

고려아연 (010130)

미국 제련소 투자를 위한 유상증자 및 경영권분쟁 시나리오 업데이트

철강/금속

Analyst 장재혁

jaehyeok.jang@meritz.co.kr

RA 김아현

ahyun.kim@meritz.co.kr

안녕하세요, 메리츠증권 장재혁입니다. 지난 12월 15일 발표된 고려아연의 미국 제련소 투자를 위한 유상증자 관련 업데이트 드립니다. 투자 및 유상증자 개요, 쟁점이 되는 내용, 향후 2026년 3월 주주총회와 경영권분쟁의 결과에 미칠 영향까지 정리했습니다.

Meritz Research 2025. 12. 22

투자 개요

고려아연이 미국 테네시주에 총 74.3억달러 투입, 온산제련소의 약 50% 규모에 해당하는 제련소 건설. 100% 자회사인 Crucible Metals(OpCo)를 통해 사업 진행.

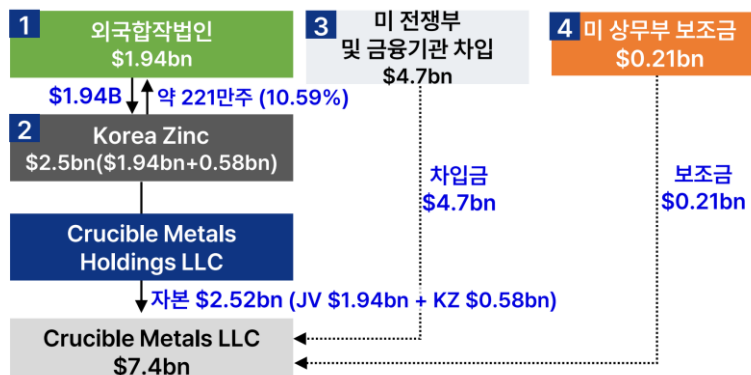
자금조달

- 1) Crucible JV 구성: 미국 전쟁부 40.1%, 고려아연 9.9% 등의 지분으로 구성된 JV가 19.4억달러를 조달, 고려아연의 제3자배정 유상증자(지분 10.59%)에 참여
- 2) OpCo 자금 조달 74.3억달러
= 유상증자를 통해 유입된 JV자금 19.4억달러 + 고려아연 직접출자 5.8억달러 + 차입 47억 달러(미 전쟁부, 금융기관) + 보조금 2.1억 달러(미 상무부 CHIPS)

경영권분쟁 시나리오 점검

이번 유상증자가 진행될 경우 최윤범 회장 측이 고려아연 이사회의 과반을 사실상 영구적으로 점유, 경영권 방어에 성공할 가능성이 압도적으로 높아짐

그림1 고려아연 미국 제련소 투자 자금조달 구조



자료: 고려아연

미국 제련소 투자 상세

투자 개요

- 목적: 미국이 필요한 핵심광물 공급망 구축
- 규모: 온산제련소 운영모델을 약 50% 규모로 미국 내에 재현
- 금액: '26-'29년 74억달러(10조원) 투자 (미 정부 참여 약정금액 약 40억달러)
- 생산: 13종의 비철금속, 귀금속, 희소광물 생산
- 부지: 미국 테네시주 클락스빌, 기존 Nyrstar 제련소 부지 인수 후 활용

Timeline

- 1Q27 착공, 4Q29 완공
- 1H29 아연 공정 운영시작, 3Q29 연 공정 운영시작, 4Q29 구리 공정 운영시작
- 1Q30 전공정 100% 가동 계획

자금 조달 구조

1. Crucible JV 설립, \$1.94b 조달 = US DoW 1.40b + US SI 0.45b + KZ 0.09b

2. Crucible JV가 고려아연 제3자배정 유상증자 참여, \$1.94b 투자

- 고려아연이 신주발행한 220만 9,716주 취득
- 발행가액 129만원/주, 1년 락업

3. 고려아연은 Crucible Metals Holdings 설립, 지분 투자

총 자본 \$2.525b 투자 = 유상증자 조달 \$1.94b + 직접출자(~'29) \$0.585b

4. 미 전쟁부 및 금융기관으로부터 \$4.7b 차입

5. 미 상무부로부터 \$0.21b 보조금 (CHIPS Act)

