2026.11.06

고려아연 (010130)

도전적 환경에 직면하다

26.3Q 시장 기대치 하회. 4Q도 모멘텀 둔화 국면

동사 26.3Q 실적 [연결 영업이익 1,417억원 (-75.9% QoQ)]은 시장 예상치 [1개월 시장 컨센서스 영업이익 3,294억원]을 큰 폭으로 하회했다. <표1> 기본적으로 본사 영업이익 [2,243억원 (-61.9% QoQ)]이 1) 귀금속 급락에 따른 Metal loss 발생, 2) 매출액 감소: 환율 하락 및 귀금속 가격 급락, 3) 원료인 정광에 적용되는 환율 상승 효과, 4) 아연 및 연 Spot TC 하락 효과 등으로 전분기 실적에 크게 미치지 못했다. SMC, 스틸사이클 [아연 가격 강세] 및 페달포인트 [1회성 비용 효과 소멸] 등 전반적 자회사 실적은 나쁘지 않았으나, 연결 조정 효과 및 크루서블 홀딩스 적자가 큰 폭으로 발생하면서 전체적으로 연결 자회사 실적도 전분기 대비 부진한 흐름을 보였다.

동사의 26.4Q 연결 영업이익 [1,630억원, +14.9% QoQ]은 전분기 대비 소폭 개선될 전망이다. <표 2, 3> 연결 조정 효과 소멸 등 자회사 적자 폭은 줄어들겠으나, 본사 실적 [1,790억원 (-20.4% QoQ)]이 Metal loss 축소에도 [환율 하락 및 은 가격 하락 여파로] 매출액이 큰 폭으로 감소하면서 전분기 대비 부진한 흐름이 지속되기 때문이다. 다만 환율 하락 및 매출액 감소 효과가 일단락되는 27.1Q부터 실적은 개선될 전망이다. <그림 1>

눈높이를 낮춰야 할 시기, 턴어라운드 시점은 27년 1분기

부진한 실적에도 주식 분할 및 자사주 소각 발표로 11/5 동사 주가는 양호한 흐름을 보이고 있으나, 26년 하반기부터 동사는 다음과 같은 도전적 환경에 직면했다. 첫째, 원달러 환율 급락이다. 환율 10원 상승시 동사 별도 영업이익은 150~200억원 [연간 기준] 개선되는데 하반기 환율은 1,500원 내외에서 1,300원 초반으로 오히려 하락했다. 부진한 실적의 가장 큰 이유이다. 둘째, 귀금속 가격 하락이다. <그림 2>고금리 기조는 물론, 최근 [달러와 금을 배제한] 미 국채 중심의 안전 자산 선호 현상 <그림 3>은 귀금속에 대한 수요 공백, 즉 단기 급락으로 이어졌다. 증시 급락에 따른 추가 증거금 납입 요구에 대응키 위한 귀금속 매도를 하락 이유로 보는 시각도 있다. 셋째, 일부 자회사의 적자 폭 확대이다. 이러한 요인으로 동사의 27년 이후 실적 및 단기 주가에 대한 눈높이도 일정 하향 조정이 불가피하다.

단기 눈높이는 분명 낮춰야 하나 선진국 진영에서의 제련 및 금속 회수 기술에 대한 강력한 이니셔티브 희소 금속 등을 포함한 전략 광물 포트폴리오 중장기 경쟁력은 여전히 유효하다. 또한 환율 및 금속 가격이 안정화 국면에 접어들고 Metal loss 효과가 종료되는 27.1Q부터 동사의 실적은 점진적으로 개선될 전망이다. <그림 1> 고금리 등 귀금속을 둘러싼 매크로 환경은 기본적으로 비우호적이나, [에너지 비용 급등 및 생산 차질 등으로] 개별 광물의 수급 상황이 여전히 타이트한데다, <그림 4,5> 가격도 충분히 조정 받은 만큼 향후 귀금속 가격의 추가 하락 가능성은 제한적이다.

