고려아연 (010130)

전무후무 1Q26 실적

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

Meritz Research 2026. 5. 8

1Q26 Review: 전무후무한 호실적, 은 판매량이 서프라이즈 요인

연결영업이익 7,461억원(+74.1% QoQ, +175.2% YoY)으로 컨센서스를 +13.7% 상회했다. 전반적인 금속 가격 및 환율 강세에 힘입어 별도와 자회사 모두 호실적을 기록했다. 세전이익은 5,178억원(+92.8% QoQ, +116.9% YoY)으로 시장 눈높이를 -8.0% 하회했는데, 외화환산손실 영향으로 영업외손익이 전분기 대비 -691억원 악화된 영향이다.

별도영업이익은 6,933억원(YoY +154.2%, QoQ +71.1%)을 기록했다. 주요 서프라이즈 요인은 은 판매량이다. 1Q26 은 판매량은 594톤(QoQ +16.2%)으로, 은 함량이 높은 연 정광 수급이 예상보다 원활했고 내부 회수율 또한 높아진 것으로 파악된다. 이에 따라 연간 은 판매량 전망이 기존 가이던스(1,790톤)를 상회하는 2,200~2,300톤 수준으로 언급된 점이 긍정적이다. 희소금속은 안티모니 가격 하락 영향으로 매출액 800억원(-17.5% QoQ), 매출총이익 594억원(-23.8% QoQ)을 기록하며 전분기 대비 약화됐다.

자회사 SMC는 아연 및 은 가격 강세 효과로 영업이익 487억원(+94.9% QoQ, 흑자전환 YoY)을 기록했다. 그 외 Pedalpoint와 KEMCO 역시 금속 가격 강세 효과로 평년 대비 양호한 실적을 기록했다. 다만 자회사들의 호실적은 전반적으로 큰 폭의 금속 가격 상승에 기인한 측면이 크기 때문에, 2분기부터는 소폭 조정된 실적을 예상한다.

2Q26 Preview: 중장기 실적 판단의 기준점

2Q26에는 여름철 일부 가동률 조정에 따른 판매량 소폭 감소가 예상되고, 귀금속 가격 상승폭 또한 전분기 대비 둔화될 가능성이 높아 감익을 전망한다. 고려아연의 실적은 귀금속 가격이 분기마다 상승할 때 Metal Gain과 Free Metal 효과가 동시에 반영되며 크게 개선된다. 반면 가격 상승세가 정체될 경우 Metal Gain 효과는 소멸하고 Free Metal 효과만 남게 된다. 이를 감안한 2Q26 연결영업이익은 4,662억원(-37.5% QoQ, +80.1% YoY)으로 전망한다.

중장기 실적 흐름, Metal Gain 제거 효과 vs 구리 이익 확대 효과

2026년 실적은 2Q26이 기준점으로 작용할 전망이다. 귀금속 가격이 현 수준에서 횡보한다면, 3~4분기 실적 역시 2분기와 유사한 수준에서 형성될 가능성이 높다.

2027년 이후 연간 실적은 크게 두 가지 변수에 의해 결정될 전망이다. 첫째는 2026년 실적에 반영된 Metal Gain 제거 효과, 둘째는 구리 부문 이익 증가다. 2026년 평균 은 가격을 80~90달러/oz로 가정할 경우, 2027년부터 영업이익에서 제거될 수 있는 연간 Metal Gain 규모는 1,020억~2,162억원으로 추정된다(표1 참고). 반면 구리 부문 이익은 2025년 840억원, 2026년 1,500억원, 2027년 2,340억원으로 확대될 계획이어서(그림4 참고), Metal Gain 감소분을 일부 상쇄할 수 있을 것으로 판단한다.

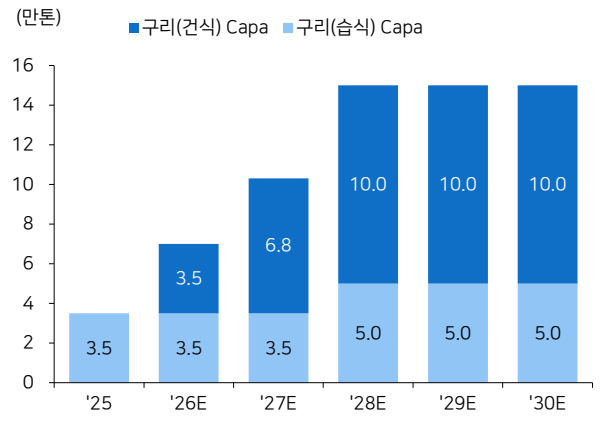
중장기적으로는 계획된 습식 구리 Capa 확대와 건식 구리 Capa 신규 가동이 차질 없이 진행되는지, 이를 통해 Free Metal 기반 이익 체력이 어느 수준에서 유지되는지, 그리고 구리 증설 효과가 Metal Gain 제거 영향을 얼마나 보완할 수 있는지가 관건이다. 2Q26 이후 정상화된 이익 레벨과 구리 증설 가시성을 확인하며 접근할 필요가 있다.

