

고려아연 010130

상법 개정에 따른 경영권분쟁 업데이트 및 3Q25 실적 점검

● 철강/비철금속

Analyst **장재혁**
02. 6454-4882
jaehyeok.jang@meritz.co.kr

2027년 주주총회가 끝났을 때, 이사회 구도는?

상법 개정으로 인해 2027년부터 분리선임(3%를 적용)하는 이사의 수가 기존 1명에서 2명으로 늘어나면서, 최윤범 회장 측에게 보다 유리한 환경이 조성되었다. 또한, 2026년, 2027년 주주총회에 따른 시나리오가 4가지로 좁혀졌다.

〈표4〉 시나리오 #1-1, #1-2

2026년 주주총회에서 영풍 측이 6명 중 4명을 선임하고, 최윤범 회장 측이 2명을 선임하면, 2027년 주주총회에서 최윤범 회장 측은 아무리 많은 이사를 선임한다 해도 이사회 과반을 지킬 수 없다.

〈표4〉 시나리오 #2-2

2026년 주주총회에서 영풍 측이 6명 중 3명을 선임하고, 최윤범 회장 측이 3명을 선임하면, 2027년 주주총회에서도 최윤범 회장 측은 이사회 과반을 유지할 가능성이 있다. 2027년, 최윤범 회장 측이 집중투표제로 5명, 3%를 분리선임으로 2명을 확보할 경우 총 19명 중 10명을 점유할 수 있다.

2026년 3월 주주총회 결과(2025년 연말 주주명부폐쇄일 기준 양측 지분율에 따른 집중투표제)가 최윤범 회장의 경영권 방어 가능 여부의 핵심이다.

그러나, 일부 주주가 양측 개별 후보들에게 표를 분산시킬 가능성이 있기 때문에 내년 주주총회의 결과는 예측하기 힘들다. 따라서 내년 3월 주주총회의 결과가 나오기 이전까지 낮은 유통물량의 환경에서 높은 주가 변동성은 지속될 것으로 예상된다.

3Q25 컨센서스 부합, 4Q25 호실적 예상

3Q25 연결영업이익은 2,626억원(+1.4% QoQ, +75.1% YoY)으로 컨센서스에 부합할 전망이다. 별도영업이익은 2,624억원(-1.5% QoQ, +46.4% YoY)으로, 전분기와 유사한 규모를 예상한다. 메탈가 상승과 귀금속 가격 상승폭 확대는 긍정적이었으나, 희소금속 가격과 평균환율이 소폭 하락한 점이 부정적이었다. 9월부터 상승 중인 환율과 귀금속 가격은 4Q25 실적에 긍정적인 요인이다. 4Q25 연결영업이익은 3,049억원(QoQ +16.1%, YoY +153.5%), 별도영업이익은 3,007억원(QoQ +14.6%, YoY +61.1%)을 예상한다. 산업금속 가격변동성 확대, 이차전지소재(황산니켈 등) 가격 상승 등은 켄코(KEMCO), 페달포인트(Pedal Point) 등의 3, 4분기 실적 개선 요인으로 작용할 전망이다.

상법 개정에 따른 2026, 2027년 주주총회 시나리오 점검

이사회 구성: 영풍 측 4명, 최윤범 회장 측 15명

고려아연은 현재, 정관상 집중투표제를 통해 이사를 선임하고, 이사의 수를 19명으로 제한한다. 또한 이사의 임기는 2년이다.

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 본안 소송이 진행됨에 따라 정해될 예정이다. 다만 이들의 직무 복귀 여부는 2026년까지 이사회의 의사결정 구도에 영향을 주지 않고, 2027년에는 임기가 만료되기 때문에 중요한 고려 사항은 아니다.

표1 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.

그런데, 2027년에 임기가 만료되는 이사 중 서대원 이사(감사위원이자 사외이사)는 3% 룰을 적용하여 분리선임된 이사이다. 또한, 상법 개정으로 2027년부터 3%룰을 적용하여 분리선임하는 사외이사(감사위원)가 기존 1명에서 2명으로 확대된다.

따라서, 2026년에는 집중투표제를 통해 6명의 이사를 모두 선임하지만, 2027년에는 집중투표제를 통해 11명의 이사를 선임하고, 3% 룰을 적용하여 2명을 분리선임하여, 총 13명을 선임한다.

