



 **Home plus, Value minus** 

「홈플러스 사태로 본 사모펀드의 투자전략과 시사점」

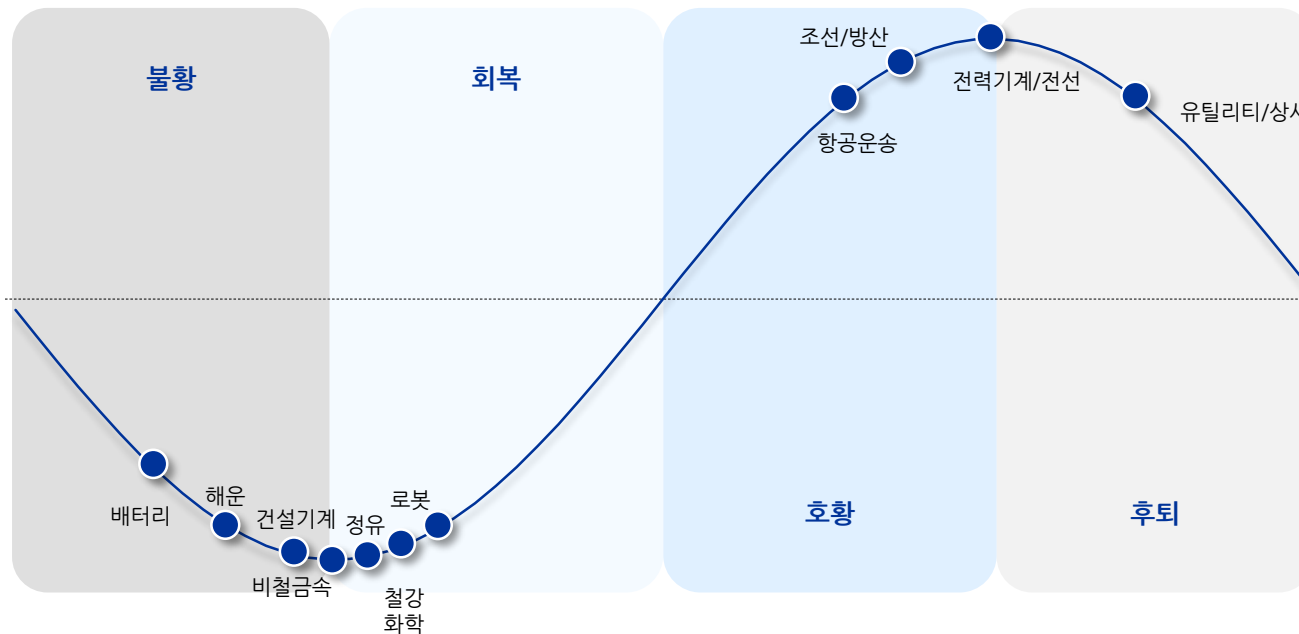


<b>01/</b>	사모펀드의 전략 변화가 감지된다	11
<b>02/</b>	기존 PEF 전략 성공 사례	35
<b>03/</b>	기존 PEF 전략 실패 사례	43
<b>04/</b>	지배구조 재편 전략의 실마리	55
<b>05/</b>	뜨거운 감자, 상법 개정	65
<b>06/</b>	배터리	75
<b>07/</b>	정유/화학	83
<b>08/</b>	에너지/유틸리티	103
<b>09/</b>	철강/금속	111
<b>10/</b>	기계	121
<b>11/</b>	항공/해상운송	135
<b>12/</b>	F&B / Agriculture	145

## Preface

안녕하십니까? 유진투자증권 리서치센터 대체투자분석팀의 합동 보고서 산업재 D(ata)PT 3월호를 발간합니다. 당사는 최근 이슈화 되고 있는 훔플러스 사태를 계기로 PEF의 과거 투자 포트폴리오 성과 및 전략을 분석하고 상장 주식 시장에 줄 수 있는 시사점을 도출하였습니다. 이번 사태를 통해 투자자들은 ① 과거 PEF의 주요 전략이었던 LBO의 리스크를 인지하는 동시에, ② 기업의 내부 운영 효율화를 통한 수익성 개선과 ESG 경영 등 장기적 가치 창출에 주목할 것으로 예상됩니다. 또한 ③ 미집행 약정액 증가로 PEF들은 단기적으로 주주 행동주의에 더욱 집중하는 전략을 구사할 수 밖에 없을 것이라 판단합니다. 자세한 내용은 보고서를 참고하시길 바랍니다.

