

고려아연 (010130)

쉽지 않은 두 마리 토끼 잡기

3Q23(P): 매출액 2.3조원, 영업이익 1,600억원

영업이익, 당사 추정(1,590억원) 부합 및 Consensus(1,740억원) 하회

1) 별도: 영업이익 1,670억원 기록, 당사 추정(1,620억원) 부합. 아연 판매량은 qoq -10% 감소, 연 및 은 판매량은 각각 qoq +15%, +21% 증가. 아연은 판매량 감소와 함께 판매단가가 qoq -7% 하락하며 매출액이 -16% 감소. 2) 종속회사: SMC는 생산설비 보수가 있었으나 신규 설비 가동에 따른 회수율 개선으로 전분기비 영업이익 소폭 증가. 케이잼과 폐달 포인트는 전분기에 이어 영업손실 기록.

4Q23, 금속가격 안정화와 연 판매량 증가

미국의 기준금리 추가 인상 가능성이 낮아지며 달러 인덱스가 10월 이후 보합세 나타내는 중. 달러 인덱스의 강세 흐름 완화는 비철금속 가격에 긍정적 영향을 미칠 것으로 전망. 상반기 보수 등으로 생산 및 판매가 예년 수준을 밑돌았던 연은 3Q에 이어 4Q에도 qoq 판매량 증가가 가능할 것으로 판단. 4Q 별도 영업이익은 1,840억원까지 회복될 것으로 추정.

투자와 주주가치 제고, 두 마리 토끼 잡기

성장성이 높은 2차전지 소재사업 등에 대한 투자는 긍정적이나 투자 회수 기간이 늘어날 수 있다는 우려도 존재. 올해 영업이익은 yoy 약 -30% 감소할 것으로 예상되지만 연간 DPS는 20,000원 유지 전망. 21년 DPS 역시 20,000원(배당금 3,530억원)이었으나 22~23년 유상증자와 자사주 교환을 통해 23년 배당금은 4,000억원을 상회할 것으로 추정.

24년 SMC 및 폐달포인트 수익성이 개선되고 본사를 포함한 전체 영업이익 증가는 가능할 것으로 전망되나 그 폭은 제한적일 것으로 판단. 최근 발표한 1천억원 규모의 자사주 매입 및 소각은 주주가치 제고 측면에서 긍정적이나 1년 전 단행했던 자사주 처분(6%) 전에 시행되지 못한 아쉬움 있어. 24년 영업이익 추정치를 하향하며, Target PBR을 1.3x에서 1.1x로 변경. 투자 의견 BUY에서 HOLD로, 목표주가 600,000원에서 510,000원으로 조정.



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

HOLD (D)

목표주가 510,000원 (D)

현재주가 (11/10) 479,500원

상승여력 6%

시가총액	100,257억원
총발행주식수	20,908,588주
60일 평균 거래대금	272억원
60일 평균 거래량	53,545주
52주 고/저	658,000원 / 444,500원
외인지분율	18.56%
배당수익률	3.55%
주요주주	영풍 외 58 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.5)	(4.1)	(21.4)
상대	(1.8)	3.5	(21.6)
절대 (달러환산)	0.9	(4.2)	(17.8)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,293	-16.4	-7.1	2,558	-10.4
영업이익	160	6.5	3.0	174	-7.9
세전계속사업이익	111	22.4	-34.6	184	-39.6
지배순이익	77	4.6	-36.0	137	-43.7
영업이익률 (%)	7.0	+1.5 %pt	+0.7 %pt	6.8	+0.2 %pt
지배순이익률 (%)	3.4	+0.7 %pt	-1.5 %pt	5.4	-2.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	9,977	11,219	9,856	10,602
영업이익	1,096	919	639	685
지배순이익	807	781	491	586
PER	11.0	14.0	19.7	17.1
PBR	1.1	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.4	8.0	9.9	9.7
ROE	11.1	9.4	5.3	6.2

자료: 유안타증권

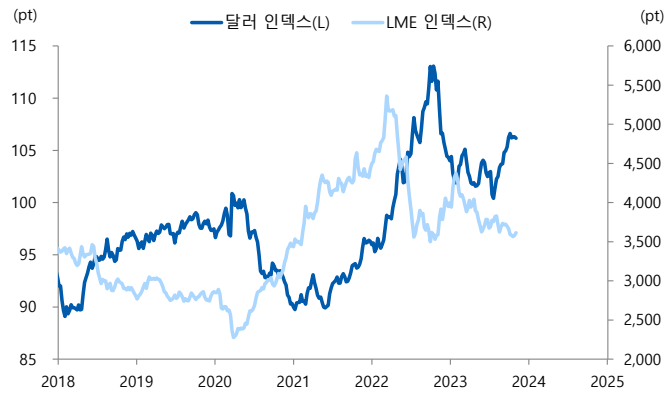
[표-1] 고려아연 실적 추정

(단위: 십억원)

