# 고려아연 (010130)

## 전무후무 1Q26 실적

**철강/비철금속**
Analyst 장재혁
jaehyeok.jang@meritz.co.kr
RA 김아현
ahyun.kim@meritz.co.kr

Meritz Research 2026. 4. 13

### 1Q26 Preview: 전무후무 1Q26 호실적

연결영업이익은 6,254억원(YoY +130.7%, QoQ +45.9%)으로 컨센서스 5,005억원을 +24.9% 상회할 전망이다. 금·은 가격 급등, 원/달러 환율 강세, 황산 가격 호조가 별도 실적을 견인했고, SMC 역시 귀금속 강세에 따른 LGLC 수익성 개선 효과를 누린 것으로 파악된다.

1Q25 → 2Q25 → 3Q25 → 4Q25 → 1Q26 → 최근

환율(원/달러): 1,453 → 1,404 → 1,385 → 1,451 → 1,465 → 1,485

은($/oz, M-1 기준): 30.8 → 32.7 → 37.5 → 48.1 → 79.4 → 75.8

금($/oz, M-1 기준): 2,744 → 3,180 → 3,360 → 3,949 → 4,699 → 4,747

별도영업이익은 5,816억원(YoY +113.2%, QoQ +43.5%)으로 예상한다. 2026년 판매 가이던스는 금 7,920kg(2025년 9,504kg 판매), 은 1,790톤(2025년 2,047톤 판매)으로 보수적으로 제시됐으나, 1Q26에는 4Q25에 확보했던 고품위 연 정광 활용 효과로 금 2,376kg(YoY -4.0%, QoQ -26.9%), 은 502톤(YoY -2.5%, QoQ -1.8%) 판매가 가능할 전망이다. 연간 가이던스 대비 우호적인 출발이다.

희소금속 부문 매출은 688억원(YoY -4.4%, QoQ -11.8%)을 전망한다. 2025년 매출 비중 68%를 차지한 안티모니 가격 하락의 영향이 가장 컸으며, 매출 비중 10%인 인듐의 최근 가격 급등이 이를 일부 상쇄했을 것으로 예상한다.

자회사 SMC 영업이익은 369억원(YoY 흑자전환, QoQ +46.2%)을 전망한다. LGLC에 포함된 은 가치가 확대되며 수익성이 개선되었다. 그외 KEMCO, KZAM 등 이차전지소재 관련 자회사들은 소폭 적자를 지속하는 수준이 유지될 전망이다.

2Q26 실적의 경우, 최근 귀금속 가격을 고려할 때 QoQ 상승폭 확대를 기대하기는 어렵다. 보다 완만한 수준의 귀금속 가격 상승 흐름이 지속된다고 가정할 경우 1Q26 대비 감소한 3,678억원(YoY +42.1%, QoQ -41.2%)의 연결영업이익을 예상한다.

(2페이지 계속)

## 중장기 실적 판단은 2Q26부터

중장기 실적 판단은 2Q26부터가 핵심이다. 고려아연의 실적은 귀금속 가격이 분기마다 상승할 때에는 Metal Gain과 Free Metal이 동시에 반영되며 크게 개선되지만, 가격 상승세가 정체될 경우에는 Metal Gain 효과가 소멸하고 Free Metal 효과만 남게 된다. 따라서 2Q26은 귀금속 가격 급등 국면에서 나타난 이익 개선 중 얼만큼이 이익 기초체력 확대로로 이어졌는지를 가늠할 수 있는 첫 분기라는 점에서 중요하다.

2027년부터의 중장기 실적 흐름은 크게 두 가지 변수에 의해 결정될 전망이다.

첫째, 금·은 가격 정체에 따라 2026년에 반영된 Metal Gain이 제거될 수 있다는 점이다. 2026년 평균 은 가격을 80~90달러/oz로 가정할 경우, 2027년부터 영업이익에서 제거될 수 있는 Metal Gain 규모는 1,416억~2,162억원에 달할 수 있다(표 1 참고).

둘째, 구리 생산능력 확대에 따른 이익 개선이다. 구리 부문 영업이익은 2025년 840억원, 2026년 1,510억원, 2027년 2,270억원으로 확대될 것으로 예상되어(그림4 참고), 귀금속 가격 정체 – Metal Gain 감소로 인한 이익 감소를 일부 상쇄할 수 있을 것으로 판단한다. 결국 1Q26의 호실적 자체보다 중요한 것은 2Q26 이후에도 Free Metal 기반의 개선된 체력이 유지되는지, 그리고 구리 증설 효과가 이를 얼마나 보완하는지 여부가 될 것이다.

## 1Q26E 실적 모멘텀 유효, 호실적 이후의 핵심 변수는 여전히 귀금속 가격

1Q26 호실적이 예상되는 만큼, 주가 측면에서는 당분간 우호적인 흐름이 이어질 가능성이 높다. 은 가격의 절대 레벨이 높아질수록 실적에 미치는 민감도 역시 커지기 때문에, 귀금속 가격 강세가 이어지는 구간에서는 이익 추정치 상향과 함께 주가 모멘텀도 강화될 수 있다. 다만 2Q26 실적을 전망하는 시기부터는 시장의 관심이 이익 지속 가능성으로 이동할 가능성이 높다. 특히 귀금속 가격이 높은 수준에서 더 이상 상승하지 못하고 정체될 경우, 실적 모멘텀의 둔화 가능성도 함께 부각될 수 있다. 따라서 현 구간에서는 단기 실적 모멘텀을 긍정적으로 평가하되, 중기 시각에서는 귀금속 가격 흐름과 peak-out 강도를 함께 점검하는 신중한 접근이 필요하다고 판단한다.

## Appendix. 이익 민감도(은 +1$/oz → 연간 영업이익 +100~120억원) 해석

지난 실적발표에서 확인된 중요한 변수 두 가지(은 Payable, 영업이익 민감도)를 기준으로, 향후 귀금속 가격이 횡보할 경우 이익 수준을 가늠할 수 있다.

**1) 은 Payable 약 90%:** 회수율 97%, Payable을 89%로 가정한다면, Free Metal 비율은 약 8%로 산정할 수 있다(회수율 97% - Payable 89%)

**2) 은 가격의 영업이익 민감도**: 은 +1$/oz → 연간 영업이익 100~120억원 개선 (2025년 40$/oz 대비 기준, 2026년 판매계획 1,790톤 가정)

이익 민감도는 구조적 이익(Free Metal)과 일시적 이익(Metal Gain)으로 나눌 수 있다.

