

고려아연 (010130)

최악의 구간에서 벗어난 귀금속

26.2Q 시장 기대치 부합. 3Q 둔화

동사 26.2Q 실적 [연결 영업이익 5,871억원 (-21.3% QoQ)]은 시장 예상치 [1개월 시장 컨센서스 영업이익 5,807억원]에 부합했다. <표1> 본사 영업이익 [5,890억원 (-15.0% QoQ)]은 주요 품목 가격 및 원/달러 환율 상승에도 불구하고, 아연 [26.1Q 15.7만톤 → 26.2Q 14.6만톤] 및 은 [26.1Q 594만톤 → 26.2Q 515만톤] 판매량 감소로 매출이 감소하면서 전분기 대비 부진한 실적을 시현했다. 자회사 역시 스틸사이클 호조에도 SMC [은 가격 하락에 따른 Metal loss 발생], KZ Trading [알루미늄 가격 하락] 실적 둔화로 전분기 대비 부진한 흐름을 보였다.

다만 동사의 26.3Q 연결 영업이익 [4,830억원, -17.7% q-q]은 전분기 대비 둔화될 전망이다. <표 2, 3>. 귀금속 가격 약세, 원/달러 환율 하락으로 매출이 전분기 대비 큰 폭으로 감소하기 때문이다. 다만 SMC, 스틸사이클 [아연 가격 강세] 및 페달포인트 [1회성 비용 효과 소멸] 호조로 자회사 실적은 전분기 대비 개선될 전망이다.

주가 약세 요인 점진적 해소 국면

원/달러 환율 하락, 실적 모멘텀 둔화 및 긴축 구간에서의 싸지 않은 밸류에이션 [12개월 Forward 기준 PBR 1.95x] 등 강한 주가 반등 모멘텀을 기대하기는 어렵지만 최근 동사 주가 약세 요인은 하반기 점진적으로 해소될 것으로 전망한다.

첫째, 금리 상승세 둔화이다. 먼저 중동 상황은 여전히 불확실하나 금리 상승의 핵심 이유였던 유가 상승세는 확연히 둔화되었다. <그림1> 여기에 [대규모 재정 정책과 엔화 약세로 촉발된] 일본발 글로벌 금리 발작이 일본 정부의 국채 시장 및 외환 시장 개입 등으로 단기 진정 국면에 접어들었다. <그림2> 이 같은 금리 안정화는 상품 가격 하락 압력 둔화를 시사한다. <그림3>

둘째, 전술한 금리 안정화로 안전 자산 수요가 달러에서 금으로 일부 이동하면서 금 가격이 최근 바닥을 다지고 있다. 금리 안정화 이후 달러는 약세를 보인 반면, 금리 상승 구간에서 부진했던 금 가격은 반대로 회복되고 있다. <그림4> 여기에 미/일 정부의 외환 시장 개입 등에 따른 엔화 강세 및 달러 약세도 금 가격 강세에 일조하고 있다.

셋째, 최근 AI 업종 불확실성 확대로 귀금속 등 안전 자산 선호가 강화되고 있다. 실제 하이퍼스케일러의 CDS 프리미엄 상승, 필라델피아 반도체 지수 하락 구간에서 안전 자산 선호로 금 가격은 견조한 흐름을 보이고 있다. <그림5> 여기에 인민은행 등 주요 중앙은행의 저가 매수 움직임 등 귀금속 실물 수요도 증가 중이다. <그림6>

