

고려아연 (010130)

이태환

taehwan.lee@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월 목표주가

750,000

상향

현재주가

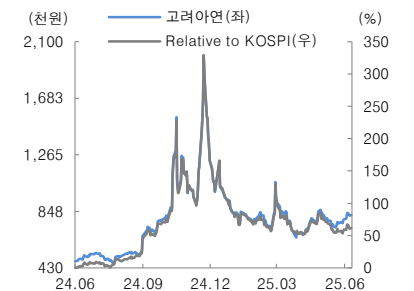
818,000

(25.06.23)

비철금속업종

KOSPI	3014.47
시가총액	16,935십억원
시가총액비중	0.77%
자본금(보통주)	94십억원
52주 최고/최저	2,000,000원 / 454,500원
120일 평균거래대금	330억원
외국인지분율	12.01%
주요주주	와이피씨 외 9 인 28.20% 최윤범 외 51 인 15.74%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.1	-3.5	-25.8	64.3
상대수익률	-9.6	-15.4	-39.9	51.7



희소금속=썬스틸러

- 연결 영업이익 2,688억원(+0.0% yoy) 전망. 기존 추정치 대비 크게 상향
- 희소금속 가격 강세로 우수한 별도 이익 전망되며, 연결 자회사도 개선
- 전통 업황은 침체되었으나, 고수익성 귀금속·희소금속 판매로 극복 중

투자 의견 시장수익률 유지, 목표주가 750,000원 상향(+7.1%)

목표주가는 12MF BPS 409,280원에 타깃 PBR 1.66배(과거 귀금속 가격 상승기 평균을 10% 할증)를 적용한 기업 가치를 향후 소각 예정 자기주식 204만주를 차감한 예상 주식수(1,866만주)로 나누어 산출

2Q25 Preview 희소금속=썬스틸러

2Q25 연결기준 매출액 3.7조원(+21.1% yoy), 영업이익 2,688억원(+0.0% yoy), 영업이익률 7.3%(-1.5%p yoy) 예상. 기존 추정치 대비 크게 상향 조정

전분기 대비 평균 메탈가격(1개월 래깅 기준)은 귀금속(금 +15%, 은 +6%) 중심으로 강세가 실현된 반면, 환율 하락과 큰 폭의 TC 하락(아연 \$165→\$80, 연 \$90→\$30) 등 실적 저하 요인이 발생. 다만, 작년부터 눈에 띄게 매출과 이익 기여 상승이 나타나고 있는 희소금속 사업이 실적을 견인할 것으로 추정. 중국 희토류 수출 통제 이후 동사가 생산하는 안티모니(Sb), 인듐(In), 비스무스(Bi) 등의 희소금속 가격 강세가 지속되고 있어, 1분기 희소금속 GPM 80% 수준의 마진을 이번 분기에도 기대할 수 있을 것. 과거보다 이익 체력이 더 우수해졌음

연결자회사 실적은 정상가동 중인 SMC, 켄코, KPC 등이 2분기에 흑자전환 가능할 것으로 전망되어 하반기로 갈 수록 이익 기여가 늘어날 것으로 판단

업황을 극복 중입니다

전통적인 아연, 연 제련 업황은 여전히 침체되어 있으나, 고수익성 귀금속·희소금속 판매비중을 늘려 업황을 극복 중. 점차 정상화되고 있는 자회사 실적 역시 긍정적. 다만, 여전히 예상 이익 규모 대비 밸류에이션 부담은 있는 구간으로 판단

(단위: 십억원, %)

구분	2024	1Q25	2Q25(F)				3Q25			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	3,058	3,833	3,382	3,703	21.1	-3.4	3,691	3,662	14.2	-1.1
영업이익	269	271	147	269	0.0	-0.9	296	273	82.3	1.7
순이익	177	163	43	132	-25.3	-18.8	164	124	-20.9	-6.4