**구조적 이익(Free Metal):** 정광 매입 시 지급하는 원가(Payable)와 실제 생산하여 판매하는 은 물량의 차이에서 발생하는 효과이다. 가격 레벨이 올라갈수록 이익 개선 효과가 확대된다.

**일시적 이익(Metal Gain)**: 원재료 매입과 제품 판매 시점 차이에서 오는 시세차익 효과이다. 가격 상승기에는 이익이 발생하지만, 정체기에는 소멸하며 하락기에는 손실로 나타난다.

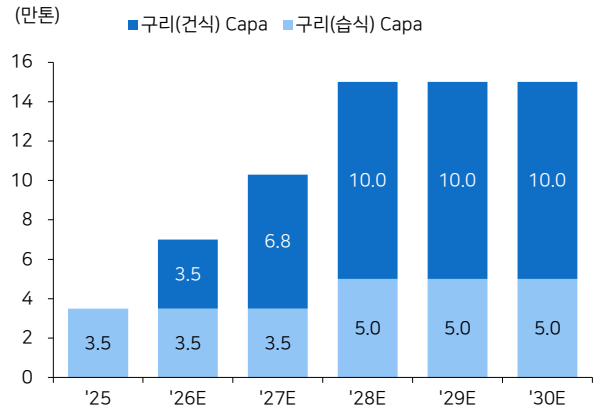
예를 들어, 은 가격($/oz)이 40 → 80(급등) → 80(횡보)로 움직일 경우, 급등기('26)에는 총 이익 민감도(+40$/oz * 110억원 = 4,400억원)가 모두 반영되나 횡보기('27)에는 일시적 요인이 소멸되어 구조적 이익(총액의 61%, 2,670억원) 효과만 남는다.

표1 은 가격 변화에 따른 고려아연 영업이익 민감도, 구조적 요인(Free Metal)과 일시적 요인(Metal Gain)으로 구분

| 항목 | | 단위 | 비고 | Case 1 | Case 2 | Case 3 | Case 4 | Case 5 | Case 6 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2025년 평균 은 가격 | | $/oz | | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| YoY 은 가격 상승폭 | | $/oz | | +30 | +40 | +50 | +30 | +40 | +50 |
| 2026년 평균 은 가격 | | $/oz | | 70 | 80 | 90 | 70 | 80 | 90 |
| 연간 은 생산량 | | 톤/년 | 2026년 사업계획(1,790톤) 기준 | 1,790 | 1,790 | 1,790 | 2,000 | 2,000 | 2,000 |
| | | oz/톤 | 1톤 = 32,151oz | 5,755 만 | 5,755 만 | 5,755 만 | 6,430 만 | 6,430 만 | 6,430 만 |
| Free Metal 비율 | | % | Payable 89%, 회수율 97% 가정 | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% |
| 환율 | | 원/$ | | 1,450 | 1,450 | 1,450 | 1,450 | 1,450 | 1,450 |
| OP 민감도 | | 억원/($1/oz) | 제시된 100~120억원의 중간값 사용 | 110 | 110 | 110 | 110 | 110 | 110 |
| | Free Metal (구조적) | 억원/($1/oz) | 연간 은 생산량(oz) × Free Metal 비율 × 환율 | 66.8 | 66.8 | 66.8 | 74.6 | 74.6 | 74.6 |
| | Metal Gain (일시적) | 억원/($1/oz) | OP 민감도(총) - 구조적 OP 민감도 | 43.2 | 43.2 | 43.2 | 35.4 | 35.4 | 35.4 |
| 총 OP 변화 | | 억원/년 | OP 민감도(총) × YoY 은 가격 상승폭 | 3,300 | 4,400 | 5,500 | 3,300 | 4,400 | 5,500 |
| | Free Metal (구조적) | 억원/년 | 구조적 OP 민감도 × YoY 은 가격 상승폭 | 2,003 | 2,670 | 3,338 | 2,238 | 2,984 | 3,730 |
| | Metal Gain (일시적) | 억원/년 | 일시적 OP 민감도 × YoY 은 가격 상승폭 | 1,297 | 1,730 | 2,162 | 1,062 | 1,416 | 1,770 |
| 구조적 비중 | | % | 구조적 이익 ÷ 총 OP 변화 × 100 | 60.7 | 60.7 | 60.7 | 67.8 | 67.8 | 67.8 |
| 일시적 비중 | | % | 일시적 이익 ÷ 총 OP 변화 × 100 | 39.3 | 39.3 | 39.3 | 32.2 | 32.2 | 32.2 |

