

고려아연 (010130)

견고해지는 전략적 위상 > 단기 모멘텀 둔화

26년 1분기까지 역대 최고 실적 지속 경신 전망

동사의 25.4Q에 역대 최대 실적 [연결 영업이익 4,290억원, +56.9% q-q] 을 달성했다. <표 1> 상반기 이익을 견인했던 희소 금속 가격 둔화 <그림 1> 및 분기 마지막 월[12월] 은[銀] 가격 폭등에 따른 판가/원가 불일치 <그림 2>로 인한 '일시적' 실적 부진 요인에도, 『1) 큰 폭의 매출 증가: 원/달러 환율 상승 및 아연/구리/귀금속 가격 강세 효과 <그림 3>, 2) 전분기 인식했던 1회성 인건비 효과 소멸』 등으로 별도 영업이익 [4,052억원 (+72.3% QoQ)]이 큰 폭으로 개선되었기 때문이다. 자회사 실적 역시 페달포인트 등 일부 자회사 적자를 SMC [아연], KZ Trading [알루미늄]의 큰 폭의 실적 개선이 상쇄하면서 양호한 흐름을 시험했다.

동사의 26.1Q 연결 영업이익 [5,530억원, +28.8% q-q]은 재차 역대 최고 실적을 경신할 전망이다. <표 2, 3>. 금 [25.4Q 3,936 달러 → 26.1Q 4,600달러], 은 [25.4Q 48달러 → 26.1Q 75달러], 구리 [25.4Q 10,510 달러 → 26.1Q 12,500달러] 등 주요 품목의 가격이 가파르게 상승하여 전분기 대비 매출이 큰 폭으로 증가하기 때문이다. 자회사 실적 역시 페달 포인트 등의 1회성 비용 효과가 소멸되면서 전분기 대비 개선될 것이다.

견고해지는 전략적 위상 > 단기 모멘텀 둔화

귀금속 랠리 등으로 가파르게 상승해온 동사 주가는 『1) 타이트한 정광 수급으로 인한 귀금속 등 판매량 둔화 <그림 4,5> 2) 귀금속 가격 정체: 은 등의 저평가 매력 희석 <그림 6>』 등의 이유로 일정 모멘텀 둔화 국면에 진입했다.

그러나 『1) 우호적인 Macro 환경: 경기 불확실성, 트럼프فع 달러 약세 기조에 근거한 상품 가격 강세 <그림 7>, 2) 중국 은 수출 금지 등 우호적 실물 수급』 <그림 8,9> 등 귀금속에 대한 펀더멘털은 양호하다. 귀금속 가격이 크게 조정 받을 가능성이 낮다는 의미이다. 따라서 고점 대비 하락한 현 수준의 귀금속/비철금속 가격을 가정하더라도 26년 동사의 큰 폭의 실적 개선은 명약관화하다. 참고로 당사가 추정한 26년 약 2조원의 영업이익은 [금 4,400달러, 은 65달러] 등 보수적 수치를 가정하여 산출하였다. 비싸다고 말하기 애매할 정도로 26년 EPS 및 ROE가 25년 대비 큰 폭으로 개선된다.

간과하지 말아야 할 것은 전략적 광물에 대한 차별화된 제련 능력을 보유한 동사의 가치의 지속적인 재평가가 이루어 질 것이라는 점이다. 현 시점 희토류, 희소금속, 구리 등 전략적 광물 확보 노력은 민간이 아닌 국가 주도로 진행 중이다. 미국은 지난주 전세계 55개국과 'FORGE [지전략적 자원전략 포럼] 이니셔티브'를 출범했고, 120억 달러 규모의 핵심 광물 비축 사업인 Project Vault [민간 자본 16.7억 달러와 미국 수출입은행의 100억달러의 15년 만기 대출을 결합해 희토류 등 핵심 광물을 비축]을 추진한다. 미국 정부는 중국이 전략 광물을 저가로 수출, 신규 광산 개발이 위축되는 것을 막기 위해 MP Materials 사례에서 보여준 '최소 가격제, 가격 하한제'를 공급망 구축 전략으로 제시했다. 정부가 제련 능력을 보유한 경쟁력 있는 민간 기업의 이익을 보장하면서까지 전략적 광물을 확보하겠다는 의미이다. 미국 정부의 크루서블 제련소 합작 투자 결정 역시 동사의 높아진 몸값을 입증하는 대목이다. 동사의 가장 핵심적인 투자포인트이다.

