

고려아연 (010130)

희소금속, 더 커진 무게감

2Q25(P): 매출액 3.8조원, 영업이익 2,590억원

영업이익, 당사 추정(2,700억원) 및 Consensus(2,790억원) 부합

1) 별도: 영업이익 2,660억원으로 당사 추정(2,600억원) 부합. 아연 및 연 판매량 각각 당사 추정 -10%, -11% 하회한 15.1만톤, 10만톤 기록. 하지만 금 판매량이 당사 추정을 +23% 상회했으며 전분기비 희소금속 매출총이익 개선 폭 또한 당사 예상(+180억원)보다 높은 +560억원 시현. 전분기비 매출총이익 감소 요인으로 TC 하락 영향 약 -200억원과 원화 강세 및 금속가격 하락 영향 약 -700억원 발생 관측. 2) 종속회사: SMC 4개 분기 만에 영업흑자 기록. KZ Trading은 미국 알루미늄 수입 관세가 부정적 영향 미치며 영업적자 시현. 전반적인 자회사 실적 부진에 따라 연결 영업이익은 별도 영업이익 하회

2H25, 판매량 확대 vs 원화 강세

'25년 연간 판매량 가이드스 대비 상반기 주요 금속 판매량은 아연 47%, 연 45%, 동 48%, 금 69%, 은 53% 기록. 연 대비 귀금속 달성률이 높은 이유는 부산물 비중이 높은 정광을 구매한 결과로 추정. 낮은 제련수수료 등은 연 수익성에 부정적 영향을 주고 있지만 부산물 수익성이 이를 상쇄하고 있다고 판단. 아연 및 연 등의 하반기 판매량은 상반기 대비 증가할 것으로 전망. 2Q 내 진행했던 원화 강세는 7월 이후 방향성을 달리하며 원화 약세를 보이고 있지만 여전히 분기 평균은 더 낮은 상황. 하반기는 환율이 실적에 부정적 요소가 될 수 있으나 판매량 확대가 수익성 만회 요인이 될 것으로 판단.

'25년 주주환원, 배당보다는 자사주 소각 통해 실시

'23~'24년 실시했던 반기 배당(10,000원/주)은 '25년 없을 것으로 예상. 하지만 '24년 10월 공개 매수 통해 취득한 자사주(약 204만주)를 하반기 중 전량 소각 예정(1/3은 6월 소각 실시). 취득단가 기준 약 1.8조원 수준으로 자사주 소각 만으로도 총주주환원율은 약 200% 수준으로 전망. 기말 배당 수준에 따라 총주주환원율은 더 높아질 가능성 존재.



이현수 철강/비철금속
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

NOT RATED (M)

목표주가 - (M)

직전 목표주가 -

현재주가 (8/7) **815,000원**

상승여력 -

시가총액	163,190억원
총발행주식수	18,663,253주
60일 평균 거래대금	181억원
60일 평균 거래량	22,469주
52주 고/저	2,000,000원 / 508,000원
외인지분율	12.01%
배당수익률	1.74%
주요주주	와이피씨 외 9인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.3)	5.7	60.4
상대	(6.5)	(15.7)	27.7
절대 (달러환산)	(2.3)	7.0	59.9

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q25P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,825	25.1	-0.2	3,714	3.0
영업이익	259	-3.5	-4.4	279	-7.0
세전계속사업이익	423	68.8	77.2	252	68.1
지배순이익	332	87.7	104.0	167	99.0
영업이익률 (%)	6.8	-2.0 %pt	-0.3 %pt	7.5	-0.7 %pt
지배순이익률 (%)	8.7	+2.9 %pt	+4.5 %pt	4.5	+4.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	9,705	12,053	15,589	15,824
영업이익	660	723	1,073	1,063
지배순이익	527	191	856	833
PER	19.6	70.8	19.2	18.3
PBR	1.1	1.6	1.9	1.8
EV/EBITDA	9.7	15.1	13.3	12.9
ROE	5.7	2.3	11.3	10.4

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

[표-1] 고려아연 실적 추정

(단위: 십억원)

