

고려아연  
(010130)

이태환

taehwan.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

670,000

상향

현재주가

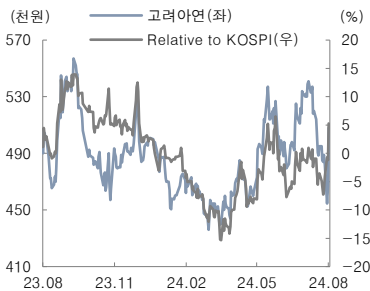
508,000

(24.08.07)

비철금속업종

KOSPI	2568.41
시가총액	10,517십억원
시가총액비중	0.46%
자본금(보통주)	104십억원
52주 최고/최저	557,000원 / 436,000원
120일 평균거래대금	208억원
외국인지분율	18.49%
주요주주	영풍 외 56 인 43.81% 한화에너지투에너지 유에스에이 코퍼레이션 외 2 인 7.75%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.5	7.4	7.7	3.7
상대수익률	6.4	14.3	9.5	4.2

수익성 안정화 증명,  
기업 가치 상승을 향해

- 연결 영업이익 2,687억원(+72.6% yoy) 기록. 컨센서스 소폭 상회
- 선적 지연으로 판매 부족했으나, 메탈가격 및 환율 상승으로 수익성 개선
- 3분기도 판매량 정상화로 견조할 것. 4천억원 규모 자사주 매입 결정 환영

## 투자의견 매수, 목표주가 670,000원으로 6.3% 상향

목표주가는 2024E BPS 471,237원에 타깃 PBR 1.43배 적용. 타깃 PBR은 과거 귀금속 가격 상승기 초입의 평균 PBR을 적용

## 2Q24 Review 수익성 안정화 증명

2Q24 연결기준 매출액 3,06조원(+23.8% yoy), 영업이익 2,687억원(+72.6% yoy), 영업이익률 8.8%(+2.5%p yoy) 기록. 시장 컨센서스 대비 소폭 상회

별도 매출은 정광 선적 지연 및 퓨머 공정 합리화로 인해 기존 가이던스 레벨 대비 생산·판매량이 부족하게 나타나면서 당사 추정치 대비 부족했으나, 1) 전분기 대비 금속가격 급등(아연 +16%, 연 +4%, 금 +13%, 은 +23%, 구리 +16%)과 2) 원/달러 환율 +3% 상승, 3) 구리 판매량 상승(1Q24 7,529MT → 2Q24 7,974MT)으로 수익성이 크게 개선되면서 영업이익은 당사 추정치에 부합했음

연결자회사 합산 영업이익은 7개 분기만에 흑자전환에 성공. 서린상사가 메탈가격 및 환율 상승 효과로 OPM이 6%로 준수했고, SMC도 페리옥사이드 공정 안정화로 아연 회수율이 크게 증가하며 판매량이 개선되고 OPM도 7.8%를 기록. 스틸사이클도 원료 다변화 및 가동률 상승으로 6개 분기 만에 흑자전환에 성공

## 기업 가치 상승을 향해

2분기가 정광 선적지연으로 매출이 부족했음에도 시장 눈높이를 상회하는 실적을 달성. 3분기는 최근 메탈 가격 조정을 감안하고도 정상적인 가동률로 주요 산업금속의 생산·판매량 정상화가 기대되며, 연 수요의 계절적 상승 구간에서 가격 강세가 지속되고 있는 귀금속 역시 연간 가이던스를 따라잡는 판매 회복 가능할 전망

8/7 공시를 통해 반기 1만원 배당과 함께 4천억원 규모의 자사주 매입 계획 발표. 매입한 자사주는 소각 등을 포함한 주주환원 목적으로 활용될 예정. 적어도 연간 4천억원 수준의 총주주환원금액을 유지하겠다는 의지가 명확한 것은 반가운 소식

(단위: 십억원, %)

구분	2Q23	1Q24	2Q24				3Q24			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,469	2,375	3,215	3,058	23.8	28.7	2,777	3,242	41.4	6.0
영업이익	156	185	268	269	72.6	45.6	255	279	73.9	3.8
순이익	121	107	190	172	42.6	60.9	176	186	141.1	8.1