당사의 3월 선호 섹터는 철강(▲) = 화학/정유(▲) = 조선/방산 > 항공운송 = 변압기/전선 > 배터리 > 유틸리티/상사 > 해상운송 입니다. 투자에 참고하시길 바랍니다. 감사합니다.



## 섹터별 업황 사이클

# Executive Summary

## 핵심 이슈

- 홈플러스 기업회생 신청으로 재무적, 사회적 대규모 손실 불가피

## 문제 제기

- 국내 PEF: 높은 레버리지를 활용한 빠른 투자금 회수 전략
- 해외 PEF: 기업가치 제고에 수익성 기여도가 높은 편
- 국내 경제성장률 둔화 & 인수 여건 악화 → PEF의 전략 변화 가능성

## 사례 분석

- 코웨이: 배당성향 확대, 회계 방식 변경 등 금융기법을 조합해 1.5조원 차익
- 홈플러스: 보유 자산 매각, 차입금 및 이자 상환 주력하며 영업력 개선은 부족
- 고려아연: MBK-영풍과 경영권 분쟁 확대되며 주가 상승

## 결론

- PEF의 미집행 약정액 증가, 상법 개정 등 법적 환경 변화
- PE들은 기존 전략을 벗어나 행동주의를 통한 경영 개입 형태로 시장 참여 전망
- 주주 행동주의 전개 가능성이 있는 기업에 관심을 가질 필요

# 정유/화학/유틸리티/배터리 투자 전략 Summary

## 정유/화학 Key chart

[복합정제마진 추이]



### 정유/화학 코멘트

국제유가는 단기간 65~70달러/배럴의 박스권을 유지하다가 하반기로 갈수록 공급 과잉으로 추가 하락 전망. 최근 발표된 IEA, EIA, OPEC의 월간 보고서 참고하면 1~3분기 원유 수급은 10~20만 b/d 내외의 초과 공급을 유지할 전망. 4분기부터 83만b/d 공급과잉이 전망되며, OPEC의 증산 규모가 커질 경우 그 정도는 더욱 커질 것이라 판단. 이를 근거로 화학 산업은 하반기로 갈수록 원가 부담 완화, 중국 설비 폐쇄로 수급 밸런스 개선되며 흑자 전환 가능할 전망. 추천 기업은 S-OIL, 롯데케미칼

## 유틸리티/에너지 Key chart

[원/달러 환율 추이]

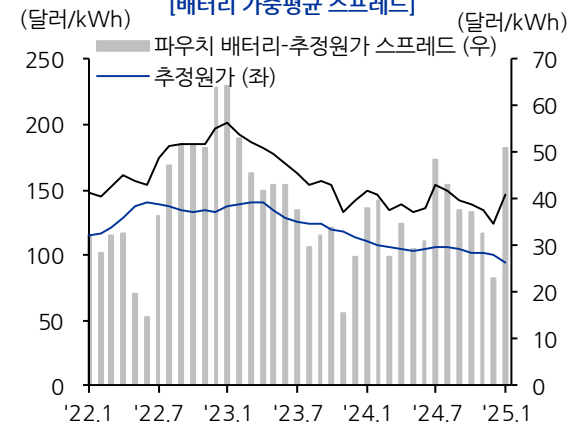


### 유틸리티/에너지 코멘트

에너지 공기업의 배당성향 확대에 주목. 특히, 지역난방공사는 2025년 미수금 증가가 적어 배당 규모를 확대할 수 있을 것이라 판단. 작년 하반기 요금 인상으로 4Q24부터 미수금은 회수되고 있고 금융비용 발생을 제외하면 배당 가능 순이익은 1천억 원 수준으로 추정. 한국전력은 2025~2027년 투자비 예산이 평균 19조원 이상으로 잡혀있어 유의미한 배당은 어려울 것이라 판단. 원전 기업들도 한국의 민감 국가 지정 우려로 투자 심리는 악화될 전망. 추천 기업은 지역난방공사

## 배터리 Key chart

[배터리 가중평균 스프레드]

