

고려아연
(010130)

이태환 tashwan.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

630,000

유지

현재주가

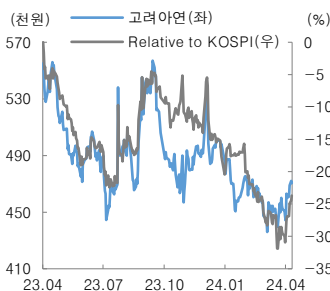
(24.04.12)

470,500

비철금속업종

KOSPI	2,681.82
시가총액	9,837십억원
시가총액비중	0.46%
자본금(보통주)	105십억원
52주 최고/최저	557,000원 / 436,000원
120일 평균거래대금	182억원
외국인지분율	18.12%
주요주주	영풍 외 55 인 43.22% 한화에이치투에너지 유에스에이 코퍼레이션 외 2 인 7.68%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.5	0.1	-2.7	-13.5
상대수익률	3.5	-5.7	-10.0	-17.7



Earnings Preview

주목해야 할 건
메탈 가격 상승

- 1Q24 연결 영업이익 1,764억원(+21.0% yoy) 전망. 컨센서스 하회
- 아연, 연 등 매출비중이 높은 금속의 분기 평균 가격 하락 영향
- 2분기 TC 하락에 따른 원가 상승은 메탈가격 상승으로 상쇄 가능

투자 의견 매수, 목표주가 630,000원 유지

목표주가는 2024E BPS 463,224원에 타깃 PBR 1.36배 적용. 타깃 PBR은 과거 귀금속 가격 상승기 초입의 평균 PBR을 15% 할인

1Q24 Preview 컨센서스 소폭 하회 예상

1Q24 연결기준 매출액 2.4조원(-3.3% yoy), 영업이익 1,764억원(+21.0% yoy), 영업이익률 7.2%(+1.4%p yoy) 전망. 시장 컨센서스 대비 소폭 하회

1분기 평균 메탈가격은 전분기 대비 금이 +4.8% 상승하며 선방했으나, 아연 -1.4%, 연 -5.7% 하락하며 별도 수익성 소폭 저하가 있었던 것으로 추정. 생산/판매량은 대체로 연간 목표 진행률에 부합한 것으로 보이나, 동은 설비 안정화 작업 진행으로 인해 생산 계획에 미달했던 것으로 파악

주목해야 할 건 메탈 가격 상승

‘24년 아연 BM TC가 톤당 \$165(‘23년 \$274)로 하락하면서 2분기부터 매출 원가 상승에 영향을 미칠 전망이다. 4월 들어서며 메탈 가격이 동시에 반등함에 따라 수익성 훼손을 상쇄 가능. 신규 인수한 Kataman 실적은 2분기부터 반영 예정이며, 스틸사이클도 2분기 중 흑자전환 가능할 것으로 추정

TC 불확실성 제거되었고, 귀금속 가격 상승기에서 자회사 손익까지 개선되고 있는 턴어라운드 구간. 현 주가레벨에서 상승 기대감 높음. Top-Pick (단위: 십억원, %)

구분	1Q23	4Q23	직전 추정	잠정치	1Q24			2024		
					YoY	QoQ	Consensus	당사 추정	YoY	QoQ
매출액	2,527	2,415	2,411	2,444	-3.3	1.2	2,426	3,095	25.3	26.6
영업이익	146	198	219	176	21.0	-10.9	191	221	42.2	25.5
순이익	140	190	154	114	-18.6	-40.0	146	162	34.4	42.4

자료: 고려아연, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	11,219	9,705	11,689	12,104	12,288
영업이익	919	660	824	1,015	1,083
세전순이익	881	728	816	1,033	1,093
총당기순이익	798	533	606	768	813
지배지분순이익	781	527	598	757	801
EPS	40,572	26,127	28,591	36,222	38,321
PER	13.9	19.1	16.4	12.9	12.2
BPS	469,994	465,299	463,224	484,593	508,062
PBR	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
ROE	9.4	5.7	6.3	7.6	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	9,759	10,178	11,689	12,104	19.8	18.9
판매비와 관리비	248	260	330	360	33.3	38.3
영업이익	812	957	824	1,015	1.4	6.1
영업이익률	8.3	9.4	7.0	8.4	-1.3	-1.0
영업외손익	-7	25	-7	18	적자유지	-28.6
세전순이익	805	982	816	1,033	1.4	5.2
지배지분순이익	589	720	598	757	1.5	5.2
순이익률	6.1	7.2	5.2	6.3	-0.9	-0.8
EPS(지배지분순이익)	28,180	34,433	28,591	36,222	1.5	5.2

