

고려아연 (010130)

만만하지 않은 상황이라 할 수 있어

1Q24(E): 영업이익 1,960억원 추정 (yoy +34%, qoq -1%)

1) 별도: 1Q 영업이익은 2,090억원으로 전망. 12~2월 LME 아연 및 연, 은 평균가격은 각각 2,459달러/톤, 2,066달러/톤, 23.2달러/온스를 기록. 은 가격은 전분기(9~11월)비 +1% 상승했으나 아연과 연 가격은 각각 -1%, -6% 하락. 아연 판매량은 전분기비 -5% 감소한 15.4만톤, 연 판매량은 -18% 감소한 10.4만톤 추정. 4Q23에 인식됐던 일부 일회성 비용들의 소멸이 예상되지만 주요 품목의 판매량 감소에 따라 영업이익은 전분기비 -6% 감소할 것으로 전망. 2) 연결: SMC는 영업이익이 소폭 개선됐을 것으로 예상되는 가운데 상업생산 전인 케이캡과 투자 초기 국면에 있는 페달포인트 등은 영업적자를 기록했을 것으로 판단. 지난 12월 종속회사로 편입된 컴코는 이번 분기부터 실적에 영향을 미칠 것으로 관측.

2024년 영업이익 개선 폭 제한적일 것으로 추정

조만간 타결될 것으로 예상되는 24년 아연 및 연 정광 BM TC는 전년비 각각 하락할 것으로 추정. 23년 초 270달러/톤을 기록했던 중국 아연 정광 Spot TC는 3월 현재 80달러대까지 하락했으며 연 정광 Spot TC는 20년 초 이후 최저 수준을 기록 중. 당사는 24년 아연 정광 BM TC를 전년비 -41% 하락한 163달러/톤으로 예상. 20년 초 이후 22년 상반기까지 금속 가격이 강세를 보이며 프리미엄 역시 동반 상승한 것으로 파악되나 22년 하반기부터 약세로 전환된 금속 가격에 따라 프리미엄 역시 하락한 것으로 관측.

투자과 주주환원 위한 자금 조달 필요할 수 있어

지난 12월 동사가 밝힌 계획에 따르면 23년 0.4조원이었던 CAPEX가 24년 1.7조원, 25년 1.2조원으로 증가. 23년 연간 배당액은 3,030억원으로 전년(3,970억원)보다 약 1,000억원 감소했지만 11~3월까지 1,000억원 자사주 매입 실시. 매년 규모가 다를 수 있겠지만 향후 10년(24~33년) 동안 약 4조원가량의 배당 및 자사주 취득/소각과 덩치가 커진 투자를 이어가기 위해서는 자금 조달 시장을 활용해야 할 것으로 추정.



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

HOLD (M)

목표주가 510,000원 (M)

현재주가 (3/25) 456,000원

상승여력 12%

시가총액 95,343억원

총발행주식수 20,908,588주

60일 평균 거래대금 159억원

60일 평균 거래량 34,256주

52주 고/저 557,000원 / 436,000원

외인지분율 17.92%

배당수익률 3.01%

주요주주 영풍 외 55 인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (1.6) (9.0) (13.5)

상대 (4.1) (13.6) (23.7)

절대 (달러환산) (2.4) (11.6) (16.6)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,351	-7.0	-2.6	2,452	-4.1
영업이익	196	34.4	-1.1	190	3.2
세전계속사업이익	212	9.1	-15.8	199	6.9
지배순이익	155	11.1	-18.1	148	5.3
영업이익률 (%)	8.3	+2.5 %pt	+0.1 %pt	7.7	+0.6 %pt
지배순이익률 (%)	6.6	+1.1 %pt	-1.3 %pt	6.0	+0.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	11,219	9,705	9,885	10,241
영업이익	919	660	683	710
지배순이익	781	527	533	572
PER	14.0	19.6	17.9	16.7
PBR	1.2	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	8.0	9.7	9.2	8.7
ROE	9.4	5.7	5.6	6.0

자료: 유안타증권

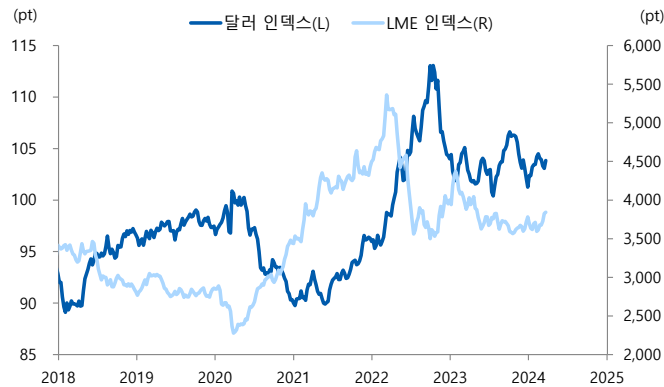
[표-1] 고려아연 실적 추정

(단위: 십억원)

