

고려아연 (010130)

P&Q는 안정 예상, 변동성은 C에서

4Q23(E): 영업이익 1,870억원 추정 (yoy +82%, qoq +16%)

1) **별도**: 4Q 영업이익은 1,910억원으로 전망. 9~11월 LME 아연 및 연, 은 평균가격은 각각 2,495달러/톤, 2,191달러/톤, 23.0달러/온스를 기록. 아연과 연 가격은 전분기(6~8월)비 각각 +4%, +3% 상승했으나 은 가격은 -3% 하락. 아연 판매량은 전분기와 유사한 수준으로 예상되며 연 판매량은 수출 증가에 힘입어 23년 분기 최대 판매량인 13만톤을 기록했을 것으로 추정. 전분기비 연 생산 및 판매 증가에 따라 은 판매량 역시 동반 증가했을 것으로 판단. 2) **연결**: 3Q 설비 보수로 생산 차질이 있었던 SMC는 보수 완료에 따라 생산 및 판매가 증가, 영업이익 역시 전분기비 개선됐을 것으로 예상. 다만, 기타 주요 자회사인 케이젼, 페달포인트, 스틸사이클 등은 영업적자가 이어졌을 것으로 추정.

1H24, 변동성이 가장 클 변수는 제련수수료

23년 11월 이후 약 2개월 동안 달러 인덱스가 빠르게 하락하며 비철금속 가격이 안정을 찾고 있는 중. 환율 역시 1,300원/달러 수준에서 변동성이 낮아진 상황. 별도 기준 24년 주요 금속 판매량은 전년과 유사할 것으로 예상되는 가운데 24년 상반기 주요 변수 중 변동성이 가장 클 것으로 예상되는 것은 제련수수료. 23년 내내 약세를 나타냈던 아연 정광 Spot TC는 24년 들어서도 약세 기조를 이어가고 있으며 톤당 100달러 하회 중. 24년 BM TC는 전년 대비 낮아질 것으로 전망되며 2Q 실적부터 영향을 미칠 것으로 판단.

투자 확대와 SMC 실적 회복 전망

동사는 12월 Investor Day에서 23년 0.4조원이었던 CAPEX가 24년 1.7조원까지 4배 넘게 확대될 것이라 밝혀. 24년 주요 투자는 2차전지 소재 사업부문에서 이뤄질 것으로 파악되며 대표적인 투자로는 캄보디아 니켈 제련소, 케이젼 2공장이 될 것으로 관측. 실적 측면에서는 23년 증설 과정에서 생산 차질을 빚었던 SMC가 24년에는 정상적인 생산 활동을 펼치며 매출액 및 영업이익이 회복될 것으로 전망.



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

HOLD (M)

목표주가 **510,000원 (M)**

현재주가 (1/10) **480,500원**

상승여력 **6%**

시가총액	100,466억원
총발행주식수	20,908,588주
60일 평균 거래대금	197억원
60일 평균 거래량	40,122주
52주 고/저	610,000원 / 444,500원
외인지분율	18.07%
배당수익률	3.55%
주요주주	영풍 외 58인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.6)	(1.3)	(12.2)
상대	(4.5)	(6.7)	(18.7)
절대 (달러환산)	(4.6)	0.9	(17.2)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,584	-12.8	12.7	2,496	3.5
영업이익	187	81.8	16.3	193	-3.2
세전계속사업이익	187	32.8	68.1	189	-1.1
지배순이익	137	-46.8	78.3	141	-2.6
영업이익률 (%)	7.2	+3.7 %pt	+0.2 %pt	7.7	-0.5 %pt
지배순이익률 (%)	5.3	-3.4 %pt	+1.9 %pt	5.7	-0.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	9,977	11,219	9,874	10,045
영업이익	1,096	919	648	689
지배순이익	807	781	475	485
PER	11.0	14.0	21.3	20.7
PBR	1.1	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	5.4	8.0	10.3	9.8
ROE	11.1	9.4	5.2	5.2

