2024-08-09

고려아연 (010130/KS)

구조적 변화의 서막, 주주환원도 서프라이즈

SK증권 리서치센터

매수(유지)

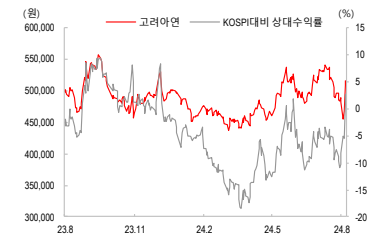
목표주가: 640,000 원(유지)
현재주가: 515,000 원
상승여력: 24.3%

Analyst
이규익
kyuik@sks.co.kr
3773-9520

Company Data	
발행주식수	2,070 만주
시가총액	10,662 십억원
주요주주	
영풍(외56)	43.81%
한화H2 USA CORP(외2)	7.75%

Stock Data	
주가(24/08/08)	515,000 원
KOSPI	2,556.73 pt
52주 최고가	557,000 원
52주 최저가	436,000 원
60일 평균 거래대금	22 십억원

주가 및 상대수익률



아쉬운 판매량, 무난한 실적

동사의 2 분기 연결 실적은 매출액 3 조 582 억원(+23.8% YoY, +28.7% QoQ), 영업이익 2,687 억원(+72.6% YoY, +45.6% QoQ)으로 대체로 컨센서스에 부합했다. 이미 메탈 가격과 환율 강세는 컨센서스에 반영이 된 상황에서 당사는 경쟁사 영업 환경 악화로 인한 아연 판매량 증가 그리고 컨센서스를 상회하는 영업이익을 기대했다. 그러나 주요 광산에서의 정광 선적 차질로 기존 3 분기 예정되어 있던 정기 보수를 2 분기에 진행했고 이로 인해 구리를 제외한 주요 금속 판매량이 감소하며 당사의 실적 추정치를 하회했다. 그래도 견조한 국내 아연 판매량(5.9 만 톤, +21% YoY, -1% QoQ)으로 경쟁사 영업 환경 악화에 따른 반사 수혜가 여전히 지속되고 있다는 점이 확인된 것은 긍정적이라고 판단한다.

3 분기도 견조한 실적 기대

동사의 3 분기 연결 실적은 매출액 3 조 2,551 억원(+41.9% YoY, +6.4% QoQ), 영업이익 2,795 억원(+74.2% YoY, +4% QoQ)을 전망한다. 2 분기 보수 영향 제거로 인한 전반적인 금속 판매량 증가가 실적 성장을 이끌 것으로 예상된다. 최근 메탈 가격 하락하고 있지만 6-7 월 견조했던 메탈 가격이 판가도 지지해줄 것으로 기대한다. 아울러 스틸싸이클, 페달포인트 실적도 전분기 대비 개선될 것으로 전망한다.

최근 주가 상승에도 추가 상승 여력은 충분

동사는 작년부터 4 천억원 정도의 주주환원(배당/자사주 소각)을 기준으로 제시했다. 이미 5 월 1,500 억원 규모의 자사주 취득을 발표했기 때문에 추가 주주환원에 대한 기대가 높지 않았던 상황에서 8 월 7 일 1 만원의 중간 배당 및 4 천억원 규모의 자사주 신규 취득, 총 6,000 억원의 신규 주주환원을 발표했고 이에 주가도 상승했다. 소각 규모는 아직 불확실하지만 실질 유통 물량이 현저히 줄어든 상황에서 시가총액의 4%에 달하는 자사주 매입은 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대한다. 아울러, 경쟁사 영업 환경 악화에 따른 동사의 판매량 증가 그리고 아연 가격 강세 등 반사 수혜 강도도 점차 강해질 것으로 예상된다는 점 감안하면 최근 주가 상승에도 여전히 상승 여력은 충분하다고 판단한다. 섹터 내 Top-pick 으로 지속 제시한다

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	십억원	7,582	9,977	11,219	9,705	11,979	13,615
영업이익	십억원	897	1,096	919	660	978	1,102
순이익(지배주주)	십억원	573	807	781	527	684	802
EPS	원	30,363	42,755	39,299	25,217	33,042	38,756
PER	배	13.2	12.0	14.4	19.7	15.6	13.3
PBR	배	1.1	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	4.8	5.9	8.3	9.8	7.2	6.3
ROE	%	8.4	11.1	9.4	5.7	7.4	8.5