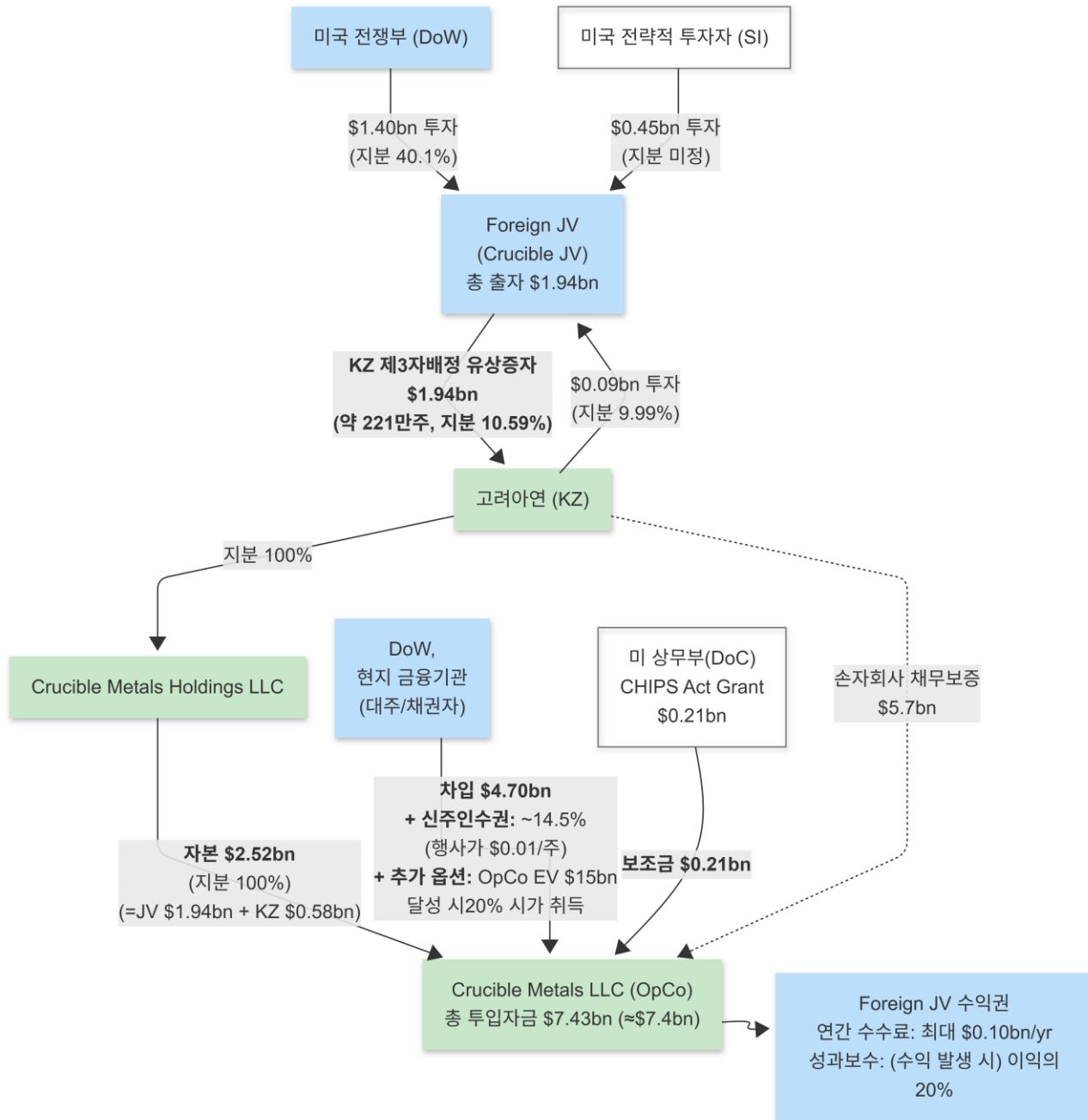
6. Total \$7.43b = 자본 \$2.52b + 차입 \$4.7b + 보조금 \$0.21b

