



고려아연 (010130)

3Q26 Preview: 3분기 저점 통과 중

▶ Analyst 권지우 jiwoo.kwon@hanwha.com 3772-7689

Buy (유지)

목표주가(하향): 1,400,000원

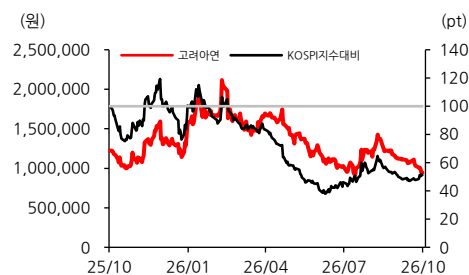
현재 주가(10/16)	946,000원
상승여력	▲48.%
시가총액	197,458억원
발행주식수	20,873천주
52 주 최고가 / 최저가	2,115,000 / 923,000원
90 일 일평균 거래대금	270.31억원
외국인 지분율	27.6%
주주 구성	
와이피씨 (외 17 인)	41.1%
최윤범 (외 52 인)	17.7%
크루서블제이비이유한책임회사	10.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-16.6	-8.1	-44.2	-26.7
상대수익률(KOSPI)	-0.9	8.8	-35.2	-77.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	12,053	16,588	23,567	22,223
영업이익	723	1,232	2,027	1,612
EBITDA	1,076	1,594	2,502	2,150
지배주주순이익	301	775	1,132	942
EPS	14,530	37,130	54,871	45,644
순차입금	3,990	2,592	5,618	11,135
PER	65.1	25.5	17.2	20.7
PBR	2.7	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	22.1	14.0	10.1	14.4
배당수익률	1.8	2.1	2.1	2.1
ROE	3.7	8.7	10.0	7.7

주가 추이



3분기는 판가·환율 하락과 원가 시차로 컨센서스를 하회한 것으로 추정되나 4분기는 소폭 개선될 전망이며, 투자의견 BUY를 유지하고 목표 주가는 하향합니다.

3Q26 Preview: 원가 시차로 컨센서스 하회 추정

3Q26 연결 매출액은 5조 7,362억 원(YoY +37.9%, QoQ -10.0%), 영업이익은 3,250억 원(OPM 5.7%)으로 컨센서스(4,262억 원)를 23.7% 하회한 것으로 추정된다. 3분기 평균 은 가격은 전분기 대비 14.4%, 원/달러 환율은 5.4% 하락했다. 아연 가격은 올랐으나 귀금속 가격과 환율 하락으로 전체 판가는 하락한 반면, 고환율·고가에 매입한 정광이 판매분 원가에 반영되며 원가는 판가만큼 내려오지 못한 것으로 판단된다. 별도 영업이익은 2,842억 원(QoQ -51.7%)을 기록한 것으로 추정되며, 자회사 등의 영업이익의 순기여는 408억 원으로 흑자 전환한 것으로 추정된다. 연결 하회의 주된 배경은 별도 부진이다.

4Q26: 원가 부담 완화로 소폭 개선 전망

4Q26 연결 영업이익은 3,690억 원(QoQ +13.5%)으로 개선될 전망이다. 3분기에 반영된 높은 원가가 소회되며 환율 시차 부담이 줄어드는 영향이다. 본업에 추가 이슈가 없고 환율이 더 하락하지 않는다면 3분기가 연중 저점이 될 전망이다. 게르마늄 원료 생산은 10월 시작될 예정으로 파악되며, 판매는 2027년부터 시작될 전망이다. 다만 아연 정광 스팟 TC가 톤당 -115~-150달러 수준에 머물러 있어, 11월 시작될 2027년 벤치마크 TC 협상 결과가 제련 수익의 변수다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 1,400,000원으로 하향

투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 1,593,000원에서 1,400,000원으로 하향한다. 목표주가는 12개월 선행 BPS에 목표 PBR 2.4배를 적용했다. 희소금속 이익이 확인된 이후 시장이 부여한 PBR(2.0~2.3배)을 기준(2.2배)으로, 게르마늄 생산 개시 예정과 미국 핵심광물 공급망 결함에 대한 프리미엄을 더했다. 은 가격의 반등이 가장 직접적인 상방 요인이며, 미국의 추가 금리 인상 우려가 완화될 경우 은 가격에 우호적인 환경이 조성될 수 있다. 향후 확인할 포인트는 11월 27일 중국의 갈륨·게르마늄·안티모니 대미 수출 금지 유예 만료와 2027년 벤치마크 TC 결과다.

