

2023.11.15(수) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-11-15 오전 10:46

수정한 날짜: 2023-11-15 오전 10:51

2023.11.15(수) 증권사리포트

한국전력

연결 흑전과 별도 순손실

[\[출처\] 하나증권 유재선 애널리스트](#)

목표주가 18,000원, 투자의견 중립 유지

한국전력 목표주가 18,000원과 투자의견 중립을 유지한다. 3분기 실적은 시장 컨센서스를 상회했다. 원자재 가격 하락이 시차를 두고 실적으로 반영되는 중이다. 올해 하반기 상승한 원가 지표는 2024년에 다소 부정적인 영향을 가져올 여지가 있으나 11월 산업용 전기요금 인상을 통해 해당 부담을 극복하고 일정 부분 실적 개선에 기여가 가능하다. 연결 영업흑자 달성은 긍정적이거나 별도는 순손실이 지속되고 있어 4분기 별도 순이익의 방향성과 규모가 연내 이슈로 부각될 가능성이 높다. 2023년 추정 실적 기준 PBR 0.3배다.

3Q23 영업이익 2.0조원(흑자전환)으로 컨센서스 상회

3분기 매출액은 24.5조원으로 전년대비 23.8% 증가했다. 성수기 전반적인 전력수요 증가 흐름 가운데 주택용 수요가 견조했고 전기요금 상승 영향으로 외형이 성장했다. 영업이익은 2.0조원을 기록하며 전년대비 흑자로 전환되었다. 원자재 가격 하락으로 인한 비용 절감이 흑자 전환의 주요 원인이다. 유연탄 발전소 이용률은 4.8%p 하락했고 원자력 발전소는 2.2%p 상승하며 Mix가 악화되었지만 원재료 단가 하락으로 흑자를 기록했다. 연료비는 6.5조원으로 전년대비 31.9%, 구입전력비는 9.3조원으로 16.5% 감소했다. 유연탄 단가는 점진적으로 하락하고 있어 장기적인 비용 절감 요인이 될 전망이다. 4분기 들어서 SMP가 낮게 형성되고 있는 모습을 감안하면 향후 분기 흑자 기조는 상당 기간 지속될 수 있다.

경계에 걸쳐있는 자본금과 적립금

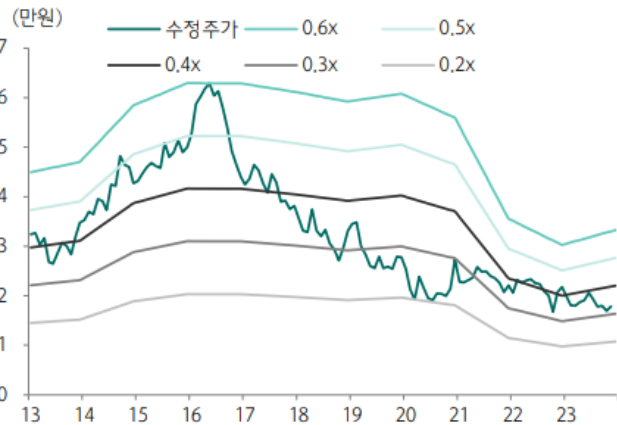
언론에 따르면 10월 말 기준 사채발행잔액은 약 81.9조원이다. 만약 한전채 발행이 추가로 이뤄지지 않을 것으로 가정하면 한도 6배 기준 기말 자본금과 적립금 합계는 약 13.7조원을 유지해야 한다. 한편 별도 당기순손실은 3분기 연결 흑자에도 불구하고 확대되면서 3분기 누적 기준 7조원을 기록한 상황이다. 자본의 여유가 거의 없는 상황이며 4분기 흑자 기조를 가정하더라도 정산조정계수 등 매크로 지표 바깥의 다른 변수들의 변화가 필요한 상황이다. 만약 4분기마저도 순손실이 일정 부분 확대될 경우 연내 사채발행한도 관련 노이즈가 재차 부각될 수 있고 단기적으로 조기 정상화에 대응하는 방향으로 주가 변동성이 커질 가능성이 높다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	60,673.6	71,257.9	87,565.1	93,891.1
영업이익	(5,846.5)	(32,655.2)	(5,838.8)	7,855.3
세전이익	(7,071.6)	(33,843.6)	(8,599.3)	4,594.1
순이익	(5,304.5)	(24,466.9)	(6,082.8)	3,445.6
EPS	(8,263)	(38,112)	(9,475)	5,367
증감율	적전	적지	적지	흑전
PER	(2.67)	(0.57)	(1.89)	3.33
PBR	0.22	0.35	0.33	0.30
EV/EBITDA	15.78	(6.59)	19.20	6.39
ROE	(7.97)	(46.90)	(16.21)	9.51
BPS	99,352	63,158	53,725	59,093
DPS	0	0	0	980