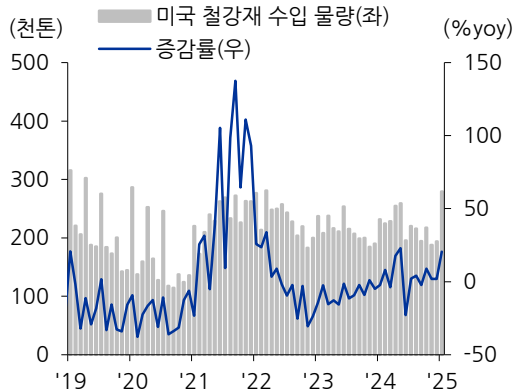


### 배터리 코멘트

유럽을 중심으로 전기차 판매량 증가 부는 여전히 유효해 하반기로 갈수록 배터리 셀 업체들의 가동률 상승, 손익 개선 전망. 다만, 당사는 최근 테슬라의 판매량 부진을 엘론 머스크의 평판 리스크로 해석하기보다 신모델 Y 출시 전 대기 수요 증가로 인한 일시적 부진이라 판단. 따라서 여전히 테슬라와 밸류체인을 관심있게 지켜보고 있음. 상반기 중으로 LG에너지솔루션의 4680 배터리 양산이 본격화되며 기대감이 커질 전망. 추천 기업은 LG에너지솔루션

# 철강/금속 투자 전략 Summary

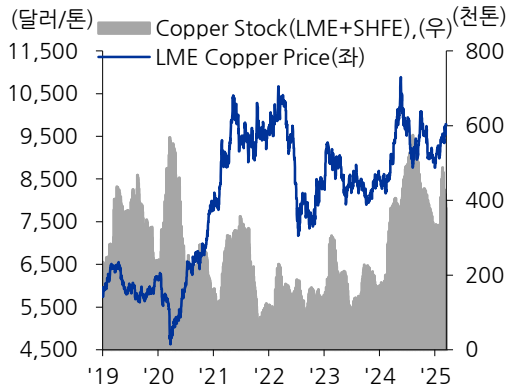
철강 Key chart



철강 코멘트

미국 철강 관세 25%가 예외없이 적용됨에 따라 미국 철강 수입이 1월 279만톤으로 +20.5%yoy, +43.8%mom 증가. 미국 내 관세 효과로 인해 철강재 가격이 정상화되기 이전까지 강관 가격 상승 가능성 높아 1~2Q 강관 업체들의 실적 가시성은 다른 업체들 보다 높은 상황. 다만, 펀더멘털적으로 알래스카는 무리가 있다 판단. 올해와 내년 중국 감산과 국내 반덤핑 관세 이슈로 인해 철강업종 전체 펀더멘털 개선세는 확인될 것이라 판단하여, 조정 시 매수 추천

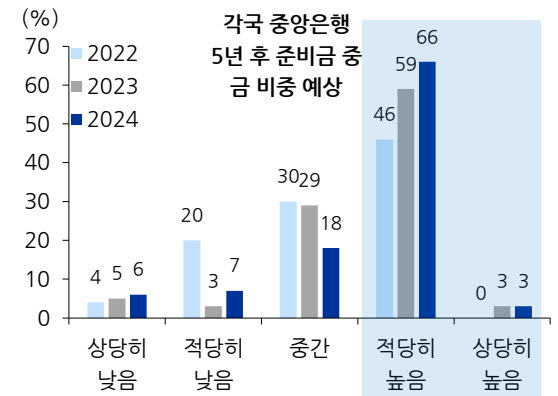
비철금속 Key chart



비철금속 코멘트

미국이 철강, 알루미늄 외에도 구리에 무역확장법 232조를 도입할 수 있다는 이야기를 하며, 구리 가격은 1월부터 지속 상승 중. 다만, 구리를 제련하는 업체들은 Spot TC 가격 하락으로 수익성은 악화되고 있는 추세. 미국의 관세 부여 시 구리 가격은 추가 상승이 가능하다고 생각하며, 이에 따라 구리 가격 상승에 TC 하락분이 수익성과 관련이 없고 가격 상승에 따른 메탈 계인을 얻을 수 있는 업체인 풍산 매수 추천

