

고려아연 (010130)

금속가격과 환율의 동행성 바뀔 수 있어

2Q24(E): 영업이익 1,960억원 추정 (yoy +26%, qoq +7%)

1) 별도: 2Q 영업이익 1,970억원(yoy +20%, qoq +3%) 전망. 3~5월 LME 아연 및 연, 은 평균가격은 각각 2,720달러/톤, 2,136달러/톤, 27.2달러/온스 기록. 전분기(12~2월)비 아연 +11%, 연 +3%, 은 +17% 상승. 1Q 대비 2Q 원화 약세가 진행되며 환율 역시 실적에 우호적 영향을 미칠 것으로 판단. 계절적 영향을 고려한다면 2Q 아연 및 연 판매량은 전분기비 증가해야 하지만 예년 대비 상대적으로 높았던 1Q 판매량과 4~5월 급등한 금속 가격에 대한 부담 등에 따라 아연과 연 모두 1Q 대비 판매량이 감소했을 것으로 추정. 전년대비 낮아진 아연 및 연 TC는 2Q부터 매출원가율에 영향을 줄 것으로 추정. 2) 연결: SMC는 생산량 증가에 따라 전분기비 영업이익 개선이 전망되나 원재료 조달에 어려움을 겪었을 것으로 예상되는 스틸사이클 및 첼코 등은 영업이익 감소 추정.

수급이 주는 영향 다소 약화될 것

1~5월, 달러 강세에도 불구하고 아연을 비롯한 주요 비철금속 가격 상승. 이는 수급적인 요인이 강하게 작용했기 때문으로 분석. 특히 수요보다는 공급 측면에서의 영향이 컸던 것으로 판단. ILZSG에 따르면 1~4월 세계 아연 광산 생산량은 전년 대비 -3.2% 감소한 반면, 금속 생산량과 소비량은 각각 +0.1%, +2.5% 증가. '23년에 이어 광산 생산량 감소 이어져. 하지만 하반기에는 일부 광산 생산 재개 및 신규 광산 가동이 예정되어 있어 상반기 대비 정광 공급은 완화될 것으로 전망.

자회사 실적 개선 속 제련업 영업 환경은 주춤

1H24는 아연 BM TC 하락에도 금속가격 강세와 원화 약세가 동시에 나타나며 실적에 긍정적 영향 미쳐. 하반기는 SMC 등 일부 자회사의 실적 개선이 예상되나 제련업 전반적인 측면에서는 상반기와 같은 영업 환경이 이어지기 어려울 것으로 예상. 자사주 매입 및 소각 등은 긍정적이거나 배당을 포함한 주주환원을 측면에서는 '23년과 큰 차이가 없을 것으로 전망.



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

HOLD (M)

목표주가 **510,000원 (M)**

현재주가 (6/27) **518,000원**

상승여력 **-2%**

시가총액	107,243억원
총발행주식수	20,703,283주
60일 평균 거래대금	235억원
60일 평균 거래량	47,639주
52주 고/저	557,000원 / 436,000원
외인지분율	18.51%
배당수익률	3.01%
주요주주	영풍 외 55인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(0.4)	12.6	4.9
상대	(2.6)	11.4	(2.8)
절대 (달러환산)	(2.0)	9.6	(1.6)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,487	0.7	4.7	2,744	-9.4
영업이익	196	26.2	6.5	227	-13.5
세전계속사업이익	222	30.6	45.4	234	-4.9
지배순이익	160	32.9	49.9	163	-1.6
영업이익률 (%)	7.9	+1.6 %pt	+0.1 %pt	8.3	-0.4 %pt
지배순이익률 (%)	6.4	+1.5 %pt	+1.9 %pt	5.9	+0.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	11,219	9,705	10,055	10,461
영업이익	919	660	789	834
지배순이익	781	527	608	643
PER	14.0	19.6	17.7	16.7
PBR	1.2	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	8.0	9.7	9.3	8.5
ROE	9.4	5.7	6.4	6.6

자료: 유안타증권

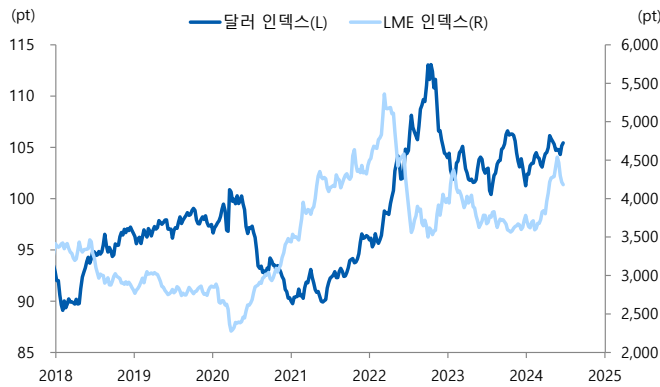
[표-1] 고려아연 실적 추정

(단위: 십억원)

