

2025. 7. 30



▲ 철강/비철금속

Analyst **장재혁**

02. 6454-4882

jaehyeok.jang@meritz.co.kr

Hold (20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** **710,000 원****현재주가 (7.30)** **833,000 원****상승여력** **-14.8%**

KOSPI 3,254.47pt

시가총액 166,794억원

발행주식수 1,866만주

유동주식비율 48.14%

외국인비중 12.22%

52주 최고/최저가 2,000,000원/454,500원

평균거래대금 184.1억원

주요주주(%)

와이피씨 외 9 인 29.16

최윤범 외 51 인 16.37

한국기업투자홀딩스 8.37

주가상승률(%) **1개월** **6개월** **12개월**

절대주가 1.7 -1.4 71.8

상대주가 -4.0 -23.2 44.5

주가그래프**고려아연** 010130**집중투표제의 게임이론**

- ✓ 2Q25 연결영업이익 2,795억원(+3.1% QoQ, +4.0% YoY), 컨센서스 소폭 상회 전망
- ✓ 낮아진 TC와 달러 약세는 부정적이나, 희소금속과 귀금속 가격 상승이 실적을 견인
- ✓ 경영권분쟁 이후 높은 차입금과 이자비용 지속되는 점은 아쉬운 요인
- ✓ 경영권분쟁 항방, '2026년 주주총회 결과'와 '감사위원 분리선출 확대'에 주목
- ✓ 적정주가 710,000원, 투자의견 HOLD 제시

사업적 강점: 귀금속&희소금속 vs 재무적 약점: 차입 부담과 이자 비용

연결영업이익 2,795억원(+3.1% QoQ, +4.0% YoY)으로, 컨센서스 2,700억원을 소폭 상회할 전망이다. 1분기와 마찬가지로, 희소금속과 귀금속 가격 상승이 실적을 견인한다. 2Q25 희소금속 가격은 전반적으로 강세가 유지되었으나 상승폭은 일부 둔화되었던 반면, 귀금속 가격은 상승폭을 확대하며 호실적에 큰 영향을 줬을 것이다. 다만 낮아진 Benchmark TC('24년 164\$/t → '25년 80\$/t)가 이번 분기부터 반영되었고, 달러 약세의 영향은 실적에 부정적으로 작용했다.

희토류·귀금속 강세가 긍정적이나, 경영권분쟁 이후 이자 비용 증가(분쟁 전 120억원 내외 → 4Q24 740억 → 1Q25 580억)는 아쉬운 요인이다. 차환을 통해 금리가 일부 낮아졌으나(5%대→3%대), 차입금 규모가 단기간 내 유의미하게 감소할 것으로 기대하기 힘든 상황이기에, 분기별 400억원 내외의 이자비용 지출은 당분간 감안해야 한다.

집중투표제의 게임이론: 끝날 때까지 끝난 건 아니다

2027년까지의 시나리오 분석 결과, 2026년 주주총회 직후에는 영풍 측에서 이사회 구성원의 과반을 차지하는 것은 불가능하며, 2027년 주주총회 이후에는 영풍 측에서 이사회 과반을 차지할 가능성이 높다. 다만, 최윤범 회장 측이 2027년까지 성공적으로 경영권을 방어하는 경우의 수가 아예 없지는 않기에, '2026년 주주총회 결과'와 '감사위원 분리선출 확대' 등에 주목해야 한다.

적정주가 710,000원, 투자의견 HOLD 제시

'25E BPS에 적정 P/B 1.76배(Rf 3.85%, MRP 4.1%, Adjusted β 0.33, COE 5.2%, ROE 8.0%)를 적용하여 적정 주가를 710,000원으로 산정했다. 전일 종가 대비 적정 주가가 -14.8% 낮지만, 경영권 분쟁 미종결과 낮은 유통물량(8.9%)을 고려할 때 2026년 주주총회 이전까지 변동성이 높을 수 있어 투자의견 HOLD를 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	9,704.5	659.9	527.3	26,127	-35.6	449,109	19.1	1.1	9.8	5.7	24.9
2024	12,052.9	723.5	190.9	9,190	-64.8	354,226	109.5	2.8	21.9	2.3	94.8
2025E	15,541.9	956.1	596.2	29,656	222.7	402,716	28.1	2.1	15.0	8.0	92.9
2026E	15,968.0	823.5	516.2	27,656	-6.7	415,762	30.1	2.0	16.3	6.8	93.3
2027E	16,789.5	897.7	566.3	30,344	9.7	431,497	27.5	1.9	15.1	7.2	94.0

2Q25 Preview: 귀금속 & 희소금속으로 영업이익 컨센서스 상회

2Q25 연결영업이익 2,795억원(+3.1% QoQ, +4.0% YoY)으로, 컨센서스 2,700억원을 소폭 상회할 전망이다. 1분기와 마찬가지로, 희소금속과 귀금속 가격 상승이 실적을 견인할 것으로 보인다. 2Q25 희소금속 가격은 전반적인 강세가 유지되었으나 상승폭이 일부 둔화되었던 반면, 귀금속 가격은 상승폭을 확대하며 호실적에 큰 영향을 준 것으로 파악된다. 다만 낮아진 Benchmark TC('24년 164\$/t → '25년 80\$/t)가 이번 분기부터 반영되었고, 달러 약세의 영향 또한 부정적이다.

사업적 강점: 귀금속&희소금속 vs. 재무적 약점: 이자 비용

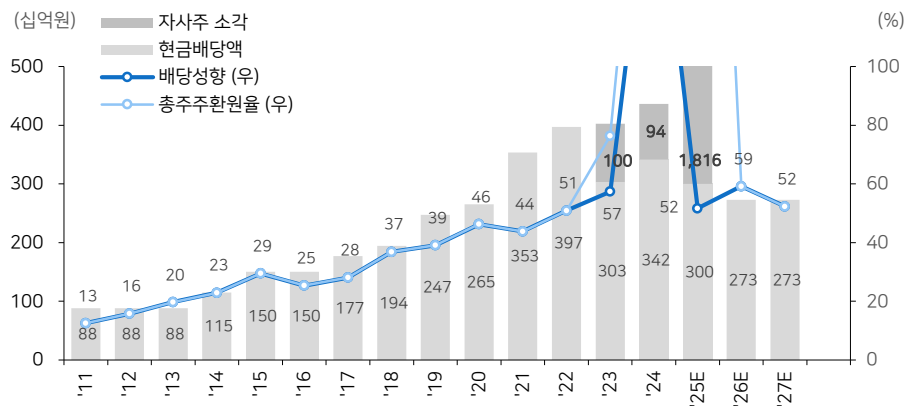
희소금속 및 귀금속 가격 강세는 영업 측면에서 매우 긍정적인 요인이다. 그러나 경영권 분쟁 발생 이전 분기별 120억원 내외였던 이자 비용이 4Q24 740억원, 1Q25 580억원으로 급증했다. 리파이낸싱을 통해 금리가 5%대에서 3%대 중반으로 낮아졌음에도, 향후 분기별 약 400억원대의 이자 비용이 불가피할 것으로 보인다.

또한, 1Q25 기준 보유 현금 5,770억 원과 예상 연간 EBITDA 약 1.3조 원을 고려하더라도, 연간 CAPEX 약 7,000억 원, 이자 비용 약 2,000억 원, 배당금 지급 약 3,000억 원 등을 감안할 때, 약 2.9조 원 수준의 순차입금은 단기간 내 감소하기 어려울 것으로 전망된다.

주주환원

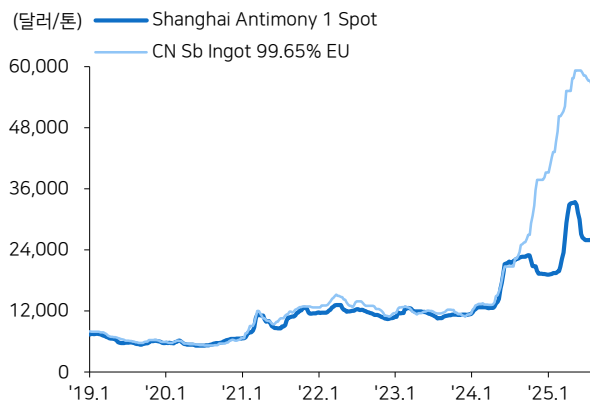
공개매수를 통해 매입한 자사주의 소각은 약속했던 대로 이행 중이다. 소각예정 자사주 2,040,030주 중 680,010주는 이미 소각되었으며, 나머지 1,360,020주는 연말 이전에 소각할 예정이다. 이를 반영한 연말 기준의 예상 주식수는 18,663,253주이다. 기존의 주주환원계획(2025~2027년 총주주환원율 40% 이상) 및 현금흐름을 고려할 때 연간 DPS 15,000원 수준을 예상한다. DPS 15,000원 기준 연간 배당금 지급액은 약 2,700억원이다.