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	$/oz		70	80	90	70	80	90
연간 은 생산량	톤/년	2026년 사업계획(1,790톤) 기준	1,790	1,790	1,790	2,266	2,266	2,266
	oz/톤	1톤 = 32,151oz	5,755 만	5,755 만	5,755 만	7,285 만	7,285 만	7,285 만
Free Metal 비율	%	Payable 89%, 회수율 97% 가정	8%	8%	8%	8%	8%	8%
환율	원/$		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	84.5	84.5	84.5
Metal Gain (일시적)	억원/($1/oz)	OP 민감도(총) - 구조적 OP 민감도	43.2	43.2	43.2	25.5	25.5	25.5
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	2,535	3,380	4,226
Metal Gain (일시적)	억원/년	일시적 OP 민감도 × YoY 은 가격 상승폭	1,297	1,730	2,162	765	1,020	1,274
구조적 비중	%	구조적 이익 ÷ 총 OP 변화 × 100	60.7	60.7	60.7	76.8	76.8	76.8
일시적 비중	%	일시적 이익 ÷ 총 OP 변화 × 100	39.3	39.3	39.3	23.2	23.2	23.2

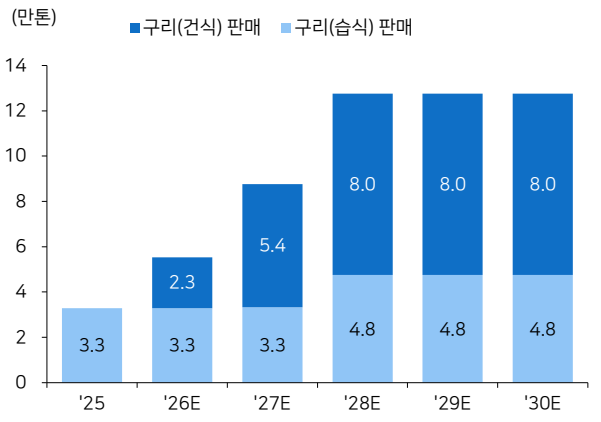
자료: 고려아연, 메리츠증권 리서치센터

그림1 고려아연 구리 Capa



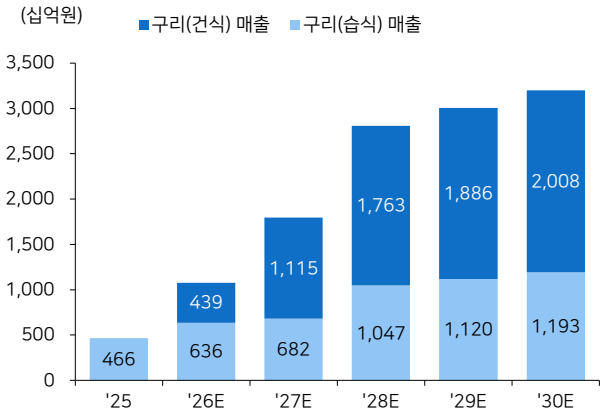
자료: 고려아연, 메리츠증권 리서치센터

그림2 고려아연 구리 판매량 전망



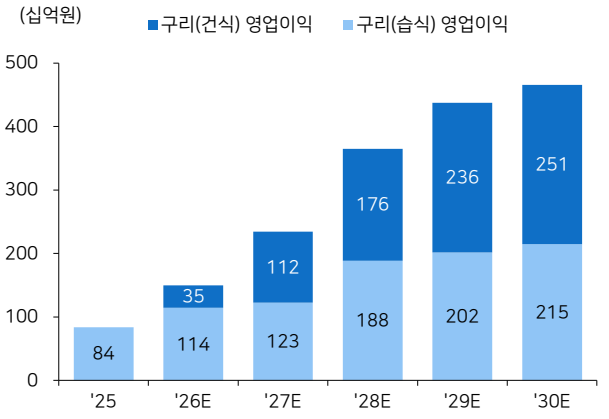
주: 습식 가동률 95%, 건식 가동률 80% 가정
자료: 고려아연, 메리츠증권 리서치센터

