



고려아연 (010130)

BUY (유지)

부진한 영업실적을 뒤로하고...

목표주가(12M) **630,000원**
 현재주가(10.10) **487,000원**

Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,402.58
52주최고/최저(원)	658,000/444,500
시가총액(십억원)	10,182.5
시가총액비중(%)	0.53
발행주식수(천주)	20,908.6
60일 평균거래량(천주)	62.2
60일 평균거래대금(십억원)	31.8
외국인 지분율(%)	19.02
주요주주 지분율(%)	
영종 외 58 인	42.02
국민연금공단	7.86

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	10,130.5	10,259.0
영업이익(십억원)	675.6	828.4
순이익(십억원)	545.5	647.2
EPS(원)	26,725	30,517
BPS(원)	437,698	448,956

Financial Data

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	9,976.8	11,219.4	10,628.6	10,644.2
영업이익	1,096.1	919.2	653.5	804.2
세전이익	1,139.1	881.5	609.7	763.1
순이익	806.8	780.6	450.2	590.2
EPS	42,755	40,572	22,308	28,228
증감률	40.81	(5.11)	(45.02)	26.54
PER	11.95	13.90	21.90	17.31
PBR	1.26	1.24	1.15	1.13
EV/EBITDA	5.91	8.28	9.11	7.74
ROE	11.07	9.38	5.02	6.58
BPS	405,202	455,251	425,020	433,248
DPS	20,000	20,000	20,000	20,000

3Q23 아연가격 추가 하락으로 아쉬운 영업실적 예상

2023년 3분기 고려아연의 연결 매출액과 영업이익은 각각 2.7조원(YoY -0.4%, QoQ +10.7%)과 1,625억원(YoY +7.9%, QoQ +4.4%)으로 영업이익은 시장컨센서스인 1,719억원을 소폭 하회할 것으로 예상된다.

1) 아연 판매량 감소(QoQ -11.9%)가 예상되는 반면, 2분기 연공장 정기보수 마무리로 연 판매량이 증가(+28.7%)하면서 전체 판매량이 소폭 증가할 것으로 전망된다. 2) 원/달러 환율이 전분기와 유사한 수준을 기록한 가운데 3) 아연가격 하락(-13.0%)이 별도 실적뿐만 아니라 스틸사이클을 비롯한 일부 자회사 실적에도 부정적으로 작용했다. 4) 호주 SMC의 경우 2분기때의 증설 관련 정부 허가 감안 시, 수익성이 개선되었을 것으로 예상된다.

4분기도 3분기와 유사한 영업환경 예상

지난 3분기 평균 톤당 2,000불 중반을 기록했던 LME 아연가격이 최근까지도 유사한 수준이 지속되고 있다. 중국 정부가 발표했던 부동산 부양책들과 더불어 부동산 시장의 계절적 비수기 종료는 아연 수요에 긍정적으로 작용할 전망이다. 중국 정부의 철강 감산 규제 전망을 감안하면 연말까지 아연가격이 의미있게 반등하기는 어려울 것으로 예상된다. 8월 누적 중국의 조강 생산이 전년동기대비 2.6% 증가한 가운데 9월에도 중국의 철광석 수입 및 조강 생산량이 큰 폭으로 증가한 것으로 추정된다. 따라서 연말까지 중국 정부의 철강 감산 규제가 더욱 강화될 전망이다. 귀금속의 경우 미달러 강세와 미국채 금리 상승 등의 영향으로 9월 중순 이후 약세로 전환되었으나 최근 중동의 지정학적 리스크가 확대됨에 따라 안전자산 선호 확대에 한동안 강세가 예상된다.

투자의견 'BUY'와 목표주가 630,000원 유지

고려아연에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 630,000원을 유지한다. 올해 들어 지속된 아연 가격 하락이 고려아연의 수익성에 부정적으로 작용했으나 아연가격 추가 하락 가능성은 제한적이라 판단된다. 그에 반해 현재 주가는 실적 부진이 반영되어 PBR 1.1배 수준으로 밴드 최하단에 근접한 상황으로 밸류에이션 부담이 제한적이라 판단된다. 동시에 이미 공시를 통해 발표한 2차전지 주력 자회사인 캠코에 대한 지분을 확대도 고려아연 주가에 긍정적으로 작용할 전망이다.



