



## BUY (유지)

목표주가(12M) 670,000원  
현재주가(8.08) 515,000원

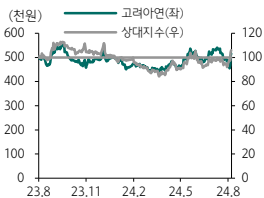
### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,556.73
52주 최고/최저(원)	557,000/436,000
시가총액(십억원)	10,662.2
시가총액비중(%)	0.51
발행주식수(천주)	20,703.3
60일 평균 거래량(천주)	44.1
60일 평균 거래대금(십억원)	22.5
외국인지분율(%)	18.40
주요주주 지분율(%)	
영풍 외 56 인	43.81
인원아이치투에너지 유에스에이 코퍼레이션 외 2 인	7.75

### Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	10,927.4	11,517.6
영업이익(십억원)	938.5	985.9
순이익(십억원)	693.7	750.4
EPS(원)	31,147	34,705
BPS(원)	478,402	498,360

### Stock Price



### Financial Data

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	11,219.4	9,704.5	11,968.5	11,400.7
영업이익	919.2	659.9	962.6	889.1
세전이익	881.5	728.1	892.8	873.5
순이익	780.6	527.3	691.5	697.0
EPS	40,572	26,127	33,283	33,666
증감율	(5.11)	(35.60)	27.39	1.15
PER	13.90	19.06	15.47	15.30
PBR	1.24	1.10	1.10	1.05
EV/EBITDA	8.28	9.80	8.01	8.39
ROE	9.38	5.72	7.27	7.23
BPS	455,251	451,590	469,621	488,869
DPS	20,000	15,000	15,000	15,000



Analyst 박성훈 sbpark@hanafn.com  
RA 이상훈 sanghunlee0121@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 08월 09일 | 기업분석\_ Earnings Review

## 고려아연 (010130)

### 영업실적 호조와 적극적인 주주환원정책 긍정적!

#### 2Q24 판매량 감소 불구, 금속가격 상승으로 큰 폭의 영업실적 개선

2024년 2분기 고려아연의 연결 매출액과 영업이익은 각각 3.1조원(YoY +23.8%, QoQ +28.7%)과 2,687억원(YoY +72.6%, QoQ +45.6%)으로 영업이익 시장컨센서스인 2,686억 원에 부합했다.

1) 동을 제외한 주요 금속의 전분기대비 판매량이 감소(아연 -9.8%, 연 -2.4%, 금 -4.9%, 금 -0.9%, 동 +5.9%)했는데 이는 주요 광산에서의 정광 선적 지연과 더불어 일부 Fumer 공정 합리화를 위한 설비 보수가 원인으로 작용했다. 그럼에도 불구하고, 2) 금속가격 급등(아연 +15.6%, 연 +4.4%, 금 +12.8%, 은 +23.1%, 동 +15.6%)에 따른 Free Metal 확대와 금속 가격 상승 구간에서의 매출액과 매출원가 인식 차이가 긍정적으로 작용했다. 동시에 3) 원/달러 환율 상승(QoQ +3.1%)과 4) 각종 원가 절감 노력 및 5) 호주 SMC를 포함한 주요 자 회사들도 모두 전분기대비 수익성이 개선되었다.

#### 3분기 산업용 금속 가격 조정, but 판매량 증가와 귀금속 가격 강세 전망

지난 7월초까지 강세를 지속했던 산업용 금속 가격이 중국의 경기 둔화 우려에 이어 최근에는 미국의 침체 우려까지 겹치면서 약세를 지속했다. 그 결과 2분기 평균 톤당 2,833불을 기록했던 LME 아연가격이 8월 중순 현재 2,000불 중반 수준을 기록 중이고 연 가격 또한 고점대비 15% 하락했다. 그에 반해 달러 강세 전환에도 불구하고, 중동의 지정학적 리스크에 따른 안전자산 선호도 확대 영향으로 금 가격은 여전히 사상최고치에 근접한 수준을 유지하고 있고 은 또한 산업용 금속 대비 낮은 하락폭을 기록 중이다. 게다가 아연과 연의 경우에도 LME 현물가격이 실제 매출액으로 인식되기까지의 시차를 감안하면 고려아연의 3분기 판매단가 하락폭은 제한적일 전망이다. 한편 Fumer 공정 합리화 위한 설비 보수 완료와 정광 선적 지연이 발생하지 않을 것이라는 전망을 감안하면 고려아연의 주요 금속 판매량이 증가하면서 산업용 금속 가격 하락의 부정적인 영향을 일부 상쇄할 것으로 예상된다.

