

고려아연 (010130)

4분기 역대 최대 실적 달성 전망

3분기 양호한 실적, 4분기 역대 최대 실적 전망

25.3Q 동사 별도 영업이익 [2,351억원, -11.8% q-q]은 전분기 대비 부진했다. <표 2> 금/은 가격 강세에 따라 매출액은 귀금속을 중심으로 큰 폭으로 증가했으나, 『1) 원가 상승: 원료인 정광에 적용되는 원/달러 환율 상승, 2) 가격 약세로 인한 희소 금속 매출액 감소, 3) 1회성 성과급 비용 발생』 등으로 전분기 대비 부진한 실적을 시현했다. 1등 공신인 안티모니/인듐 등 희소 금속 부문 실적은 최근 가격 약세 영향으로 전분기 대비 소폭 둔화되었다. <그림 1>

본사 실적 둔화에도 자회사 실적 호조로 동사 연결 영업이익 [2,734억원, +5.6% q-q]은 전분기 대비 양호한 실적을 시현했다. <표 1> 아연 등 전반적인 상품 가격 강세에 따른 SMC, KZ Trading 등 실적 개선은 물론, <그림 2,3> 미국 폐기물 활용기업 페달포인트 실적 역시 IT 폐기물 처리 MDSi 인수 효과로 큰 폭으로 개선되었다. 다만 2차전지 관련 자회사 실적은 캠코를 제외하고 대체로 부진했다.

동사의 25.4Q 연결 영업이익 [3,960억원, +44.9% q-q]은 큰 폭으로 개선될 전망이다. <표 2, 3>. 원/달러 환율 및 아연/구리/귀금속 가격 강세, 판매량 증가에 따른 매출 증가 효과 <그림 3> 로 별도 영업이익 [3,460억원, +47.2% q-q]이 큰 폭으로 개선된다. 1회성 요인만 발생하지 않는다면 4분기 매출 및 영업이익은 역대 최고 수준을 기록할 전망이다. 자회사 실적 역시 전술한 상품 가격 급등 효과로 개선세를 이어갈 것이다.

단기 지표는 부담스럽지만, 동사 제련 경쟁력은 지속적으로 재평가될 것

동사의 영업 상황, 즉 주요 가격 지표는 역사적으로 가장 좋다. 1,400원을 상회하는 원/달러 환율 [동사는 환율이 상승할수록 실적이 좋아지는 구조이다]은 물론, 귀금속/아연/구리 등 핵심 품목 가격은 역대 최고치 수준이다. 특히 첨단 산업에 필수적인 희소 금속 가격이 중국의 수급 통제로 가격이 유례없이 폭등하면서 전사 실적에 미치는 기여도가 매우 높아졌다. <그림 1>

그러나 전술한 귀금속 등 주요 품목의 가격 지표가 단기에 더 좋아지기는 쉽지 않다. 첫째, 아연 가격은 타이탄한 LME 재고 등으로 최근 강세를 보이고 있으나, 정광 공급 증가 및 중국의 아연 수출 증가 [LME/SHFE 차익 거래 기회 오픈] 등으로 추가 상승 여력은 크지 않아 보인다. <그림 4> 둘째, 구리 역시 최근 공급 차질에도 불구하고, 가격은 실물 경기 수용이 버거운 수준까지 상승했다는 판단이다. 공급 충격으로 가격이 지속 상승하기는 쉽지 않다. 셋째, 경기 불확실성 시기 금리 인하 구간에서의 안전 자산 선호, 중국/인도발 수요 증가 등 양호한 펀더멘털에도 귀금속 가격은 타 금속과 비교 시 단기 overshooting 된 측면이 있다. <그림 5>

그럼에도 동사의 차별화된 제련 경쟁력은 중장기 관점에서 지속적으로 재평가 받을 것이다. 금번 LME WEEK에서 글로벌 광산업체인 Trafigura CEO는 “Mining is not critical, refining and smelting is critical” [채굴보다는 정련/제련이 더 중요하다]라고 말했다. 안티모니, 게르마늄, 갈륨과 같은 희소 금속을 회수하기 위해서는 아연/연 등 제련 설비는 물론, 우수한 기술이 필수적이라는 의미이다. 동사는 아연/연 통합 공정 구축으로 타 제련소 대비 압도적으로 많은 금속을 회수하고 있다. <그림 6> 최근 MP Materials의 정부 인수 등 주요 광물에 대한 공급망 구축은 민간이 아닌 국가가 주도하고 있다. 글로벌 최고의 제련 기술을 보유하고 있는 동사의 전략적 가치는 더욱 부각될 전망이다.

