

고려아연 (010130/KS)

컨센서스를 대폭 상회하는 실적 예상

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 640,000 원(유지)

현재주가: 492,000 원

상승여력: 30.1%

컨센서스를 대폭 상회하는 실적 예상

동사의 2분기 연결 실적은 매출액 2조 9,618억원(+18.1% YoY, +22.8% QoQ), 영업이익 3,377억원(+18.1% YoY, +22.8% QoQ)으로 역대 최대 실적을 기록한 2Q22 이후 두번째로 3천억원을 상회하는 영업이익을 기록할 것으로 예상된다. 이번 분기부터 TC 하락분이 본격적으로 반영되지만 1) 메탈 가격 상승 2) 환율 강세 3) 경쟁사 영업 환경 악화에 따른 아연 판매량 증가가 반영되며 YoY, QoQ 대폭 개선된 실적을 기록할 전망이다. 아울러, 3Q22 이후 적자가 지속되었던 자회사 영업이익도 주요 자회사 정상화로 2 분기부터 흑자전환 가능할 것으로 기대한다. KATAMAN 인수 효과는 3분기부터 반영될 예정이다.

동사에 우호적인 아연 가격 유지될 것

23년 하반기 이후 \$2,000 초중반에서 횡보하던 아연 가격은 올해 2분기부터 상승했다. 아연 spot TC의 지속적인 하락에 아연 제련소 감산에 대한 기대감이 반영되었던 것으로 추정된다. 아직 제련소 감산에 대한 움직임은 포착되고 있지 않으나 TC 하락의 원인인 정광 수급 개선도 연내에는 힘들 것으로 예상된다. 최근 아연 가격이 상승했음에도 광산 재가동 움직임이 활발하게 포착되고 있지 않으며, 아일랜드 Tara 광산만 내년 1월부터 가동을 시작할 예정이다. 타이트한 정광 수급 유지되며 동사에 우호적인 아연 가격 연내 유지될 가능성 높다.

투자의견 매수 및 목표주가 64만원 유지

동사는 5월 8일부터 1,500억원 규모의 자사주 취득을 시작하였으며 6월 24일 기준 700억원의 자사주 취득을 완료하였다. 해당 자사주 취득이 주가의 유의미한 상승을 이끌지는 못하고 있지만 하방은 견고하게 지지하고 있다. 동사의 2분기 영업이익 컨센서스는 2,224억원으로 아직 당사의 추정치와 괴리가 크지만 메탈 가격 및 환율 추이를 감안했을 때 프리뷰 기간 실적 추정치 상향 가능성 높다. 자사주 매입이 주가의 하방을 받쳐주고 있는 상황에서 프리뷰 기간 2Q24 실적 추정치 상향 가능성이 높다는 점 감안하면 현재 주가 수준에서는 매수 관점에서 접근할 필요가 있다고 판단한다. 연간 실적 추정치 상향으로 24E BPS도 상향되었지만 목표주가 변동폭은 미미하여 투자의견 및 목표주가는 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	십억원	7,582	9,977	11,219	9,705	11,597	12,479
영업이익	십억원	897	1,096	919	660	975	927
순이익(지배주주)	십억원	573	807	781	527	686	684
EPS	원	30,363	42,755	39,299	25,217	33,142	33,057
PER	배	13.2	12.0	14.4	19.7	14.8	14.9
PBR	배	1.1	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	배	4.8	5.9	8.3	9.8	6.7	6.8
ROE	%	8.4	11.1	9.4	5.7	7.1	6.8



Analyst
이규익

kyuik@sks.co.kr
3773-9520

Company Data

발행주식수	2,070 만주
시가총액	10,186 십억원
주요주주	
영풍(외55)	43.73%
한화H2에너지(외2)	7.75%

Stock Data

주가(24/06/24)	492,000 원
KOSPI	2,764.73 pt
52주 최고가	557,000 원
52주 최저가	436,000 원
60일 평균 거래대금	23 십억원