그림1 고려아연 주주환원 추이



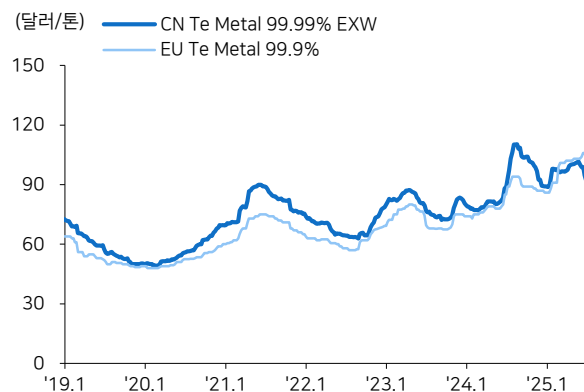
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 안티모니 (중국 수출가, 유럽 판매가)



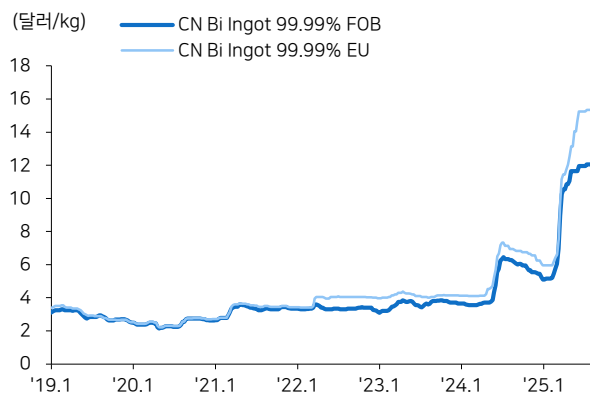
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 텔루륨 (중국 수출가, 유럽 판매가)



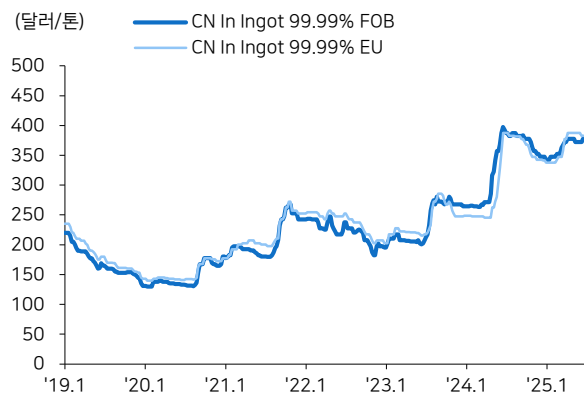
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 비스무스 (중국 수출가, 유럽 판매가)



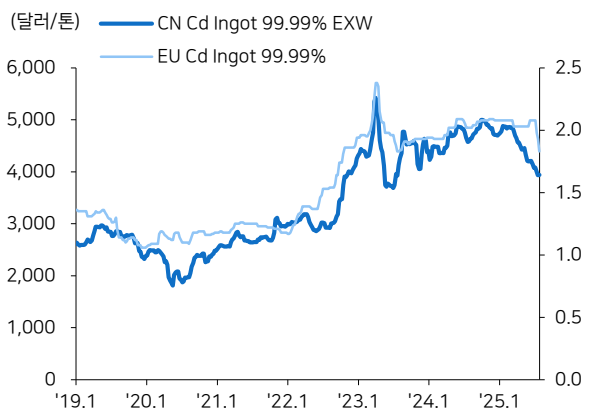
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 인듐 (중국 수출가, 유럽 판매가)



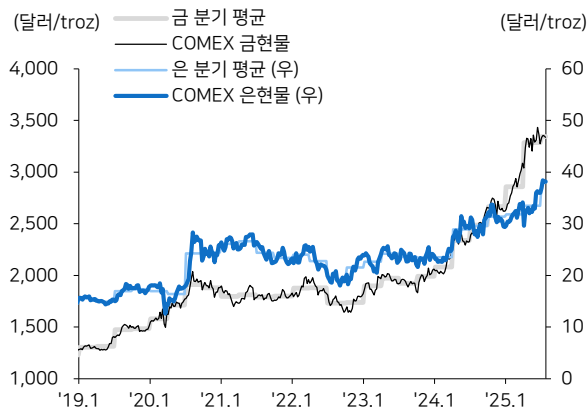
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 카드뮴 (중국 수출가, 유럽 판매가)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 귀금속 가격 추이

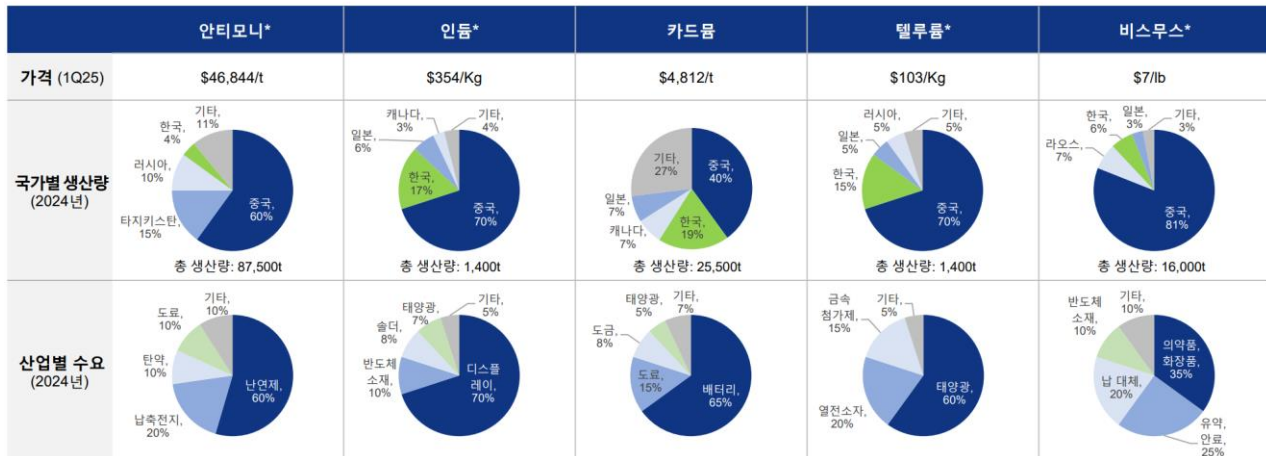


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 국내 주요 금속 생산 업체는 고려아연, LSMnM, 영풍. 안티모니/카드뮴/비스무스 생산 업체는 고려아연이 유일.
인듐은 고려아연과 영풍 과점, 텔루륨은 고려아연과 LSMnM 과점 형성

희소금속 가격 및 생산량

- 안티모니 및 인듐 등 희소금속 생산능력 증가에 따른 매출 및 이익 기여도 개선 전망
- 중국의 핵심광물 수출통제로 공급망 악화 우려가 커지는 가운데 관련 희귀금속 가격 상승세 지속 전망



* 중국 수출통제 대상 금속

** Source: Bloomberg, 미국 지질조사국(USGS, 2024), 한국자원정보서비스(KOMIS), 중국 자연자원부,

10

자료: 고려아연

표1 주요 금속 분기별 가격 및 변화율(변화폭) 추이
2Q25: 귀금속 가격 상승률 확대, 희소금속은 제품별 차별화
3Q25: 은 상승률 지속 확대 중, 금과 희소금속 상승률 둔화

		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 (\$/kg)		인듐 (\$/kg)		카드뮴 Ingot (\$/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
1Q24		8,465	2,440	2,076	2,082	23.5	12,547	13,162	75.2	78.2	3.6	4.1	266.0	247.4	4,408
	2Q24	9,758	2,836	2,171	2,340	28.9	16,860	17,215	79.7	82.5	4.5	5.3	342.9	305.3	4,762
	3Q24	9,226	2,793	2,046	2,488	29.6	22,348	23,658	91.5	104.9	6.2	7.0	383.3	379.9	4,736
	4Q24	9,188	3,051	2,006	2,665	31.4	20,146	35,458	87.6	95.8	5.6	6.5	357.1	347.3	4,835
1Q25		9,343	2,837	1,961	2,857	31.8	21,330	47,019	94.5	95.5	6.5	7.3	354.4	347.9	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	375.6	386.0	4,332
	3Q25 (7월)	9,760	2,771	2,000	3,345	37.9	25,978	57,250	106.5	84.7	12.0	15.3	380.0	379.5	3,993
% 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	2.7	5.4	2.7	1.8	13.2	-14.9	-1.1	2.9	-14.3	4.7	12.0	1.2	-1.7	-7.8
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	260	141	53	59	4.4	-4,554	-654	3.0	-14.2	0.5	1.6	4.4	-6.5	-339

주: 참고사항 - 고려아연 귀금속 및 희소금속 매출 비중은 "은 > 금 > 안티모니 > 인듐 > 카드뮴 > 텔루륨 > 비스무스" 순서

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 고려아연 2Q25 영업이익, 귀금속 및 희소금속 가격 강세 영향으로 컨센서스 소폭 상회 예상