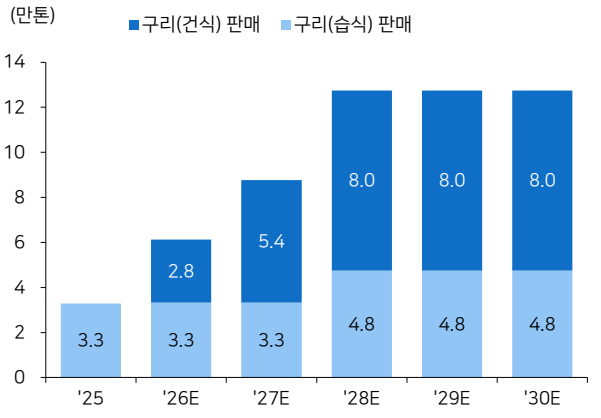
자료: 고려아연, 메리츠증권 리서치센터

그림1 고려아연 구리 Capa



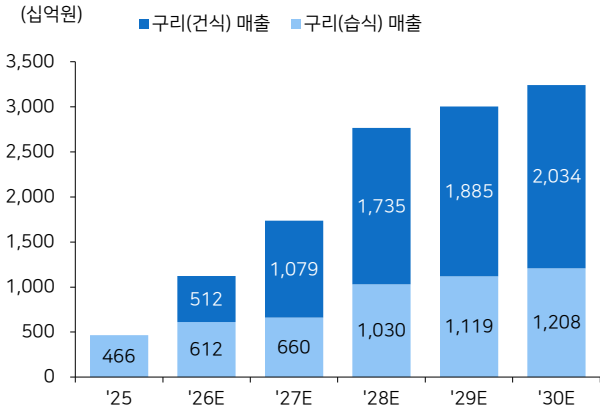

자료: 고려아연, 메리츠증권 리서치센터

그림2 고려아연 구리 판매량 전망



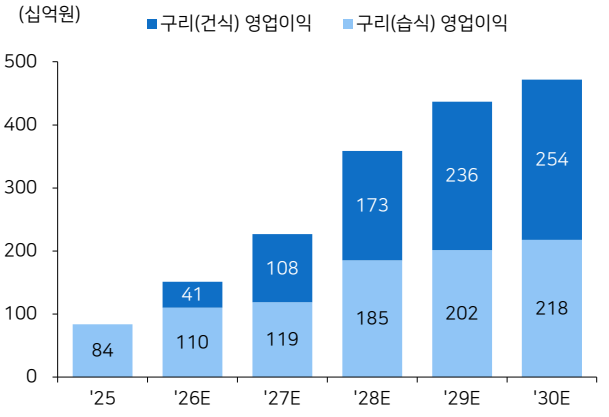

주: 습식 가동률 95%, 건식 가동률 80% 가정
자료: 고려아연, 메리츠증권 리서치센터

그림3 고려아연 구리 매출액 전망




주: 습식 가동률 95%, 건식 가동률 80% 가정. 구리 가격과 환율은 당사 추정치 적용
자료: 고려아연, 메리츠증권 리서치센터

그림4 고려아연 구리 영업이익 전망




주: 습식 GPM 20%, OPM 18% 가정, 건식 OPM은 2026년 8%, 2027년 10%, 2029년 12.5%로 점진적 확대 가정
자료: 고려아연, 메리츠증권 리서치센터

표2 주요 금속 분기별 가격 및 변화율(변화폭) 추이

| | | LME 구리 현물 ($/t) | LME 아연 현물 ($/t) | LME 납 현물 ($/t) | CMX 금 현물 ($/ozt) | CMX 은 현물 ($/ozt) | 안티모니 ($/t) | | 텔루륨 ($/kg) | | 비스무스 ($/lb) | | 인듐 ($/kg) | | 카드뮴 ($/t) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | | Shanghai Spot | CN Sb Ingot 99.65% EU | EU Te Metal 99.9% | CN Te Metal 99.99% EXW | CN Bi Ingot 99.99% FOB | CN Bi Ingot 99.99% EU | CN In Ingot 99.99% FOB | CN In Ingot 99.99% EU | CN Cd Ingot 99.99% EXW |
| 2025 | 1Q25 | 9,343 | 2,837 | 1,961 | 2,857 | 31.8 | 21,330 | 47,019 | 94.5 | 95.5 | 6.5 | 7.3 | 354 | 348 | 4,810 |
| | 2Q25 | 9,500 | 2,630 | 1,947 | 3,286 | 33.5 | 30,532 | 57,904 | 103.5 | 98.9 | 11.5 | 13.7 | 376 | 386 | 4,332 |
| | 3Q25 | 9,802 | 2,831 | 1,968 | 3,459 | 39.7 | 25,706 | 54,712 | 107.1 | 83.2 | 12.0 | 15.3 | 377 | 372 | 4,073 |
| | 4Q25 | 11,107 | 3,155 | 1,970 | 4,156 | 55.3 | 23,222 | 42,192 | 109.1 | 97.8 | 12.1 | 15.5 | 365 | 364 | 4,112 |
| 1Q26 | | 12,758 | 3,228 | 1,927 | 4,838 | 82.1 | 23,973 | 26,346 | 106.0 | 108.1 | 12.8 | 16.8 | 545 | 539 | 3,839 |
| 2026-04-10 | | 12,586 | 3,305 | 1,889 | **4,761** | **75.6** | 24,155 | 27,500 | 108.0 | 114.8 | 13.3 | 17.6 | **698** | **713** | 4,003 |
| % QoQ | 1Q25 | 1.7 | -7.0 | -2.2 | 7.2 | 1.4 | 5.9 | 32.6 | 7.9 | -0.3 | 17.2 | 12.7 | -0.8 | 0.2 | -0.5 |
| | 2Q25 | 1.7 | -7.3 | -0.7 | 15.0 | 5.3 | 43.1 | 23.1 | 9.4 | 3.5 | 76.0 | 87.9 | 6.0 | 10.9 | -9.9 |
| | 3Q25 | 3.2 | 7.6 | 1.1 | 5.3 | 18.5 | -15.8 | -5.5 | 3.5 | -15.9 | 4.6 | 11.9 | 0.4 | -3.7 | -6.0 |
| | 4Q25 | 13.3 | 11.5 | 0.1 | 20.1 | 39.4 | -9.7 | -22.9 | 1.9 | 17.5 | 0.4 | 1.0 | -3.2 | -2.0 | 1.0 |
| | 1Q26 | 14.9 | 2.3 | -2.2 | **16.4** | **48.4** | **3.2** | **-37.6** | -2.8 | 10.5 | 6.5 | 8.8 | **49.3** | **48.1** | -6.6 |
| Δ QoQ | 1Q25 | 155 | -214 | -45 | 192 | 0.4 | 1,184 | 11,562 | 6.9 | -0.3 | 1.0 | 0.8 | -2.7 | 0.5 | -25 |
| | 2Q25 | 157 | -206 | -15 | 430 | 1.7 | 9,202 | 10,885 | 8.9 | 3.4 | 5.0 | 6.4 | 21.2 | 38.1 | -478 |
| | 3Q25 | 302 | 200 | 21 | 173 | 6.2 | -4,826 | -3,192 | 3.6 | -15.7 | 0.5 | 1.6 | 1.5 | -14.4 | -259 |
| | 4Q25 | 1,305 | 325 | 2 | 697 | 15.7 | -2,483 | -12,519 | 2.0 | 14.6 | 0.0 | 0.1 | -11.9 | -7.5 | 39 |
| | 1Q26 | 1,651 | 73 | -43 | **681** | **26.8** | **750** | **-15,846** | -3.1 | 10.3 | 0.8 | 1.4 | **180.0** | **175.0** | -273 |

주: 참고사항 – **고려아연 귀금속 및 희소금속 매출 비중, "은 〉 금 〉 안티모니 〉 인듐 〉 카드뮴 〉 텔루륨 〉 비스무스" 순**

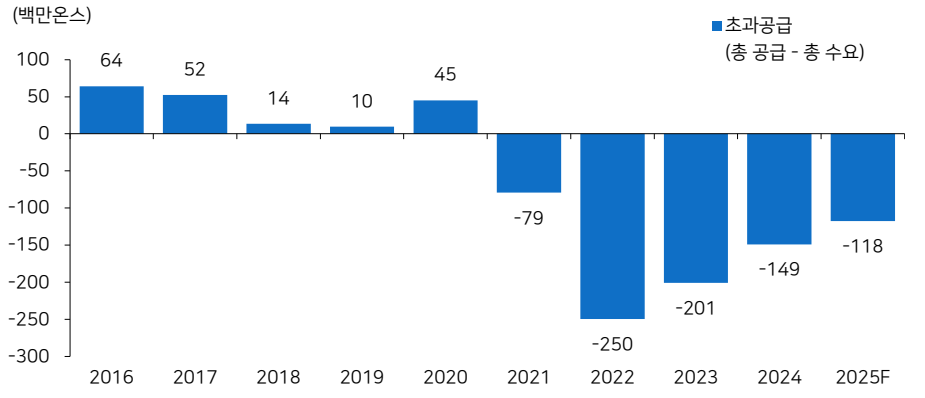
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 은 수요와 공급의 구성

