

# 고려아연 (010130.KS)

## 은 가격 상승에 주목해야 할 때

2분기 희소금속을 포함한 모든 금속 가격이 상승한 영향으로 컨센서스를 상회하는 실적 전망. 하반기에는 은 가격의 구조적 상승이 가능할 것으로 전망

**Analyst 이재광**  
02)2229-6783, jaekwang.rhee@nhqv.com

**RA 이승영**  
02)2229-6908, sy.lee@nhqv.com

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

### 금속가격 상승 반영 목표주가 상향

고려아연 목표주가 700,000원으로 기존대비 7.7% 상향 조정. 금속 가격 및 환율 상승을 반영하여 향후 추정치를 상향 조정한 영향. 광석 공급 부족으로 수요 부진에도 불구하고 아연과 연 2분기 평균 가격은 전분기비 각각 17%, 7% 상승했으며, 금리 인하 기대 및 지정학적 리스크 상승으로 금과 은 가격도 각각 13%, 24% 상승했음

### 하반기 은 가격 구조적 상승 가능성 높다

아연과 연은 높아진 재고를 감안했을 때 추가 상승여력은 제한적으로 보이나, 금과 은 가격은 하반기 상승 가능성이 높다고 판단. 특히 은 가격은 여전히 금 가격 대비 저평가되어 있고, 태양광 생산 확대 및 전기차 보급률 증가와 같은 요인으로 신규 수요가 증가하고 있음에도 불구하고 광산 노후화 및 투자 부족 등으로 공급 증가는 제한적인 상황이 지속되고 있어 향후 구조적 상승 가능성이 높음

### 2Q24 Preview: 금속 가격 상승으로 실적 컨센서스 상회 전망

2분기 영업이익이 2,710억원으로 기존 추정치 및 컨센서스 상회할 것으로 전망. 2분기 주요 제품 가격 및 환율 상승 영향. 수익성이 높은 것으로 추정되는 희소금속 가격 상승도 2분기 실적에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 보임. 2분기 평균 인듐, 비스무트, 안티모니 가격은 전분기비 약 30% 상승하였고, 현재 추세면 3분기 평균 가격 역시 상승 가능성 높음

#### 고려아연 2분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E					3Q24F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	2,469	2,293	2,415	2,375	2,812	13.9	18.4	2,734	2,703	2,884
영업이익	156	160	198	185	271	74.3	47.1	219	238	240
영업이익률	6.3	7.0	8.2	7.8	9.7			8.0	8.8	8.3
세전이익	170	111	252	153	281	65.3	84.0	229	239	250
(지배)순이익	121	77	190	107	195	61.8	82.5	158	165	172

자료: 고려아연, FactSet, NH투자증권 리서치본부 전망

## Buy (유지)

<b>목표주가</b>	<b>700,000원 (상향)</b>		
<b>현재가 (24/07/03)</b>	<b>518,000 원</b>		
<b>업종</b>	철강금속		
KOSPI / KOSDAQ	2794.01 / 836.1		
시가총액(보통주)	10,724.3십억원		
발행주식수(보통주)	20.7백만주		
52주 최고가('23/09/15)	557,000원		
최저가('24/03/06)	436,000원		
평균거래대금(60일)	24,263백만원		
배당수익률(2024E)	2.87%		
외국인지분율	18.4%		
<b>주요주주</b>			
영풍 외 55 인	43.2%		
한화에너지투에너지 유에스에이 코퍼레이션 외 2 인	7.8%		
<b>주가상승률</b>	<b>3개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대수익률 (%)	16.7	8.6	5.7
상대수익률 (%p)	13.0	1.3	-1.5

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	9,705	11,072	11,974	12,642
증감률	-13.5	14.1	8.1	5.6
영업이익	660	948	985	1,039
증감률	-28.2	43.7	3.8	5.5
영업이익률	6.8	8.6	8.2	8.2
(지배)순이익	527	657	710	748
EPS	26,127	31,626	34,305	36,125
증감률	-35.6	21.1	8.5	5.3
PER	19.1	16.5	15.2	14.4
PBR	1.1	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.8	8.6	8.2	7.7
ROE	5.7	6.9	7.1	7.2
부채비율	24.9	25.6	25.4	25.0
순차입금	-72	40	-82	-322