동사에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 125만원 [기존 163만원]을 제시한다. 목표주가 조정은 수익 예상 하향에 따른 BPS 및 ROE 하향 [12개월 Forward 예상 ROE 9.0% → 4.7%]에 기인한다. 목표주가는 12개월 Forward BPS 620,238원에 Target 2.0x [기존 2.5x]를 적용하여 산출하였다. 비우호적 매크로 환경, 실적 모멘텀 둔화 및 싸지 않은 밸류에이션 [12개월 Forward 기준 PBR 1.58x] 등 강한 주가 반등 모멘텀을 기대하기는 어렵지만 4분기를 바닥으로 동사 주가 약세 요인은 점진적으로 해소될 것이다. <그림 6>

iM증권

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	1,250,000원(하향)
종가(2026.11.05)	989,000원
상승여력	26.4 %

Stock Indicator	
자본금	116십억원
발행주식수	2,087만주
시가총액	20,643십억원
외국인지분율	27.6%
52주 주가	845,000~2,115,000원
60일평균거래량	21,965주
60일평균거래대금	25.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.8	-19.9	-43.4	-1.2
상대수익률	11.6	-5.4	-16.3	-34.9

Price Trend

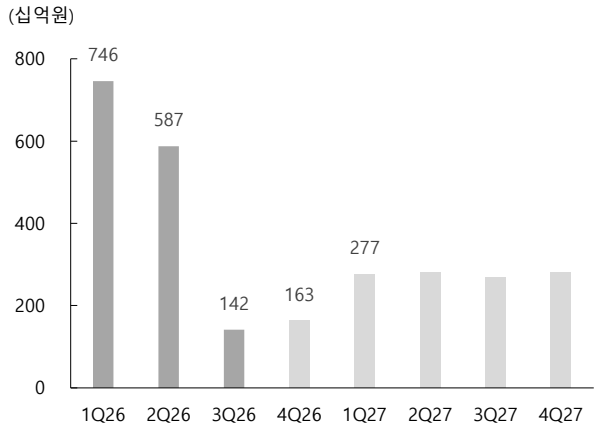


FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	16,588	24,027	20,714	21,241
영업이익(십억원)	1,232	1,638	1,107	1,147
순이익(십억원)	775	1,082	691	636
EPS(원)	38,514	46,991	29,943	27,567
BPS(원)	515,138	616,028	621,642	624,880
PER(배)	34.2	21.0	33.0	35.9
PBR(배)	2.6	1.6	1.6	1.6
ROE(%)	8.7	8.7	4.8	4.4
배당수익률(%)	1.5	2.5	3.0	3.0
EV/EBITDA(배)	16.2	11.1	15.4	17.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

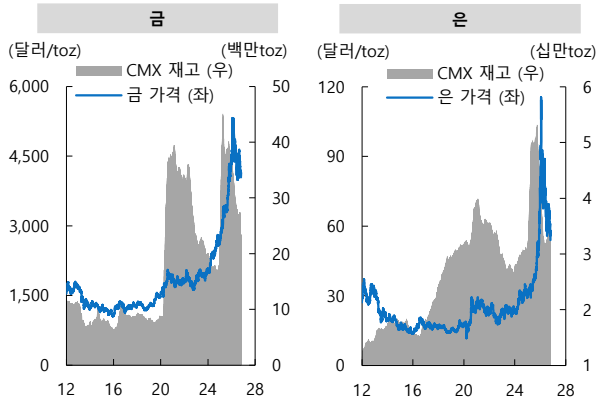
[철강/비철금속]
김윤상 2122-9205
yoonsang.kim@imfnsec.com