자료: 고려아연, FnGuide, 대신증권 Research Center

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	11,219	9,705	11,930	13,071	13,752
영업이익	919	660	1,019	1,166	1,178
세전순이익	881	728	955	1,150	1,149
총당기순이익	798	533	681	819	818
지배지분순이익	781	527	670	805	804
EPS	40,572	26,127	32,231	38,896	38,845
PER	13.9	19.1	15.8	13.1	13.1
BPS	469,994	465,299	469,608	495,343	519,398
PBR	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
ROE	9.4	5.7	7.0	8.0	7.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 고려아연, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	12,559	14,114	11,930	13,071	-5.0	-7.4
판매비와 관리비	384	449	369	413	-3.8	-8.1
영업이익	953	1,007	1,019	1,166	7.0	15.8
영업이익률	7.6	7.1	8.5	8.9	1.0	1.8
영업외손익	-43	-4	-64	-16	적자유지	적자유지
세전순이익	909	1,004	955	1,150	5.0	14.6
지배지분순이익	656	726	670	805	2.0	11.0
순이익률	5.4	5.3	5.7	6.3	0.3	1.0
EPS(지배지분순이익)	31,593	35,055	32,231	38,896	2.0	11.0

자료: 고려아연, 대신증권 Research Center

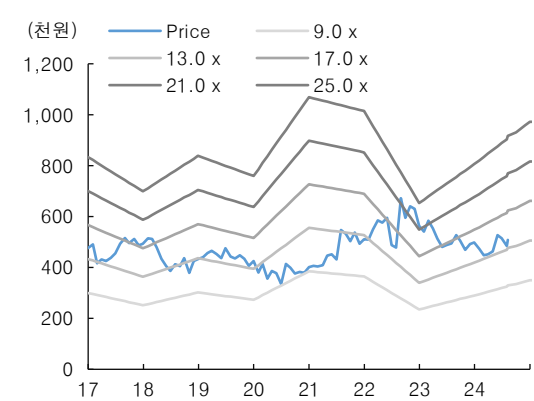
고려아연 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

		비고
BPS	471,237	고려아연 2024E BPS
Target PBR	1.43	과거 귀금속 가격 상승기 초입(2016, 2020)의 평균 PBR 적용
적정주가	672,964	BPS * Target PBR
목표주가	670,000	672,964≒670,000
현재주가	508,000	2024.08.07 기준
현재 PBR	1.12	2024.08.07 기준
상승여력(%)	31.9	

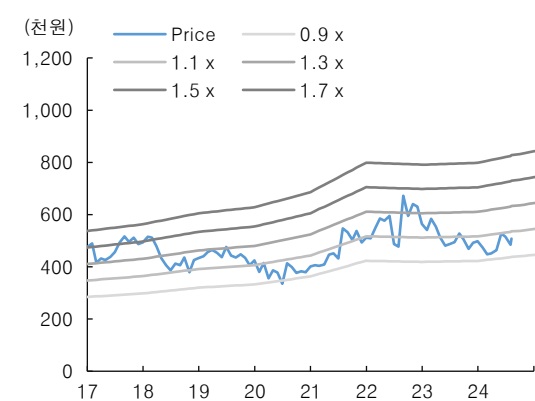
자료: 대신증권 Research Center

고려아연 12MF PER 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

고려아연 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

고려아연 분기/연간 실적 추정

(단위: 십억원, %, 천톤, 천원/톤, 달러/톤)

