

고려아연 (010130)

예상을 뛰어넘을 2분기 실적

Benchmark TC 급락에도 2분기 실적은 큰 폭 개선

24.1Q 동사 별도 영업이익 [1,906억원, -13.8% q-q]는 시장 기대치 [1개월 컨센서스 1,969억원]에 대체로 부합했다. <표 2> 전분기 대비 실적 부진 이유는 금 외 비철금속 가격은 전분기와 큰 차이가 없었으나, 아연 등 주요 품목 판매량이 연말 판매량이 집중되었던 전분기 대비 소폭 감소했기 때문이다. 동사 연결 영업이익 [1,845억원, -6.8% q-q] 역시 시장 기대치 [1개월 컨센서스 1,863억원]에 부합했다. <표 1,3> 다만 자회사 실적은 『1) 아연 관련 자회사의 가동률 하락, 2) 신사업 관련 자회사의 적자 기조 지속』 등으로 전반적으로 부진했다. 아연 관련 자회사 [호주 SMC, 스틸싸이클] 실적은 아연 가격 강세에 불구, 가동 초기 비용 [SMC], 설비 개조에 따른 가동 중단 [스틸싸이클] 으로 부진한 흐름을 보였다. 페달포인트, KZAM 등 신사업 관련 자회사는 과거와 유사한 적자 흐름을 보였다.

동사의 24.2Q 연결 영업이익 [2,530억원 +37.0% q-q]은 전분기 대비 큰 폭으로 개선될 전망이다. <표 2,3>, 이는 아연 Benchmark TC [Treatment Charge, 제련 수수료] 하락 효과 [23년 274달러 → 24년 165달러] 반영에도 불구, 『1) (본사) 2분기 판매가격에 적용되는 귀금속, 비철금속 가격 강세 효과, 2) (자회사) 아연 가격 상승 및 가동률 정상화 효과』가 전분기 대비 큰 폭으로 실적을 개선하기 때문이다. 긍정적인 점은 그간 가동률 하락 등으로 부진했던 호주 SMC 및 스틸싸이클 실적 정상화이다

쉽지 않은 Macro 환경에도 여전히 업종 내 최선호주

동사에 대한 투자 의견 Buy와 목표주가 57만원을 유지한다. 여전히 Macro 제반 환경은 동사와 같은 소재 기업에 쉽지 않지만, 여전히 동사를 업종 내 최선호주로 추천한다.

Macro 환경은 그다지 우호적이지 않다. 고용/경기 지표 둔화 <그림 1> 및 연준의 비둘기파적 스탠스로 금리 인상 우려가 완화된 점은 긍정적이나, 원자재 가격 반등에 필수적인 경기 회복이 불투명해졌다는 점은 부정적이다. <그림 2> 3월 미국, 중국 제조업 PMI는 모두 50을 상회하면서 경기 회복 기대감을 높였으나 4월에는 좋지 않았다. [미국 49.2]. 또한 최근 상품 가격 반등을 견인했던 유가가 지정학적 Risk 완화로 최근 하락한 것 역시 소재 가격에 좋은 소식은 아니다. <그림 3> 이러한 환경에서 동사의 주요 품목인 아연/연 역시 의미있는 반등을 기대하기는 어렵다.

그럼에도 불구하고 동사를 최선호주로 제시하는 근거는 다음과 같다. 첫째, 금리 인상 가능성이 낮아진, 즉 실질 금리가 하락하고 경기가 불투명한 상황에서는 역시 귀금속이 좋은 흐름을 보인다. <그림 4> 중국 경기 및 미국 대선 등 하반기 유례없는 불확실성을 감안한다면, 안전 자산 측면의 성격이 강한 동사는 좋은 투자 대안이다. 둘째, 달러 강세 환경에서도 안정적 이익 창출이 가능하다. 원/달러 환율이 상승할수록 동사 이익은 증가한다. 동사는 내수 판매 가격을 수출 가격과 동일하게 LME 가격 및 환율 변동분을 반영하여 매월 재산정한다. 셋째, 급락했던 아연 TC 역시 점진적으로 반등할 것이다. <그림 5> 가격 강세 및 TC 급락 등에 따른 수익성 개선, 성수기 진입으로 가동을 중단했던 광산 업체 재가동이 예상되기 때문이다. 최근 Boliden은 유럽 최대 규모인 아일랜드 Tara 광산 [연산 13만톤] 생산을 2분기 재개, 25년 1월까지 풀가동할 것이라고 발표했다. 넷째, 주력 품목인 아연, 은 가격은 전고점에 한참 미치지 못하는 부담 없는 수준이다. 역사적 최고점에 근접한 구리 가격과는 상황이 다르다. <그림 6>

iM하이

하이투자증권 DGB

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	570,000원(유지)
증가(2024.05.07)	473,000원
상승여력	20.5%