주가 및 상대수익률



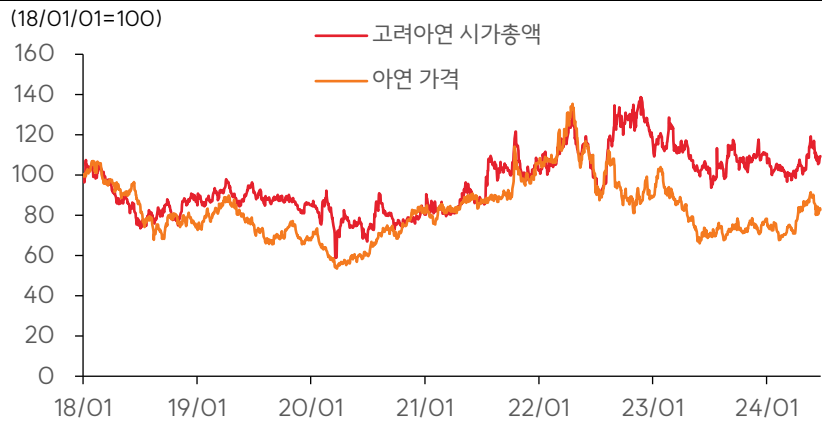
고려아연 실적 추정 테이블

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	2,527	2,469	2,293	2,415	2,375	2,917	3,086	3,219	9,705	11,597	12,479
고려아연	1,815	1,787	1,783	1,906	1,814	2,169	2,125	2,280	7,291	8,388	8,646
자회사	712	682	510	509	562	748	961	938	2,413	3,210	3,833
영업이익	146	156	160	197	185	338	249	204	659	975	927
고려아연	155	165	167	221	191	334	243	201	707	969	891
자회사	-9	-9	-6	-24	-6	4	6	3	-48	6	35
판매량(톤)	253,377	276,161	271,206	297,314	292,246	293,156	281,569	290,997	1,098,059	1,157,967	1,176,921
아연	156,472	176,528	159,374	161,871	168,921	172,549	168,338	167,335	654,245	677,144	683,915
연	89,117	90,954	104,404	126,455	115,293	111,544	103,880	113,087	410,930	443,804	448,242
은	439	453	546	532	501	539	514	535	1,970	2,088	2,149
금	3	2	2	2	2	3	2	3	9	10	10
구리	7,346	8,224	6,880	8,454	7,529	8,521	8,835	10,037	30,904	34,922	42,604
판매 가격											
아연(천원/톤)									3,821	3,780	3,760
연(천원/톤)									3,008	3,005	2,945
은(백만원/톤)									981	1,180	1,254
금(십억원/톤)									81	96	98
구리(천원/톤)									11,096	12,414	12,983

