

고려아연 (010130)

경영권분쟁 및 업황 Update

지분은 장형진 측, 이사회는 최윤범 측

양 측은 '24년 말까지 지분 취득 후 '25년에는 추가 취득 없어. '25년 3월 말 장형진 측은 41.2%, 일부 주주들을 포함한 광익의 최윤범 측 지분은 34.8% 추정. 이사회는 총 15명(4명 제외 시) 중 11명이 최윤범 측, 4명이 장형진 측. 한편 영풍 특수관계자인 한국기업투자홀딩스의 고려아연 주식 평균 취득단가는 93.4만원 수준으로 파악.

영향력 커진 귀금속과 희소금속

'23년 이후 기초금속 대비 귀금속 및 희소금속 가격이 상대적으로 크게 상승하며 매출액 비중도 변화. 1Q25 매출액 은>아연, 금>연 기록. 1Q25 희소금속 GPM 80% 실현했으며 2Q에도 높은 수준 예상. 하지만 2Q 미국과 중국의 잠정적 관세 협상 타결에 따라 희소금속 가격 약세 전환. 하반기 희소금속 이익률은 상반기 대비 낮아질 것으로 전망.

낮아진 제련수수료 & 원화 강세는 부담

'25년 아연 및 연 정광 BM TC는 각각 80달러/톤(yoy -52%), 45달러/톤(yoy -54%)으로 관측되며 2Q 실적부터 본격적인 반영 예상. 한편 중국 아연 정광 Spot TC는 최근 95달러/톤까지 회복한 반면 연 정광 Spot TC는 마이너스 기록 중. 금속 매출은 100% 환율에 노출되어 있으며 주요 원재료인 정광은 전량 수입에 의존. 원화 강세 흐름은 단기적으로 부담.

'25년 자기주식 소각으로 총주주환원을 상승 전망

'23년 11월 이후 공개매수 포함 총 4번의 자기주식 취득과 2번의 소각 시행('25년 연말까지). '25년 하반기에 진행될 소각(6,9,12월) 물량은 공개매수에 따라 취득한 주식으로 취득 금액은 1.8조원 수준. 총주주환원을 '22년 51%, '23년 57%, '24년 231%, '25년(E) 297% 전망. 자기주식 소각 규모를 감안할 시 '25년 DPS는 15,000원으로 추정.

현재 진행 중인 경영권 분쟁에 따라 합리적으로 추정 가능한 요인 외에 아직 그 외 부분이 주가에 영향을 미치고 있다고 판단되는 바 동사에 대한 투자 의견은 N/R로 제시.



이현수 철강/비철금속
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

NOT RATED (I)

목표주가 -원 (I)

직전 목표주가 -원

현재주가 (7/9) 853,000원

상승여력 -

시가총액	170,799억원
총발행주식수	18,663,253주
60일 평균 거래대금	187억원
60일 평균 거래량	23,690주
52주 고/저	2,000,000원 / 454,500원
외인지분율	12.31%
배당수익률	1.74%
주요주주	와이피씨 외 9인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	10.8	30.6	60.3
상대	1.0	(4.4)	46.7
절대 (달러환산)	9.3	41.0	61.1

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,759	22.9	-1.9	3,697	1.7
영업이익	270	0.4	-0.5	283	-4.5
세전계속사업이익	251	0.2	5.2	-	-
지배순이익	188	6.3	15.6	148	27.1
영업이익률 (%)	7.2	-1.6 %pt	+0.1 %pt	7.6	-0.4 %pt
지배순이익률 (%)	5.0	-0.8 %pt	+0.8 %pt	4.0	+1.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	9,705	12,053	15,126	15,675
영업이익	660	723	1,060	1,116
지배순이익	527	191	702	761
PER	19.6	70.8	24.6	22.0
PBR	1.1	1.6	2.0	1.9
EV/EBITDA	9.7	15.1	13.9	13.1
ROE	5.7	2.3	9.4	9.7

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

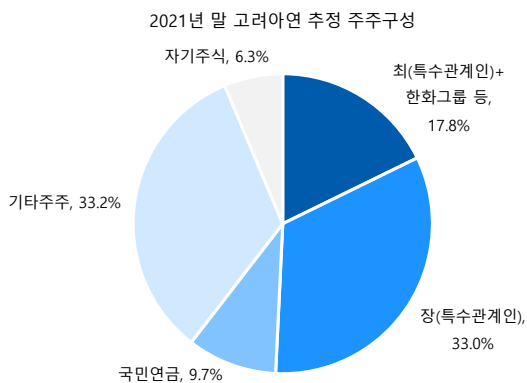
I. 지분은 장형진 측, 이사회는 최윤범 측

'25년, 양 측 모두 추가 지분 매입은 나타나고 있지 않아

현 시점(7/9일)까지 파악된 바에 따르면 양 측 모두 '25년에는 고려아연 주식을 추가적으로 매입하는 모습은 나타나고 있지 않다.

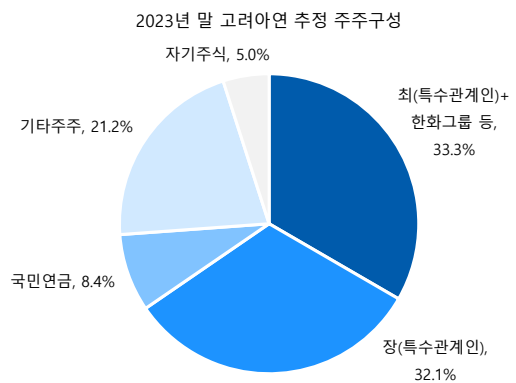
당사 추정 '21년 말 장형진 측과 최윤범 측+한화그룹 등의 고려아연 지분율은 각각 33.0%, 17.8%이었으나 '23년 말은 각각 32.1%, 33.3%로 최윤범 측+한화그룹 등의 지분율이 높게 나타났다.

[그림-1] 2021년 말 고려아연 추정 주주구성



자료: Dart, 유안타증권 추정 / 주: 확인 가능한 것만 양측에 포함. 나머지는 기타주주로 분류

[그림-2] 2023년 말 고려아연 추정 주주구성



자료: Dart, 유안타증권 추정 / 주: 확인 가능한 것만 양측에 포함. 나머지는 기타주주로 분류

'22~'23년 유상증자 및 자기주식 처분을 통해 한화그룹, 현대차그룹, LG그룹 등의 지분 취득이 있었으며 이 과정을 통해 '23년 말 최윤범 측+한화그룹 등의 지분율이 크게 증가한 것으로 파악된다.

한화그룹, 현대차그룹, LG그룹 등이 공식적으로 최윤범 측을 지지한다는 입장을 표명한 적은 없으나 해당 그룹들이 고려아연의 자기주식 처분에 따른 지분 취득 또는 유상증자에 참여한 바 다수의 시장 관계자들은 해당 그룹들을 최윤범 측 우호 세력으로 분류하고 있다.