		2024	2025E	YoY	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	QoQ	YoY	3Q25E	4Q25E
원/달러	3개월 전	1,345	1,408	4.7%	1,380	1,321	1,330	1,371	1,356	1,399	1,453	3.8%	9.3%	1,399	1,379
	당월	1,364	1,403	2.8%	1,380	1,330	1,371	1,356	1,399	1,453	1,399	-3.7%	2.0%	1,379	1,380
금속가격	아연	2,733	2,771	1.4%	2,801	2,459	2,720	2,767	2,986	2,884	2,716	-5.8%	-0.1%	2,714	2,770
(전월)	연	2,073	1,970	-5.0%	2,003	2,066	2,136	2,083	2,008	1,956	1,965	0.4%	-8.0%	1,980	1,980
(달러/톤)	동	9,102	9,500	4.4%	9,735	8,350	9,434	9,335	9,290	9,080	9,481	4.4%	0.5%	9,770	9,670
(달러/온스)	금	2,337	3,157	35.1%	3,355	2,031	2,283	2,398	2,638	2,749	3,167	15.2%	38.7%	3,348	3,364
	은	27.7	34.6	24.7%	36.8	23.2	27.2	29.3	31.2	31.0	32.8	5.9%	20.6%	36.9	37.6
금속가격	아연	2,777	2,751	-1.0%	2,804	2,446	2,836	2,780	3,048	2,835	2,639	-6.9%	-6.9%	2,750	2,779
(당월)	연	2,070	1,971	-4.8%	2,004	2,075	2,167	2,035	2,004	1,970	1,946	-1.2%	-10.2%	1,980	1,987
(달러/톤)	동	9,145	9,568	4.6%	9,735	8,447	9,754	9,205	9,175	9,353	9,514	1.7%	-2.5%	9,704	9,703
(달러/온스)	금	2,388	3,219	34.8%	3,350	2,074	2,338	2,479	2,660	2,865	3,289	14.8%	40.7%	3,348	3,375
	은	28.3	35.2	24.6%	36.6	23.4	28.9	29.5	31.3	31.9	33.7	5.6%	16.8%	37.4	37.7
매출액		12,053	15,589	29.3%	15,824	2,375	3,058	3,207	3,413	3,833	3,825	-0.2%	25.1%	3,904	4,026
	비철금속 제조	9,424	11,862	25.9%	12,131	2,083	2,348	2,416	2,577	2,864	2,909	1.6%	23.9%	2,972	3,118
	(별도)	8,089	10,020	23.9%	10,282	1,814	1,988	2,029	2,258	2,389	2,461	3.0%	23.8%	2,513	2,656
	(별도 외)	1,335	1,843	38.0%	1,849	270	360	387	319	475	447	-5.9%	24.3%	458	461
	그 외 사업부문	3,182	4,508	41.7%	4,488	362	846	948	1,026	1,163	1,099	-5.6%	29.8%	1,131	1,115
	(연결조정 등)	-554	-781	-	-795	-70	-136	-158	-191	-195	-182	-	-	-199	-206
영업이익		723	1,073	48.3%	1,063	185	269	150	120	271	259	-4.4%	-3.5%	270	273
	이익률	6.0%	6.9%	0.9%p	6.7%	7.8%	8.8%	4.7%	3.5%	7.1%	6.8%	-0.3%p	-2.0%p	6.9%	6.8%
	비철금속 제조	740	1,060	43.2%	1,050	192	263	155	130	266	256	-3.7%	-2.4%	266	271
	(OPM)	7.8%	8.9%	1.1%p	8.7%	9.2%	11.2%	6.4%	5.1%	9.3%	8.8%	-0.5%p	-2.4%p	8.9%	8.7%
	(별도)	814	1,075	32.1%	1,037	191	257	179	187	273	266	-2.3%	3.5%	266	270
	(OPM)	10.1%	10.7%	0.7%p	10.1%	10.5%	12.9%	8.8%	8.3%	11.4%	10.8%	-0.6%p	-2.1%p	10.6%	10.2%
	(별도 외)	-74	-16	적지	13	1	5	-24	-56	-7	-10	적지	적전	0	1
	(OPM)	-5.6%	-0.8%	4.7%p	0.7%	0.4%	1.4%	-6.3%	-17.6%	-1.4%	-2.3%	-0.9%p	-3.7%p	0.1%	0.2%
	그 외 사업부문	-9	14	흑전	13	-4	9	-7	-7	7	1	-82.3%	-86.5%	4	3
	(OPM)	-0.3%	0.3%	0.6%p	0.3%	-1.1%	1.0%	-0.8%	-0.7%	0.6%	0.1%	-0.5%p	-0.9%p	0.3%	0.2%
	(연결조정 등)	-7	-1	-	0	-3	-3	2	-3	-2	2	-	-	0	-1
세전이익		293	1,146	291.9%	1,118	153	251	219	-330	239	423	77.2%	68.8%	247	238
	이익률	2.4%	7.4%	4.9%p	7.1%	6.4%	8.2%	6.8%	-9.7%	6.2%	11.1%	4.8%p	2.9%p	6.3%	5.9%
지배순이익		191	856	348.1%	833	107	177	156	-249	163	332	104.0%	87.7%	184	177
	이익률	1.6%	5.5%	3.9%p	5.3%	4.5%	5.8%	4.9%	-7.3%	4.2%	8.7%	4.4%p	2.9%p	4.7%	4.4%