(십억원)	2Q25E	2Q24	(% YoY)	1Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	3,705.2	3,058.2	21.2	3,832.8	-3.3	n.a.	-	3,759.0	-1.4
영업이익	279.5	268.7	4.0	271.1	3.1	n.a.	-	270.0	3.5
세전이익	252.3	250.7	0.7	238.7	5.7	n.a.	-	251.0	0.5
지배순이익	183.0	176.7	3.6	162.5	12.6	n.a.	-	188.0	-2.7
영업이익률(%)	7.5	8.8		7.1		-		7.2	
세전이익률(%)	6.8	8.2		6.2		-		6.7	
순이익률(%)	4.9	5.8		4.2		-		5.0	

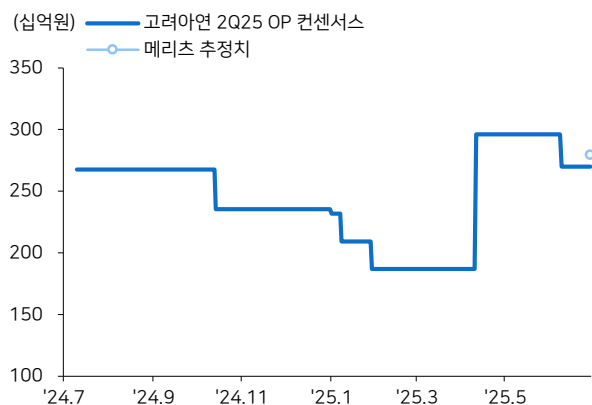
자료: 고려아연, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 2025년 연간 영업이익 기대치는 다소 낮출 필요

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	15,541.9	12,052.9	28.9	n.a.	-	15,126.0	2.7
영업이익	956.1	723.5	32.2	n.a.	-	1,077.0	-11.2
세전이익	836.7	292.5	흑전	n.a.	-	961.0	-12.9
지배순이익	596.2	190.9	흑전	n.a.	-	702.0	-15.1
영업이익률(%)	6.2	6.0		-		7.1	
세전이익률(%)	5.4	2.4		-		6.4	
순이익률(%)	3.8	1.6		-		4.6	

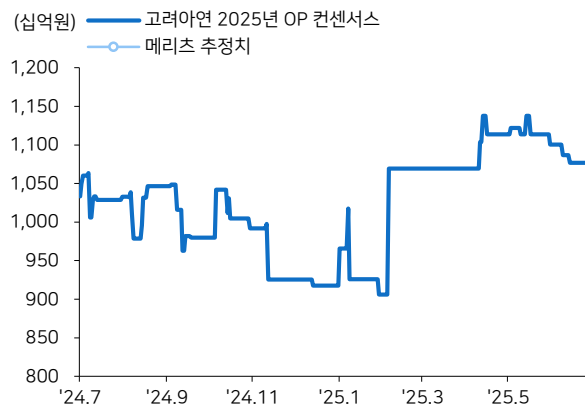
자료: 고려아연, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 2Q25 영업이익 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 2025E 영업이익 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 고려아연 실적 Snapshot												
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
판매량 (톤)												
아연	168,921	152,430	145,723	175,987	146,489	150,006	146,815	163,257	654,245	643,061	606,567	620,462
연	115,293	112,500	102,953	114,916	104,452	102,416	117,969	113,496	410,930	445,662	438,333	441,918
금 (kg)	1,753	1,667	1,740	1,953	2,475	1,720	1,765	1,774	9,308	7,113	7,734	6,791
은	501	497	511	464	515	472	534	497	1,970	1,973	2,018	1,910
구리	7,529	7,974	8,332	7,295	8,305	7,915	7,506	7,987	30,904	31,130	31,713	30,051
TC, 메탈 가격 (달러/톤)												
아연 Blended TC	140	129	117	105	118	76	80	80	246	123	88	80
연 Blended TC	72	70	63	49	22	13	27	31	98	64	23	24
아연 가격	2,470	2,714	2,767	3,000	2,877	2,703	2,688	2,700	2,701	2,738	2,742	2,792
연 가격	2,089	2,137	2,087	2,015	1,952	1,958	1,995	2,000	2,140	2,082	1,976	2,000
금 가격 (달러/troz)	2,033	2,283	2,405	2,652	2,744	3,180	3,379	3,400	1,920	2,343	3,176	3,535
은 가격 (달러/troz)	23.4	27.2	29.2	31.4	30.8	32.7	38.5	40.0	23.3	27.8	35.5	41.6
구리 가격	8,390	9,428	9,303	9,311	9,094	9,454	9,965	10,000	8,507	9,108	9,628	10,000
환율 (원/달러)	1,328	1,371	1,359	1,397	1,453	1,404	1,380	1,350	1,306	1,364	1,397	1,350
실적 전망												
고려아연(별도) 매출	1,813.6	1,987.7	2,029.3	2,258.4	2,388.6	2,249.7	2,501.8	2,485.9	7,291.1	8,089.0	9,626.1	9,910.4
아연	596.0	599.0	592.0	773.0	656.0	607.4	581.3	635.0	2,460.6	2,560.0	2,479.6	2,489.5
연	354.0	369.0	334.0	364.0	339.0	320.8	369.2	348.2	1,301.4	1,421.0	1,377.2	1,355.9
금	155.0	172.0	188.0	233.0	358.0	277.6	297.1	293.9	755.9	748.0	1,226.7	1,161.7
은	501.0	586.0	655.0	641.0	747.0	717.2	950.0	899.9	1,924.8	2,383.0	3,314.0	3,693.7
구리	85.0	107.0	104.0	94.0	112.0	106.7	104.3	108.9	344.1	390.0	431.9	409.7
기타 (황산 등)	93.6	112.7	103.3	96.4	86.6	90.0	90.0	90.0	504.2	406.0	356.6	360.0
회소금속	29.0	42.0	53.0	57.0	90.0	130.0	110.0	110.0	-	181.0	440.0	440.0
연결 매출	2,375.4	3,058.2	3,206.7	3,412.7	3,832.8	3,705.2	4,012.0	3,991.9	9,704.5	12,052.9	15,541.9	15,968.0
별도	1,813.6	1,987.7	2,029.3	2,258.4	2,388.6	2,249.7	2,501.8	2,485.9	7,291.1	8,089.0	9,626.1	9,910.4
SMC	190.8	266.1	279.0	152.4	310.6	319.1	349.6	343.3	880.2	888.4	1,322.6	1,412.9
기타	370.9	804.4	898.3	1,002.0	1,133.6	1,136.4	1,160.6	1,162.7	1,533.2	3,075.5	4,593.2	4,644.7
매출 성장률(% YoY)	-6.0	23.8	39.8	41.3	61.4	21.2	25.1	17.0	-13.5	24.2	28.9	2.7
연결 영업이익	184.5	268.7	150.0	120.3	271.1	279.5	235.9	169.6	659.9	723.5	956.1	823.5
별도	190.7	257.4	179.2	186.7	272.7	267.7	223.4	159.4	707.4	813.9	923.2	778.7
SMC	6.7	20.7	-1.3	-35.6	-2.5	6.8	7.4	5.1	23.8	-9.4	16.7	24.4
기타	-12.8	-9.4	-27.9	-30.8	0.9	5.0	5.2	5.1	-71.2	-81.0	16.2	20.4
연결영업이익률(%)	7.8	8.8	4.7	3.5	7.1	7.5	5.9	4.2	6.8	6.0	6.2	5.2
별도영업이익률(%)	10.5	12.9	8.8	8.3	11.4	11.9	8.9	6.4	9.7	10.1	9.6	7.9
세전이익	152.9	250.7	218.8	-329.9	238.7	252.3	205.6	140.1	728.1	292.5	836.7	711.8
지배순이익	106.8	176.7	156.3	-248.8	162.5	183.0	149.1	101.6	527.3	190.9	596.2	516.2
지배순이익률(%)	4.5	5.8	4.9	-7.3	4.2	4.9	3.7	2.5	5.4	1.6	3.8	3.2