동사에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 163만원 [기준 170만원]을 제시한다. 목표주가 조정은 BPS 하향 조정 [환율 하락 조정에 따른 수익 예상 하향]을 반영했기 때문이다. 목표주가는 12개월 Forward BPS 653,958원에 Target 2.5x를 적용하여 산출 [12개월 Forward 예상 ROE 9.6%]하였다. 금리 안정화 및 안전 자산 선호 강화로 동사 주가 부진의 주요 원인이었던 귀금속 가격 하락세는 어느 정도 일단락되었으며, 무엇보다 비우호적인 Macro 환경에도 타이트한 공급으로 아연/구리/희소 금속 등 동사 주력 품목 가격은 오히려 강세를 보이고 있음에 주목해야한다. 크루서블 프로젝트 및 희소 금속 증설, 회토류 개발 투자 등 향후 성장성 및 글로벌 제련 업체로서의 전략적 가치도 견고하다. 이에 단기 모멘텀 둔화에도 여전히 최선호주로 제시한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	1,630,000원(하향)
증가(2026.08.06)	1,234,000원
상승여력	32.1%

Stock Indicator	
자본금	116십억원
발행주식수	2,087만주
시가총액	25,757십억원
외국인지분율	28.1%
52주 주가	767,000~2,115,000원
60일평균거래량	20,565주
60일평균거래대금	26.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.9	-29.4	-24.8	60.9
상대수익률	32.7	-14.6	-48.5	-36.0

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	16,588	24,016	22,970	23,568
영업이익(십억원)	1,232	2,305	1,893	1,952
순이익(십억원)	775	1,399	1,322	1,289
EPS(원)	38,514	60,758	57,254	55,853
BPS(원)	524,015	637,593	670,323	701,651
PER(배)	34.2	20.3	21.6	22.1
PBR(배)	2.5	1.9	1.8	1.8
ROE(%)	8.5	10.9	8.8	8.1
배당수익률(%)	1.5	2.0	2.4	2.4
EV/EBITDA(배)	16.2	10.3	12.4	13.6

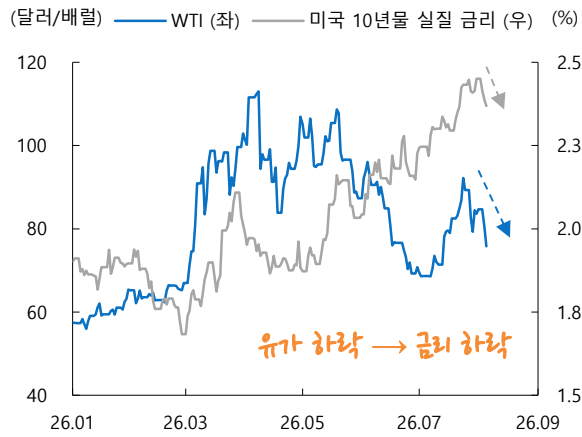
주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[철강/비철금속]

김윤상 2122-9205

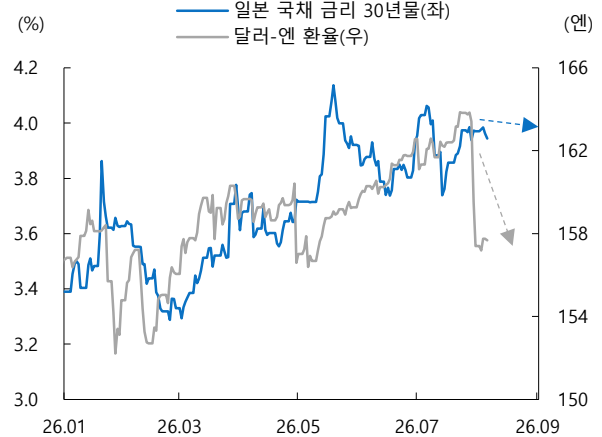
yoonsang.kim@imfnsec.com

그림1. WTI와 미국 10년물 실질 금리 추이



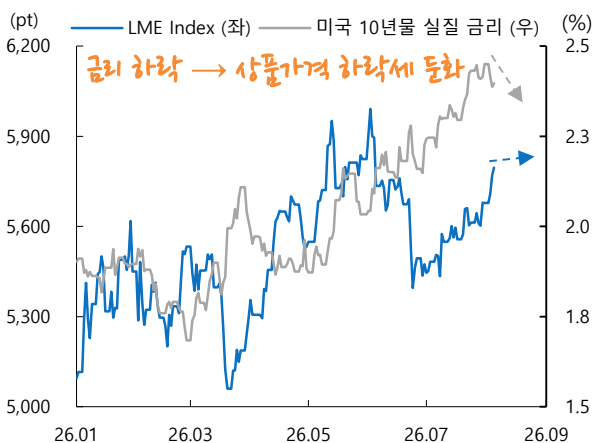
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부 추정

