

목표주가: 640,000 원(상향)

현재주가: 473,000 원

상승여력: 35.3%

Analyst  
이규익kyuik@sks.co.kr  
3773-9520

## Company Data

발행주식수	2,070 만주
시가총액	9,890 십억원
주요주주	
영풍(외55)	43.24%
한화에너지투에너지	
유에스에이	7.68%
코퍼레이션(외2)	

## Stock Data

주가(24/05/07)	473,000 원
KOSPI	2,734.36 pt
52주 최고가	557,000 원
52주 최저가	436,000 원
최근 5일 평균 거래량	40 만주

## 주가 및 상대수익률



## 1분기 무난한 실적, 국내 아연 판매량 증가에 주목

동사의 1분기 연결 실적은 매출액 2 조 3,750 억원(-6% YoY, -1.6% QoQ), 영업이익 1,850 억원(+18.6% YoY, -17.6% QoQ)으로 컨센서스에 대체로 부합한 실적을 기록했다. 1분기 실적에서 주목해야 하는 부분은 개별 아연 국내 판매량이 60,305 톤(+31% YoY, +23% QoQ)으로 역대 최대치를 기록했다는 점이다. 3월부터 경쟁사 아연 제련소 가동이 정상적으로 이뤄지지 않은 것에 대한 반사 수혜 영향으로 추정된다. 경쟁사의 상황이 보다 악화될 수 있다는 점을 감안하면 동사의 아연 국내 판매량 증가세는 연내 지속될 것으로 예상된다. 수출의 경우 장기 계약 베이스로 나가는 물량이 많기 때문에 수출 물량 감소폭은 제한적일 것으로 기대한다. 아울러, 자회사들 정상화로 적자폭도 축소되었다는 점도 고무적이다.

## TC 하락분 반영하더라도 2분기 대폭 개선된 실적 예상

동사의 2분기 연결 실적은 매출액 2 조 7,809 억원(+12.6% YoY, +17.1% QoQ), 영업이익 3,232 억원(+107.6% YoY, +74.7% QoQ)을 예상한다. 이번 분기부터 TC 하락분이 본격적으로 반영되지만 1) 메탈 가격 상승 2) 환율 강세 3) 성수기 효과로 인한 판매량 증가 4) 자회사 적자 축소가 반영되며 YoY, QoQ 대폭 개선된 실적을 기록할 전망이다. 2분기부터는 KATAMAN 인수 효과도 반영되며 외형 성장도 가능할 것으로 기대한다.

## 투자의견 매수 및 목표주가 64 만원 상향

최근 중국 경기 회복 기대감에 산업 금속, 지정학적 불안 고조에 귀금속 가격 강세를 보이고 있다. 하반기로 갈수록 달러 강세 해소되고 중국 제조업 경기 개선이 현실화되면 금속 가격에 보다 우호적인 환경 조성될 수 있을 것으로 기대한다. 금속 가격 상승 시기 동사의 주가 상승 기대해볼 만하다. 아울러, 동사는 5월 3일 공시를 통해 기존 매입했던 자사주를 소각하고 신규로 1,500억원에 달하는 자사주를 취득한다고 발표했다. 총 주주환원 금액이 어느정도 정해져 있기 때문에 배당 금액이 줄어들 수는 있으나 최근 동사의 유통 물량 중 시중에 나올 수 있는 주식 수가 현저히 줄어든 상황에서 주가 상승에 기여하는 바는 자사주 매입이 훨씬 클 것으로 예상된다. Target P/B는 유지하지만 24E BPS 상향을 근거로 목표주가를 기존 60만원에서 64만원으로 상향한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	십억원	7,582	9,977	11,219	9,705	10,568	10,889
영업이익	십억원	897	1,096	919	660	906	966
순이익(지배주주)	십억원	573	807	781	527	696	764
EPS	원	30,363	42,755	39,299	25,217	33,283	36,560
PER	배	13.2	12.0	14.4	19.7	14.2	12.9
PBR	배	1.1	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	배	4.8	5.9	8.3	9.8	6.4	5.9
ROE	%	8.4	11.1	9.4	5.7	7.2	7.6