	(단위)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
별도 매출액	(십억원)	1,815	1,787	1,783	1,906	1,814	1,988	2,225	2,227	7,291	8,254
YoY	(%)	-0.1%	-12.9%	-13.0%	-11.9%	0.0%	11.2%	24.8%	16.9%	-9.8%	13.2%
QoQ	(%)	-16.1%	-1.5%	-0.2%	6.9%	-4.8%	9.6%	11.9%	0.1%		
아연 매출액	(십억원)	681	653	548	578	596	599	644	631	2,460	2,471
연 매출액	(십억원)	280	288	328	406	354	369	368	366	1,302	1,457
금 매출액	(십억원)	231	188	175	161	155	172	239	240	755	806
은 매출액	(십억원)	407	448	548	522	501	586	681	686	1,925	2,454
구리 매출액	(십억원)	84	92	76	92	85	107	126	132	344	450
아연 판매량	(천톤)	156	177	159	162	169	152	164	161	654	646
연 판매량	(천톤)	89	91	104	126	115	113	115	115	411	457
금 판매량	(kg)	2,976	2,245	2,145	1,932	1,753	1,667	2,212	2,175	9,298	7,806
은 판매량	(톤)	439	453	546	532	501	497	529	525	1,970	2,052
구리 판매량	(천톤)	6	7	6	6	7	8	7	8	31	35
아연 ASP	(\$/MT)	3,411	2,812	2,623	2,705	2,654	2,866	2,842	2,803	2,888	2,791
연 ASP	(\$/MT)	2,462	2,407	2,396	2,432	2,310	2,392	2,315	2,277	2,424	2,323
금 ASP	(\$/g)	61	64	62	63	67	75	78	79	62	75
은 ASP	(\$/kg)	726	752	766	743	752	861	929	934	747	869
구리 ASP	(\$/MT)	9,979	9,605	7,766	8,033	8,962	8,504	8,426	8,243	0	0
별도 영업이익	(십억원)	155	165	167	221	191	257	270	277	707	995
YoY	(%)	-29.8%	-52.7%	-19.3%	41.6%	23.3%	56.3%	61.7%	25.0%	-24.0%	40.6%
QoQ	(%)	-0.9%	6.3%	1.2%	32.8%	-13.7%	34.8%	4.7%	2.6%		
별도 OPM	(%)	8.5%	9.2%	9.3%	11.6%	10.5%	12.9%	12.1%	12.4%	9.7%	12.0%
아연 TC	(십억원)	230	285	274	274	274	165	165	165	266	192
연 TC	(십억원)	130	110	110	110	110	85	85	85	115	91
연결 매출액	(십억원)	2,527	2,469	2,293	2,415	2,375	3,058	3,242	3,254	9,705	11,930
YoY	(%)	-5.0%	-13.4%	-16.4%	-18.5%	-6.0%	23.8%	41.4%	34.8%	-13.5%	22.9%
QoQ	(%)	-14.7%	-2.3%	-7.1%	5.3%	-1.6%	28.7%	6.0%	0.3%		
연결 영업이익	(십억원)	146	156	160	198	185	269	279	287	660	1,019
YoY	(%)	-48.8%	-59.2%	6.5%	93.0%	26.6%	72.6%	73.9%	45.0%	-28.2%	54.5%
QoQ	(%)	42.0%	6.8%	3.0%	23.5%	-6.8%	45.6%	3.8%	3.0%		
연결 OPM	(%)	5.8%	6.3%	7.0%	8.2%	7.8%	8.8%	8.6%	8.8%	6.8%	8.5%
연결 당기순이익	(십억원)	138	124	78	193	112	175	193	201	533	681
지배주주순이익	(십억원)	140	121	77	190	107	177	189	197	527	670
YoY	(%)	-11.4%	-58.5%	4.5%	-26.5%	-23.6%	46.6%	145.7%	3.7%	-32.5%	27.0%
QoQ	(%)	-45.8%	-13.8%	-36.1%	146.3%	-43.7%	65.4%	7.2%	3.9%		

자료: 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

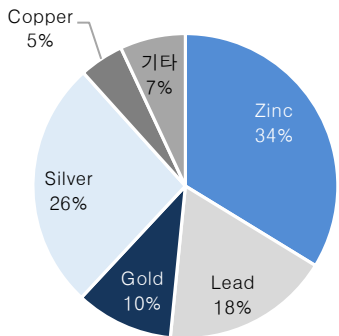
- 영풍그룹 계열사로 분류되는 국내 최대의 비철금속 제련업체
- 주력사업은 아연, 연(납) 주괴 생산 및 판매이며, 이외 부산물로 생산되는 금, 은 등의 귀금속을 판매
- 국내 온산에 위치한 일관제련소와 호주 SMC 아연제련소를 운영. 중속회사인 징크옥사이드코퍼레이션, 서린상사 등이 연결 반영
- 자산 11조 9,668억원, 부채 2조 3,170억원, 자본 9조 6,499억원
- 발행주식 수: 20,908,588주 / 자기주식수: 103,892주

주가 변동요인

- 아연, 연 Benchmark Treatment Charge 계약
- 아연, 연, 금, 은 등 금속가격 추이
- 주요 비철금속 광석 수급 전망

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2024년 3월 기준  
자료: 고려아연, 대신증권 Research Center