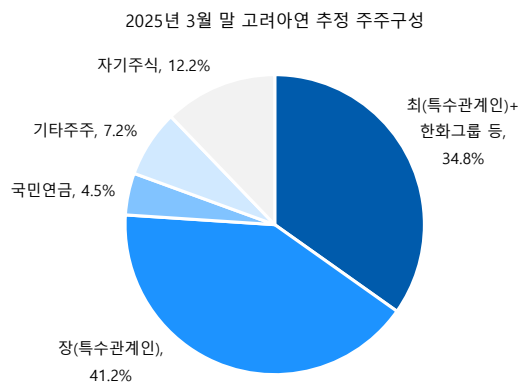
이 밖에도 최윤범 측 우호 세력으로 구분됐던 한국투자증권과 한국타이어테크놀로지는 4Q24 보유 중인 고려아연 주식 전부를 처분한 것으로 파악된다.

현대차그룹은 고려아연 기타비상무이사였던 김우주 이사가 '24년 12월 사임하며 고려아연과 거리를 둔다는 시각도 있으나 이 역시 공식적인 입장은 없었기에 앞서 언급한 바와 같이 여전히 적지 않은 시장 관계자들은 현대차그룹을 최윤범 측 우호 세력으로 간주하는 모양새다.

'24년 9월 영풍과 한국기업투자홀딩스(MBK파트너스)가 고려아연에 대해 공개매수를 알리며 장형진 측과 최윤범 측의 지분 경쟁은 시작됐으며 '24년 양 측의 공개매수 이후 '24년 말 장형진 측과 최윤범 측+한화그룹 등의 고려아연 지분율은 각각 41.2%, 34.7%로 추정된다.

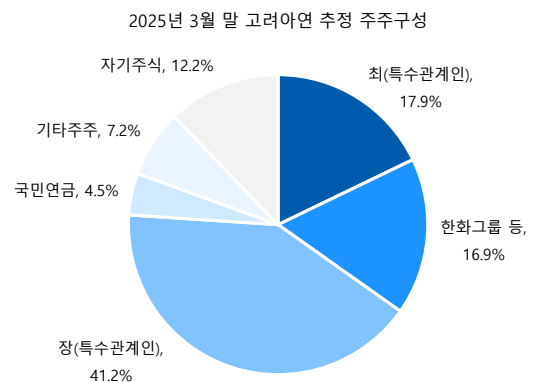
'25년 3월 말 기준으로 '24년 말과 양 측의 지분율은 큰 변화가 없는 것으로 관측된다. '25년 3월 말 자기주식을 제외한 양측의 지분율은 47.0%(장형진 측), 39.6%(최윤범 측)으로 계산된다.

[그림-3] 2025년 3월 말 고려아연 추정 주주구성 I



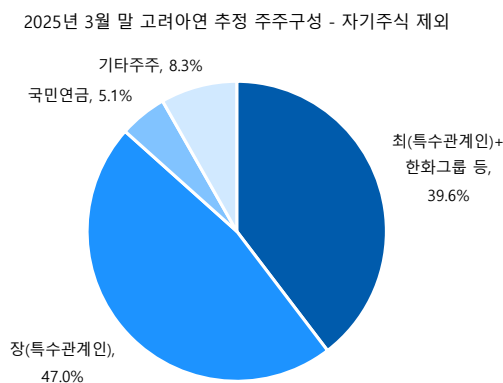
자료: Dart, 유안타증권 추정 / 주: 확인 가능한 것만 양측에 포함. 나머지는 기타주주로 분류

[그림-4] 2025년 3월 말 고려아연 추정 주주구성 II



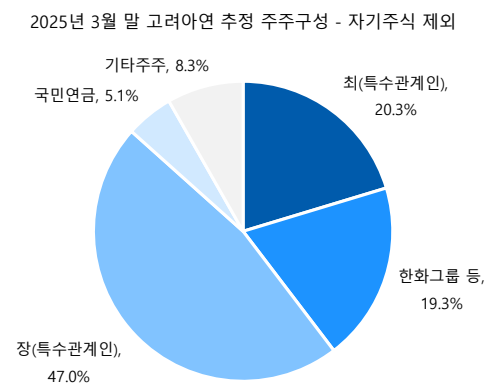
자료: Dart, 유안타증권 추정 / 주: 확인 가능한 것만 양측에 포함. 나머지는 기타주주로 분류

[그림-5] 2025년 3월 말 고려아연 추정 주주구성 I - 자기주식 제외



자료: Dart, 유안타증권 추정 / 주: 확인 가능한 것만 양측에 포함. 나머지는 기타주주로 분류

[그림-6] 2025년 3월 말 고려아연 추정 주주구성 II - 자기주식 제외



자료: Dart, 유안타증권 추정 / 주: 확인 가능한 것만 양측에 포함. 나머지는 기타주주로 분류

현 시점(25년 3월 말)에서 지분율은 장형진 측이 더 높게 나타나고 있으나 이사회의 상황은 그렇지 아니하다.

지난 3월 정기 주주총회에서 이사회의 이사 수를 19명으로 제한하는 안건이 통과되고 선임 이사가 선출된 바 있다.

19명 중 15명은 최윤범 측, 4명은 장형진 측으로 분류되고 있다. 다만 최윤범 측 이사 중 4명은 직무집행정지 관련 소송이 진행 중으로 본안판결 확정시까지의 직무집행이 정지된 상황이다. 즉, 직무집행이 정지된 4명을 제외한 15명 중 최윤범 측은 11명, 장형진 측은 4명이라 할 수 있다.

추가적인 이사 선임이 어려운 가운데 이사의 해임은 주주총회 특별결의(출석한 주주의 의결권 2/3 이상 찬성 및 발행주식총수의 1/3 이상 찬성) 사안으로 양측 모두 상대방 측 이사를 해임시키기는 쉽지 않은 여건이다.

[표-1] 고려아연 이사회

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

자료: 유안타증권 정리 / 주: 이상훈, 이형규, 김경원, 이재용 등 4명은 직무집행정지 관련 소송 진행 중. 2025년 3월 말 기준

'26년 3월 임기가 만료되는 이사는 총 6명으로 최윤범 측 5명, 장형진 측 1명이다. 6명의 임기가 남아있는 기간은 약 8개월 정도로 해당 기간 동안에는 최윤범 측이 이사회에 대한 우위를 점유하게 된다.

현 시점에서는 어느 한 측이 완벽하게 경영권을 확보했다고 보기 어려우며 양측 간 수 개의 소송이 진행되고 있는 만큼 그 결과들이 최종적으로 확정되어야 할 것으로 판단된다.

따라서 경영권 분쟁은 양측의 결단에 따라 짧게는 수 개월만에 종료될 수도 있으나 그렇지 않을 경우 그 보다 훨씬 긴 기간동안 이어질 개연성이 있다고 사료된다.

한편, 영풍 특수관계자인 한국기업투자홀딩스의 고려아연 보유 주식수는 '25년 3월 말 기준 1,676,231주로 파악되며 평균 취득단가는 934,093원으로 계산된다.