#### 투자의견 'BUY'와 목표주가 670,000원 유지

고려아연에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 670,000원을 유지하며 업종 최선호주 지위를 유지한다. 올해 영업이익 시장컨센서스가 지속적으로 상향되었으나 현재 주가는 여전히 PBR 1.0배로 밴드 하단 수준이다. 동박을 포함한 일부 2차전지 소재 관련 사업들의 단기 전망이 어둡지만 본업인 제련업(아연, 연) 실적 호조와 장기적으로 니켈 및 동 제련 사업의 성장은 충분히 기대해볼 만하다고 판단된다. 동시에 3월의 1,500억원에 이어 최근 추가로 4,000억원의 자사주 취득을 공시했다. 지난해 1,000억원의 자사주 취득 및 소각 결정에 이어 세번째 자사주 관련 정책 발표로 주주가치 제고에 적극적이라는 점도 긍정적이다.

2Q24 판매량 감소 불구, 금속가격 상승으로 큰 폭의 영업실적 개선

2Q24 연결 영업이익 2,687억원  
(YoY +72.6%, QoQ +45.6%)  
시장컨센서스 부합

2024년 2분기 고려아연의 연결 매출액과 영업이익은 각각 3.1조원(YoY +23.8%, QoQ +28.7%)과 2,687억원(YoY +72.6%, QoQ +45.6%)으로 영업이익 시장컨센서스인 2,686억 원에 부합했다.

1) 동을 제외한 주요 금속의 전분기대비 판매량이 감소(아연 -9.8%, 연 -2.4%, 금 -4.9%, 금 -0.9%, 동 +5.9%)했는데 이는 주요 광산에서의 정광 선적지연과 더불어 일부 Fumer 공정 합리화를 위한 설비 보수가 원인으로 작용했다. 그럼에도 불구하고, 2) 금속가격 급등(아연 +15.6%, 연 +4.4%, 금 +12.8%, 은 +23.1%, 동 +15.6%)에 따른 Free Metal 확대와 금속 가격 상승 구간에서의 매출액과 매출원가 인식 차이가 긍정적으로 작용했다. 동시에 3) 원/달러 환율 상승(QoQ +3.1%)과 4) 각종 원가 절감 노력 및 5) 호주 SMC를 포함한 주요 자회사들도 모두 전분기대비 수익성이 개선되었다.