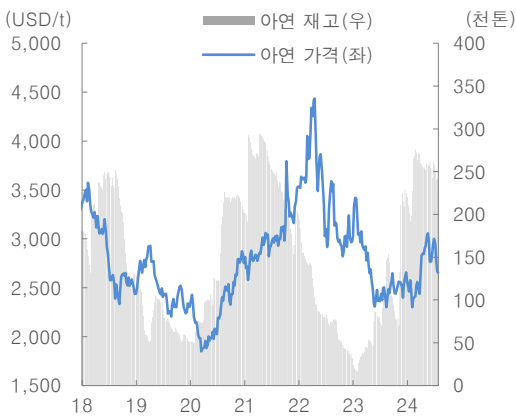
매출 비중 추이



주: 2023년 매출액 기준  
자료: 고려아연, 대신증권 Research Center

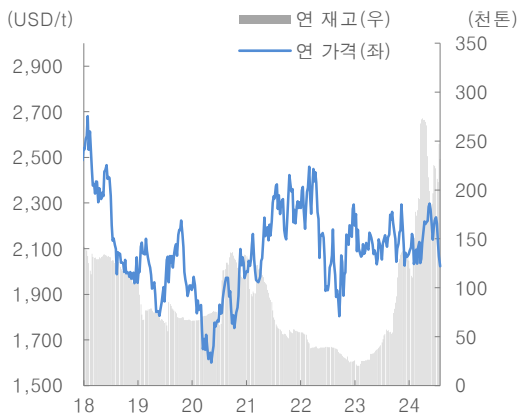
Earnings Driver

LME 아연(Zinc) 3M 선물 가격



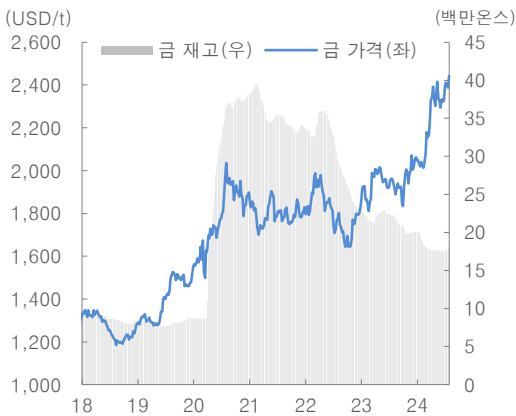
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

LME 연(Lead) 3M 선물 가격



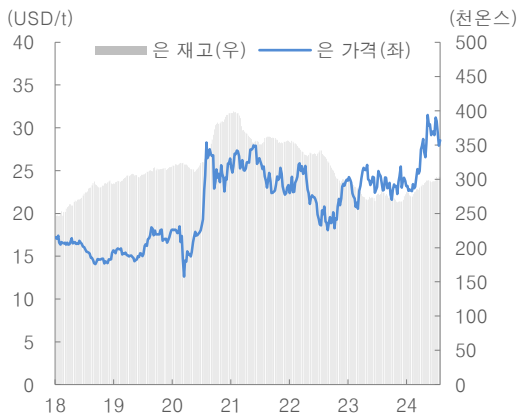
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

CMX 금(Gold) 현물 가격



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

CMX 은(Silver) 현물 가격



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	11,219	9,705	11,930	13,071	13,752
매출원가	10,050	8,743	10,541	11,492	12,145
매출총이익	1,169	962	1,388	1,579	1,607
판매비와관리비	250	302	369	413	430
영업이익	919	660	1,019	1,166	1,178
영업이익률	8.2	6.8	8.5	8.9	8.6
EBITDA	1,223	979	1,306	1,436	1,432
영업외손익	-38	68	-64	-16	-29
관계기업손익	30	-29	-5	-18	-13
금융수익	332	323	230	268	252
외환관련이익	161	81	70	70	70
금융비용	-366	-207	-262	-242	-245
외환관련손실	37	21	18	18	18
기타	-33	-19	-27	-24	-23
법인세비용차감전순손익	881	728	955	1,150	1,149
법인세비용	-83	-195	-274	-331	-331
계속사업순손익	798	533	681	819	818
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	798	533	681	819	818
당기순이익률	7.1	5.5	5.7	6.3	5.9
비지배지분순이익	18	6	12	13	13
지배지분순이익	781	527	670	805	804
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-6	-7	-7	-7	-7
포괄순이익	734	460	608	745	744
비지배지분포괄이익	17	6	10	12	12
지배지분포괄이익	717	454	597	733	732

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	40,572	26,127	32,231	38,896	38,845
PER	13.9	19.1	15.8	13.1	13.1
BPS	469,994	465,299	469,608	495,343	519,398
PBR	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
EBITDAPS	63,561	48,506	62,861	69,364	69,187
EV/EBITDA	8.3	9.8	7.6	6.8	6.6
SPS	583,125	480,872	574,223	631,358	664,236
PSR	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
CFPS	62,723	47,988	56,399	65,978	65,085
DPS	20,000	15,000	15,000	15,000	15,000

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	12.5	-13.5	22.9	9.6	5.2
영업이익 증가율	-16.1	-28.2	54.5	14.4	1.0
순이익 증가율	-1.6	-33.2	27.7	20.2	-0.1
수익성					
ROIC	13.1	6.9	9.9	10.9	10.9
ROA	8.3	5.5	8.2	8.9	8.5
ROE	9.4	5.7	7.0	8.0	7.7
안정성					
부채비율	31.0	24.9	27.6	28.9	29.9
순차입금비율	-13.7	-11.1	-8.0	-9.6	-12.0
이자보상배율	26.7	15.6	28.3	29.7	27.6