자료: 고려아연, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,705	12,053	14,779	14,347	14,512
영업이익	660	723	1,084	1,034	1,274
세전순이익	728	293	794	679	1,031
총당기순이익	533	195	554	476	724
지배지분순이익	527	191	558	481	730
EPS	26,127	9,190	26,947	25,749	39,140
PER	19.1	109.5	30.4	31.8	20.9
BPS	465,299	353,002	364,264	414,588	438,596
PBR	1.1	2.8	2.2	2.0	1.9
ROE	5.7	2.3	7.5	6.3	9.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 고려아연, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	13,461	13,305	14,779	14,347	9.8	7.8
판매비와 관리비	457	447	511	496	11.8	11.0
영업이익	631	751	1,084	1,034	71.8	37.6
영업이익률	4.7	5.6	7.3	7.2	2.6	1.6
영업외손익	-343	-378	-290	-355	적자유지	적자유지
세전순이익	288	373	794	679	175.3	81.8
지배지분순이익	211	274	558	481	164.9	75.2
순이익률	1.6	2.0	3.7	3.3	2.2	1.3
EPS(지배지분순이익)	10,171	13,252	26,947	25,749	164.9	94.3

자료: 고려아연, 대신증권 Research Center

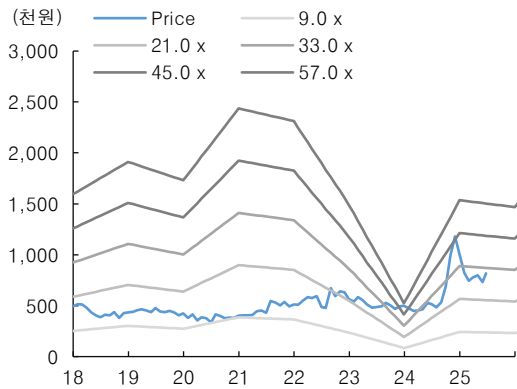
고려아연 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

		비고
BPS	409,280	고려아연 12MF BPS
Target PBR	1.66	과거 귀금속 가격 상승기(2016)의 평균 PBR 을 10% 할증 적용
적정주가	677,972	BPS * Target PBR
적정 시가총액	14,06조원	677,972원 * 기존 발행주식수 20,703,283주
목표주가	750,000원	14,06조원 / 18,663,253주(공개매수 자기주식 204만30주 소각 감안) = 752,079원 ≒ 750,000원
현재주가	818,000원	2025.06.23 기준
상승여력(%)	-9.7%	

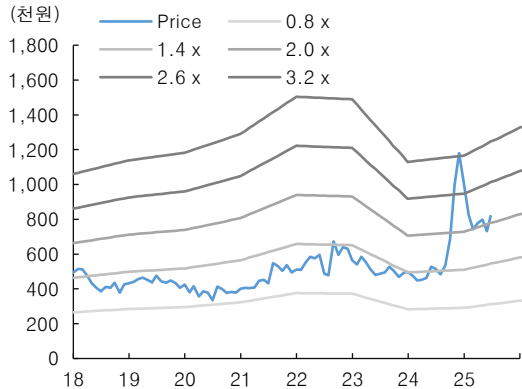
자료: 대신증권 Research Center

고려아연 12MF PER 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

고려아연 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

고려아연 분기/연간 실적 추정

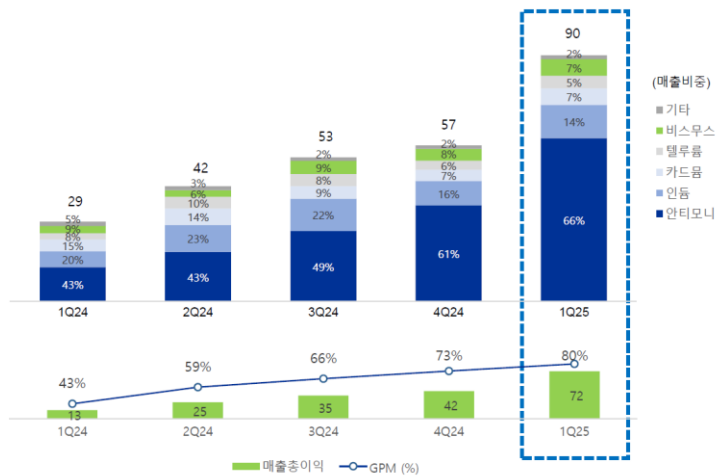
(단위: 십억원, %, 천톤, 천원/톤, 달러/톤)