[표1] 고려아연 목표주가 산정

항목	단위	고려아연	설명
목표 PBR	X	2.4	과거 회소금속 이익이 확인되고 부여된 밸류에이션 수준 고려
12MF 선행 BPS	원	582,228	고려아연의 12MF BPS
목표주가	원	1,400,000	
현주가	원	946,000	
상승여력	%	48.0	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표1] 고려아연의 2026년 3분기 실적 예상치

(단위: 십억 원)

	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E		증감		컨센서스 차이
					예상치	컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	4,159.8	4,769.9	6,072.0	6,372.6	5,736.2	5,651.9	37.9%	-10.0%	1.5%
영업이익	273.4	428.5	746.1	587.1	325.0	426.2	18.9%	-44.6%	-23.7%
지배주주순이익	72.2	209.2	354.6	348.6	199.3	293.4	176.0%	-42.8%	-32.1%
영업이익률	6.6%	9.0%	12.3%	9.2%	5.7%	7.5%	-0.9%P	-3.5%P	-1.9%P
순이익률(지배)	1.7%	4.4%	5.8%	5.5%	3.5%	5.2%	1.7%P	-2.0%P	-1.7%P

자료: Fnguide, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 고려아연의 연간 수익 추정 변경

(단위: 십억 원)

	2026E			2027E		
	변경 전	변경 후	차이	변경 전	변경 후	차이
매출액	24,376.3	23,566.6	-3.3%	25,135.0	22,222.7	-11.6%
영업이익	2,200.8	2,027.1	-7.9%	2,198.2	1,612.1	-26.7%
지배주주순이익	1,258.7	1,132.2	-10.1%	1,370.3	941.8	-31.3%
영업이익률	9.0	8.6	-0.4%P	8.7	7.3	-1.5%P
순이익률(지배)	5.2	4.8	-0.4%P	5.5	4.2	-1.2%P