도표 2. 한국전력 12M Fwd PBR



자료: 한국전력, 하나증권

도표 3. 한국전력 주가와 원/달러 환율



자료: 한국전력, 하나증권

도표 4. 호주 발전용 유연탄 가격 (11월 YoY -65.2%)

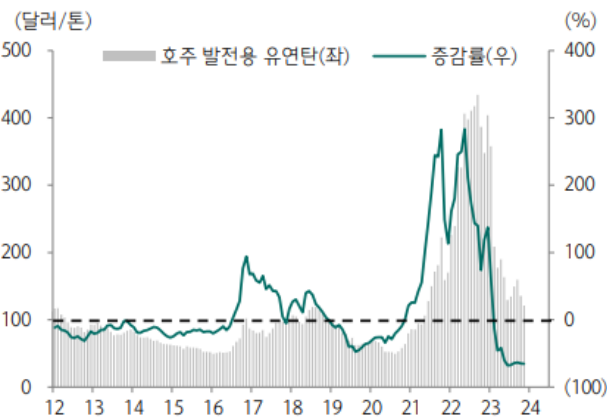
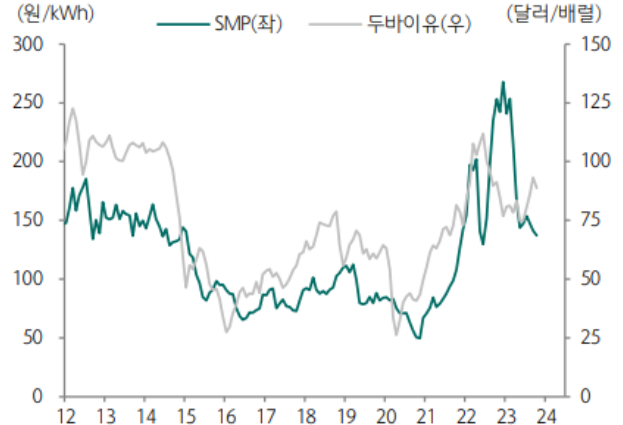


도표 5. SMP와 국제유가 (10월 SMP YoY -45.9%)





코스맥스

국내 실적이 성장을 견인

[\[출처\] 키움증권 조소정 애널리스트](#)

3Q: 국내 법인이 제일 좋았다

코스맥스의 3분기 연결기준 매출액은 4,583억원 (+15% YoY), 영업이익은 334억원 (+69% YoY, OPM 7.3%)을 기록, 시장기대치에 부합했다. 국내 법인이 성장을 견인했다. 매스 화장품 시장이 흥행하면서, 국내 법인의 매출이 크게 증가했고, 영업레버리지 효과와 단가 인상 덕분에 수익성이 개선되었다.

국내: 국내 3분기 매출액 2,880억원 (+39% YoY), 영업이익 258억원 (+121% YoY, OPM 9.0%), 순이익 67억원 (-69% YoY, NPM 2%)을 기록했다.

매출/영업이익: 국내 매스 화장품 시장의 흥행 덕분이다. 전통적으로 3분기는 비수기지만, 최근 관광객 증가에 따른 내수 MBS 화장품 채널의 판매 호조와 일본/미국향 고객사의 수출 증가로 매출이 크게 늘었다. 매출 증가에 따른 영업레버리지 효과뿐 아니라, 작년 4분기부터 반영된 단가 인상효과, 제품 믹스 개선 덕분에 수익성이 개선되었다.

순이익: 한편 영업이익 증가에도 불구하고 순이익이 감소했다. 해외 자회사 미국 법인과 태국 법인의 오랜 적자 탓이다. 미국 법인에 대한 대여금 상각 157억원, 태국 법인에 대한 대여금 상각 33억원이 반영되었다.

중국: 중국 3분기 매출액은 1,237억원 (-8% YoY), 그중 상해는 855억원 (-17% YoY), 광저우는 369억원 (+18% YoY)을 기록했다. 중국의 불안정한 내수 경기로 인해 고객사들이 발주를 지연시켰기 때문이다. 한편 광저우 법인은 낮은 기저 부담, 신규 고객사 확보 덕분에 두 자리 수 성장률을 기록했다.