Analyst 박성봉 sbpark@hanafn.com
 RA 도승환 shdo5568@hanafn.com

3Q23 아연가격 추가 하락으로 아쉬운 영업실적 예상

3Q23 연결 영업이익 1,625억원
(YoY +7.9%, QoQ +4.4%)
컨센서스 하회 예상

2023년 3분기 고려아연의 연결 매출액과 영업이익은 각각 2.7조원(YoY -0.4%, QoQ +10.7%)과 1,625억원(YoY +7.9%, QoQ +4.4%)으로 영업이익은 시장컨센서스인 1,719억원을 소폭 하회할 것으로 예상된다.

1) 아연 판매량 감소(QoQ -11.9%)가 예상되는 반면, 2분기때의 연공장 정기보수 마무리로 연 판매량이 증가(+28.7%)하면서 전체 판매량이 소폭 증가할 것으로 전망된다. 2) 원/달러 환율이 전분기와 유사한 수준을 기록한 가운데 3) 아연가격 하락(-13.0%)이 별도 실적분만 아니라 스틸사이클을 비롯한 일부 자회사 실적에도 부정적으로 작용했다. 4) 호주 SMC의 경우 2분기때의 증설 관련 정부 허가 감안 시, 수익성이 개선되었을 것으로 예상된다.

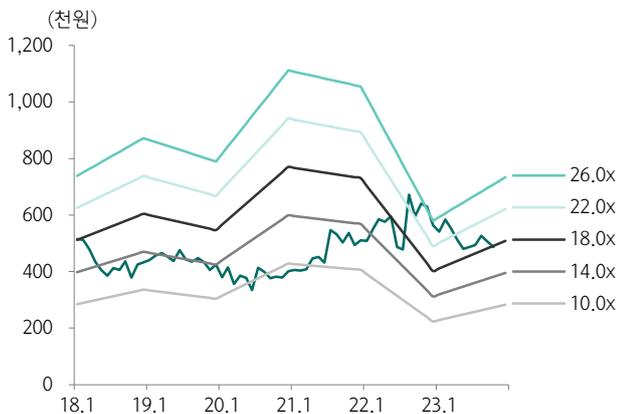
도표 1. 고려아연 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, 천톤, kg, 톤, 달러/톤, 달러/온스, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
제품별 매출(본사기준)											
매출(십억원)	1,816.7	2,051.8	2,048.0	2,164.0	1,815.0	1,787.0	1,869.2	1,801.7	8,080.5	7,272.9	6,884.8
아연(십억원)	662.0	811.0	718.0	840.0	679.0	653.0	507.0	484.6	3,031.0	2,323.6	2,114.0
연(십억원)	320.0	320.0	306.0	398.0	280.0	288.0	344.4	339.1	1,344.0	1,251.6	1,149.2
금(십억원)	196.0	226.0	228.0	240.0	232.0	188.0	235.6	188.6	890.0	844.3	812.2
은(십억원)	427.0	450.0	516.0	443.0	406.0	448.0	473.5	456.6	1,836.0	1,784.1	1,709.9
제품별 판매량(본사기준)											
판매량(천톤)	253.6	258.9	251.7	325.8	253.4	276.2	281.3	277.7	1,090.0	1,088.5	1,091.9
아연(천톤)	146.5	153.7	145.5	193.7	156.5	176.5	155.5	150.9	639.4	639.4	639.4
연(천톤)	100.5	97.6	99.1	125.2	89.1	91.0	117.0	116.5	422.5	413.7	413.7
금(kg)	2,695.0	2,971.0	3,050.0	3,183.0	2,976.0	2,245.0	2,688.3	2,188.4	11,899.0	10,097.6	10,097.6
은(톤)	478.4	468.5	573.3	516.6	439.3	453.0	449.5	468.4	2,036.8	1,810.2	1,810.2
주요 제품 가격											
아연(달러/톤)	3,743.0	3,925.0	3,271.5	3,000.7	3,124.2	2,526.1	2,428.2	2,404.5	3,485.1	2,620.8	2,542.1
연(달러/톤)	2,334.0	2,203.0	1,975.9	2,103.6	2,136.5	2,117.8	2,171.4	2,147.7	2,154.1	2,143.4	2,079.1
금(달러/온스)	1,874.0	1,874.0	1,737.0	1,731.0	1,893.0	1,981.0	1,929.0	1,954.2	1,804.0	1,939.3	1,881.1
은(달러/온스)	23.9	22.6	19.2	21.3	22.6	24.3	23.6	22.7	21.8	23.3	22.6
연결기준											
매출액(십억원)	2,661.4	2,851.3	2,744.5	2,962.2	2,527.3	2,469.4	2,733.8	2,898.1	11,219.4	10,628.6	10,644.2
영업이익(십억원)	284.7	381.2	150.7	102.6	145.8	155.7	162.5	189.5	919.2	653.5	804.2
세전이익(십억원)	216.6	433.3	90.9	140.7	194.7	170.2	137.9	107.0	881.5	609.7	763.1
당기순이익(십억원)	147.9	323.2	70.3	256.9	138.4	124.2	111.4	86.4	798.3	460.4	603.6
영업이익률(%)	10.7	13.4	5.5	3.5	5.8	6.3	5.9	6.5	8.2	6.1	7.6
세전이익률(%)	8.1	15.2	3.3	4.7	7.7	6.9	5.0	3.7	7.9	5.7	7.2
순이익률(%)	5.6	11.3	2.6	8.7	5.5	5.0	4.1	3.0	7.1	4.3	5.7