II. 영향력 커진 귀금속과 희소금속

1Q25 매출액, 은>아연, 금>연

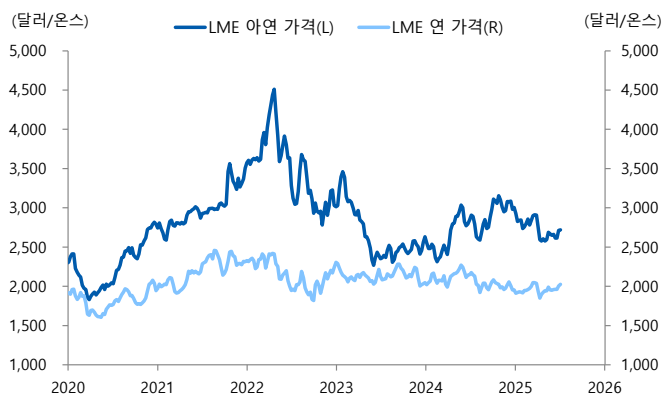
고려아연(별도) 매출은 크게 기초금속(아연, 연, 동), 귀금속(금, 은), 희소금속(인듐 등)으로 나뉘어져 있다.

기업명에서도 알 수 있듯이 아연은 고려아연을 대표하는 품목이라 할 수 있으며 연은 국내 유일의 연(Primary Lead) 제련업체로 기초금속의 한 축을 차지하고 있다.

귀금속과 희소금속은 흔히 이야기하는 부산물로 아연 정광과 연 정광을 제련하는 과정에서 부가적으로 발생하는 품목이라 할 수 있다.

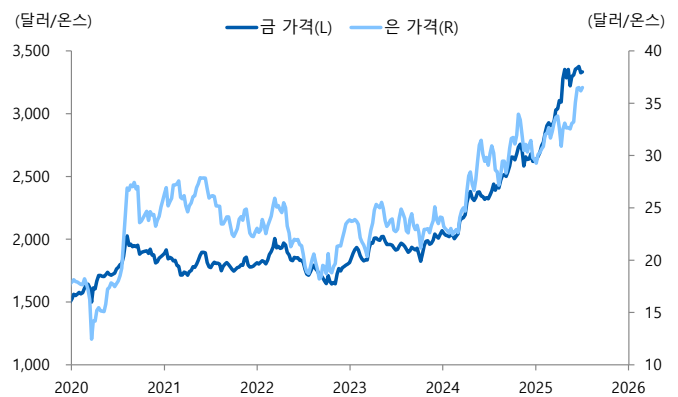
여전히 아연과 연이 매출에서 차지하는 비중은 작지 않으나 최근 기초금속 대비 귀금속 및 희소금속 가격이 상대적으로 많이 상승하며 매출에서 차지하는 비중의 변화가 나타나고 있다.

[그림-7] LME 아연 및 연 가격



자료: Bloomberg

[그림-8] 금 및 은 가격



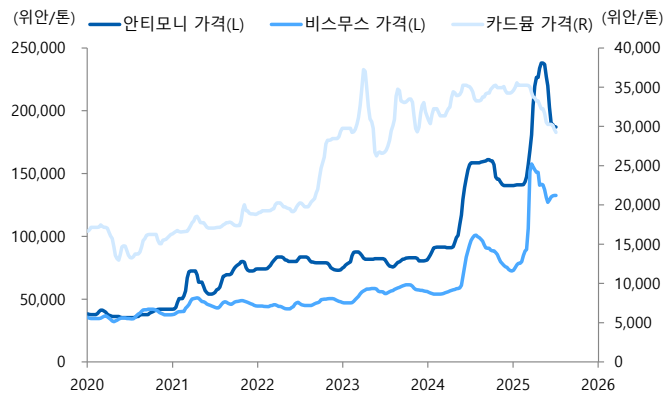
자료: Bloomberg

귀금속은 '22년 초 이후 실질금리가 상승하고 하반기부터는 인플레이션 또한 둔화되었음에도 불구하고 '23년 이후 상승 추세가 이어지고 있다.

이는 지정학적 리스크와 각 국가들의 보호무역주의로 인한 관세 부과 등이 투자자들로 하여금 안전자산인 귀금속에 대한 수요를 발생시킨 것으로 판단된다.

희소금속은 '24년 중국 정부의 수출 통제 강화 속 안티모니 등의 가격이 크게 상승했으며 '25년 1분기에는 미국과 중국의 관세 분쟁이 더 심화되어 가격이 가파르게 올랐다.

[그림-9] 안티모니, 비스무스, 카드뮴 가격



자료: Bloomberg / 주: 중국 가격

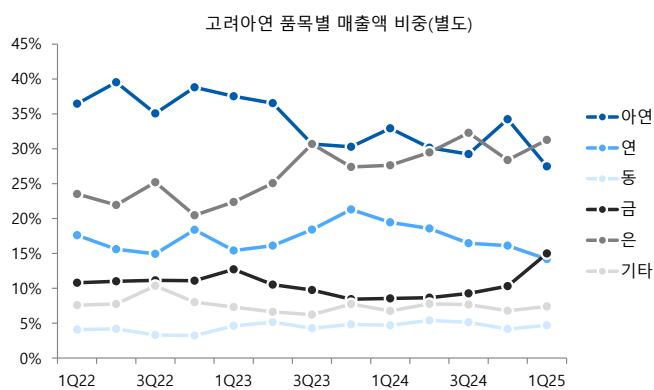
[그림-10] 인듐 및 텔루륨 가격



자료: Bloomberg / 주: 중국 가격

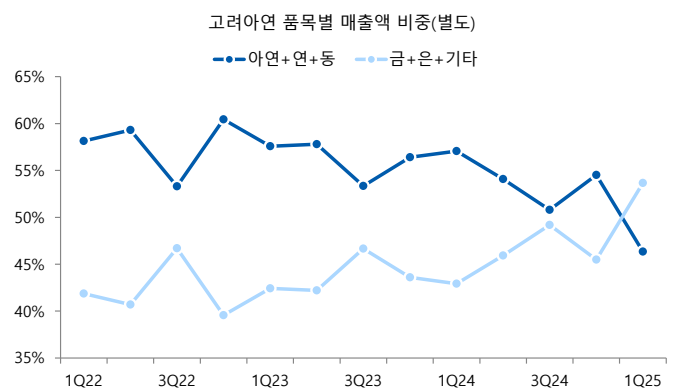
이렇게 고려아연이 생산 및 판매하는 품목 간 가격 흐름이 변화하며 1Q25 매출액 기준 은 매출액은 아연 매출액을, 금 매출액은 연 매출액을 상회했다. 또한, 귀금속과 희소금속 매출 등의 합이 기초금속(아연, 연, 동)의 매출액을 넘어섰다.

[그림-11] 고려아연 품목별 매출액 비중(별도) I



자료: 고려아연

[그림-12] 고려아연 품목별 매출액 비중(별도) II



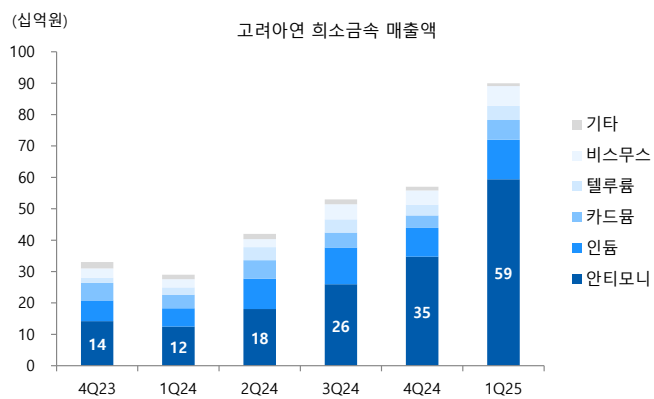
자료: 고려아연

고려아연과 같은 제련업체에게 희소금속은 기초금속 및 귀금속과는 다른 수익 체계를 지니고 있다.