고려아연 실적 추정 테이블

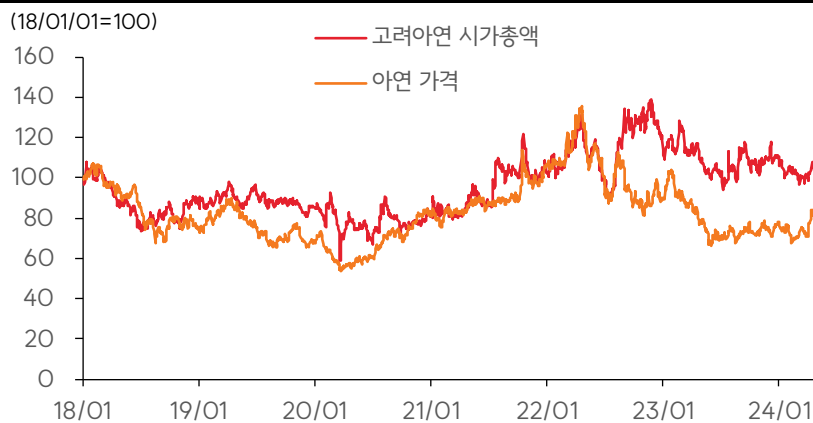
(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>2,527</b>	<b>2,469</b>	<b>2,293</b>	<b>2,415</b>	<b>2,375</b>	<b>2,781</b>	<b>2,608</b>	<b>2,804</b>	<b>9,705</b>	<b>10,568</b>	<b>10,889</b>
고려아연	1,815	1,787	1,783	1,906	1,814	2,123	2,017	2,166	7,291	8,121	8,329
자회사	712	682	510	509	561	657	591	638	2,413	2,447	2,560
<b>영업이익</b>	<b>146</b>	<b>156</b>	<b>160</b>	<b>197</b>	<b>185</b>	<b>323</b>	<b>195</b>	<b>203</b>	<b>659</b>	<b>906.4</b>	<b>966</b>
고려아연	155	165	167	221	191	327	198	200	707	917	929
자회사	-9	-9	-6	-24	-6	-4	-3	3	-48	-10	38

<b>판매량(톤)</b>	<b>253,377</b>	<b>276,161</b>	<b>271,206</b>	<b>297,314</b>	<b>292,246</b>	<b>293,156</b>	<b>281,569</b>	<b>290,997</b>	<b>1,098,059</b>	<b>1,157,967</b>	<b>1,176,921</b>
아연	156,472	176,528	159,374	161,871	168,921	172,549	168,338	167,335	654,245	677,144	683,915
연	89,117	90,954	104,404	126,455	115,293	111,544	103,880	113,087	410,930	443,804	448,242
은	439	453	546	532	501	539	514	535	1,970	2,088	2,149
금	3	2	2	2	2	3	2	3	9	10	10
구리	7,346	8,224	6,880	8,454	7,529	8,521	8,835	10,037	30,904	34,922	42,604
<b>판매 가격</b>											
아연(천원/톤)									3,821	3,760	3,744
연(천원/톤)									3,008	3,026	2,999
은(백만원/톤)									981	1,098	1,112
금(십억원/톤)									81	95	96
구리(천원/톤)									11,096	12,369	12,992