2026년 3월 주주총회: 신규 이사 6명을 모두 집중투표제로 선임

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 높다. 다만, 최윤범 회장 측이 캐스팅보트의 상당 지분(약 70%)을 확보하여 3대 3 구도의 가능성도 배제할 수는 없다.

2027년 3월 주주총회:

신규 이사 13명 중 11명은 집중투표제, 2명은 3%룰 분리선임으로 선임

3%룰을 적용하여 분리선임하는 2명은 최윤범 회장 측이 가져갈 가능성이 높다.

집중투표제로 선임하는 나머지 11명의 이사는, 최윤범 회장 측에서 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 시나리오로 볼 수 있다. 다만, 최윤범 회장 측이 보다 많은 주주 설득에 성공해 5석을 확보하는 영풍 측 6석, 최윤범 회장 측 5석의 시나리오 역시 충분히 가능하다.

표2 2026년, 2027년 영풍 및 최윤범 회장 측이 가져갈 수 있는 이사회 의석 수

주주총회	주주총회에서 집중투표제로 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 $= k/(n+1) - 33.16\%$	시나리오 (표4로 연결)
2026년 3월, 임기가 끝난 6명의 이사 모두 집중투표제로 선임	6명	1명	14.29%	-	-	유력 시나리오: 영풍 4 : 최재 2 <표4>, 시나리오 1-1, 1-2 가능 시나리오 영풍 3 : 최재 3 <표4>, 시나리오 2-1, 2-2
		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%	
2027년 3월, 임기가 끝난 이사 13명 중 11명을 집중투표제로 선임하고, 나머지 2명은 3%를 적용하여 분리선임	11명	1명	8.33%	-	-	유력 시나리오: 영풍 7 : 최재 4 <표4>, 시나리오 2-1 가능 시나리오 영풍 6 : 최재 5 <표4>, 시나리오 2-2
		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

표3 고려아연 주주 구성

구분	주식수	지분율	의결권
영풍 우호지분	8,539,148	45.75%	47.01%
최재 우호지분	7,068,522	37.87%	38.92%
현대차(HMG Global)	1,045,430	5.60%	5.76%
현대차 지분을 제외한 최재 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

표4 향후 주주총회 결과별 이사회 구성 예상												
시나리오 #1-1		t ('25년 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 4 + 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	+4명	6명	-3명	+2명	5명	
	직무수행 - 분리선임 (3% rule)	1명			1명	-1명	+2명	2명			2명	
	직무정지	4명			4명	-4명						
	계	15명	12명			8명			7명			
영풍 측	계	4명	-1명	+4명	7명	-3명	+7명	11명	-3명	+4명	12명	
시나리오 #1-2		t ('25년 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 #2-1		t ('25년 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: 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	+4명	7명	-3명	+3명	7명	
	직무수행 - 분리선임 (3% rule)	1명			1명	-1명	+2명	2명			2명	
	직무정지	4명			4명	-4명						
	계	15명	13명			9명			9명			
영풍 측	계	4명	-1명	+3명	6명	-3명	+7명	10명	-3명	+3명	10명	
시나리오 #2-2		t ('25년 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

참고: 집중투표제 필요지분 공식

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.

2027년 주주총회가 끝났을 때, 이사회 구도는?

상법 개정으로 인해 2027년부터 분리선임(3%를 적용)하는 이사의 수가 기존 1명에서 2명으로 늘어나면서, 최윤범 회장 측에게 보다 유리한 환경이 조성되었다. 또한, 2026년, 2027년 주주총회에 따른 시나리오가 <표4>와 같이 4가지로 좁혀졌다.

<표4> 시나리오 #1-1, #1-2

2026년 주주총회에서 영풍 측이 6명 중 4명을 선임하고, 최윤범 회장 측이 2명을 선임하면, 2027년 주주총회에서 최윤범 회장 측은 아무리 많은 이사를 선임한다 해도 이사회 과반을 지킬 수 없다.