기초금속과 귀금속은 품위 및 금속 가격이 아연 정광과 연 정광 구매 금액에 반영되지만 다수의 희소금속은 그렇지 않아 생산하는 과정에서 발생하는 비용이 원가의 대부분으로 추정된다.

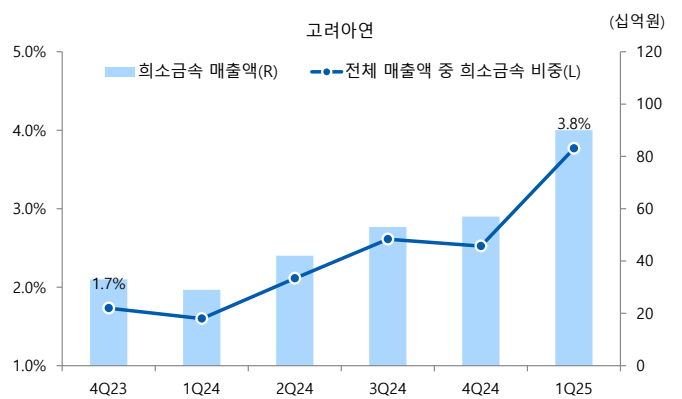
따라서 희소금속 가격 상승은 고스란히 고려아연 수익으로 이어져 더 높은 이익률을 가져갈 수 있다. 1Q25 희소금속 매출총이익률이 80%에 달할 수 있는 이유가 이 부분에 있다.

[그림-13] 고려아연 주요 희소금속 매출액(별도)



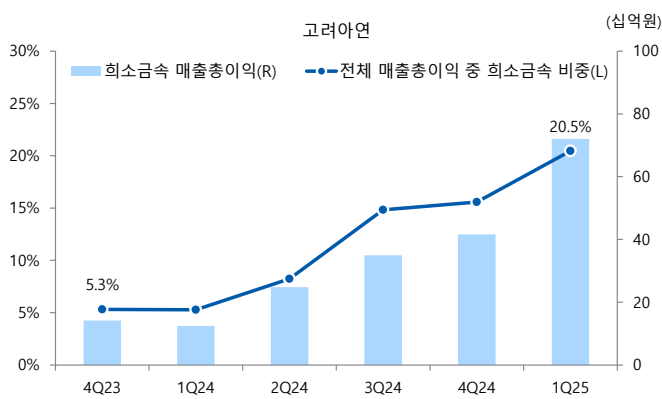
자료: 고려아연

[그림-14] 고려아연 희소금속 매출액 및 비중(별도)



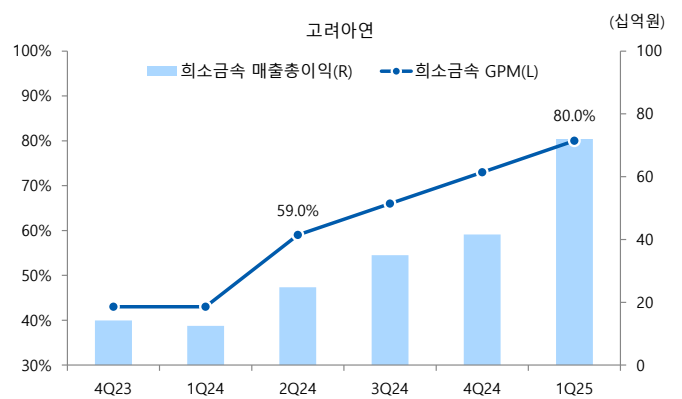
자료: 고려아연

[그림-15] 고려아연 희소금속 매출총이익 및 비중(별도)



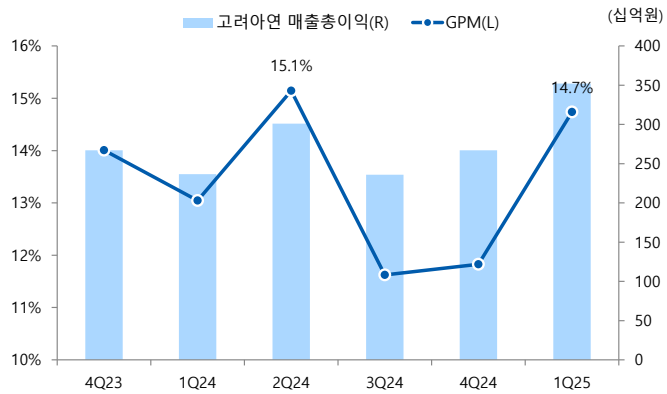
자료: 고려아연

[그림-16] 고려아연 희소금속 매출총이익 및 GPM(별도)



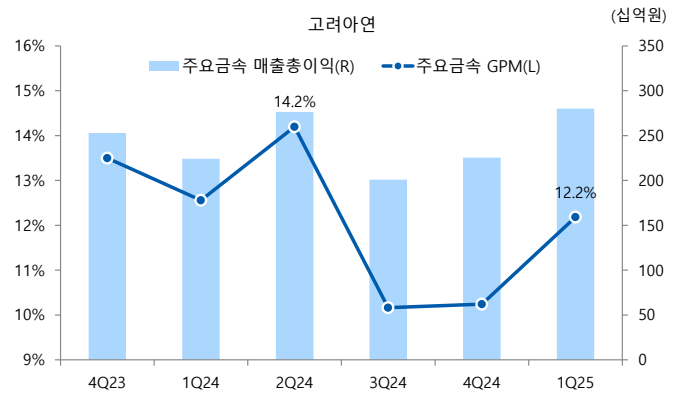
자료: 고려아연

[그림-17] 고려아연 매출총이익 및 GPM(별도)



자료: Bloomberg

[그림-18] 고려아연 주요금속 매출총이익 및 GPM(별도)



자료: Bloomberg

이와 같이 희소금속이 실적에 미치는 영향력이 짧은 기간 안에 상당한 수준으로 커진 것은 사실이나 2Q25 미국과 중국의 관세 협상이 한시적이기는 하지만 잠정적으로 타결되며 희소금속 가격이 2Q25 이후에는 전반적으로 약세를 나타내고 있다.

2Q25까지는 높은 수준의 희소금속 가격이 수익성에 긍정적 영향을 미칠 것으로 사료되나 하반기에는 상반기 대비 상대적으로 낮은 이익률을 시현할 것으로 전망된다.

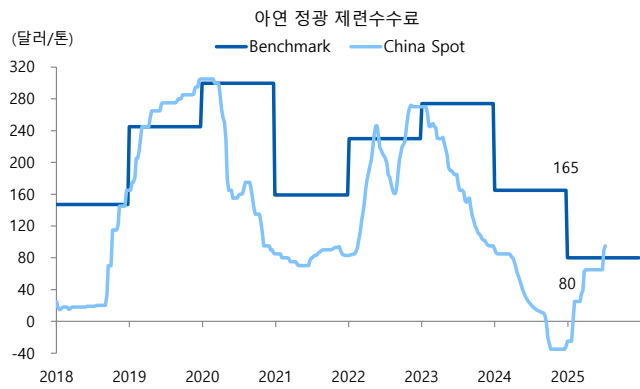
III. 낮아진 제련수수료 & 원화 강세는 부담

'25년 Benchmark TC, 2Q 부터 본격 반영 예상

'25년 아연 정광 BM TC는 전년 165달러/톤에서 80달러/톤으로, 연 정광 BM TC는 전년 98달러/톤에서 45달러/톤으로 각각 -52%, -54% 하락한 것으로 파악된다.