| (단위: 백만 oz) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F | 점유율 (%) | 2024 (%YoY) | 2025 (%YoY) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 광산 생산 | 900 | 864 | 851 | 837 | 784 | 831 | 839 | 813 | 820 | 835 | 81.0 | 0.9 | 1.9 |
| 재활용 | 156 | 160 | 162 | 164 | 181 | 191 | 194 | 184 | 194 | 193 | 18.7 | 5.7 | -0.4 |
| 순 헷지 공급 | 0 | 0 | 0 | 14 | 9 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0.1 | - | - |
| 공공부문 매도 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 0.1 | -6.3 | 0.0 |
| **총 공급** | **1,057** | **1,025** | **1,014** | **1,016** | **974** | **1,023** | **1,035** | **998** | **1,015** | **1,031** | | **1.7** | **1.5** |
| 전기전자 (태양광 제외) | 227 | 240 | 243 | 252 | 239 | 262 | 253 | 252 | 263 | 270 | 23.5 | 4.4 | 2.7 |
| 태양광 | 82 | 99 | 87 | 75 | 83 | 89 | 118 | 193 | 198 | 196 | 17.0 | 2.5 | -1.0 |
| 합금 재료 | 49 | 51 | 52 | 52 | 48 | 51 | 49 | 50 | 52 | 53 | 4.6 | 2.8 | 2.5 |
| 기타 산업용 | 133 | 138 | 144 | 146 | 143 | 163 | 172 | 163 | 168 | 159 | 13.8 | 3.6 | -5.6 |
| 사진인화&X-ray | 35 | 32 | 31 | 31 | 27 | 28 | 28 | 27 | 26 | 24 | 2.1 | -6.6 | -5.1 |
| 쥬얼리 | 189 | 196 | 203 | 202 | 151 | 182 | 235 | 203 | 209 | 196 | 17.1 | 2.8 | -6.0 |
| 은 식기 | 54 | 59 | 67 | 61 | 31 | 41 | 74 | 55 | 54 | 46 | 4.0 | -1.6 | -15.1 |
| 실물투자(은화, 실버바) | 213 | 156 | 166 | 187 | 208 | 284 | 338 | 244 | 191 | 204 | 17.8 | -21.9 | 7.1 |
| 순 헷지 수요 | 12 | 1 | 7 | 0 | 0 | 4 | 18 | 12 | 4 | 0 | 0.0 | -62.6 | - |
| **총 수요** | **993** | **973** | **1,001** | **1,006** | **929** | **1,102** | **1,284** | **1,199** | **1,164** | **1,148** | | **-2.9** | **-1.4** |
| 초과공급 (총 공급 - 총 수요) | 64 | 52 | 14 | 10 | 45 | -79 | -250 | -201 | -149 | -118 | | -25.8 | -21.0 |
| Net Investment in ETPs | 54 | 7 | -21 | 83 | 331 | 65 | -117 | -38 | 62 | 70 | | - | 13.6 |
| Market Balance less ETPs | 10 | 45 | 35 | -74 | -286 | -144 | -132 | -163 | -211 | -188 | | 29.1 | -10.9 |
| Silver Price (US$/oz) | 17.14 | 17.05 | 15.71 | 16.21 | 20.55 | 25.14 | 21.73 | 23.35 | 28.27 | 40.08 | | 21.1 | 41.8 |

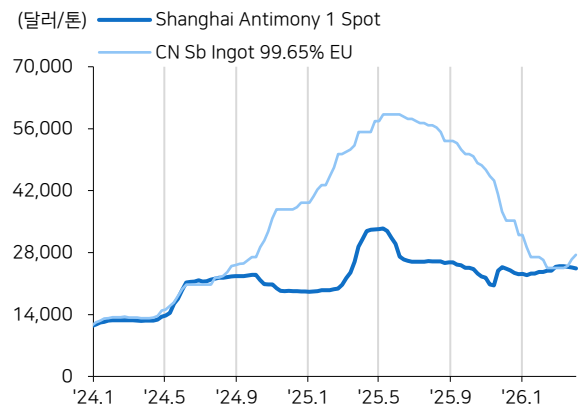
자료: Metals Focus, 메리츠증권 리서치센터

그림5 은 초과공급(공급량-수요량)



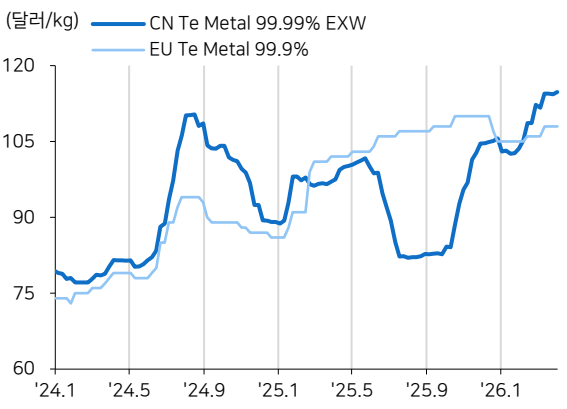

자료: Metals Focus, 메리츠증권 리서치센터

그림6 안티모니 (중국 수출가, 유럽 판매가)



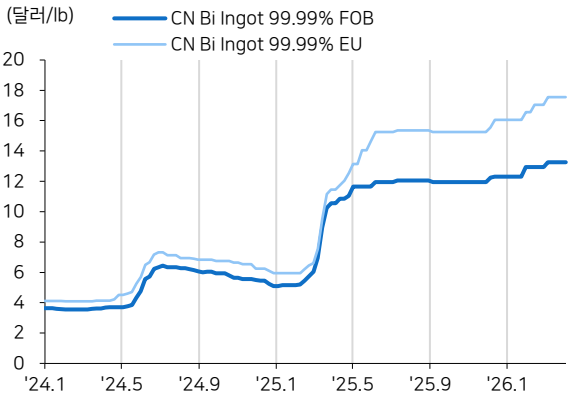

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 텔루륨 (중국 수출가, 유럽 판매가)



