

고려아연 (010130)

펀더멘털은 양호하지만...

2분기 실적 시장 기대치 부합, 3분기는 소폭 둔화

25.2Q 동사 별도 영업이익 [2,664억원, -2.3% q-q]은 시장 기대치 [1개월 컨센서스 2,640억원]에 부합했다. <표 2> 『1) 원가 상승: 원료인 정광에 적용되는 원/달러 환율 상승, 2) 25년 아연/연 benchmark TC 하락』의 부정적 효과를 『안티모니 / 인듐 등 희소 금속 부문의 큰 폭의 실적 개선』이 상쇄했다. <그림 1> 참고로 희소금속의 매출총이익률은 무려 85.5%에 달했다. 동사 연결 영업이익 [2,588억원, -4.5% q-q] 역시 시장 기대치 [1개월 컨센서스 2,686억원]에 부합했다. <표 1> 연결 영업이익이 본사를 하회했는데, 스틸사이클 및 페달포인트 [2분기 연속 흑자]를 제외한 대부분의 자회사 실적이 부진했기 때문이다.

동사의 25.3Q 연결 영업이익 [2,370억원, -8.6% q-q]은 전분기 대비 부진할 전망이다. <표 2, 3>. 별도 영업이익 [2,360억원, -11.5% q-q] 실적이 귀금속/희소금속 부문 호조에도 불구하고, 원료인 정광에 적용되는 원/달러 환율 상승이 2분기 연속 가파르게 상승하면서 전분기 대비 둔화되기 때문이다. 자회사 실적 역시 특별한 개선 요인이 없다. 그럼에도 동사는 귀금속/희소금속 호조를 기반으로 통상 수준 대비 양호한 실적을 시현하고 있다. 이 같은 실적 호조 및 차입금 Roll-over를 통해 동사 재무 구조도 우려 대비 안정화되었다는 판단이다.

양호한 영업환경, 하지만?

동사 본사 아연 부문 및 연결 자회사 실적은 당분간 개선이 쉽지 않다. 첫째, 아연 상황은 중립적이다. 신규 광산 물량 출회로 Spot TC [Treatment Charge: 제련수수료]는 상승하겠으나, <그림 2> 이는 아연 가격 약세 요인이기도 하다. 둘째, 자회사의 경우 핵심 사업군 [2차전지, 신재생에너지, 리사이클링] 업황 감안 시 정상화까지 상당 시간이 필요하다.

그럼에도 후술할 주력 사업의 호조로 전반적인 동사의 영업 환경은 양호하다. 첫째, 귀금속 [금리 인하 구간에서의 안전 자산 선호 현상], 희소 금속 가격 강세 [미국, 중국의 전략적 광물에 대한 자원 무기화]는 당분간 지속될 전망이다. <그림 3, 4> 둘째, 연 상황도 양호하다. 내연기관 배터리 등 전방 산업 둔화에도 불구하고, 타이트한 연 정광 수급이 가격을 지지하고 있다. 주지하다시피 귀금속/희소 금속 등 연 정광에 다량 함유된 부산물 가격이 상승하면서 연 정광 수급 역시 더욱 타이트해지고 있다 <그림 5> 셋째, 전기동 역시 양호하다. 부산물을 원료로 활용하기에 마진율이 높고, 26년 3.5만톤을 시작으로 28년까지 약 10만톤의 건설 제련 증설이 예정되어 있는 등 향후 성장성이 높기 때문이다.

동사에 대한 적정주가로 74만원을 제시한다. 목표주가는 12개월 Forward 예상 BPS 460,866원에 Target PBR 1.6x [12개월 Forward ROE 8.4%]을 적용하여 산출하였다. Target PBR은 연 제련소 증설 기대감이 반영되었던 15년 시기의 평균 수준이다. <그림 6> 당초 차입금 증가에 따른 이자비용 부담에도 [당분간 그 기조가 지속될] 희소금속 및 귀금속 강세 효과로 ROE가 오히려 소폭 개선되고 있음을 감안했다. 경영권 분쟁도 당분간 주가 지지 요인으로 작용할 가능성이 높다. 다만 현 주가와외의 괴리율을 감안하여 투자자의견은 'Hold'로 제시한다.