(단위)		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
별도 매출액	(십억원)	1,814	1,988	2,029	2,258	2,389	2,355	2,300	2,263	8,089	9,307
YoY	(%)	-0.1%	11.2%	13.8%	18.5%	31.7%	18.5%	13.3%	0.2%	10.9%	15.1%
QoQ	(%)	-4.8%	9.6%	2.1%	11.3%	5.8%	-1.4%	-2.3%	-1.6%		
아연 매출액	(십억원)	596	599	593	773	656	651	605	586	2,561	2,498
연 매출액	(십억원)	354	369	334	364	339	340	327	322	1,421	1,327
금 매출액	(십억원)	155	172	188	233	358	325	320	330	748	1,333
은 매출액	(십억원)	501	586	655	641	747	725	724	714	2,383	2,911
구리 매출액	(십억원)	85	107	104	94	112	109	110	107	390	438
아연 판매량	(천톤)	169	152	146	176	146	161	154	154	643	615
연 판매량	(천톤)	115	113	103	115	104	109	108	109	446	430
금 판매량	(kg)	1,753	1,667	1,740	1,953	2,475	2,155	2,081	2,166	7,113	8,876
은 판매량	(톤)	501	497	511	464	515	492	491	485	1,973	1,982
구리 판매량	(천톤)	7	8	7	8	8	8	8	7	31	32
아연 ASP	(\$/MT)	2,654	2,866	2,996	3,138	3,023	2,862	2,804	2,753	2,913	2,861
연 ASP	(\$/MT)	2,310	2,392	2,388	2,263	2,191	2,209	2,165	2,129	2,338	2,174
금 ASP	(\$/g)	67	75	80	85	98	107	110	110	77	106
은 ASP	(\$/kg)	752	861	943	986	980	1,043	1,054	1,062	886	1,035
구리 ASP	(\$/MT)	8,492	9,786	9,189	9,205	9,604	9,726	9,896	9,883	9,168	9,777
별도 영업이익	(십억원)	191	257	179	187	273	263	268	265	814	1,068
YoY	(%)	23.1%	56.3%	7.5%	-15.6%	43.0%	2.2%	49.3%	42.0%	15.1%	31.3%
QoQ	(%)	-13.8%	35.0%	-30.4%	4.2%	46.1%	-3.6%	1.7%	-0.9%		
별도 OPM	(%)	10.5%	12.9%	8.8%	8.3%	11.4%	11.2%	11.6%	11.7%	10.1%	11.5%
아연 TC	(십억원)	274	165	165	165	165	80	80	80	192	101
연 TC	(십억원)	110	85	85	85	85	50	50	50	91	59
연결 매출액	(십억원)	2,375	3,058	3,207	3,413	3,833	3,703	3,662	3,580	12,053	14,779
YoY	(%)	-6.0%	23.8%	39.8%	41.3%	61.4%	21.1%	14.2%	4.9%	24.2%	22.6%
QoQ	(%)	-1.6%	28.7%	4.9%	6.4%	12.3%	-3.4%	-1.1%	-2.2%		
연결 영업이익	(십억원)	185	269	150	120	271	269	273	271	723	1,084
YoY	(%)	26.6%	72.6%	-6.5%	-39.3%	46.9%	0.0%	82.3%	125.0%	9.6%	49.8%
QoQ	(%)	-6.8%	45.6%	-44.2%	-19.8%	125.5%	-0.9%	1.7%	-1.0%		
연결 OPM	(%)	7.8%	8.8%	4.7%	3.5%	7.1%	7.3%	7.5%	7.6%	6.0%	7.3%
연결 당기순이익	(십억원)	112	175	153	(246)	162	131	122	138	195	554
지배주주순이익	(십억원)	107	177	156	(249)	163	132	124	140	191	558
YoY	(%)	-23.6%	46.6%	102.7%	-231.1%	52.1%	-25.3%	-20.9%	-156.1%	-63.8%	192.1%
QoQ	(%)	-43.7%	65.4%	-11.5%	-259.2%	-165.3%	-18.8%	-6.4%	13.0%		

자료: 대신증권 Research Center

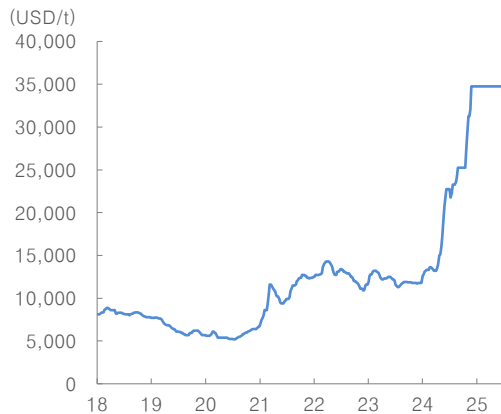
희소금속(Minor Metal) 실적 추이

분기별 매출액 추이 (희소금속) (십억원)