		2023	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	QoQ	YoY	3Q24E	4Q24E
원/달러	3개월 전	1,316	1,342	1,380	1,359	1,276	1,316	1,312	1,321	1,320	0.0%	3.5%	1,346	1,380
	당월	1,306	1,357	1,380	1,276	1,316	1,312	1,321	1,320	1,346	1.9%	2.3%	1,380	1,380
금속가격	아연	2,705	2,676	2,670	3,191	2,737	2,396	2,495	2,459	2,720	10.6%	-0.6%	2,781	2,744
(전월)	연	2,151	2,114	2,093	2,170	2,116	2,129	2,191	2,066	2,136	3.4%	1.0%	2,138	2,117
(달러/톤)	금	1,924	2,232	2,269	1,851	1,969	1,936	1,939	2,031	2,283	12.4%	15.9%	2,315	2,300
(달러/온스)	은	23.4	27.3	28.1	23.0	23.8	23.7	23.0	23.2	27.2	17.2%	14.3%	29.4	29.3
금속가격	아연	2,652	2,690	2,670	3,137	2,540	2,436	2,498	2,446	2,826	15.6%	11.3%	2,781	2,707
(당월)	연	2,136	2,118	2,097	2,137	2,119	2,172	2,116	2,075	2,164	4.3%	2.1%	2,138	2,096
(달러/톤)	금	1,944	2,252	2,269	1,890	1,978	1,927	1,979	2,074	2,333	12.5%	18.0%	2,315	2,284
(달러/온스)	은	23.4	27.7	27.9	22.6	24.2	23.6	23.3	23.4	28.8	23.2%	18.9%	29.4	29.1
매출액		9,704	10,056	10,461	2,527	2,469	2,293	2,415	2,375	2,487	4.7%	0.7%	2,568	2,625
비철금속 제조 및 판매		8,269	8,937	9,359	2,072	2,076	1,995	2,126	2,083	2,213	6.2%	6.6%	2,292	2,348
(별도)		7,291	7,813	7,983	1,815	1,787	1,783	1,906	1,814	1,928	6.3%	7.8%	2,008	2,064
(별도 외)		978	1,124	1,376	257	289	212	220	270	285	5.8%	-1.2%	285	284
비철금속 수출입		1,529	1,116	1,125	495	406	315	313	266	289	8.9%	-28.8%	277	283
폐기물처리 등		328	337	328	103	100	71	53	96	75	-22.2%	-25.2%	85	80
(연결조정 등)		-421	-333	-350	-144	-113	-88	-77	-70	-90	-	-	-87	-86
영업이익		660	789	834	146	156	160	198	185	196	6.5%	26.2%	202	206
이익률		6.8%	7.8%	8.0%	5.8%	6.3%	7.0%	8.2%	7.8%	7.9%	0.1%p	1.6%p	7.9%	7.8%
비철금속 제조 및 판매		672	809	849	159	151	154	207	192	199	3.7%	31.3%	208	210
(OPM)		8.1%	9.1%	9.1%	7.7%	7.3%	7.7%	9.8%	9.2%	9.0%	-0.2%p	1.7%p	9.1%	8.9%
(별도)		707	802	834	155	165	167	221	191	197	3.2%	19.6%	206	208
(OPM)		9.7%	10.3%	10.4%	8.5%	9.2%	9.3%	11.6%	10.5%	10.2%	-0.3%p	1.0%p	10.3%	10.1%
(별도 외)		-36	7	15	4	-13	-12	-14	1	2	95.2%	흑전	2	2
(OPM)		-3.6%	0.7%	1.1%	1.4%	-4.5%	-5.8%	-6.3%	0.4%	0.7%	0.3%p	5.3%p	0.7%	0.7%
비철금속 수출입		11	16	16	-3	2	10	3	3	5	84.8%	142.9%	4	4
(OPM)		0.7%	1.4%	1.4%	-0.7%	0.5%	3.1%	1.0%	1.1%	1.8%	0.7%p	1.3%p	1.3%	1.4%
폐기물처리 등		-43	-31	-32	-15	-5	-8	-16	-7	-8	적지	적지	-8	-8
(OPM)		-13.2%	-9.1%	-9.7%	-14.3%	-4.8%	-10.7%	-30.3%	-6.9%	-10.7%	-3.8%p	-5.9%p	-9.4%	-10.0%
(연결조정 등)		20	-5	1	6	7	4	4	-3	0	-	-	-2	0
세전이익		728	849	896	195	170	111	252	153	222	45.4%	30.6%	225	248
이익률		7.5%	8.4%	8.6%	7.7%	6.9%	4.8%	10.4%	6.4%	8.9%	2.5%p	2.0%p	8.8%	9.4%
지배순이익		527	608	643	140	121	77	190	107	160	50.0%	32.9%	162	178
이익률		5.4%	6.0%	6.1%	5.5%	4.9%	3.4%	7.9%	4.5%	6.4%	1.9%p	1.6%p	6.3%	6.8%