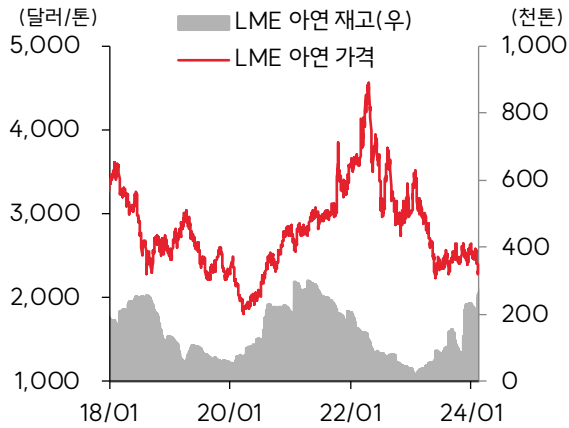
자료: SK 증권

고려아연 주가 및 아연 가격 추이



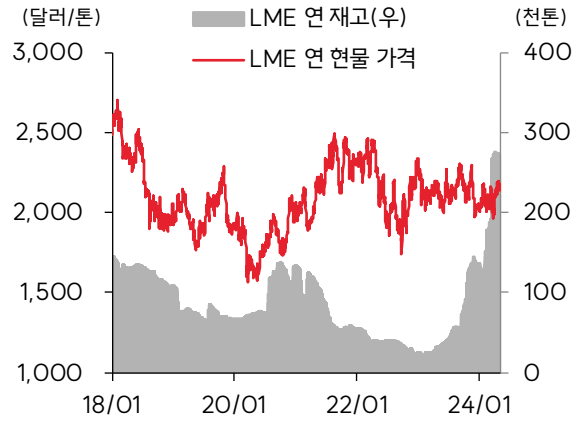
자료: Bloomberg, SK 증권

### 아연 가격 및 재고 추이



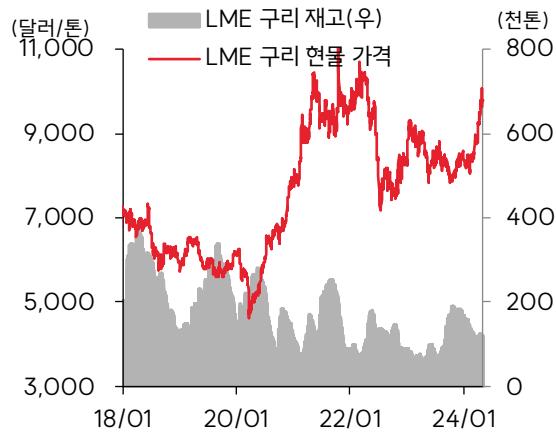
자료: Bloomberg, SK 증권

### 연 가격 및 재고 추이



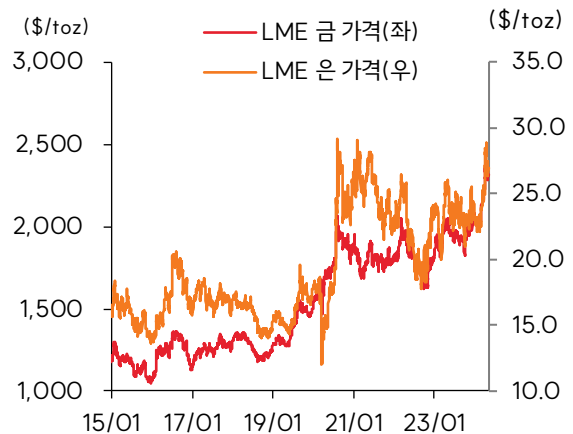
자료: Bloomberg, SK 증권

### 구리 가격 및 재고 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

### 금, 은 가격 추이



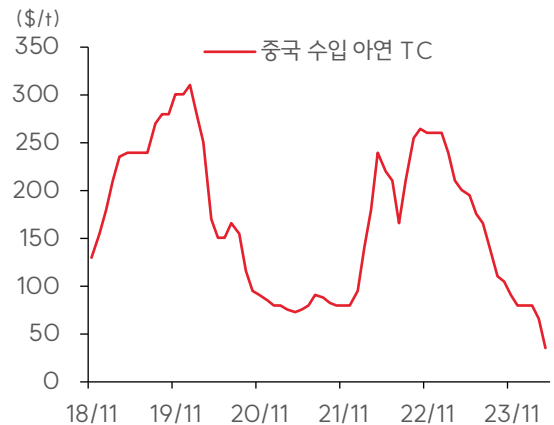
자료: Bloomberg, SK 증권

### 원/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

### 중국 수입 아연 TC 추이



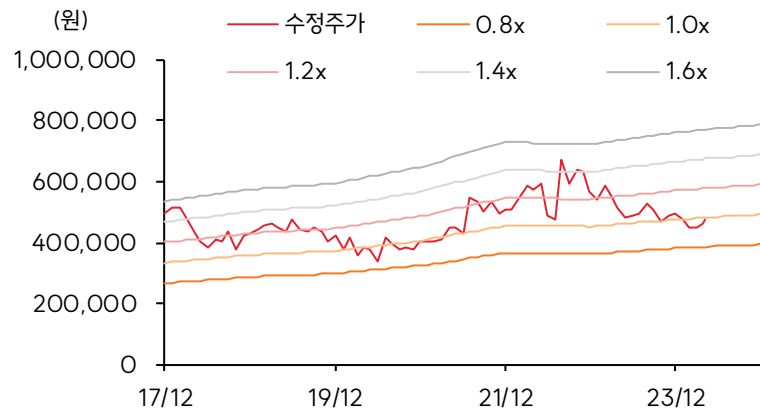
자료: Bloomberg, SK 증권

### 고려아연 목표주가 산출

구분	내용	비고
2024E BPS (원)	475,666	
Target PBR (x)	1.3	2014년 고려아연 P/B의 평균을 10% 할인
적정주가(원)	642,149	
목표주가(원)	640,000	천원 단위 이하 반올림
현재주가(원)	473,000	
상승여력(%)	35.3	

자료: SK 증권

### 고려아연 PBR 밴드 차트



자료: FnGuide, SK 증권

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	5,689	6,071	5,572	6,170	6,632
현금및현금성자산	466	781	677	1,541	1,932
매출채권 및 기타채권	532	654	591	615	640
재고자산	2,909	2,825	2,638	2,585	2,690
<b>비유동자산</b>	4,275	6,027	6,474	6,482	6,454
장기금융자산	471	840	1,068	1,030	994
유형자산	3,459	3,694	3,869	3,873	3,877
무형자산	123	851	883	866	850
<b>자산총계</b>	9,964	12,098	12,046	12,652	13,087
<b>유동부채</b>	1,771	2,319	1,903	2,014	2,071
단기금융부채	391	828	723	753	783
매입채무 및 기타채무	1,137	1,060	1,004	1,142	1,168
단기충당부채	1	2	1	1	1
<b>비유동부채</b>	459	547	501	496	491
장기금융부채	157	294	321	308	296