Company Brief

Hold (Downgrade)

목표주가(12M)	740,000원(상향)
증가(2025.08.07)	815,000원
상승여력	-9.2 %

Stock Indicator	
자본금	105십억원
발행주식수	2,002만주
시가총액	16,319십억원
외국인지분율	12.0%
52주 주가	508,000~2,000,000원
60일평균거래량	22,469주
60일평균거래대금	18.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.3	5.7	4.0	60.4
상대수익률	-6.8	-19.7	-24.0	34.8

Price Trend

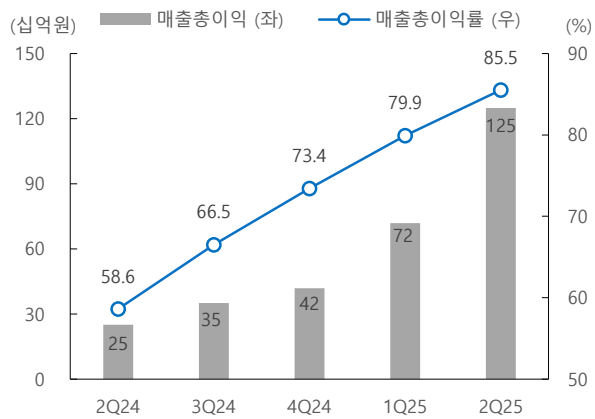


FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	12,053	15,456	15,375	15,894
영업이익(십억원)	723	1,020	952	981
순이익(십억원)	191	839	653	678
EPS(원)	9,190	40,525	34,964	36,346
BPS(원)	403,756	444,958	476,814	510,089
PER(배)	109.5	20.1	23.3	22.4
PBR(배)	2.5	1.8	1.7	1.6
ROE(%)	2.3	10.9	7.8	7.6
배당수익률(%)	0.7	1.8	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	20.5	13.0	13.3	12.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

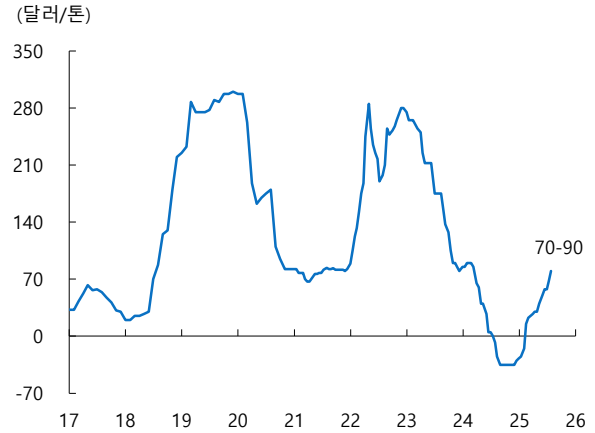
[철강/비철금속]
 김윤상 2122-9205
 yoonsang.kim@imfnsec.com
 [RA]
 공도연 2122-9199
 dykong@imfnsec.com

그림1. 고려아연 희소금속 매출총이익, 매출총이익률 추이



자료: 고려아연, iM증권 리서치본부

그림2. 아연 Spot TC 추이



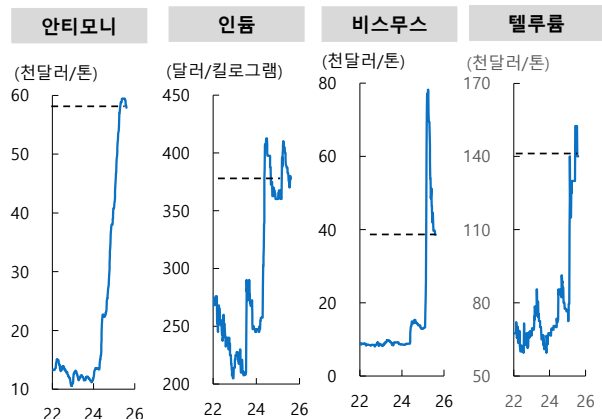
자료: iM증권 리서치본부

그림3. LME Index 및 금 가격 추이



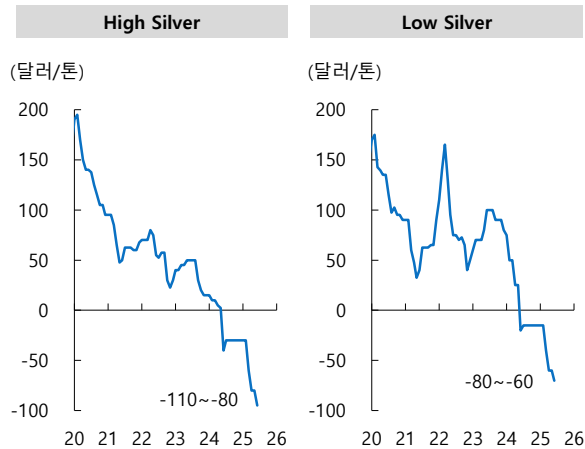
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림4. 주요 희소금속 가격 추이



