

고려아연 — 재고가 총자산의 30%

재고 +64.6%, 그 해 영업활동현금흐름은 -6,282억원

- FY2025 재고자산 6조 2,205억원(+64.6%) — 총자산의 25.6%에서 30.5%로.
- 같은 해 영업이익 1조 2,319억원(+70.3%)인데 영업활동현금흐름은 -6,282억원.
- 아연 매출은 -0.2%로 제자리, 성장은 은(+45.9%)과 금(+160.7%)에서 나왔다.

반기가 작년 이익을 넘었다

8월 5일 공시된 2Q26 잠정실적은 매출 6조 3,726억원(QoQ +5.0%, YoY +66.6%), 영업이익 5,871억원(YoY +126.8%)이다. 상반기 누계 매출은 12조 4,446억원(+62.5%), 영업이익 1조 3,332억원(+151.5%)으로 **FY2025 연간 1조 2,319억원의 108.2%**다.

다만 **2Q26 영업이익은 QoQ -21.3%**다. 매출이 5.0% 늘어난 분기에 영업이익이 21% 줄었다. 세전이익(-2.1%)과 순이익(-0.7%)의 감소폭이 훨씬 작다는 점에서, 영업 단계에서만 발생한 변화로 보인다. 원인이 공시에 없어 특정하지 않았다(표 1).

FY2025 자체도 회복 구간이다. 영업이익 1조 2,319억원은 10년 최고치이고 순이익은 1,948억원에서 7,702억원으로 4.0배가 됐다.

아연 회사인데 아연은 제자리다

주요 제품 매출은 아연 2조 5,541억원(-0.2%), 은 3조 4,776억원(+45.9%), 금 1조 9,504억원(+160.7%)이다. **회사의 정체성인 아연은 한 해 전과 같고, 늘어난 매출은 전부 귀금속에서 나왔다.** 은 매출이 아연을 넘어 최대 품목이 됐다(표 2).

단가를 보면 성격이 더 분명해진다. 은 내수 판매단가는 kg당 122만 2,514원에서 **198만 1,440원으로 62.0% 올랐다.** 은 매출 증가율 45.9%가 단가 상승률 62.0%보다 낮다는 것은 **판매량이 늘어서가 아니라 값이 올라 매출이 커졌다는** 뜻이다. 아연 단가도 11.9% 올랐지만 매출은 -0.2%였다.

금속 시세가 이익을 만드는 국면이며 회사가 통제하는 변수가 아니다. 시세가 돌아서면 같은 물량으로 매출과 이익이 함께 줄어든다.

이익이 현금이 되지 않았다

FY2025 영업활동현금흐름은 **-6,282억원**이다. 영업이익 1조 2,319억원, 순이익 7,702억원을 낸 해에 영업에서 현금이 순유출됐다. 분기 누계로도 2025년 내내 마이너스였고(1Q -4,684억원, 2Q -6,424억원, 3Q -5,183억원) 2026년 1분기도 -958억원이다.

원인은 재고다. 재고자산이 3조 7,804억원에서 **6조 2,205억원으로 64.6% 늘었고,** 총자산 대비 비중은 25.6%에서 **30.5%**로 올랐다. 재고자산회전율은 3.4회에서 **3.0회**로 낮아졌다. **한 해에 늘어난 재고 2조 4,401억원이 그해 영업이익의 두 배다**(표 3).

금속 가격이 오르는 국면에서 재고 평가액이 커지는 것은 자연스럽지만, **현금이 재고에 묶여 있다는 사실 자체는 시세가 반대로 돌 때 그대로 위험이 된다.**

자본조달도 이어졌다. 10년간 유상증자 5회 중 **4회가 최근 3년, 2회가 최근 1년에** 있다(최근 2025-12-24). 자기자본은 7조 5,954억원에서 11조 1,842억원으로 47.2% 늘었다. 감사보고서 제출 지연 62일과 함께 12개 신호 중 2건이 커져 있다. PBR 2.06배는 동종 중앙값 0.40배의 5.2배로 **분포 최상단**이다.

국면 판단

**시세 상승기 이익 확대
재고·현금 부담**

현재주가 (26/08/07)

1,106,000원

목표주가

제시하지 않음

투자자문업이 아니므로 투자 의견·목표주가를 산출하지 않는다.

1순위 점검 지표

**영업활동현금흐름
(FY2025 -6,282억원)**

Key Data

시가총액	23.1조원
발행주식수(보통주)	0.21억주
PER / PBR	26.0배 / 2.1배
외국인 / 공매도 잔고	28.0% / 0.4%
업종	금속
위험신호 / 표시 점수	2건(유상증자·감사지연) / 87점 A

영업실적 및 주요 지표

구분	2023	2024	2025	1H26
매출액(억원)	97,045	120,529	165,879	124,446
영업이익(억원)	6,599	7,235	12,319	13,332
영업이익률(%)	6.80	6.00	7.43	10.71
순이익(억원)	5,334	1,948	7,702	7,056
영업활동현금흐름(억원)	주y	주y	-6,282	주p
재고자산(억원)	26,377	37,804	62,205	주p
재고 ÷ 총자산(%)	주y	25.6	30.5	주p
자기자본(억원)	96,420	75,954	111,842	주p
CAPEX(억원)	4,388	11,300	9,430	주p

1H26은 8/5 연결 잠정치(검토 전). 지배주주 순이익 7,032억원(+42.5%). 주p 잠정실적 공시에는 재무상태표·현금흐름표가 없다. 주y 우리 적재분에 그 해 값이 없다(회사 미공시가 아니라 수집 공백).

