

고려아연 (010130)

저조한 업황 vs 신사업 기대감

투자의견

BUY(유지)

목표주가

640,000 원(유지)

현재주가

479,500 원(09/20)

시가총액

10,026 (십억원)

철강금속 이유진_02)368-6141_eugenelee@eugenefn.com

■ 3Q23 Review: 연결 매출액 2.3조원, 영업이익 1,604억원(OPM 7.0%) 기록

- 연과 은 판매량 증가로 별도 영업이익이 1,667억원(+1.2%qoq, -19.3%yoy)으로 전분기 대비 회복되었으나, 아연 가격의 하락 및 연결 자회사(페달포인트 -530만 달러, 아크에너지 -230만 달러, KZAM -40억원)들의 초기 비용 인식으로 연결 영업이익은 컨센서스 대비 -8% 하회

■ 아연 가격의 하방은 지지될 것이나 TC는 다소 보수적으로 바라봐야 함

- **아연 가격:** 러시아 최대 아연 광산 Ozernoye의 화재, Nyrstar의 미들테네시(연간 5만톤) 아연 광산 중단, Glencore의 호주 Lady Lorreta 아연 광산(연간 14.2만톤) 중단, Aeris Resources의 Jaguar 아연 광산(연간 3.3만톤) 중단 등 총 44만톤 정도의 아연 광산이 악화된 마진으로 인해 관리/유지 상태로 넘어감과 동시에 LME와 SHFE의 재고량이 9.8만톤으로 낮아졌기 때문에 아연 가격의 저점은 지났다고 판단(올해 최저 가격 2,249달러/톤)
- **TC:** 아연 정광의 공급이 타이트해짐에 따라 내년 Benchmark TC는 올해 274달러/톤 대비 낮아질 것. 중국 제련소들은 겨울철 생산을 위해 재입고 하고 있어 현재 중국 아연 Spot TC는 70-110달러/톤 수준으로 연초 대비 -62% 하락

■ 투자의견 'BUY'와 목표가 640,000원 유지

- 현재 주가는 12MF BPS의 1.0배로 주가 자체에는 큰 부담은 없으나 본업의 업황이 저조하고 이에 따라 ROE가 하락하고 있다는 점을 고려할 필요. 그럼에도 KEMCO 지분을 확대(>60%이상)와 IRA 내 FEoC 조항 구체화는 주가 상승의 트리거가 될 것

주가(원, 11/10)	479,500
시가총액(십억원)	10,026
발행주식수	20,909천주
52주 최고가	685,000원
최저가	440,000원
52주 일간 Beta	1.08
60일 일평균거래대금	272억원
외국인 지분율	18.5%
배당수익률(2023F)	4.2%
주주구성	
영풍 (외 66인)	47.1%
국민연금공단 (외 1인)	7.9%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-1.8	0.4	-21.7
절대기준(%)	-1.5	-3.0	-21.4

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	640,000	640,000	-
영업이익(23)	631	678	▼
영업이익(24)	625	874	▼

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	9,977	11,219	9,768	9,967
영업이익	1,096	919	622	662
세전손익	1,139	881	631	625
당기순이익	811	798	453	443
EPS(원)	42,755	39,299	22,614	22,085
증감률(%)	40.8	-8.1	-42.5	-2.3
PER(배)	12.0	14.4	21.2	21.7
ROE(%)	11.1	9.4	4.9	4.8
PBR(배)	1.3	1.2	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	6.8	9.3	10.5	10.2