자료: 유안타증권

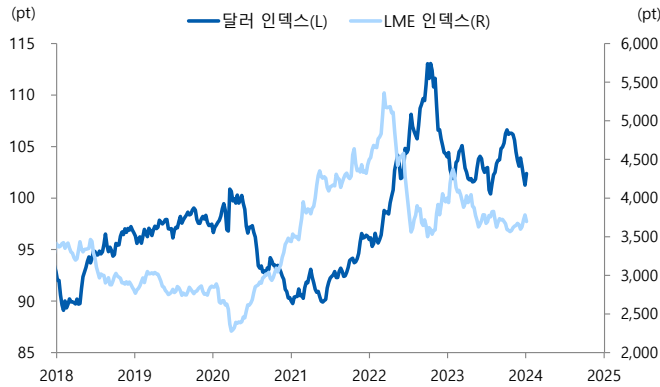
[표-1] 고려아연 실적 추정

(단위: 십억원)

		2022	2023E	2024E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	QoQ	YoY	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
원/달러	3개월 전	1,248	1,316	1,305	1,359	1,276	1,316	1,312	-0.3%	-2.2%	1,321	1,300	1,300	1,300
	당월	1,292	1,306	1,300	1,276	1,316	1,312	1,321	0.7%	-2.8%	1,300	1,300	1,300	1,300
금속가격	아연	3,504	2,705	2,591	3,191	2,737	2,396	2,495	4.2%	-17.1%	2,527	2,586	2,612	2,638
(전월)	연	2,158	2,151	2,047	2,170	2,116	2,129	2,191	2.9%	10.1%	2,027	2,034	2,054	2,075
(달러/톤)	금	1,802	1,924	2,040	1,851	1,969	1,936	1,939	0.1%	14.5%	2,042	2,048	2,035	2,035
(달러/온스)	은	21.7	23.4	23.6	23.0	23.8	23.7	23.0	-2.8%	16.1%	23.8	23.5	23.5	23.5
금속가격	아연	3,481	2,652	2,604	3,137	2,540	2,436	2,498	2.5%	-17.1%	2,552	2,595	2,621	2,647
(당월)	연	2,151	2,136	2,052	2,137	2,119	2,172	2,116	-2.6%	0.5%	2,027	2,040	2,061	2,081
(달러/톤)	금	1,802	1,944	2,040	1,890	1,978	1,927	1,979	2.7%	14.3%	2,048	2,041	2,035	2,035
(달러/온스)	은	21.8	23.4	23.5	22.6	24.2	23.6	23.3	-1.3%	9.3%	23.6	23.5	23.5	23.5
매출액		11,219	9,874	10,045	2,527	2,469	2,293	2,584	12.7%	-12.8%	2,400	2,506	2,462	2,677
비철금속 제조 및 판매		9,019	8,392	8,661	2,072	2,076	1,995	2,249	12.7%	-7.6%	2,094	2,153	2,102	2,313
(별도)		8,081	7,387	7,493	1,815	1,787	1,783	2,002	12.3%	-7.5%	1,859	1,888	1,794	1,952
(별도 외)		938	1,005	1,168	257	289	212	247	16.3%	-8.2%	235	265	307	361
비철금속 수출입		2,437	1,577	1,376	495	406	315	360	14.5%	-31.7%	338	349	343	346
폐기물처리 등		267	360	320	103	100	71	85	20.8%	-6.2%	78	82	80	81
(연결조정 등)		-504	-454	-312	-144	-113	-87	-110	-	-	-110	-78	-62	-62
영업이익		919	648	689	146	156	160	187	16.3%	81.8%	185	156	155	193
이익률		8.2%	6.6%	6.9%	5.8%	6.3%	7.0%	7.2%	0.2%p	3.8%p	7.7%	6.2%	6.3%	7.2%
비철금속 제조 및 판매		858	656	701	159	151	154	192	24.3%	80.5%	190	160	158	193
(OPM)		9.5%	7.8%	8.1%	7.7%	7.3%	7.7%	8.5%	0.8%p	4.2%p	9.1%	7.4%	7.5%	8.3%
(별도)		931	678	677	155	165	167	191	14.9%	22.5%	185	155	152	185
(OPM)		11.5%	9.2%	9.0%	8.5%	9.2%	9.3%	9.6%	0.2%p	2.3%p	9.9%	8.2%	8.5%	9.5%
(별도 외)		-73	-21	24	4	-13	-12	0	흑전	흑전	5	5	6	8
(OPM)		-7.8%	-2.1%	2.1%	1.4%	-4.5%	-5.8%	0.2%	6.0%p	18.7%p	2.2%	1.9%	1.9%	2.2%
비철금속 수출입		63	12	16	-3	2	10	3	-67.3%	-27.2%	3	4	5	4
(OPM)		2.6%	0.7%	1.2%	-0.7%	0.5%	3.1%	0.9%	-2.2%p	0.1%p	0.9%	1.3%	1.5%	1.1%
폐기물처리 등		-2	-35	-20	-15	-5	-8	-8	적지	적지	-5	-5	-5	-5
(OPM)		-0.8%	-9.7%	-6.2%	-14.3%	-4.8%	-10.7%	-8.9%	1.8%p	6.0%p	-6.4%	-6.1%	-6.3%	-6.2%
(연결조정 등)		0	15	-8	5	7	4	-1	-	-	-3	-4	-3	2
세전이익		881	663	662	195	170	111	187	68.1%	32.8%	181	151	147	183
이익률		7.9%	6.7%	6.6%	7.7%	6.9%	4.8%	7.2%	2.4%p	2.5%p	7.6%	6.0%	6.0%	6.8%
지배순이익		781	475	485	140	121	77	137	78.3%	-46.8%	133	110	108	134
이익률		7.0%	4.8%	4.8%	5.5%	4.9%	3.4%	5.3%	2.0%p	-3.4%p	5.5%	4.4%	4.4%	5.0%