Stock Indicator

자본금	105십억원
발행주식수	2,091만주
시가총액	9,890십억원
외국인지분율	18.0%
52주 주가	436,000~557,000원
60일평균거래량	40,608주
60일평균거래대금	18.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.8	0.3	-3.5	-6.9
상대수익률	2.1	-4.5	-15.4	-16.2

Price Trend



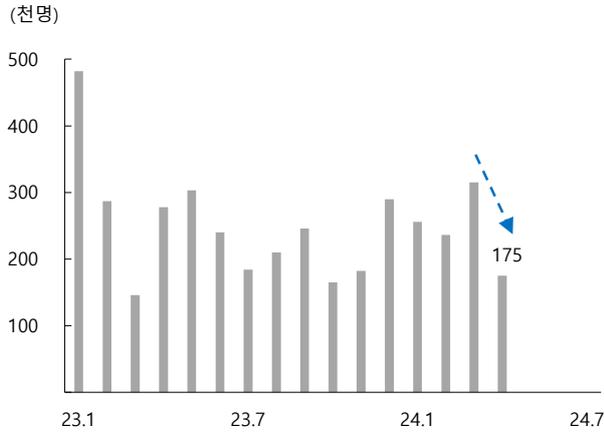
FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	9,705	10,378	10,746	11,103
영업이익(십억원)	660	854	860	883
순이익(십억원)	527	583	622	644
EPS(원)	26,127	27,886	29,762	30,805
BPS(원)	449,109	453,770	460,212	467,697
PER(배)	19.1	17.0	15.9	15.4
PBR(배)	1.1	1.0	1.0	1.0
ROE(%)	5.7	6.2	6.5	6.6
배당수익률(%)	1.0	2.1	2.1	2.1
EV/EBITDA(배)	9.4	7.4	7.5	7.3

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[철강/비철금속]

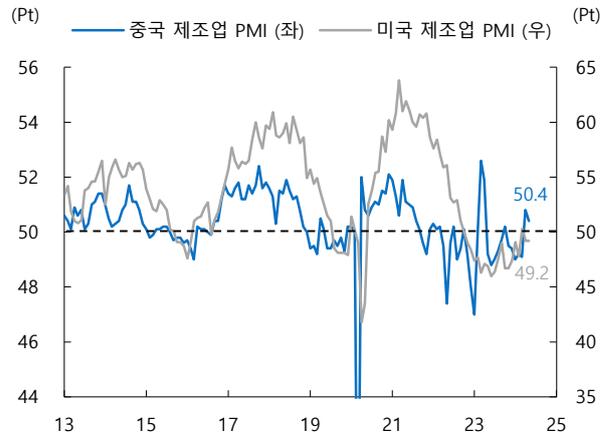
김윤상 2122-9205 yoonsang.kim@hi-ib.com

그림1. 미국 비농업고용자 수 추이



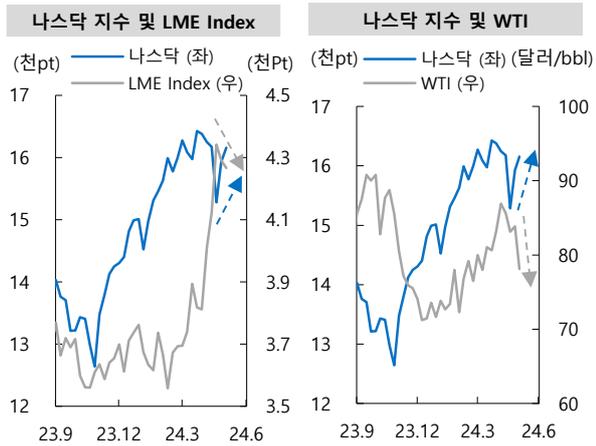
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 미국 및 중국 제조업 PMI 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 나스닥 지수, LME Index 및 WTI 추이



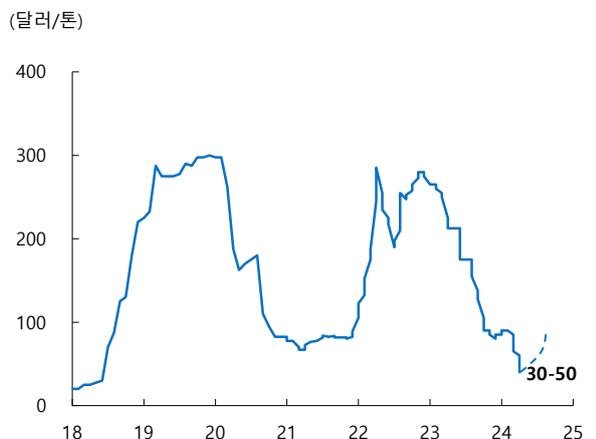
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 10년물 미국 실질금리와 금 가격 추이