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 고려아연 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, 톤)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	3,833	3,825	4,160	4,770	6,072	6,373	5,736	5,386	12,053	16,588	23,567
별도	2,389	2,461	2,609	3,075	4,295	4,046	3,603	3,310	8,089	10,534	15,254
아연	656	620	609	670	785	777	784	809	2,560	2,555	3,155
연	339	317	310	328	375	342	313	329	1,421	1,294	1,359
은	747	772	827	1,131	2,203	1,905	1,652	1,344	2,383	3,477	7,104
금	358	415	548	630	617	608	447	419	748	1,951	2,091
구리	112	108	111	135	144	190	203	189	390	466	726
희소금속	90	144	127	97	79	97	105	105	181	458	386
희소금속 GPM	79.9%	86.5%	84.0%	80.5%	74.3%	78.5%	78.0%	77.0%	62.9%	83.2%	77.8%
기타	87	85	77	84	92	127	100	115	406	333	434
자회사	1,444	1,364	1,551	1,695	1,778	2,327	2,133	2,076	3,964	6,054	8,313
판매량											
아연	146,489	150,651	149,981	142,374	157,448	146,374	140,180	152,457	643,061	589,495	600,000
연	104,452	100,054	99,511	101,319	111,968	100,391	99,760	113,428	445,662	405,336	430,000
은	515	520	501	511	594	515	564	524	1,973	2,047	2,197
금	2.7	2.8	3.6	3.3	2.7	2.8	2.3	2.4	7.1	12.3	10.1
구리	8,305	8,084	8,124	8,369	7,580	9,365	10,050	9,650	31,131	32,882	42,445
아연 (USD/t)	2,835	2,634	2,831	3,160	3,236	3,457	3,834	3,650	2,778	2,865	3,544
연 (USD/t)	1,966	1,945	1,966	1,969	1,929	1,953	1,857	1,850	2,072	1,962	1,897
은 (USD/oz)	31.84	33.64	39.61	55.37	83.22	73.03	62.81	57.00	28.27	40.12	69.02
금 (USD/oz)	2,859	3,288	3,461	4,156	4,863	4,511	4,268	4,100	2,389	3,441	4,435
구리 (USD/t)	9,338	9,506	9,812	11,126	12,806	13,307	14,105	14,400	9,148	9,946	13,654
영업이익	271	259	273	429	746	587	325	369	723	1,232	2,027
YoY	46.9%	-3.7%	82.3%	256.4%	175.2%	126.8%	18.9%	-13.9%	9.6%	70.3%	64.5%
영업이익률	7.1%	6.8%	6.6%	9.0%	12.3%	9.2%	5.7%	6.9%	6.0%	7.4%	8.6%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	9,705	12,053	16,588	23,567	22,223
매출총이익	962	1,141	1,802	2,856	2,391
영업이익	660	723	1,232	2,027	1,612
EBITDA	979	1,076	1,594	2,502	2,150
순이자손익	43	-28	-139	-103	-310
외화관련손익	-16	-174	3	-103	-8
지분법손익	-62	-58	39	-23	0
세전계속사업손익	610	431	1,029	1,614	1,298
당기순이익	438	305	770	1,133	941
지배주주순이익	432	301	775	1,132	942
증가율(%)					
매출액	-13.5	24.2	37.6	42.1	-5.7
영업이익	-28.2	9.6	70.3	64.6	-20.5
EBITDA	-20.0	9.9	48.1	57.0	-14.1
순이익	-29.2	-30.5	152.8	47.1	-16.9
이익률(%)					
매출총이익률	9.9	9.5	10.9	12.1	10.8
영업이익률	6.8	6.0	7.4	8.6	7.3
EBITDA 이익률	10.1	8.9	9.6	10.6	9.7
세전이익률	6.3	3.6	6.2	6.8	5.8
순이익률	4.5	2.5	4.6	4.8	4.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	821	516	-628	1,977	1,085
당기순이익	438	305	770	1,133	941
자산상각비	319	353	362	475	538
운전자본증감	239	-458	-1,897	-3	-405
매출채권 감소(증가)	90	-60	-258	-308	-86
재고자산 감소(증가)	340	-976	-2,452	496	-582
매입채무 증가(감소)	-58	587	761	-331	146
투자현금흐름	-622	-1,355	-441	-4,209	-6,201
유형자산처분(취득)	-416	-1,112	-886	-1,175	-6,000
무형자산 감소(증가)	-19	-14	-49	-42	-42
투자자산 감소(증가)	-37	-131	872	407	-12
재무현금흐름	-316	1,098	3,675	1,573	4,187
차입금의 증가(감소)	-206	3,544	987	1,928	4,600
자본의 증가(감소)	-110	-2,443	2,694	-251	-413
배당금의 지급	-599	-315	-139	-408	-413
총현금흐름	968	1,140	1,618	2,200	1,489
(-)운전자본증감(감소)	-133	1,070	1,133	-340	405
(-)설비투자	419	1,113	890	1,179	6,000
(+)자산매각	-16	-13	-45	-38	-42
Free Cash Flow	667	-1,056	-450	1,324	-4,957
(-)기타투자	45	-514	1,142	3,742	148
잉여현금	622	-542	-1,592	-2,419	-5,105
NOPLAT	474	512	922	1,423	1,169
(+) Dep	319	353	362	475	538
(-)운전자본투자	-133	1,070	1,133	-340	405
(-)Capex	419	1,113	890	1,179	6,000
OpFCF	508	-1,318	-739	1,059	-4,698