장기매입채무 및 기타채무	9	9	11	11	11
장기충당부채	26	39	47	49	51
<b>부채총계</b>	2,230	2,866	2,404	2,510	2,562
<b>지배주주지분</b>	7,608	9,043	9,390	9,879	10,229
자본금	94	99	105	105	105
자본잉여금	57	1,086	1,622	1,622	1,622
기타자본구성요소	-54	-15	-67	-67	-67
자기주식	-38	-15	-67	-67	-67
이익잉여금	7,518	7,953	7,843	8,332	8,682
비지배주주지분	127	189	252	264	295
<b>자본총계</b>	7,734	9,232	9,642	10,142	10,524
<b>부채와자본총계</b>	9,964	12,098	12,046	12,652	13,087

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
당기순이익(손실)	811	798	533	708	796
비현금성항목등	589	409	435	395	367
유형자산감가상각비	289	298	312	296	296
무형자산상각비	0	5	7	17	16
기타	299	105	116	82	55
운전자본감소(증가)	-544	-113	239	118	-96
매출채권및기타채권의감소(증가)	-120	-101	90	-24	-25
재고자산의감소(증가)	-629	208	340	53	-105
매입채무및기타채무의증가(감소)	328	-97	-58	81	26
기타	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
법인세납부	-273	-330	-433	-232	-254
<b>투자활동현금흐름</b>	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
금융자산의감소(증가)	-70	-561	-36	104	124
유형자산의감소(증가)	-463	-373	-416	-300	-300
무형자산의감소(증가)	-15	-6	-19	0	0
기타	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>재무활동현금흐름</b>	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
단기금융부채의증가(감소)	138	478	-203	29	31
장기금융부채의증가(감소)	123	64	-3	-13	-12
자본의증가(감소)	1	1,033	541	0	0
배당금지급	-278	-355	-599	-208	-414
기타	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>현금의 증가(감소)</b>	41	315	-104	864	391
기초현금	426	466	781	677	1,541
기말현금	466	781	677	1,541	1,932
FCF	121	391	358	809	655