자료: 고려아연, 메리츠증권 리서치센터

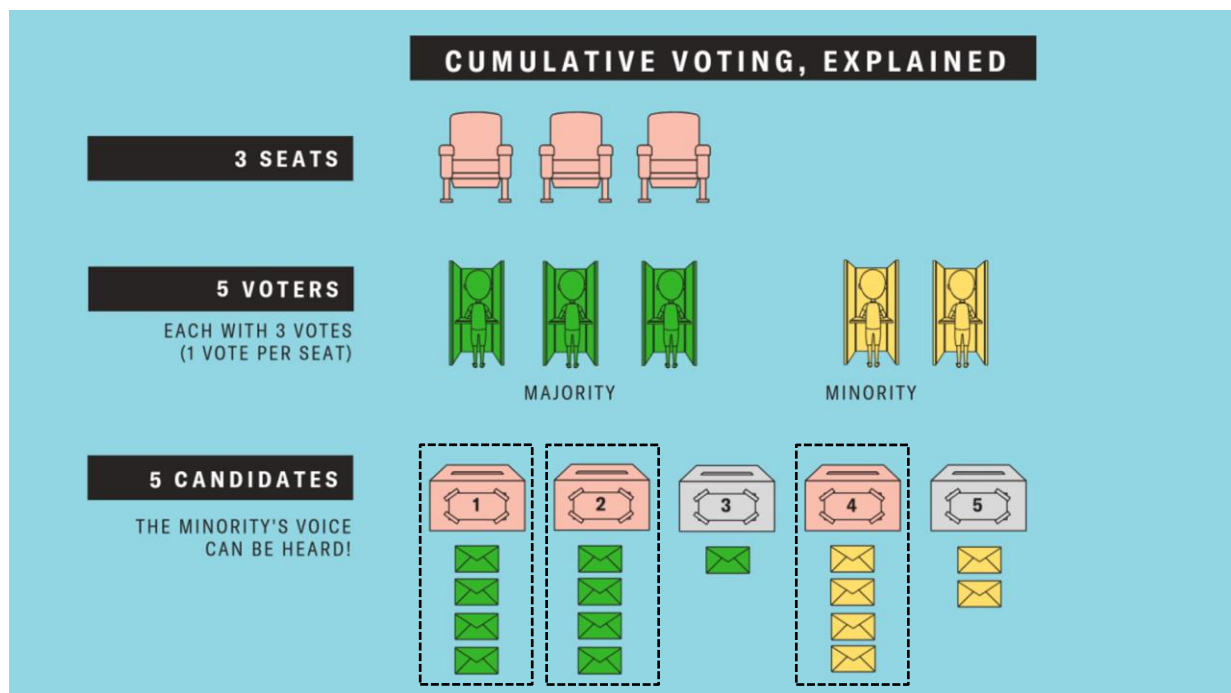
집중투표제의 게임이론, 정해진 것과 정해지지 않은 것

소수 주주에게도 이사 선임의 기회를 주는 집중투표제

현재 일반적인 이사 선임 방식은 후보자 개별로 투표하는 구조이며, 이 방식에서는 지배주주 또는 의결권이 많은 측이 모든 이사를 자신들의 의사대로 선임할 수 있다. 예를 들어, 신규로 이사 3명을 선임하는 주주총회에서는 첫 번째 후보자에 대해 모든 출석 주주들이 각각 찬성 또는 반대 의사를 밝히고, 이를 다수결로 결정한다. 두 번째와 세 번째 후보자에 대해서도 같은 방식으로 별도의 투표를 진행한다. 결과적으로 이러한 개별 투표 방식에서는 지배주주가 원하는 모든 후보가 쉽게 선임될 가능성이 크다.

반면, 집중투표제는 소수주주들도 이사 선임에 실질적으로 참여할 수 있게 하는 제도다. 집중투표제에서는 각 주주가 선임하고자 하는 이사의 수만큼 투표권을 가지며, 보유한 투표권을 원하는 후보자에게 집중하여 행사할 수 있다. 예를 들어, 이사를 3명 선임할 때, 한 주주가 2주를 가지고 있다면 총 6표(2주×3명)를 행사할 수 있게 되고, 이를 특정 후보자에게 몰아줄 수도 있다. 모든 후보자에 대한 투표는 동시에 이루어지고, 가장 많은 득표를 얻은 후보자들부터 순서대로 정해진 수의 이사가 선임된다. 이 제도를 통해 소수주주들이 특정 후보에게 투표권을 집중시켜 적어도 한 명 이상의 이사를 자신들이 원하는 사람으로 선임할 수 있는 기회를 가지게 된다.

그림11 집중투표제의 간단한 사례. 기존과 달리 대주주보다 지분율이 낮더라도 원하는 후보를 이사로 선임할 가능성이 높아진다.



자료: ACLU Missouri, 메리츠증권 리서치센터

대부분의 상장사는 정관 조항을 통해 집중투표제를 배제, 여당은 이를 금지하는 상법 개정을 추진 중

현재, 상법은 정관에 집중투표제를 배제하는 조항을 둘 수 있다. 한국의 상장기업들은 대부분 이 조항을 활용해 집중투표제를 배제해 왔다. 2025년 7월, 상법 개정안이 국무회의에서 의결되었으나, '이사의 의무 확대' 및 '감사위원 분리선출을 위한 3%를 강화'만 포함되고, '집중투표제 의무화'와 '감사위원 분리선출 인원의 확대'는 포함되지 않았다. 더불어민주당은 '더 센 상법'으로 불리는 추가 개정안을 추진 중인데, '더 센 상법'에는 집중투표제 의무화와 감사위원 분리선출 확대뿐 아니라, 자사주 소각 원칙 등의 내용이 포함된다.

고려아연은 이미 집중투표제를 도입

고려아연은 2025년 초 영풍과 MBK파트너스 간의 경영권 분쟁이 격화되면서 최윤범 회장 측이 소수주주 보호를 명목으로 집중투표제 도입을 추진했으며, 1월 임시 주주총회에서 정관 변경안이 통과되어 도입할 수 있었다. 따라서, **현재 고려아연은 집중투표제를 통해 이사를 선임**하고 있다. 영풍과 MBK의 연합 대비 상대적으로 지분을 적게 보유한 최윤범 회장 측에서도 일부 이사를 선임하면서 경영권을 방어하는 중이다.

표5 상법 개정 타임라인

단계	예상 일정	절차 및 세부 내용
법안 발의 및 소위원회 심사	이미 완료 (2025년 7월 28일 소위 통과)	- 민주당 주도로 법사위 법안심사제1소위원회를 통해 7차례 소위와 2차례 공청회를 거쳐 단독 의결 - 주요 내용: 집중투표제 의무화, 감사위원 분리 선출 확대(1명에서 2명 이상) - 의석 우위(민주당 170석 vs. 국민의힘 108석)로 소위 단계는 수월
법제사법위원회 전체회의	2025년 8월 1일	- 법사위 전체회의에서 소위 의결안을 심사 및 의결 - 민주당 다수 의석(170석)으로 통과 예상 - 야당의 보완 입법(예: 포이즌 필) 논의 가능성 있지만, 민주당은 별도 처리 의사 표명 - 필리버스터는 이 단계에서 불가능(본회의 전용).
국회 본회의 상정 및 표결	2025년 8월 4일 (필리버스터 시 지연 가능)	- 본회의에서 최종 표결. 민주당 단독 처리 가능성 높음(170석 과반) - 그러나 국민의힘(108석)이 필리버스터를 예고 중으로, 100명 이상 서명 시 무제한 토론 시작 가능 - 이 경우 표결 지연(수일~수주) 발생할 수 있음 - 필리버스터 종료는 180석 이상 찬성 필요
대통령 재가	2025년 8월 중순 (본회의 통과 후 15일 이내, 필리버스터 지연 시 후순위)	대통령이 법안을 재가. 재의 요구 시 추가 지연. 필리버스터 영향으로 전체 일정 늦어질 수 있음.
법안 공포	2025년 8월 말 ~ 9월 초 (재가 후 즉시 관보 게재)	관보에 공포되어 공식화. 필리버스터로 인한 본회의 지연 시 공포도 늦어짐.
시행	2025년 말 ~ 2026년 초 (통상적으로 공포 후 6~12개월 후, 법안에 따라 공포 즉시 시행)	상법 개정안 시행. 공포 후 유예기간 없이 즉시 시행 예상. 전자투표제처럼 시스템 정비가 필요한 부분을 제외한 나머지 항목은 공포 즉시 적용되도록 설계

자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

집중투표제 절대공식

집중투표제 하에서는, 특정 수의 이사를 안정적으로 확보하는 데 필요한 최소 지분을 계산할 수 있다. 즉, '이 정도 지분만 있으면 이 사람들은 무조건 당선된다'는 공식이 있다. 총 'n'명의 이사를 선임하는 주주총회에서 'k'명의 이사를 당선시키기 위해 필요한 최소 지분율은 다음과 같다.

n = 전체 선임 이사 수 (이번 주주총회에서 몇 명의 이사를 선출하는가)

k = 선임하고자 하는 이사 수 (내가 몇 명을 뽑고 싶은가)

$$\text{필요 최소 지분율(\%)} > \frac{k}{n+1}$$

예를 들어, 3명의 이사(n=3)를 선임할 때 소수 주주가 1석(k=1)을 확보하고자 하는 경우를 가정해보자. 이때 공식에 따라 필요한 최소 지분율은 $1/(3+1)$, 즉 25%를 초과하는 수준이 된다.

소수 주주 A가 26%(25%+1%)의 지분을 확보하고, 다수 주주 B가 나머지 74%의 지분을 보유한다고 가정해보자. B가 3석 모두를 차지하려면 자신의 의결권을 3명의 후보에게 분산해야 한다. B의 최적 전략은 각 후보에게 의결권을 균등하게 배분하는 것이며, 이때 각 후보는 전체 의결권의 약 24.7% ($74\% \div 3$)를 득표한다. 반면, 소수 주주 A는 자신의 의결권 26% 전체를 한 후보에게 집중시킨다.