		2023	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	QoQ	YoY	2Q24E	3Q24E	4Q24E
원/달러	3개월 전	1,316	1,328	1,330	1,359	1,276	1,316	1,312	1,321	0.7%	-2.8%	1,329	1,330	1,330
	당월	1,306	1,330	1,330	1,276	1,316	1,312	1,321	1,329	0.6%	4.2%	1,330	1,330	1,330
금속가격	아연	2,705	2,481	2,525	3,191	2,737	2,396	2,495	2,459	-1.4%	-22.9%	2,477	2,486	2,502
(전월)	연	2,151	2,016	2,000	2,170	2,116	2,129	2,191	2,066	-5.7%	-4.8%	2,046	1,969	1,982
(달러/톤)	금	1,924	2,133	2,198	1,851	1,969	1,936	1,939	2,031	4.8%	9.7%	2,157	2,164	2,178
(달러/온스)	은	23.4	24.3	25.2	23.0	23.8	23.7	23.0	23.2	0.8%	0.8%	24.5	24.8	24.9
금속가격	아연	2,652	2,481	2,529	3,137	2,540	2,436	2,498	2,451	-1.9%	-21.9%	2,477	2,494	2,502
(당월)	연	2,136	2,012	2,004	2,137	2,119	2,172	2,116	2,086	-1.4%	-2.4%	2,004	1,976	1,982
(달러/톤)	금	1,944	2,145	2,202	1,890	1,978	1,927	1,979	2,072	4.7%	9.6%	2,157	2,171	2,178
(달러/온스)	은	23.4	24.4	25.2	22.6	24.2	23.6	23.3	23.3	0.3%	3.5%	24.6	24.8	24.9
매출액		9,704	9,885	10,241	2,527	2,469	2,293	2,415	2,351	-2.6%	-7.0%	2,533	2,454	2,547
	비철금속 제조 및 판매	8,269	8,786	9,151	2,072	2,076	1,995	2,126	2,076	-2.3%	0.2%	2,263	2,175	2,272
	(별도)	7,291	7,486	7,682	1,815	1,787	1,783	1,906	1,770	-7.1%	-2.5%	1,956	1,838	1,923
	(별도 외)	978	1,300	1,469	257	289	212	220	307	39.5%	19.2%	307	337	349
	비철금속 수출입	1,529	1,254	1,254	495	406	315	313	314	0.3%	-36.7%	313	314	313
	폐기물처리 등	328	239	237	103	100	71	53	62	16.1%	-40.0%	58	60	59
	(연결조정 등)	-421	-393	-401	-144	-113	-88	-77	-101	-	-	-101	-94	-97
영업이익		660	683	710	146	156	160	198	196	-1.1%	34.4%	171	154	163
	이익률	6.8%	6.9%	6.9%	5.8%	6.3%	7.0%	8.2%	8.3%	0.1%p	2.6%p	6.7%	6.3%	6.4%
	비철금속 제조 및 판매	672	701	728	159	151	154	207	201	-3.1%	26.9%	174	158	168
	(OPM)	8.1%	8.0%	8.0%	7.7%	7.3%	7.7%	9.8%	9.7%	-0.1%p	2.0%p	7.7%	7.3%	7.4%
	(별도)	707	726	741	155	165	167	221	209	-5.7%	34.8%	180	164	173
	(OPM)	9.7%	9.7%	9.6%	8.5%	9.2%	9.3%	11.6%	11.8%	0.2%p	3.3%p	9.2%	8.9%	9.0%
	(별도 외)	-36	-25	-13	4	-13	-12	-14	-8	적지	적전	-6	-6	-5
	(OPM)	-3.6%	-1.9%	-0.9%	1.4%	-4.5%	-5.8%	-6.3%	-2.5%	3.8%p	-3.9%p	-2.0%	-1.9%	-1.4%
	비철금속 수출입	11	16	17	-3	2	10	3	3	-6.3%	흑전	4	5	4
	(OPM)	0.7%	1.3%	1.4%	-0.7%	0.5%	3.1%	1.0%	0.9%	-0.1%p	1.6%p	1.4%	1.6%	1.2%
	폐기물처리 등	-43	-32	-32	-15	-5	-8	-16	-8	적지	적지	-8	-8	-8
	(OPM)	-13.2%	-13.4%	-13.5%	-14.3%	-4.8%	-10.7%	-30.3%	-12.9%	17.4%p	1.4%p	-13.9%	-13.4%	-13.6%
	(연결조정 등)	20	-1	-3	6	7	4	4	0	-	-	0	-1	-1
세전이익		728	730	785	195	170	111	252	212	-15.8%	9.1%	182	160	176
	이익률	7.5%	7.4%	7.7%	7.7%	6.9%	4.8%	10.4%	9.0%	-1.4%p	1.3%p	7.2%	6.5%	6.9%
지배순이익		527	533	572	140	121	77	190	155	-18.1%	11.1%	132	117	128
	이익률	5.4%	5.4%	5.6%	5.5%	4.9%	3.4%	7.9%	6.6%	-1.3%p	1.1%p	5.2%	4.8%	5.0%