Company Brief

NR

액면가 5,000원
증가(2025.11.06) 1,001,000원

Stock Indicator

자본금	105십억원
발행주식수	1,934만주
시가총액	19,363십억원
외국인지분율	11.5%
52주 주가	653,000~2,000,000원
60일평균거래량	34,866주
60일평균거래대금	37.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.9	30.5	27.8	-18.6
상대수익률	-4.5	4.6	-29.5	-75.7

Price Trend



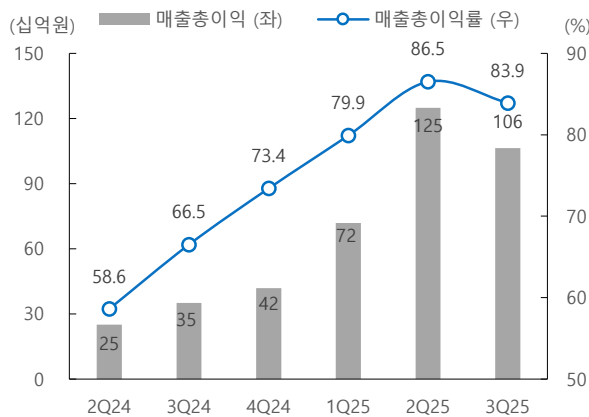
FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	12,053	16,611	17,348	17,503
영업이익(십억원)	723	1,200	1,089	1,125
순이익(십억원)	191	824	738	770
EPS(원)	9,190	39,817	39,522	41,234
BPS(원)	354,226	427,263	457,480	489,410
PER(배)	109.5	25.1	25.3	24.3
PBR(배)	2.8	2.3	2.2	2.0
ROE(%)	2.3	10.8	8.9	8.7
배당수익률(%)	1.7	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA(배)	20.5	14.0	14.8	14.2

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[철강/비철금속]

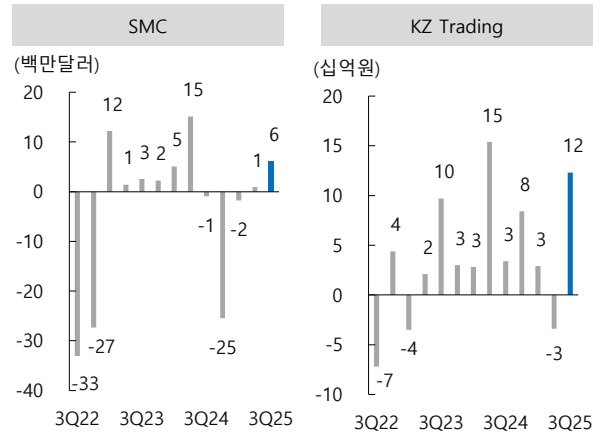
김윤상 2122-9205
yoonsang.kim@imfnsec.com
[RA]
공도연 2122-9199
dykong@imfnsec.com

그림1. 고려아연 회소금속 매출총이익, 매출총이익률 추이



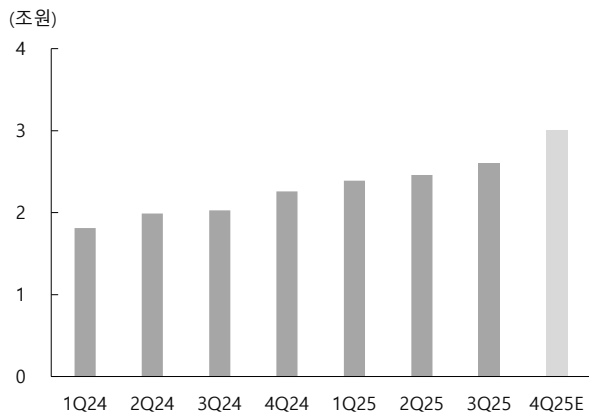
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림2. SMC, KZ Trading 영업이익 추이