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

1974년 설립된 비철금속 제련사임. 현재 생산능력은 아연 87만톤(온산 64만톤, 호주 SMC 23만톤), 연 43만톤. 세계 시장 점유율은 아연 6%, 연 4% 수준임. 동사는 적극적인 연구개발과 과감한 투자로 독보적인 제련 기술을 확보. 2023년 말 기준 영풍(지분율 25.2%) 외 특수관계인들이 총 47.5%를 보유하고 있으며 국민연금공단이 8.4%를 보유하고 있음

Share price drivers/Earnings Momentum

- 글로벌 경기개선에 따른 산업금속 가격 상승
- 글로벌 리스크 심화로 귀금속 가격 상승
- 신사업 프로젝트 가시화

Downside Risk

- 글로벌 경기침체에 따른 산업금속 가격 하락
- 글로벌 리스크 완화로 귀금속 가격 하락
- 신사업 프로젝트 지연 혹은 취소

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
SMM	14.6	11.3	0.8	0.7	5.2	6.4
Boliden	11.7	9.6	1.5	1.3	12.5	13.6
Mitsui M&S	11.1	9.4	1.0	0.9	9.0	9.8
Nexa	13.7	7.1	0.8	0.7	6.0	10.0

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	13.9	19.1	16.5	15.2	14.4
PBR	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0
PSR	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
ROE	9.4	5.7	6.9	7.1	7.2
ROIC	9.6	6.0	8.3	8.1	8.3

자료: NH투자증권 리서치본부

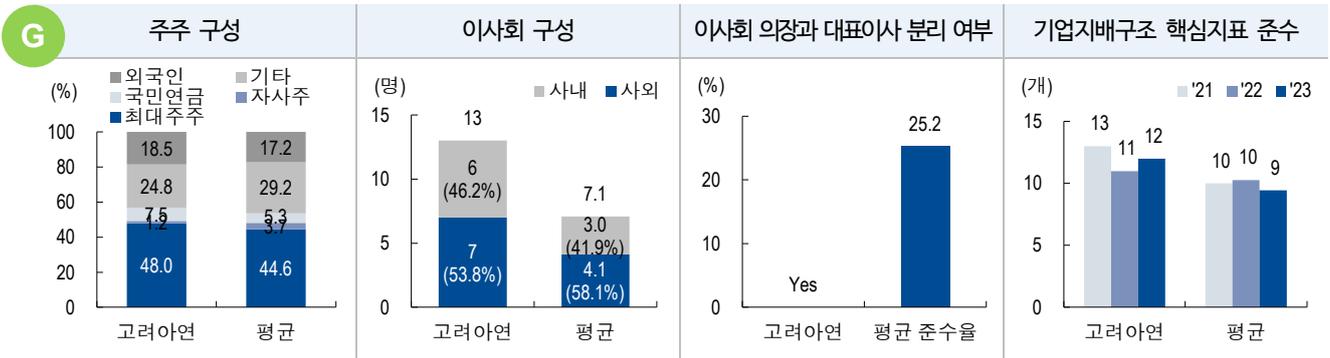
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