그림2. 일본 국채 금리 30년물 및 달러-엔 환율 추이



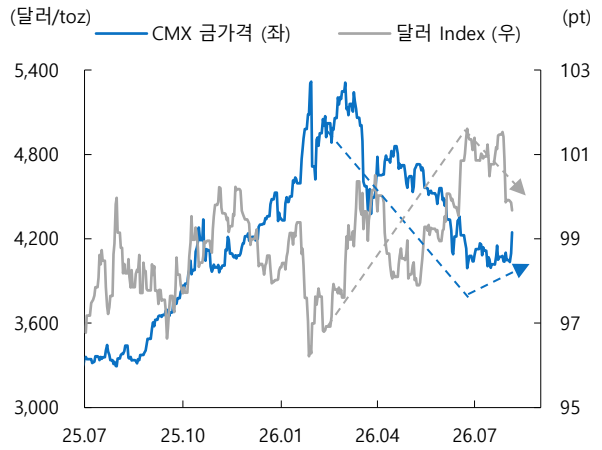
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림3. LME Index 및 미국 10년물 실질 금리 추이



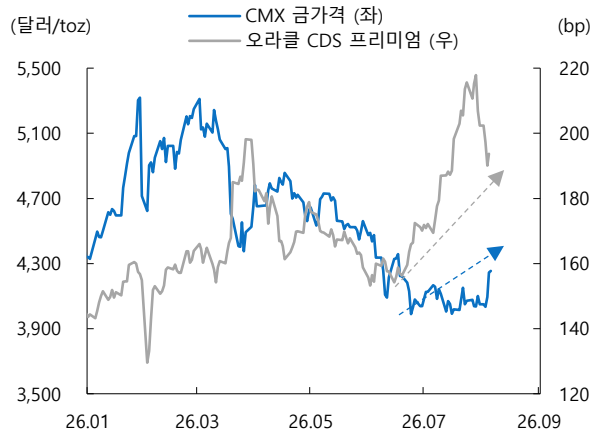
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림4. CMX 금가격 및 달러 Index 추이



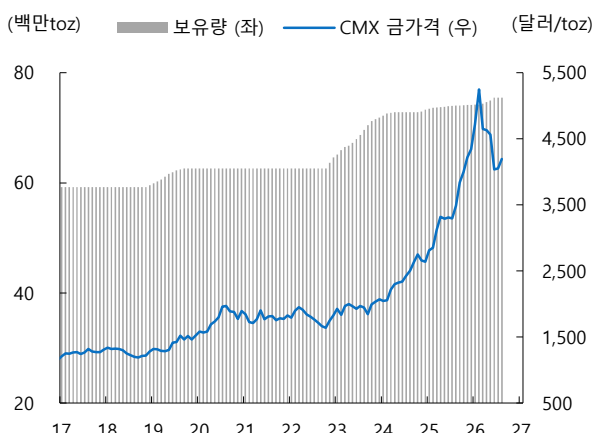
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림5. CMX 금가격 및 오라클 CDS 프리미엄 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. 중국 금 보유량 및 CMX 금가격 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

〈표1〉 고려아연 26.2Q 실적 Review (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26(a)	y-y	q-q	컨센서스(b)	차이(a-b)
매출액	3,825	4,160	4,770	6,072	6,373	66.6%	5.0%	6,020	5.9%
영업이익	259	273	429	746	587	126.8%	-21.3%	581	1.1%
세전이익	423	99	269	518	507	19.8%	-2.1%	422	20.2%
지배주주순이익	331	72	209	355	349	5.3%	-1.7%	369	-5.6%
영업이익률	6.8%	6.6%	9.0%	12.3%	9.2%				9.2%p
세전이익률	11.1%	2.4%	5.6%	8.5%	8.0%				8.0%p
지배주주순이익률	8.7%	1.7%	4.4%	5.8%	5.5%				5.5%p