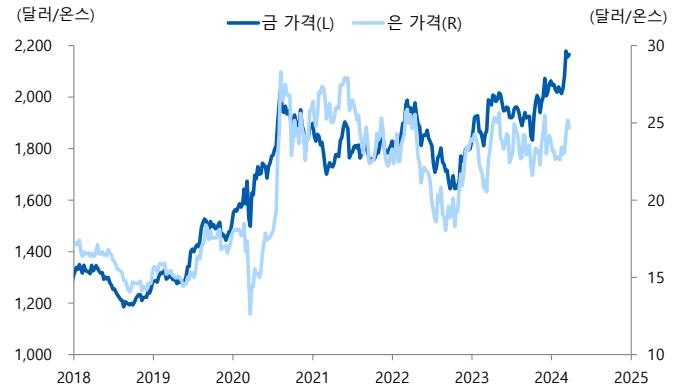
자료: 유안타증권, 주: 부문별 수치는 연결조정 전 기준

[그림-1] 달러 인덱스와 LME 인덱스



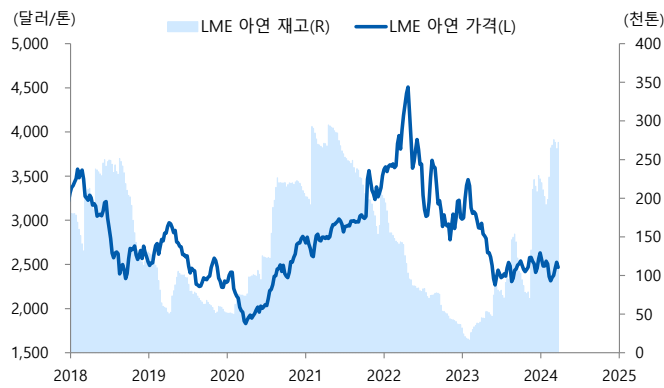
자료: Bloomberg, 주: 2024년 3월 22일 기준

[그림-2] 귀금속 가격



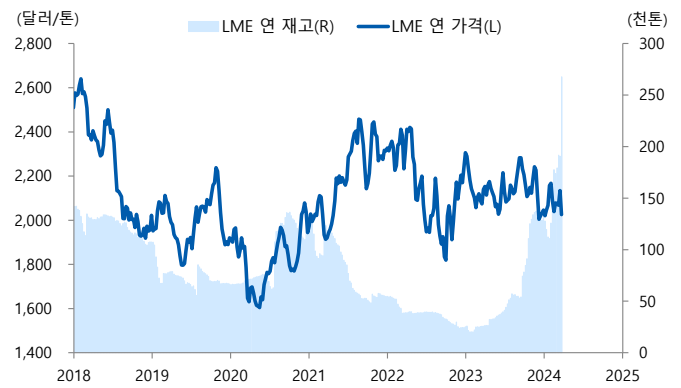
자료: Bloomberg, 주: 2024년 3월 22일 기준

[그림-3] LME 아연 가격 및 재고



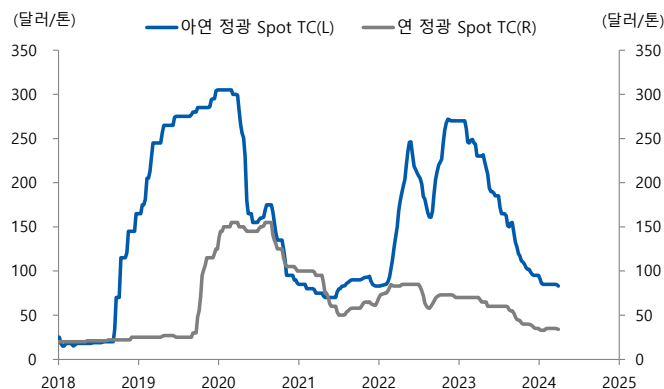
자료: Bloomberg, 주: 2024년 3월 22일 기준

[그림-4] LME 연 가격 및 재고



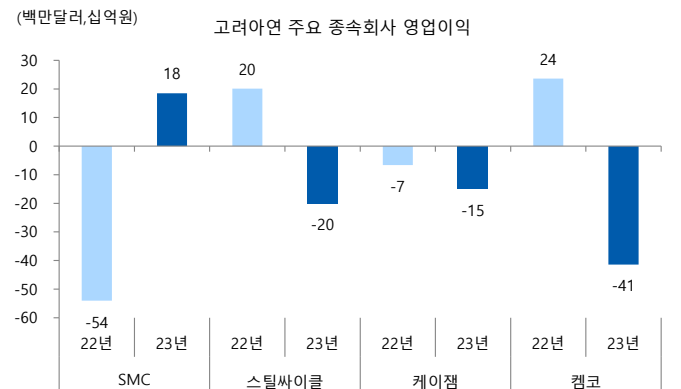
자료: Bloomberg, 주: 2024년 3월 22일 기준

[그림-5] 중국 수입 아연정광 및 연정광 Spot 제련수수료



자료: Bloomberg, 주: 2024년 3월 22일 기준

[그림-6] 고려아연 주요 종속회사 영업이익



자료: 고려아연, 주: SMC/케이젯/캠코는 별도, 스틸싸이클은 연결 기준

고려아연 (010130) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	11,219	9,705	9,885	10,241	10,424
매출원가	10,050	8,743	8,878	9,191	9,340
매출총이익	1,169	962	1,008	1,050	1,084
판매비	250	302	324	340	346
영업이익	919	660	683	710	738
EBITDA	1,223	979	1,089	1,209	1,401
영업외손익	-38	68	47	75	93
외환관련손익	-43	-16	50	18	38
이자손익	14	32	83	85	83
관계기업관련손익	30	-29	-36	-38	-38
기타	-38	80	-50	10	10