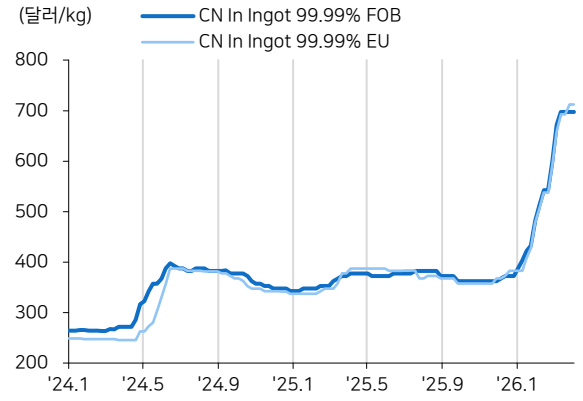

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 비스무스 (중국 수출가, 유럽 판매가)



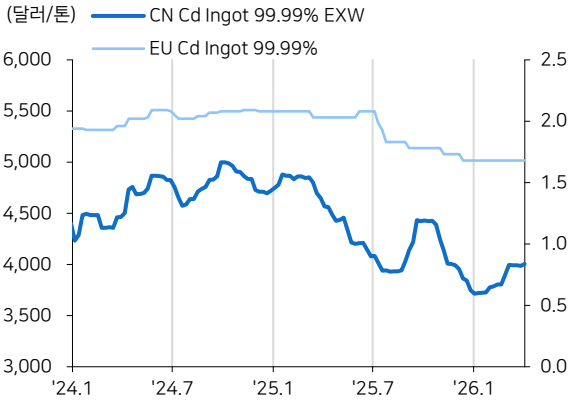

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 인듐 (중국 수출가, 유럽 판매가)



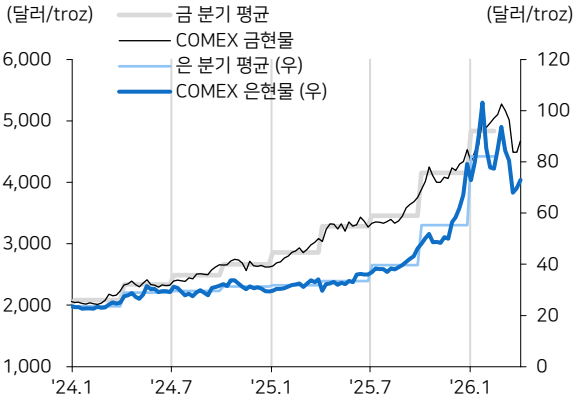

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 카드뮴 (중국 수출가, 유럽 판매가)




자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 귀금속 가격 추이




자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 고려아연 1Q26 영업이익, 귀금속 가격과 달러 강세, 자회사 SMC 실적 호조로 시장 눈높이 상회 전망

| (십억원) | 1Q26E | 1Q25 | (% YoY) | 4Q25 | (% QoQ) | 기존 추정치 | (% diff.) | 컨센서스 | (% diff.) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | **5,538.5** | 3,832.8 | 44.5 | 4,769.9 | 16.1 | 5,361.0 | 3.3 | 4,687.7 | 18.1 |
| 영업이익 | **625.4** | 271.1 | 130.7 | 428.5 | 45.9 | 506.4 | 23.5 | 500.5 | 24.9 |
| 세전이익 | **563.1** | 238.7 | 135.9 | 268.5 | 109.7 | 470.2 | 19.8 | - | - |
| 지배순이익 | **412.1** | 162.5 | 153.5 | 209.2 | 96.9 | 345.1 | 19.4 | 336.6 | 22.4 |
| 영업이익률(%) | **11.3** | 7.1 | | 9.0 | | 9.4 | | 10.7 | |
| 세전이익률(%) | **10.2** | 6.2 | | 5.6 | | 8.8 | | - | |
| 순이익률(%) | **7.4** | 4.2 | | 4.4 | | 6.4 | | 7.2 | |

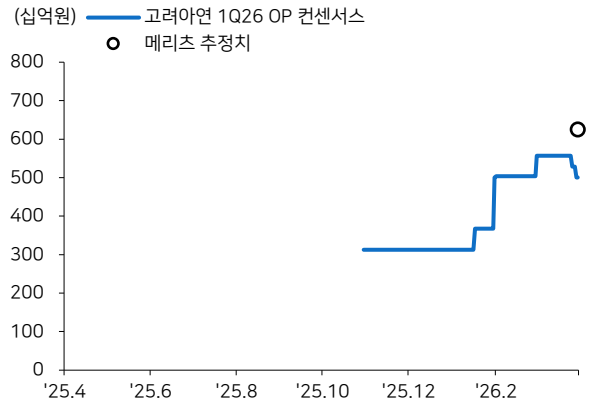
자료: 고려아연, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 2026년 영업이익 컨센서스 부합 예상

| (십억원) | 2026E | 2025 | (% YoY) | 기존 추정치 | (% diff.) | 컨센서스 | (% diff.) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | **21,884.2** | 16,587.9 | 31.9 | 22,129.7 | -1.1 | 21,594.7 | 1.3 |
| 영업이익 | **1,682.1** | 1,231.9 | 36.5 | 1,679.1 | 0.2 | 1,816.3 | -7.4 |
| 세전이익 | **1,387.5** | 1,029.0 | 흑전 | 1,507.1 | -7.9 | 1,580.8 | -12.2 |
| 지배순이익 | **1,015.3** | 775.0 | 흑전 | 1,106.3 | -8.2 | 1,187.8 | -14.5 |
| 영업이익률(%) | **7.7** | 7.4 | | 7.6 | | 8.4 | |
| 세전이익률(%) | **6.3** | 6.2 | | 6.8 | | 7.3 | |
| 순이익률(%) | **4.6** | 4.7 | | 5.0 | | 5.5 | |

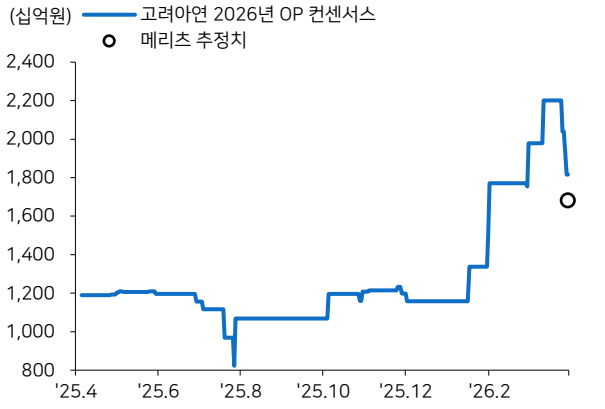
자료: 고려아연, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 1Q26 영업이익 컨센서스 상회 전망