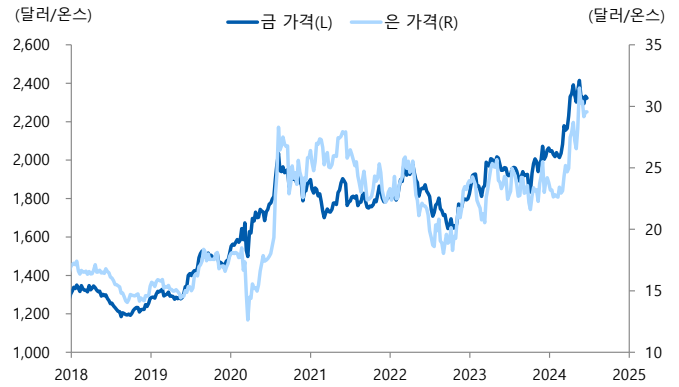
자료: 유안타증권, 주: 부문별 수치는 연결조정 전 기준

[그림-1] 달러 인덱스와 LME 인덱스



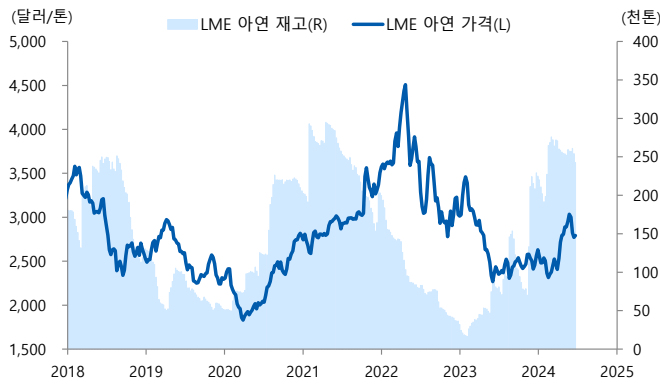
자료: Bloomberg, 주: 2024년 6월 21일 기준

[그림-2] 귀금속 가격



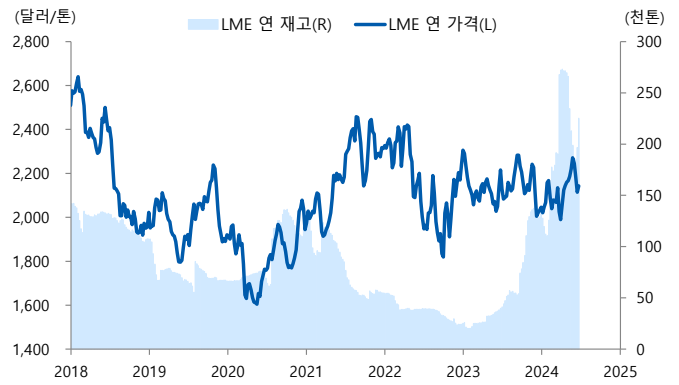
자료: Bloomberg, 주: 2024년 6월 21일 기준

[그림-3] LME 아연 가격 및 재고



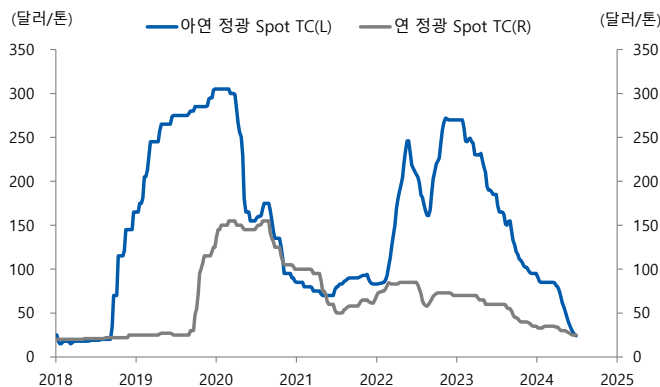
자료: Bloomberg, 주: 2024년 6월 21일 기준

[그림-4] LME 연 가격 및 재고



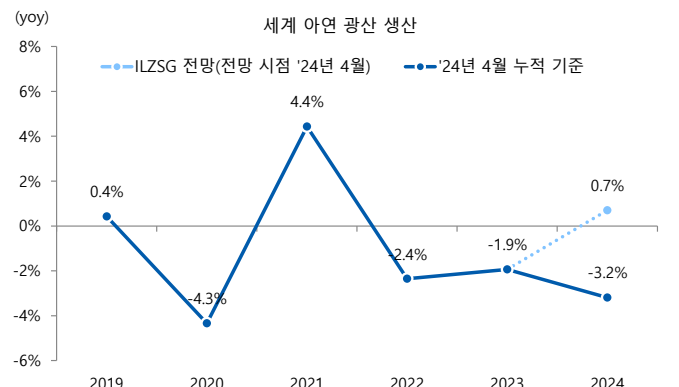
자료: Bloomberg, 주: 2024년 6월 21일 기준

[그림-5] 중국 수입 아연정광 및 연정광 Spot 제련수수료



자료: Bloomberg, 주: 2024년 6월 21일 기준

[그림-6] 세계 아연 광산 생산



자료: ILZSG

고려아연 (010130) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	11,219	9,705	10,055	10,461	10,539
매출원가	10,050	8,743	8,921	9,266	9,316
매출총이익	1,169	962	1,134	1,195	1,222
판매비	250	302	346	361	364
영업이익	919	660	789	834	859
EBITDA	1,223	979	1,188	1,347	1,540
영업외손익	-38	68	60	62	63
외환관련손익	-43	-16	11	156	156
이자손익	14	32	-14	-54	-92
관계기업관련손익	30	-29	-25	-26	-26
기타	-38	80	88	-14	26
법인세비용차감전순손익	881	728	849	896	922
법인세비용	83	195	221	233	240