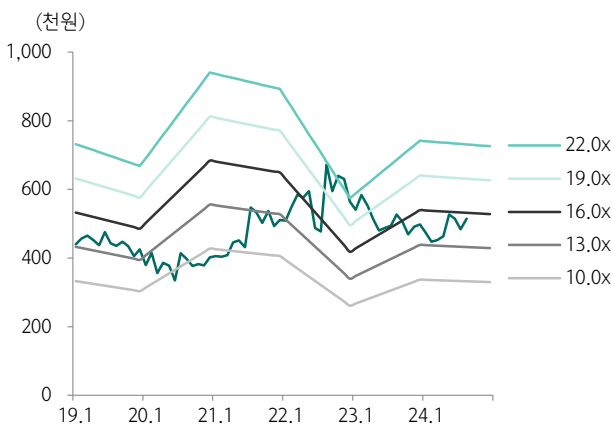
도표 1. 고려아연 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, 천톤, kg, 톤, 달러/톤, 달러/온스, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
<b>제품별 매출(본사기준)</b>											
매출(십억원)	1,815.0	1,787.0	1,783.0	1,906.0	1,814.0	1,988.0	2,185.8	2,190.4	7,291.0	8,178.2	7,734.7
아연(십억원)	679.0	653.0	547.0	577.0	597.0	599.0	621.4	642.5	2,456.0	2,459.9	2,273.6
연(십억원)	280.0	288.0	328.0	406.0	353.0	369.0	328.5	302.4	1,302.0	1,353.0	1,233.4
금(십억원)	232.0	188.0	174.0	161.0	155.0	172.0	295.2	320.3	755.0	942.5	883.5
은(십억원)	406.0	448.0	547.0	524.0	501.0	586.0	722.8	655.1	1,925.0	2,464.8	2,367.4
<b>제품별 판매량(본사기준)</b>											
판매량(천톤)	253.4	276.2	271.2	297.3	292.2	273.4	286.6	283.6	1,098.1	1,135.9	1,139.6
아연(천톤)	156.5	176.5	159.4	161.9	168.9	152.4	163.7	166.5	654.2	651.6	651.6
연(천톤)	89.1	91.0	104.4	126.5	115.3	112.5	113.1	104.2	410.9	445.1	445.1
금(kg)	2,976.0	2,245.0	2,155.0	1,932.0	1,753.0	1,667.0	2,528.8	2,814.1	9,308.0	8,762.8	8,762.8
은(톤)	439.3	453.0	546.2	532.0	500.9	496.6	541.4	508.3	1,970.4	2,047.2	2,047.2
<b>주요 제품 가격</b>											
아연(달러/톤)	3,124.2	2,526.1	2,428.2	2,498.1	2,450.4	2,833.3	2,697.0	2,807.4	2,644.2	2,697.0	2,724.0
연(달러/톤)	2,136.5	2,117.8	2,171.4	2,119.8	2,075.8	2,166.9	2,002.3	2,044.2	2,136.4	2,072.3	2,072.3
금(달러/온스)	1,893.0	1,981.0	1,929.0	1,978.0	2,074.0	2,339.0	2,405.1	2,402.4	1,945.3	2,305.1	2,259.0
은(달러/온스)	22.6	24.3	23.6	23.3	23.4	28.8	28.0	27.7	23.5	27.0	26.4
<b>연결기준</b>											
매출액(십억원)	2,527.3	2,469.4	2,293.2	2,414.5	2,375.4	3,058.0	3,236.7	3,298.4	9,704.5	11,968.5	11,400.7
영업이익(십억원)	145.8	155.7	160.4	198.0	184.5	268.7	248.1	261.3	659.9	962.6	889.1
세전이익(십억원)	194.7	170.2	111.1	252.1	152.9	250.7	359.4	129.8	728.1	892.8	873.5
당기순이익(십억원)	138.4	124.2	77.8	193.0	112.4	175.5	307.0	104.6	533.4	699.5	705.1
영업이익률(%)	5.8	6.3	7.0	8.2	7.8	8.8	7.7	7.9	6.8	8.0	7.8
세전이익률(%)	7.7	6.9	4.8	10.4	6.4	8.2	11.1	3.9	7.5	7.5	7.7
순이익률(%)	5.5	5.0	3.4	8.0	4.7	5.7	9.5	3.2	5.5	5.8	6.2

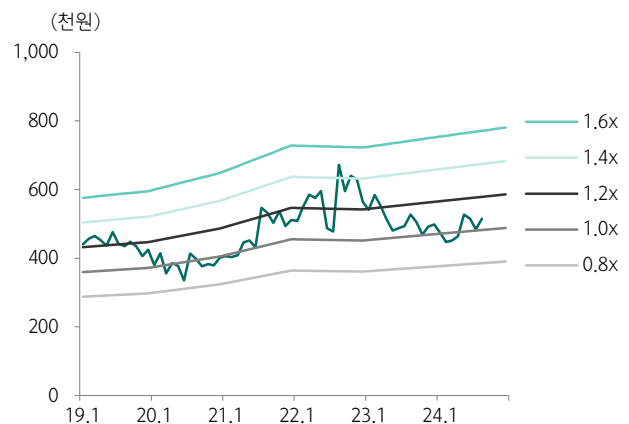
자료: 하나증권

도표 2. 고려아연 PER밴드



주: IFRS 연결 기준  
자료: 하나증권

도표 3. 고려아연 PBR밴드



주: IFRS 연결 기준  
자료: 하나증권

도표 4. 고려아연 Valuation

(단위: 십억원)