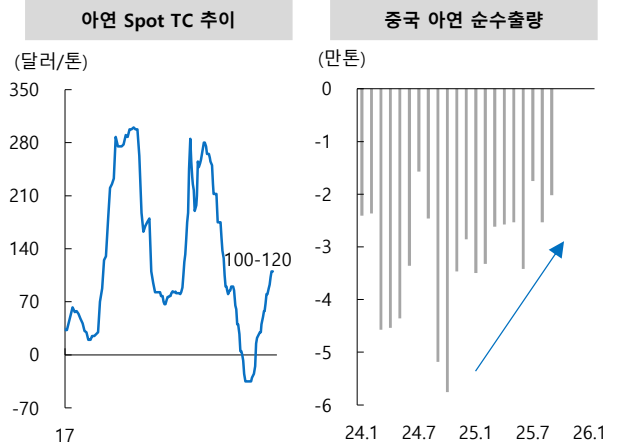
자료: 고려아연, iM증권 리서치본부

그림3. 고려아연 분기별 매출액 추이 [본사 기준]



자료: 고려아연, iM증권 리서치본부

그림4. 아연 Spot TC, 중국 아연 순수출량



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림5. Gold/Copper ratio 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. 주요 광물의 미국 수요와 고려아연의 생산량

미국 시장 수요 & 수입 의존도

광물	미국 시장 수요 ¹⁾ (ton)	고려아연 '24년 생산량 (ton)	미국 수입 의존도 (%)
동	1,800,000	32,121	45%
연	1,400,000	445,040	28%
아연	820,000	630,151	73%
망간	680,000	(1H25) 32	100%
니켈	180,000	56,133	48%
안티모니	24,000	3,604	85%
코발트	8,500	(1H25) 30	76%
은	6,400	2,010	64%
리튬	1,600	0	>50%
비스무스	760	1,012	89%
인듐	250	92	100%
팔라듐	83	0.12	36%
게르마늄	30	'28년 생산계획 12	>50%
갈륨	19	'28년 생산계획 15	100%

자료: 고려아연, iM증권 리서치본부

〈표1〉 고려아연 25.3Q 실적 Review (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25(a)	y-y	q-q
매출액	3,207	3,413	3,833	3,825	4,160	29.7%	8.7%
영업이익	150	120	271	259	273	82.3%	5.6%
세전이익	219	-330	239	423	99	-54.8%	-76.6%
지배주주순이익	156	-249	163	331	72	-53.8%	-78.2%
영업이익률	4.7%	3.5%	7.1%	6.8%	6.6%		
세전이익률	6.8%	-9.7%	6.2%	11.1%	2.4%		
지배주주순이익률	4.9%	-7.3%	4.2%	8.7%	1.7%		

자료: 고려아연, iM증권 리서치본부

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

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E
매출액	1,814	1,988	2,029	2,258	8,089	2,389	2,461	2,609	3,006	10,466
영업이익	191	257	179	187	814	273	266	235	346	1,120
영업이익률	10.5%	12.9%	8.8%	8.3%	10.1%	11.4%	10.8%	9.0%	11.5%	10.7%

자료: 고려아연, iM증권 리서치본부

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

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E
매출액	2,375	3,058	3,207	3,413	12,053	3,833	3,825	4,160	4,793	16,611
영업이익	185	269	150	120	723	271	259	273	396	1,200
세전이익	153	251	219	-330	293	239	423	99	364	1,125
지배주주순이익	107	177	156	-249	191	163	331	72	259	824
영업이익률	7.8%	8.8%	4.7%	3.5%	6.0%	7.1%	6.8%	6.6%	8.3%	7.2%
세전이익률	6.4%	8.2%	6.8%	-9.7%	2.4%	6.2%	11.1%	2.4%	7.6%	6.8%
지배주주순이익률	4.5%	5.8%	4.9%	-7.3%	1.6%	4.2%	8.7%	1.7%	5.4%	5.0%