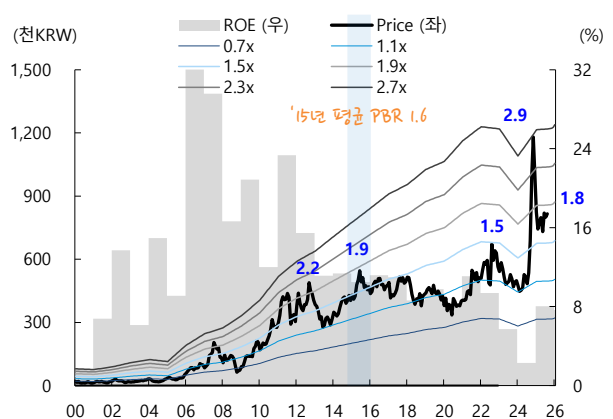
자료: iM증권 리서치본부

그림5. 연 Spot TC 추이: High Silver / Low Silver



자료: iM증권 리서치본부

그림6. 고려아연 PBR/ROE BAND CHART



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

〈표1〉 고려아연 24.2Q 실적 Review (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25(a)	y-y	q-q	컨센서스(b)	차이(a-b)
매출액	3,058	3,207	3,413	3,833	3,825	25.1%	-0.2%	3,732	2.5%
영업이익	269	150	120	271	259	-3.7%	-4.5%	275	-5.8%
세전이익	251	219	-330	239	423	68.7%	77.2%	252	68.1%
지배주주순이익	177	156	-249	163	331	87.4%	103.7%	186	78.5%
영업이익률	8.8%	4.7%	3.5%	7.1%	6.8%			7.4%	-0.6%p
세전이익률	8.2%	6.8%	-9.7%	6.2%	11.1%			6.7%	4.3%p
지배주주순이익률	5.8%	4.9%	-7.3%	4.2%	8.7%			5.0%	3.7%p

자료: 고려아연, iM증권 리서치본부

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

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E
매출액	1,814	1,988	2,029	2,258	8,089	2,389	2,461	2,470	2,547	9,867
영업이익	191	257	179	187	814	273	266	236	252	1,027
영업이익률	10.5%	12.9%	8.8%	8.3%	10.1%	11.4%	10.8%	9.5%	9.9%	10.4%

자료: 고려아연, iM증권 리서치본부

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

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E
매출액	2,375	3,058	3,207	3,413	12,053	3,833	3,825	3,839	3,958	15,456
영업이익	185	269	150	120	723	271	259	237	254	1,020
세전이익	153	251	219	-330	293	239	423	235	251	1,148
지배주주순이익	107	177	156	-249	191	163	331	167	178	839
영업이익률	7.8%	8.8%	4.7%	3.5%	6.0%	7.1%	6.8%	6.2%	6.4%	6.6%
세전이익률	6.4%	8.2%	6.8%	-9.7%	2.4%	6.2%	11.1%	6.1%	6.3%	7.4%
지배주주순이익률	4.5%	5.8%	4.9%	-7.3%	1.6%	4.2%	8.7%	4.3%	4.5%	5.4%