자료: 고려아연, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 2026년 영업이익 컨센서스 하회 전망




자료: 고려아연, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표6 고려아연 실적 Snapshot

| | | 단위 | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025 | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **실적 전망** | | | | | | | | | | | | | |
| **연결 매출** | | **십억원** | 3,832.8 | 3,825.4 | 4,159.8 | 4,769.9 | 5,538.5 | 5,389.4 | 5,407.7 | 5,548.6 | 16,587.9 | 21,884.2 | 24,346.2 |
| | 별도 | | 2,388.6 | 2,461.4 | 2,609.2 | 3,075.0 | 3,779.3 | 3,673.1 | 3,683.9 | 3,812.9 | 10,534.2 | 14,949.2 | 17,070.6 |
| | | 아연 | 656.0 | 620.0 | 609.0 | 670.0 | 722.7 | 667.6 | 648.9 | 700.9 | 2,555.0 | 2,740.1 | 2,892.2 |
| | | 연 | 339.0 | 317.0 | 310.0 | 328.0 | 338.9 | 316.2 | 303.7 | 326.0 | 1,294.0 | 1,284.8 | 1,327.2 |
| | | 금 | 358.0 | 415.0 | 548.0 | 630.0 | 541.5 | 526.2 | 529.0 | 543.3 | 1,951.0 | 2,140.0 | 2,316.9 |
| | | 은 | 747.0 | 772.0 | 827.0 | 1,131.0 | 1,845.0 | 1,666.2 | 1,698.2 | 1,730.5 | 3,477.0 | 6,939.8 | 8,075.5 |
| | | 구리 (습식) | 112.0 | 108.0 | 111.0 | 135.0 | 150.1 | 149.3 | 154.2 | 158.0 | 466.0 | 611.7 | 659.7 |
| | | 구리 (건식) | | | | | | 167.6 | 169.9 | 174.2 | | 511.7 | 1,078.8 |
| | | 기타 (황산) | 86.6 | 83.4 | 77.2 | 84.0 | 95.0 | 95.0 | 95.0 | 95.0 | 331.2 | 380.0 | 380.0 |
| | | 희소금속 | 90.0 | 146.0 | 127.0 | 97.0 | 85.9 | 85.1 | 85.1 | 85.1 | 460.0 | 341.2 | 340.3 |
| | SMH | | 310.6 | 267.8 | 384.5 | 414.8 | 416.7 | 402.8 | 401.6 | 402.7 | 1,377.7 | 1,623.8 | 1,719.6 |
| | 기타 자회사 | | 1,133.6 | 1,096.2 | 1,166.1 | 1,280.1 | 1,342.6 | 1,313.4 | 1,322.2 | 1,333.0 | 4,675.9 | 5,311.2 | 5,556.0 |
| 매출 성장률 | | % YoY | 61.4 | 25.1 | 29.7 | 39.8 | 44.5 | 40.9 | 30.0 | 16.3 | 37.6 | 31.9 | 11.3 |
| **연결 영업이익** | | **십억원** | **271.1** | **258.9** | **273.4** | **428.5** | **625.4** | **367.8** | **362.7** | **326.2** | **1,231.9** | **1,682.1** | **1,599.9** |
| | 별도 | | 272.7 | 266.5 | 235.2 | 405.2 | 581.6 | 343.0 | 336.2 | 305.4 | 1,179.6 | 1,566.2 | 1,543.3 |
| | SMH | | -2.5 | 1.3 | 8.8 | 25.2 | 36.9 | 21.1 | 24.9 | 21.3 | 32.8 | 104.2 | 55.5 |
| | 기타 자회사 | | 0.9 | -8.9 | 29.5 | -1.9 | 6.9 | 3.7 | 1.6 | -0.5 | 19.6 | 11.7 | 1.2 |
| 영업이익 성장률 | | % YoY | 46.9 | -3.7 | 82.3 | 256.4 | 130.7 | 42.1 | 32.7 | -23.9 | 70.3 | 36.5 | -4.9 |
| 연결 영업이익률 | | % | 7.1 | 6.8 | 6.6 | 9.0 | 11.3 | 6.8 | 6.7 | 5.9 | 7.4 | 7.7 | 6.6 |
| 별도 영업이익률 | | % | 11.4 | 10.8 | 9.0 | 13.2 | 15.4 | 9.3 | 9.1 | 8.0 | 11.2 | 10.5 | 9.0 |
| **세전이익** | | **십억원** | **238.7** | **422.9** | **98.8** | **268.5** | **563.1** | **298.0** | **282.3** | **244.1** | **1,029.0** | **1,387.5** | **1,187.8** |
| **지배주주순이익** | | **십억원** | **162.5** | **331.1** | **72.2** | **209.2** | **412.1** | **218.0** | **206.6** | **178.6** | **775.0** | **1015.3** | **869.1** |
| 지배주주순이익률 | | % | 4.2 | 8.7 | 1.7 | 4.4 | 7.4 | 4.0 | 3.8 | 3.2 | 4.7 | 4.6 | 3.6 |
| **Metal Price (1개월 래깅)** | | | | | | | | | | | | | |
| 아연 | | 달러/톤 | 2,877 | 2,703 | 2,744 | 3,091 | 3,220 | 3,123 | 3,111 | 3,121 | 2,854 | 3,144 | 3,148 |
| 연 | | 달러/톤 | 1,952 | 1,958 | 1,974 | 1,975 | 1,949 | 1,893 | 1,911 | 1,921 | 1,965 | 1,918 | 1,948 |
| 금 | | 달러/oz | 2,744 | 3,180 | 3,360 | 3,949 | 4,699 | 4,608 | 4,634 | 4,768 | 3,308 | 4,677 | 5,103 |
| 은 | | 달러/oz | 30.8 | 32.7 | 37.5 | 48.1 | 79.4 | 72.3 | 74.3 | 78.6 | 37.3 | 76.1 | 89.3 |
| 구리 | | 달러/톤 | 9,094 | 9,454 | 9,772 | 10,541 | 12,588 | 12,153 | 12,321 | 12,643 | 9,715 | 12,426 | 13,446 |
| **환율** | | | | | | | | | | | | | |
| 환율(분기평균) | | 원/달러 | 1,453 | 1,404 | 1,385 | 1,451 | 1,465 | 1,450 | 1,450 | 1,450 | 1,423 | 1,454 | 1,450 |
| **TC** | | | | | | | | | | | | | |
| 아연 Blended TC | | 달러/dmt | 118 | 76 | 85 | 83 | 86 | 86 | 86 | 86 | 90 | 86 | 86 |
| 연 Blended TC | | 달러/dmt | 17 | 3 | -4 | -16 | -23 | -23 | -23 | -23 | -10 | -37 | -37 |
| **판매량** | | | | | | | | | | | | | |
| 아연 | | 톤 | 146,489 | 150,651 | 149,981 | 142,374 | 146,259 | 140,542 | 137,121 | 147,628 | 589,495 | 571,551 | 604,253 |
| 연 | | 톤 | 104,452 | 100,055 | 99,511 | 101,319 | 104,913 | 101,480 | 96,662 | 103,237 | 405,337 | 406,291 | 415,263 |
| 금 | | kg | 2,475 | 2,800 | 3,580 | 3,250 | 2,376 | 2,376 | 2,376 | 2,376 | 12,105 | 9,504 | 9,504 |
| 은 | | 톤 | 515 | 520 | 501 | 511 | 502 | 503 | 500 | 482 | 2,047 | 1,987 | 1,987 |
| 구리 (습식) | | 톤 | 8,305 | 8,083 | 8,124 | 8,369 | 7,995 | 8,315 | 8,474 | 8,466 | 32,881 | 33,250 | 33,250 |
| 구리 (건식) | | 톤 | | | | | | 9,333 | 9,333 | 9,333 | | 28,000 | 54,400 |