사업부	27F EBITDA	목표 EV/EBITDA	가치	비고
<b>투자자산가치</b>			<b>684</b>	상장사, 비상장사 모두 장부가의 60% 할인, 배터리관련은 미할인
상장사			13	
비상장사			685	
한국전구체주식회사	105	15.2	405	중국 전구체업체(GEM) EV/EBITDA Multiple 적용
<b>영업가치</b>				WACC 6.6% 현재가치로 할인
국내 아연제련	1,123	10.0	9,236	글로벌 아연제련업체 평균 EV/EBITDA Multiple 30% 프리미엄 적용
Sun Metal Corporation	118	10.0	966	글로벌 아연제련업체 평균 EV/EBITDA Multiple 30% 프리미엄 적용
케이젬	36	39.9	1,190	국내 동박 업체 평균 EV/EBITDA Multiple 적용
켄코	25	4.3	57	글로벌 니켈업체 평균 EV/EBITDA Multiple 적용
니켈제련(켄코)	109	4.3	248	27년 EBITDA는 회사측 가이드선의 80% 적용
합계			11,697	
<b>순차입금</b>			<b>(1,536)</b>	2027년 말 기준
우선주 시총				
<b>기업가치</b>			<b>13,916</b>	
주식수			21	백만주
주당NAV			665,568	
<b>목표주가(1)</b>			<b>670,000</b>	
현재주가			515,000	8/8일 기준
Upside			30%	

자료: 하나증권

## 추정 재무제표

### 손익계산서

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>11,219.4</b>	<b>9,704.5</b>	<b>11,968.5</b>	<b>11,400.7</b>	<b>12,586.1</b>
매출원가	10,050.4	8,742.6	10,633.4	10,156.8	11,257.0
매출총이익	1,169.0	961.9	1,335.1	1,243.9	1,329.1
판매비	249.8	302.0	372.5	354.8	391.7
<b>영업이익</b>	<b>919.2</b>	<b>659.9</b>	<b>962.6</b>	<b>889.1</b>	<b>937.4</b>
금융손익	(34.5)	115.9	(6.1)	2.3	7.3
중속/관계기업손익	30.2	(28.7)	(14.4)	14.4	(14.4)
기타영업외손익	(33.4)	(19.0)	(49.3)	(32.2)	(37.3)
<b>세전이익</b>	<b>881.5</b>	<b>728.1</b>	<b>892.8</b>	<b>873.5</b>	<b>893.0</b>
법인세	83.2	194.7	193.4	168.4	201.5
계속사업이익	798.3	533.4	699.5	705.1	691.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>798.3</b>	<b>533.4</b>	<b>699.5</b>	<b>705.1</b>	<b>691.6</b>
비지배주주지분 순이익	17.7	6.1	8.0	8.1	7.9
<b>지배주주순이익</b>	<b>780.6</b>	<b>527.3</b>	<b>691.5</b>	<b>697.0</b>	<b>683.6</b>
지배주주지분포괄이익	716.6	454.2	690.8	696.3	683.0
NOPAT	832.4	483.5	754.1	717.7	725.9
EBITDA	1,222.9	978.9	1,304.5	1,285.4	1,363.7
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	12.45	(13.50)	23.33	(4.74)	10.40
NOPAT증가율	6.65	(41.91)	55.97	(4.83)	1.14
EBITDA증가율	(11.77)	(19.95)	33.26	(1.46)	6.09
영업이익증가율	(16.14)	(28.21)	45.87	(7.64)	5.43
(지배주주)순이익증가율	(3.25)	(32.45)	31.14	0.80	(1.92)
EPS증가율	(5.11)	(35.60)	27.39	1.15	(1.92)
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	10.42	9.91	11.16	10.91	10.56
EBITDA이익률	10.90	10.09	10.90	11.27	10.83
영업이익률	8.19	6.80	8.04	7.80	7.45
계속사업이익률	7.12	5.50	5.84	6.18	5.49