자료: 유안타증권, 주: 부문별 수치는 연결조정 전 기준, 잠정실적 분기 부문별 매출액 및 영업이익은 당사 추정

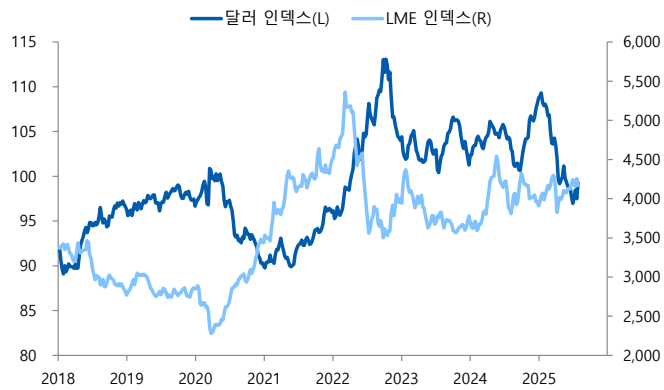
[표-2] 고려아연 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	2Q25E	2025E	2026E	2Q25P	2025E	2026E	2Q25P	2025E	2026E
매출액	3,759	15,126	15,675	3,825	15,589	15,824	1.8%	3.1%	0.9%
영업이익	270	1,060	1,116	259	1,073	1,063	-3.9%	1.2%	-4.7%
OPM	7.2%	7.0%	7.1%	6.8%	6.9%	6.7%	-0.4%p	-0.1%p	-0.4%p
지배순이익	188	702	761	332	856	833	76.6%	21.8%	9.4%