<표4> 시나리오 #2-2

2026년 주주총회에서 영풍 측이 6명 중 3명을 선임하고, 최윤범 회장 측이 3명을 선임하면, 2027년 주주총회에서도 최윤범 회장 측은 이사회 과반을 유지할 가능성이 있다. 2027년, 최윤범 회장 측이 집중투표제로 5명, 3%를 분리선임으로 2명을 확보할 경우 총 19명 중 10명을 점유할 수 있다.

2026년 3월 주주총회 결과(2025년 연말 주주명부폐쇄일 기준 양측 지분율에 따른 집중투표제)가 최윤범 회장의 경영권 방어 가능 여부의 핵심이다.

그러나, 일부 주주가 양측 개별 후보들에게 표를 분산시킬 가능성이 있기 때문에 내년 주주총회의 결과는 예측하기 힘들다. 따라서 내년 3월 주주총회의 결과가 나오기 이전까지 낮은 유통물량의 환경에서 높은 주가 변동성은 지속될 것으로 예상된다.

3Q25 컨센서스 부합, 4Q25 호실적 예상

3Q25 연결영업이익은 2,626억원(+1.4% QoQ, +75.1% YoY)으로 컨센서스에 부합할 전망이다. 별도영업이익은 2,624억원(-1.5% QoQ, +46.4% YoY)으로, 전분기와 유사한 규모를 예상한다. 분기평균 아연/연 가격의 상승전환, 귀금속(금, 은)의 상승폭 확대는 긍정적이었다. 그러나 주요 희소금속 가격이 전분기 대비 감소한 영향, 분기별 평균환율 또한 2Q25 1,404원/달러 에서 3Q25 1,385원/달러로 소폭 하락한 점은 부정적으로 작용했다.

9월부터 상승 중인 환율과 귀금속 가격은 4Q25 실적에 긍정적인 요인이다. 4Q25 연결영업이익은 3,049억원(QoQ +16.1%, YoY +153.5%), 별도영업이익은 3,007억원(QoQ -1.5%, YoY+46.4%)을 예상한다. 산업금속 가격 변동성 확대, 이차전지 소재(황산니켈 등) 가격 상승 등은 별도외 자회사 캠코(KEMCO), 페달포인트(Pedal Point) 등의 3, 4분기 실적 개선 요인으로 작용할 전망이다.

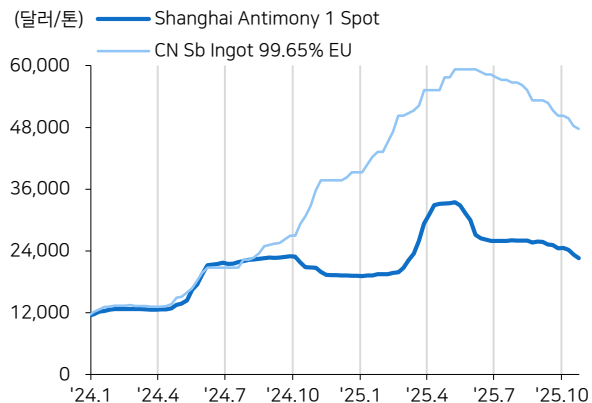
표5 주요 금속 분기별 가격 및 변화율(변화폭) 추이
2Q25: 귀금속 가격 상승률 확대, 희소금속은 제품별 차별화
3Q25: 은 상승률 지속 확대 중, 금과 희소금속 상승률 둔화
4Q25: 귀금속 가격 상승률 전반적으로 확대

		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
2024	1Q24	8,465	2,440	2,076	2,082	23.5	12,547	13,162	75.2	78.2	3.6	4.1	266	247	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	343	305	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	380	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	347	4,835
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	10,675	3,122	1,969	4,067	49.7	23,680	49,000	109.0	87.3	12.0	15.3	363	358	4,417
'25.10.24		10,937	3,213	1,980	4,113	48.6	22,609	47,750	110.0	92.7	12.0	15.3	363	358	4,388
% 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	8.9	10.3	0.0	17.6	25.1	-7.9	-10.4	1.8	5.0	-0.5	-0.4	-3.9	-3.8	8.4
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	874	291	1	608	10.0	-2,026	-5,712	1.9	4.2	-0.1	-0.1	-14.6	-14.1	343