### 투자지표

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	40,572	26,127	33,283	33,666	33,021
BPS	455,251	451,590	469,621	488,869	507,658
CFPS	62,723	47,988	58,767	60,975	64,051
EBITDAPS	63,561	48,506	62,792	62,088	65,868
SPS	583,125	480,872	576,098	550,670	607,929
DPS	20,000	15,000	15,000	15,000	15,000
<b>주가지표(배)</b>					
PER	13.90	19.06	15.47	15.30	15.60
PBR	1.24	1.10	1.10	1.05	1.01
PCFR	8.99	10.38	8.76	8.45	8.04
EV/EBITDA	8.28	9.80	8.01	8.39	8.06
PSR	0.97	1.04	0.89	0.94	0.85
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	9.38	5.72	7.27	7.23	6.95
ROA	7.08	4.37	5.50	5.25	4.94
ROIC	11.79	6.34	9.32	8.26	7.92
부채비율	31.05	24.93	32.68	35.89	37.99
순부채비율	(13.73)	(11.06)	(4.75)	(1.44)	0.66
이자보상배율(배)	26.74	15.57	18.78	12.80	11.54

자료: 하나증권

### 대차대조표

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	<b>6,071.1</b>	<b>5,571.7</b>	<b>6,314.9</b>	<b>6,184.0</b>	<b>6,599.6</b>
금융자산	2,390.5	2,110.3	2,046.5	2,118.0	2,111.0
현금성자산	781.0	676.8	553.0	639.6	601.1
매출채권	615.5	535.4	660.3	629.0	694.4
재고자산	2,825.4	2,637.7	3,253.1	3,098.7	3,420.9
기타유동자산	239.7	288.3	355.0	338.3	373.3
<b>비유동자산</b>	<b>6,026.8</b>	<b>6,474.4</b>	<b>6,800.7</b>	<b>7,274.7</b>	<b>7,610.2</b>
투자자산	1,206.2	1,521.3	1,639.4	1,609.8	1,671.6
금융자산	779.9	1,029.9	1,033.4	1,032.5	1,034.4
유형자산	3,694.4	3,869.0	4,084.5	4,595.3	4,876.1
무형자산	<b>851.3</b>	<b>882.6</b>	<b>875.3</b>	<b>868.1</b>	<b>861.0</b>
기타비유동자산	<b>274.9</b>	<b>201.5</b>	<b>201.5</b>	<b>201.5</b>	<b>201.5</b>
<b>자산총계</b>	<b>12,097.9</b>	<b>12,046.1</b>	<b>13,115.6</b>	<b>13,458.7</b>	<b>14,209.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>2,319.1</b>	<b>1,902.8</b>	<b>2,086.9</b>	<b>2,022.1</b>	<b>2,357.4</b>
금융부채	828.3	723.3	656.0	654.2	857.9
매입채무	956.2	903.2	1,114.0	1,061.1	1,171.4
기타유동부채	534.6	276.3	316.9	306.8	328.1
<b>비유동부채</b>	<b>547.1</b>	<b>501.2</b>	<b>1,143.3</b>	<b>1,532.8</b>	<b>1,554.8</b>
금융부채	<b>294.2</b>	<b>320.8</b>	<b>920.8</b>	<b>1,320.8</b>	<b>1,320.8</b>
기타비유동부채	252.9	180.4	222.5	212.0	234.0
<b>부채총계</b>	<b>2,866.2</b>	<b>2,404.1</b>	<b>3,230.2</b>	<b>3,554.9</b>	<b>3,912.2</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>9,042.7</b>	<b>9,390.2</b>	<b>9,628.7</b>	<b>9,642.1</b>	<b>10,031.1</b>
자본금	<b>99.3</b>	<b>104.5</b>	<b>104.5</b>	<b>104.5</b>	<b>104.5</b>
자본잉여금	1,085.9	1,621.7	1,621.7	1,621.7	1,621.7
자본조정	(15.0)	(66.9)	(109.1)	(494.1)	(494.1)
기타포괄이익누계액	(80.8)	(112.5)	(112.5)	(112.5)	(112.5)
이익잉여금	7,953.4	7,843.4	8,124.0	8,522.5	8,911.4
<b>비지배주주지분</b>	<b>189.0</b>	<b>251.8</b>	<b>256.7</b>	<b>261.7</b>	<b>266.5</b>
<b>자본총계</b>	<b>9,231.7</b>	<b>9,642.0</b>	<b>9,885.4</b>	<b>9,903.8</b>	<b>10,297.6</b>
순금융부채	(1,268.0)	(1,066.2)	(469.7)	(143.0)	67.7