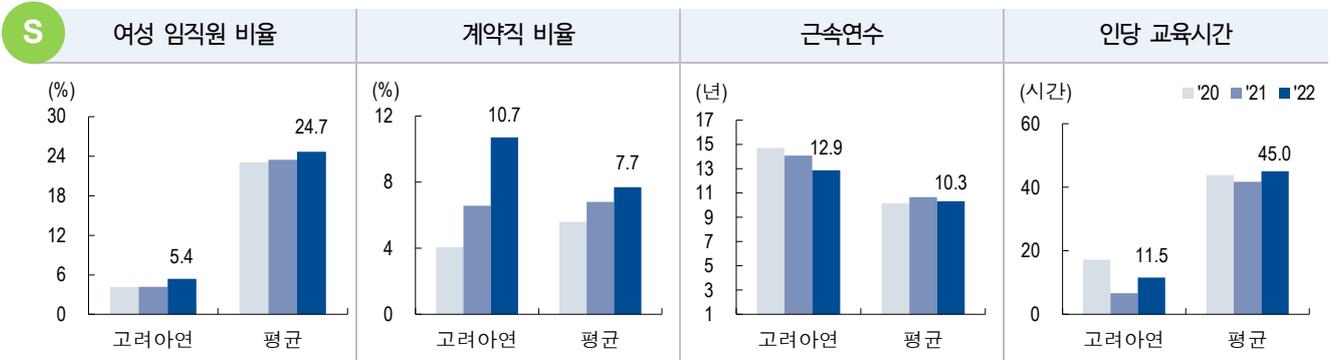
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	4,771	5,848	6,597	6,883	6,695	7,582	9,977	11,219	9,705
영업이익	672	765	895	765	805	897	1,096	919	660
영업이익률(%)	14.1	13.1	13.6	11.1	12.0	11.8	11.0	8.2	6.8
세전이익	685	802	926	769	872	812	1,139	881	728
순이익	514	595	634	535	639	575	811	798	533
지배지분순이익	509	592	629	527	633	573	807	781	527
EBITDA	846	983	1,123	1,023	1,085	1,176	1,386	1,223	979
CAPEX	480	184	497	316	358	662	464	373	419
Free Cash Flow	465	496	300	572	335	-206	143	409	402
EPS(원)	26,994	31,395	33,336	27,950	33,541	30,363	42,755	40,572	26,127
BPS(원)	269,065	292,340	315,862	331,214	355,878	369,358	403,163	455,251	449,109
DPS(원)	8,500	8,500	10,000	11,000	14,000	15,000	20,000	20,000	15,000
순차입금	-1,155	-1,274	-1,897	-833	-929	-598	-298	24	-72
ROE(%)	20.1	11.2	11.0	8.6	9.8	8.4	11.1	9.4	5.7
ROIC(%)	43.8	16.2	18.0	11.3	10.1	10.6	12.8	9.6	6.0
배당성향(%)	29.5	25.4	28.1	36.9	39.1	46.3	43.8	50.9	57.4
배당수익률(%)	1.8	1.8	2.0	2.5	3.3	3.7	3.9	3.5	3.0
순차입금 비율(%)	-22.1	-22.5	-31.1	-13.1	-13.6	-8.4	-3.9	0.3	-0.7

자료: 고려아연, NH투자증권 리서치본부

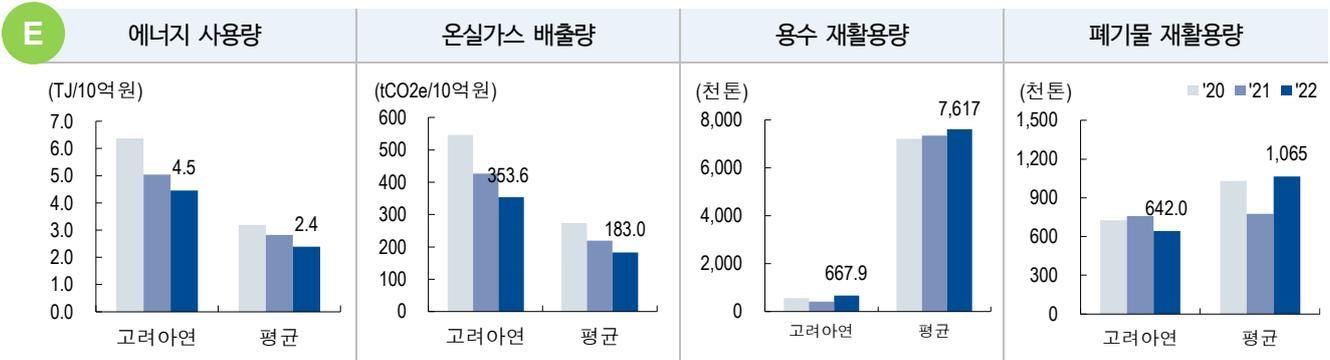
ESG Index & Event



주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상  
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황  
 자료: 고려아연, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상  
 자료: 고려아연, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상  
 자료: 고려아연, NH투자증권 리서치본부

ESG Event			
E	2021.12	- ESG 경영 전담 조직인 '지속가능경영본부'와 '지속가능경영위원회'를 신설하고 탄소중립 달성 목표 발표	
S	2021.7	- 전사적인 종합안전대책을 마련 및 안전과 관련된 컴플라이언스 컨트롤타워 역할 수행 조직 신설	
G	2023.2	- 중간배당 도입 및 배당성향 30% 이상 목표 발표	

자료: 고려아연, NH투자증권 리서치본부

표1. 고려아연 실적 추정(연결)