그림1. 고려아연 연결기준 분기별 영업이익 추이 및 전망



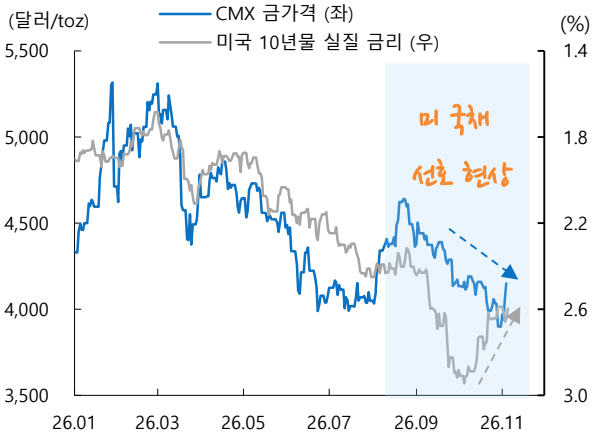
자료: 고려아연, iM증권 리서치본부 추정

그림2. 금/은 가격 추이



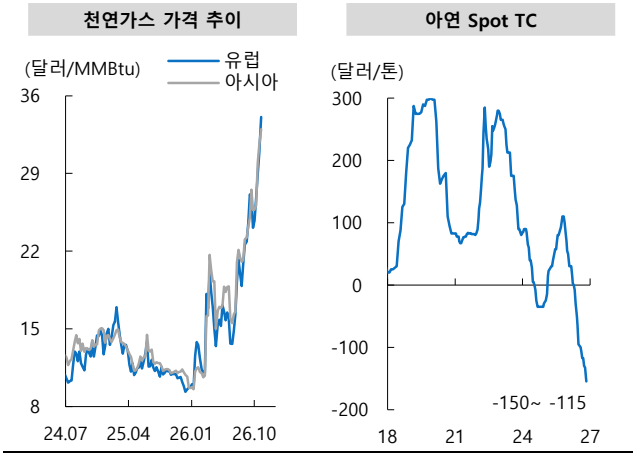
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림3. 금가격 및 미국 10년물 실질 금리 추이



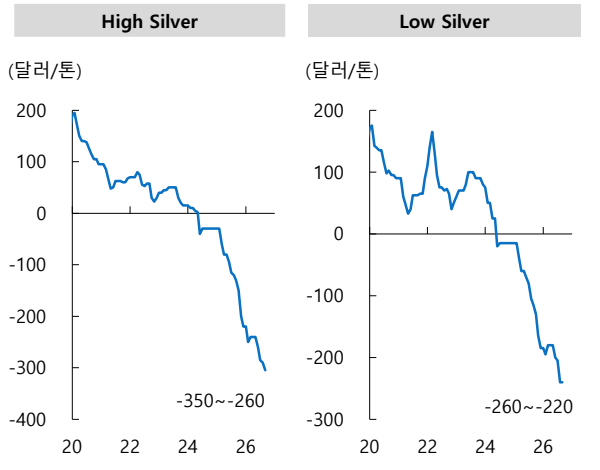
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림4. 천연가스 가격 및 아연 Spot TC 추이



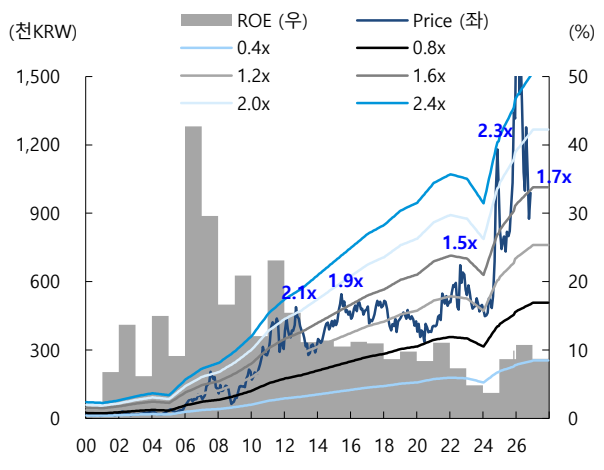
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림5. 연 Spot TC 추이