미국: 미국 3분기 매출액은 369억원 (-18% YoY)을 기록했다. 작년 오하이오법인 철수 당시 고객사들의 안전재고 확보 수요로 기저 부담이 높았다. 인디브랜드 고객사를 중심으로 신규 수주와 ODM 비중이 늘고 있는 점은 고무적이다 (ODM 비중 3Q22 40% à 3Q23 75%).

동남아: 인도네시아 매출액은 234억원 (+26% YoY), 태국 매출액은 66억원 (-3% YoY)을 기록했다. 인도네시아는 기존 고객사의 견조한 주문과 신규 고객사 유입 덕분에 매출이 증가했다. 한편 태국 법인은 작년 리오프닝 효과로 인해 높아진 기저 부담 영향으로 매출이 소폭 감소했다.

투자의견 BUY, 목표주가 180,000원 유지

4Q 연결 매출은 4,920억원 (+23% YoY), 영업이익은 367억원 (+1,434%, OPM 7.5%)을 기록할 전망이다. 국내와 미국 법인이 이익 성장을 견인할 것이다.

국내: 국내 법인은 내수 MBS 채널과 해외 수출향 수요가 호조를 보이면서, 고객사들의 발주가 계속 늘어날 전망이다. 1)매출 성장에 따른 영업레버리지 효과와 2)단가 인상에 따른 비용 부담 축소 등을 고려했을 때, 4Q는 높은 이익 성장세를 보일 것이다.

미국: 미국 법인은 비용 축소와 고객사 믹스 개선으로 적자가 축소될 전망이다. 미국 법인은 올해 초 법인 통합 이후 비용 축소와 ODM 비중 확대에 체질 개선에 집중하고 있으며 (ODM 비중 3Q22 40% à 3Q23 75%), 드디어 10월에 기존 초기 목표였던 월 BEP 달성에 성공했다. 이에 향후 적자 축소로 연결 실적의 이익 개선에 기여할 것으로 기대한다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,591.5	1,600.1	1,832.9	2,095.6
영업이익	122.6	53.1	124.2	160.9
EBITDA	174.4	111.9	181.3	218.2
세전이익	78.3	6.2	105.3	171.1
순이익	34.3	-16.4	64.2	133.4
지배주주지분순이익	74.4	20.8	76.9	133.4
EPS(원)	6,880	1,837	6,776	11,758
증감률(% YoY)	230.5	-73.3	268.9	73.5
PER(배)	12.7	40.3	18.7	10.8
PBR(배)	1.77	1.45	2.22	1.89
EV/EBITDA(배)	7.3	10.1	9.8	8.4
영업이익률(%)	7.7	3.3	6.8	7.7
ROE(%)	16.5	3.6	12.5	18.9
순차입금비율(%)	81.0	95.1	98.6	87.3





하이트진로
경쟁의 정점은 끝났다
[\[출처\] 키움증권 박상준 애널리스트](#)

3분기 영업이익 435억원으로 시장 기대치 상회

하이트진로의 3분기 연결기준 영업이익은 435억원(-24% YoY)으로 시장 기대치를 상회하였다. 매출은 시장 기대치와 큰 차이가 없었으나, 2분기 대비 마케팅 비용 축소가 예상 보다 크게 나타나면서, 전사 영업이익률이 시장 기대치를 상회할 것으로 판단된다.

별도기준 맥주 매출은 YoY +3% 증가하였다. 신제품 켈리 판매 비중이 20% 이상으로 확대되었으나, 주세 인상에 따른 ASP 하락과 테라 판매량 감소가 매출 성장세를 제한하였다. 별도기준 소주 매출은 YoY -2% 감소하였으나, MS YoY 하락 폭이 축소되면서, 2분기 대비 역신장 폭이 축소되었다.

전사 수익성 추정치 상향 전망

동사의 4Q23과 24년 연결기준 영업이익은 각각 417억원(+219% YoY), 1,935억원(+43% YoY)으로 전망된다. 맥주 신제품 켈리(Kelly)가 시장에 안착하면서 마케팅 비용이 축소되고 있고, 11월에 단행된 소주(ASP +7.5%)와 맥주(ASP +6.5%)의 판

가 인상으로 인해, 원가 상승 부담을 상쇄할 것으로 기대되기 때문이다. 또한, 내년에는 창립 100주년을 맞이한 다양한 이벤트를 통해, 시장에서 차별적인 마케팅 활동을 전개하면서, 전사 판매량 성장률을 제고할 것으로 기대된다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 28,000원으로 상향