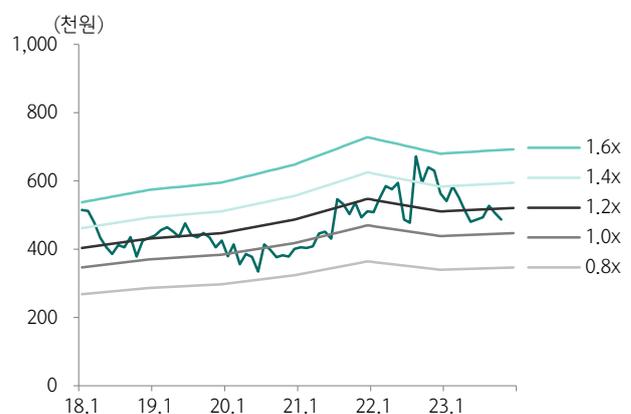
자료: 하나증권

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	26F EBITDA	목표 EV/EBITDA	가치	비고
투자자산가치			441	상장사, 비상장사 모두 장부가의 60% 할인, 배터리관련은 미할인
상장사			13	
비상장사			685	
한국전구체주식회사	77	11.7	162	중국 전구체업체(GEM) EV/EBITDA Multiple 적용
영업가치				WACC 6.6% 현재가치로 할인
국내 아연제련	1,120	8.45	7,817	글로벌 아연제련업체 평균 EV/EBITDA Multiple 30% 프리미엄 적용
Sun Metal Corporation	103	8.45	721	글로벌 아연제련업체 평균 EV/EBITDA Multiple 30% 프리미엄 적용
케이젬	73	20.79	1,250	국내 동박 업체 평균 EV/EBITDA Multiple에 10% 할인 적용
캠코	21	4.3	27	글로벌 니켈업체 평균 EV/EBITDA Multiple 적용
합계			9,816	
순차입금			(2,236)	2026년 말 기준
우선주 시총				
기업가치			12,492	
주식수			20	백만주
주당NAV			629,013	
목표주가(1)			630,000	
현재주가			487,000	10/10일 기준
Upside			29%	