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025F
매출액	6,883	6,695	7,582	9,977	11,219	9,705	11,072	11,974
고려아연	5,528	5,219	5,652	7,163	8,081	7,291	8,711	9,474
중속회사	1,356	1,476	1,930	2,814	3,138	2,413	2,362	2,500
영업이익	765	805	897	1,096	919	660	948	985
고려아연	648	729	781	925	931	706	925	947
중속회사	117	76	117	172	(12)	(46)	24	38
영업이익률	11.1	12.0	11.8	11.0	8.2	6.8	8.6	8.2
고려아연	11.7	14.0	13.8	12.9	11.5	9.7	10.6	10.0
중속회사	8.6	5.2	6.0	6.1	(0.4)	(1.9)	1.0	1.5

자료: 고려아연, NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 고려아연 실적 추정(별도)

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025F
판매량(천톤)								
아연	676	634	651	636	634	654	650	650
연	413	401	415	429	422	411	450	450
은(톤)	1,995	2,028	2,304	2,226	2,037	1,956	2,108	2,100
금(톤)	9.0	7.5	9.2	13.9	11.9	9.3	9.0	9.0
구리	24	26	26	27	26	31	38	63
판매단가(달러/톤)								
아연	3,144	2,751	2,390	3,128	3,703	2,869	2,999	3,200
연	2,487	2,209	2,018	2,448	2,463	2,420	2,404	2,450
은(달러/온스)	15.9	16.0	19.6	25.4	21.7	23.4	28.2	30.0
금(달러/온스)	1,271	1,389	1,774	1,799	1,801	1,927	2,327	2,400
구리	6,534	6,006	6,132	9,264	8,839	8,501	9,323	9,500
환율(원)	1,101	1,166	1,180	1,146	1,291	1,309	1,365	1,365
매출액	5,528	5,219	5,652	7,163	8,081	7,291	8,711	9,474
아연	2,341	2,033	1,835	2,280	3,031	2,458	2,660	2,839
은	1,121	1,215	1,713	2,080	1,836	1,923	2,609	2,765
연	1,129	1,033	987	1,203	1,344	1,302	1,476	1,505
금	404	391	620	920	890	755	914	948
구리	172	179	186	291	298	344	478	817
기타	360	368	310	388	682	509	573	600
영업이익	648	729	781	925	931	706	925	947
영업이익률(%)	11.7	14.0	13.8	12.9	11.5	9.7	10.6	10.0

자료: 고려아연, NH투자증권 리서치본부 전망

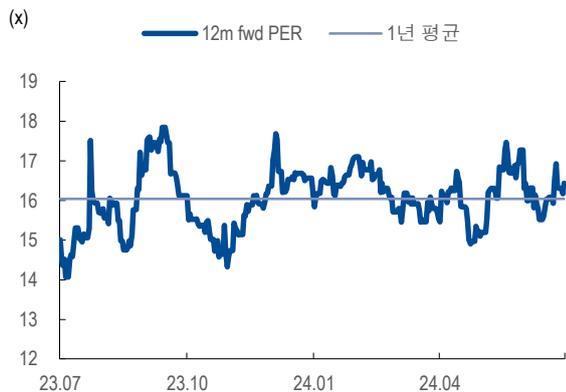
		2023	2024E	2025F	2026F
매출액	- 수정 후	9,705	11,072	11,974	12,642
	- 수정 전	-	10,763	11,589	12,261
	- 변동률	-	2.9	3.3	3.1
영업이익	- 수정 후	660	948	985	1,039
	- 수정 전	-	873	949	1,002
	- 변동률	-	8.6	3.8	3.8
영업이익률(수정 후)		6.8	8.6	8.2	8.2
EBITDA		979	1,292	1,334	1,394
(지배지분)순이익		527	657	710	748
EPS	- 수정 후	26,127	31,626	34,305	36,125
	- 수정 전	-	30,271	33,775	35,522
	- 변동률	-	4.5	1.6	1.7
PER		19.1	16.5	15.2	14.4
PBR		1.1	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA		10.8	8.6	8.2	7.7
ROE		5.7	6.9	7.1	7.2

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부

구분	금액	내역
영업가치 (A)	13,084	12M forward EBITDA에 EV/EBITDA 10배 적용
비영업가치 (B)	0	
기업가치 (C=A+B)	13,084	
순차입금 (D)	(1,500)	
주주가치 (E=C-D)	14,584	
주식수(F, 백만주)	21	
적정주가 (G=E/F, 원)	704,437	