자료: 고려아연, iM증권 리서치본부

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

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2026E
매출액	2,389	2,461	2,609	3,075	10,534	4,295	4,046	3,573	3,641	15,555
영업이익	273	266	235	405	1,180	693	589	438	445	2,165
영업이익률	11.4%	10.8%	9.0%	13.2%	11.2%	16.1%	14.6%	12.3%	12.2%	13.9%

자료: 고려아연, iM증권 리서치본부

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

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2026E
매출액	3,833	3,825	4,160	4,770	16,588	6,072	6,373	5,731	5,840	24,016
영업이익	271	259	273	429	1,232	746	587	483	489	2,305
세전이익	239	423	99	269	1,029	518	507	473	479	1,976
지배주주순이익	163	331	72	209	775	355	349	346	350	1,399
영업이익률	7.1%	6.8%	6.6%	9.0%	7.4%	12.3%	9.2%	8.4%	8.4%	9.6%
세전이익률	6.2%	11.1%	2.4%	5.6%	6.2%	8.5%	8.0%	8.3%	8.2%	8.2%
지배주주순이익률	4.2%	8.7%	1.7%	4.4%	4.7%	5.8%	5.5%	6.0%	6.0%	5.8%

자료: 고려아연, iM증권 리서치본부

〈표4〉 고려아연 수익 추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	신규추정(a)		기존추정(b)		GAP(a/b-1)	
항목	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
매출액	24,016	22,970	23,282	21,716	3.1%	5.8%
영업이익	2,305	1,893	2,425	2,029	-4.9%	-6.7%
세전이익	1,976	1,807	2,104	1,997	-6.1%	-9.5%
지배주주순이익	1,399	1,322	1,515	1,460	-7.6%	-9.5%
영업이익률	9.6%	8.2%	10.4%	9.3%	-0.8%p	-1.1%p
세전이익률	8.2%	7.9%	9.0%	9.2%	-0.8%p	-1.3%p
지배주주순이익률	5.8%	5.8%	6.5%	6.7%	-0.7%p	-1.0%p