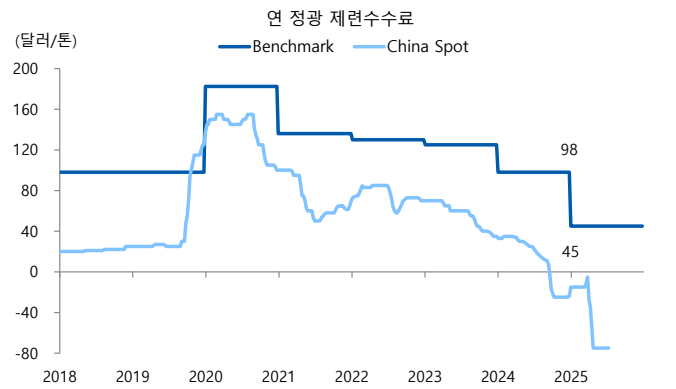
아연 및 연 정광 BM TC 모두 2Q가 시작하는 시점에 협상이 타결된 것으로 관측되어 그 영향 역시 2Q부터 본격적인 반영이 예상된다.

[그림-19] 아연 정광 제련수수료



자료: Bloomberg

[그림-20] 연 정광 제련수수료



자료: Bloomberg

아연의 경우 Payable ratio가 85% 수준이나 연은 95%에 달할 것으로 추정되는 바 Free Metal 비중이 상대적으로 낮은 연의 수익성이 더 악화됐을 것으로 판단된다.

아연 정광 Spot TC는 최근 95달러/톤까지 회복하여 Spot성 정광 구매에 대한 부담은 점차 낮아질 것으로 예상되나 연 정광 Spot TC는 마이너스를 기록 중이다.

물론 연 정광의 경우 아연 정광 대비 귀금속 및 희소금속 함유 비중이 높아 이 부분에서 수익성을 만회할 수 있으나 연이라고 하는 기초금속만 생각한다면 수익성이 낮아진 것은 분명해 보인다.

하반기는 상반기 대비 귀금속 및 희소금속의 매출 및 이익 비중이 더 높아질 것으로 전망되며 반대로 기초금속의 매출 및 이익 비중은 더 낮아질 것으로 예상된다.

원/달러 환율 흐름도 하반기 실적에 다소 부담스러운 상황이다.

'25년 1~4월, 월 평균 환율은 1,450원/달러 내외를 기록했지만 4월 중순 이후 원화 강세가 진행되며 5월 중순 이후에는 1,400원/달러를 하회하기 시작했다.

이에 따라 5월 1,391원/달러, 6월 1,365원/달러를 나타냈다. 동사의 매출은 내수와 수출 모두 환율 영향을 받고 있어 원화 강세는 매출액 감소 요인으로 작용한다.

또한 원가 측면에서는 매출에 적용되는 원/달러 환율 대비 정광 매입 시기의 환율이 더 높은 위치를 보일 것으로 추정되어 매출원가 측면에서는 불리하게 작용될 수 있다.

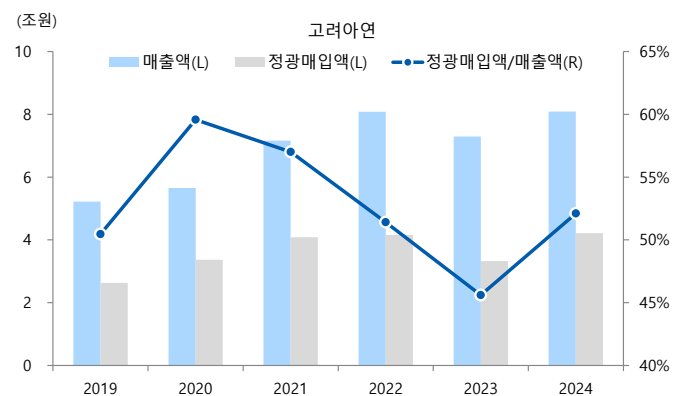
1년 이상의 장기적인 측면에서 환율의 움직임은 중립적인 영향을 미치나 분기 또는 반기의 경우 수익성에 영향을 줄 수밖에 없으며 2Q25 진행된 원화 강세는 하반기 수익성에는 부담이 될 것으로 사료된다.

[그림-21] 원/달러 환율



자료: Bloomberg

[그림-22] 고려아연 매출액 및 정광매입액(별도)



자료: Bloomberg

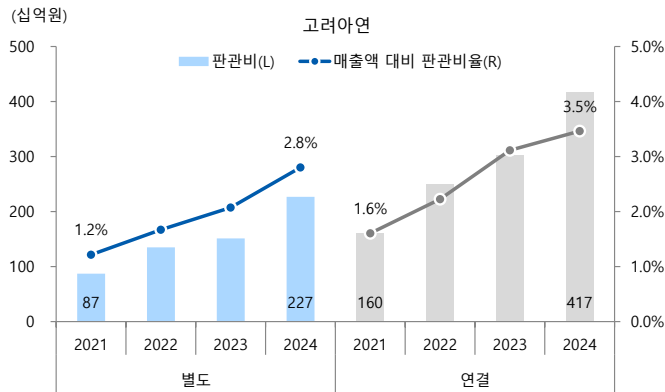
IV. 높아진 판매관리비율, 다소 안정세

사업 확대에 따른 비용 증가 추정

고려아연 별도 판매관리비율(판매관리비/매출액)은 '17~'22년 1%대를 유지했으나 '23년은 2.1%, '24년은 2.8% 상승했다. 본사에서 추진하고 있는 신사업 등과 함께 자회사에서 진행하고 사업을 관리하기 위한 인력 충원 등이 판매관리비율의 상승으로 이어졌다는 판단이다.

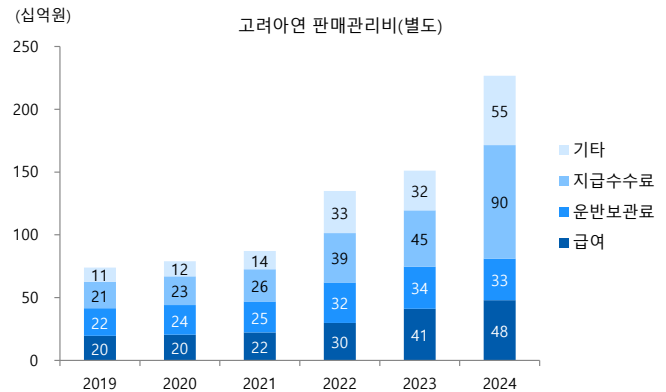
같은 시기 연결 판매관리비율은 1%대 중반에서 2%대 초반을 나타냈으나 '23년은 3.1%, '24년은 3.5%까지 상승했다. '21년 대비 '24년 연결 판매관리비율이 별도 대비 더 큰 폭으로 상승한 이유는 해당 기간 종속회사 수가 증가하며 영향을 준 것으로 추정된다.