계속사업순손익	798	533	627	663	682
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	798	533	627	663	682
지배지분순이익	781	527	608	643	662
포괄순이익	734	460	674	663	682
지배지분포괄이익	717	454	641	630	649

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

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	782	821	-237	-606	-415
당기순이익	798	533	627	663	682
감가상각비	298	312	391	504	673
외환손익	-39	-16	-23	-156	-156
중속, 관계기업관련손익	-30	29	25	26	26
자산부채의 증감	-113	239	-1,306	-1,609	-1,607
기타현금흐름	-133	-276	49	-33	-33
투자활동 현금흐름	-1,794	-622	-1,744	-1,200	-2,300
투자자산	-1,637	-208	-5	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-373	-419	-1,588	-1,200	-2,300
유형자산 감소	0	3	2	0	0
기타현금흐름	216	2	-153	0	0
재무활동 현금흐름	1,296	-316	922	692	692
단기차입금	433	-167	88	0	0
사채 및 장기차입금	141	89	987	1,000	1,000
자본	1,033	541	0	0	0
현금배당	-355	-599	-103	-308	-308
기타현금흐름	44	-179	-51	0	0
연결범위변동 등 기타	30	13	854	1,768	1,768
현금의 증감	315	-104	-205	654	-256
기초 현금	466	781	677	472	1,126
기말 현금	781	677	472	1,126	869
NOPLAT	919	660	789	834	859
FCF	409	402	-1,826	-1,806	-2,715