표 1. 분기 실적 (단위: 억원, %)

구분	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	QoQ
매출액	38,254	41,598	47,699	60,720	63,726	+5.0
영업이익	2,589	-	-	7,461	5,871	-21.3
세전이익	4,229	-	-	5,178	5,068	-2.1
연결 순이익	3,297	707	2,073	3,540	3,515	-0.7
지배주주 순이익	3,311	-	-	3,546	3,486	-1.7
1H26 누계 — 매출 124,446(+62.5%) · 영업이익 13,332(+151.5%, FY2025 연간의 108.2%) · 지배주주 순이익 7,032(+42.5%)						

주: 2Q26은 매출이 QoQ +5.0%인데 영업이익은 -21.3%다. 세전이익(-2.1%)·순이익(-0.7%)의 감소폭이 훨씬 작아 영업 단계에서만 발생한 변화로 보이나, 원인이 공시에 없어 특정하지 않았다. 3Q25-4Q25 영업이익은 분기 재무 수집 범위에 없어 공란이다. 자료: 연결재무제표기준 영업(잠정)실적 공정공시(20260805800529)·분기보고서 (2026.03, 20260515002132)

표 2. 금속별 매출과 판매단가 (단위: 억원, 원, %)

구분	2024	2025	증감
아연 매출	25,605	25,541	-0.2%
은 매출	23,836	34,776	+45.9%
금 매출	7,482	19,504	+160.7%
주요 제품 합계	-	105,342	연결 매출의 63.5%
내수 판매단가			
아연(원/MT)	3,866,265	4,327,560	+11.9%
연(원/MT)	3,170,722	3,161,970	-0.3%
은(원/KG)	1,222,514	1,981,440	+62.0%

주: 은 매출 증가율(45.9%)이 단가 상승률(62.0%)보다 낮다 — 판매량이 아니라 값이 매출을 만들었다는 뜻이다. 판매량 자체가 공시 범위에 없어 물량·단가를 정밀 분해 하지 않았다. 단가는 내수 기준이며 수출 단가는 별도다. 자료: 사업보고서(2025.12) 제품별 매출·판매단가

표 3. 재고와 현금 (단위: 억원, %, 회)

구분	2024	2025	증감
재고자산	37,804	62,205	+64.6%
재고 ÷ 총자산(%)	25.6	30.5	+4.9%p
재고자산회전율(회)	3.4	3.0	-0.4회
재고 증가액	-	24,401	영업이익의 1.98배
영업활동현금흐름	-	-6,282	순유출
자본조달 — 10년 유상증자 5회 중 4회가 최근 3년, 2회가 최근 1년(최근 2025-12-24) · 환원 17건(배당 14·소각 2·자사주 1)			
PER / PBR 대비 동종	25.98배(중앙값 14.01, 84사) / 2.06배(중앙값 0.40, P90 1.21, 149사 — 분포 최상단)		

주: 금속 가격 상승기에 재고 평가액이 커지는 것은 자연스러우나, 현금이 재고에 묶인 상태는 시세가 반대로 돌 때 그대로 위험이 된다. FY2024 영업활동현금흐름이 수집 범위에 없어 전년 대비 증감을 산출하지 않았다. 공시 건수는 빈도이며 금액 규모가 아니다 — 개별 발행 조건은 이번 확인 범위(2026년 이후 공시) 밖이어서 회식률을 계량하지 않았다. 자료: 사업보고서(2025.12) 재고자산 주석·연결재무제표, 10년 공시 이력, KRX 시세(2026-08-07)

점점 지표

1순위는 영업활동현금흐름이다. FY2025 -6,282억원은 영업이익 1조 2,319억원을 낸 해의 값이므로, 이익과 현금의 방향이 갈린 상태가 이어지는지를 본다. 재고자산 6조 2,205억원(총자산의 30.5%)과 회전율 3.0회가 그 원인이므로 함께 확인한다(차기 사업 보고서 재고자산 주석). 은 단가 +62.0%가 이익을 만든 만큼 금속 시세가 돌아설 때의 영향도 같은 크기다 — 아연 매출이 -0.2%로 제자리라는 점이 본업 물량의 현재 위치다. 2Q26 영업이익 QoQ -21.3%가 일시적인지는 3Q에서 갈린다. 유상증자는 최근 1년 2회로 위험신호가 켜져 있다.

고지

본 자료는 투자자문·투자권유가 아니며 투자 의견·목표주가·추정 실적을 산출하지 않는다. 투자 판단의 책임은 이용자 본인에게 있다. 모든 수치는 DART 제출 공시와 한국거래소 시세에서 인용했고 외부 전망치·제3자 추정치는 쓰지 않았다. 분석과 판단은 전부 자체 산출이다. 근거 공시: 사업보고서(2025.12) · 분기보고서 (2026.03, 20260515002132) · 연결재무제표기준 영업(잠정)실적 공정공시(20260805800529).

한계: ① 2Q26은 검토 전 잠정치다. ② 2Q26 영업이익 QoQ -21.3%의 원인이 공시에 없어 특정하지 않았다. ③ 3Q25-4Q25 분기 영업이익이 수집 범위에 없어 분기 시계열이 끊긴다. ④ 판매량이 공시 범위에 없어 매출을 물량·단가로 정밀 분해하지 않았다. ⑤ FY2024 영업활동현금흐름이 수집 범위에 없어 현금 악화의 시점을 특정하지 않았다. ⑥ 경영권 관련 사안은 손익·재무에 금액으로 반영된 부분이 공시에서 분리되지 않아 다루지 않았다.