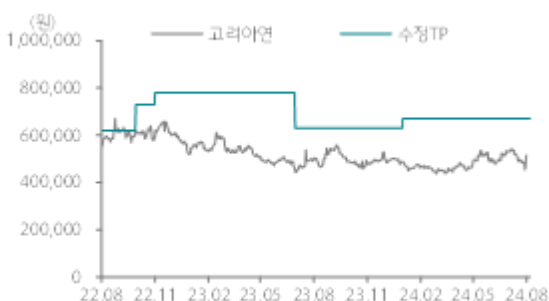
### 현금흐름표

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>781.8</b>	<b>820.9</b>	<b>470.1</b>	<b>1,268.2</b>	<b>823.9</b>
당기순이익	798.3	533.4	699.5	705.1	691.6
조정	96.4	48.7	370.0	412.8	446.2
감가상각비	303.7	319.0	341.9	396.4	426.3
외환거래손익	(39.3)	(1.5)	31.5	31.5	31.5
지분법손익	(29.0)	9.4	14.4	(14.4)	14.4
기타	(139.0)	(278.2)	(17.8)	(0.7)	(26.0)
영업활동 자산부채변동	(112.9)	238.8	(599.4)	150.3	(313.9)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(1,793.9)</b>	<b>(622.5)</b>	<b>(759.4)</b>	<b>(874.9)</b>	<b>(816.3)</b>
투자자산감소(증가)	(583.0)	(40.2)	(135.6)	40.9	(79.3)
자본증가(감소)	(372.5)	(418.6)	(550.0)	(900.0)	(700.0)
기타	(838.4)	(163.7)	(73.8)	(15.8)	(37.0)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>1,296.3</b>	<b>(185.2)</b>	<b>79.7</b>	<b>(285.2)</b>	<b>(91.0)</b>
금융부채증가(감소)	573.9	(78.4)	532.7	398.3	203.6
자본증가(감소)	1,033.5	541.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	42.4	(52.0)	(144.8)	(385.0)	0.1
배당지급	(353.5)	(595.9)	(308.2)	(298.5)	(294.7)
<b>현금의 증감</b>	<b>284.2</b>	<b>13.2</b>	<b>(202.4)</b>	<b>86.6</b>	<b>(38.4)</b>
Unlevered CFO	1,206.8	968.4	1,220.9	1,262.4	1,326.1
Free Cash Flow	408.8	402.3	(79.9)	368.2	123.9

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

고려아연



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.1.8	BUY	670,000		
23.7.7	BUY	630,000	-21.40%	-11.59%
22.11.8	BUY	780,000	-29.90%	-15.64%
22.10.6	BUY	730,000	-16.53%	-12.33%
22.7.13	BUY	620,000	-9.50%	8.39%
21.10.18	BUY	680,000	-20.21%	-3.38%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 8월 9일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2024년 8월 9일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.55%	5.99%	0.46%	100%

\* 기준일: 2024년 08월 06일