하이트진로에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 28,000원으로 상향(실적 추정치 상향)한다. 동사는 신제품 마케팅 비용 축소, 주력 제품 판가인상에 따른 마진 스프레드 회복에 힘입어, 전사 수익성 추정치가 상향될 것으로 전망된다

투자지표				
(억원, IFRS **)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	2,202.9	2,497.6	2,535.3	2,665.5
영업이익	174.1	190.6	135.8	193.5
EBITDA	302.0	330.5	278.6	338.5
세전이익	103.2	121.4	90.9	150.0
순이익	71.8	86.8	62.4	105.8
자배주주지분순이익	71.7	87.0	62.4	105.8
EPS(원)	1,007	1,221	876	1,484
증감률(%YoY)	-17.3	21.3	-28.2	69.4
PER(배)	30.0	20.9	24.4	14.4
PBR(배)	1.97	1.57	1.32	1.27
EV/EBITDA(배)	7.9	7.1	7.7	6.3
영업이익률(%)	7.9	7.6	5.4	7.3
ROE(%)	6.6	7.7	5.4	9.0
순차입금비율(%)	22.5	46.4	53.6	52.2





삼성코퍼레이션

2024년은 雪 峰 祭 (설봉제) in China!
[\[출처\] DS투자증권 김수현 애널리스트](#)

3분기 스노우피크 어페럴 부문 매출 성장률 79% YoY 기록

3분기 매출액 356억원 (+50.2% YoY), 영업이익 52억원 (+136% YoY, OPM 14.6%)으로 시장 예상치에 부합했다. 특히 스노우피크 (어페럴)부문의 매출액은 318억원으로 79% YoY의 고성장을 기록했다. 이번 분기는 실적 초과 달성에 따른 대리점 성과급 반영과 신규 모델을 포함한 일부 마케팅 비용이 반영되면서 OPM은 14.6%로 2분기 대비 낮아졌다.

4분기 성수기 진입 → 23F 스노우피크 어페럴 매출 성장률 76% 예상

10월까지 다소 날씨가 따뜻했음에도 불구하고 일부 여성 아우터 제품에서 폭발적인 성장이 나타난 것으로 파악되며 10월 매출은 250억원을 넘어섰다. 동계 성수기에 진입하는 4분기 매출액은 814억원 (+55.9% YoY), 영업이익 159억원(+59% YoY, OPM 19.5%)의 역대 최대 실적이 예상된다.

올해 모델 교체, 소재 및 디자인 차별화 등의 마케팅 전략 등으로 Mass Brand (여성 고객 증가 등)로의 안착에 성공했다. 현재 국내 매장 170개이다. 디지털, 옥외 및 영상 광고를 통한 매스미디어 광고와 더불어 기안84와 예능 프로그램 등을 활용

한 콘텐츠 전략도 상당히 성공한 것으로 판단된다. 이에 따라 23F 매출 1,882억원 (+60% YoY), 영업이익 332억원 (105% YoY, 17.7% OPM)의 고성장이 지속될 전망이다.

상해 등의 1선 도시를 시작으로 어페럴 부문 일본 본사와 동시 공략

중국 진출은 투 트랙의 효과가 기대된다. 1) 현지 Top tier 대형 어페럴 메이커와의 파트너십, 2) 일본 스노우피크 본사의 중국에서의 대규모 마케팅 활동이다. 중국 내 브랜드 인지도가 중요한 만큼 일본 스노우피크 본사의 마케팅 활동은 매우 중요하다. 일본 스노우피크는 최근 중국 정부와 체결을 맺고 상해 중심부의 공원에서 면적 3.5만㎡의 대규모 캠핑 체험 사이트를 24년에 개장한다. 또한 연내 2개월간 추가로 5개의 store 오픈이 예정되어 있다. 상해에서 스노우피크 본사 차원의 대규모 브랜드 마케팅 활동이 벌어지는 가운데 동사도 중국 첫 어페럴 매장을 상해에 오픈할 것으로 예상된다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	16	49	117	188	287
영업이익	-5	1	16	33	55
영업이익률(%)	-31.2	2.4	13.8	17.7	19.2
세전이익	-5	0	16	25	50
지배주주지분순이익	-5	0	15	25	49
EPS(원)	-73	4	168	275	543
증감률(%)	적지	흑전	4,576.0	63.2	97.6
ROE(%)	-25.1	1.1	37.7	38.9	48.7
PER(배)	-9.8	613.8	11.1	13.1	6.7
PBR(배)	2.1	5.9	3.3	4.3	2.6
EV/EBITDA(배)	-13.5	59.7	8.9	8.0	4.7