자료: 유안타증권

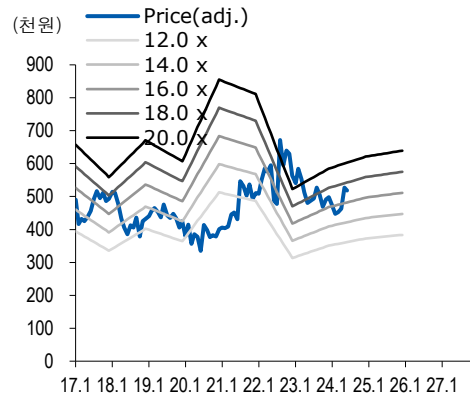
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	6,071	5,572	5,694	6,366	6,126
현금및현금성자산	781	677	472	1,126	869
매출채권 및 기타채권	654	591	653	657	660
재고자산	2,825	2,638	2,733	2,749	2,761
비유동자산	6,027	6,474	7,705	8,393	10,012
유형자산	3,694	3,869	5,118	5,814	7,441
관계기업 등 지분관련 자산	426	491	483	483	483
기타투자자산	780	1,030	994	994	994
자산총계	12,098	12,046	13,399	14,759	16,138
유동부채	2,319	1,903	1,999	2,005	2,009
매입채무 및 기타채무	1,120	1,061	1,036	1,042	1,047
단기차입금	792	619	711	711	711
유동성장기부채	12	74	81	81	81
비유동부채	547	501	1,540	2,540	3,540
장기차입금	206	165	174	174	174
사채	3	4	1,002	2,002	3,002
부채총계	2,866	2,404	3,539	4,545	5,550
지배지분	9,043	9,390	9,586	9,921	10,274
자본금	99	105	105	105	105
자본잉여금	1,086	1,622	1,622	1,622	1,622
이익잉여금	7,953	7,843	8,244	8,578	8,932
비지배지분	189	252	274	293	314
자본총계	9,232	9,642	9,860	10,214	10,588
순차입금	-1,268	-1,066	52	398	1,654
총차입금	1,123	1,044	2,120	3,120	4,120

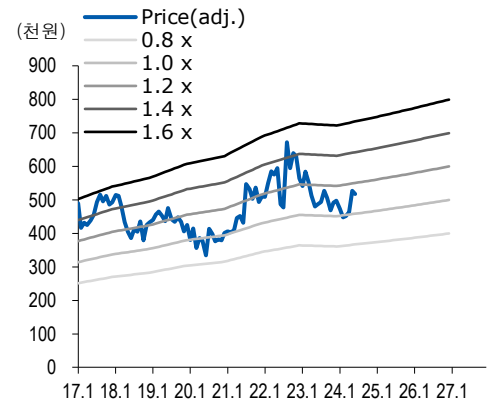
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	40,572	26,127	29,249	31,064	31,963
BPS	455,251	451,351	466,182	482,457	499,638
EBITDAPS	63,561	48,506	57,206	65,041	74,361
SPS	583,125	480,872	484,006	505,297	509,026
DPS	20,000	15,000	15,000	15,000	15,000
PER	14.0	19.6	17.7	16.7	16.2
PBR	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.0	9.7	9.3	8.5	8.2
PSR	1.0	1.1	1.1	1.0	1.0

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	12.5	-13.5	3.6	4.0	0.7
영업이익 증가율 (%)	-16.1	-28.2	19.5	5.8	2.9
지배순이익 증가율 (%)	-3.2	-32.5	15.2	5.8	2.9
매출총이익률 (%)	10.4	9.9	11.3	11.4	11.6
영업이익률 (%)	8.2	6.8	7.8	8.0	8.1
지배순이익률 (%)	7.0	5.4	6.0	6.1	6.3
EBITDA 마진 (%)	10.9	10.1	11.8	12.9	14.6
ROIC	13.3	7.0	7.7	7.0	6.4
ROA	7.1	4.4	4.8	4.6	4.3
ROE	9.4	5.7	6.4	6.6	6.6
부채비율 (%)	31.0	24.9	35.9	44.5	52.4
순차입금/자기자본 (%)	-14.0	-11.4	0.5	4.0	16.1
영업이익/금융비용 (배)	26.7	15.6	10.9	7.3	5.5

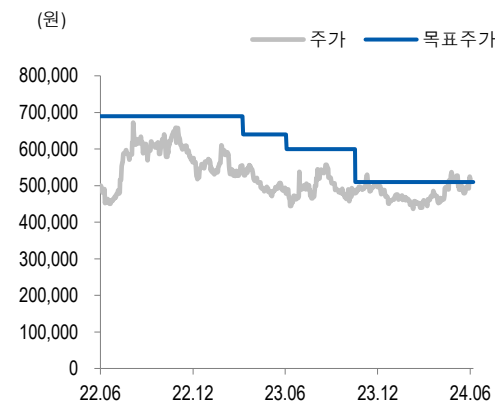
P/E band chart



P/B band chart



고려아연 (010130) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-06-28	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

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	84.5
Hold(중립)	15.5
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-06-28

※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 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.