[그림-23] 고려아연 판매관리비율



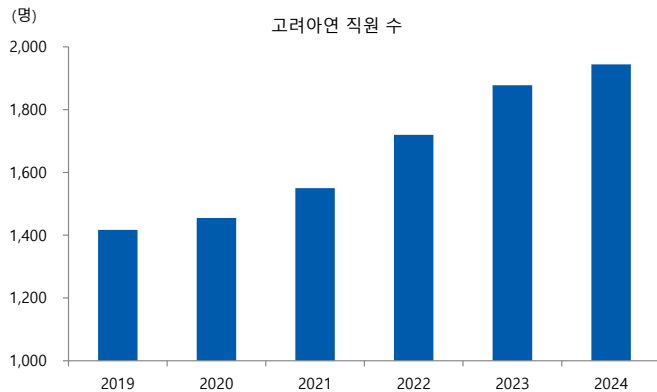
자료: 고려아연

[그림-24] 고려아연 판매관리비(별도)



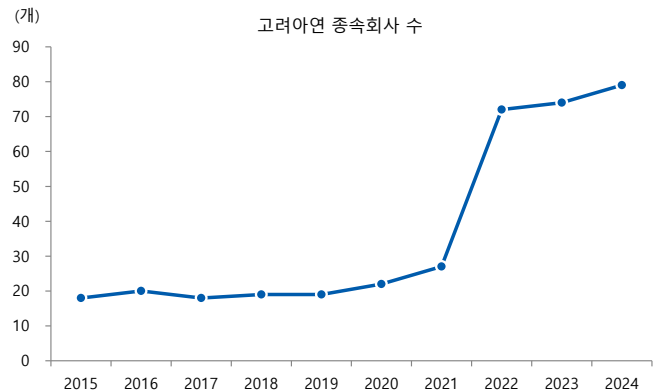
자료: 고려아연

[그림-25] 고려아연 직원 수



자료: 고려아연

[그림-26] 고려아연 종속회사 수



자료: 고려아연

판매관리비율은 고정비성 비용은 유지되는 가운데 매출액이 감소하며 상승할 수도 있지만 고려아연은 전반적으로 판매관리비가 증가함에 따른 것으로 관측된다.

다만 1Q25 별도 판매관리비율은 3.3%를 기록하며 전년동기비 +0.8%p 상승했으나 연결 판매관리비율은 3.5%를 기록하며 1Q24(3.4%)와 유사한 수준을 보여 상대적으로 안정된 모습을 나타냈다.

향후 판매관리비율을 안정적으로 유지할 수 있는지 여부도 동사의 수익성에 영향을 미칠 것으로 사료된다.

V. '25년 자기주식 소각으로 총주주환원율 상승 전망

4번의 취득, 2번의 소각

고려아연은 '23년 11월을 시작으로 '24년 10월 공개매수까지 총 4번의 자기주식을 취득했다.

'23년 11월~'24년 3월까지 취득한 약 1,000억원 규모의 자기주식은 '24년 5월 전부 소각했으며 '24년 10월 취득한 약 1.8조원 규모의 자기주식 역시 올해 내로 세 차례에 걸쳐 소각할 예정이며 그 중 1/3에 대해서는 이미 6월에 소각한 것으로 파악된다.

'24년 5월과 8월에 취득한 자기주식에 대해서는 아직 공식적인 처분 계획을 밝히지는 않았지만 취득 당시 목적에 '소각'을 언급한 점을 감안하면 향후 이 역시 소각 가능성이 있다고 판단한다.

[표-2] 고려아연 자기주식 취득 및 소각

	구분	방법	시작	종료	주식수 (주)	금액 (백만원)	단가 (원/주)	목적
1	취득	신탁	23년 11월	24년 3월	205,305	99,046	482,435	주주가치 제고 (주식소각)
	소각		24년 5월		-205,305	-	-	
2	취득	신탁	24년 5월	24년 7월	289,703	149,587	516,344	주식소각 및 임직원 평가보상 등
3	취득	신탁	24년 8월	24년 9월	209,993	112,506	535,758	소각 등을 포함한 주주가치 제고
4	취득	공개매수	24년 10월	24년 10월	2,040,030	1,815,627	890,000	자기주식 공개매수를 통한 주가안정
	소각		25년 6월		-680,010	-	-	기업가치 제고 및 주주 권익 보호
	소각예정		25년 9월		-680,010	-	-	(주식소각)
	소각예정		25년 12월		-680,010	-	-	

자료: 유안타증권 정리

고려아연은 '23년 2월 '주주가치제고를 위한 중장기 배당정책 수립' 공시에서 '23~'25년 별도실적 기준 배당성향 30% 이상 유지 목표를 밝힌 바 있으며 '24년 10월에는 '기업가치 제고 계획' 공시를 통해 3년('24~'26년) 평균 총주주환원율(이하 연결기준) 최소 40% 이상을 하겠다고 언급했다.

지난 2월에는 '24년 연간 실적발표 자료에서 '25~'27년, 3년 평균 총주주환원율 40% 이상 유지를 목표하겠다고 다시 한번 업데이트 한 바 있다.

'3년 평균 40% 이상' 이라는 표현을 그대로 받아드릴 경우 특정 연도가 40%를 하회하더라도 평균은 40%를 넘기겠다고 해석이 될 수 있지만 매년 40%를 넘길 수 있도록 노력하겠다는 뜻으로 전해질 수도 있다고 판단된다. 그렇지만 해석의 영역이기에 단언할 수는 없다.

'23년 배당성향(별도)은 '22년 대비 하락했지만 30%를 상회했으며 '24년 배당성향(별도)은 80%로 전년 수준을 크게 넘어섰다.

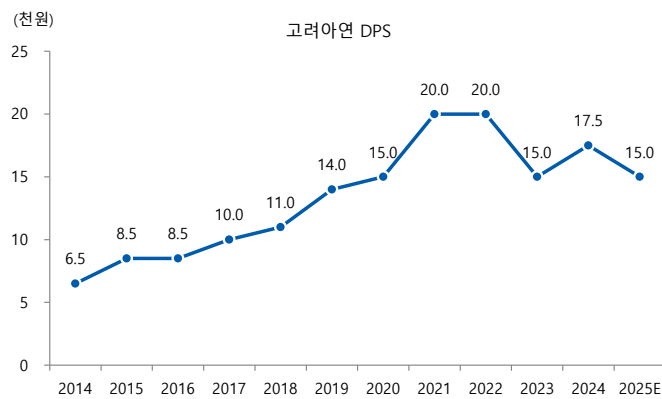
총주주환원율은 '23년 57%에서 '24년 231%에 급등했다. 이는 1,000억원 규모의 자기주식 소각에 따른 것으로 당사는 총주주환원율 계산 시 자기주식 소각은 완료 시점에 반영했다.

'25년은 약 1.8조원 수준의 자기주식 소각이 예정되어 있는 바 총주주환원율은 '24년을 웃돌 것으로 추정된다.