자료: 고려이연, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	6,071	5,572	6,151	6,877	7,559
현금및현금성자산	781	677	437	670	984
매출채권 및 기타채권	654	591	713	775	813
재고자산	2,825	2,638	3,242	3,553	3,738
기타유동자산	1,810	1,666	1,759	1,879	2,024
비유동자산	6,027	6,474	6,616	6,663	6,733
유형자산	3,694	3,869	3,787	3,622	3,472
관계기업투자금	426	491	708	911	1,120
기타비유동자산	1,906	2,114	2,122	2,131	2,141
자산총계	12,098	12,046	12,767	13,540	14,292
유동부채	2,319	1,903	2,202	2,413	2,594
매입채무 및 기타채무	1,120	1,061	1,268	1,375	1,438
차입금	792	619	681	749	824
유동성채무	12	74	74	74	74
기타유동부채	395	148	178	215	258
비유동부채	547	501	557	621	693
차입금	206	165	185	205	225
전환증권	3	4	4	4	4
기타비유동부채	338	332	368	412	464
부채총계	2,866	2,404	2,759	3,033	3,287
자배지분	9,043	9,390	9,756	10,255	10,753
자본금	99	105	104	104	104
자본잉여금	1,086	1,622	1,622	1,622	1,622
이익잉여금	7,953	7,843	8,210	8,709	9,207
기타지분변동	-96	-179	-179	-179	-179
비지배지분	189	252	252	252	252
자본총계	9,232	9,642	10,008	10,507	11,005
순차입금	-1,268	-1,066	-799	-1,012	-1,316

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	782	821	291	678	764
당기순이익	798	533	681	819	818
비현금항목의 가감	409	435	491	547	530
감가상각비	304	319	287	270	255
외환손익	-39	-2	32	32	32
지분법평가손익	-30	29	5	18	13
기타	174	89	167	228	231
자산부채의 증감	-113	239	-654	-401	-293
기타현금흐름	-312	-386	-227	-288	-291
투자활동 현금흐름	-1,794	-622	-462	-364	-387
투자자산	-1,630	-155	-216	-203	-209
유형자산	-373	-416	-197	-97	-97
기타	209	-51	-49	-63	-81
재무활동 현금흐름	1,296	-316	-215	-212	-205
단기차입금	507	-200	62	68	75
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	41	5	20	20	20
유상증자	472	527	-1	0	0
현금배당	-355	-599	-303	-306	-306
기타	632	-48	7	7	7
현금의 증감	315	-104	-240	233	315
기초 현금	466	781	677	437	670
기말 현금	781	677	437	670	984
NOPLAT	832	483	727	830	838
FCF	757	365	814	1,000	993

[Compliance Notice]

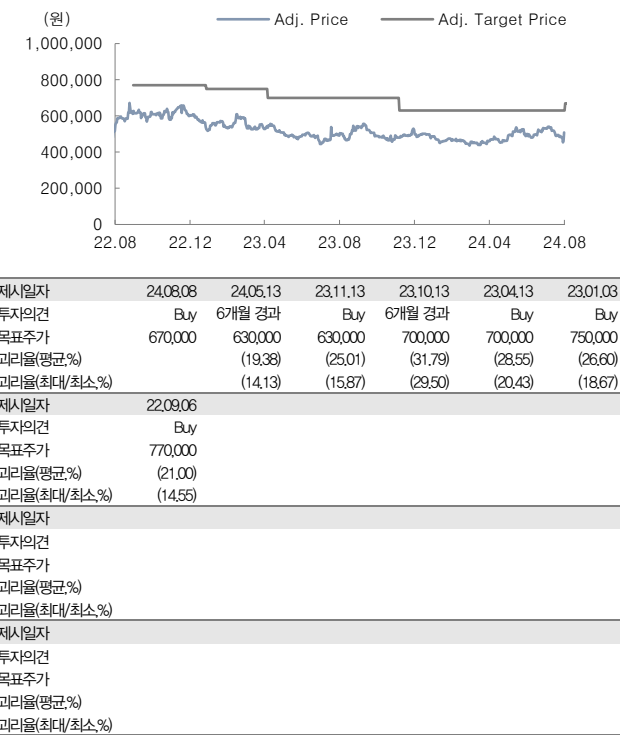
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이태환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

고려아연(010130) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240806)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	94.5%	5.5%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상