- 미국은 JV에 참여, 고려아연은 100% 자회사 사업을 통해 사업 주도권 확보

유상증자

- 발행인: 고려아연
- 인수인: Crucible JV
- 목적: 미국 통합공정 제련소 건설 및 운영 자금 조달
- 보통주 제3자 배정방식, 1년간 보호예수
- 신주발행가액: 1,290,133원, 발행주식수 2,209,716주
- 실질적으로는 시가 발행 구조 (시가보다 발행가가 낮은 만큼 DoC가 Crucible Metals에 직접 Grant 형태로 투자)

그림2 미국 제련소 투자 자금조달 및 지분구조



주: 공시와 언론을 통해 공개된 계약 내용을 바탕으로 작성

자료: 언론 종합, 고려아연, 메리츠증권 리서치센터

Nyrstar USA 인수

- Crucible Metals가 Nyrstar USA를 인수할 계획
- 가격: 1.28억달러 + 게르마늄 로열티
- Nyrstar USA 보유자산
 - 1) CVS(제련소), Zn ingot 13만톤/y
 - 2) ETC(광산), Zn 정광 10.1만톤/y ('26e)
 - 3) MTN(광산), Zn 정광 7.1만톤/y ('29e)
- 온산 대비 단위전력비 1/3 수준(30년간 48억달러 절감 효과)
- 미처리 중인 Pond cake 내 회수가능 유가금속 충분

그 외 기타 자세한 사항은 [고려아연 발표 IR 자료](#) (2025.12.16) 참고

경영권분쟁 시나리오 점검

당사는 지난 10월 27일 보고서 '[상법 개정에 따른 경영권분쟁 업데이트 및 3Q25 실적 점검](#)'을 통해 경영권분쟁 시나리오를 제시했다. 이번에 고려아연이 공시한 대로 유상증자가 진행될 경우, 개정된 상법과 결합되어 경영권분쟁 시나리오에 중대한 영향을 미칠 수 있어 업데이트하고자 한다.

결론적으로, 이번 유상증자가 단행될 경우 최윤범 회장 측이 고려아연 이사회의 과반을 사실상 영구적으로 점유할 가능성이 압도적으로 높아진다.

유상증자로 인한 의결권 변화

이번 유상증자에 참여하는 Crucible JV LLC는 미국 전쟁부(DoW)가 최대주주가 되는 법인이다. 그간 고려아연이 미국과 핵심 광물 공급망 구축을 지속적으로 논의해 온 점을 고려할 때, 해당 법인은 현 경영진에 우호적인 판단을 내릴 개연성이 높다. 따라서 Crucible JV가 취득하는 지분은 최윤범 회장 측 우호 지분으로 판단해야 한다.

유상증자 전 영풍 측 우호 지분의 의결권은 47.22%, 최윤범 회장 측(현대차 제외)은 33.12%였다. 그러나 유상증자 이후 영풍 측은 42.10%로 낮아지는 반면, 최 회장은 40.37%로 높아지며 양측의 격차가 대폭 축소된다.

그리고 이는 2026년과 2027년 주주총회에서 선임할 수 있는 이사의 수에 중대한 영향을 미쳐, 고려아연 측이 이사회 과반을 영구적으로 점유할 가능성이 매우 높아진다.

표1 유상증자 전후 고려아연 주주 구성 비교

주주구성 (요약)	유상증자 이전			유상증자 이후		
	주식수	지분율	의결권	주식수	지분율	의결권
영풍 우호지분	8,585,651	46.00%	47.22%	8,585,651	41.13%	42.10%
최家 우호지분	6,023,092	32.27%	33.12%	8,232,808	39.44%	40.37%
Crucible JV LLC (US DoW)	-	-	-	2,209,716	10.59%	10.84%
현대차 지분을 제외한 최家 우호지분	6,023,092	32.27%	33.12%	6,023,092	28.86%	29.53%
국민연금	934,443	5.01%	5.14%	934,443	4.48%	4.58%
자사주	479,737	2.57%		479,737	2.30%	
기타 주주 (현대차그룹 포함)	2,640,330	14.15%	14.52%	2,640,330	12.65%	12.95%
합계	18,663,253	100.00%	-	20,872,969	100.00%	
자사주를 제외한 의결권있는주식	18,183,516	97.4%		20,393,232	97.7%	