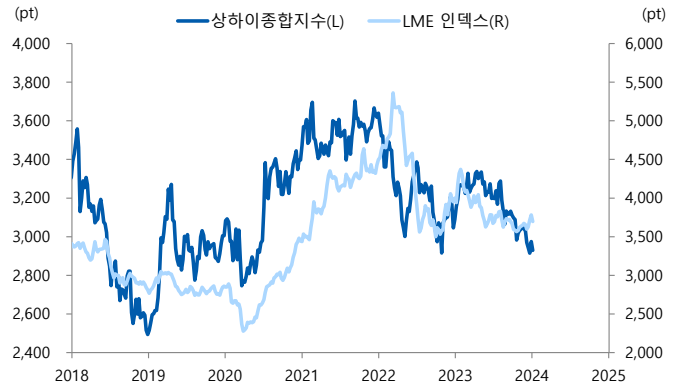
자료: 유안타증권, 주: 부문별 수치는 연결조정 전 기준

[그림-1] 달러 인덱스와 LME 인덱스



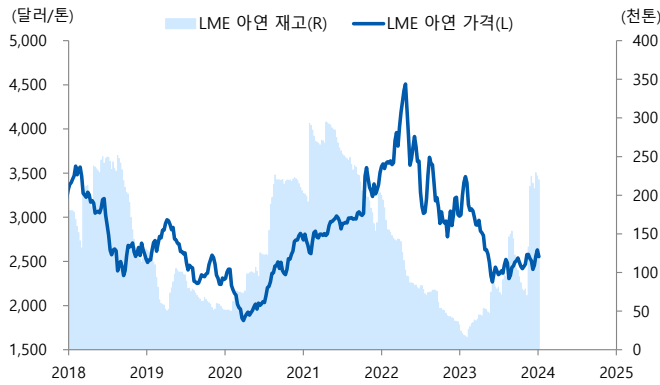
자료: Bloomberg, 주: 2024년 1월 5일 기준

[그림-2] 상하이종합지수와 LME 인덱스



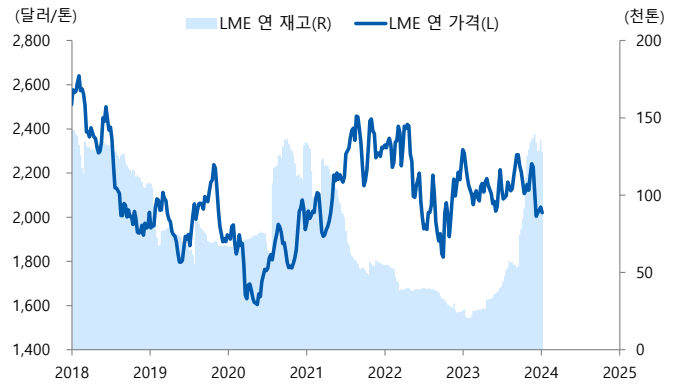
자료: Bloomberg, 주: 2024년 1월 5일 기준

[그림-3] LME 아연 가격 및 재고



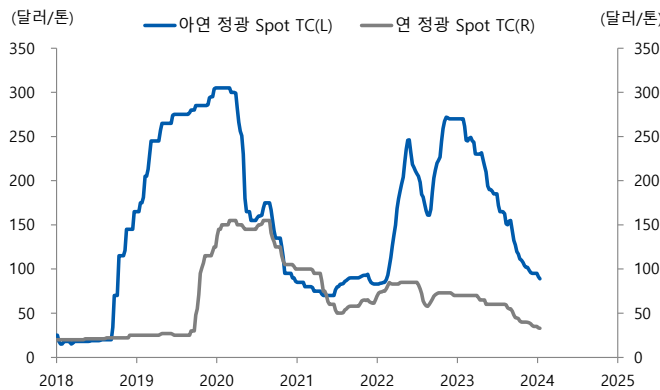
자료: Bloomberg, 주: 2024년 1월 5일 기준

[그림-4] LME 연 가격 및 재고



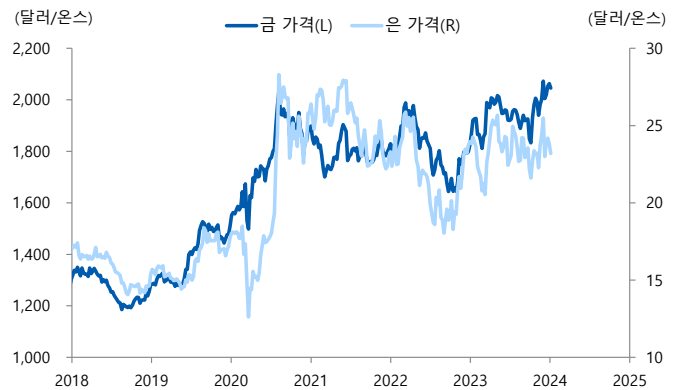
자료: Bloomberg, 주: 2024년 1월 5일 기준

[그림-5] 중국 수입 아연정광 및 연정광 Spot 제련수수료



자료: Bloomberg, 주: 2024년 1월 5일 기준

[그림-6] 귀금속 가격



자료: Bloomberg, 주: 2024년 1월 5일 기준

고려아연 (010130) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	9,977	11,219	9,874	10,045	10,461
매출원가	8,720	10,050	8,952	9,076	9,404
매출충이익	1,256	1,169	922	969	1,057
판매비	160	250	274	280	292
영업이익	1,096	919	648	689	765
EBITDA	1,386	1,223	966	1,091	1,239
영업외손익	43	-38	14	-27	-74
외환관련손익	-11	-43	-40	-28	-28
이자손익	24	14	8	-47	-94
관계기업관련손익	3	30	-12	-12	-12
기타	27	-38	58	60	60
법인세비용차감전순이익	1,139	881	663	662	690