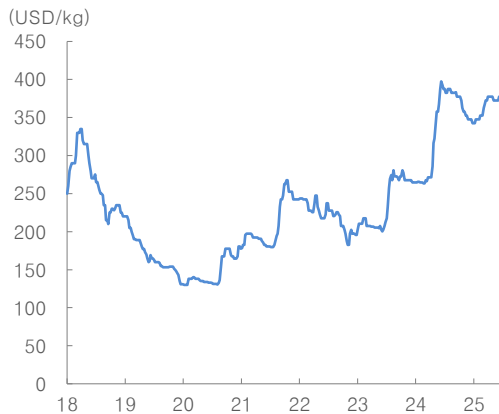
자료: 고려아연, 대신증권 Research Center

안티모니(Sb) 가격



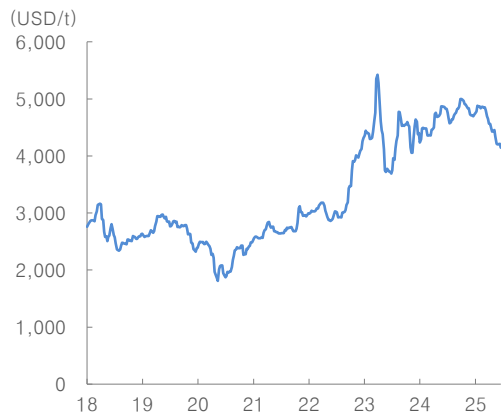
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

인듐(In) 가격



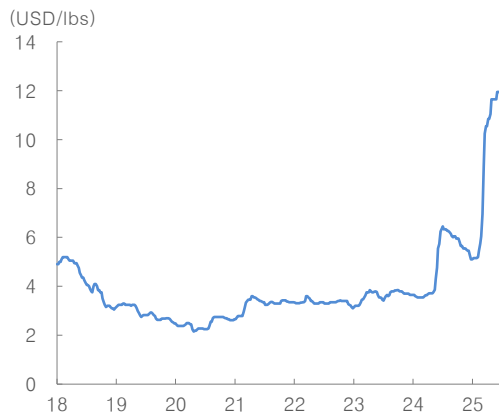
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

카드뮴(Cd) 가격



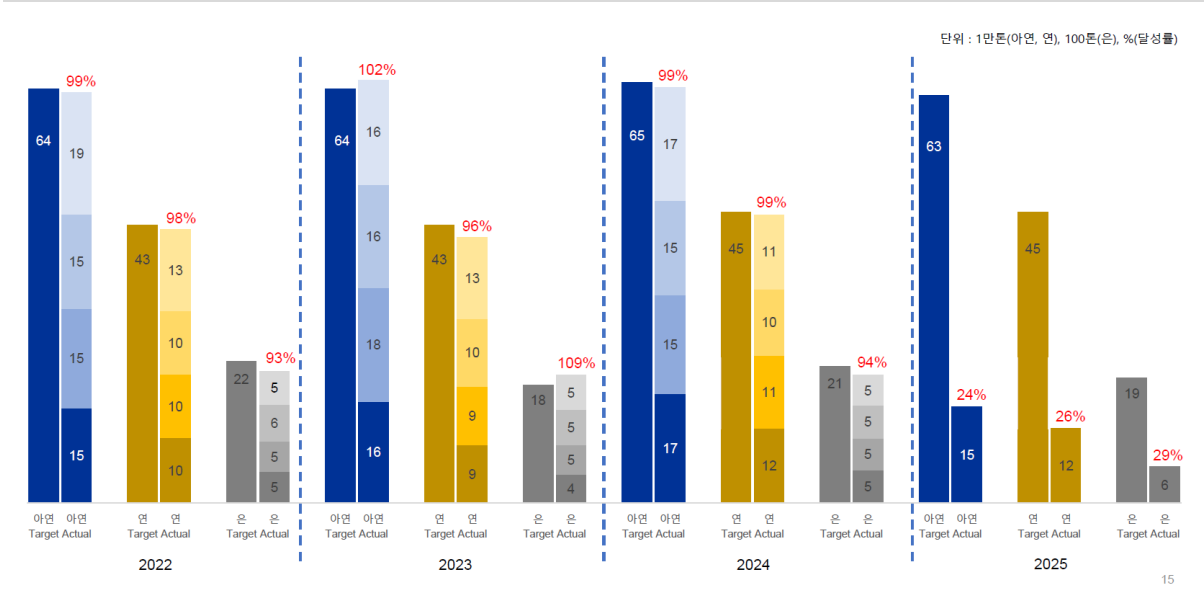
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