	2022	2023E	2024E	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	QoQ	YoY	4Q23E
매출액	11,219	9,856	10,602	2,661	2,851	2,744	2,962	2,527	2,469	2,293	-7.1%	-16.4%	2,566
비철금속 제조 및 판매	9,019	8,401	9,148	2,037	2,307	2,241	2,433	2,072	2,076	2,023	-2.6%	-9.8%	2,230
(별도)	8,081	7,341	7,618	1,817	2,052	2,048	2,164	1,815	1,787	1,783	-0.3%	-13.0%	1,956
(별도 외)	938	1,060	1,530	221	255	193	269	257	289	240	-17.0%	24.4%	274
비철금속 수출입	2,437	1,577	1,376	675	684	550	528	495	406	315	-22.5%	-42.8%	360
폐기물처리 등	267	406	405	68	46	61	91	103	100	102	1.7%	66.2%	101
(연결조정 등)	-504	-528	-327	-119	-187	-108	-90	-144	-113	-146	-	-	-126
영업이익	919	639	685	285	381	151	103	146	156	160	3.0%	6.5%	177
이익률	8.2%	6.5%	6.5%	10.7%	13.4%	5.5%	3.5%	5.8%	6.3%	7.0%	0.7%p	1.5%p	6.9%
비철금속 제조 및 판매	858	654	713	233	359	159	106	159	151	160	5.3%	0.2%	184
(OPM)	9.5%	7.8%	7.8%	11.5%	15.6%	7.1%	4.4%	7.7%	7.3%	7.9%	0.6%p	0.8%p	8.3%
(별도)	931	670	705	221	348	206	156	155	165	167	1.3%	-19.2%	184
(OPM)	11.5%	9.1%	9.2%	12.1%	17.0%	10.1%	7.2%	8.5%	9.2%	9.3%	0.1%p	-0.7%p	9.4%
(별도 외)	-73	-16	8	13	11	-47	-50	4	-13	-7	적지	적지	0
(OPM)	-7.8%	-1.5%	0.5%	5.8%	4.3%	-24.5%	-18.6%	1.4%	-4.5%	-3.0%	1.6%p	21.5%p	0.2%
비철금속 수출입	63	12	16	50	16	-7	4	-3	2	10	355.4%	흑전	3
(OPM)	2.6%	0.7%	1.2%	7.4%	2.4%	-1.3%	0.8%	-0.7%	0.5%	3.1%	2.6%p	4.4%p	0.9%
폐기물처리 등	-2	-40	-20	5	3	3	-14	-15	-5	-10	적지	적전	-10
(OPM)	-0.8%	-9.7%	-4.9%	7.6%	6.5%	5.5%	-14.9%	-14.3%	-4.8%	-9.8%	-5.0%p	-15.3%p	-9.9%
(연결조정 등)	0	14	-24	-4	3	-5	6	5	7	1	-	-	0
세전이익	881	682	789	217	433	91	141	195	170	111	-34.6%	22.4%	205
이익률	7.9%	6.9%	7.4%	8.1%	15.2%	3.3%	4.7%	7.7%	6.9%	4.9%	-2.0%p	1.5%p	8.0%
지배순이익	781	491	586	158	291	74	258	140	121	77	-36.0%	4.6%	153
이익률	7.0%	5.0%	5.5%	5.9%	10.2%	2.7%	8.7%	5.5%	4.9%	3.4%	-1.5%p	0.7%p	6.0%