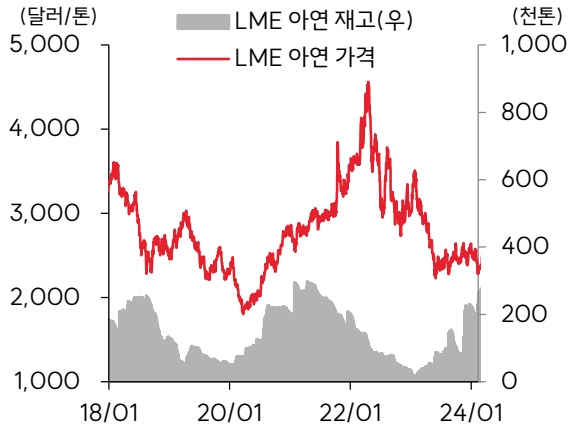
자료: SK 증권

고려아연 주가 및 아연 가격 추이



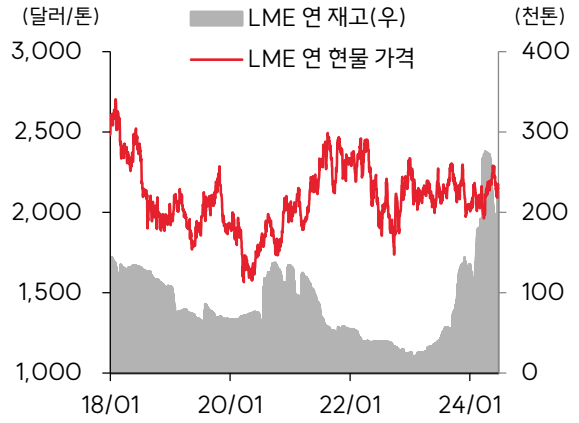
자료: Bloomberg, SK 증권

아연 가격 및 재고 추이



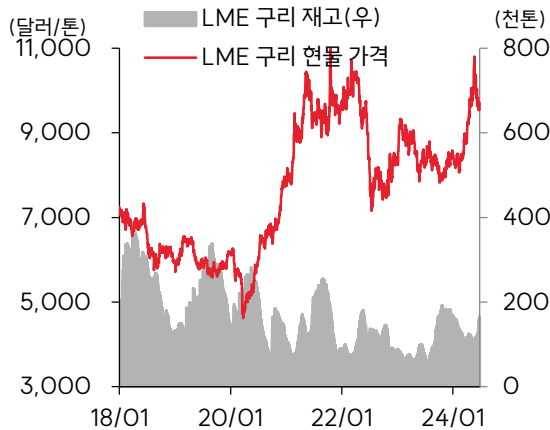
자료: Bloomberg, SK 증권

연 가격 및 재고 추이



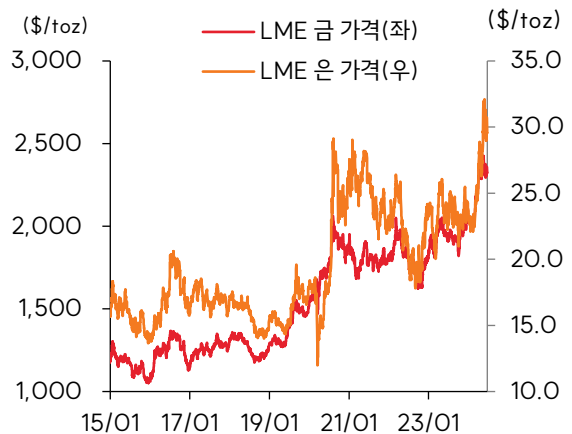
자료: Bloomberg, SK 증권

구리 가격 및 재고 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

금, 은 가격 추이



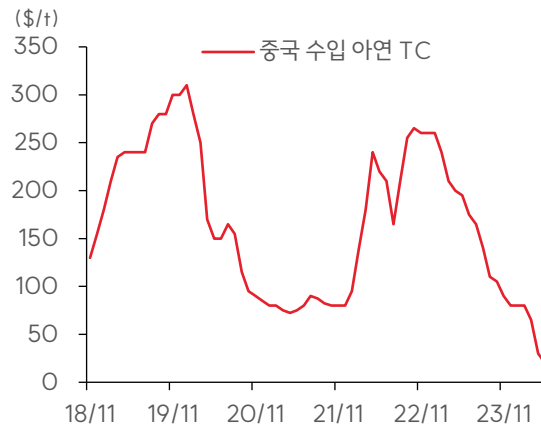
자료: Bloomberg, SK 증권

원/달러 환율 추이



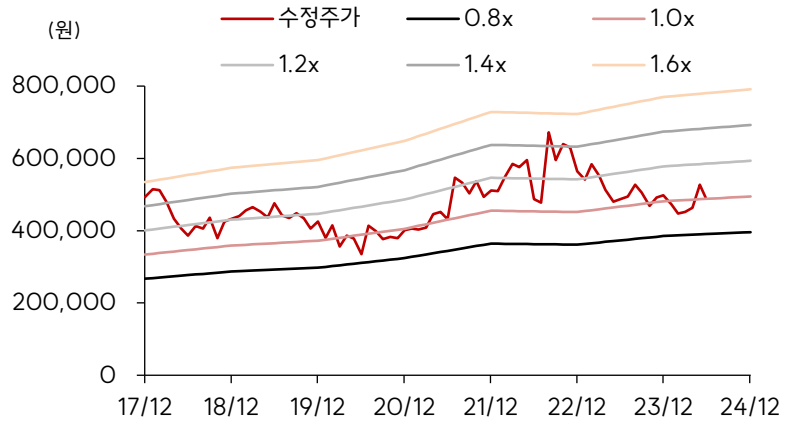
자료: Bloomberg, SK 증권

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	5,914	6,309
현금및현금성자산	466	781	677	1,356	1,699
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	12,538	12,893
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	1	1
비유동부채	459	547	501	537	533
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	9,867	10,140
자본금	94	99	105	105	105
자본잉여금	57	1,086	1,622	1,622	1,622
기타자본구성요소	-54	-15	-67	-114	-114
자기주식	-38	0	-52	-99	-99
이익잉여금	7,518	7,953	7,843	8,322	8,595
비지배주주지분	127	189	252	290	318
자본총계	7,734	9,232	9,642	10,157	10,458
부채외자본총계	9,964	12,098	12,046	12,538	12,893