자료: 유진투자증권

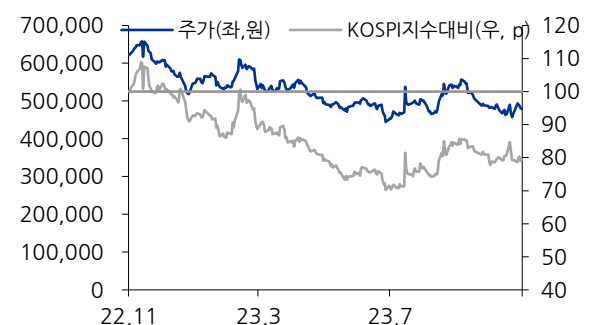


도표 1. 아연 가격 변화에 따른 고려아연 실적 변화: 아연 가격 ± 1 달러/톤 변화 시 영업이익 ± 1.5 억원

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

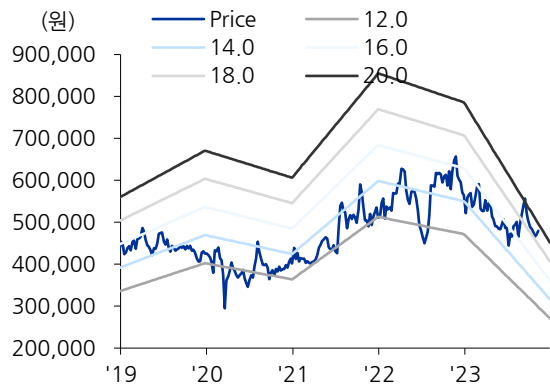
자료: 유진투자증권

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)	260	270	274	280	290	300
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)	304.2	315.9	320.6	327.6	339.3	351.0
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