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	9,976.8	11,219.4	10,628.6	10,644.2	11,507.8
매출원가	8,720.5	10,050.4	9,738.5	9,603.0	10,350.1
매출총이익	1,256.3	1,169.0	890.1	1,041.2	1,157.7
판매비	160.2	249.8	236.6	237.0	256.2
영업이익	1,096.1	919.2	653.5	804.2	901.4
금융손익	46.3	(34.5)	0.0	(7.6)	(11.3)
종속/관계기업손익	2.8	30.2	10.2	20.1	10.2
기타영업외손익	(6.2)	(33.4)	(54.0)	(53.6)	(54.8)
세전이익	1,139.1	881.5	609.7	763.1	845.5
법인세	328.0	83.2	149.3	159.6	154.6
계속사업이익	811.1	798.3	460.4	603.6	691.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	811.1	798.3	460.4	603.6	691.0
포괄이익	4.3	17.7	10.2	13.3	15.3
(지분법제외)순이익	806.8	780.6	450.2	590.2	675.7
지배주주포괄이익	902.3	716.6	449.7	589.6	675.0
NOPAT	780.5	832.4	493.4	636.1	736.7
EBITDA	1,386.0	1,222.9	972.4	1,126.5	1,236.2
성장성(%)					
매출액증가율	31.59	12.45	(5.27)	0.15	8.11
NOPAT증가율	22.91	6.65	(40.73)	28.92	15.82
EBITDA증가율	17.85	(11.77)	(20.48)	15.85	9.74
(조정)영업이익증가율	22.14	(16.14)	(28.91)	23.06	12.09
(지분법제외)순이익증가율	40.80	(3.25)	(42.33)	31.10	14.49
(지분법제외)EPS증가율	40.81	(5.11)	(45.02)	26.54	14.48
수익성(%)					
매출총이익률	12.59	10.42	8.37	9.78	10.06
EBITDA이익률	13.89	10.90	9.15	10.58	10.74
(조정)영업이익률	10.99	8.19	6.15	7.56	7.83
계속사업이익률	8.13	7.12	4.33	5.67	6.00

투자지표

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	42,755	40,572	22,308	28,228	32,315
BPS	405,202	455,251	425,020	433,248	445,564
CFPS	74,213	62,723	49,705	54,243	60,280
EBITDAPS	73,448	63,561	48,186	53,879	59,126
SPS	528,711	583,125	526,662	509,083	550,386
DPS	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000
주가지표(배)					
PER	11.95	13.90	21.90	17.31	15.12
PBR	1.26	1.24	1.15	1.13	1.10
PCFR	6.89	8.99	9.83	9.01	8.10
EV/EBITDA	5.91	8.28	9.11	7.74	7.11
PSR	0.97	0.97	0.93	0.96	0.89
재무비율(%)					
ROE	11.07	9.38	5.02	6.58	7.35
ROA	8.74	7.08	3.77	5.04	5.71
ROIC	12.94	11.79	6.51	8.39	9.48
부채비율	28.83	31.05	29.49	25.69	26.11
순부채비율	(20.35)	(13.73)	(12.36)	(13.76)	(12.80)
이자보상배율(배)	263.18	26.74	11.99	18.31	24.83