결과적으로 A의 후보가 득표한 26%는 B의 어떤 후보가 득표한 24.7%보다도 많으므로, A의 후보는 이사로 선임된다. 이는 다수 주주 B가 자신의 지분만으로는 3석 모두를 확보하는 것이 수학적으로 불가능함을 의미한다. 따라서 B는 1석을 포기하고 2명의 당선에 집중하는 전략을 선택할 수밖에 없다.

수학으로 본 고려아연 경영권의 향방

고려아연 현재 지분 분포: 영풍 측 47.01%, 최윤범 회장 측 33.16% (의결권 기준)

현재 고려아연의 발행주식수는 20,023,273주이다. 소각예정 자사주 2,040,030주 중 680,010주는 이미 소각되었으며, 나머지 1,360,020주는 연말 이전에 소각할 예정이다. 이를 반영한 연말 기준의 예상 주식수는 18,663,253주이다. 소각 예정 물량을 제외한 잔여 자사주는 499,696주이며, 연말 기준 예상 의결권 있는 주식수는 18,163,557주이다.

연말 예상되는 의결권 있는 주식수 기준으로 지분 분포는 영풍 측 47.01%, 최윤범 회장 측 33.16%, 국민연금 5.14%, 기타 주주 8.93%로 파악된다.

현대차(HMG Global)가 보유한 1,045,430주(5.76%)는 통상적으로 최윤범 회장 측 우호 지분으로 분류되었으나, 올해 1월 임시 주주총회와 3월 정기 주주총회에서 현대차 측이 출석하지 않고 의결권을 행사하지 않았기 때문에 최윤범 측 우호 지분으로 분류하지 않았다.

표6 고려아연 주주 구성

구분	주식수	지분율	의결권
영풍 우호지분	8,539,148	45.75%	47.01%
최윤범 우호지분	7,068,522	37.87%	38.92%
현대차(HMG Global)	1,045,430	5.60%	5.76%
현대차 지분을 제외한 최윤범 우호지분	6,023,092	32.27%	33.16%
국민연금	934,443	5.01%	5.14%
자사주 (공개매수한 자사주 2,040,030주 소각 반영)	499,696	2.68%	-
기타 주주	1,621,444	8.69%	8.93%
합계	18,663,253	100.00%	-
자사주를 제외한 의결권있는주식	18,163,557	97.3%	-

자료: DART, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

이사회 구성: 영풍 측 4명, 최윤범 회장 측 15명

고려아연은 현재, 정관상 **집중투표제를 통해 이사를 선임**하고, **이사의 수를 19명으로 제한**한다. 또한 **이사의 임기는 2년**이다.

정관 변경이 아니라면 이 상황은 바뀌지 않는다. 그런데, 정관 변경은 주주총회 특별결의(출석주주의 2/3 이상 동의)를 요구한다. 현재 고려아연의 주주 구성을 감안할 때, 특별결의사항이 2/3 이상의 동의를 얻어 가결되기는 쉽지 않다.

아래 표에 나타난 현재 이사회 구성원과 임기를 통해, 2026년 주주총회와 2027년 주주총회에서 각각 몇 명의 이사를 선임할지를 알 수 있으며, 최윤범 회장 측과 영풍 측이 현재 보유한 지분으로 최소 몇 명의 이사를 선임할 수 있는지도 예측 가능하다.

2025년 현재, 고려아연의 이사 총 19명은 최윤범 회장 측 15명과 영풍 측 4명으로 크게 나뉜다. 최윤범 회장 측 15명 중 4명은 법원의 가처분에 따라 직무정지 상태이며, 직무 복귀 여부는 본안소송이 진행됨에 따라 정해질 예정이다. 다만 이들의 직무 복귀 여부는 2026년까지 이사회의 의사결정 구도에 영향을 주지 않고, 2027년에는 임기가 만료되기 때문에 중요한 고려 사항은 아니다.

표7 현재 고려아연 이사회 구성

번호	구분	성명	등기임원여부	담당업무	비고	임기만료일
1	최윤범 회장 측	최윤범	사내이사	회장		2026-03-19
2		박기덕	사내이사	TD 사업부문 총괄		2027-03-28
3		정태웅	사내이사	대표이사/제련사업부문 총괄		2026-03-19
4		황덕남	사외이사			2026-03-19
5		김도현	사외이사	감사위원회 위원		2026-03-19
6		김보영	사외이사			2027-03-28
7		이민호	사외이사	감사위원회 위원		2026-03-19
8		서대원	사외이사	감사위원회 위원장	분리선임 (3% 룰)	2027-03-28
9		권순범	사외이사	감사위원회 위원		2027-03-28
10		James Andrew Murphy	사외이사			2027-03-28
11		정다미	사외이사			2027-03-28
12	최윤범 회장 측 (직무정지)	이상훈	사외이사		직무정지	2027-01-23
13		이형규	사외이사		직무정지	2027-01-23
14		김경원	사외이사		직무정지	2027-01-23
15		이재용	사외이사		직무정지	2027-01-23
16	영풍 측	장형진	기타비상무이사			2026-03-19
17		강성두	기타비상무이사			2027-03-28
18		김광일	기타비상무이사			2027-03-28
19		권광석	사외이사			2027-03-28

자료: 고려아연, 메리츠증권 리서치센터

향후 이사 선임 계획

2026년에 임기가 만료되는 이사는 6명이며, 2027년에 임기가 만료되는 이사는 13명이다. 따라서 2026년에는 6명의 새로운 이사를 선임하고, 2027년에는 13명의 새로운 이사를 선임한다. 다만, 2027년에 임기가 만료되는 이사 중 서대원 이사(감사위원이자 사외이사)는 3% 룰을 적용하여 분리선임된 이사이다. 이를 고려하면, 2026년에는 집중투표제를 통해 6명의 이사를 선임한다. 2027년에는 집중투표제를 통해 12명의 이사를 선임하고, 3% 룰을 적용하여 1명을 분리선임한다.

현재 지분 분포를 고려할 때, 3% 룰을 적용한 분리선임 이사는 최윤범 회장 측이 가져갈 가능성이 높다. 또한, 향후 민주당에서 추진 중인 '감사위원 분리선임 인원 확대'에 따라 분리선임 인원이 1명에서 추가로 늘어날 수 있음을 감안해야 한다.

고려아연의 향후 주주총회에서 집중투표제를 통해 선임할 이사 수에 따라 예상되는 결과는 다음과 같다. 이사 선임 규모는 6명, 12명, 또는 '3%룰' 적용 분리선임 이사가 2명으로 늘어날 경우 11명이 될 수 있다. 각 경우의 수마다 가장 유력한 결과를 분석한다.

신규 이사 6명을 선임하는 주주총회

집중투표제 원칙상, 이사 6석 중 3석을 안정적으로 확보하는 데 필요한 최소 지분율은 약 42.86%이다. 영풍 측은 47.01%의 지분을 보유해 이 기준을 충족하므로 단독으로 3석 확보가 가능하다.

반면 최윤범 회장 측의 지분율은 33.16%로, 2석 확보 기준(28.57%)은 넘어서나 3석 확보 기준(42.86%)에는 미치지 못한다. 3석을 확보하려면 캐스팅보트(14.07%, 국민연금 및 기타주주 합산 지분율)로부터 약 9.7%의 추가 지지를 얻어야만 한다.

만약 최윤범 회장 측이 추가 지지 확보에 실패할 경우, 마지막 1석은 지분율에서 우위인 영풍 측이 차지할 가능성이 매우 높다. 따라서 영풍 측 4석, 최윤범 회장 측 2석 구도가 될 가능성이 가장 크며, 최윤범 회장 측이 캐스팅보트의 상당 지분(약 70%)을 확보하는 3대 3 구도의 가능성도 배제할 수는 없다.

신규 이사 12명을 선임하는 주주총회

총 12명의 이사를 선임할 경우, 최윤범 회장 측은 현재 지분 33.16%만으로도 4석 확보에 필요한 최소 지분율(30.77%)을 상회하므로, 최소 4석을 안정적으로 확보한다. 다음 목표인 5석 확보에 필요한 지분율은 약 38.46%로, 캐스팅보트(14.07%) 중 약 5.3%의 추가 지지만 확보하면 달성 가능하다. 실현 가능성이 높은 목표이다.

그러나 6석 확보에 필요한 지분율 46.15%에 도달하려면 약 13%의 추가 지분이 필요해 캐스팅보트 대부분의 지지를 얻어야 하므로, 상대적으로 가능성은 낮다. 각 시나리오의 달성 난이도를 종합하면, **최윤범 회장 측이 5석, 영풍 측이 7석을 차지하는 구도가 가장 합리적인 예측**이다.