자료: 삼성코퍼레이션, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 개별기준

그림1 Snowpeak 본사의 중국 내 대규모 마케팅 본격화

China | Snowpeak 체험 Site 협약 체결 (중국 상해)

- 상해 중심부에서 약 10km 떨어진 첸탄 공원을 체험 장소로 하는 협약을 체결
- 면적 3.5만㎡의 부지에서 1박, 식사 및 음주, 캠핑 등 다양한 체험을 할 수 있는 공간(2024년 개장 예정)



자료: SnowPeak Japan, DS투자증권 리서치센터



케이엠더블유

이제 관심종목 리스트에 올려 놓으십시오

[\[출처\] 하나증권 김홍식 애널리스트](#)

2024년 커버리지 고민 중, 주가로 보면 서서히 분할 매수 고려할 시점

KMW를 서서히 관심 종목 리스트에 올릴 것을 추천한다. 아직은 실적 턴어라운드 시점에 대해 불확실성이 존재해 투자의 견과 목표주가를 제시하지 않지만 2024년에는 커버리지 개시를 고민할 것이며 현 주가로 보면 관심을 가질 만하다는 판단이다. 공격적인 투자자라면 서서히 분할 매수를 고민해볼 필요가 있어 보인다. 2017~2019년 KMW 주가 흐름을 분석해보면 그러하다. 필자 예상대로 노후 장비 교체와 더불어 트래픽 대응을 위해 신규 주파수 대역에 2025년부터 통신사들이 네트워크 장비 투자를 늘린다고 가정하면 KMW 주가는 2024년초부터 대세 상승기로 진입할 가능성이 있기 때문이다.

빠르면 2024년 하반기 흑자 전환 예상, 매출처 확대 가능성에 기대

KMW는 장기 실적 부진 양상이 이어지고 있다. 2021~2022년 대규모 적자를 기록하였고 2023년에도 영업 적자가 사실상 유력하다. 2024년에도 실적 전망은 밝지 않으며 연간으로는 영업 적자 가능성이 높다. 미국/일본/인도/유럽 시장에서 아직 뚜렷한 수주/매출 성과가 없기 때문이다. 하지만 분기별로는 조심스럽게 2024년 4분기 영업이익 흑자 전환을 예상한다. 분기 매출액이 700억원에 달할 수 있다고 판단되기 때문이다. 빠르면 2024년 하반기 영업이익 흑자 전환 가능성이 있다는 판단이다. 현재 글로벌 시장 동향, KMW 신규 매출처 확보 가능성으로 보면 그렇다. 삼성과의 협력 관계가 정상화되는 과정 속에 있고 수출 부문에서 후지쯔를 신규 매출처로 확보한데 이어 노키아, 에릭슨에 공을 들인 지도 이제 3년이 넘어가고 있어 서서히 성과 도출이 예상된다. 미국 시장에서 서서히 매출이 정상화될 것이며 2024년 유럽, 인도 시장 성장과 더불어 2024년 말에는 국내 시장도 태동할 가능성이 높아 1년 뒤를 내다 본 주가 선반영 기대 투자처로는 나쁘지 않다는 판단이다.

중요한 것은 6G Ready 장비 수혜 가능성, 여전히 대표주로 주목 받을 수 있다

필자는 6G 표준이 제정되고 5G 재투자에 들어가면서 5G 장비이지만 일부 부품 교체 및 소프트웨어 업그레이드를 통해 6G에서도 사용이 가능한 5G/6G 혼용장비 시장이 2025년 본격 도래할 것으로 전망하고 있다. 최근 트래픽 증가 상황과 과거 망 투자 주기를 감안한 예상이다. 만약 5G/6G 혼용장비가 성공할 것이란 기대감이 커진다면 KMW 주가는 탄력적인 반등세를 나타낼 가능성이 있다. 필터/안테나 부문의 선두주자이자 RU 부문의 강자이며 국내 통신장비 업종에서의 KMW의 상징성을 감안하면 그렇다. 만약 통신장비주가 대세 상승기로 진입한다면 최근 실적이 양호한 일부 실적 호전주가 하방경직성을 갖추며 우상향하는 흐름을 지속하는 가운데 장기 낙폭 과대주들이 탄력적인 반등을 시도할 가능성이 높다. 낙폭 과대주의 대표주자는 아마도 KMW가 되지 않을까 싶다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	683	338	205	179
영업이익	138	33	(28)	(45)
세전이익	131	24	(5)	(38)
순이익	104	27	(4)	(27)
EPS	2,679	669	(94)	(670)
증감률	흑전	(75.0)	적전	적지
PER	19.1	120.6	(437.8)	(39.6)
PBR	9.3	13.1	6.5	4.4
EV/EBITDA	14.2	71.7	0.0	0.0
ROE	47.6	10.8	(1.5)	(11.1)
BPS	5,469	6,177	6,291	6,034
DPS	0	0	0	0