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

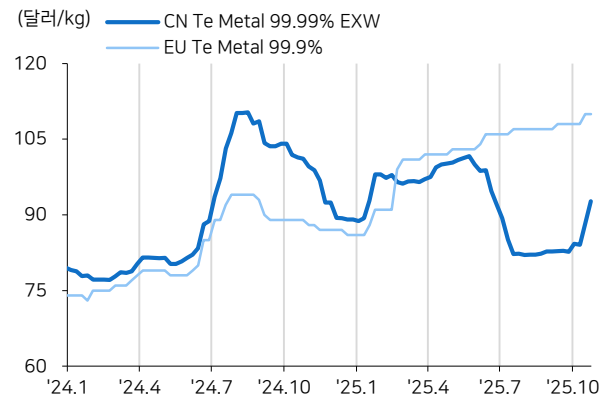
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림1 안티모니 (중국 수출가, 유럽 판매가)



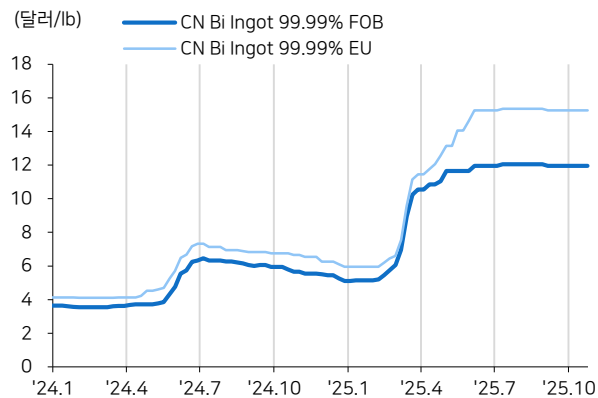
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 텔루륨 (중국 수출가, 유럽 판매가)



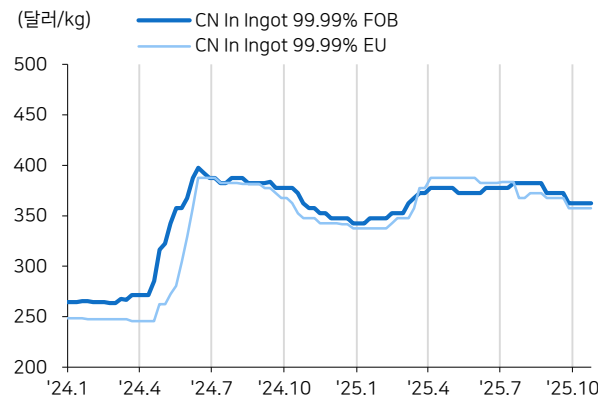
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 비스무스 (중국 수출가, 유럽 판매가)



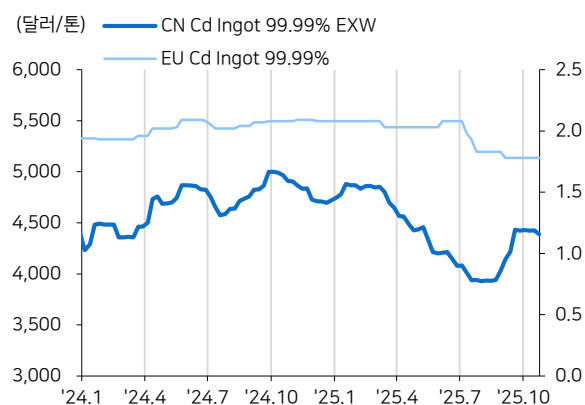
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 인듐 (중국 수출가, 유럽 판매가)



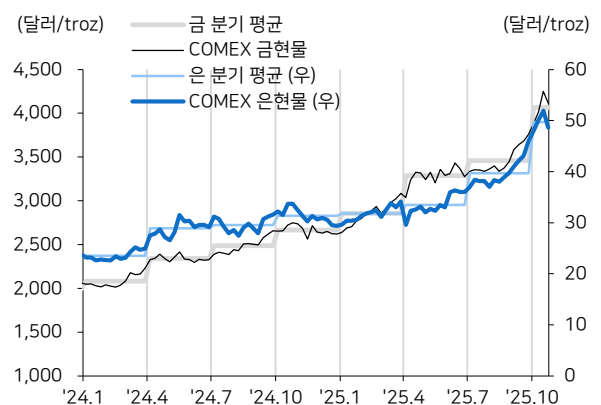
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 카드뮴 (중국 수출가, 유럽 판매가)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 귀금속 가격 추이