신규 이사 11명을 선임하는 주주총회 (감사위원 2명 분리선임 시)

총 11명의 이사를 선임한다면, 최윤범 회장 측은 보유 지분(33.16%)으로 3석은 안정적으로 확보하나 4석 확보 기준(33.33%)에는 0.17%가 부족하다. 하지만 소폭의 추가 지분만으로 4석 확보가 가능하므로 달성 개연성이 매우 높다.

반면 5석을 확보하려면 캐스팅보트(14.07%)의 약 60%에 해당하는 8.51%의 추가 지지가 필요해, 주주 설득의 성공 여부가 관건이 된다.

따라서 수학적으로는 **영풍 측 7석, 최윤범 회장 측 4석 구도를 기본 시나리오**로 볼 수 있다. 다만, 최윤범 회장 측이 주주 설득에 성공해 5석을 확보하는 **영풍 측 6석, 최윤범 회장 측 5석의 시나리오 역시 충분히 가능하다**.

표8 고려아연 주주총회에서 선임하는 총 이사 수에 따른, 영풍 및 최윤범 회장 측이 가져갈 수 있는 의석 수

주주총회에서 선임할 이사는 총 몇 명인가? (n)	그 중 몇 명을 선임하고 싶은가? (k)	필요 의결권 $k/(n+1)$	필요 의결권 충족을 위해 영풍 측(47.01%)이 추가로 취득해야 하는 의결권 $= k/(n+1) - 47.01\%$	필요 의결권 충족을 위해 최윤범 회장 측 (33.16%)이 추가로 취득해야 하는 의결권 $= k/(n+1) - 33.16\%$	가장 유력한 구도
6명	1명	14.29%	-	-	유력: 영풍 측 4: 최家 측 2 가능: 영풍 측 3: 최家 측 3
	2명	28.57%	-	-	
	3명	42.86%	-	9.70%	
	4명	57.14%	10.13%	23.98%	
	5명	71.43%	24.42%	38.27%	
	6명	85.71%	38.70%	52.55%	
12명	1명	7.69%	-	-	유력: 영풍 측 7: 최家 측 5
	2명	15.38%	-	-	
	3명	23.08%	-	-	
	4명	30.77%	-	-	
	5명	38.46%	-	5.30%	
	6명	46.15%	-	12.99%	
	7명	53.85%	6.84%	20.69%	
	8명	61.54%	14.53%	28.38%	
	9명	69.23%	22.22%	36.07%	
	10명	76.92%	29.91%	43.76%	
	11명	84.62%	37.61%	51.46%	
	12명	92.31%	45.30%	59.15%	
11명	1명	8.33%	-	-	유력: 영풍 측 7: 최家 측 4 가능: 영풍 측 6: 최家 측 5
	2명	16.67%	-	-	
	3명	25.00%	-	-	
	4명	33.33%	-	0.17%	
	5명	41.67%	-	8.51%	
	6명	50.00%	2.99%	16.84%	
	7명	58.33%	11.32%	25.17%	
	8명	66.67%	19.66%	33.51%	
	9명	75.00%	27.99%	41.84%	
	10명	83.33%	36.32%	50.17%	
	11명	91.67%	44.66%	58.51%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

2027년 주주총회가 끝났을 때, 이사회 구도는?

앞서 '선임할 총 이사의 수'에 따른 주주총회별 예상 결과를 예측했다. 이를 종합한 2026년 주주총회 이후, 2027년 주주총회 이후 이사회 구성원을 <표9>에서 제시했다.

단순히 가능성으로만 판단한다면, 2026년 주주총회 직후에는 영풍 측에서 이사회 구성원의 과반을 차지하는 것은 불가능하며, 2027년 주주총회 이후에는 영풍 측에서 이사회 과반을 차지할 가능성이 높다.

다만, 최윤범 회장 측에서 2027년까지 경영권 방어를 하는 경우(이사회 구성원 과반 점유를 지키는 경우)가 아예 없다고 볼 수는 없다.

2026년 주주총회에서 최윤범 회장 측이 캐스팅보트(14.07%, 국민연금 및 기타주주 합산 지분율)로부터 약 9.70%의 추가 지지를 얻어 3석을 확보한 뒤, 2027년 감사위원 분리선출 인원이 2명 또는 이상으로 늘어나고, 2027년 주주총회에서 캐스팅보트(14.07%)로부터 8.51%의 추가 지지를 얻어 5석을 확보한다면, 결과적으로 이사회 총 19석 중 10석을 확보하여 2027년까지 경영권 방어가 가능하다. <표9, 시나리오 4>

표9 향후 주주총회 결과별 이사회 구도 예상

시나리오 #1		t ('25.7월 현재)	t+1 ('26.3월 주주총회)			t+2 ('27.3월 주주총회)			t+3 ('28.3월 주주총회)		
2026년 영풍 4: 최가 2 2027년 영풍 7: (최가 5 + 분리선임 1)			임기만료: 6명 일반선임: 6명			임기만료: 13명 일반선임: 12명 분리선임: 1명			임기만료: 6명 일반선임: 6명		
			임기만료	선임	결과	임기만료	선임	결과	임기만료	선임	결과
최윤범 회장 측	직무수행 - 일반선임	10명	-5명	+2명	7명	-5명	+5명	7명	-3명	+2명	6명
	직무수행 - 분리선임 (3% rule)	1명			1명	-1명	+1명	1명			1명
	직무정지	4명			4명	-4명					
	계	15명	12명			8명			7명		
영풍 측	계	4명	-1명	+4명	7명	-3명	+7명	11명	-3명	+4명	12명

시나리오 #2		t ('25.7월 현재)	t+1 ('26.3월 주주총회)			t+2 ('27.3월 주주총회)			t+3 ('28.3월 주주총회)		
2026년 영풍 4: 최가 2 2027년 영풍 6: (최가 5 + 분리선임 2)			임기만료: 6명 일반선임: 6명			임기만료: 13명 일반선임: 11명 분리선임: 2명			임기만료: 6명 일반선임: 6명		
			임기만료	선임	결과	임기만료	선임	결과	임기만료	선임	결과
최윤범 회장 측	직무수행 - 일반선임	10명	-5명	+2명	7명	-5명	+5명	7명	-3명	+2명	6명
	직무수행 - 분리선임 (3% rule)	1명			1명	-1명	+2명	2명			2명
	직무정지	4명			4명	-4명					
	계	15명	12명			9명			8명		
영풍 측	계	4명	-1명	+4명	7명	-3명	+6명	10명	-3명	+4명	11명

시나리오 #3		t ('25.7월 현재)	t+1 ('26.3월 주주총회)			t+2 ('27.3월 주주총회)			t+3 ('28.3월 주주총회)		
2026년 영풍 3: 최가 3 2027년 영풍 7: (최가 5 + 분리선임 1)			임기만료: 6명 일반선임: 6명			임기만료: 13명 일반선임: 12명 분리선임: 1명			임기만료: 6명 일반선임: 6명		
			임기만료	선임	결과	임기만료	선임	결과	임기만료	선임	결과
최윤범 회장 측	직무수행 - 일반선임	10명	-5명	+3명	8명	-5명	+5명	8명	-3명	+3명	8명
	직무수행 - 분리선임 (3% rule)	1명			1명	-1명	+1명	1명			1명
	직무정지	4명			4명	-4명					
	계	15명	13명			9명			9명		
영풍 측	계	4명	-1명	+3명	6명	-3명	+7명	10명	-3명	+3명	10명

시나리오 #4		t ('25.7월 현재)	t+1 ('26.3월 주주총회)			t+2 ('27.3월 주주총회)			t+3 ('28.3월 주주총회)		
2026년 영풍 3: 최가 3 2027년 영풍 6: (최가 5 + 분리선임 2)			임기만료: 6명 일반선임: 6명			임기만료: 13명 일반선임: 11명 분리선임: 2명			임기만료: 6명 일반선임: 6명		
			임기만료	선임	결과	임기만료	선임	결과	임기만료	선임	결과
최윤범 회장 측	직무수행 - 일반선임	10명	-5명	+3명	8명	-5명	+5명	8명	-3명	+3명	8명
	직무수행 - 분리선임 (3% rule)	1명			1명	-1명	+2명	2명			2명
	직무정지	4명			4명	-4명					
	계	15명	13명			10명			10명		
영풍 측	계	4명	-1명	+3명	6명	-3명	+6명	9명	-3명	+3명	9명

자료: 메리츠증권 리서치센터

Valuation: 적정주가 710,000원, 투자의견 HOLD 제시

현재 주가가 펀더멘털 대비 높다는 판단에 기반하여, 투자의견 HOLD를 제시한다. 경영권 분쟁 미종결 상황과 낮은 유통물량(약 8.9%)이 주가 프리미엄을 유지시키고 있으나, 경영권 분쟁의 향방이 보다 명확해지는 2026년 3월 주주총회 이후 및 중장기적으로는 하향 압력이 예상된다. 다만, 그 이전에는 높은 변동성이 지속될 것으로 보인다.