자기주식 소각 규모를 감안할 경우 배당을 하지 않아도 총주주환원율은 40%를 크게 상회하고 전년보다 더 높을 것이 확실시되지만 배당을 실시하지 않을 가능성은 낮아 보인다. 배당과 자기주식 소각 모두 주주가치제고를 위한 것이지만 배당은 보다 직접적인 수단이기 때문이다.

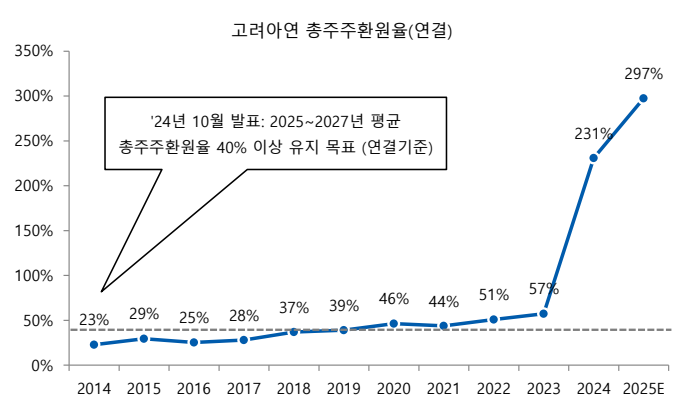
당사는 고려아연의 '25년 DPS를 15,000원으로 추정하나 하반기 예정된 자기주식 소각 규모를 감안할 경우 그 이하가 될 가능성도 배제할 수 없다는 판단이다.

[그림-27] 고려아연 DPS



자료: 유안타증권 추정

[그림-28] 고려아연 총주주환원율(연결)



자료: 유안타증권 추정

[표-3] 고려아연 실적 추정

(단위: 십억원)

		2024	2025E	YoY	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	QoQ	YoY	3Q25E	4Q25E
원/달러	3개월 전	1,345	1,399	4.0%	1,350	1,321	1,330	1,371	1,356	1,399	1,463	4.5%	10.0%	1,384	1,350
	당월	1,364	1,387	1.6%	1,350	1,330	1,371	1,356	1,399	1,463	1,384	-5.4%	0.9%	1,350	1,350
금속가격	아연	2,733	2,774	1.5%	2,815	2,459	2,720	2,767	2,986	2,884	2,716	-5.8%	-0.1%	2,699	2,797
(전월)	연	2,073	1,995	-3.8%	2,073	2,066	2,136	2,083	2,008	1,956	1,965	0.4%	-8.0%	2,000	2,060
(달러/톤)	동	9,102	9,680	6.3%	10,126	8,350	9,434	9,335	9,290	9,080	9,481	4.4%	0.5%	9,966	10,194
(달러/온스)	금	2,337	3,138	34.3%	3,351	2,031	2,283	2,398	2,638	2,749	3,167	15.2%	38.7%	3,330	3,308
	은	27.7	34.0	22.7%	36.4	23.2	27.2	29.3	31.2	31.0	32.8	5.9%	20.6%	36.1	36.2
금속가격	아연	2,777	2,756	-0.8%	2,815	2,446	2,836	2,780	3,048	2,835	2,639	-6.9%	-6.9%	2,743	2,806
(당월)	연	2,070	2,002	-3.3%	2,073	2,075	2,167	2,035	2,004	1,970	1,946	-1.2%	-10.2%	2,026	2,066
(달러/톤)	동	9,145	9,781	7.0%	10,126	8,447	9,754	9,205	9,175	9,353	9,514	1.7%	-2.5%	10,097	10,160
(달러/온스)	금	2,388	3,198	33.9%	3,351	2,074	2,338	2,479	2,660	2,865	3,289	14.8%	40.7%	3,308	3,329
	은	28.3	34.5	22.1%	36.4	23.4	28.9	29.5	31.3	31.9	33.7	5.6%	16.8%	36.1	36.3
매출액		12,053	15,126	25.5%	15,675	2,375	3,058	3,207	3,413	3,833	3,759	-1.9%	22.9%	3,716	3,818
	비철금속 제조	9,424	11,219	19.0%	11,796	2,083	2,348	2,416	2,577	2,864	2,772	-3.2%	18.1%	2,738	2,844
	(별도)	8,089	9,299	15.0%	9,844	1,814	1,988	2,029	2,258	2,389	2,299	-3.7%	15.7%	2,257	2,354
	(별도 외)	1,335	1,920	43.8%	1,952	270	360	387	319	475	473	-0.5%	31.5%	481	490
	그 외 사업부문	3,182	4,680	47.1%	4,683	362	846	948	1,026	1,163	1,175	1.0%	38.9%	1,169	1,172
	(연결조정 등)	-554	-773	-	-804	-70	-136	-158	-191	-195	-188	-	-	-191	-199
영업이익		723	1,060	46.5%	1,116	185	269	150	120	271	270	-0.5%	0.4%	259	260
	이익률	6.0%	7.0%	1.0%p	7.1%	7.8%	8.8%	4.7%	3.5%	7.1%	7.2%	0.1%p	-1.6%p	7.0%	6.8%
	비철금속 제조	740	1,034	39.8%	1,091	192	263	155	130	266	262	-1.4%	-0.1%	252	254
	(OPM)	7.8%	9.2%	1.4%p	9.2%	9.2%	11.2%	6.4%	5.1%	9.3%	9.5%	0.2%p	-1.7%p	9.2%	8.9%
	(별도)	814	1,032	26.8%	1,074	191	257	179	187	273	260	-4.7%	1.0%	249	251
	(OPM)	10.1%	11.1%	1.0%p	10.9%	10.5%	12.9%	8.8%	8.3%	11.4%	11.3%	-0.1%p	-1.6%p	11.0%	10.6%
	(별도 외)	-74	2	흑전	17	1	5	-24	-56	-7	2	흑전	-56.4%	3	3
	(OPM)	-5.6%	0.1%	5.6%p	0.9%	0.4%	1.4%	-6.3%	-17.6%	-1.4%	0.5%	1.9%p	-1.0%p	0.6%	0.6%
	그 외 사업부문	-9	27	흑전	27	-4	9	-7	-7	7	7	1.0%	-23.1%	7	7
	(OPM)	-0.3%	0.6%	0.9%p	0.6%	-1.1%	1.0%	-0.8%	-0.7%	0.6%	0.6%	0.0%p	-0.5%p	0.6%	0.6%
	(연결조정 등)	-7	-1	-	-2	-3	-3	2	-3	-2	1	-	-	0	0
세전이익		293	961	228.5%	1,020	153	251	219	-330	239	251	5.2%	0.2%	240	231
	이익률	2.4%	6.4%	3.9%p	6.5%	6.4%	8.2%	6.8%	-9.7%	6.2%	6.7%	0.5%p	-1.5%p	6.5%	6.1%
지배순이익		191	702	267.8%	761	107	177	156	-249	163	188	15.6%	6.3%	179	173
	이익률	1.6%	4.6%	3.1%p	4.9%	4.5%	5.8%	4.9%	-7.3%	4.2%	5.0%	0.8%p	-0.8%p	4.8%	4.5%