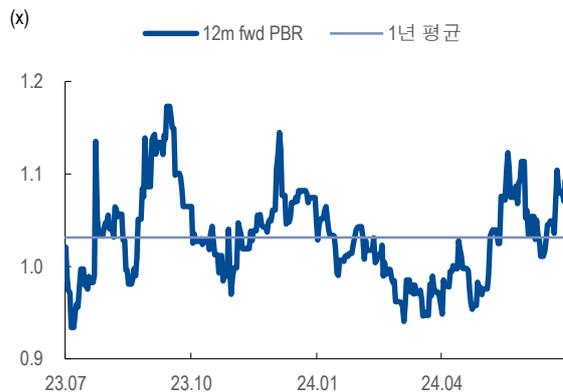
자료: NH투자증권 리서치본부

그림1. 고려아연 12m fwd PER



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림2. 고려아연 12m fwd PBR



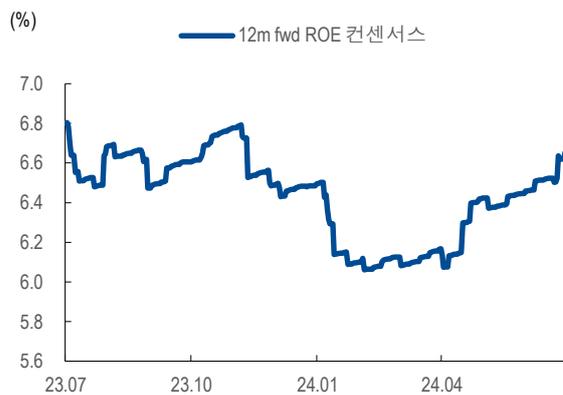
자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림3. 고려아연 '24E 영업이익 컨센서스



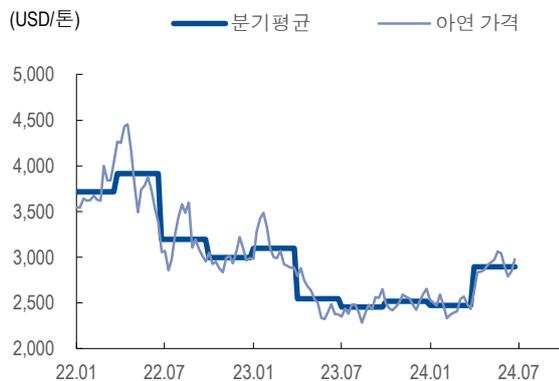
자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림4. 고려아연 12m fwd ROE 컨센서스



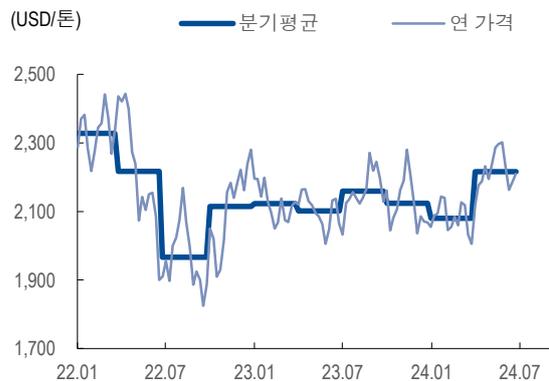
자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림5. 아연 가격



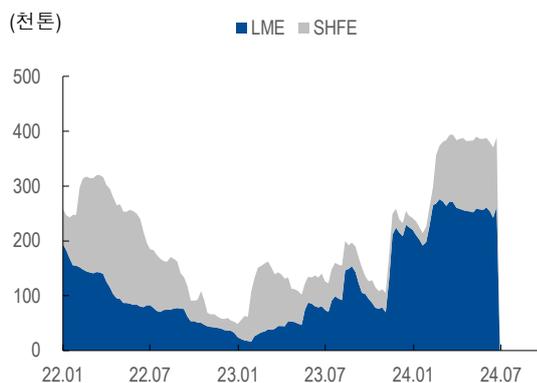
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림6. 연 가격



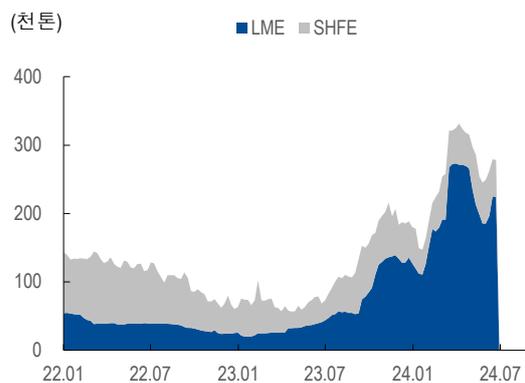
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림7. 아연 재고