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동현금흐름	607	782	821	1,103	889
당기순이익(손실)	811	798	533	722	713
비현금성항목등	589	409	435	502	463
유형자산감가상각비	289	298	312	321	319
무형자산상각비	0	5	7	9	9
기타	299	105	116	173	136
운전자본감소(증가)	-544	-113	239	47	-87
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	-366	-427
법인세납부	-273	-330	-433	-198	-228
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	-63	-389
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	-103	-411
기타	18	104	-51	-50	0
현금의 증가(감소)	41	315	-104	679	344
기초현금	426	466	781	677	1,356
기말현금	466	781	677	1,356	1,699
FCF	144	409	405	717	589

자료 : 고려아연 SK증권 추정

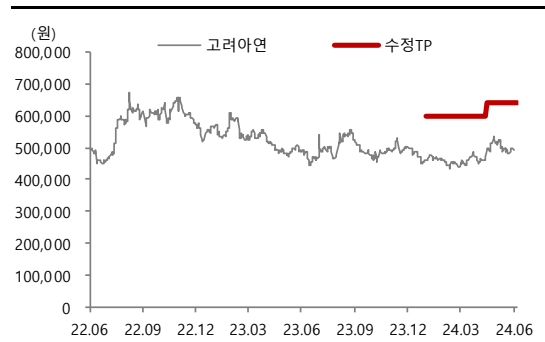
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	9,977	11,219	9,705	11,597	12,479
매출원가	8,720	10,050	8,743	10,284	11,195
매출총이익	1,256	1,169	962	1,313	1,283
매출총이익률(%)	12.6	10.4	9.9	11.3	10.3
판매비와 관리비	160	250	302	338	357
영업이익	1,096	919	660	975	927
영업이익률(%)	11.0	8.2	6.8	8.4	7.4
비영업손익	43	-38	68	-18	14
순금융손익	24	14	32	18	28
외환관련손익	-11	-43	-16	-16	-10
관계기업등 투자손익	3	30	-29	-28	-31
세전계속사업이익	1,139	881	728	957	941
세전계속사업이익률(%)	11.4	7.9	7.5	8.3	7.5
계속사업법인세	328	83	195	235	228
계속사업이익	811	798	533	722	713
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	811	798	533	722	713
순이익률(%)	8.1	7.1	5.5	6.2	5.7
지배주주	807	781	527	686	684
지배주주귀속 순이익률(%)	8.1	7.0	5.4	5.9	5.5
비지배주주	4	18	6	36	29
총포괄이익	908	734	460	769	713
지배주주	902	717	454	731	678
비지배주주	5	17	6	38	35
EBITDA	1,386	1,223	979	1,304	1,254

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	31.6	12.5	-13.5	19.5	7.6
영업이익	22.1	-16.1	-28.2	47.7	-4.9
세전계속사업이익	40.2	-22.6	-17.4	31.4	-1.7
EBITDA	17.8	-11.8	-20.0	33.2	-3.9
EPS	40.8	-8.1	-35.8	31.4	-0.3
수익성 (%)					
ROA	8.8	7.2	4.4	5.9	5.6
ROE	11.1	9.4	5.7	7.1	6.8
EBITDA마진	13.9	10.9	10.1	11.2	10.0
안정성 (%)					
유동비율	321.3	261.8	292.8	320.7	331.8
부채비율	28.8	31.0	24.9	23.4	23.3
순차입금/자기자본	-20.4	-13.7	-11.1	-17.3	-19.2
EBITDA/이자비용(배)	332.8	35.6	23.1	28.1	26.3
배당성향	43.8	50.9	57.4	45.0	60.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	42,755	39,299	25,217	33,142	33,057
BPS	405,202	455,251	451,590	481,363	494,555
CFPS	58,114	54,591	40,473	49,053	48,858
주당 현금배당금	20,000	20,000	15,000	15,000	20,000
Valuation지표 (배)					
PER	12.0	14.4	19.7	14.8	14.9
PBR	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
PCR	8.8	10.3	12.3	10.0	10.1
EV/EBITDA	5.9	8.3	9.8	6.7	6.8
배당수익률	3.9	3.5	3.0	3.0	4.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.05.08	매수	640,000원	6개월		
2024.01.26	매수	600,000원	6개월	-23.34%	-19.17%
2022.04.07	매수	780,000원	6개월	-31.29%	-13.85%



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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 06월 25일 기준)

매수	96.27%	중립	3.73%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------