자료: 고려아연, iM증권 리서치본부

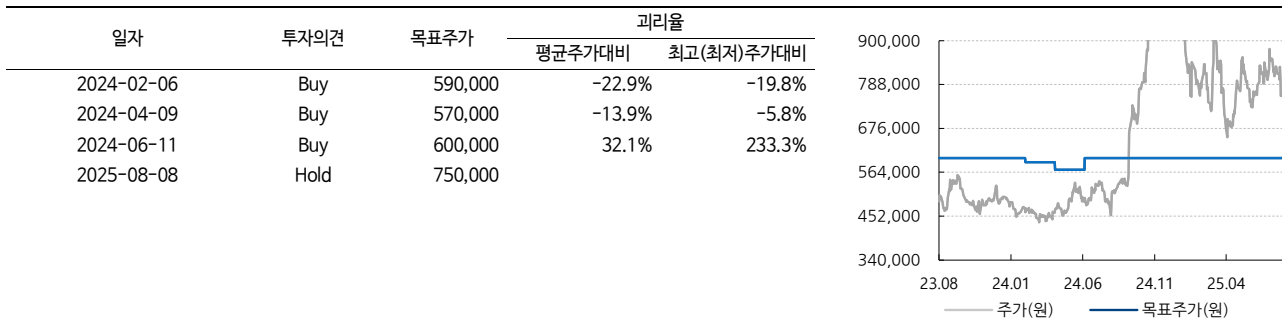
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	7,567	7,241	7,312	7,399	매출액	12,053	15,456	15,375	15,894
현금 및 현금성자산	894	760	814	683	증가율(%)	24.2	28.2	-0.5	3.4
단기금융자산	1,744	1,047	1,057	1,068	매출원가	10,912	13,930	13,956	14,436
매출채권	891	1,031	1,026	1,060	매출충이익	1,141	1,525	1,419	1,458
재고자산	3,780	4,115	4,094	4,232	판매비와관리비	417	505	467	477
비유동자산	7,225	7,259	7,258	7,333	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	4,819	4,775	4,738	4,775	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	984	970	958	945	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	14,792	14,499	14,570	14,732	영업이익	723	1,020	952	981
유동부채	6,366	5,540	5,031	4,588	증가율(%)	9.6	41.1	-6.7	3.0
매입채무	1,601	1,700	1,691	1,748	영업이익률(%)	6.0	6.6	6.2	6.2
단기차입금	3,320	3,320	2,820	2,320	이자수익	82	36	34	32
유동성장기부채	26	26	26	26	이자비용	118	130	66	56
비유동부채	831	611	611	611	지분법이익(손실)	-111	40	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-80	313	56	56
장기차입금	480	260	260	260	세전계속사업이익	293	1,148	919	955
부채총계	7,197	6,150	5,641	5,198	법인세비용	98	310	267	277
지배주주지분	7,334	8,089	8,668	9,273	세전계속이익률(%)	2.4	7.4	6.0	6.0
자본금	105	94	94	94	당기순이익	195	837	653	678
자본잉여금	1,619	1,619	1,619	1,619	순이익률(%)	1.6	5.4	4.2	4.3
이익잉여금	7,601	8,167	8,547	8,953	지배주주귀속 순이익	191	839	653	678
기타자본항목	-1,991	-1,792	-1,592	-1,393	기타포괄이익	199	199	199	199
비지배주주지분	262	260	260	260	총포괄이익	394	1,037	852	878
자본총계	7,595	8,349	8,928	9,533	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	516	753	1,195	952	주당지표(원)				
당기순이익	195	837	653	678	EPS	9,190	40,525	34,964	36,346
유형자산감가상각비	340	363	358	362	BPS	403,756	444,958	476,814	510,089
무형자산상각비	13	13	13	13	CFPS	26,167	58,711	54,820	56,437
지분법관련손익(이익)	-111	40	-	-	DPS	17,500	15,000	15,000	15,000
투자활동 현금흐름	-1,355	11	-697	-797	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-1,112	-400	-400	-500	PER	109.5	20.1	23.3	22.4
무형자산의 처분(취득)	-14	-	-	-	PBR	2.5	1.8	1.7	1.6
금융상품의 증감	344	-50	-50	-50	PCR	38.4	13.9	14.9	14.4
재무활동 현금흐름	1,098	-1,585	-789	-789	EV/EBITDA	20.5	13.0	13.3	12.7
단기금융부채의증감	3,470	-997	-500	-500	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	87	-220	-	-	ROE	2.3	10.9	7.8	7.6
자본의증감	0	-10	-	-	EBITDA이익률	8.9	9.0	8.6	8.5
배당금지급	-18	-18	-18	-18	부채비율	94.8	73.7	63.2	54.5
현금및현금성자산의증감	217	-134	54	-132	순부채비율	15.6	21.6	13.8	9.0
기초현금및현금성자산	677	894	760	814	매출채권회전율(x)	16.0	16.1	14.9	15.2
기말현금및현금성자산	894	760	814	682	재고자산회전율(x)	3.8	3.9	3.7	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.

[투자이전]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%