Company Brief

NR

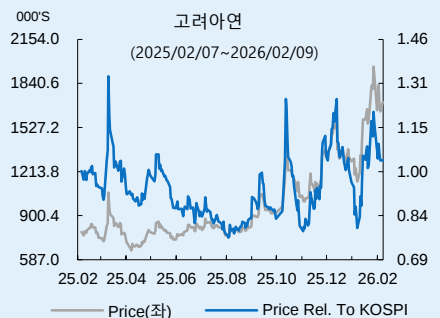
액면가 5,000원
증가(2026.02.10) 1,701,000원

Stock Indicator

자본금	105십억원
발행주식수	2,087만주
시가총액	35,672십억원
외국인지분율	9.5%
52주 주가	653,000~1,959,000원
60일평균거래량	68,342주
60일평균거래대금	97.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	49.6	66.6	116.3	124.9
상대수익률	34.1	36.5	51.3	14.7

Price Trend



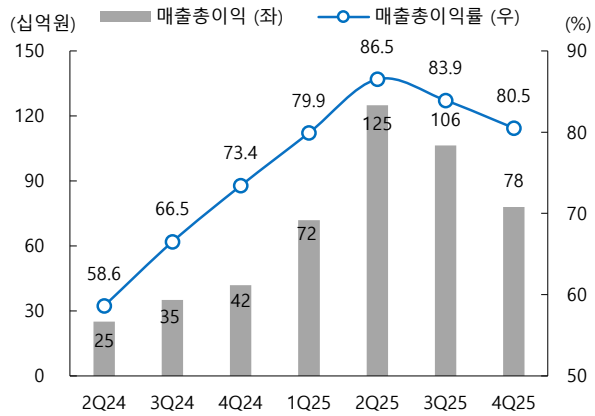
FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	12,053	16,581	21,291	21,417
영업이익(십억원)	723	1,232	2,024	1,962
순이익(십억원)	191	781	1,472	1,393
EPS(원)	9,190	37,715	70,686	66,717
BPS(원)	354,226	510,353	642,896	689,931
PER(배)	109.5	45.3	24.2	25.6
PBR(배)	2.8	3.3	2.7	2.5
ROE(%)	2.3	9.3	12.8	10.0
배당수익률(%)	1.7	1.2	1.5	1.5
EV/EBITDA(배)	20.5	23.1	14.8	15.8

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[철강/비철금속]