자료: 고려아연, 대신증권 Research Center

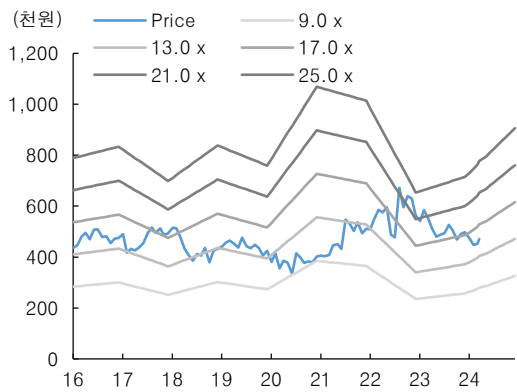
고려아연 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

		비고
BPS	463,224	고려아연 2024E BPS
Target PBR	1.36	과거 귀금속 가격 상승기 초입(2016, 2020)의 평균 PBR을 10% 할인 적용
적정주가	628,038	BPS * Target PBR
목표주가	630,000	628,038 ≒ 630,000
현재주가	470,500	2024.04.12 기준
현재 PBR	1.01	2024.04.12 기준
상승여력(%)	33.9	

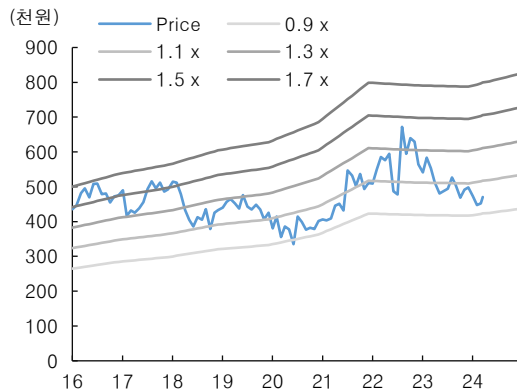
자료: 대신증권 Research Center

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	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
별도 매출액	(십억원)	1,815	1,787	1,783	1,906	1,915	2,050	2,069	2,068	7,291	8,102
YoY	(%)	-0.1%	-12.9%	-13.0%	-11.9%	5.5%	14.7%	16.1%	8.5%	-9.8%	11.1%
QoQ	(%)	-16.1%	-1.5%	-0.2%	6.9%	0.5%	7.1%	0.9%	-0.1%		
아연 매출액	(십억원)	681	653	548	578	575	614	607	592	2,460	2,387
연 매출액	(십억원)	280	288	328	406	350	341	343	337	1,302	1,370
금 매출액	(십억원)	231	188	175	161	197	219	219	218	755	854
은 매출액	(십억원)	407	448	548	522	566	613	625	637	1,925	2,441
구리 매출액	(십억원)	84	92	76	92	87	115	125	130	344	457
아연 판매량	(천톤)	156	177	159	162	161	161	164	164	654	651
연 판매량	(천톤)	89	91	104	126	113	109	113	115	411	450
금 판매량	(kg)	2,976	2,245	2,145	1,932	2,255	2,251	2,253	2,238	9,298	8,997
은 판매량	(톤)	439	453	546	532	566	535	545	555	1,970	2,201
구리 판매량	(천톤)	6	7	6	6	7	8	7	8	31	38
아연 ASP	(\$/MT)	3,411	2,812	2,623	2,705	2,678	2,870	2,819	2,766	2,888	2,783
연 ASP	(\$/MT)	2,462	2,407	2,396	2,432	2,320	2,367	2,307	2,244	2,424	2,310
금 ASP	(\$/g)	61	64	62	63	66	73	74	75	62	72
은 ASP	(\$/kg)	726	752	766	743	750	864	873	882	747	842
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	187	219	196	204	707	806
YoY	(%)	-29.8%	-52.7%	-19.3%	41.6%	20.8%	33.1%	17.6%	-7.7%	-24.0%	14.0%
QoQ	(%)	-0.9%	6.3%	1.2%	32.8%	-15.5%	17.2%	-10.6%	4.2%		
별도 OPM	(%)	8.5%	9.2%	9.3%	11.6%	9.8%	10.7%	9.5%	9.9%	9.7%	10.0%
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	2,444	3,095	3,065	3,085	9,705	11,689
YoY	(%)	-5.0%	-13.4%	-16.4%	-18.5%	-3.3%	25.3%	33.7%	27.8%	-13.5%	20.4%
QoQ	(%)	-14.7%	-2.3%	-7.1%	5.3%	1.2%	26.6%	-1.0%	0.6%		
연결 영업이익	(십억원)	146	156	160	198	176	221	206	220	660	824
YoY	(%)	-48.8%	-59.2%	6.5%	93.0%	21.0%	42.2%	28.5%	11.0%	-28.2%	24.8%
QoQ	(%)	42.0%	6.8%	3.0%	23.5%	-10.9%	25.5%	-6.9%	6.6%		
연결 OPM	(%)	5.8%	6.3%	7.0%	8.2%	7.2%	7.2%	6.7%	7.1%	6.8%	7.0%
연결 당기순이익	(십억원)	138	124	78	193	125	167	149	165	533	606
지배주주순이익	(십억원)	140	121	77	190	123	164	147	163	527	598
YoY	(%)	-11.4%	-58.5%	4.5%	-26.5%	-11.8%	36.2%	91.0%	-14.1%	-32.5%	13.4%
QoQ	(%)	-45.8%	-13.8%	-36.1%	146.3%	-35.0%	33.1%	-10.3%	10.7%		