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

(십억원)	1Q26E	1Q25	(% YoY)	4Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**6,072.0**	3,832.8	58.4	4,769.9	27.3	5,538.5	9.6	5,450.0	11.4
영업이익	**746.1**	271.1	175.2	428.5	74.1	625.4	19.3	656.3	13.7
세전이익	**517.8**	238.7	116.9	268.5	92.8	563.1	-8.0	563.1	-8.0
지배순이익	**354.6**	162.5	118.2	209.2	69.5	412.1	-14.0	n.a.	-
영업이익률(%)	**12.3**	7.1		9.0		11.3		12.0	
세전이익률(%)	**8.5**	6.2		5.6		10.2		10.3	
순이익률(%)	**5.8**	4.2		4.4		7.4			

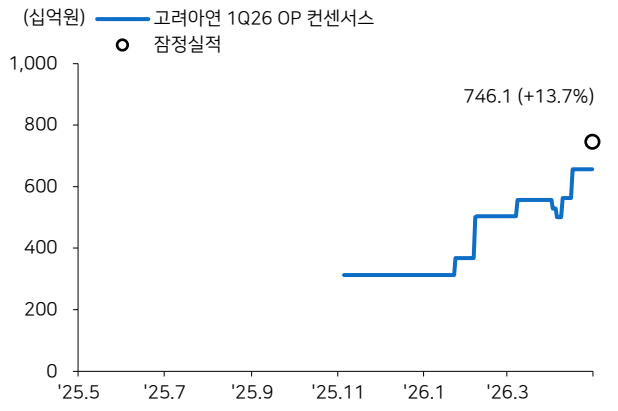
자료: 고려아연, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 2026년 영업이익 컨센서스 상회 예상

(십억원)	2026E	2025	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**24,070.5**	16,587.9	45.1	21,884.2	10.0	22,133.3	8.8
영업이익	**2,079.7**	1,231.9	68.8	1,682.1	23.6	1,896.7	9.6
세전이익	**1,526.6**	1,029.0	흑전	1,387.5	10.0	1,641.5	-7.0
지배순이익	**1,092.8**	775.0	흑전	1,015.3	7.6	1,224.2	-10.7
영업이익률(%)	**8.6**	7.4		7.7		8.6	
세전이익률(%)	**6.3**	6.2		6.3		7.4	
순이익률(%)	**4.5**	4.7		4.6		5.5	

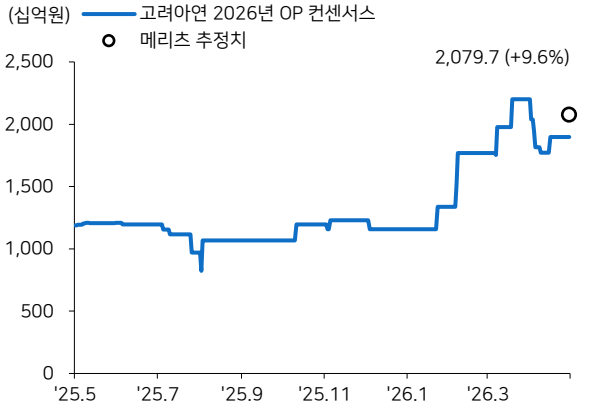
자료: 고려아연, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 1Q26 영업이익 컨센서스 상회



자료: 고려아연, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 2026년 영업이익 컨센서스 상회 전망