Implied P/B를 적용한 적정 시가총액은, '2025E 지배주주자본 7.52조원 × 적정P/B 1.76배 = 13.24조원' 으로 산출된다. 적정 P/B 1.76배는 무위험 수익률(Rf) 3.9%, 시장 위험 프리미엄(MRP) 4.1%, adjusted β 0.33, COE 5.2%, ROE 8.0% 등의 가정을 기반으로 계산했다. 지금은 11개월 이상 지속 중인 경영권 분쟁 및 낮은 유통물량으로 인하여, 베타가 낮아 COE가 상대적으로 낮은 수준임을 설명 가능하다. 다만 장기적으로 베타가 산업 평균(또는 1.0)으로 수렴하면 COE 상승, 적정 P/B의 하락 가능성이 크다.

현재 주가 (P/B 2.0배)를 합리화하기 위한 지속가능한 ROE와 지배주주순이익 수준은 아래와 같다. 2025년 예상 영업이익 9,561억원과 지배주주순이익 5,962억원을 고려할 때 현실적으로 단기간 내 달성하기 어려운 수치이다.

COE 5.2% 기준: 9.0% (지배순이익 약 6,750억원)

COE 8.0% 기준: 14.5% (지배순이익 약 1조 870억원)

표10 고려아연 Valuation Table

구분	값 단위	비고
적정 P/B	1.76 배	(ROE-g)/(COE-g)
COE	5.2 %	CAPM 모델 활용 (COE = Rf + β × MRP)
Risk Free	3.9 %	미국 10년 국고채 (2026E 3.85%)
MRP	4.1 %	Meritz 하우스 가정
Raw β	0.01	52주 주간 베타
Blume Adjusted β	0.33	Adjusted β = (2/3)×Raw β + (1/3)×0.96 (Metals & Mining 산업평균)
ROE	8.0 %	2025E ROE
영구성장률	1.5 %	
발행주식수	18,663,253 주	
자본(지배주주)	7,516 십억원	2025E 지배주주자본
BPS	402,716 원	2025E BPS
적정 시가총액	13,244 십억원	
적정 주가 (fair value)	709,612 원	
적정 주가 ('0000 rounding)	710,000 원	
현재 주가	833,000 원	2025년 7월 30일 (수) 종가 기준
상승 여력	-14.8 %	

주: 낮은 유통주식물량으로 인해 raw β (0.01)가 시장 반응을 과소 반영하는 왜곡이 발생하므로, Blume adjusted β (0.33)를 적용하여 장기 평균 회귀를 보정. 이는 산업 평균 β (0.96)를 2:1 가중평균으로 반영한 결과로, COE 추정치 신뢰성을 높이기 위함.

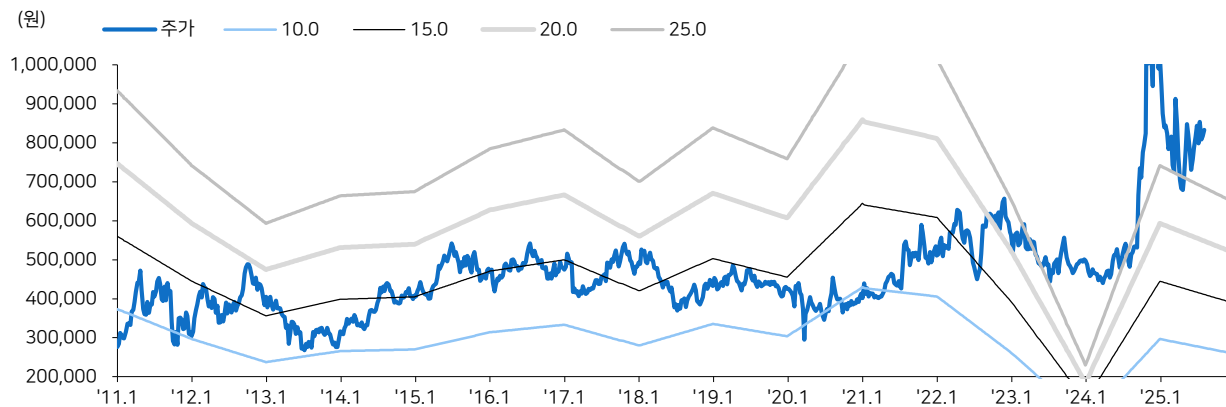
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표11 Metals & Mining 주요기업 Valuation

산업	기업	Ticker	시가총액 (조원)	수익률 (%)			PER (배)			PBR (배)			EV/EBITDA (배)			ROE (%)		
				1M	3M	YTD	24Y	25E	26E	24Y	25E	26E	24Y	25E	26E	24Y	25E	26E
아연 중심	Hindustan Zinc	HZ IN	28.9	-4.0	-1.4	-2.5	18.0	16.6	15.2	13.8	10.7	8.5	10.6	9.6	8.6	72.8	71.8	61.7
	Vedanta Limited	VEDL IN	27.0	-5.4	4.0	-1.9	12.0	10.2	8.4	4.8	3.7	3.1	5.6	4.8	4.2	38.1	38.1	39.3
	Boliden	BOL SS	12.5	4.6	4.2	-0.6	9.3	13.8	10.1	1.3	1.2	1.1	6.1	6.1	4.9	12.7	9.2	11.4
	Nexa Resources	NEXA US	0.9	0.8	-12.6	-42.0	-	9.3	6.6	5.4	0.8	0.7	3.4	3.8	3.4	-15.3	9.7	12.3
	Average						13.1	12.5	10.1	6.4	4.1	3.4	6.4	6.1	5.3	27.1	32.2	31.2
구리/ 아연 중심	Jiangxi Copper	600362 CH	13.4	0.1	10.2	13.6	12.5	12.0	13.0	1.1	1.0	1.0	8.1	8.4	8.6	9.3	7.5	6.3
	Southern Copper	SCCO US	107.5	-4.5	9.0	7.9	22.0	20.9	21.0	8.4	7.5	7.0	12.3	11.7	12.0	41.6	35.8	28.9
	Freeport-McMoRan	FCX US	85.8	-0.3	20.0	13.5	30.5	23.3	16.6	3.5	3.2	2.6	7.8	6.9	5.4	14.6	14.7	18.5
	Teck Resources	TECK US	22.6	-18.2	-2.9	-18.5	20.0	24.1	19.0	1.0	0.9	0.9	4.2	6.3	4.9	0.1	3.5	4.3
	First Quantum	FM CN	19.7	-3.0	26.7	26.6	-	187	25.3	1.2	1.2	1.2	14.1	12.0	7.8	-0.2	0.4	4.5
	Lundin Mining	LUN CN	12.0	-2.8	23.4	12.5	21.1	18.6	15.6	1.5	1.5	1.4	6.6	6.7	6.0	2.1	8.4	9.6
	Hudbay Minerals	HBM US	5.4	-7.1	35.6	21.7	21.3	13.0	12.0	1.4	1.3	1.2	5.4	4.2	4.1	6.7	11.1	9.4
	Buenaventura Mining	BUENAVC1 PE	6.6	3.3	15.9	21.6	11.2	11.0	9.7	1.3	1.2	1.1	6.6	7.6	6.4	12.6	10.3	10.6
	MMG Limited	1208 HK	8.6	4.4	69.5	56.3	30.0	12.4	9.8	1.4	1.6	1.3	7.5	4.8	4.1	8.3	13.5	13.9
	KGHM Polska Miedź	KGH PW	9.9	2.6	10.6	15.0	12.1	9.5	7.1	0.9	0.8	0.7	4.4	4.0	3.8	10.3	8.5	9.2
	Average						19.8	16.9	14.6	1.6	1.5	1.3	7.4	7.1	5.9	8.0	9.7	10.3
종합 광산	Glencore	GLEN LN	67.4	7.9	27.2	-12.1	15.4	27.3	13.4	1.2	1.3	1.2	5.3	5.8	4.5	8.8	4.9	9.6
	BHP	BHP AU	183.6	9.4	5.3	1.7	9.7	12.7	13.3	3.0	2.8	2.5	5.1	5.7	6.0	24.3	23.0	22.0
	Rio Tinto	RIO LN	144.6	7.8	2.9	-3.1	8.9	9.9	10.4	1.7	1.7	1.6	4.7	5.4	5.4	20.6	17.9	17.1
	Anglo American	AAL LN	48.1	2.8	11.0	-4.8	15.7	34.0	16.3	1.3	1.5	1.4	6.2	8.0	7.0	10.4	5.7	9.3
	Zijin Mining	2899 HK	102.2	11.5	31.6	58.1	16.8	12.6	11.2	4.0	3.1	2.5	11.8	9.0	7.8	26.2	26.1	24.1
	Sumitomo Metal Mining	5713 JP	9.4	-2.6	9.0	-4.1	22.4	13.2	10.3	0.5	0.5	0.5	16.5	12.4	11.7	5.3	4.1	4.9
	Average						14.4	16.4	12.1	1.8	1.8	1.7	7.1	7.2	6.5	16.0	12.8	14.5
귀금속 중심, 아연 부산물	Newmont	NEM US	97.2	9.8	21.5	71.9	20.7	12.5	12.4	2.4	2.1	1.9	9.4	6.4	6.0	13.5	18.4	15.5
	Wheaton Precious Metals	WPM US	58.6	4.0	11.8	66.0	64.4	39.9	38.2	5.7	5.3	4.7	42.6	26.8	25.1	8.6	13.5	12.6
	Industrias Peñoles	PE&OLES* MM	15.0	-2.1	30.6	91.8	88.1	14.5	15.3	2.6	2.2	2.0	9.4	5.8	5.4	2.1	13.8	12.3
	Average						57.7	22.3	22.0	3.6	3.2	2.9	20.5	13.0	12.2	8.0	15.2	13.5
제련/재활용	Dowa Holdings	5714 JP	2.9	7.1	9.3	12.3	9.9	12.2	11.3	0.7	0.7	0.7	5.6	6.3	6.1	7.9	6.0	6.2
알루미늄	Alcoa	AA US	10.9	3.2	24.1	-19.4	27.0	9.4	12.3	1.2	1.2	1.2	5.9	4.9	5.2	9.2	14.5	9.3
Overall Average (Trimmean)							20.1	16.7	13.4	2.5	2.1	1.9	7.8	7.1	6.3	12.7	13.8	13.8
고려아연				010130 KS	16.7		29.3	27.1	24.2	2.0	2.2	2.1	14.3	13.0	12.3	3.5	8.5	9.7