법인세비용	328	83	184	172	179
계속사업순이익	811	798	479	490	511
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	811	798	479	490	511
지배지분순이익	807	781	475	485	506
포괄순이익	908	734	527	490	511
지배지분포괄이익	902	717	515	466	486

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

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	607	785	65	70	194
당기순이익	811	798	479	490	511
감가상각비	289	298	314	402	474
외환손익	5	-39	9	28	28
중속, 관계기업관련손익	-3	-30	12	12	12
자산부채의 증감	-544	-110	-424	-815	-783
기타현금흐름	48	-133	-325	-48	-48
투자활동 현금흐름	-578	-1,797	-499	-1,600	-1,200
투자자산	-207	-1,637	469	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-464	-373	-385	-1,600	-1,200
유형자산 감소	1	0	2	0	0
기타현금흐름	92	213	-585	0	0
재무활동 현금흐름	2	1,296	293	584	84
단기차입금	244	433	414	1,000	500
사채 및 장기차입금	145	141	-29	0	0
자본	1	1,033	538	0	0
현금배당	-278	-355	-599	-416	-416
기타현금흐름	-110	44	-31	0	0
연결범위변동 등 기타	10	30	26	727	726
현금의 증감	41	315	-115	-219	-195
기초 현금	426	466	781	666	446
기말 현금	466	781	666	446	251
NOPLAT	1,096	919	648	689	765
FCF	143	412	-320	-1,530	-1,006