자료 : 고려아연, SK증권 추정

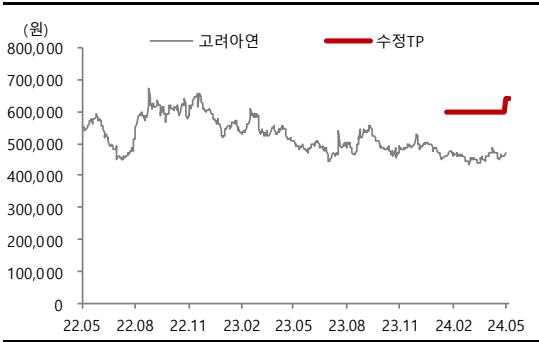
## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	9,977	11,219	9,705	10,568	10,889
<b>매출원가</b>	8,720	10,050	8,743	9,344	9,621
<b>매출총이익</b>	1,256	1,169	962	1,224	1,268
매출총이익률(%)	12.6	10.4	9.9	11.6	11.6
<b>판매비와 관리비</b>	160	250	302	318	301
<b>영업이익</b>	1,096	919	660	906	966
영업이익률(%)	11.0	8.2	6.8	8.6	8.9
<b>비영업손익</b>	43	-38	68	33	84
순금융손익	24	14	32	114	135
외환관련손익	-11	-43	-16	2	4
관계기업등 투자손익	3	30	-29	-36	-38
<b>세전계속사업이익</b>	1,139	881	728	939	1,050
세전계속사업이익률(%)	11.4	7.9	7.5	8.9	9.6
<b>계속사업법인세</b>	328	83	195	232	254
<b>계속사업이익</b>	811	798	533	708	796
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	811	798	533	708	796
순이익률(%)	8.1	7.1	5.5	6.7	7.3
<b>지배주주</b>	807	781	527	696	764
지배주주귀속 순이익률(%)	8.1	7.0	5.4	6.6	7.0
<b>비지배주주</b>	4	18	6	12	32
<b>총포괄이익</b>	908	734	460	708	796
<b>지배주주</b>	902	717	454	704	792
<b>비지배주주</b>	5	17	6	4	4
<b>EBITDA</b>	1,386	1,223	979	1,219	1,279

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	31.6	12.5	-13.5	8.9	3.0
영업이익	22.1	-16.1	-28.2	37.3	6.6
세전계속사업이익	40.2	-22.6	-17.4	29.0	11.8
EBITDA	17.8	-11.8	-20.0	24.5	4.9
EPS	40.8	-8.1	-35.8	32.0	9.8
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	8.8	7.2	4.4	5.7	6.2
ROE	11.1	9.4	5.7	7.2	7.6
EBITDA마진	13.9	10.9	10.1	11.5	11.7
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	321.3	261.8	292.8	306.4	320.2
부채비율	28.8	31.0	24.9	24.7	24.3
순차입금/자기자본	-20.4	-13.7	-11.1	-18.2	-20.5
EBITDA/이자비용(배)	332.8	35.6	23.1	200.2	206.6
배당성향	43.8	50.9	57.4	44.6	54.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	42,755	39,299	25,217	33,283	36,560
BPS	405,202	456,007	452,309	475,666	492,422
CFPS	58,114	54,591	40,473	48,231	51,498
주당 현금배당금	20,000	20,000	15,000	15,000	20,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	12.0	14.4	19.7	14.2	12.9
PBR	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
PCR	8.8	10.3	12.3	9.8	9.2
EV/EBITDA	5.9	8.3	9.8	6.4	5.9
배당수익률	3.9	3.5	3.0	3.3	4.4

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.05.08	매수	640,000원	6개월		
2024.01.26	매수	600,000원	6개월	-23.37%	-19.17%
2022.04.07	매수	780,000원	6개월	-31.29%	-13.85%



Compliance Notice

작성자(이규익)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 05월 08일 기준)

매수	95.98%	중립	4.02%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------