자료: Bloomberg, QuantiWise, 고려아연, 메리츠증권 리서치센터

**을을 기반으로 한 향후 주주총회 시나리오의 Base Case, 최윤범 회장 측 이사회 의석 수 과반 점유 지속 예상**

| | | T-1 | T ('26.03월 주주총회) | | | T+0.5 ('26.09월 임시주주총회) | | | T+1 ('27.03월 주주총회) | | | T+2 ('28.03월 주주총회) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 각 주총별 임기만료, 일반선임, 분리선임 의석 수 | | | 임기만료: 5명<br>일반선임: 5명 | | | 분리선임: 1명 | | | 임기만료: 13명<br>일반선임: 12명<br>분리선임: 1명 | | | 임기만료: 5명<br>일반선임: 5명 | | |
| | | | 임기만료 | 신규선임 | 결과 | 임기만료 | 신규선임 | 결과 | 임기만료 | 신규선임 | 결과 | 임기만료 | 신규선임 | 결과 |
| 최윤범 | 일반선임 | 10명 | -5명 | +3명 | 8명 | | | 8명 | -5명 | +6명 | 9명 | -3명 | +3명 | 9명 |
| | 분리선임 (3%룰) | 1명 | | | 1명 | | +1명 | 2명 | -1명 | +1명 | 2명 | | | 2명 |
| | 직무정지 | 4명 | | | 4명 | | | 4명 | -4명 | | | | | |
| | **계** | **15명** | | | **13명** | | | **14명** | | | **11명** | | | **11명** |
| MBK | **계** | **4명** | -1명 | +2명 | **5명** | | | **5명** | -3명 | +6명 | **8명** | -2명 | +2명 | **8명** |

자료: 메리츠증권 리서치센터

**표8 고려아연 주주구성**

| 우호세력 | 상세 | 주식수 | 지분율 (%) | 의결권 (%) |
|---|---|---|---|---|
| **영풍 측** | 장家 | 1,040,392 | 5.0 | 5.1 |
| | 영풍(YPC) | 5,262,460 | 25.2 | 25.8 |
| | 에이치씨 | 216,913 | 1.0 | 1.1 |
| | 코리아써키트 | 124,757 | 0.6 | 0.6 |
| | 테라닉스 | 104,111 | 0.5 | 0.5 |
| | 씨케이 | 91,748 | 0.4 | 0.4 |
| | 시그네틱스 | 11,679 | 0.1 | 0.1 |
| | 영풍전자 | 10,857 | 0.1 | 0.1 |
| | 한국기업투자홀딩스 (MBK) | 1,694,231 | 8.1 | 8.3 |
| | 추가 장내매수(2025.11~) 추정 | 28,503 | 0.1 | 0.1 |
| | **소계** | **8,585,651** | **41.1** | **42.1** |
| **최윤범 회장 측** | 최家 | 2,414,888 | 11.6 | 11.8 |
| | ㈜한화 | 238,358 | 1.1 | 1.2 |
| | 한화임팩트 | 373,820 | 1.8 | 1.8 |
| | Hanwha H2 Energy USA | 993,158 | 4.8 | 4.9 |
| | LG화학 | 391,547 | 1.9 | 1.9 |
| | 케이젯정밀 | 417,849 | 2.0 | 2.0 |
| | 유미개발 | 338,210 | 1.6 | 1.7 |
| | 해주최씨준극경수기호종중 | 99,420 | 0.5 | 0.5 |
| | (재)후암문화재단 | 7,450 | 0.0 | 0.0 |
| | Trokia Drive Inv. | 419,082 | 2.0 | 2.1 |
| | Crucible JV LLC (US DoW) | 2,209,716 | 10.6 | 10.8 |
| | **소계** | **7,903,498** | **37.9** | **38.8** |
| 국민연금 | | 1,085,959 | 5.2 | 5.3 |
| HMG Global | | 1,045,430 | 5.0 | 5.1 |
| 보유 자사주 (근로기금 포함) | | 479,737 | 2.3 | 2.4 |
| 기타 (실질 유통물량) | | 1,772,694 | 8.5 | 8.7 |
| 계 | | 20,872,969 | 100.0 | - |