자료: 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

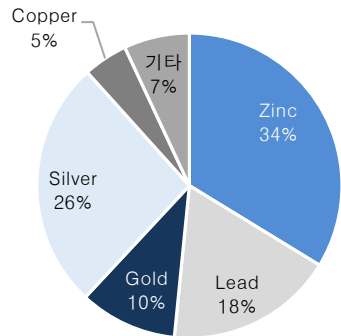
- 영풍그룹 계열사로 분류되는 국내 최대의 비철금속 제련업체
- 주력사업은 아연, 연(납) 주괴 생산 및 판매이며, 이외 부산물로 생산되는 금, 은 등의 귀금속을 판매
- 국내 온산에 위치한 일관제련소와 호주 SMC 아연제련소를 운영. 종속회사인 징크옥사이드코퍼레이션, 서린상사 등이 연결 반영
- 자산 12조 461억원, 부채 2조 4,041억원, 자본 9조 6,420억원
- 발행주식 수: 20,908,588주 / 자기주식수: 103,892주

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, 2023년 12월 기준
자료: 고려아연, 대신증권 Research Center

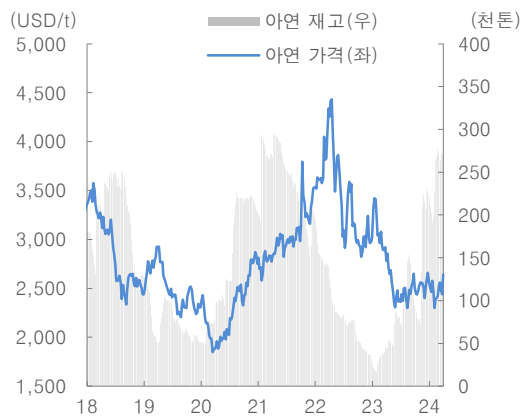
매출 비중 추이



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

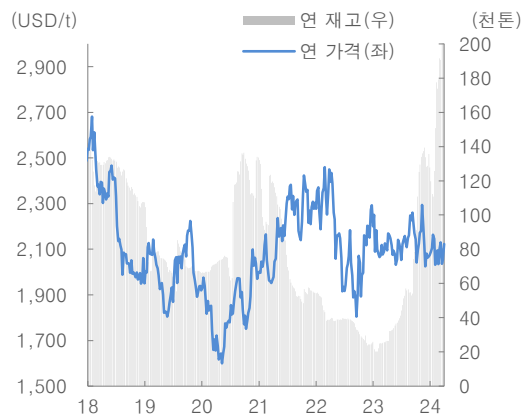
Earnings Driver

LME 아연(Zinc) 3M 선물 가격



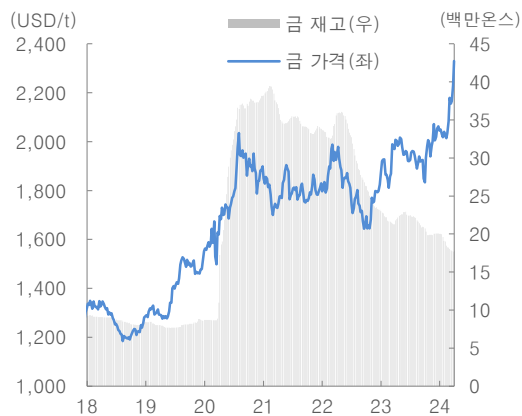
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

LME 연(Lead) 3M 선물 가격



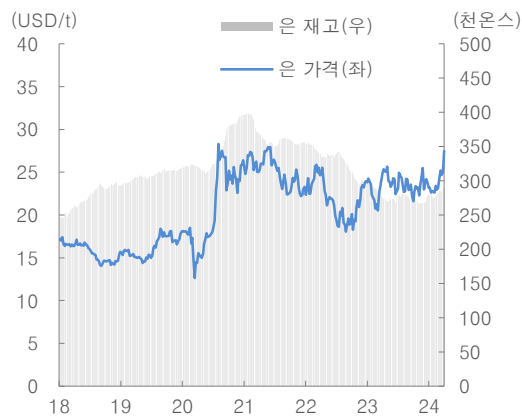
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