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	5,572	7,567	12,069	11,029	10,680
현금성자산	934	1,094	3,647	3,185	2,268
매출채권	591	864	1,139	1,303	1,388
재고자산	2,638	3,780	6,221	6,021	6,603
비유동자산	6,197	7,035	8,141	12,758	18,411
투자자산	1,612	1,423	1,791	4,795	4,942
유형자산	3,869	4,819	5,365	6,470	11,952
무형자산	716	794	985	1,493	1,517
자산총계	11,769	14,603	20,210	23,787	29,091
유동부채	1,903	6,366	6,128	7,820	7,984
매입채무	1,061	1,844	2,611	2,065	2,211
유동성이자부채	723	4,421	3,366	5,297	5,297
비유동부채	500	831	3,084	3,787	8,398
비유동이자부채	320	663	2,873	3,506	8,106
부채총계	2,403	7,197	9,212	11,607	16,382
자본금	105	105	116	116	116
자본잉여금	1,622	1,619	4,443	3,850	3,850
이익잉여금	7,570	7,437	6,379	7,009	7,538
자본조정	-182	-2,017	-185	955	955
자기주식	-52	-2,078	-392	-392	-392
자본총계	9,366	7,406	10,999	12,180	12,709

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	20,679	14,530	37,130	54,871	45,644
BPS	435,890	345,058	515,138	571,505	596,855
DPS	15,000	17,500	20,000	20,000	20,000
CFPS	46,318	55,079	77,519	105,418	71,355
ROA(%)	3.7	2.3	4.5	5.1	3.6
ROE(%)	4.8	3.7	8.7	10.0	7.7
ROIC(%)	5.9	5.5	8.1	9.8	5.9
Multiples(x, %)					
PER	24.1	65.1	25.5	17.2	20.7
PBR	1.1	2.7	1.8	1.7	1.6
PSR	1.1	1.6	1.2	0.8	0.9
PCR	10.8	17.2	12.2	9.0	13.3
EV/EBITDA	10.7	22.1	14.0	10.1	14.4
배당수익률	3.0	1.8	2.1	2.1	2.1
안정성(%)					
부채비율	25.7	97.2	83.7	95.3	128.9
Net debt/Equity	1.2	53.9	23.6	46.1	87.6
Net debt/EBITDA	11.1	370.7	162.6	224.5	517.9
유동비율	292.8	118.9	197.0	141.0	133.8
이자보상배율(배)	15.6	6.1	6.0	15.0	4.3
자산구조(%)					
투하자본	76.1	80.4	69.3	67.6	75.9
현금+투자자산	23.9	19.6	30.7	32.4	24.1
자본구조(%)					
차입금	10.0	40.7	36.2	42.0	51.3
자기자본	90.0	59.3	63.8	58.0	48.7

[Compliance Notice]

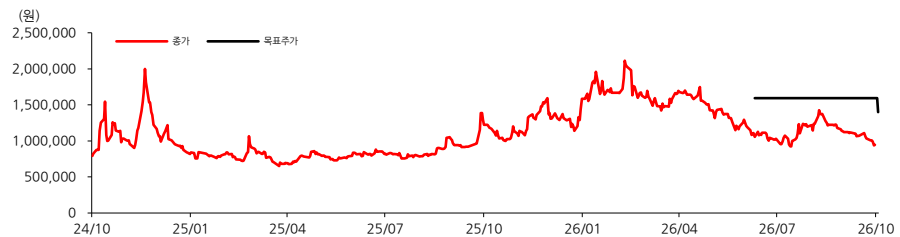
(공표일: 2026년 10월 19일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (권지우)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[고려아연 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2026.06.26	2026.06.26	2026.08.11	2026.10.19	
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	
목표가격		권지우	1,593,000	1,593,000	1,400,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2026.06.26	Buy	1,593,000	-29.79	-10.42
2026.10.19	Buy	1,400,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2026년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.4%	3.6%	0.0%	100.0%