팬오션

불확실성 해소 여부에 초점

[\[출처\] NH투자증권 정연승 애널리스트](#)

단기 시황 반등 기대감 약화, HMM 인수 여부 확인 필요

투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가를 5,600원으로 8% 하향. 목표주가 하향은 2023년, 2024년 영업이익 전망치를 각각 19%, 22% 하향한 것에 기인

2023년 10월, 재고 확충으로 일시적으로 BDI 지수가 강하게 반등하였으나, 재차 하락세로 전환. 중국 내 철강 기업들의 수익성 악화로 철강 생산 한계. 단기간 내 핵심 원자재인 철광석 수요가 구조적으로 개선되기 어려움. 중장기 공급 제한에 따른 점진적인 수급 밸런스 개선 방향은 유효

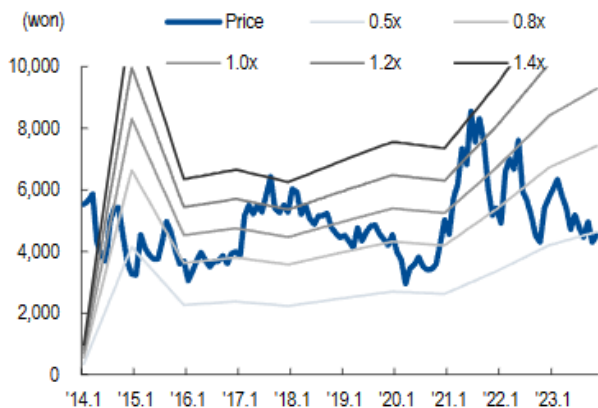
하림그룹은 현재 HMM 인수전에 참여 중. 팬오션이 HMM 인수 과정에서 그룹 내 유일한 해운회사로 주요한 역할을 맡을 것으로 예상. HMM 인수 과정에서 유동성 확충이 필요하며, 팬오션 재무구조에 부담으로 작용. 주가는 역사적 PBR 밸류에이션으로 하단으로 가격 메리트 존재. 불확실성 해소 여부를 확인할 시점

3분기 시장컨센서스 하회, 리스크 축소를 위해 운영선대 대폭 축소

3분기 매출액 1조1,116억원(-39.5% y-y), 영업이익 795억원(-64.6% y-y, 영업이익률 7.1%)을 기록하면서 시장컨센서스를 크게 하회. 벌크 매출액 6,849억원(-48% y-y), 영업이익 550억원(-62% y-y, 영업이익률 8.0%) 기록. 벌크선 운영 선대는 201척으로 전분기 대비 61척 감소. 시황 부진에 따른 리스크 축소를 위해 운영 선대 대폭 축소. 컨테이너는 매출액 843억원, 영업이익자 63억원으로 시황 부진에 따른 영업손실 구간 진입. 탱커는 상대적으로 양호한 운임 수준이 이어지면서, 영업이익 249억원(영업이익률 29.1%) 기록

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	6,420	4,391	4,737	5,633
증감률	39.1	-31.6	7.9	18.9
영업이익	790	391	438	648
증감률	37.8	-50.5	12.0	47.9
영업이익률	12.3	8.9	9.2	11.5
(지배지분)순이익	677	257	371	591
EPS	1,267	482	694	1,106
증감률	23.3	-62.0	44.1	59.4
PER	4.5	9.4	6.5	4.1
PBR	0.7	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	3.0	3.4	3.2	2.4
ROE	16.7	5.4	7.2	10.6
부채비율	68.0	57.2	51.0	44.9
순차입금	1,374	1,222	1,257	932

그림1. 팬오션 PBR Band 차트



자료: Dataguide, NH투자증권 리서치본부

그림2. Baltic Dry Index 추이



자료: Baltic Exchange, NH투자증권 리서치본부



고려아연

아쉬운 3분기, 기대되는 4분기

[\[출처\] 키움증권 이종형 애널리스트](#)