비스무스(Bi) 가격



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

최근 3개년 판매계획 대비 달성 및 '25년 판매계획



자료: 고려아연, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

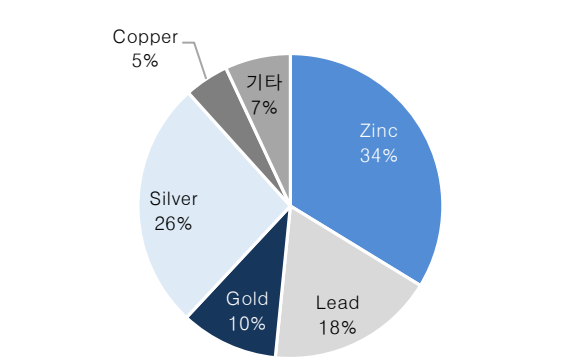
- 영풍그룹 계열사로 분류되는 국내 최대의 비철금속 제련업체
- 주력사업은 아연, 연(납) 주괴 생산 및 판매이며, 이외 부산물로 생산되는 금, 은 등의 귀금속을 판매
- 국내 온산에 위치한 일관제련소와 호주 SMC 아연제련소를 운영. 중속회사인 징크옥사이드코퍼레이션, 서린상사 등이 연결 반영
- 자산 14조 3,835억원, 부채 6조 7,293억원, 자본 7조 6,541억원
- 발행주식 수: 20,703,283주 / 자기주식수: 2,533,402주

주가 변동요인

- 아연, 연 Benchmark Treatment Charge 계약
- 아연, 연, 금, 은 등 금속가격 추이
- 주요 비철금속 광석 수급 전망

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 재무제표는 2025년 3월 기준
자료: 고려아연, 대신증권 Research Center

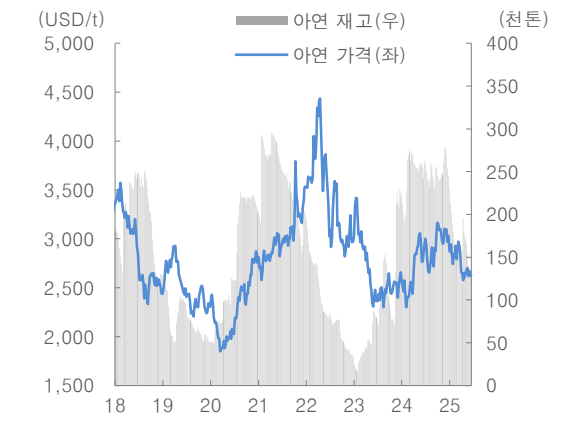
매출 비중 추이



주: 2024년 매출액 기준
자료: 고려아연, 대신증권 Research Center

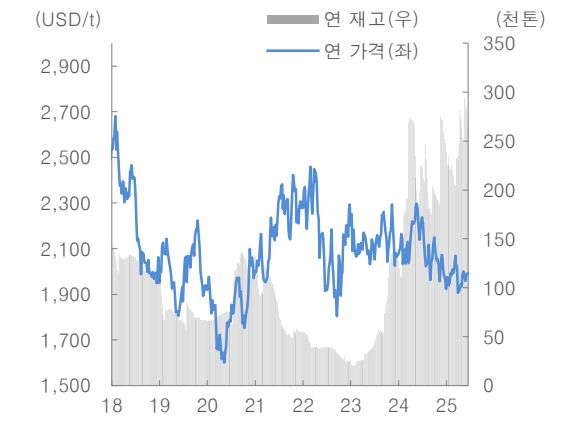
Earnings Driver

LME 아연(Zinc) 3M 선물 가격



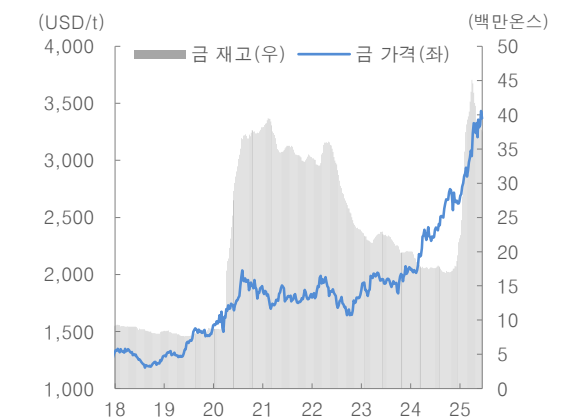
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