금 Key chart

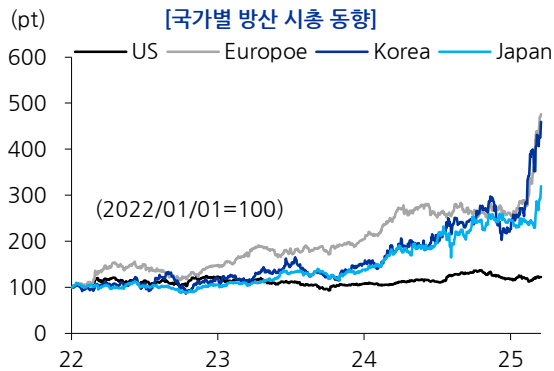


금 코멘트

세계금협회는 세계 각국의 중앙은행들에 금 보유 관련 서베이를 진행. 가장 최근에 진행된 2024년 6월 서베이의 내용을 살펴보면 많은 단서를 얻을 수 있음. 많은 나라들은 향후 5년 간 준비자산에서 금 비중은 증가할 것 같고, 달러는 줄어든 것 같다고 대답. 특히, 설문에 응한 중앙은행 중 29%는 향후 12개월 내 금 보유량을 더욱 늘릴 것이라 밝혔는데 이는 금을 위험회피 전략 자산으로 인식하고 있다는 신호로 해석 가능. 금 가격이 역대 최고치를 갱신하고 있음에도 중국 인민은행은 3월에도 금 매수 지속

# 기계/운송 투자 전략 Summary

조선/방산 Key chart

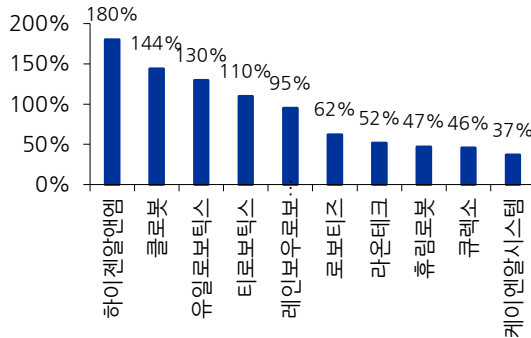


조선/방산 코멘트

**방산:** 트럼프의 탈 유럽 움직임 가속화되며 유럽 내 무기 수요 증가에 대한 컨빅션 확보. 이에 따라 유럽 방산 주가 강세. 한국도 일부 낙수 효과 기대되며 동반 상승. 방산 업종의 전반적인 호황은 계속될 것

**조선:** 조선 업종 전반에서 신규 수주 흐름과 선가는 전년비 약세. 미국의 중국 조선소 견제 정책 모멘텀 계속되고, 상선 시장 파이 적어지더라도 한국 조선의 비중 높아질 것이라는 기대감 유효. 미국과의 합정 협력 모멘텀도 지속. 한국 조선업이 접근 가능한 미국 합정 신조 건조 시장은 연 10척 규모로 예상

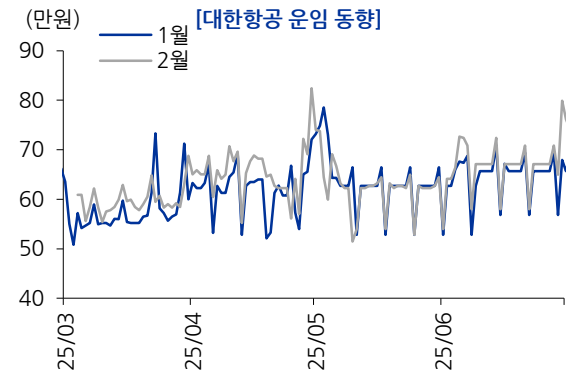
로봇릭스 Key chart



로봇릭스 코멘트

휴머노이드 및 로봇 시 기대감 확산 중. 주요 글로벌 빅테크들 모두 로봇 사업 의지 표명 중. 한국도 기대감에 동승하여 주가는 강세 흐름을 보여왔음. 상승 상위 종목들을 보면 휴머노이드 부품사 및 대기업이 투자한 기업들 중심으로 관심이 높았던 것을 확인할 수 있음. 그러나 아직 실질적으로 빠르게 변화하는 기술 트렌드에 대응할 수 있는 기업이 없는 점은 아쉬운 대목. 지속적인 투자와 기술 개발을 통해 시장을 선도하는 미국과 중국을 빠르게 캐치업해야 할 필요성이 더욱 커지고 있음