자료: iM증권 리서치본부

그림6. 고려아연 PBR/ROE Band Chart



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

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

(십억원)	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26(a)	y-y	q-q	컨센서스(b)	차이(a-b)
매출액	4,160	4,770	6,072	6,373	6,086	46.3%	-4.5%	5,741	6.0%
영업이익	273	429	746	587	142	-48.2%	-75.9%	345	-59.0%
세전이익	99	269	518	507	335	238.7%	-34.0%	349	-4.1%
지배주주순이익	72	209	355	349	229	216.6%	-34.4%	272	-15.8%
영업이익률	6.6%	9.0%	12.3%	9.2%	2.3%				2.3%p
세전이익률	2.4%	5.6%	8.5%	8.0%	5.5%				5.5%p
지배주주순이익률	1.7%	4.4%	5.8%	5.5%	3.8%				3.8%p

자료: 고려아연, iM증권 리서치본부

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

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	**2025**	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	**2026E**
매출액	2,389	2,461	2,609	3,075	**10,534**	4,295	4,046	3,567	3,221	**15,129**
영업이익	273	266	235	405	**1,180**	693	589	224	179	**1,685**
영업이익률	11.4%	10.8%	9.0%	13.2%	**11.2%**	16.1%	14.6%	6.3%	5.5%	**11.1%**

자료: 고려아연, iM증권 리서치본부

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

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	**2025**	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	**2026E**
매출액	3,833	3,825	4,160	4,770	**16,588**	6,072	6,373	6,086	5,496	**24,027**
영업이익	271	259	273	429	**1,232**	746	587	142	163	**1,638**
세전이익	239	423	99	269	**1,029**	518	507	335	214	**1,574**
지배주주순이익	163	331	72	209	**775**	355	349	229	150	**1,082**
영업이익률	7.1%	6.8%	6.6%	9.0%	**7.4%**	12.3%	9.2%	2.3%	3.0%	**6.8%**
세전이익률	6.2%	11.1%	2.4%	5.6%	**6.2%**	8.5%	8.0%	5.5%	3.9%	**6.5%**
지배주주순이익률	4.2%	8.7%	1.7%	4.4%	**4.7%**	5.8%	5.5%	3.8%	2.7%	**4.5%**

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	24,027	20,714	24,016	22,970	**0.0%**	**-9.8%**
영업이익	1,638	1,107	2,305	1,893	**-29.0%**	**-41.5%**
세전이익	1,574	972	1,976	1,807	**-20.4%**	**-46.2%**
지배주주순이익	1,082	691	1,399	1,322	**-22.7%**	**-47.7%**
영업이익률	6.8%	5.3%	9.6%	8.2%	**-2.8%p**	**-2.9%p**
세전이익률	6.5%	4.7%	8.2%	7.9%	**-1.7%p**	**-3.2%p**
지배주주순이익률	4.5%	3.3%	5.8%	5.8%	**-1.3%p**	**-2.4%p**

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	12,069	10,672	10,819	9,900
현금 및 현금성자산	3,451	1,516	2,734	1,621
단기금융자산	1,044	731	745	760
매출채권	1,195	1,641	1,423	1,458
재고자산	6,221	6,323	5,451	5,590
비유동자산	8,141	11,929	13,529	17,582
유형자산	5,365	6,251	10,853	14,949
무형자산	985	971	957	943
자산총계	20,210	22,600	24,348	27,482
유동부채	6,128	5,552	5,171	5,231
매입채무	2,339	2,763	2,382	2,443
단기차입금	3,047	2,047	2,047	2,047
유동성장기부채	81	81	81	81
비유동부채	3,084	2,584	4,584	7,584
사채	1,596	1,096	1,096	2,096
장기차입금	1,073	1,073	3,073	5,073
부채총계	9,212	8,136	9,755	12,815
지배주주지분	10,752	14,220	14,349	14,424
자본금	116	127	127	127
자본잉여금	4,443	7,265	7,265	7,265
이익잉여금	6,379	6,896	6,909	6,868
기타자본항목	-185	-68	48	165
비지배주주지분	246	245	244	242
자본총계	10,999	14,465	14,593	14,666