자료: DART, 고려아연, 메리츠증권 리서치센터

증자 이전: 영풍 측의 확률적 우위 (<표4>, <표5> 참고)

유상증자 이전의 지분 구조에서는 경영권 방어를 위해 최윤범 회장 측은 두 번의 바늘구멍(2026년, 2027년 주주총회)을 모두 통과해야 했다.

2026년 주주총회: 6석 중 3석을 확보(3:3)해야 하나, 자력 지분(33.12%)으로는 2석에 그칠 확률이 높았다. 3석 확보를 위해서는 국민연금 등 캐스팅보트의 압도적 지지가 필수적이었다.

2027년 주주총회: 11석(집중투표제 대상) 중 5석을 확보해야 했으나, 이 역시 자력으로는 힘들었으며, 캐스팅보트의 지지가 필요했다.

캐스팅보트가 중립을 지킬 경우 영풍 측이 2026년 4석, 2027년 7석을 가져가며 이사회 과반을 탈환하는 구조였다.

증자 이후 2026년 주주총회: 영풍의 '확률적 우위' 소멸과 3:3 구도 고착화

유상증자 후 의결권 비중이 영풍 측 42.10% vs 최윤범 회장 측 40.37%로 재편되면서, 2026년 이사 선임(6석) 구도는 3:3이 거의 확정적이게 된다.

집중투표제에서 3석 확보를 위해서는 의결권 42.86%가 필요하다. 영풍 측(42.10%)은 +0.76%p, 최윤범 회장 측(40.37%)은 +2.49%p만 우호 지분을 추가하면 즉시 3석을 확정짓는다.

반면 어느 한쪽이 4석(필요 지분 57.14%)을 확보하는 것은 수학적으로 불가능에 가깝다. 현재 양측 우호 지분을 제외한 잔여 의결권(국민연금, 현대차그룹, 기타 주주 포함)은 총 17.53%에 불과하다. 영풍 측이 4석을 가져가려면 이 17.53% 중 무려 86%에 달하는 15.04%p가 일제히 영풍 측의 손을 들어줘야 한다. 현실적으로 불가능에 가까운 수치이다(<표3> 참고).

증자 이후 2027년 주주총회: 최윤범 회장 측의 과반 확정

2027년은 총 13명의 이사를 선임한다.

1) 3%를 분리선임 2석: 상법 개정으로 감사위원이 되는 사외이사 2석을 3%를 적용하여 분리선임한다. 이때 대주주 의결권은 최대 3%로 제한되며, 다수의 우호 지분(한화그룹, LG화학, 미 전쟁부, 최家 등)이 연합한 형태인 최윤범 회장 측이 유리하여 2석을 모두 확보한다

2) 집중투표제 11석: 영풍 측이 이사회 과반을 탈환하려면 11석 중 7석을 차지해야 한다. 그러나 증자 후 낮아진 지분율로는 국민연금과 현대차 등 모든 기타 주주 전체의 지지 없이는 **최대 6석** 확보가 한계이다. 반면 최윤범 회장 측은 안정적으로 5석을 확보할 수 있다(<표3> 참고).

증자 이후 최종 이사회 구성 및 지배구조의 연속성

계획대로 유상증자가 진행된다면, 2027년 주주총회가 마무리된 시점의 이사회(총 19명 기준) 예상 구도는 <표2>와 같다. 고려아연 이사회의 임기가 2년인 점을 감안할 때, 지분 구조의 급격한 변화가 없는 한 2028년 이후에도 이 '10:9'의 구도는 고착화된다.