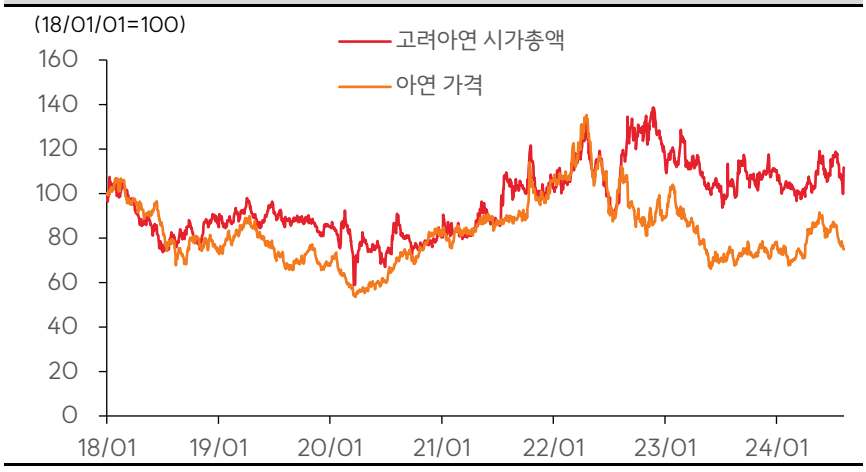
고려아연 실적 추정 테이블

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	**2,527**	**2,469**	**2,293**	**2,415**	**2,375**	**3,058**	**3,255**	**3,291**	**9,705**	**11,979**	**13,615**
고려아연	1,815	1,787	1,783	1,906	1,814	1,988	2,191	2,215	7,291	8,207	8,916
자회사	712	682	510	509	562	1,071	1,064	1,076	2,413	3,772	4,699
영업이익	**146**	**156**	**160**	**197**	**185**	**269**	**278**	**245**	**659**	**978**	**1,102**
고려아연	155	165	167	221	191	257	263	229	707	941	1,001
자회사	-9	-9	-6	-24	-6	11	16	15	-48	37	102
판매량(톤)	**253,377**	**276,161**	**271,206**	**297,314**	**292,246**	**273,402**	**292,117**	**298,098**	**1,098,059**	**1,155,863**	**1,181,337**
아연	156,472	176,528	159,374	161,871	168,921	152,430	168,897	170,539	654,245	**660,787**	**674,003**
연	89,117	90,954	104,404	126,455	115,293	112,500	114,171	118,278	410,930	**460,242**	**464,844**
은	439	453	546	532	501	497	529	541	1,970	**2,067**	**2,189**
금	3.0	2.2	2.1	1.9	1.8	1.7	2.5	2.8	9	**9**	**8**
구리	7,346	8,224	6,880	8,454	7,529	7,974	8,517	8,738	30,904	**32,758**	**40,293**
판매 가격											
아연(천원/톤)									3,821	3,883	4,074
연(천원/톤)									3,008	3,012	3,045
은(백만원/톤)									981	1,179	1,293
금(십억원/톤)									81	99	105
구리(천원/톤)									11,096	12,379	12,949