자료: 고려아연, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 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	6,072.0	6,046.3	5,909.0	6,043.2	16,587.9	24,070.5	26,317.4
	별도		2,388.6	2,461.4	2,609.2	3,075.0	4,294.5	4,200.6	4,115.7	4,222.0	10,534.2	16,832.7	18,687.0
		아연	656.0	620.0	609.0	670.0	785.0	723.5	707.0	757.1	2,555.0	2,972.6	3,088.5
		연	339.0	317.0	310.0	328.0	375.0	332.1	309.4	329.8	1,294.0	1,346.3	1,333.1
		금	358.0	415.0	548.0	630.0	617.0	610.5	590.9	601.4	1,951.0	2,419.9	2,529.6
		은	747.0	772.0	827.0	1,131.0	2,203.0	2,087.8	2,020.4	2,032.3	3,477.0	8,343.6	9,271.0
		구리 (습식)	112.0	108.0	111.0	135.0	144.0	160.8	164.6	166.6	466.0	636.0	682.0
		구리 (건식)						116.0	155.4	167.3		438.7	1,115.3
		기타 (황산)	86.6	83.4	77.2	84.0	90.5	90.5	90.5	90.5	331.2	362.0	362.0
		희소금속	90.0	146.0	127.0	97.0	80.0	79.3	77.4	76.9	460.0	313.6	305.5
	SMH		310.6	267.8	384.5	414.8	405.5	391.8	390.4	388.2	1,377.7	1,575.9	1,779.3
	기타 자회사		1,133.6	1,096.2	1,166.1	1,280.1	1,372.0	1,453.9	1,402.9	1,433.1	4,675.9	5,661.9	5,851.1
매출 성장률		% YoY	61.4	25.1	29.7	39.8	58.4	58.1	42.1	26.7	37.6	45.1	9.3
연결 영업이익		**십억원**	**271.1**	**258.9**	**273.4**	**428.5**	**746.1**	**466.2**	**457.1**	**410.2**	**1,231.9**	**2,079.7**	**1,731.1**
	별도		272.7	266.5	235.2	405.2	693.3	447.3	417.2	376.1	1,179.6	1,933.9	1,617.5
	SMH		-2.5	1.3	8.8	25.2	48.7	27.7	28.8	24.0	32.8	129.1	78.2
	기타 자회사		0.9	-8.9	29.5	-1.9	4.1	-8.8	11.2	10.2	19.6	16.7	35.5
영업이익 성장률		% YoY	46.9	-3.7	82.3	256.4	175.2	80.1	67.2	-4.3	70.3	68.8	-16.8
연결 영업이익률		%	7.1	6.8	6.6	9.0	12.3	7.7	7.7	6.8	7.4	8.6	6.6
별도 영업이익률		%	11.4	10.8	9.0	13.2	16.1	10.6	10.1	8.9	11.2	11.5	8.7
세전이익		**십억원**	**238.7**	**422.9**	**98.8**	**268.5**	**517.8**	**359.7**	**346.3**	**302.9**	**1,029.0**	**1,526.6**	**1,207.3**
지배주주순이익		**십억원**	**162.5**	**331.1**	**72.2**	**209.2**	**354.6**	**263.2**	**253.4**	**221.6**	**775.0**	**1092.8**	**883.4**
지배주주순이익률		%	4.2	8.7	1.7	4.4	5.8	4.4	4.3	3.7	4.7	4.5	3.4
Metal Price (1개월 래깅)													
아연		달러/톤	2,877	2,703	2,744	3,091	3,201	3,305	3,404	3,409	2,854	3,330	3,423
연		달러/톤	1,952	1,958	1,974	1,975	1,954	1,898	1,907	1,918	1,965	1,919	1,946
금		달러/oz	2,744	3,180	3,360	3,949	4,609	4,817	4,784	4,912	3,308	4,780	5,224
은		달러/oz	30.8	32.7	37.5	48.1	77.6	78.4	79.7	83.7	37.3	79.8	93.6
구리		달러/톤	9,094	9,454	9,772	10,541	12,498	12,771	13,182	13,462	9,715	12,978	14,140
환율													
환율(분기평균)		원/달러	1,453	1,404	1,385	1,451	1,465	1,468	1,430	1,420	1,423	1,446	1,410
TC													
아연 Blended TC		달러/dmt	118	76	85	83	73	73	73	73	90	73	73
연 Blended TC		달러/dmt	17	3	-4	-16	-31	-31	-31	-31	-10	-48	-48
판매량													
아연		톤	146,489	150,651	149,981	142,374	157,448	140,542	137,121	147,628	589,495	582,739	604,253
연		톤	104,452	100,055	99,511	101,319	111,968	101,480	96,662	103,237	405,337	413,347	415,263
금		kg	2,475	2,800	3,580	3,250	2,698	2,574	2,574	2,574	12,105	10,420	10,296
은		톤	515	520	501	511	594	566	563	543	2,047	2,266	2,238
구리 (습식)		톤	8,305	8,083	8,124	8,369	7,580	8,315	8,474	8,466	32,881	32,835	33,250
구리 (건식)		톤						6,000	8,000	8,500		22,500	54,400