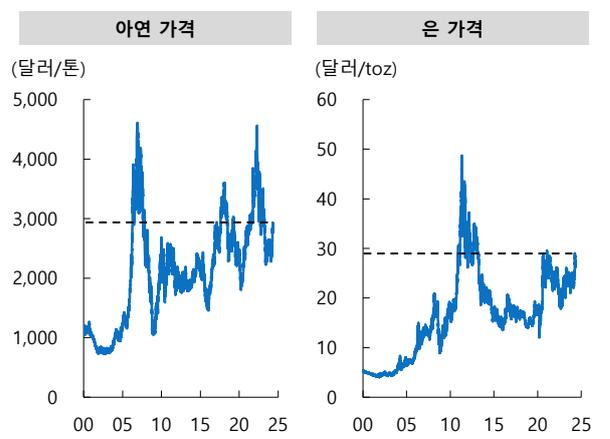
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 아연 Spot TC/RC 추이



자료: Fastmarket, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 아연 및 은 가격 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

〈표1〉 고려아연 23.4Q 실적 Review (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24(a)	y-y	q-q	컨센서스(b)	차이(a-b)
매출액	2,527	2,469	2,293	2,415	2,375	-6.0%	-1.6%	2,432	-2.3%
영업이익	146	156	160	198	185	26.6%	-6.8%	187	-1.3%
세전이익	195	170	111	252	153	-21.5%	-39.3%	199	-23.3%
지배주주순이익	140	121	77	190	107	-23.6%	-43.7%	142	-24.7%
영업이익률	5.8%	6.3%	7.0%	8.2%	7.8%			7.7%	0.1%p
세전이익률	7.7%	6.9%	4.8%	10.4%	6.4%			8.2%	-1.8%p
지배주주순이익률	5.5%	4.9%	3.4%	7.9%	4.5%			5.8%	-1.3%p

자료: 고려아연, 하이투자증권 리서치본부

〈표2〉 고려아연 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E
매출액	1,815	1,787	1,783	1,906	7,291	1,814	2,079	1,923	2,047	7,863
영업이익	155	165	167	221	707	191	246	196	213	845
영업이익률	8.5%	9.2%	9.3%	11.6%	9.7%	10.5%	11.8%	10.2%	10.4%	10.7%

자료: 고려아연, 하이투자증권 리서치본부

〈표3〉 고려아연 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E
매출액	2,527	2,469	2,293	2,415	9,705	2,375	2,730	2,525	2,748	10,378
영업이익	146	156	160	197	659	185	253	199	218	854
세전이익	195	170	111	252	728	153	257	203	222	835
지배주주순이익	140	121	77	190	527	107	179	142	155	583
영업이익률	5.8%	6.3%	7.0%	8.2%	6.8%	7.8%	9.3%	7.9%	7.9%	8.2%
세전이익률	7.7%	6.9%	4.8%	10.4%	7.5%	6.4%	9.4%	8.0%	8.1%	8.0%
지배주주순이익률	5.5%	4.9%	3.4%	7.9%	5.4%	4.5%	6.6%	5.6%	5.6%	5.6%

자료: 고려아연, 하이투자증권 리서치본부

〈표4〉 고려아연 수익 추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	신규추정(a)		기존추정(b)		GAP(a/b-1)	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	10,378	10,746	9,940	10,209	4.4%	5.3%
영업이익	854	860	721	779	18.5%	10.4%
세전이익	835	891	734	809	13.7%	10.2%
지배주주순이익	583	622	530	584	9.9%	6.5%
영업이익률	8.2%	8.0%	7.3%	7.6%	1.0%p	0.4%p
세전이익률	8.0%	8.3%	7.4%	7.9%	0.7%p	0.4%p
지배주주순이익률	5.6%	5.8%	5.3%	5.7%	0.3%p	0.1%p