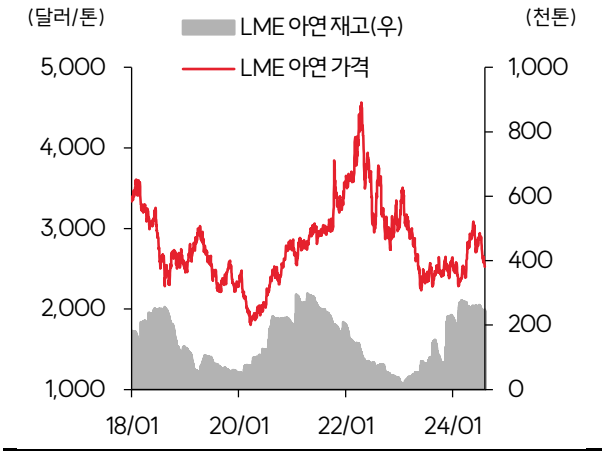
자료: SK 증권

고려아연 주가 및 아연 가격 추이



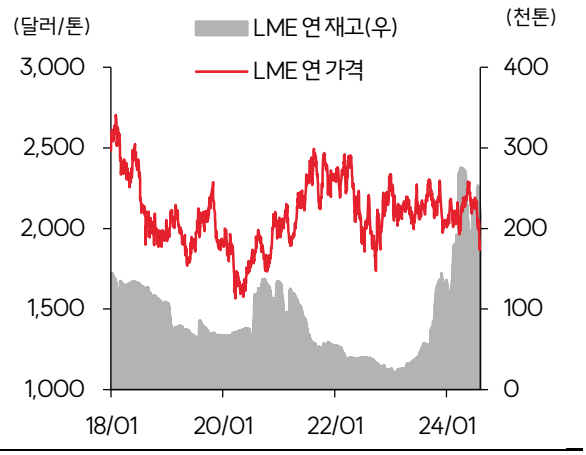
자료: Bloomberg, SK 증권

아연 가격 및 재고 추이



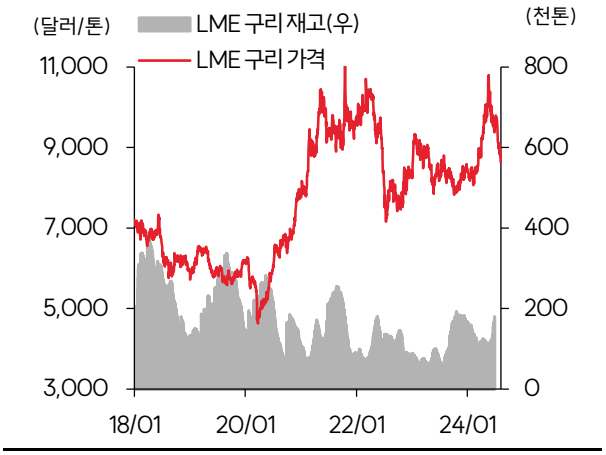
자료: Bloomberg, SK 증권

연 가격 및 재고 추이



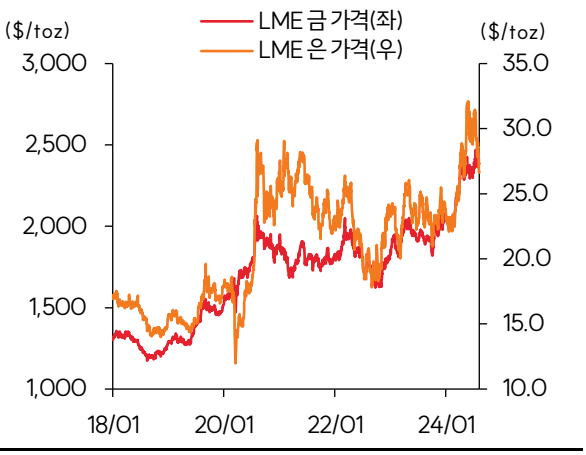
자료: Bloomberg, SK 증권

구리 가격 및 재고 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

금, 은 가격 추이

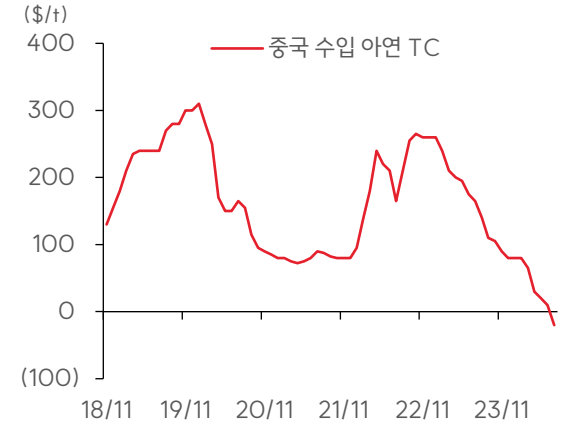


자료: Bloomberg, SK 증권

원/달러 환율 추이

자료: Bloomberg, SK 증권

중국 수입 아연 TC 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

고려아연 PBR 밴드 차트

자료: FnGuide, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	5,689	6,071	5,572	5,261	5,795
현금및현금성자산	466	781	677	703	1,185
매출채권 및 기타채권	532	654	591	609	634
재고자산	2,909	2,825	2,638	2,285	2,378
비유동자산	4,275	6,027	6,474	6,624	6,583
장기금융자산	471	840	1,068	1,027	993
유형자산	3,459	3,694	3,869	3,988	3,970
무형자산	123	851	883	891	882
자산총계	9,964	12,098	12,046	11,885	12,379
유동부채	1,771	2,319	1,903	1,844	1,902
단기금융부채	391	828	723	843	877
매입채무 및 기타채무	1,137	1,060	1,004	857	879
단기충당부채	1	2	1	2	2
비유동부채	459	547	501	538	534
장기금융부채	157	294	321	293	281
장기매입채무 및 기타채무	9	9	11	59	59
장기충당부채	26	39	47	51	54
부채총계	2,230	2,866	2,404	2,382	2,435
지배주주지분	7,608	9,043	9,390	9,214	9,620
자본금	94	99	105	105	105
자본잉여금	57	1,086	1,622	1,622	1,622
기타자본구성요소	-54	-15	-67	-662	-662
자기주식	-38	0	-52	-647	-647
이익잉여금	7,518	7,953	7,843	8,217	8,624
비지배주주지분	127	189	252	290	323
자본총계	7,734	9,232	9,642	9,503	9,943
부채와자본총계	9,964	12,098	12,046	11,885	12,379