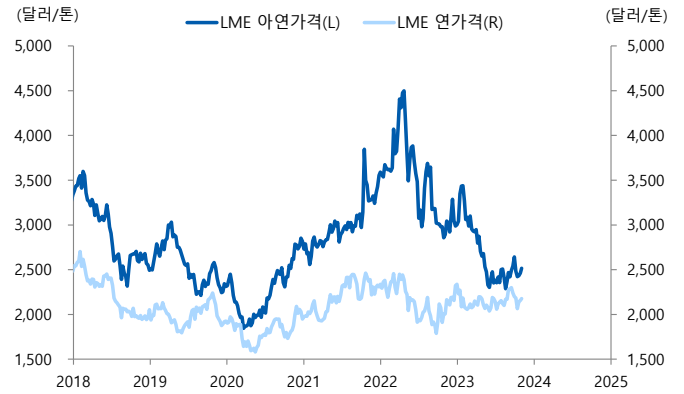
자료: 유안타증권, 주: 부문별 수치는 연결조정 전 기준

[그림-1] 달러 인덱스와 LME 인덱스



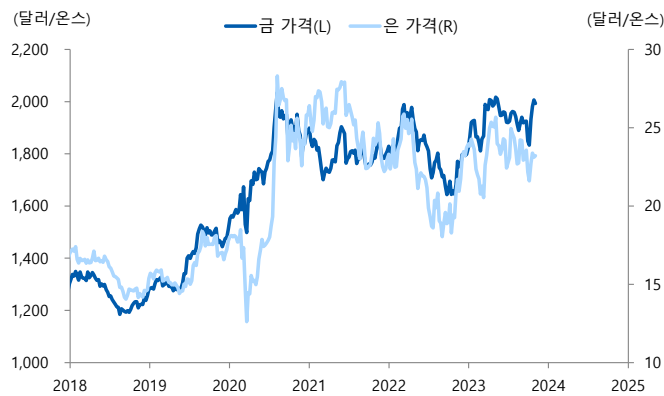
자료: Bloomberg, 주: 2023년 11월 3일 기준

[그림-2] LME 아연 및 연 가격



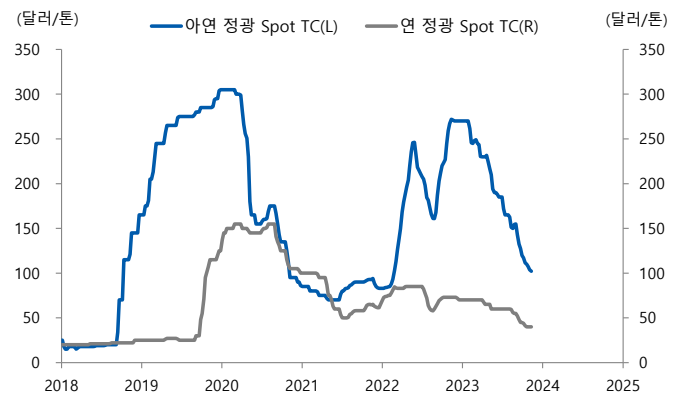
자료: Bloomberg, 주: 2023년 11월 3일 기준

[그림-3] 귀금속 가격



자료: Bloomberg, 주: 2023년 11월 3일 기준

[그림-4] 중국 수입 아연정광 및 연정광 Spot 제련수수료



자료: Bloomberg, 주: 2023년 11월 3일 기준

고려아연 (010130) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	9,977	11,219	9,856	10,602	11,228
매출원가	8,720	10,050	8,949	9,629	10,162
매출총이익	1,256	1,169	907	973	1,067
판매비	160	250	268	288	305
영업이익	1,096	919	639	685	762
EBITDA	1,386	1,223	954	999	1,082
영업외손익	43	-38	42	105	104
외환관련손익	-11	-43	-9	50	70
이자손익	24	14	16	10	9
관계기업관련손익	3	30	5	10	10
기타	27	-38	31	35	15
법인세비용차감전순이익	1,139	881	682	789	866
법인세비용	328	83	187	197	216
계속사업순이익	811	798	495	592	649
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	811	798	495	592	649
지배지분순이익	807	781	491	586	643
포괄순이익	908	734	583	592	649
지배지분포괄이익	902	717	573	577	632

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	-718	-1,381	-1,010
당기순이익	811	798	495	592	649
감가상각비	289	298	308	308	313
외환손익	5	-39	-21	-50	-70
중속, 관계기업관련손익	-3	-30	-5	-10	-10
자산부채의 증감	-544	-110	-1,203	-2,207	-1,878
기타현금흐름	48	-133	-291	-14	-15
투자활동 현금흐름	-578	-1,797	-19	-360	-409
투자자산	-207	-1,637	465	0	-30
유형자산 증가 (CAPEX)	-464	-373	-366	-360	-360
유형자산 감소	1	0	1	0	0
기타현금흐름	92	213	-120	0	-19
재무활동 현금흐름	2	1,296	-97	-418	-416
단기차입금	244	433	4	0	2
사채 및 장기차입금	145	141	11	0	0
자본	1	1,033	532	0	0
현금배당	-278	-355	-599	-418	-418
기타현금흐름	-110	44	-46	0	0
연결범위변동 등 기타	10	30	767	1,960	1,978
현금의 증감	41	315	-66	-200	142
기초 현금	426	466	781	715	515
기말 현금	466	781	715	515	658
NOPLAT	1,096	919	639	685	762
FCF	143	412	-1,083	-1,741	-1,370