자료: 고려아연, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	5,572	5,425	5,373	5,499
현금 및 현금성자산	677	518	336	334
단기금융자산	1,408	1,408	1,408	1,408
매출채권	618	659	681	703
재고자산	2,638	2,595	2,687	2,776
비유동자산	6,474	6,810	7,062	7,158
유형자산	3,869	4,178	4,404	4,465
무형자산	883	875	867	860
자산총계	12,046	12,235	12,435	12,656
유동부채	1,903	1,964	1,997	2,028
매입채무	903	966	1,000	1,033
단기차입금	619	619	619	619
유동성장기부채	74	74	74	74
비유동부채	501	501	501	501
사채	4	4	4	4
장기차입금	165	165	165	165
부채총계	2,404	2,465	2,498	2,530
지배주주지분	9,390	9,488	9,622	9,779
자본금	105	105	105	105
자본잉여금	1,622	1,622	1,622	1,622
이익잉여금	7,843	8,014	8,222	8,452
기타자본항목	-179	-253	-326	-400
비지배주주지분	252	282	315	348
자본총계	9,642	9,770	9,937	10,127

현금흐름표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	821	735	736	757
당기순이익	533	613	655	678
유형자산감가상각비	312	331	335	339
무형자산상각비	7	8	8	7
지분법관련손실(이익)	-29	-16	-16	-8
투자활동 현금흐름	-622	-854	-754	-554
유형자산의 처분(취득)	-416	-800	-700	-500
무형자산의 처분(취득)	-19	-	-	-
금융상품의 증감	-342	-50	-50	-50
재무활동 현금흐름	-316	-296	-406	-408
단기금융부채의증감	-203	-	-	-
장기금융부채의증감	5	-	-	-
자본의증감	527	-	-	-
배당금지급	-24	-24	-24	-24
현금및현금성자산의증감	-104	-159	-182	-1
기초현금및현금성자산	781	677	518	336
기말현금및현금성자산	677	518	336	334

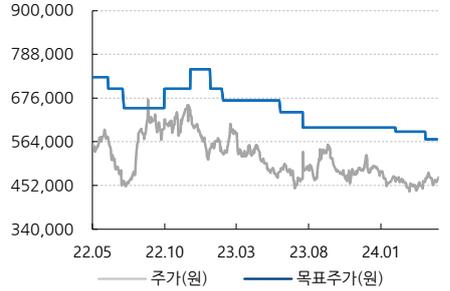
포괄손익계산서				
(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	9,705	10,378	10,746	11,103
증가율(%)	-13.5	6.9	3.5	3.3
매출원가	8,743	9,160	9,508	9,830
매출총이익	962	1,219	1,238	1,273
판매비와관리비	302	364	378	390
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	660	854	860	883
증가율(%)	-28.2	29.5	0.7	2.7
영업이익률(%)	6.8	8.2	8.0	8.0
이자수익	75	69	62	62
이자비용	42	41	41	41
지분법이익(손실)	-29	-16	-16	-8
기타영업외손익	-19	-22	29	29
세전계속사업이익	728	835	891	922
법인세비용	195	221	236	244
세전계속이익률(%)	7.5	8.0	8.3	8.3
당기순이익	533	613	655	678
순이익률(%)	5.5	5.9	6.1	6.1
지배주주귀속 순이익	527	583	622	644
기타포괄이익	-73	-73	-73	-73
총포괄이익	460	540	581	604
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표				
	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)				
EPS	26,127	27,886	29,762	30,805
BPS	449,109	453,770	460,212	467,697
CFPS	41,932	44,067	46,127	47,361
DPS	15,000	20,000	20,000	20,000
Valuation(배)				
PER	19.1	17.0	15.9	15.4
PBR	1.1	1.0	1.0	1.0
PCR	11.9	10.7	10.3	10.0
EV/EBITDA	9.4	7.4	7.5	7.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	5.7	6.2	6.5	6.6
EBITDA이익률	10.1	11.5	11.2	11.1
부채비율	24.9	25.2	25.1	25.0
순부채비율	-12.7	-10.9	-8.9	-8.7
매출채권회전율(x)	15.1	16.3	16.0	16.0
재고자산회전율(x)	3.6	4.0	4.1	4.1

자료 : 고려아연, 하이투자증권 리서치본부

고려아연 투자이건 및 목표주가 변동추이

일자	투자이건	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022-06-08	Buy	700,000	-27.8%	-19.3%
2022-07-11	Buy	650,000	-14.4%	3.4%
2022-10-05	Buy	700,000	-11.5%	-6.0%
2022-11-29	Buy	750,000	-22.7%	-16.0%
2023-01-10	Buy	700,000	-20.8%	-18.1%
2023-02-06	Buy	670,000	-20.5%	-9.0%
2023-06-07	Buy	640,000	-25.1%	-20.8%
2023-07-25	Buy	600,000	-17.8%	-7.2%
2024-02-06	Buy	590,000	-22.9%	-19.8%
2024-04-09	Buy	570,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이건]

종목추천 투자등급

종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.1%	7.9%	-