LME 연(Lead) 3M 선물 가격



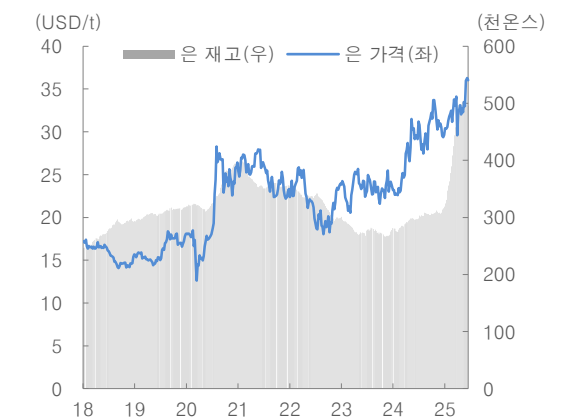
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

CMX 금(Gold) 현물 가격



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

CMX 은(Silver) 현물 가격



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,706	12,053	14,779	14,347	14,512
매출원가	8,743	10,912	13,184	12,818	12,744
매출총이익	962	1,141	1,595	1,529	1,768
판매비와관리비	302	417	511	496	493
영업이익	660	723	1,084	1,034	1,274
영업이익률	6.8	6.0	7.3	7.2	8.8
EBITDA	979	1,076	1,414	1,362	1,602
영업외손익	68	-431	-290	-355	-243
관계기업손익	-29	-111	-63	-101	-90
금융수익	323	259	326	304	308
외환관련이익	81	84	76	76	76
금융비용	-207	-499	-516	-487	-401
외환관련손실	21	144	33	33	33
기타	-19	-80	-37	-71	-60
법인세비용차감전순이익	728	293	794	679	1,031
법인세비용	-195	-98	-240	-202	-307
계속사업순이익	533	195	554	476	724
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	533	195	554	476	724
당기순이익률	5.5	1.6	3.7	3.3	5.0
비배지분순이익	6	4	-4	-4	-6
지배지분순이익	527	191	558	481	730
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-7	20	20	20	20
포괄순이익	460	394	753	676	923
비배지분포괄이익	6	10	-5	-6	-8
지배지분포괄이익	454	384	758	682	931

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	26,127	9,190	26,947	25,749	39,140
PER	19.1	109.5	30.4	31.8	20.9
BPS	465,299	353,002	364,264	414,588	438,596
PBR	1.1	2.8	2.2	2.0	1.9
EBITDAPS	48,506	51,801	68,317	72,998	85,819
EV/EBITDA	9.8	21.9	14.3	14.6	12.2
SPS	480,872	580,162	714,018	768,743	777,544
PSR	1.0	1.7	1.1	1.1	1.1
CFPS	47,988	54,889	71,627	74,860	92,994
DPS	15,000	17,500	17,500	17,500	17,500

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-13.5	24.2	22.6	-2.9	1.1
영업이익 증가율	-28.2	9.6	49.8	-4.6	23.3
순이익 증가율	-33.2	-63.5	184.3	-14.0	52.0
수익성					
ROIC	6.9	6.0	8.1	7.5	9.3
ROA	5.5	5.4	7.2	6.8	8.3
ROE	5.7	2.3	7.5	6.3	9.2
안정성					
부채비율	24.9	94.8	95.1	89.7	84.9
순차입금비율	-11.1	31.9	37.9	33.7	27.7
이자보상배율	15.6	6.1	7.8	8.0	10.3