자료: 유안타증권

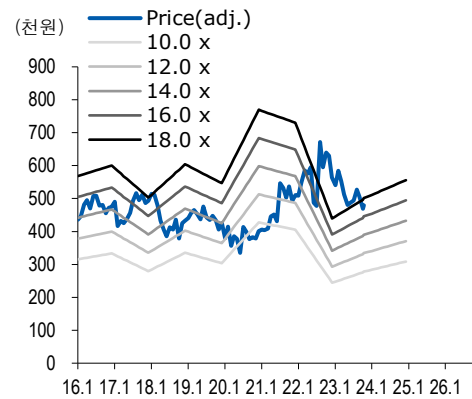
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	5,689	6,071	5,672	5,905	6,087
현금및현금성자산	466	781	715	515	658
매출채권 및 기타채권	532	654	667	748	750
재고자산	2,909	2,825	2,874	3,224	3,229
비유동자산	4,275	6,027	6,251	6,297	6,367
유형자산	3,459	3,694	3,805	3,857	3,904
관계기업 등 지분관련자산	138	426	477	477	505
기타투자자산	455	780	935	935	937
자산총계	9,964	12,098	11,924	12,202	12,454
유동부채	1,771	2,319	1,799	1,903	1,913
매입채무 및 기타채무	1,175	1,120	852	956	957
단기차입금	296	792	790	790	790
유동성장기부채	8	12	13	13	13
비유동부채	459	547	497	497	508
장기차입금	126	206	205	205	205
사채	1	3	4	4	4
부채총계	2,230	2,866	2,296	2,400	2,421
지배지분	7,608	9,043	9,434	9,602	9,827
자본금	94	99	99	99	99
자본잉여금	57	1,086	1,618	1,618	1,618
이익잉여금	7,518	7,953	7,848	8,016	8,241
비지배지분	127	189	194	200	206
자본총계	7,734	9,232	9,628	9,802	10,033
순차입금	-1,574	-1,268	-746	-546	-706
총차입금	549	1,123	1,138	1,138	1,140

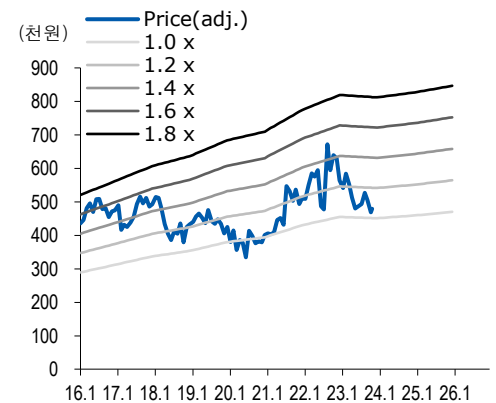
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	42,755	40,572	24,321	28,040	30,753
BPS	430,439	455,251	451,217	459,257	470,010
EBITDAPS	73,448	63,561	47,262	47,802	51,725
SPS	528,711	583,125	488,432	507,046	537,017
DPS	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000
PER	11.0	14.0	19.7	17.1	15.6
PBR	1.1	1.2	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	5.4	8.0	9.9	9.7	8.8
PSR	0.9	1.0	1.0	0.9	0.9

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	31.6	12.5	-12.2	7.6	5.9
영업이익 증가율 (%)	22.1	-16.1	-30.4	7.1	11.3
지배순이익 증가율 (%)	40.8	-3.2	-37.1	19.5	9.7
매출총이익률 (%)	12.6	10.4	9.2	9.2	9.5
영업이익률 (%)	11.0	8.2	6.5	6.5	6.8
지배순이익률 (%)	8.1	7.0	5.0	5.5	5.7
EBITDA 마진 (%)	13.9	10.9	9.7	9.4	9.6
ROIC	14.4	13.3	7.0	6.7	7.4
ROA	8.7	7.1	4.1	4.9	5.2
ROE	11.1	9.4	5.3	6.2	6.6
부채비율 (%)	28.8	31.0	23.8	24.5	24.1
순차입금/자기자본 (%)	-20.7	-14.0	-7.9	-5.7	-7.2
영업이익/금융비용 (배)	263.2	26.7	11.7	11.9	13.2

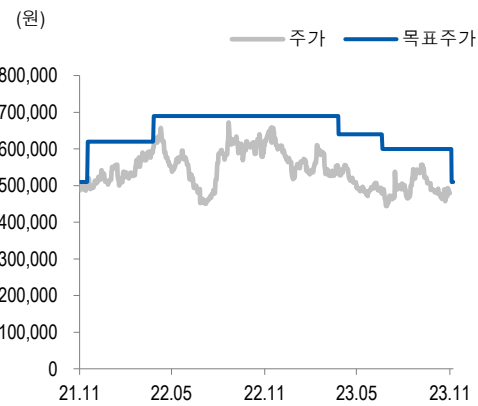
P/E band chart



P/B band chart



고려아연 (010130) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
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
2021-07-28	HOLD	510,000	1년	2.35	-4.71

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)	89.9
Hold(중립)	10.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2023-11-13

※ 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.