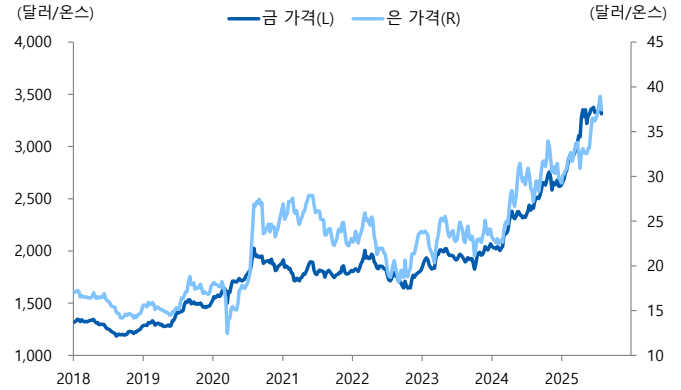
자료: 유안타증권

[그림-1] 달러 인덱스와 LME 인덱스



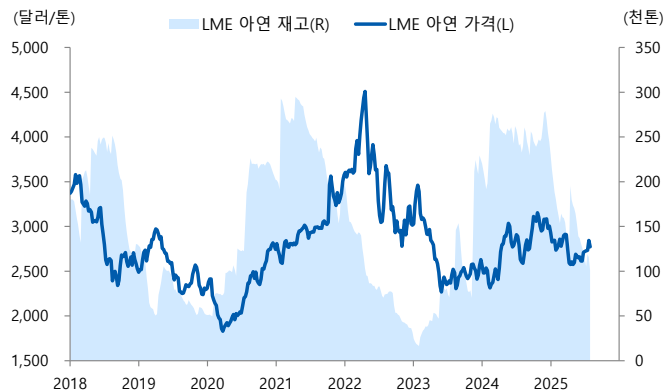
자료: Bloomberg

[그림-2] 귀금속 가격



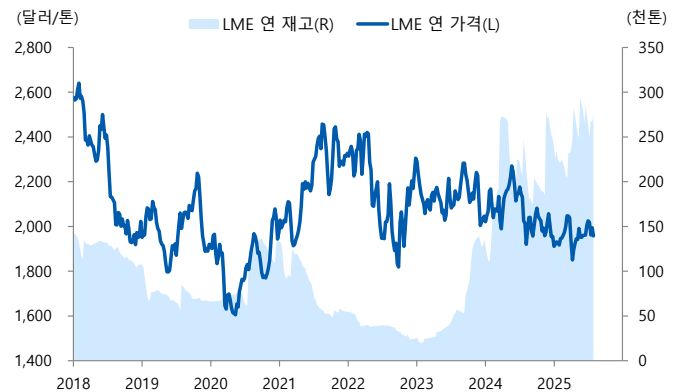
자료: Bloomberg

[그림-3] LME 아연 가격 및 재고



자료: Bloomberg

[그림-4] LME 연 가격 및 재고



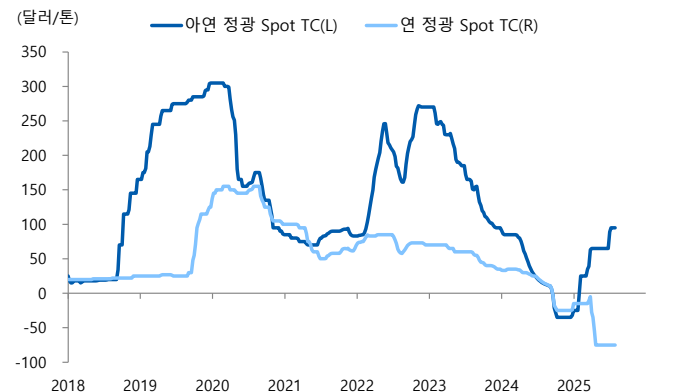
자료: Bloomberg

[그림-5] LME 전기동 가격 및 재고



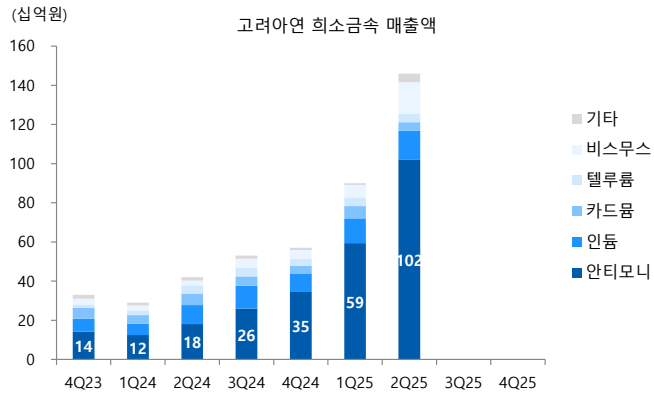
자료: Bloomberg

[그림-6] 중국 수입 아연 정광 및 연 정광 Spot TC



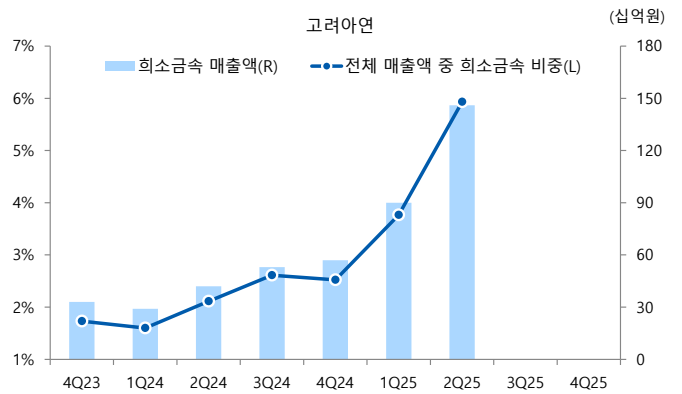
자료: Bloomberg

[그림-7] 고려아연 희소금속 매출액



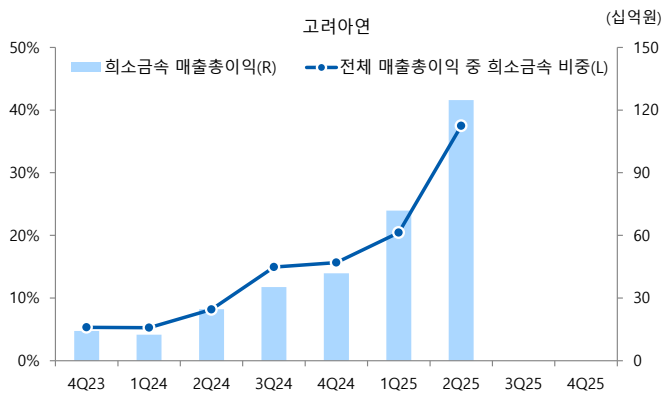
자료: 고려아연

[그림-8] 고려아연 희소금속 매출액 및 비중



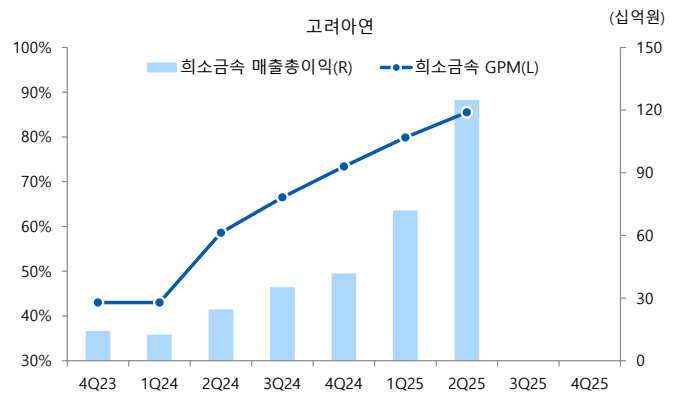
자료: 고려아연

[그림-9] 고려아연 희소금속 매출총이익 및 비중



자료: 고려아연

[그림-10] 고려아연 희소금속 매출총이익률



자료: 고려아연

고려아연 (010130) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,705	12,053	15,589	15,824	16,230
매출원가	8,743	10,912	13,964	14,199	14,525
매출총이익	962	1,141	1,625	1,625	1,704
판매비	302	417	552	562	576
영업이익	660	723	1,073	1,063	1,128
EBITDA	979	1,076	1,475	1,530	1,649
영업외손익	68	-431	73	55	62
외환관련손익	-16	-174	-2	211	211
이자손익	32	-36	-114	-102	-104