법인세비용차감전순이익	881	728	730	785	831
법인세비용	83	195	190	204	216
계속사업순이익	798	533	540	581	615
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	798	533	540	581	615
지배지분순이익	781	527	533	572	606
포괄순이익	734	460	540	581	615
지배지분포괄이익	717	454	537	577	611

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	782	821	212	503	722
당기순이익	798	533	540	581	615
감가상각비	298	312	388	483	648
외환손익	-39	-16	-50	-18	-38
중속, 관계기업관련손익	-30	29	36	38	38
자산부채의 증감	-113	239	-752	-635	-595
기타현금흐름	-133	-276	49	54	53
투자활동 현금흐름	-1,794	-622	-1,600	-1,200	-2,300
투자자산	-1,637	-208	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-373	-419	-1,600	-1,200	-2,300
유형자산 감소	0	3	0	0	0
기타현금흐름	216	2	0	0	0
재무활동 현금흐름	1,296	-316	741	689	689
단기차입금	433	-167	0	0	0
사채 및 장기차입금	141	89	1,000	1,000	1,000
자본	1,033	541	0	0	0
현금배당	-355	-599	-259	-311	-311
기타현금흐름	44	-179	0	0	0
연결범위변동 등 기타	30	13	406	523	542
현금의 증감	315	-104	-242	516	-347
기초 현금	466	781	677	435	951
기말 현금	781	677	435	951	603
NOPLAT	919	660	683	710	738
FCF	409	402	-1,388	-697	-1,578