자료: 유안타증권, 주: 부문별 수치는 연결조정 전 기준

고려아연 (010130) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,705	12,053	15,126	15,675	16,152
매출원가	8,743	10,912	13,530	14,003	14,383
매출총이익	962	1,141	1,596	1,672	1,769
판매비	302	417	535	557	573
영업이익	660	723	1,060	1,116	1,195
EBITDA	979	1,076	1,462	1,583	1,716
영업외손익	68	-431	-99	-96	-93
외환관련손익	-16	-174	-92	64	64
이자손익	32	-36	-115	-106	-113
관계기업관련손익	-29	-111	-20	-20	-20
기타	80	-110	127	-34	-24
법인세비용차감전순이익	728	293	961	1,020	1,103
법인세비용	195	98	264	265	287
계속사업순이익	533	195	697	755	816
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	533	195	697	755	816
지배지분순이익	527	191	702	761	823
포괄순이익	460	394	722	755	816
지배지분포괄이익	454	384	723	756	817

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	821	516	2,621	3,119	3,314
당기순이익	533	195	697	755	816
감가상각비	312	340	389	455	509
외환손익	-16	128	117	-64	-64
중속, 관계기업관련손익	29	111	20	20	20
자산부채의 증감	239	-458	1,174	1,712	1,792
기타현금흐름	-276	201	224	241	241
투자활동 현금흐름	-622	-1,355	-261	-1,001	-1,007
투자자산	-195	-288	-5	0	-1
유형자산 증가 (CAPEX)	-419	-1,113	-916	-1,000	-1,000
유형자산 감소	3	1	0	0	0
기타현금흐름	-12	45	660	-1	-6
재무활동 현금흐름	-316	1,098	-149	-153	85
단기차입금	-167	2,749	-204	301	403
사채 및 장기차입금	89	1,291	81	0	0
자본	541	-3	0	0	0
현금배당	-599	-315	-3	-454	-318
기타현금흐름	-179	-2,624	-24	0	0
연결범위변동 등 기타	13	-42	-2,193	-2,011	-2,016
현금의 증감	-104	217	17	-45	376
기초 현금	781	677	894	911	866
기말 현금	677	894	911	866	1,241
NOPLAT	660	723	1,060	1,116	1,195
FCF	402	-597	1,705	2,119	2,314

자료: 유안타증권

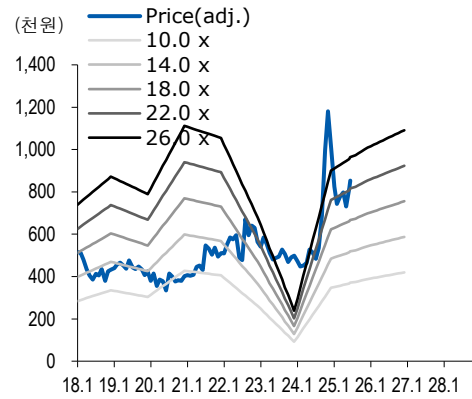
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	5,572	7,567	7,069	7,202	7,654
현금및현금성자산	677	894	911	866	1,241
매출채권 및 기타채권	591	864	918	952	964
재고자산	2,638	3,780	3,890	4,033	4,082
비유동자산	6,474	7,225	7,860	8,393	8,873
유형자산	3,869	4,819	5,358	5,903	6,394
관계기업 등 지분관련 자산	491	335	333	333	333
기타투자자산	1,030	729	824	825	825
자산총계	12,046	14,792	14,928	15,595	16,527
유동부채	1,903	6,366	5,683	6,050	6,478
매입채무 및 기타채무	1,061	1,844	1,737	1,800	1,822
단기차입금	619	3,320	3,094	3,394	3,794
유동성장기부채	74	26	332	332	332
비유동부채	501	831	1,310	1,311	1,316
장기차입금	165	480	256	256	256
사채	4	0	700	700	700
부채총계	2,404	7,197	6,994	7,360	7,794
지배지분	9,390	7,334	7,683	7,990	8,494
자본금	105	105	105	105	105
자본잉여금	1,622	1,619	1,619	1,619	1,619
이익잉여금	7,843	7,601	7,870	8,177	8,682
비지배지분	252	262	252	245	238
자본총계	9,642	7,595	7,934	8,235	8,733
순차입금	-1,066	2,425	3,000	3,346	3,367
총차입금	1,044	5,084	4,961	5,263	5,666

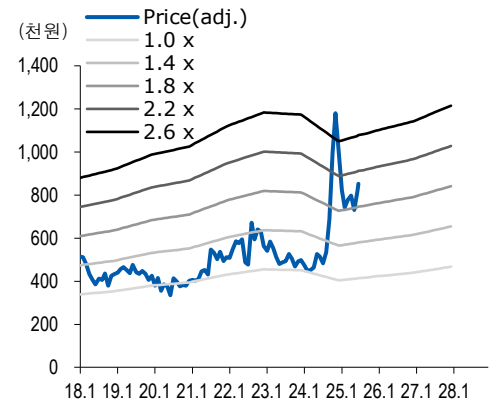
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	26,127	9,190	34,634	38,808	41,964
BPS	451,351	403,756	422,655	439,526	467,302
EBITDAPS	48,506	51,801	72,088	80,706	87,486
SPS	480,872	580,162	745,973	799,249	823,535
DPS	15,000	17,500	15,000	17,500	20,000
PER	19.6	70.8	24.6	22.0	20.3
PBR	1.1	1.6	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	9.7	15.1	13.9	13.1	12.1
PSR	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-13.5	24.2	25.5	3.6	3.0
영업이익 증가율 (%)	-28.2	9.6	46.5	5.3	7.1
지배순이익 증가율 (%)	-32.5	-63.8	267.8	8.4	8.1
매출총이익률 (%)	9.9	9.5	10.5	10.7	11.0
영업이익률 (%)	6.8	6.0	7.0	7.1	7.4
지배순이익률 (%)	5.4	1.6	4.6	4.9	5.1
EBITDA 마진 (%)	10.1	8.9	9.7	10.1	10.6
ROIC	7.0	6.1	8.4	8.3	8.5
ROA	4.4	1.4	4.7	5.0	5.1
ROE	5.7	2.3	9.4	9.7	10.0
부채비율 (%)	24.9	94.8	88.1	89.4	89.3
순차입금/자기자본 (%)	-11.4	33.1	39.0	41.9	39.6
영업이익/금융비용 (배)	15.6	6.1	6.1	7.0	7.0

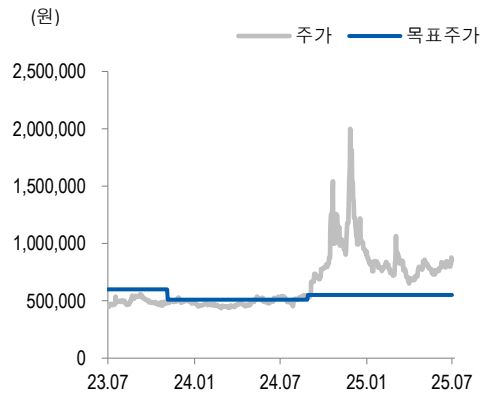
P/E band chart



P/B band chart



고려아연 (010130) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-07-10	Not Rated	-	1년		
2024-09-06	HOLD	550,000	1년	60.32	263.64
2023-11-13	HOLD	510,000	1년	-4.15	7.45
2023-06-30	BUY	600,000	1년	-17.71	-7.17

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.3
Hold(중립)	5.7
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-07-09

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.