포괄손익계산서

(십억원,%)	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	16,588	24,027	20,714	21,241
증가율(%)	37.6	44.8	-13.8	2.5
매출원가	14,786	21,485	18,749	19,220
매출총이익	1,802	2,542	1,965	2,021
판매비와관리비	570	904	858	874
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,232	1,638	1,107	1,147
증가율(%)	70.3	32.9	-32.4	3.6
영업이익률(%)	7.4	6.8	5.3	5.4
이자수익	62	56	87	60
이자비용	205	136	196	286
지분법이익(손실)	50	-43	-30	-30
기타영업외손익	-24	-34	-	-
세전계속사업이익	1,029	1,574	972	894
법인세비용	259	493	282	259
세전계속이익률(%)	6.2	6.5	4.7	4.2
당기순이익	770	1,081	690	635
순이익률(%)	4.6	4.5	3.3	3.0
지배주주귀속 순이익	775	1,082	691	636
기타포괄이익	117	117	117	117
총포괄이익	887	1,197	806	752
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	-628	1,084	1,746	987
당기순이익	770	1,081	690	635
유형자산감가상각비	351	393	398	404
무형자산상각비	12	14	14	14
지분법관련손실(이익)	50	-43	-30	-30
투자활동 현금흐름	-441	-4,232	-3,044	-4,502
유형자산의 처분(취득)	-886	-1,600	-6,000	-4,500
무형자산의 처분(취득)	-49	-	-	-
금융상품의 증감	-220	-2,958	2,958	0
재무활동 현금흐름	3,675	902	1,411	2,298
단기금융부채의증감	-145	-1,000	-	-
장기금융부채의증감	1,150	-500	2,000	3,000
자본의증감	2,834	2,834	-	-
배당금지급	-4	-4	-4	-4
현금및현금성자산의증감	2,557	-1,935	1,218	-1,113
기초현금및현금성자산	894	3,451	1,516	2,734
기말현금및현금성자산	3,451	1,516	2,734	1,621

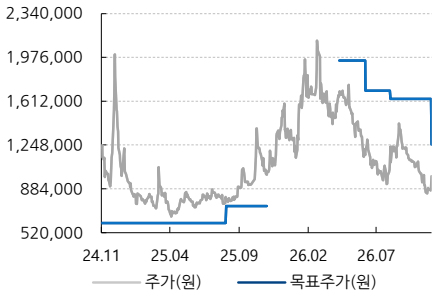
주요투자지표

	2025	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)				
EPS	38,514	46,991	29,943	27,567
BPS	515,138	616,028	621,642	624,880
CFPS	56,507	64,689	47,808	45,647
DPS	20,000	25,000	30,000	30,000
Valuation(배)				
PER	34.2	21.0	33.0	35.9
PBR	2.6	1.6	1.6	1.6
PCR	23.3	15.3	20.7	21.7
EV/EBITDA	16.2	11.1	15.4	17.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	8.7	8.7	4.8	4.4
EBITDA이익률	9.6	8.5	7.3	7.4
부채비율	83.7	56.2	66.8	87.4
순부채비율	11.8	14.2	19.3	47.2
매출채권회전율(x)	15.9	16.9	13.5	14.7
재고자산회전율(x)	3.3	3.8	3.5	3.8

자료 : 고려아연, iM증권 리서치본부

고려아연 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-08-08	Hold	740,000	31.3%	87.3%
2025-11-07	NR			
2026-04-15	Buy	1,950,000		-10.4%
2026-06-12	Buy	1,700,000	-37.1%	-23.9%
2026-08-06	Buy	1,630,000	-32.3%	-12.5%
2026-11-06	Buy	1,250,000		



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 기관투자가 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 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 2026-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	8%	-