자료: Bloomberg, QuantiWise, 고려아연, 메리츠증권 리서치센터

고려아연 (010130)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**12,052.9**	**16,587.9**	**24,070.5**	**26,317.4**	**29,519.3**
매출액증가율(%)	24.2	37.6	45.1	9.3	12.2
매출원가	10,912.1	14,786.3	21,165.1	23,680.4	26,527.1
매출총이익	1,140.8	1,801.5	2,905.4	2,636.9	2,992.2
판매관리비	417.3	569.6	825.7	905.8	1,017.1
영업이익	**723.5**	**1,231.9**	**2,079.7**	**1,731.1**	**1,975.2**
영업이익률(%)	6.0	7.4	8.6	6.6	6.7
금융손익	-240.3	-229.4	-604.8	-582.1	-727.3
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	1,526.6	1,207.3	1,305.2
법인세비용	97.7	258.7	441.3	332.0	358.9
당기순이익	**194.8**	**770.3**	**1,085.4**	**875.3**	**946.2**
지배주주지분 순이익	190.9	775.0	1,095.5	883.4	955.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	515.8	-628.2	244.4	909.9	1,272.0
당기순이익(손실)	194.8	770.3	1,085.4	875.3	946.2
유형자산상각비	339.8	350.5	380.1	711.5	1,091.0
무형자산상각비	12.9	11.6	6.1	6.0	5.9
운전자본의 증감	**-458.0**	**-1,897.3**	**-1,216.3**	**-668.0**	**-757.8**
투자활동 현금흐름	-1,355.0	-441.1	-1,178.6	-5,405.2	-4,222.8
유형자산의증가(CAPEX)	-1,113.3	-889.6	-970.7	-5,300.0	-4,100.0
투자자산의감소(증가)	**347.2**	**-287.5**	**-155.5**	**-76.5**	**-90.3**
재무활동 현금흐름	1,098.1	3,674.7	449.7	3,625.9	3,630.4
차입금의 증감	4,039.6	1,155.6	1,061.5	4,033.8	4,038.3
자본의 증가	-2.7	2,834.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	217.0	2,557.3	-484.5	-869.4	679.6
기초현금	676.8	893.8	3,451.1	2,966.6	2,097.2
기말현금	893.8	3,451.1	2,966.6	2,097.2	2,776.8

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	7,567.1	12,069.3	13,646.9	13,909.8	15,874.1
현금및현금성자산	893.8	3,451.1	2,966.6	2,097.2	2,776.8
매출채권	806.1	1,115.0	1,412.7	1,576.2	1,761.6
재고자산	3,780.4	6,220.5	7,881.1	8,793.0	9,827.6
비유동자산	7,225.3	8,326.4	9,077.4	13,751.3	16,858.0
유형자산	4,818.7	5,364.6	5,955.2	10,543.7	13,552.7
무형자산	983.8	1,170.5	1,164.5	1,158.5	1,152.6
투자자산	1,063.4	1,401.4	1,567.8	1,659.2	1,762.8
자산총계	**14,792.3**	**20,395.7**	**22,724.2**	**27,661.1**	**32,732.1**
유동부채	6,366.3	6,127.5	6,926.1	7,364.7	7,862.2
매입채무	1,600.8	2,338.9	2,963.2	3,306.1	3,695.1
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	4,140.3	8,171.3	12,206.4
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**	**11,066.4**	**15,535.9**	**20,068.5**
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	7,026.5	7,502.0	8,049.2
비지배주주지분	261.8	246.5	236.4	228.3	219.5
자본총계	**7,595.4**	**11,184.2**	**11,657.8**	**12,125.2**	**12,663.6**

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	580,162	824,325	1,153,18	1,260,83	1,414,23
EPS(지배주주)	9,190	38,514	52,482	42,323	45,754
CFPS	54,889	80,408	97,995	103,193	133,069
EBITDAPS	51,801	79,213	118,138	117,310	147,182
BPS	354,226	524,015	547,186	569,969	596,183
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	29.7	36.9	34.1
PCR	18.3	16.4	15.9	15.1	11.7
PSR	1.7	1.6	1.4	1.2	1.1
PBR	2.8	2.5	2.9	2.7	2.6
EBITDA(십억원)	1,076.2	1,594.0	2,465.9	2,448.6	3,072.1
EV/EBITDA	21.9	16.6	14.6	16.7	14.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.3	8.5	9.8	7.6	7.8
EBITDA 이익률	8.9	9.6	10.2	9.3	10.4
부채비율	94.8	82.4	94.9	128.1	158.5
금융비용부담률	1.0	1.2	0.9	1.2	1.6
이자보상배율(x)	6.1	6.0	9.3	5.3	4.2
매출채권회전율(x)	18.0	17.3	19.0	17.6	17.7
재고자산회전율(x)	3.8	3.3	3.4	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.