자료: 고려이연, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	5,572	7,567	7,963	7,926	8,368
현금및현금성자산	677	894	211	287	608
매출채권 및 기타채권	591	864	1,046	1,017	1,028
재고자산	2,638	3,780	4,635	4,500	4,552
기타유동자산	1,666	2,029	2,070	2,122	2,180
비유동자산	6,474	7,225	7,254	7,248	7,255
유형자산	3,869	4,819	4,800	4,783	4,768
관계기업투자금	491	335	361	349	349
기타비유동자산	2,114	2,072	2,093	2,115	2,138
자산총계	12,046	14,792	15,216	15,173	15,623
유동부채	1,903	6,366	6,819	6,571	6,566
매입채무 및 기타채무	1,061	1,844	2,206	2,149	2,170
차입금	619	3,320	3,154	2,996	2,996
유동성채무	74	26	289	260	234
기타유동부채	148	1,176	1,170	1,166	1,165
비유동부채	501	831	596	603	610
차입금	165	480	238	235	233
전환증권	4	0	0	0	0
기타비유동부채	332	350	359	367	377
부채총계	2,404	7,197	7,415	7,174	7,176
자배지분	9,390	7,334	7,539	7,738	8,186
자본금	105	105	94	94	94
자본잉여금	1,622	1,619	1,619	1,619	1,619
이익잉여금	7,843	7,601	7,817	8,015	8,463
기타지분변동	-179	-1,991	-1,991	-1,991	-1,991
비배지분	252	262	262	262	262
자본총계	9,642	7,595	7,801	7,999	8,447
순차입금	-1,066	2,425	2,960	2,694	2,343

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	821	516	506	1,247	1,334
당기순이익	533	195	554	476	724
비현금항목의 가감	435	946	929	921	1,011
감가상각비	319	353	330	329	327
외환손익	-2	154	47	47	47
지분법평가손익	29	111	63	101	90
기타	89	328	488	444	547
자산부채의 증감	239	-458	-684	98	-50
기타현금흐름	-386	-167	-292	-248	-352
투자활동 현금흐름	-622	-1,355	-363	-327	-339
투자자산	-142	-292	-29	7	-4
유형자산	-416	-1,112	-299	-299	-299
기타	-65	49	-35	-35	-36
재무활동 현금흐름	-316	1,098	-511	-485	-324
단기차입금	-200	2,534	-166	-158	0
사채	0	987	-2	-2	-2
장기차입금	5	89	-240	0	0
유상증자	527	-3	-10	0	0
현금배당	-599	-315	-342	-282	-282
기타	-48	-2,195	250	-42	-39
현금의 증감	-104	217	-683	75	321
기초 현금	781	677	894	211	287
기말 현금	677	894	211	287	608
NOPLAT	483	482	756	726	895
FCF	365	-293	766	734	902

[Compliance Notice]

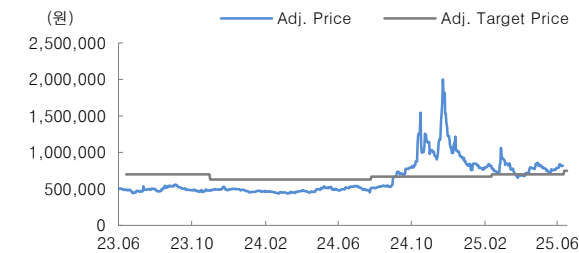
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이태환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

고려아연(010130) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.06.25	25.02.25	25.02.08	24.11.04	24.10.04	24.08.30
투자의견	Marketperform	Marketperform	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	750,000	700,000	670,000	670,000	670,000	670,000
과리율(평균%)		11.21	19.75	35.07	7.13	(12.81)
과리율(최대/최소%)		(6.71)	13.43	(23.88)	(23.88)	9.70

제시일자	24.08.08	24.07.15	24.05.13	24.05.06	24.04.16	24.04.01
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	670,000	630,000	630,000	630,000	630,000	630,000
과리율(평균%)	(21.04)	(20.95)	(18.75)	(25.01)	(25.14)	(25.01)
과리율(최대/최소%)	(18.36)	(14.76)	(14.13)	(15.87)	(15.87)	(15.87)

제시일자	24.02.06	24.01.10	23.12.07	23.12.02	23.11.13	23.10.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	630,000	630,000	630,000	630,000	630,000	700,000
과리율(평균%)	(24.84)	(22.99)	(21.44)	(21.09)	(22.03)	(29.51)
과리율(최대/최소%)	(15.87)	(15.87)	(15.87)	(15.87)	(21.11)	(20.43)

제시일자	23.09.27	23.08.31	23.08.24	23.08.03	23.06.26	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	700,000	700,000	700,000	700,000	700,000	
과리율(평균%)	(28.83)	(28.73)	(30.93)	(31.42)	(31.87)	
과리율(최대/최소%)	(20.43)	(20.43)	(22.14)	(23.14)	(23.14)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250621)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.1%	6.9%	0.0%

산업 투자의견
- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상