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림8. 연 재고



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림9. 아연 TC



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림10. 연 TC



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림11. 금 가격



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림12. 은 가격



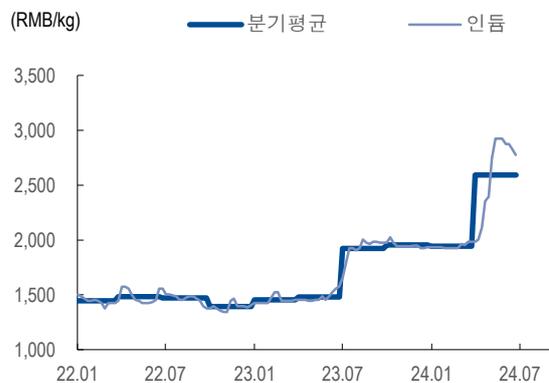
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림13. 구리 가격



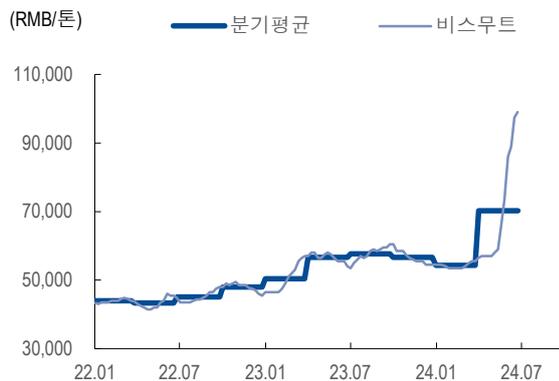
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림14. 인듐 가격



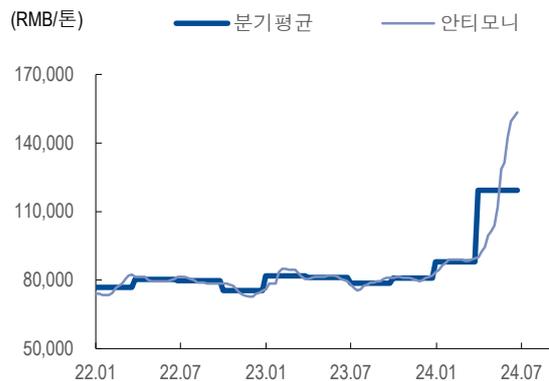
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림15. 비스무트 가격



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림16. 안티모니 가격



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Statement of comprehensive income				
(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
매출액	9,705	11,072	11,974	12,642
증감률 (%)	-13.5	14.1	8.1	5.6
매출원가	8,743	9,825	10,689	11,287
매출총이익	962	1,248	1,284	1,355
Gross 마진 (%)	9.9	11.3	10.7	10.7
판매비와 일반관리비	302	299	299	316
영업이익	660	948	985	1,039
증감률 (%)	-28.2	43.7	3.8	5.5
OP 마진 (%)	6.8	8.6	8.2	8.2
EBITDA	979	1,292	1,334	1,394
영업외손익	68	-2	40	40
금융수익(비용)	116	13	40	40
기타영업외손익	-19	-12	0	0
중속, 관계기업관련손익	-29	-3	0	0
세전계속사업이익	728	947	1,025	1,079
법인세비용	195	279	307	324
계속사업이익	533	668	717	755
당기순이익	533	668	717	755
증감률 (%)	-33.2	25.3	7.4	5.3
Net 마진 (%)	5.5	6.0	6.0	6.0
지배주주지분 순이익	527	657	710	748
비지배주주지분 순이익	6	11	7	8
기타포괄이익	-73	0	0	0
총포괄이익	460	668	717	755