3분기 실적은 예상보다 개선폭 미미

연결 영업이익은 1,604억원(+3%QoQ, +7%YoY)으로 2분기대비 소폭 개선되었지만 키움증권 추정치 1,903억원과 컨센서스 1,741억원을 하회했다. ① 별도기준 영업이익 1,667억원(+1%QoQ, -19%YoY), 영업이익률 7.0%(+0.7%pQoQ)으로 2분기 대비 수익성 개선폭이 예상보다 미미했는데, 아연가격이 -13%QoQ 하락해 약세가 지속되었고 상반기 보수가 완료된 연 판매량도 +15%QoQ 증가에 그쳐 당초 예상했던 +36%QoQ에 미치지 못했기 때문이다. 또한 연결 자회사들의 실적도 예상보다는 부진했는데, ② 2분기말 Ferric Oxide 신공장이 가동에 들어간 호주 자회사 SMC도 예상보다 실적 개선폭이 크지 않았고, ③ 페달포인트, 스틸사이클, KZAM 등 신규 자회사들의 영업적자도 여전히 지속되었다.

한편, 외화환산손실 등 일회성 영업외 손실로 세전이익과 당기순이익도 예상보다는 부진했다.

4분기 실적개선 기대감 유효, 강화된 주주환원 긍정적

3분기 실적이 아쉽지만 4분기 실적개선 기대감은 여전히 유효하다. ① 올해 연 판매량 가이던스 43만톤을 맞추기 위해 4분기 연 판매량은 사상 최대치인 14.5만톤(+39%QoQ, +16%YoY)으로 증가가 예상되고, ② 호주 SMC도 4분기내로 정상가동에 도달해 판매량 증가 및 수익성 개선이 기대되기 때문이다. 한편, ③ 2분기 부진했던 아연가격도 최근 중국 경기부양 기대감과 Nyrstar의 미국 아연광산 가동중단 발표에 \$2,600대를 회복한 것도 4분기 실적에 긍정적이다. 이를 감안시 4분기 영업이익은 2,098억원으로 개선될 것으로 예상된다. 3분기 실적과 최근 업황을 반영해 2023E, 2024E 영업이익 전망치를 기존대비 각각 -7%, -12% 하향하고 목표주가를 62만원으로 -6% 하향한다.

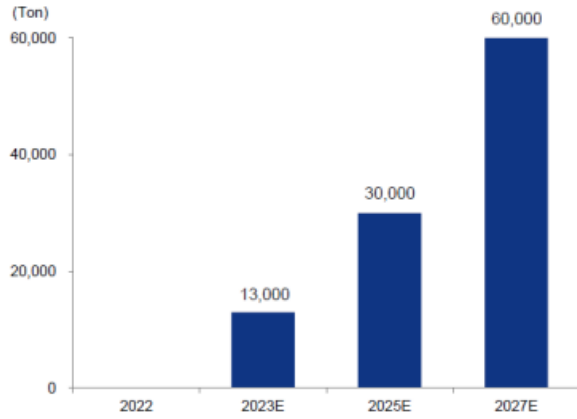
동사는 11/9 1,000억원 규모 자사주 매입/소각을 발표했다. 반기 중간배당 1만원까지 포함시 올해 누적으로 약 2,990억원의 주주환원을 발표했으며 기말 배당까지 포함시 올해 회사가 발표한 별도기준 주주환원금액은 작년의 3,970억원을 넘어설 것으로 예상된다. 업종 대형주 Top pick을 유지한다

투자지표	2021	2022	2023E	2024E
(십억원, IFRS **)				
매출액	9,977	11,219	9,801	9,834
영업이익	1,096	919	672	796
EBITDA	1,386	1,223	1,026	1,153
세전이익	1,139	881	691	819
순이익	811	798	505	606
지배주주지분순이익	807	781	500	601
EPS(원)	42,755	40,572	24,799	28,752
증감률(%YoY)	40.8	-5.1	-38.9	15.9
PER(배)	12.0	13.9	19.3	16.7
PBR(배)	1.27	1.24	1.10	1.08
EV/EBITDA(배)	5.9	8.3	8.5	7.7
영업이익률(%)	11.0	8.2	6.9	8.1
ROE(%)	11.1	9.4	5.5	6.5
순부채비율(%)	-20.7	-13.6	-16.2	-14.9