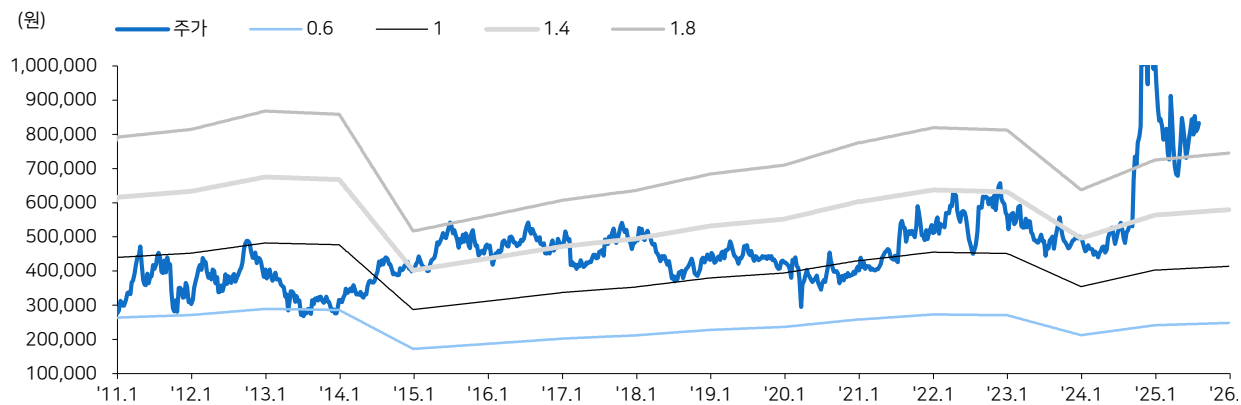
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 고려아연 PER Band Chart



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림13 고려아연 PBR Band Chart



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

고려아연 (010130)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	9,704.5	12,052.9	15,541.9	15,968.0	16,789.5
매출액증가율(%)	-13.5	24.2	28.9	2.7	5.1
매출원가	8,742.6	10,912.1	14,035.4	14,577.5	15,295.2
매출총이익	962.0	1,140.8	1,506.5	1,390.5	1,494.3
판매관리비	302.0	417.3	550.4	566.9	596.5
영업이익	659.9	723.5	956.1	823.5	897.7
영업이익률(%)	6.8	6.0	6.2	5.2	5.3
금융손익	115.9	-240.3	-136.9	-137.5	-142.5
종속/관계기업손익	-28.7	-110.7	-4.7	0.1	0.1
기타영업외손익	-19.0	-79.9	22.1	25.6	25.6
세전계속사업이익	728.1	292.5	836.7	711.8	780.9
법인세비용	194.7	97.7	240.7	195.7	214.8
당기순이익	533.4	194.8	596.0	516.0	566.2
지배주주지분 순이익	527.3	190.9	596.2	516.2	566.3

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	5,571.7	7,567.1	7,292.6	7,500.0	7,857.3
현금및현금성자산	676.8	893.8	486.5	576.3	624.9
매출채권	535.4	806.1	942.9	961.5	1,010.3
재고자산	2,637.7	3,780.4	4,422.0	4,509.2	4,738.0
비유동자산	6,474.4	7,225.3	7,704.7	7,991.2	8,260.1
유형자산	3,869.0	4,818.7	5,142.5	5,426.7	5,679.9
무형자산	882.6	983.8	990.7	984.9	979.2
투자자산	1,521.3	1,063.4	1,213.9	1,222.0	1,243.4
자산총계	12,046.1	14,792.3	14,997.3	15,491.2	16,117.4
유동부채	1,902.8	6,366.3	6,591.2	6,837.9	7,160.3
매입채무	903.2	1,600.8	1,872.5	1,909.4	2,006.3
단기차입금	619.2	3,319.9	2,894.2	3,094.2	3,294.2
유동성장기부채	74.3	26.3	332.4	332.4	332.4
비유동부채	501.3	830.6	633.4	637.2	647.4
사채	3.8	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	165.1	480.3	256.3	256.3	256.3
부채총계	2,404.1	7,196.9	7,224.5	7,475.1	7,807.7
자본금	104.5	104.5	104.5	104.5	104.5
자본잉여금	1,621.7	1,619.0	1,619.2	1,619.2	1,619.2
기타포괄이익누계액	-112.5	101.9	126.9	126.9	126.9
이익잉여금	7,843.4	7,601.0	6,536.1	6,779.5	7,073.2
비지배주주지분	251.8	261.8	256.8	256.7	256.5
자본총계	9,642.0	7,595.4	7,772.8	8,016.1	8,309.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	820.9	515.8	364.3	873.0	849.4
당기순이익(손실)	533.4	194.8	596.0	516.0	566.2
유형자산상각비	311.5	339.8	380.1	415.9	446.8
무형자산상각비	7.4	12.9	7.5	5.8	5.7
운전자본의 증감	238.8	-458.0	-658.8	-64.5	-169.2
투자활동 현금흐름	-622.5	-1,355.0	-106.2	-712.4	-732.8
유형자산의증가(CAPEX)	-418.6	-1,113.3	-691.1	-700.0	-700.0
투자자산의감소(증가)	-343.8	347.2	-155.1	-8.0	-21.2
재무활동 현금흐름	-315.6	1,098.1	-672.8	-70.9	-68.0
차입금의 증감	-78.5	4,039.6	-331.0	201.8	204.7
자본의 증가	541.1	-2.7	0.3	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-104.2	217.0	-407.3	89.8	48.7
기초현금	781.0	676.8	893.8	486.5	576.3
기말현금	676.8	893.8	486.5	576.3	624.9

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	480,872	580,162	773,138	855,583	899,603
EPS(지배주주)	26,127	9,190	29,656	27,656	30,344
CFPS	47,988	54,889	68,039	66,334	72,014
EBITDAPS	48,506	51,801	66,839	66,717	72,348
BPS	449,109	354,226	402,716	415,762	431,497
DPS	15,000	17,500	15,000	15,000	15,000
배당수익률(%)	3.0	1.7	1.8	1.8	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	19.1	109.5	28.1	30.1	27.5
PCR	10.4	18.3	12.2	12.6	11.6
PSR	1.0	1.7	1.1	1.0	0.9
PBR	1.1	2.8	2.1	2.0	1.9
EBITDA(십억원)	978.9	1,076.2	1,343.6	1,245.2	1,350.2
EV/EBITDA	9.8	21.9	15.0	16.3	15.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.7	2.3	8.0	6.8	7.2
EBITDA 이익률	10.1	8.9	8.6	7.8	8.0
부채비율	24.9	94.8	92.9	93.3	94.0
금융비용부담률	0.4	1.0	1.2	1.0	1.0
이자보상배율(x)	15.6	6.1	5.1	5.1	5.3
매출채권회전율(x)	16.9	18.0	17.8	16.8	17.0
재고자산회전율(x)	3.6	3.8	3.8	3.6	3.6

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 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.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.6%

2025년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

고려아연 (010130) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.10.19	산업분석	Buy	640,000	장재혁	-20.3	28.8	(원) 2,600,000 1,300,000 0 23.7 24.1 24.7 25.1 25.7 고려아연 적정주가
2024.10.19	1년 경과				40.4	212.5	
2025.07.30	기업브리프	Hold	710,000	장재혁	-	-	