자료: FnGuide, DART, 메리츠증권 리서치센터

# 고려아연 (010130)

## Income Statement

| (십억원) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **12,052.9** | **16,587.9** | **21,884.2** | **24,346.2** | **27,665.0** |
| 매출액증가율(%) | 24.2 | 37.6 | 31.9 | 11.3 | 13.6 |
| 매출원가 | 10,912.1 | 14,786.3 | 19,451.3 | 21,908.3 | 25,091.7 |
| 매출총이익 | 1,140.8 | 1,801.5 | 2,432.9 | 2,437.9 | 2,573.2 |
| 판매관리비 | 417.3 | 569.6 | 750.8 | 838.0 | 953.2 |
| **영업이익** | **723.5** | **1,231.9** | **1,682.1** | **1,599.9** | **1,620.0** |
| 영업이익률(%) | 6.0 | 7.4 | 7.7 | 6.6 | 5.9 |
| 금융손익 | -240.3 | -229.4 | -346.4 | -470.4 | -631.9 |
| 종속/관계기업손익 | -110.7 | 50.4 | 10.9 | 14.9 | 13.4 |
| 기타영업외손익 | -79.9 | -24.0 | 40.9 | 43.3 | 43.9 |
| 세전계속사업이익 | 292.5 | 1,029.0 | 1,387.5 | 1,187.8 | 1,045.5 |
| 법인세비용 | 97.7 | 258.7 | 381.6 | 326.6 | 287.5 |
| **당기순이익** | **194.8** | **770.3** | **1,005.9** | **861.1** | **758.0** |
| 지배주주지분 순이익 | 190.9 | 775.0 | 1,015.3 | 869.1 | 765.0 |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **515.8** | **-628.2** | **637.3** | **943.4** | **1,156.0** |
| 당기순이익(손실) | 194.8 | 770.3 | 1,005.9 | 861.1 | 758.0 |
| 유형자산상각비 | 339.8 | 350.5 | 380.1 | 774.3 | 1,196.5 |
| 무형자산상각비 | 12.9 | 11.6 | 6.1 | 6.0 | 5.9 |
| 운전자본의 증감 | -458.0 | -1,897.3 | -743.9 | -683.1 | -790.9 |
| **투자활동 현금흐름** | **-1,355.0** | **-441.1** | **-1,093.6** | **-6,407.9** | **-4,428.8** |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -1,113.3 | -889.6 | -970.7 | -6,300.0 | -4,300.0 |
| 투자자산의감소(증가) | 347.2 | -287.5 | -90.9 | -78.6 | -94.8 |
| **재무활동 현금흐름** | **1,098.1** | **3,674.7** | **425.8** | **3,626.7** | **3,632.1** |
| 차입금의 증감 | 4,039.6 | 1,155.6 | 1,037.6 | 4,034.5 | 4,040.0 |
| 자본의 증가 | -2.7 | 2,834.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | 217.0 | 2,557.3 | -30.5 | -1,837.9 | 359.3 |
| 기초현금 | 676.8 | 893.8 | 3,451.1 | 3,420.6 | 1,582.8 |
| 기말현금 | 893.8 | 3,451.1 | 3,420.6 | 1,582.8 | 1,942.1 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 7,567.1 | 12,069.3 | 13,300.0 | 12,620.2 | 14,320.4 |
| 현금및현금성자산 | 893.8 | 3,451.1 | 3,420.6 | 1,582.8 | 1,942.1 |
| 매출채권 | 806.1 | 1,115.0 | 1,297.1 | 1,464.3 | 1,657.8 |
| 재고자산 | 3,780.4 | 6,220.5 | 7,236.1 | 8,168.7 | 9,248.6 |
| 비유동자산 | 7,225.3 | 8,326.4 | 9,012.7 | 14,625.9 | 17,831.7 |
| 유형자산 | 4,818.7 | 5,364.6 | 5,955.2 | 11,481.0 | 14,584.5 |
| 무형자산 | 983.8 | 1,170.5 | 1,164.5 | 1,158.5 | 1,152.6 |
| 투자자산 | 1,063.4 | 1,401.4 | 1,503.1 | 1,596.6 | 1,704.8 |
| **자산총계** | **14,792.3** | **20,395.7** | **22,312.7** | **27,246.1** | **32,152.2** |
| 유동부채 | 6,366.3 | 6,127.5 | 6,615.9 | 7,064.4 | 7,583.7 |
| 매입채무 | 1,600.8 | 2,338.9 | 2,720.7 | 3,071.4 | 3,477.4 |
| 단기차입금 | 3,319.9 | 3,047.3 | 3,047.3 | 3,047.3 | 3,047.3 |
| 유동성장기부채 | 13.9 | 81.4 | 81.4 | 81.4 | 81.4 |
| 비유동부채 | 830.6 | 3,084.0 | 4,118.4 | 8,150.1 | 12,186.7 |
| 사채 | 0.0 | 1,596.2 | 1,596.2 | 1,596.2 | 1,596.2 |
| 장기차입금 | 480.3 | 1,072.8 | 2,072.8 | 6,072.8 | 10,072.8 |
| **부채총계** | **7,196.9** | **9,211.5** | **10,734.4** | **15,214.5** | **19,770.4** |
| 자본금 | 104.5 | 115.6 | 115.6 | 115.6 | 115.6 |
| 자본잉여금 | 1,619.0 | 4,442.6 | 4,442.6 | 4,442.6 | 4,442.6 |
| 기타포괄이익누계액 | 101.9 | 244.2 | 244.2 | 244.2 | 244.2 |
| 이익잉여금 | 7,601.0 | 6,542.8 | 6,946.3 | 7,407.6 | 7,764.7 |
| 비지배주주지분 | 261.8 | 246.5 | 237.1 | 229.1 | 222.1 |
| **자본총계** | **7,595.4** | **11,184.2** | **11,578.3** | **12,031.6** | **12,381.7** |

## Key Financial Data

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 580,162 | 824,325 | 1,048,447 | 1,166,398 | 1,325,397 |
| EPS(지배주주) | 9,190 | 38,514 | 48,640 | 41,640 | 36,651 |
| CFPS | 54,889 | 80,408 | 90,761 | 105,284 | 126,391 |
| EBITDAPS | 51,801 | 79,213 | 99,090 | 114,030 | 135,221 |
| BPS | 354,226 | 524,015 | 543,344 | 565,443 | 582,553 |
| DPS | 17,500 | 20,000 | 20,000 | 20,000 | 20,000 |
| 배당수익률(%) | 1.7 | 1.5 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | 109.5 | 34.2 | 32.5 | 38.0 | 43.1 |
| PCR | 18.3 | 16.4 | 17.4 | 15.0 | 12.5 |
| PSR | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 1.2 |
| PBR | 2.8 | 2.5 | 2.9 | 2.8 | 2.7 |
| EBITDA(십억원) | 1,076.2 | 1,594.0 | 2,068.3 | 2,380.2 | 2,822.5 |
| EV/EBITDA | 21.9 | 16.6 | 17.4 | 17.6 | 16.1 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 2.3 | 8.5 | 9.1 | 7.5 | 6.4 |
| EBITDA 이익률 | 8.9 | 9.6 | 9.5 | 9.8 | 10.2 |
| 부채비율 | 94.8 | 82.4 | 92.7 | 126.5 | 159.7 |
| 금융비용부담률 | 1.0 | 1.2 | 1.0 | 1.3 | 1.7 |
| 이자보상배율(x) | 6.1 | 6.0 | 7.5 | 4.9 | 3.5 |
| 매출채권회전율(x) | 18.0 | 17.3 | 18.1 | 17.6 | 17.7 |
| 재고자산회전율(x) | 3.8 | 3.3 | 3.3 | 3.2 | 3.2 |

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료 공표일 현재 고려아연과 채권자/채무자 관계에 있습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.