운송 Key chart

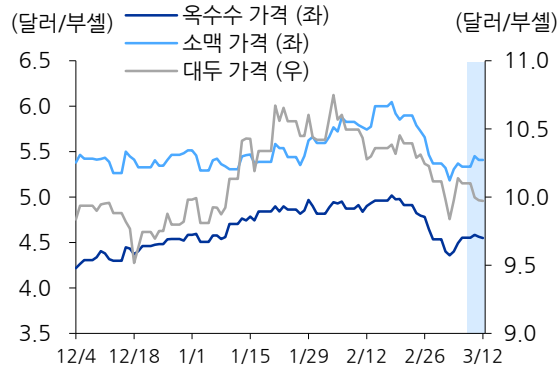


운송 코멘트

**항공 운송:** 여객 수요와 운임 모두 견조한 추세를 유지. 국내 항공사들의 신규 항공기 도입은 여전히 부진. 보잉/에어버스 생산량 전년비 증가 전망되나, 일부 기종에서 품질 이슈 계속. 공급 대비 수요 우위 상황 지속. 최근 미국 항공사들이 경기 불확실성 확대 및 여객기 사고로 인한 수요 부진으로 1Q 실적 전망을 하향하며 주가 부진. 장거리 노선에 대한 견조한 뷰는 유지. 미국은 국내선 비중이 크지만, 한국은 국제선 비중이 압도적으로 높기 때문에 미국 항공업 동향과 달리 긍정적 업황 계속되고 있음

# F&B/Agriculture 투자 전략 Summary

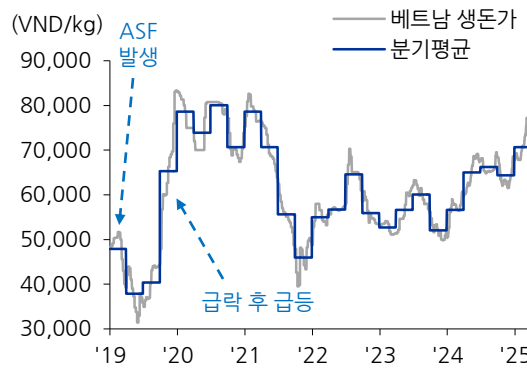
### 곡물 Key chart



### 곡물 코멘트

미 농무부의 3월 WASDE는 전월 대비 특이사항이 없었으며, 상향된 일부 국가의 2024/25년도 생산량 전망치는 곡물 가격 안정화 추세에 힘을 실어줄 것이라 판단. 글로벌 곡물가가 하락은 국내 식품업체들에 있어 마진 개선 요인. 곡물가 안정화 지속으로 곡물 사용 비중이 높은 소맥분(대한제분, CJ제일제당, 사조동아원), 식용유지류(CJ제일제당, 롯데웰푸드, 오뚜기, 사조대림), 면/빵/과자류(삼양식품, 농심, SPC삼립, 오리온, 롯데웰푸드) 제조업체의 원재료비 스프레드가 점진 개선될 것이라 판단

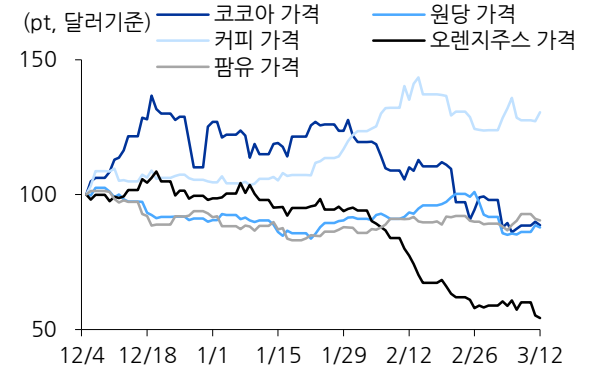
### 축산물 Key chart



### 축산물 코멘트

최근 유럽에서 수십 년만에 구제역이 발생. 과거 2019년 베트남에서의 아프리카돼지열병(ASF) 발병 사례를 살펴보면, ASF 발생 이후 양돈 농가에 위험회피 심리가 확산되면서 도축규모가 급증했고, 단기 공급 과잉으로 돼지고기 가격은 급락. 이후 사육두수가 급감하며 돼지고기 가격이 사상 최고 수준으로 상승하는 패턴이 나타남. 유사한 흐름이 나타난다 가정 시, 향후 유럽 내 돈육 공급 부족에 따른 주요 돼지고기 수출국(미국, 브라질 등)의 수혜 전망