표2 유상증자 이후: 향후 주주총회 결과 예상

		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		
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

표3 유상증자 이후: 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(42.10%)이 추가로 취득해야 하는 의결권 $= k/(n+1) - 42.10\%$	필요 의결권 충족을 위해 최윤범 회장 측 (40.37%)이 추가로 취득해야 하는 의결권 $= k/(n+1) - 40.37\%$	시나리오 (표4로 연결)
2026년 3월, 임기가 끝난 6명의 이사 모두 집중투표제로 선임	6명	1명	14.29%	-	-	유력 시나리오: 영풍 3: 최가 3
		2명	28.57%	-	-	
		3명	42.86%	0.8%	2.5%	
		4명	57.14%	15.0%	16.8%	
		5명	71.43%	29.3%	31.1%	
		6명	85.71%	43.6%	45.3%	
2027년 3월, 임기가 끝난 이사 13명 중 11명을 집중투표제로 선임하고, 나머지 2명은 3%를 적용하여 분리선임	11명	1명	8.33%	-	-	유력 시나리오 영풍 6: 최가 5
		2명	16.67%	-	-	
		3명	25.00%	-	-	
		4명	33.33%	-	-	
		5명	41.67%	-	1.3%	
		6명	50.00%	7.9%	9.6%	
		7명	58.33%	16.2%	18.0%	
		8명	66.67%	24.6%	26.3%	
		9명	75.00%	32.9%	34.6%	
		10명	83.33%	41.2%	43.0%	
		11명	91.67%	49.6%	51.3%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 (참고) 유상증자 이전: 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(47.22%)이 추가로 취득해야 하는 의결권 $= k/(n+1) - 47.22\%$	필요 의결권 충족을 위해 최윤범 회장 측 (33.12%)이 추가로 취득해야 하는 의결권 $= k/(n+1) - 33.12\%$	시나리오 (표5로 연결)
2026년 3월, 임기가 끝난 6명의 이사 모두 집중투표제로 선임	6명	1명	14.29%	-	-	유력 시나리오: 영풍 4: 최 2 <표5>, 시나리오 1-1, 1-2 가능 시나리오 영풍 3: 최 3 <표5>, 시나리오 2-1, 2-2
		2명	28.57%	-	-	
		3명	42.86%	-	9.7%	
		4명	57.14%	9.9%	24.0%	
		5명	71.43%	24.2%	38.3%	
		6명	85.71%	38.5%	52.6%	
2027년 3월, 임기가 끝난 이사 13명 중 11명을 집중투표제로 선임하고, 나머지 2명은 3%를 적용하여 분리선임	11명	1명	8.33%	-	-	유력 시나리오: 영풍 7: 최 4 <표5>, 시나리오 2-1 가능 시나리오 영풍 6: 최 5 <표5>, 시나리오 2-2
		2명	16.67%	-	-	
		3명	25.00%	-	-	
		4명	33.33%	-	0.2%	
		5명	41.67%	-	8.5%	
		6명	50.00%	2.8%	16.9%	
		7명	58.33%	11.1%	25.2%	
		8명	66.67%	19.4%	33.5%	
		9명	75.00%	27.8%	41.9%	
		10명	83.33%	36.1%	50.2%	
		11명	91.67%	44.4%	58.5%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 (참고) 유상증자 이전: 향후 주주총회 결과별 이사회 구도 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

고려아연 신주발행 가치분 소송의 법리적 쟁점

영풍은 지난 12월 16일, 고려아연 이사회가 결의한 2.8조 원 규모의 제3자 배정 유상증자에 전격 반발하며 서울중앙지방법원에 신주발행금지 가치분을 신청했다.

12월 26일 이전 발표될 가치분 결과에 따라 고려아연의 경영권 분쟁의 결과 또한 달라질 전망이다.

가치분 인용 시: 증자 절차가 중단되고, 경영권 분쟁은 기존 지분 구도로 회귀한다. 2027년 주주총회 이후 영풍 측의 이사회 과반 탈환 가능성이 높다.

가치분 기각 시: 신주 발행이 진행되며 최윤범 회장 측 우호 지분(현대차 제외)은 40.37%까지 상승한다. 이 경우 앞서 분석한 바와 같이 2026년 3:3 방어 및 2027년 '3% 룰'을 활용한 이사회 과반 확보가 가능하다. 결과적으로 영구적인 경영권 방어가 가능한 구조가 만들어진다.