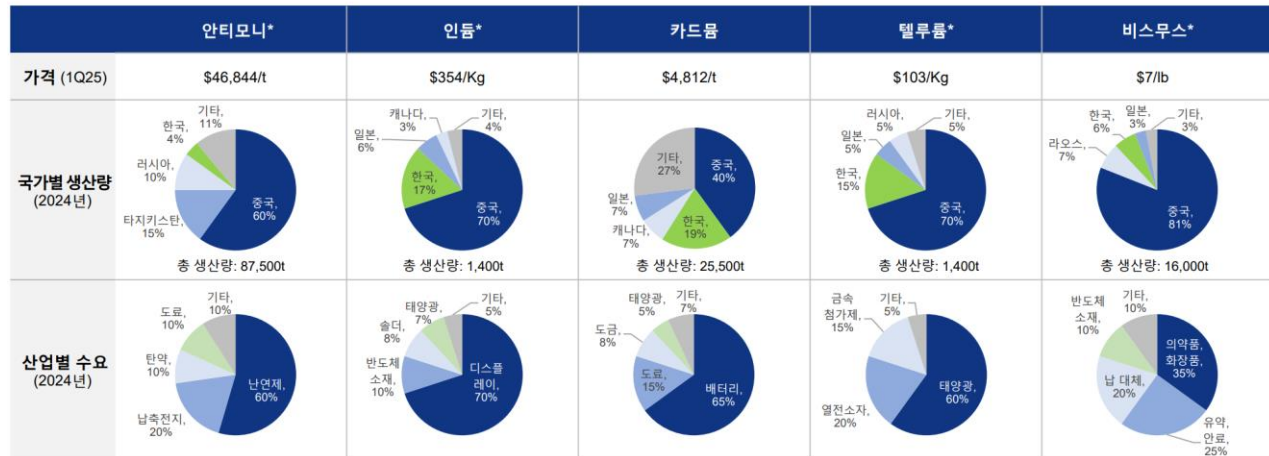


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 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

표6 고려아연 3Q25 영업이익, 귀금속 가격 강세 지속되어 2Q25와 유사한 수준의 실적 달성 가능

(십억원)	3Q25E	3Q24	(% YoY)	2Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	4,282.5	3,206.7	33.6	3,825.4	11.9	3,860.6	10.9	3,833.0	11.7
영업이익	262.6	150.0	75.1	258.9	1.4	256.2	2.5	264.6	-0.7
세전이익	250.7	218.8	14.6	422.9	-40.7	227.3	10.3	237.2	5.7
지배순이익	181.8	156.3	16.3	331.1	-45.1	164.8	10.3	171.2	6.2
영업이익률(%)	6.1	4.7		6.8		6.6		6.9	
세전이익률(%)	5.9	6.8		11.1		5.9		6.2	
순이익률(%)	4.2	4.9		8.7		4.3		4.5	

자료: 고려아연, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표7 9월 귀금속 가격 급등 반영, 4Q25 실적 추정치 상향에 따라 2025E 연간 실적 추정치 또한 상향 조정

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	16,833.8	12,052.9	39.7	15,479.8	8.7	14,994.2	12.3
영업이익	1,118.8	723.5	54.6	958.1	16.8	1,054.6	6.1
세전이익	1,228.7	292.5	흑전	1,033.3	18.9	1,056.7	16.3
지배순이익	904.8	190.9	흑전	763.1	18.6	780.7	15.9
영업이익률(%)	6.6	6.0		6.2		7.0	
세전이익률(%)	7.3	2.4		6.7		7.0	
순이익률(%)	5.4	1.6		4.9		5.2	