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	9,706	11,689	12,104	12,288
매출원가	10,050	8,743	10,535	10,730	10,849
매출총이익	1,169	962	1,154	1,374	1,439
판매비와관리비	250	302	330	360	356
영업이익	919	660	824	1,015	1,083
영업이익률	8.2	6.8	7.0	8.4	8.8
EBITDA	1,223	979	1,110	1,294	1,356
영업외손익	-38	68	-7	18	9
관계기업손익	30	-29	-1	-15	-10
금융수익	332	323	254	282	267
외환관련이익	161	81	70	70	70
금융비용	-366	-207	-241	-229	-229
외환관련손실	37	21	18	18	18
기타	-33	-19	-20	-19	-19
법인세비용차감전순손익	881	728	816	1,033	1,093
법인세비용	83	195	210	265	280
계속사업순손익	798	533	606	768	813
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	798	533	606	768	813
당기순이익률	7.1	5.5	5.2	6.3	6.6
비지배자분순이익	18	6	9	11	12
지배자분순이익	781	527	598	757	801
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-6	-7	-7	-7	-7
포괄순이익	734	460	533	695	739
비지배자분포괄이익	17	6	8	10	11
지배자분포괄이익	717	454	525	685	729

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	40,572	26,127	28,591	36,222	38,321
PER	13.9	19.1	16.4	12.9	12.2
BPS	469,994	465,299	463,224	484,593	508,062
PBR	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
EBITDAPS	63,561	48,506	53,102	61,881	64,833
EV/EBITDA	8.3	9.8	8.4	7.0	6.4
SPS	583,125	480,872	559,042	578,912	587,685
PSR	1.0	1.0	0.8	0.8	0.8
CFPS	62,723	47,988	49,083	59,812	62,108
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	20.4	3.6	1.5
영업이익 증가율	-16.1	-28.2	24.8	23.2	6.8
순이익 증가율	-1.6	-33.2	13.7	26.7	5.8
수익성					
ROC	13.1	6.9	8.4	10.0	10.7
ROA	8.3	5.5	6.7	7.9	8.0
ROE	9.4	5.7	6.3	7.6	7.7
안정성					
부채비율	31.0	24.9	26.9	27.1	27.1
순차입금비율	-13.7	-11.1	-7.8	-9.8	-12.4
이자보상배율	26.7	15.6	24.3	29.4	30.7

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	6,071	5,572	5,991	6,436	6,904
현금및현금성자산	781	677	356	544	808
매출채권					
및					
기타채권	654	591	699	722	732
채고자산	2,825	2,638	3,177	3,290	3,340
기타유동자산	1,810	1,666	1,759	1,879	2,024
비유동자산	6,027	6,474	6,621	6,762	6,916
유형자산	3,694	3,869	3,787	3,713	3,645
관계기업투자금	426	491	712	918	1,130
기타비유동자산	1,906	2,114	2,122	2,131	2,141
자산총계	12,098	12,046	12,612	13,197	13,820
유동부채	2,319	1,903	2,118	2,193	2,253
매입채무 및 기타채무	1,120	1,061	1,246	1,285	1,302
차입금	792	619	619	619	619
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	2,675	2,813	2,946
자배자분	9,043	9,390	9,685	10,132	10,623
자본금	99	105	105	105	105
자본잉여금	1,086	1,622	1,622	1,622	1,622
이익잉여금	7,953	7,843	8,139	8,585	9,076
기타자본변동	-96	-179	-179	-179	-179
비지배자분	189	252	252	252	252
자본총계	9,232	9,642	9,937	10,384	10,875
순차입금	-1,268	-1,066	-780	-1,017	-1,344

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	782	821	268	803	890
당기순이익	798	533	606	768	813
비현금항목의 가감	409	435	420	482	486
감가상각비	304	319	287	279	272
외환손익	-39	-2	32	32	32
지분법평가손익	-30	29	1	15	10
기타	174	89	101	156	172
자산부채의 증감	-113	239	-598	-231	-176
기타현금흐름	-312	-386	-161	-216	-232
투자활동 현금흐름	-1,794	-622	-467	-467	-490
투자자산	-1,630	-155	-220	-206	-211
유형자산	-373	-416	-197	-197	-197
기타	209	-51	-49	-63	-81
재무활동 현금흐름	1,296	-316	-276	-284	-284
단기차입금	507	-200	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	41	5	20	20	20
유상증자	472	527	0	0	0
현금배당	-355	-599	-303	-311	-311
기타	632	-48	7	7	7
현금의 증감	315	-104	-321	189	264
기초 현금	466	781	677	356	544
기말 현금	781	677	356	544	808
NOPLAT	832	483	612	755	806
FCF	757	365	698	834	878

자료: 고려이연, 대신증권 Research Center