Valuations/profitability/stability				
	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
PER(X)	19.1	16.5	15.2	14.4
PBR(X)	1.1	1.1	1.1	1.0
PCR(X)	10.4	8.5	8.0	7.7
PSR(X)	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA(X)	10.8	8.6	8.2	7.7
EV/EBIT(X)	16.1	11.7	11.2	10.4
EPS(W)	26,127	31,626	34,305	36,125
BPS(W)	449,109	470,428	489,864	511,119
SPS(W)	480,872	532,970	578,346	610,640
자기자본이익률(ROE, %)	5.7	6.9	7.1	7.2
총자산이익률(ROA, %)	4.4	5.4	5.6	5.7
투자자본이익률(ROIC, %)	6.0	8.3	8.1	8.3
배당수익률(%)	3.0	2.9	2.9	2.9
배당성장률(%)	57.4	46.9	43.3	41.2
총현금배당금(십억원)	303	308	308	308
보통주 주당배당금(W)	15,000	15,000	15,000	15,000
순부채(현금)/자기자본(%)	-0.7	0.4	-0.8	-3.0
총부채/자기자본(%)	24.9	25.6	25.4	25.0
이자발생부채	1,044	1,044	1,044	1,044
유동비율(%)	292.8	291.9	300.9	313.3
총발행주식수(mn)	21	21	21	21
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	498,000	522,000	522,000	522,000
시가총액(십억원)	10,412	10,807	10,807	10,807

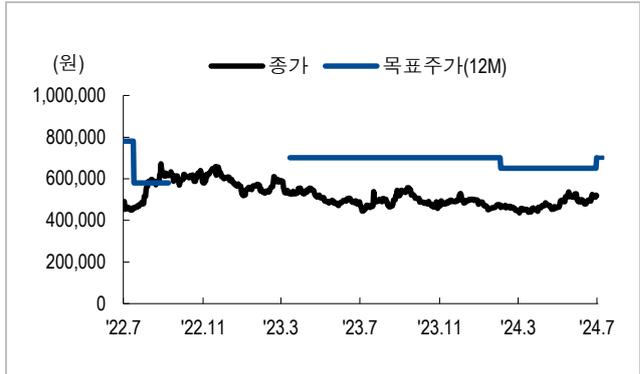
Statement of financial position				
(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
현금및현금성자산	677	566	687	928
매출채권	535	657	710	750
유동자산	5,572	6,014	6,459	6,926
유형자산	3,869	3,930	3,984	4,033
투자자산	1,521	1,521	1,521	1,521
비유동자산	6,474	6,550	6,601	6,646
자산총계	12,046	12,564	13,060	13,571
단기성부채	723	723	723	723
매입채무	903	1,061	1,147	1,211
유동부채	1,903	2,060	2,147	2,211
장기성부채	321	321	321	321
장기충당부채	48	48	48	48
비유동부채	501	501	501	501
부채총계	2,404	2,562	2,648	2,712
자본금	105	105	105	105
자본잉여금	1,622	1,622	1,622	1,622
이익잉여금	7,843	8,193	8,595	9,035
비지배주주지분	252	263	270	278
자본총계	9,642	10,002	10,412	10,859

Cash flow statement				
(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
영업활동 현금흐름	821	628	830	948
당기순이익	533	668	717	755
+ 유/무형자산상각비	319	343	349	355
+ 중속, 관계기업관련손익	9	3	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-16	0	0	0
Gross Cash Flow	968	1,277	1,350	1,410
- 운전자본의증가(감소)	239	-394	-237	-162
투자활동 현금흐름	-622	-430	-400	-400
+ 유형자산 감소	3	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-419	-400	-400	-400
+ 투자자산의매각(취득)	-344	-3	0	0
Free Cash Flow	402	228	430	548
Net Cash Flow	198	198	430	548
재무활동현금흐름	-316	-309	-308	-308
자기자본 증가	541	0	0	0
부채증감	-857	-309	-308	-308
현금의증가	-104	-111	122	240
기말현금 및 현금성자산	677	566	687	928
기말 순부채(순현금)	-72	40	-82	-322

투자 의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자 의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.07.04	Buy	700,000원(12개월)	-	-
2024.02.06	Buy	650,000원(12개월)	-26.6%	-17.4%
2023.03.18	Buy	700,000원(12개월)	-29.0%	-20.4%
2022.09.12	담당 Analyst 변경		-	-
2022.07.20	Buy	580,000원(12개월)	-4.0%	15.9%
2022.04.15	Buy	780,000원(12개월)	-30.7%	-15.8%

고려아연 (010130.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
  - Buy: 15% 초과
  - Hold: -15% ~ 15%
  - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2024년 6월 30일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
85.9%	14.1%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '고려아연'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 '고려아연' (을)를 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.