표6 이번 유상증자에 대한 영풍 측의 법리적 공격과 최윤범 회장 측의 법리적 방어

영풍 측 주장		최윤범 회장 측 주장	
경영권 방어의 목적성	신주 발행 대상인 'Crucible JV'가 현 경영진의 우호 지분으로 분류된다는 점, 의결권 확정 시점(주주명부 폐쇄 전) 등을 고려할 때, 증자의 실질적 목적은 사업 확장이 아닌 경영권 수성이다. 상법 제418조 제2항(경영상 목적 달성)을 위반한 신주인수권 침해다.	핵심 광물 공급망 동맹	'Crucible JV'는 단순한 자금 투자처가 아닌, 미 국방부(DoW) 등과 연계된 핵심 광물 안보 파트너이다. 이들과의 지분 결합은 미국 내 독점적 제련 지위를 확보하기 위한 필수적인 '시장 진입 비용'이다.
자금 조달의 긴급성 결여	테네시 제련소 투자는 2030년까지 단계적으로 진행되는 장기 프로젝트이다. 확정된 본계약(Definitive Agreement)이 부재한 상황에서 2.8조 원 규모의 대규모 자금을 일시에 조달해야 할 객관적 급박성이 증명되지 않는다.	미 정부 보조금 및 정책 시한	미 상무부로부터 확보한 약 3,000억 원(\$2.1억)의 보조금 및 48C 세액공제를 받기 위해서는 연내 자본 확충 및 투자 확약이 필수적이다. 시기를 놓칠 경우 수조 원대의 정책 지원금을 상실할 위험이 크다.
지배구조의 비대칭성 및 배임	현지 운영 법인(OpCo) 지분을 미 측에 주당 0.01달러에 인수할 권리(Warrant)를 부여한 것은 자산 헐값 매각에 해당한다. 이는 회사의 이익보다 경영진의 지위 보전을 우선시한 선관주의 의무 위반이자 업무상 배임이다.	절차적 정당성 및 투명성	공신력 있는 외부 평가 기관을 통해 신주 발행가액 및 현지 법인 가치 평가를 수행하였다. 일부 이사의 반대가 있었으나, 이는 이사회의 다수결 결의를 거친 합법적 경영 판단이며 정관에 명시된 제3자 배정 범위를 준수하였다.
주주가치 희석의 불가역성	약 10.59%에 달하는 대규모 증자는 기존 주주의 지분 가치를 영구적으로 훼손하며, 이는 유상증자의 보충성 원칙(대출 등 다른 수단 부재 시 실행)에 어긋난다.	중장기 기업가치 제고	단기적인 지분 희석보다 미국 내 제련소 투자를 통한 장기적 현금흐름(Free Cash Flow) 창출 가치가 더 높다. 이는 궁극적으로 모든 주주의 장기적 이익에 부합하는 결정이다.

자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

주가 상승 및 하락 요인

1. 하방 압력

유상증자가 계획대로 진행된다면 단기적인 조정 명분은 뚜렷하다. 약 220만 주(발행주식총수의 약 11.4%) 규모의 신주가 발행되면서 EPS가 희석된다. 또한, 양 측의 지분매입 경쟁이 더 이상 의미가 없게 되면서 경영권 프리미엄 해소 가능성이 있다.

2. 상승 요인

반대로, 이번 유상증자를 통해서 미국 전쟁부(DoW)가 의결권 40.1%를 보유한 합작법인이 고려아연의 10% 주주가 된다. 미국의 전략적 안보 자산으로 재평가되는 것은 멀티플 상향 요인이다. 또한, 2029년 완공되는 미국 제련소의 가치를 현재시가총액에 선반영할 수도 있다.

3. 낮은 유통물량 지속

하방압력과 상승요인이 공존하는 가운데, 낮은 유통물량은 지속될 전망이다. 영풍·MBK 측은 신주발행금지 가처분 소송 및 본안 소송을 예고했다. 본안 소송 결과가 발표되기 이전 영풍·MBK 측이 보유 지분을 급하게 시장에 출회할 유인은 낮다.