### 기타 소프트 Key chart



### 기타 소프트 코멘트

최근 코코아, 오렌지 주스 가격이 급락. 원당과 팜유는 보합세, 커피는 소폭 상승. 코코아 가격이 급락한 것은 이를 사용하는 기업들의 대체유지 사용으로 소비가 감소했기 때문. 현재까지는 영구적인 원료 전환이 아닌 일시적 회피 현상이라 판단하나, 이러한 원료 대체 흐름이 지속된다면 유지에 견고한 수요층이 더해질 것. 이것이 USDA와 같은 주요 기관의 수급 전망에 반영된다면 유지류(팜유 등) 가격에 상방 압력이 가해질 것이라 판단



---

# 01

## 사모펀드의 전략 변화가 감지된다

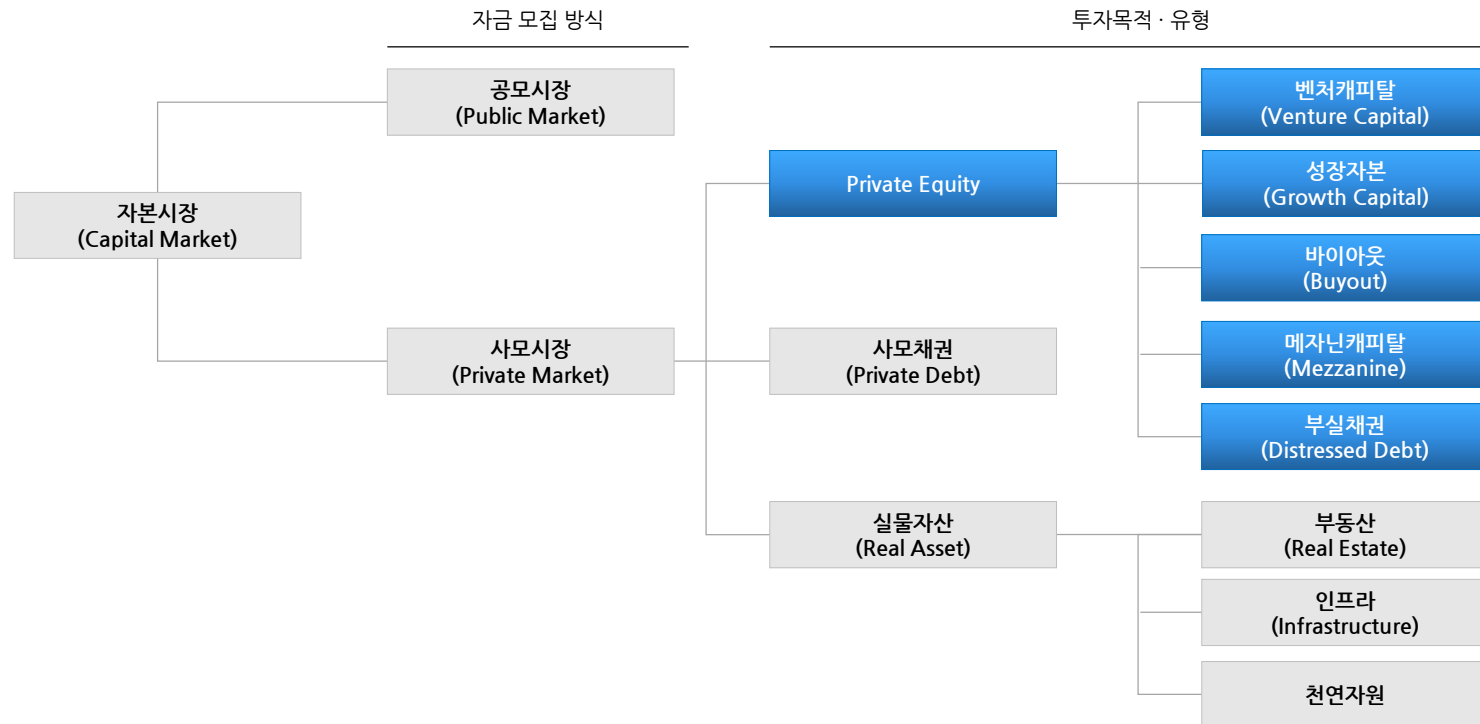
경제 성장률이 둔화된 한국에서의 Value-up은 “지배 구조 재편”이 될 가능성이 높아