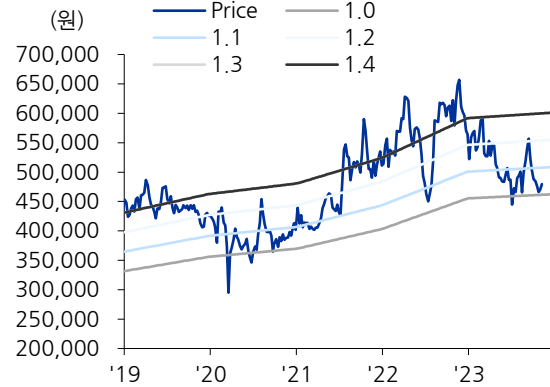
자료: 유진투자증권

도표 3. 고려아연 PER Band



자료: 유진투자증권

도표 4. 고려아연 PBR Band



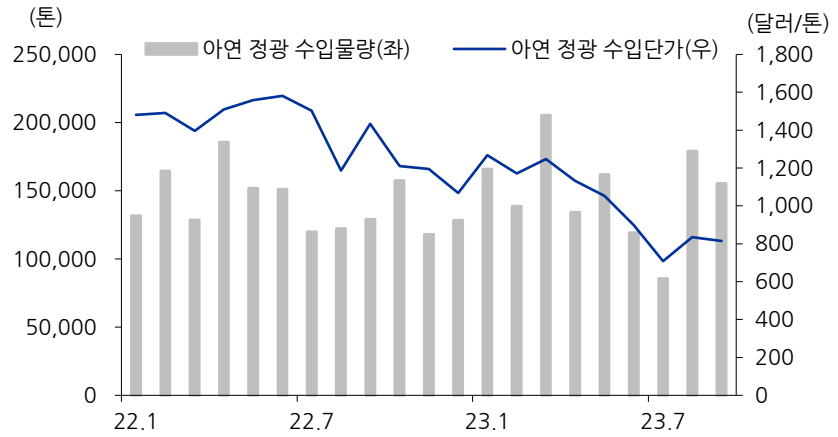
자료: 유진투자증권

도표 5. 고려아연 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023F
매출액	2,661	2,851	2,744	2,962	2,527	2,469	2,293	2,478	9,977	11,219	9,768
고려아연	1,817	2,052	2,048	2,164	1,815	1,787	1,783	1,785	7,163	8,081	7,171
자회사	845	799	696	798	712	682	510	693	2,814	3,138	2,598
영업이익	285	381	151	103	146	156	160	160	1,096	919	622
영업이익률(%)	11	13	5	3	6	6	7	6	11	8	6
고려아연	221	348	206	156	155	165	167	175	925	931	662
자회사	64	33	-56	-54	-9	-9	-6	-16	172	-12	-40
세전이익	217	433	91	141	195	170	111	155	1,139	881	631
당기순이익	148	323	70	257	138	124	78	112	811	798	453
판매량											
아연(천톤)	146	154	146	189	156	177	159	172	636	634	664
연(천톤)	101	98	99	125	89	91	104	108	429	422	393
금(kg)	2,695	2,917	2,850	3,183	2,976	2,245	2,155	2,189	13,886	11,645	9,565
은(톤)	478	469	573	517	439	453	546	492	2,225	2,037	1,930
동(톤)	6,150	7,102	6,437	6,418	7,346	8,224	6,880	6,822	27,443	26,107	29,272
ASP(천원)											
아연	4,519	5,276	4,931	4,465	4,355	3,700	3,435	3,155	3,584	4,781	3,650
연	3,180	3,284	3,086	3,180	3,141	3,161	3,142	3,204	2,806	3,182	3,163
금	72,877	77,479	79,758	75,384	77,779	83,931	81,114	82,461	66,196	76,399	81,046
은	893	961	901	856	926	989	1,003	982	935	901	977
동	12,033	12,109	10,564	10,907	11,445	11,194	11,047	11,236	10,615	11,415	11,232

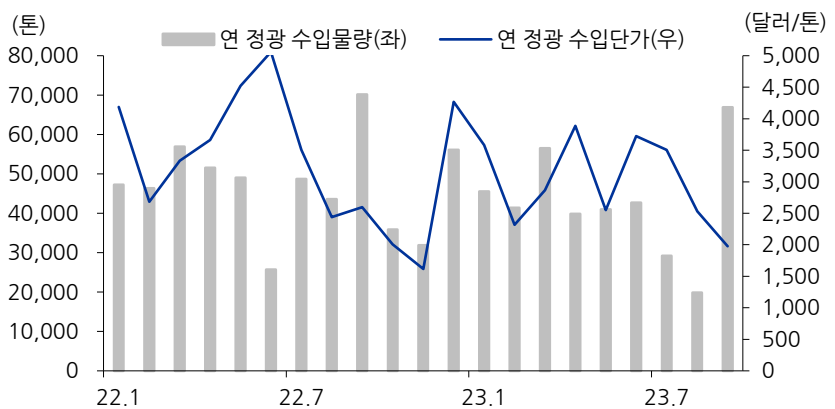
자료: 유진투자증권

도표 6. 아연 정광 수입물량과 단가 추이(YTD 수입물량 +5%)



자료: KITA, 유진투자증권

도표 7. 연 정광 수입물량과 단가 추이(YTD 수입물량 -13%)



자료: KITA, 유진투자증권

고려아연(010130.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	9,964	12,098	12,222	12,338	12,662
유동자산	5,689	6,071	5,930	5,805	6,010
현금성자산	729	989	1,324	954	847
매출채권	532	654	543	585	638
재고자산	2,909	2,825	2,444	2,631	2,873
비유동자산	4,275	6,027	6,292	6,533	6,652
투자자산	693	1,481	1,637	1,704	1,773
유형자산	3,459	3,694	3,805	3,971	4,012
기타	123	851	850	858	867
부채총계	2,230	2,866	2,844	2,919	3,028
유동부채	1,771	2,319	2,294	2,380	2,492
매입채무	1,175	1,120	1,086	1,169	1,277
유동성이자부채	391	828	833	833	833
기타	204	371	374	378	382
비유동부채	459	547	551	538	536
비유동이자부채	157	294	355	335	325
기타	302	253	195	203	211
자본총계	7,734	9,232	9,378	9,420	9,634
지배지분	7,608	9,043	9,186	9,227	9,442
자본금	94	99	99	99	99
자본잉여금	57	1,086	1,096	1,096	1,096
이익잉여금	7,518	7,953	8,005	8,047	8,261
기타	(62)	(96)	(15)	(15)	(15)
비지배지분	127	189	192	192	192
자본총계	7,734	9,232	9,378	9,420	9,634
총차입금	549	1,123	1,188	1,168	1,158
순차입금	(181)	134	(136)	214	311