자료: 유안타증권

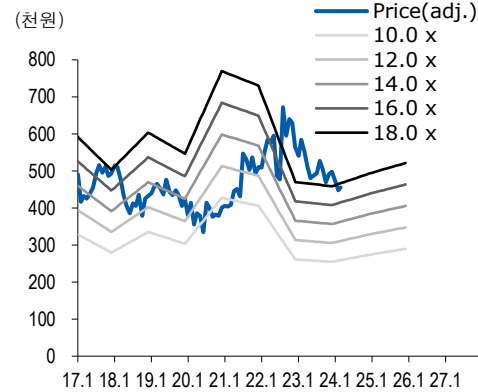
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	6,071	5,572	5,528	6,123	5,798
현금및현금성자산	781	677	435	951	603
매출채권 및 기타채권	654	591	643	658	662
재고자산	2,825	2,638	2,784	2,848	2,867
비유동자산	6,027	6,474	7,669	8,370	10,007
유형자산	3,694	3,869	5,081	5,798	7,450
관계기업 등 지분관련자산	426	491	491	491	491
기타투자자산	780	1,030	1,030	1,030	1,030
자산총계	12,098	12,046	13,197	14,493	15,805
유동부채	2,319	1,903	1,965	1,991	1,998
매입채무 및 기타채무	1,120	1,061	1,123	1,149	1,156
단기차입금	792	619	619	619	619
유동성장기부채	12	74	74	74	74
비유동부채	547	501	1,501	2,501	3,501
장기차입금	206	165	165	165	165
사채	3	4	1,004	2,004	3,004
부채총계	2,866	2,404	3,466	4,492	5,499
지배지분	9,043	9,390	9,472	9,734	10,029
자본금	99	105	105	105	105
자본잉여금	1,086	1,622	1,622	1,622	1,622
이익잉여금	7,953	7,843	8,117	8,379	8,674
비지배지분	189	252	259	267	276
자본총계	9,232	9,642	9,731	10,002	10,306
순차입금	-1,268	-1,066	176	660	2,007
총차입금	1,123	1,044	2,044	3,044	4,044

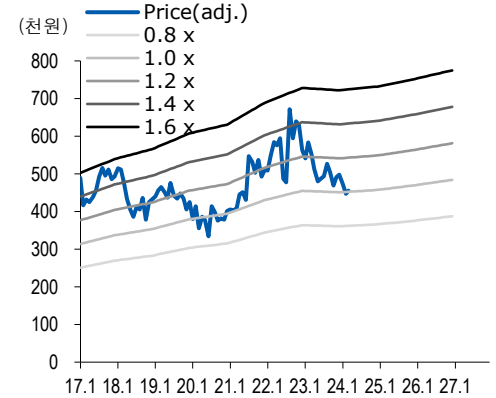
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	40,572	26,127	25,481	27,375	28,979
BPS	455,251	451,351	457,522	470,169	484,436
EBITDAPS	63,561	48,506	52,061	57,828	67,024
SPS	583,125	480,872	472,789	489,791	498,530
DPS	20,000	15,000	15,000	15,000	15,000
PER	14.0	19.6	17.9	16.7	15.7
PBR	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.0	9.7	9.2	8.7	8.4
PSR	1.0	1.1	1.0	0.9	0.9

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	12.5	-13.5	1.9	3.6	1.8
영업이익 증가율 (%)	-16.1	-28.2	3.6	3.9	4.0
지배순이익 증가율 (%)	-3.2	-32.5	1.0	7.4	5.9
매출총이익률 (%)	10.4	9.9	10.2	10.3	10.4
영업이익률 (%)	8.2	6.8	6.9	6.9	7.1
지배순이익률 (%)	7.0	5.4	5.4	5.6	5.8
EBITDA 마진 (%)	10.9	10.1	11.0	11.8	13.4
ROIC	13.3	7.0	6.6	6.0	5.5
ROA	7.1	4.4	4.2	4.1	4.0
ROE	9.4	5.7	5.6	6.0	6.1
부채비율 (%)	31.0	24.9	35.6	44.9	53.4
순차입금/자기자본 (%)	-14.0	-11.4	1.9	6.8	20.0
영업이익/금융비용 (배)	26.7	15.6	70.8	46.0	34.3

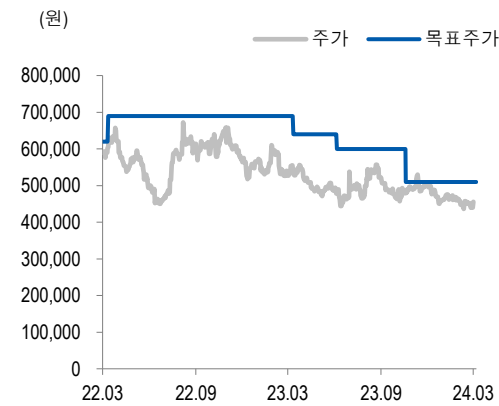
P/E band chart



P/B band chart



고려아연 (010130) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-03-26	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	투자 의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	84
Hold(중립)	16
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-03-26

※ 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.