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	9,977	11,219	9,705	11,979	13,615
매출원가	8,720	10,050	8,743	10,649	12,145
매출총이익	1,256	1,169	962	1,330	1,471
매출총이익률(%)	12.6	10.4	9.9	11.1	10.8
판매비와 관리비	160	250	302	352	368
영업이익	1,096	919	660	978	1,102
영업이익률(%)	11.0	8.2	6.8	8.2	8.1
비영업손익	43	-38	68	-24	0
순금융손익	24	14	32	12	14
외환관련손익	-11	-43	-16	-16	-10
관계기업등 투자손익	3	30	-29	-28	-31
세전계속사업이익	1,139	881	728	954	1,103
세전계속사업이익률(%)	11.4	7.9	7.5	8.0	8.1
계속사업법인세	328	83	195	234	267
계속사업이익	811	798	533	720	836
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	811	798	533	720	836
순이익률(%)	8.1	7.1	5.5	6.0	6.1
지배주주	807	781	527	684	802
지배주주귀속 순이익률(%)	8.1	7.0	5.4	5.7	5.9
비지배주주	4	18	6	36	33
총포괄이익	908	734	460	766	836
지배주주	902	717	454	729	795
비지배주주	5	17	6	38	41
EBITDA	1,386	1,223	979	1,307	1,430

현금흐름표

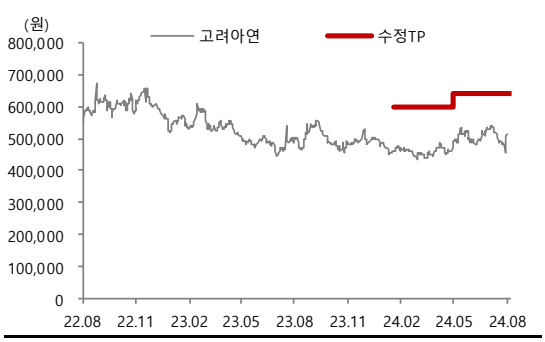
12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동현금흐름	607	782	821	1,101	1,013
당기순이익(손실)	811	798	533	720	836
비현금성항목등	589	409	435	507	516
유형자산감가상각비	289	298	312	321	319
무형자산상각비	0	5	7	9	9
기타	299	105	116	178	189
운전자본감소(증가)	-544	-113	239	47	-86
매출채권및기타채권의감소(증가)	-120	-101	90	11	-25
재고자산의감소(증가)	-629	208	340	379	-93
매입채무및기타채무의증가(감소)	328	-97	-58	-313	22
기타	-523	-642	-820	-371	-520
법인세납부	-273	-330	-433	-198	-267
투자활동현금흐름	-578	-1,794	-622	-450	-115
금융자산의감소(증가)	-70	-561	-36	-25	165
유형자산의감소(증가)	-463	-373	-416	-386	-300
무형자산의감소(증가)	-15	-6	-19	-17	0
기타	-30	-854	-151	-22	21
재무활동현금흐름	2	1,296	-316	-714	-373
단기금융부채의증가(감소)	138	478	-203	89	34
장기금융부채의증가(감소)	123	36	-3	2	-12
자본의증가(감소)	1	1,033	541	0	0
배당금지급	-278	-355	-599	-206	-396
기타	18	104	-51	-598	0
현금의 증가(감소)	41	315	-104	26	483
기초현금	426	466	781	677	703
기말현금	466	781	677	703	1,185
FCF	144	409	405	715	713

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	31.6	12.5	-13.5	23.4	13.7
영업이익	22.1	-16.1	-28.2	48.1	12.8
세전계속사업이익	40.2	-22.6	-17.4	31.0	15.6
EBITDA	17.8	-11.8	-20.0	33.5	9.4
EPS	40.8	-8.1	-35.8	31.0	17.3
수익성 (%)					
ROA	8.8	7.2	4.4	6.0	6.9
ROE	11.1	9.4	5.7	7.4	8.5
EBITDA마진	13.9	10.9	10.1	10.9	10.5
안정성 (%)					
유동비율	321.3	261.8	292.8	285.3	304.7
부채비율	28.8	31.0	24.9	25.1	24.5
순차입금/자기자본	-20.4	-13.7	-11.1	-11.7	-15.1
EBITDA/이자비용(배)	332.8	35.6	23.1	28.2	30.0
배당성향	43.8	50.9	57.4	59.0	49.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	42,755	39,299	25,217	33,042	38,756
BPS	405,202	455,251	451,590	476,297	495,934
CFPS	58,114	54,591	40,473	48,953	54,556
주당 현금배당금	20,000	20,000	15,000	20,000	20,000
Valuation지표 (배)					
PER	12.0	14.4	19.7	15.6	13.3
PBR	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0
PCR	8.8	10.3	12.3	10.5	9.4
EV/EBITDA	5.9	8.3	9.8	7.2	6.3
배당수익률	3.9	3.5	3.0	4.1	4.1

자료 : 고려아연, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.05.08	매수	640,000원	6개월		
2024.01.26	매수	600,000원	6개월	-23.34%	-19.17%



Compliance Notice

작성자(이규익)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024 년 08 월 09 일 기준)

매수	97.50%	중립	2.50%	매도	0.00%