관계기업관련손익	-29	-111	-20	-20	-20
기타	80	-110	209	-34	-24
법인세비용차감전순이익	728	293	1,146	1,118	1,190
법인세비용	195	98	295	291	309
계속사업순이익	533	195	851	827	881
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	533	195	851	827	881
지배지분순이익	527	191	856	833	886
포괄순이익	460	394	876	827	881
지배지분포괄이익	454	384	877	828	882

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	821	516	2,504	3,216	3,167
당기순이익	533	195	851	827	881
감가상각비	312	340	389	455	509
외환손익	-16	128	27	-211	-211
중속, 관계기업관련손익	29	111	20	20	20
자산부채의 증감	239	-458	992	1,878	1,723
기타현금흐름	-276	201	224	246	246
투자활동 현금흐름	-622	-1,355	-261	-1,001	-1,006
투자자산	-195	-288	-5	0	-1
유형자산 증가 (CAPEX)	-419	-1,113	-916	-1,000	-1,000
유형자산 감소	3	1	0	0	0
기타현금흐름	-12	45	660	-1	-5
재무활동 현금흐름	-316	1,098	-149	-153	84
단기차입금	-167	2,749	-204	301	403
사채 및 장기차입금	89	1,291	81	0	0
자본	541	-3	0	0	0
현금배당	-599	-315	-3	-454	-318
기타현금흐름	-179	-2,624	-24	0	0
연결범위변동 등 기타	13	-42	-2,090	-1,882	-1,869
현금의 증감	-104	217	4	181	377
기초 현금	781	677	894	897	1,078
기말 현금	677	894	897	1,078	1,455
NOPLAT	660	723	1,073	1,063	1,128
FCF	402	-597	1,588	2,216	2,167