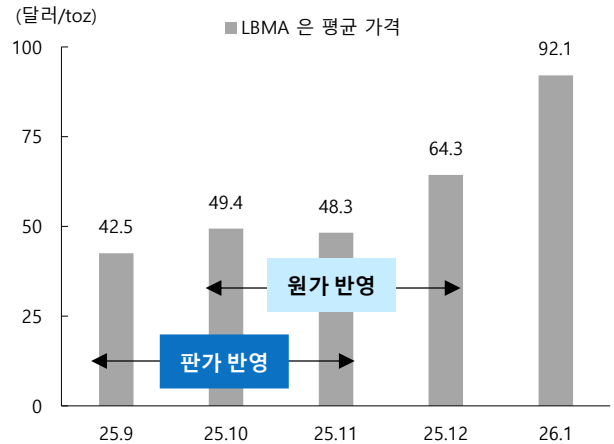
김윤상 2122-9205
yoonsang.kim@ifnsec.com

그림1. 주요 희소금속 분기별 매출총이익 및 GPM 추이



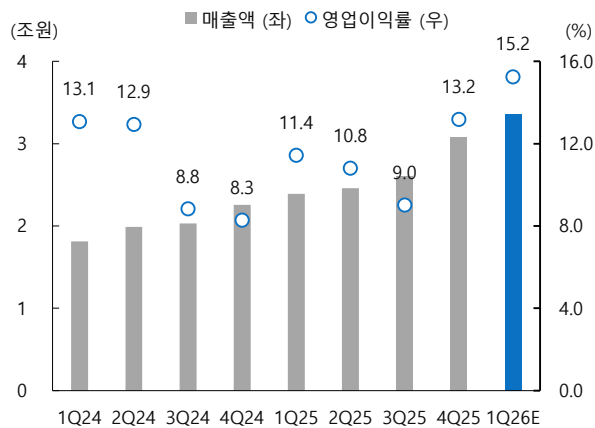
자료: 고려아연, iM증권 리서치본부

그림2. LBMA 은 평균 가격과 고려아연의 원가/판가 시차 구조



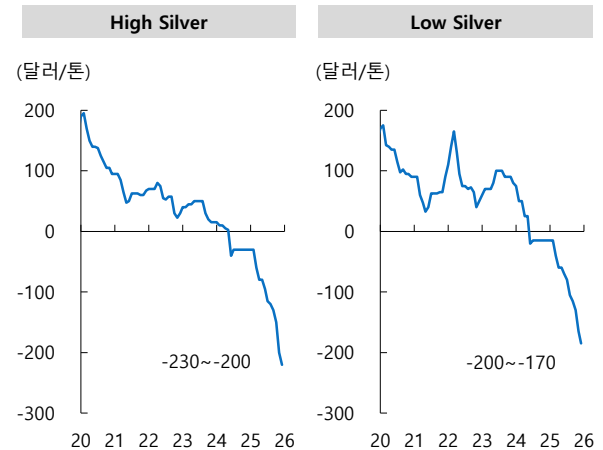
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림3. 고려아연 분기별 매출액 추이 [본사 기준]



자료: 고려아연, iM증권 리서치본부 추정

그림4. 연 Spot TC 추이



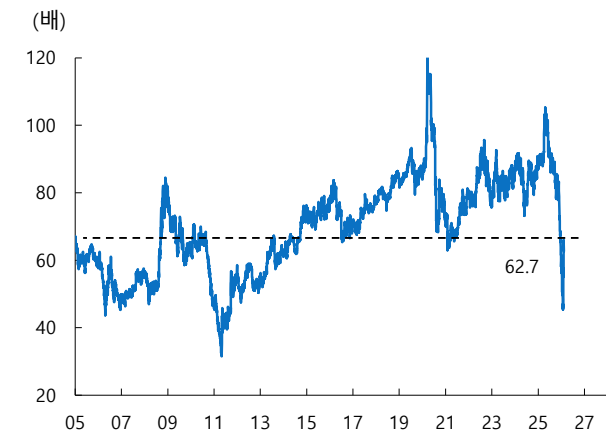
자료: iM증권 리서치본부

〈표2〉 고려아연 연도별 판매량 가이드스

	2022	2023	2024	2025	2026E
아연(MT)	634,414	654,245	643,062	590,763	600,000
연(MT)	422,463	410,930	445,662	404,232	430,000
은(MT)	2,037	1,970	1,973	2,041	1,790
금(kg)	11,899	9,298	7,113	12,305	7,334
동(MT)	26,107	30,904	31,131	33,001	53,600

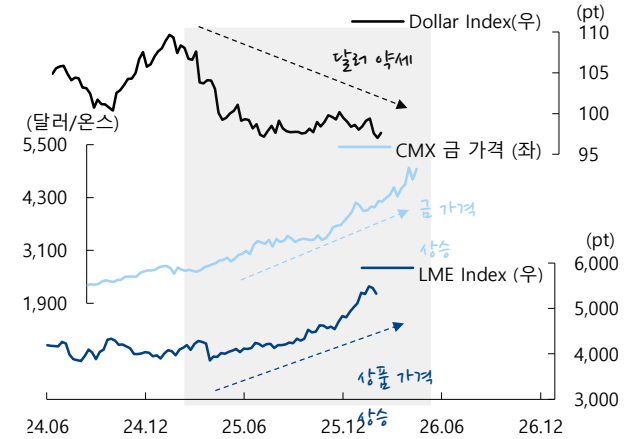
자료: 고려아연, iM증권 리서치본부

그림5. Gold/Silverratio 추이



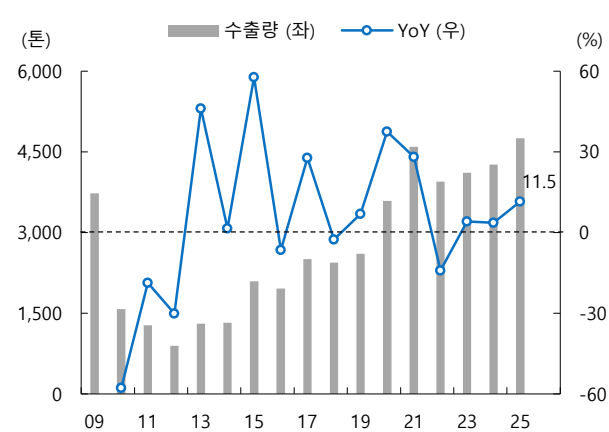
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. 미국발 불확실성이 상품 가격을 강세를 견인하고 있다