‘양측의 지분매입 경쟁 종식’으로 인한 하방압력과 ‘미국 전략광물 안보 프리미엄’으로 인한 상승압력이 공존하며 큰 변동성이 지속될 것으로 전망한다.

표7 고려아연 미국 제련소(Crucible Metals, OpCo) 손익 및 간략한 EV 가정.

온산제련소 수준의 EBITDA margin(Case 4) 달성 가정할 경우 고려아연 유효지분율 85.5%의 지분가치는 약 3.5조원. 이는 투자금액인 25.25억달러(유상증자 조달 19.4억달러+고려아연 직접출자 5.85억달러), 한화 약 3.7조원과 유사한 수준

구분	단위	Case 1	Case 2	Case 3	Case 4 (Base)	Case 5	Case 6
EBITDA Margin	%	7.50%	10.00%	12.50%	15.00%	17.50%	20.00%
매출액	십억원	7,348	7,348	7,348	7,348	7,348	7,348
EBITDA	십억원	551	735	918	1,102	1,286	1,470
EV/EBITDA	배	10.0배 가정 (구리, 아연 중심 광산/제련 업체 Peer 평균 1YF EV/EBITDA 6.5배를 50% 할증)					
EV (기업가치)	십억원	5,511	7,348	9,184	11,021	12,858	14,695
(-) 순차입금	십억원	6,907	6,907	6,907	6,907	6,907	6,907
시장가치 (Equity Value)	십억원	-1,396	441	2,278	4,115	5,951	7,788
고려아연 지분가치 (85.5%)	십억원	-1,194	377	1,947	3,518	5,088	6,659

주: 환율 1,469.5원/달러, 매출액 50억달러(약 7조 3,475억 원), 순차입금 47억달러(약 6조 9,067억 원, OpCo 총 투자비 중 외부 차입분)

자료: 메리츠증권 리서치센터

Appendix 1. 현재 이사회 구성 및 향후 이사 선임 계획

현재 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 <표1>에 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 정해질 예정이다. 다만 이들의 직무 복귀 여부는 2026년까지 이사회의 의사결정 구도에 영향을 주지 않고, 2027년에는 임기가 만료되기 때문에 중요한 고려 사항은 아니다.

표8 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% 톨)	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:**2026년 6명, 2027년 13명(집중투표제 11명 + 3%를 적용 분리선임 2명)**

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.

Appendix 2. 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.

Appendix 3. 제련소 투자 관련 컨퍼런스 콜(2025.12.16) Q&A

Q. 신규 제련소의 매출액 전망 및 EBITDA 마진율

- 보수적 매출액 가정, '30~'50E 약 50억달러/y
- 마진율은 온산제련소 대비 나쁘지 않음

Q. JV의 자본조달, 지분구조

- JV에 Debt, Equity 조달 모두 존재
- 미 상무부 (2.1억\$) + 전쟁부(1.5억\$) 40.1%
- 고려아연 (0.9억\$) 9.9%
- SI (4.5억\$) 50.0%
- 총 출자액 9.0억\$
- 상무부가 2.1억달러 보조금 형태로 주지만 JV 지분을 취득

Q. 광물 조달 및 제품 수요

- 대부분은 미국 내에서 소화
- 오프테이크는 광물별로 협상 진행 중

Q. Nyrstar USA MTN 광산 가동 중지 이유

- 기술력 부족으로 수익성 미달 때문으로 공시
- 고려아연이 인수 후 '28~29년 인력 투입 후 가동 계획
- 기술력 보유 유무가 기존 vs 당사 인수 이후의 차이점

Q. Nyrstar USA 최근 수익성

- 광산과 제련 수익 별도로 존재
- 제련소 실적(USD mn, FY22→FY25)