자료: 유안타증권

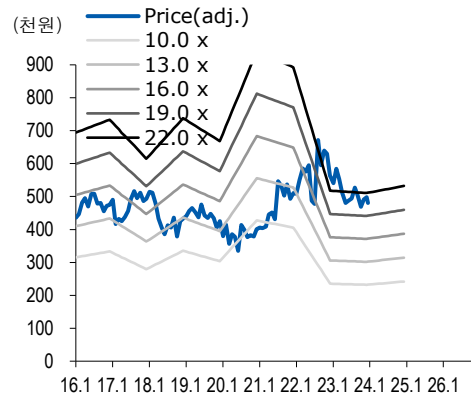
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	5,689	6,071	6,090	6,001	5,894
현금및현금성자산	466	781	666	446	251
매출채권 및 기타채권	532	654	731	757	775
재고자산	2,909	2,825	2,910	3,015	3,085
비유동자산	4,275	6,027	6,236	7,434	8,160
유형자산	3,459	3,694	3,836	5,034	5,759
관계기업 등 지분관련 자산	138	426	478	478	478
기타투자자산	455	780	852	852	852
자산총계	9,964	12,098	12,325	13,435	14,054
유동부채	1,771	2,319	2,320	3,356	3,880
매입채무 및 기타채무	1,175	1,120	996	1,032	1,056
단기차입금	296	792	1,194	2,194	2,694
유동성장기부채	8	12	17	17	17
비유동부채	459	547	500	500	500
장기차입금	126	206	202	202	202
사채	1	3	4	4	4
부채총계	2,230	2,866	2,820	3,855	4,380
지배지분	7,608	9,043	9,311	9,380	9,470
자본금	94	99	105	105	105
자본잉여금	57	1,086	1,618	1,618	1,618
이익잉여금	7,518	7,953	7,832	7,902	7,991
비지배지분	127	189	195	200	205
자본총계	7,734	9,232	9,506	9,580	9,674
순차입금	-1,574	-1,268	-743	477	1,172
총차입금	549	1,123	1,507	2,507	3,007

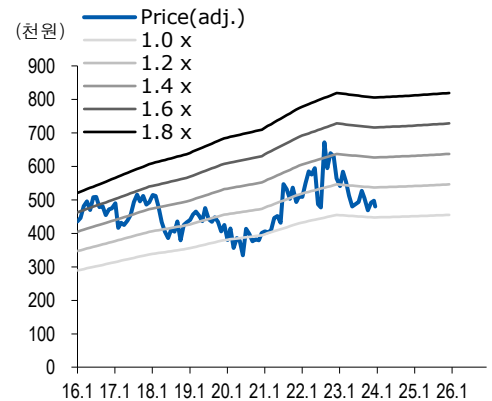
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	42,755	40,572	23,533	23,212	24,192
BPS	430,439	455,251	447,534	450,862	455,174
EBITDAPS	73,448	63,561	47,850	52,170	59,239
SPS	528,711	583,125	489,354	480,435	500,320
DPS	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000
PER	11.0	14.0	21.3	20.7	19.9
PBR	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	5.4	8.0	10.3	9.8	9.2
PSR	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	31.6	12.5	-12.0	1.7	4.1
영업이익 증가율 (%)	22.1	-16.1	-29.5	6.3	11.0
지배순이익 증가율 (%)	40.8	-3.2	-39.2	2.2	4.2
매출총이익률 (%)	12.6	10.4	9.3	9.6	10.1
영업이익률 (%)	11.0	8.2	6.6	6.9	7.3
지배순이익률 (%)	8.1	7.0	4.8	4.8	4.8
EBITDA 마진 (%)	13.9	10.9	9.8	10.9	11.8
ROIC	14.4	13.3	6.7	6.3	6.2
ROA	8.7	7.1	3.9	3.8	3.7
ROE	11.1	9.4	5.2	5.2	5.4
부채비율 (%)	28.8	31.0	29.7	40.2	45.3
순차입금/자기자본 (%)	-20.7	-14.0	-8.0	5.1	12.4
영업이익/금융비용 (배)	263.2	26.7	11.1	6.2	5.0

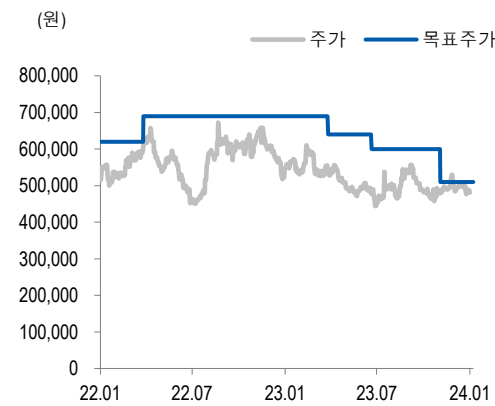
P/E band chart



P/B band chart



고려아연 (010130) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-01-11	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	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-01-10

※해의 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 투자의사결정은 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.