자료: 고려아연, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표8 고려아연 실적 Snapshot												
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
판매량 (톤)												
아연	168,921	152,430	145,723	175,987	146,489	150,651	146,815	163,257	654,245	643,061	607,212	620,462
연	115,293	112,500	102,953	114,916	104,452	100,055	106,220	123,644	410,930	445,662	434,372	441,918
금 (kg)	1,753	1,667	1,740	1,953	2,475	2,800	2,700	2,700	9,308	7,113	10,675	8,000
은	501	497	511	464	515	520	534	497	1,970	1,973	2,066	1,910
구리	7,529	7,974	8,332	7,295	8,305	8,083	7,506	7,987	30,904	31,130	31,881	43,553
TC, 메탈 가격 (달러/톤)												
아연 Blended TC	140	129	117	105	118	76	85	85	246	123	91	85
연 Blended TC	72	70	63	49	13	-6	-14	-6	98	64	-3	-2
아연 가격	2,470	2,714	2,767	3,000	2,877	2,703	2,744	2,996	2,701	2,738	2,830	3,000
연 가격	2,089	2,137	2,087	2,015	1,952	1,958	1,974	1,984	2,140	2,082	1,967	2,000
금 가격 (달러/troz)	2,033	2,283	2,405	2,652	2,744	3,180	3,360	3,945	1,920	2,343	3,307	4,185
은 가격 (달러/troz)	23.4	27.2	29.2	31.4	30.8	32.7	37.5	48.8	23.3	27.8	37.4	53.0
구리 가격	8,390	9,428	9,303	9,311	9,094	9,454	9,772	10,082	8,507	9,108	9,600	10,462
환율 (원/달러)	1,328	1,371	1,359	1,397	1,453	1,404	1,385	1,400	1,306	1,364	1,410	1,400
실적 전망												
고려아연(별도) 매출												
아연	596.0	599.0	592.0	773.0	596.0	599.0	579.4	708.6	2,460.6	2,560.0	2,483.0	2,696.9
연	354.0	369.0	334.0	364.0	354.0	369.0	349.4	412.9	1,301.4	1,421.0	1,485.2	1,485.3
금	155.0	172.0	188.0	233.0	155.0	172.0	316.6	397.8	755.9	748.0	1,041.4	1,273.6
은	501.0	586.0	655.0	641.0	501.0	586.0	799.1	1,027.6	1,924.8	2,383.0	2,913.7	4,346.8
구리	85.0	107.0	104.0	94.0	85.0	107.0	101.6	112.7	344.1	390.0	406.3	638.0
기타 (황산 등)	93.6	112.7	103.3	96.4	607.6	482.4	545.0	545.0	504.2	406.0	2,180.0	2,180.0
회소금속	29.0	42.0	53.0	57.0	90.0	146.0	120.0	120.0	-	181.0	476.0	480.0
연결 매출												
	2,375.4	3,058.2	3,206.7	3,412.7	3,832.8	3,825.4	4,282.5	4,893.1	9,704.5	12,052.9	16,833.8	19,627.2
별도												
SMC	190.8	266.1	279.0	152.4	310.6	267.8	304.1	330.2	880.2	888.4	1,212.7	1,575.9
기타	370.9	804.4	898.3	1,002.0	1,133.6	1,096.2	1,167.3	1,238.3	1,533.2	3,075.5	4,635.4	4,950.7
매출 성장률(% YoY)	-6.0	23.8	39.8	41.3	61.4	25.1	33.6	43.4	-13.5	24.2	39.7	16.6
연결 영업이익												
	184.5	268.7	150.0	120.3	271.1	258.9	262.6	326.2	659.9	723.5	1,118.8	849.3
별도												
SMC	6.7	20.7	-1.3	-35.6	-2.5	0.0	1.3	9.5	23.8	-9.4	8.3	28.9
기타	-12.8	-9.4	-27.9	-30.8	0.9	-7.6	-1.1	-0.4	-71.2	-81.0	-8.2	7.3
연결영업이익률(%)	7.8	8.8	4.7	3.5	7.1	6.8	6.1	6.7	6.8	6.0	6.6	4.3
별도영업이익률(%)	10.5	12.9	8.8	8.3	11.4	10.8	9.3	9.5	9.7	10.1	10.2	6.2
세전이익	152.9	250.7	218.8	-329.9	238.7	422.9	250.7	316.4	728.1	292.5	1,228.7	798.8
지배순이익												
	106.8	176.7	156.3	-248.8	162.5	331.1	181.8	229.5	527.3	190.9	904.8	579.3
지배순이익률(%)	4.5	5.8	4.9	-7.3	4.2	8.7	4.2	4.7	5.4	1.6	5.4	3.0

자료: 고려아연, Bloomberg, QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

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.