자료: 고려아연, iM증권 리서치본부

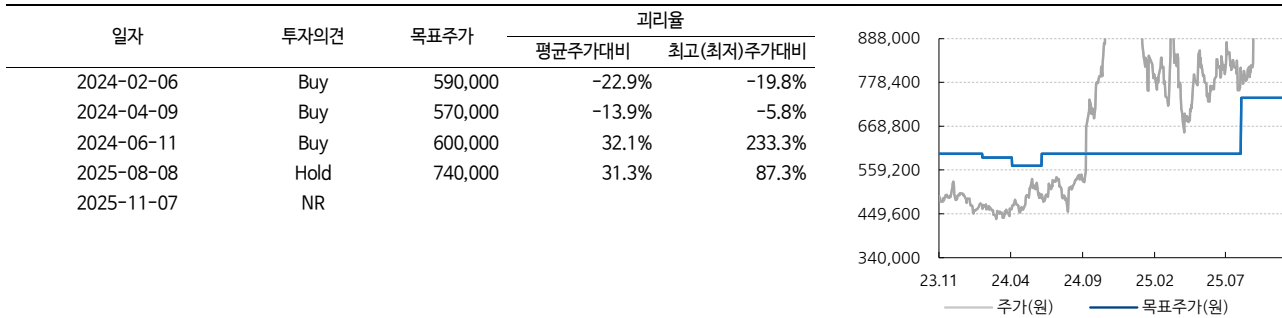
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	7,567	8,108	8,028	8,134	매출액	12,053	16,611	17,348	17,503
현금 및 현금성자산	894	1,383	1,018	1,028	증가율(%)	24.2	37.8	4.4	0.9
단기금융자산	1,744	959	969	979	매출원가	10,912	14,913	15,766	15,880
매출채권	891	1,125	1,173	1,183	매출총이익	1,141	1,698	1,583	1,623
재고자산	3,780	4,371	4,565	4,606	판매비와관리비	417	498	494	498
비유동자산	7,225	7,452	7,559	7,662	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	4,819	4,774	4,844	4,909	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	984	970	958	945	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	14,792	15,560	15,587	15,796	영업이익	723	1,200	1,089	1,125
유동부채	6,366	4,915	4,478	4,091	증가율(%)	9.6	65.8	-9.2	3.4
매입채무	1,601	1,412	1,475	1,488	영업이익률(%)	6.0	7.2	6.3	6.4
단기차입금	3,320	3,020	2,520	2,120	이자수익	82	47	36	36
유동성장기부채	26	26	26	26	이자비용	118	179	93	85
비유동부채	831	2,412	2,312	2,312	지분법이익(손실)	-111	13	-	-
사채	-	1,100	1,000	1,000	기타영업외손익	-80	-20	-20	-20
장기차입금	480	915	915	915	세전계속사업이익	293	1,125	1,039	1,084
부채총계	7,197	7,327	6,790	6,403	법인세비용	98	303	301	314
지배주주지분	7,334	7,974	8,538	9,134	세전계속이익률(%)	2.4	6.8	6.0	6.2
자본금	105	94	94	94	당기순이익	195	822	738	770
자본잉여금	1,619	1,619	1,619	1,619	순이익률(%)	1.6	4.9	4.3	4.4
이익잉여금	7,601	8,153	8,618	9,115	지배주주귀속 순이익	191	824	738	770
기타자본항목	-1,991	-1,892	-1,793	-1,694	기타포괄이익	199	99	99	99
비지배주주지분	262	259	259	259	총포괄이익	394	921	837	869
자본총계	7,595	8,233	8,797	9,393	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	516	160	1,095	1,133	주당지표(원)				
당기순이익	195	822	738	770	EPS	9,190	39,817	39,522	41,234
유형자산감가상각비	340	365	370	375	BPS	354,226	427,263	457,480	489,410
무형자산상각비	13	13	13	13	CFPS	26,167	58,071	60,038	61,996
지분법관련손실(이익)	-111	13	-	-	DPS	17,500	15,000	15,000	15,000
투자활동 현금흐름	-1,355	-131	-846	-846	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-1,112	-400	-550	-550	PER	109.5	25.1	25.3	24.3
무형자산의 처분(취득)	-14	-	-	-	PBR	2.8	2.3	2.2	2.0
금융상품의 증감	344	-280	-50	-50	PCR	38.4	17.2	16.7	16.1
재무활동 현금흐름	1,098	-130	-889	-689	EV/EBITDA	20.5	14.0	14.8	14.2
단기금융부채의증감	3,470	-1,297	-500	-400	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	87	1,535	-100	-	ROE	2.3	10.8	8.9	8.7
자본의증감	0	-10	-	-	EBITDA이익률	8.9	9.5	8.5	8.6
배당금지급	-18	-18	-18	-18	부채비율	94.8	89.0	77.2	68.2
현금및현금성자산의증감	217	489	-365	10	순부채비율	15.6	33.0	28.1	21.9
기초현금및현금성자산	677	894	1,383	1,018	매출채권회전율(x)	16.0	16.5	15.1	14.9
기말현금및현금성자산	894	1,383	1,018	1,028	재고자산회전율(x)	3.8	4.1	3.9	3.8

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.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 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%