FY22: EBITDA 22.1

FY23: EBITDA 28.3

FY24: 매출 125.3 | EBITDA 29.4 | EBIT 11.8 | NP 11.2

FY25: 매출 145.6 | EBITDA 55.5 | EBIT 34.9 | NP 36.2

- 제련소는 3천만불 수준 EBITDA 꾸준, 광산은 현재 생산 불완전, 수익성 높지 않음
- 전력 단가 측면에서 Nyrstar 제련소에 160kv 고압송전선 2개 라인 존재, 소내 변전소 보유. 인수 효과를 온전히 받을 수 있을 것으로 예상. 테네시 지역의 전력 비용도 저렴.
- Nyrstar의 기존 제련소는 28년까지 가동 후 fade out

- 가동 중에 옆에 통합 제련 설비 설비 구축
- 적용가능한, 일부 가져갈 수 있는 공정들 설비 가져가고 나머지는 온산제련소 방식으로 다시 건설할 계획

Q. 기존에 계획했던 온산 회소금속 Capa 증설 여부

- 기존 온산 제련소 계획 그대로, 미국과 동시에 진행할 것
- 지정학적 원인(미-중)을 떠나서도 미국내 공급 부족
- 온산은 더이상 확장 가능한 부지가 없음
- 회소금속은 설비 규모가 작아 증설 가능하지만 Base 메탈은 불가
- 그나마 동은 새로운 부지가 아닌 기존 Fumer를 전환하는 투자방식

Q. 미국 제련소 협의 진행 시작 시점, 제련소 의사결정 이뤄진 시점

- 과거에도 북미 투자 수차례 있었고 꾸준히 투자 중
(광산 사업 추진 고민했던 적도 있음)
- 7월 TMC 지분 확보, 그 이후 미 정부로부터 관심
- 한국정부와의 협상에서도 핵심광물이 주요 주제
- 당사도 협상테이블에 계속 참여, 논의 본격 시작
- 공식적인 투자 결정된 것은 전일 이사회 승인으로 확정
- 과거에는 환경 규제 등이 구조적인 한계점으로 존재해 제련사업 관련해서 북미 투자 어려웠음. 최근 핵심 광물에 대한 관점이 달라지며 미국 인허가 관련 정부 지원이 생기면서 사업 진행에서의 이점으로 작용

Q. 미국 투자가 향후 이익 발생, 배당을 통해 고려아연에 들어올 때 제약조건

- 제약조건 없음
- 미국정부가 고려아연의 지분에 투자
- 미국도 고려아연을 통해서 배당을 받게되는 구조

Q. JV 최대 의결권자 미국 전쟁부, 향후 의사결정 영향

- 지분만큼 주요 주주로서 권리 행사 가능
- 미국 정부라고 해서 추가적으로 권리 행사가 가능한 것은 아님
- 미국 전쟁부라고 해서 자국의 이익만을 가지고 고려아연의 주요 의사결정을 할 수는 없음

Q. 미국정부가 JV 형태로 유증에 참여하며 이사 지명권 조건 확보 여부

- 논의 진행 중, 몇 명일지 협의 과정 중

Q. JV 출자액 절반이 차입. 차입 규모가 큰데, 이자비용 총당때문에 배당을 더 늘려야하는 상황이 일어날지?

- JV의 이자비용 서포트를 위해서 배당 올릴 가능성은 낮음
- 이사회 결의에서 총 배당금 변경 공시함. 선배당 정책으로 주당 2만원 확정하는데 주식수 증가로 총 배당금 확대되면서 총배당금 확대 공시하게 된 것

Q. 투자금액 74억불에 금융비용 포함의 의미?

- 부지, 공장, 기계 등 투자 비용은 60억불 후반(68~69억불)
- 나머지는 여러가지 공장을 돌리기 위한 금융비용(원재료들을 포함한 운전자본 등. 5~6억불)이며 74억불은 이를 다 포함한 수치

Q. 저금리 정책 금융 설명관련해서, "미 10년물 국채+175bp..."이라는 것이 47억불 차입에 대한 금리 수준?

- 차입금 금리 구체적인 공유는 어려움
- 구조: 미 10년 국채금리 + 가산금리
- 금리 조건이 시중금리보다는 양호

Compliance Notice

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