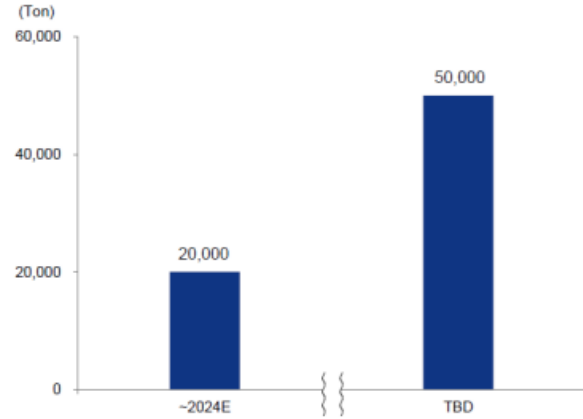
고려아연 동박 및 전구체 증설 계획

자체생산 및 재활용 원재료를 활용한 2차전지 핵심소재 양산

2차전지 동박 생산능력 (KZAM)



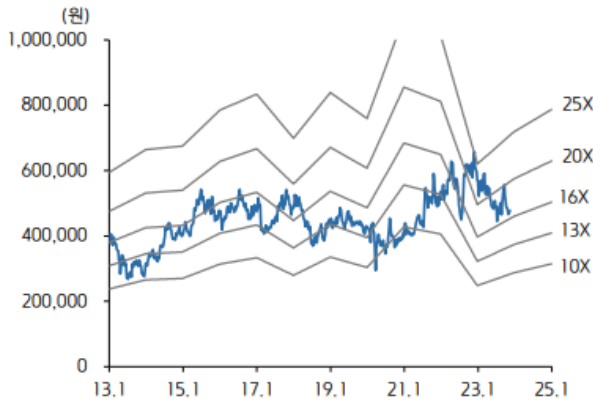
전구체 생산능력 (KPC)



주: 동박은 고려아연 100% 자회사 KZAM, 전구체는 고려아연이 35% 지분 보유한 KEMCO와 LG화학의 JV 한국전구체주식회사(KPC)

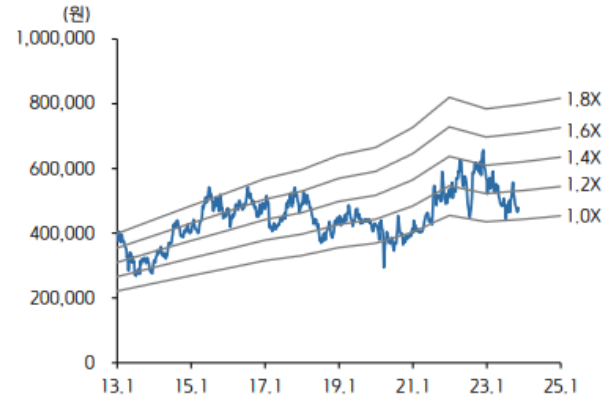
자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 12mf PER 밴드



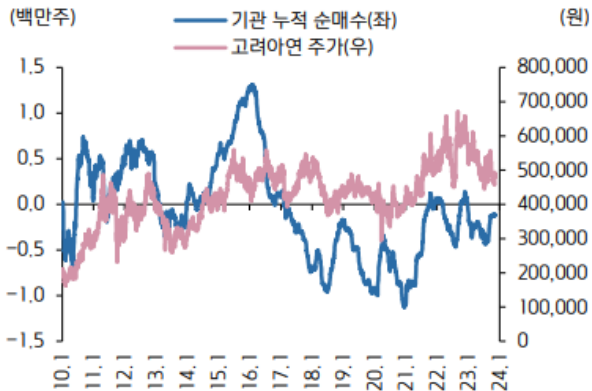
자료: Fn가이드, 키움증권

고려아연 12mf PBR 밴드



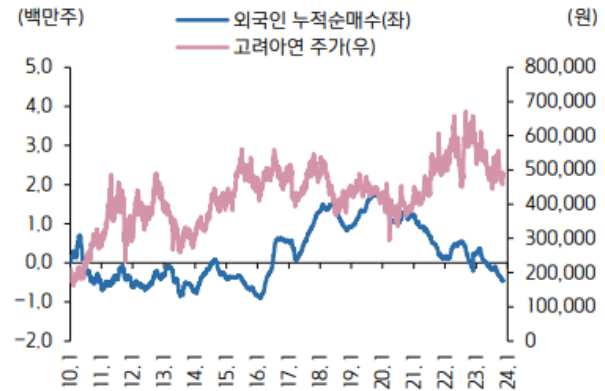
자료: Fn가이드, 키움증권

고려아연 기관 투자자 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

고려아연 외국인 투자자 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