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	607	785	663	641	780
당기순이익	811	798	453	443	618
자산상각비	290	304	324	338	347
기타비현금성손익	299	105	(12)	17	16
운전자본증감	(544)	(110)	188	(158)	(201)
매출채권감소(증가)	(120)	(101)	147	(41)	(54)
재고자산감소(증가)	(629)	208	462	(187)	(242)
매입채무증가(감소)	328	(97)	(41)	83	108
기타	(123)	(121)	(381)	(12)	(13)
투자현금	(578)	(1,797)	(83)	(606)	(494)
단기투자자산감소	(66)	(545)	389	(13)	(14)
장기투자증권감소	(65)	(1,051)	(98)	(71)	(74)
설비투자	464	373	376	498	383
유형자산처분	1	0	1	0	0
무형자산처분	(15)	(6)	(17)	(14)	(14)
재무현금	2	1,296	(370)	(417)	(407)
차입금증가	260	514	18	(20)	(10)
자본증가	(278)	896	(397)	(397)	(397)
배당금지급	278	355	397	397	397
현금 증감	41	315	217	(383)	(121)
기초현금	426	466	781	998	615
기말현금	466	781	998	615	494
Gross Cash flow	1,400	1,207	796	798	981
Gross Investment	1,055	1,361	284	751	681
Free Cash Flow	345	(155)	512	48	300

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	9,977	11,219	9,768	9,967	11,044
증가율(%)	31.6	12.5	(12.9)	2.0	10.8
매출원가	8,720	10,050	8,888	9,022	9,806
매출총이익	1,256	1,169	881	946	1,238
판매 및 일반관리비	160	250	259	284	338
기타영업손익	16	56	4	10	19
영업이익	1,096	919	622	662	900
증가율(%)	22.1	(16.1)	(32.3)	6.4	36.0
EBITDA	1,386	1,223	946	1,000	1,248
증가율(%)	17.8	(11.8)	(22.7)	5.7	24.8
영업외손익	43	(38)	(3)	(59)	(53)
이자수익	28	50	69	51	56
이자비용	4	34	56	60	59
지분법손익	16	29	(13)	(14)	(14)
기타영업손익	3	(82)	(3)	(37)	(36)
세전순이익	1,139	881	631	625	864
증가율(%)	40.2	(22.6)	(28.4)	(0.9)	38.2
법인세비용	328	83	178	182	246
당기순이익	811	798	453	443	618
증가율(%)	41.1	(1.6)	(43.3)	(2.1)	39.5
지배주주지분	807	781	449	439	612
증가율(%)	40.8	(3.2)	(42.5)	(2.3)	39.5
비지배지분	4	18	4	4	6
EPS(원)	42,755	39,299	22,614	22,085	30,800
증가율(%)	40.8	(8.1)	(42.5)	(2.3)	39.5
수정EPS(원)	42,755	39,299	22,614	22,085	30,800
증가율(%)	40.8	(8.1)	(42.5)	(2.3)	39.5

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	42,755	39,299	22,614	22,085	30,800
BPS	403,163	455,251	462,459	464,543	475,343
DPS	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000
밸류에이션(배, %)					
PER	12.0	14.4	21.2	21.7	15.6
PBR	1.3	1.2	1.0	1.0	1.0
EV/ EBITDA	6.8	9.3	10.5	10.2	8.3
배당수익율	3.9	3.5	4.2	4.2	4.2
PCR	6.9	9.3	12.0	11.9	9.7
수익성(%)					
영업이익율	11.0	8.2	6.4	6.6	8.2
EBITDA이익율	13.9	10.9	9.7	10.0	11.3
순이익율	8.1	7.1	4.6	4.4	5.6
ROE	11.1	9.4	4.9	4.8	6.6
ROIC	11.7	11.0	5.6	5.9	7.8
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(2.3)	1.4	(1.4)	2.3	3.2
유동비율	321.3	261.8	258.5	243.9	241.2
이자보상배율	263.2	26.7	11.1	11.1	15.3
활동성 (회)					
총자산회전율	1.1	1.0	0.8	0.8	0.9
매출채권회전율	20.4	18.9	16.3	17.7	18.1
재고자산회전율	3.9	3.9	3.7	3.9	4.0
매입채무회전율	10.1	9.8	8.9	8.8	9.0

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	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.09.30 기준)