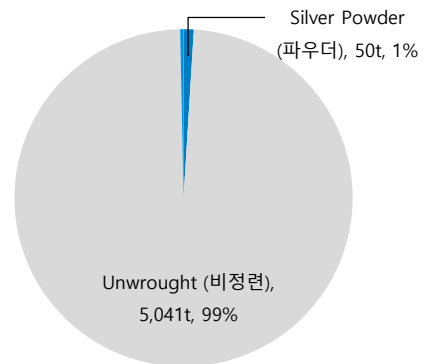
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림7. 중국의 연도별 은 수출량 및 전년비 증감률



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림8. 중국의 25년 품목별 은 수출 비중



자료: Trade Map ITC, iM증권 리서치본부

〈표1〉 고려아연 25.4Q 실적 Review (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25(a)	y-y	q-q
매출액	3,413	3,833	3,825	4,160	4,763	39.6%	14.5%
영업이익	120	271	259	273	429	256.7%	56.9%
세전이익	-330	239	423	99	269	흑전	172.2%
지배주주순이익	-249	163	331	72	215	흑전	197.8%
영업이익률	3.5%	7.1%	6.8%	6.6%	9.0%		
세전이익률	-9.7%	6.2%	11.1%	2.4%	5.6%		
지배주주순이익률	-7.3%	4.2%	8.7%	1.7%	4.5%		

자료: 고려아연, iM증권 리서치본부

〈표2〉 고려아연 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E
매출액	2,389	2,461	2,609	3,075	10,534	3,358	3,340	3,158	3,326	13,182
영업이익	273	266	235	405	1,180	512	468	434	470	1,884
영업이익률	11.4%	10.8%	9.0%	13.2%	11.2%	15.2%	14.0%	13.7%	14.1%	14.3%

자료: 고려아연, iM증권 리서치본부

〈표3〉 고려아연 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E
매출액	3,833	3,825	4,160	4,763	16,581	5,423	5,395	5,101	5,372	21,291
영업이익	271	259	273	429	1,232	553	502	465	504	2,024
세전이익	239	423	99	269	1,029	551	500	463	502	2,016
지배주주순이익	163	331	72	215	781	402	365	338	366	1,472
영업이익률	7.1%	6.8%	6.6%	9.0%	7.4%	10.2%	9.3%	9.1%	9.4%	9.5%
세전이익률	6.2%	11.1%	2.4%	5.6%	6.2%	10.2%	9.3%	9.1%	9.3%	9.5%
지배주주순이익률	4.2%	8.7%	1.7%	4.5%	4.7%	7.4%	6.8%	6.6%	6.8%	6.9%