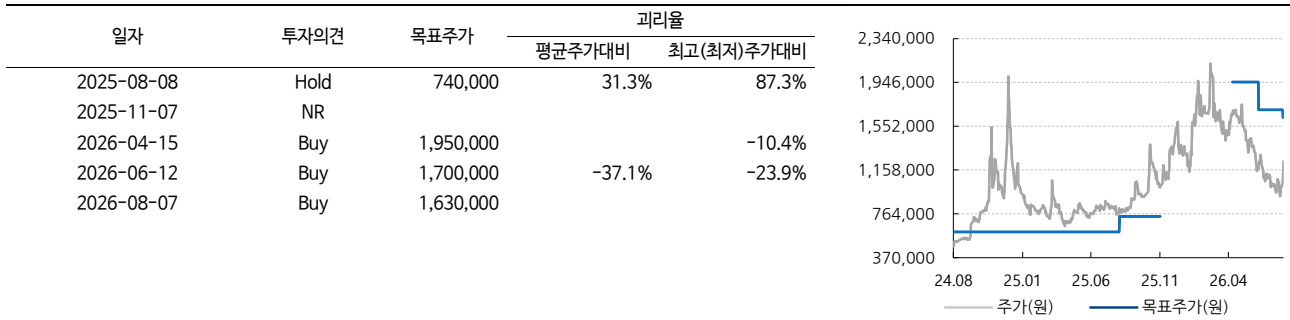
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	12,069	10,903	11,385	11,072	매출액	16,588	24,016	22,970	23,568
현금 및 현금성자산	3,451	1,411	2,255	1,711	증가율(%)	37.6	44.8	-4.4	2.6
단기금융자산	1,044	626	639	651	매출원가	14,786	20,863	20,327	20,852
매출채권	1,195	1,641	1,572	1,611	매출충이익	1,802	3,153	2,643	2,716
재고자산	6,221	7,063	6,756	6,932	판매비와관리비	570	848	750	764
비유동자산	8,326	12,177	13,827	17,930	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	5,365	6,251	10,853	14,950	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,171	1,156	1,142	1,128	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	20,396	23,080	25,213	29,002	영업이익	1,232	2,305	1,893	1,952
유동부채	6,128	3,531	3,411	3,480	증가율(%)	70.3	87.1	-17.9	3.1
매입채무	2,339	2,762	2,642	2,710	영업이익률(%)	7.4	9.6	8.2	8.3
단기차입금	3,047	28	28	28	이자수익	62	51	72	59
유동성장기부채	81	81	81	81	이자비용	205	136	181	271
비유동부채	3,084	4,584	6,084	9,084	지분법이익(손실)	50	20	20	20
사채	1,596	1,096	596	1,596	기타영업외손익	-24	-47	-	-
장기차입금	1,073	3,073	5,073	7,073	세전계속사업이익	1,029	1,976	1,807	1,763
부채총계	9,212	8,115	9,495	12,564	법인세비용	259	576	488	476
지배주주지분	10,938	14,717	15,473	16,196	세전계속이익률(%)	6.2	8.2	7.9	7.5
자본금	116	127	127	127	당기순이익	770	1,400	1,319	1,287
자본잉여금	4,443	7,265	7,265	7,265	순이익률(%)	4.6	5.8	5.7	5.5
이익잉여금	6,543	7,377	8,020	8,632	지배주주귀속 순이익	775	1,399	1,322	1,289
기타자본항목	-163	-51	61	173	기타포괄이익	112	112	112	112
비지배주주지분	246	247	245	242	총포괄이익	882	1,512	1,431	1,399
자본총계	11,184	14,965	15,718	16,438	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	-628	898	1,875	1,558	주당지표(원)				
당기순이익	770	1,400	1,319	1,287	EPS	38,514	60,758	57,254	55,853
유형자산감가상각비	351	393	398	404	BPS	524,015	637,593	670,323	701,651
무형자산상각비	12	14	14	14	CFPS	56,507	78,454	75,118	73,931
지분법관련손실(이익)	50	20	20	20	DPS	20,000	25,000	30,000	30,000
투자활동 현금흐름	-441	-4,127	-3,042	-4,500	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-886	-1,600	-6,000	-4,500	PER	34.2	20.3	21.6	22.1
무형자산의 처분(취득)	-49	-	-	-	PBR	2.5	1.9	1.8	1.8
금융상품의 증감	-220	-2,958	2,958	0	PCR	23.3	15.7	16.4	16.7
재무활동 현금흐름	3,675	882	911	2,298	EV/EBITDA	16.2	10.3	12.4	13.6
단기금융부채의증감	-145	-3,019	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	1,150	1,500	1,500	3,000	ROE	8.5	10.9	8.8	8.1
자본의증감	2,834	2,834	-	-	EBITDA이익률	9.6	11.3	10.0	10.1
배당금지급	-4	-4	-4	-4	부채비율	82.4	54.2	60.4	76.4
현금및현금성자산의증감	2,557	-2,040	844	-544	순부채비율	11.7	15.0	18.4	39.0
기초현금및현금성자산	894	3,451	1,411	2,255	매출채권회전율(x)	15.9	16.9	14.3	14.8
기말현금및현금성자산	3,451	1,411	2,255	1,711	재고자산회전율(x)	3.3	3.6	3.3	3.4

자료 : 고려아연, iM증권 리서치본부

고려아연 투자이전 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.

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목추천투자등급은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자등급 비율 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-