자료: 하나증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	5,689.0	6,071.1	5,619.2	5,476.7	5,707.4
금융자산	2,122.7	2,390.5	2,132.2	1,984.6	1,932.3
연금성자산	466.5	781.0	533.7	385.8	317.5
매출채권 등	515.9	615.5	583.1	584.0	631.3
재고자산	2,909.1	2,825.4	2,676.7	2,680.6	2,898.1
기타유동자산	141.3	239.7	227.2	227.5	245.7
비유동자산	4,275.0	6,026.8	6,143.9	6,172.2	6,322.4
투자자산	593.0	1,206.2	1,182.3	1,182.9	1,217.9
금융자산	455.0	779.9	778.4	778.4	780.6
유형자산	3,459.0	3,694.4	3,840.6	3,873.5	3,993.8
무형자산	123.3	851.3	846.1	840.9	835.8
기타비유동자산	99.7	274.9	274.9	274.9	274.9
자산총계	9,964.0	12,097.9	11,763.2	11,649.0	12,029.9
유동부채	1,770.5	2,319.1	2,295.2	1,996.8	2,087.0
금융부채	391.4	828.3	864.8	564.8	566.7
매입채무 등	1,025.2	956.2	905.8	907.2	980.8
기타유동부채	353.9	534.6	524.6	524.8	539.5
비유동부채	459.3	547.1	383.8	384.1	403.6
금융부채	157.2	294.2	144.2	144.2	144.2
기타비유동부채	302.1	252.9	239.6	239.9	259.4
부채총계	2,229.8	2,866.2	2,679.0	2,380.9	2,490.6
지배주주지분	7,607.7	9,042.7	8,886.6	9,058.6	9,316.1
자본금	94.4	99.3	99.3	99.3	99.3
자본잉여금	57.3	1,085.9	1,085.9	1,085.9	1,085.9
자본조정	(53.5)	(15.0)	(15.0)	(15.0)	(15.0)
기타포괄이익누계	(8.9)	(80.8)	(80.8)	(80.8)	(80.8)
이익잉여금	7,518.4	7,953.4	7,797.3	7,969.3	8,226.8
비지배주주지분	126.5	189.0	197.6	209.4	223.2
자본총계	7,734.2	9,231.7	9,084.2	9,268.0	9,539.3
순금융부채	(1,574.0)	(1,268.0)	(1,123.2)	(1,275.6)	(1,221.3)

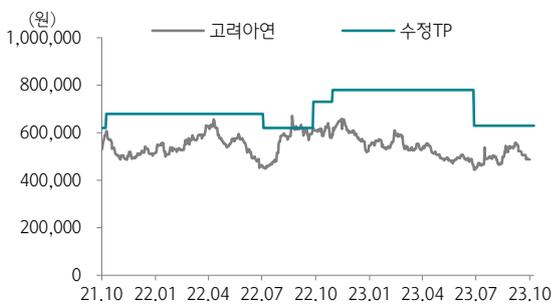
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동현금흐름	606.9	784.7	1,009.8	993.4	931.3
당기순이익	811.1	798.3	460.4	603.6	691.0
조정	339.5	96.3	411.6	393.4	441.8
감가상각비	289.8	303.7	319.0	322.3	334.8
외환거래손익	5.2	(39.3)	82.5	82.5	82.5
지분법손익	(16.0)	(29.0)	(10.2)	(20.1)	(10.2)
기타	60.5	(139.1)	20.3	8.7	34.7
자산/부채의 변동	(543.7)	(109.9)	137.8	(3.6)	(201.5)
투자활동현금흐름	(577.7)	(1,796.8)	(519.3)	(423.6)	(609.5)
투자자산감소(증가)	(368.9)	(573.1)	32.6	18.0	(26.4)
유형자산감소(증가)	(462.9)	(372.5)	(460.0)	(350.0)	(450.0)
기타투자활동	254.1	(851.2)	(91.9)	(91.6)	(133.1)
재무활동현금흐름	1.7	1,296.3	(719.8)	(718.1)	(416.3)
금융부채증가(감소)	388.8	573.9	(113.5)	(300.0)	1.9
자본증가(감소)	0.8	1,033.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(122.8)	42.4	0.0	0.1	0.0
배당지급	(265.1)	(353.5)	(606.3)	(418.2)	(418.2)
현금의 증감	30.8	284.2	(208.5)	(147.9)	(68.3)
Unlevered CFO	1,400.4	1,206.8	1,003.1	1,134.2	1,260.4
Free Cash Flow	143.1	411.7	549.8	643.4	481.3

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

고려아연



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.7.7	BUY	630,000		
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%
21.7.28	BUY	620,000	-16.09%	-4.84%

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 2023년 10월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2023년 10월 11일 현재 해당회사의 유가증권을 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	94.62%	4.93%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 10월 08일