자료: 고려아연, iM증권 리서치본부

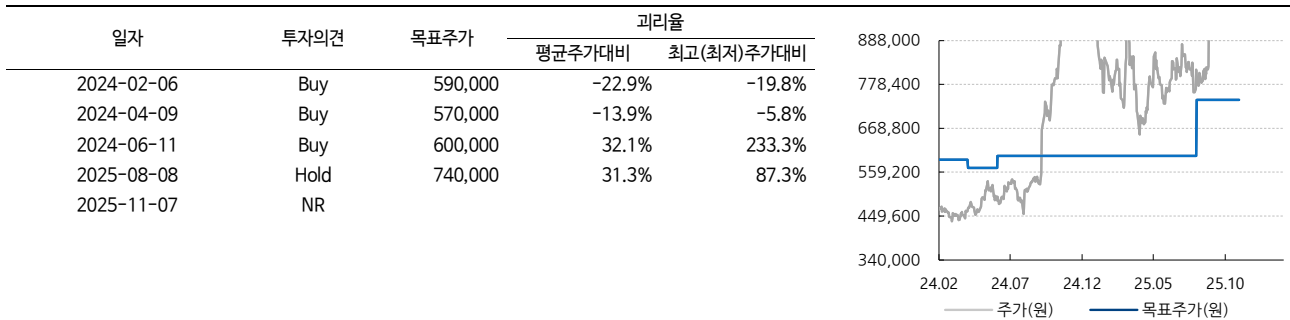
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	7,567	10,259	12,185	11,979	매출액	12,053	16,581	21,291	21,417
현금 및 현금성자산	894	2,900	3,008	2,709	증가율(%)	24.2	37.6	28.4	0.6
단기금융자산	1,744	785	793	801	매출원가	10,912	14,779	18,699	18,883
매출채권	891	1,123	1,429	1,437	매출총이익	1,141	1,802	2,592	2,534
재고자산	3,780	5,182	6,653	6,693	판매비와관리비	417	569	568	572
비유동자산	7,225	7,380	8,287	10,790	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	4,819	4,775	5,645	8,111	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	984	970	958	945	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	14,792	17,639	20,473	22,769	영업이익	723	1,232	2,024	1,962
유동부채	6,366	5,493	2,932	2,947	증가율(%)	9.6	70.3	64.3	-3.1
매입채무	1,601	1,990	2,448	2,463	영업이익률(%)	6.0	7.4	9.5	9.2
단기차입금	3,320	3,020	0	0	이자수익	82	66	95	88
유동성장기부채	26	26	26	26	이자비용	118	199	111	150
비유동부채	831	2,365	3,865	5,165	지분법이익(손실)	-111	-5	-	-
사채	-	1,200	700	-	기타영업외손익	-80	-66	-20	-20
장기차입금	480	915	2,915	4,915	세전계속사업이익	293	1,029	2,016	1,908
부채총계	7,197	7,858	6,797	8,112	법인세비용	98	254	544	515
지배주주지분	7,334	9,525	13,419	14,401	세전계속이익률(%)	2.4	6.2	9.5	8.9
자본금	105	94	105	105	당기순이익	195	775	1,472	1,393
자본잉여금	1,619	1,619	4,441	4,441	순이익률(%)	1.6	4.7	6.9	6.5
이익잉여금	7,601	8,018	8,980	9,863	지배주주귀속 순이익	191	781	1,472	1,393
기타자본항목	-1,991	-207	-108	-9	기타포괄이익	199	99	99	99
비지배주주지분	262	256	256	256	총포괄이익	394	874	1,571	1,492
자본총계	7,595	9,781	13,675	14,657	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	516	-190	406	1,761	주당지표 (원)				
당기순이익	195	775	1,472	1,393	EPS	9,190	37,715	70,686	66,717
유형자산감가상각비	340	364	370	375	BPS	354,226	510,353	642,896	689,931
무형자산감각비	13	13	13	13	CFPS	26,167	55,929	89,064	85,267
지분법관련손실(이익)	-111	-5	-	-	DPS	17,500	20,000	25,000	25,000
투자활동 현금흐름	-1,355	98	-1,844	-3,844	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-1,112	-400	-1,550	-3,550	PER	109.5	45.3	24.2	25.6
무형자산의 처분(취득)	-14	-	-	-	PBR	2.8	3.3	2.7	2.5
금융상품의 증감	344	-225	-50	-50	PCR	38.4	30.6	19.2	20.0
재무활동 현금흐름	1,098	1,655	934	774	EV/EBITDA	20.5	23.1	14.8	15.8
단기금융부채의증감	3,470	-1,297	-3,019	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	87	1,635	1,500	1,300	ROE	2.3	9.3	12.8	10.0
자본의증감	0	-10	2,834	-	EBITDA0이익률	8.9	9.7	11.3	11.0
배당금지급	-18	-18	-18	-18	부채비율	94.8	80.3	49.7	55.3
현금및현금성자산의증감	217	2,006	108	-298	순부채비율	15.6	15.1	-1.2	9.8
기초현금및현금성자산	677	894	2,900	3,008	매출채권회전율(x)	16.0	16.5	16.7	14.9
기말현금및현금성자산	894	2,900	3,008	2,709	재고자산회전율(x)	3.8	3.7	3.6	3.2

자료 : 고려아연, iM증권 리서치본부

고려아연 투자이견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%