자료: 유안타증권

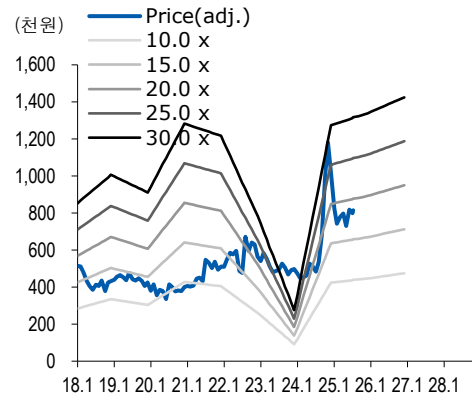
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	5,572	7,567	7,318	7,437	7,988
현금및현금성자산	677	894	897	1,078	1,455
매출채권 및 기타채권	591	864	969	956	987
재고자산	2,638	3,780	4,103	4,051	4,182
비유동자산	6,474	7,225	7,860	8,393	8,873
유형자산	3,869	4,819	5,358	5,903	6,394
관계기업 등 지분관련 자산	491	335	333	333	333
기타투자자산	1,030	729	824	825	825
자산총계	12,046	14,792	15,177	15,830	16,861
유동부채	1,903	6,366	5,778	6,058	6,522
매입채무 및 기타채무	1,061	1,844	1,832	1,809	1,867
단기차입금	619	3,320	3,094	3,394	3,794
유동성장기부채	74	26	332	332	332
비유동부채	501	831	1,310	1,311	1,315
장기차입금	165	480	256	256	256
사채	4	0	700	700	700
부채총계	2,404	7,197	7,089	7,369	7,837
지배지분	9,390	7,334	7,836	8,215	8,783
자본금	105	105	105	105	105
자본잉여금	1,622	1,619	1,619	1,619	1,619
이익잉여금	7,843	7,601	6,505	6,883	7,452
비지배지분	252	262	252	247	241
자본총계	9,642	7,595	8,089	8,461	9,024
순차입금	-1,066	2,425	3,013	3,134	3,154
총차입금	1,044	5,084	4,961	5,263	5,665

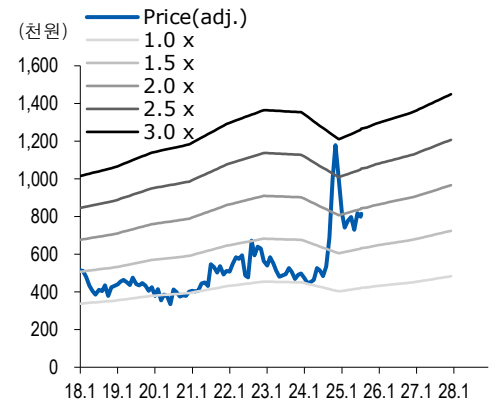
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	26,127	9,190	42,447	44,618	47,488
BPS	451,351	403,756	431,092	451,902	483,159
EBITDAPS	48,506	51,801	73,149	81,980	88,332
SPS	480,872	580,162	773,328	847,843	869,601
DPS	15,000	17,500	15,000	17,500	20,000
PER	19.6	70.8	19.2	18.3	17.2
PBR	1.1	1.6	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	9.7	15.1	13.3	12.9	12.0
PSR	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-13.5	24.2	29.3	1.5	2.6
영업이익 증가율 (%)	-28.2	9.6	48.3	-0.9	6.1
지배순이익 증가율 (%)	-32.5	-63.8	348.1	-2.7	6.4
매출총이익률 (%)	9.9	9.5	10.4	10.3	10.5
영업이익률 (%)	6.8	6.0	6.9	6.7	6.9
지배순이익률 (%)	5.4	1.6	5.5	5.3	5.5
EBITDA 마진 (%)	10.1	8.9	9.5	9.7	10.2
ROIC	7.0	6.1	8.6	7.9	7.9
ROA	4.4	1.4	5.7	5.4	5.4
ROE	5.7	2.3	11.3	10.4	10.4
부채비율 (%)	24.9	94.8	87.6	87.1	86.8
순차입금/자기자본 (%)	-11.4	33.1	38.5	38.1	35.9
영업이익/금융비용 (배)	15.6	6.1	6.2	6.6	6.6

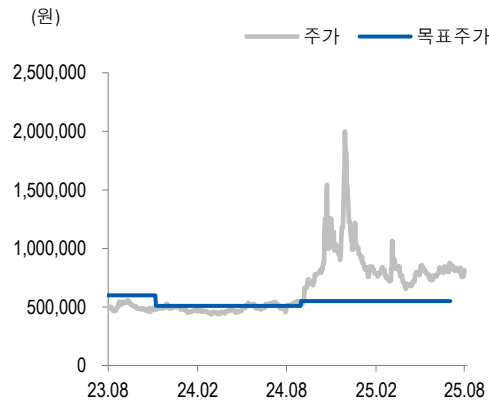
P/E band chart



P/B band chart



고려아연 (010130) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-08-08	Not Rated	-	1년		
2025-07-10	Not Rated	-	1년		
2024-09-06	HOLD	550,000	1년	60.32	263.64
2023-11-13	HOLD	510,000	1년	-4.15	7.45
2023-06-30	BUY	600,000	1년	-17.71	-7.17

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.5
Hold(중립)	6.5
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-08-07

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 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 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 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: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%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.