# 사모펀드(PEF)란?

## “소수의” 투자자로부터 비공개로 자금을 모아 투자하는 펀드

- 자본시장은 공모와 사모로 구분되며, 사모는 프라이빗 에쿼티, 사모채권, 실물자산으로 구성. 투자 목적에 따라 PE와 헤지펀드로 사모시장을 구분하기도 하나, 최근에는 구분이 모호해짐. PE는 경영 참여, 투자 기간이 중장기인 특징이 있음

### 자본시장(Capital Market)의 구분



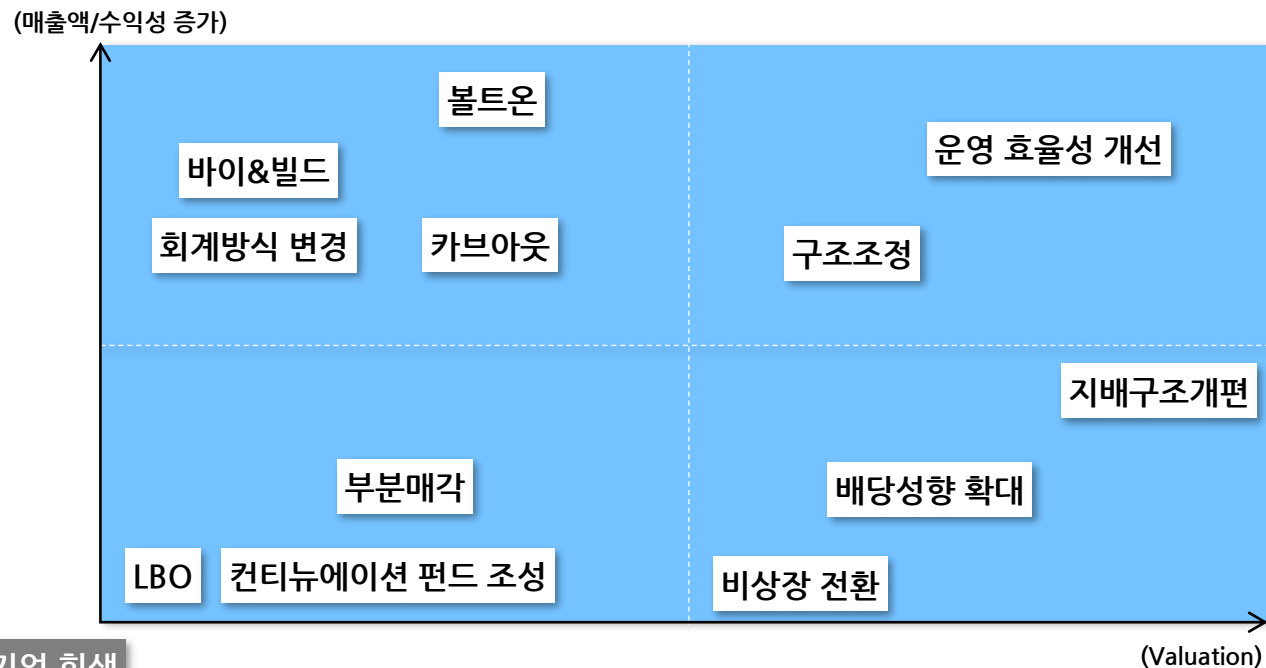
자료: PwC, 유진투자증권

# PEF 전략의 이해

## PEF가 “어디”에 집중하냐의 차이

- 사모펀드의 전략은 크게 두가지
- 1) “투자 기업”의 **본질적인 가치를 직접 개선시키거나 성장시키는 방법**(i.e. 볼트온, 운영 효율성 개선, 바이&빌드 등)
- 2) 투자 기업을 대상으로 재무적 방법(i.e. LBO, 배당 확대, 컨티뉴에이션 등)을 활용하여 **조성한 “펀드” 자체의 수익률을 극대화하는 전략**
- 기업가치 개선보다는 금융 레버리지와 자산 매각 등과 같은 재무적 기법으로 펀드의 단기적 이익을 극대화하는 것의 단면에는 투자한 기업의 자본 유출 논란이 있음

사모펀드의 기업/펀드 투자 전략

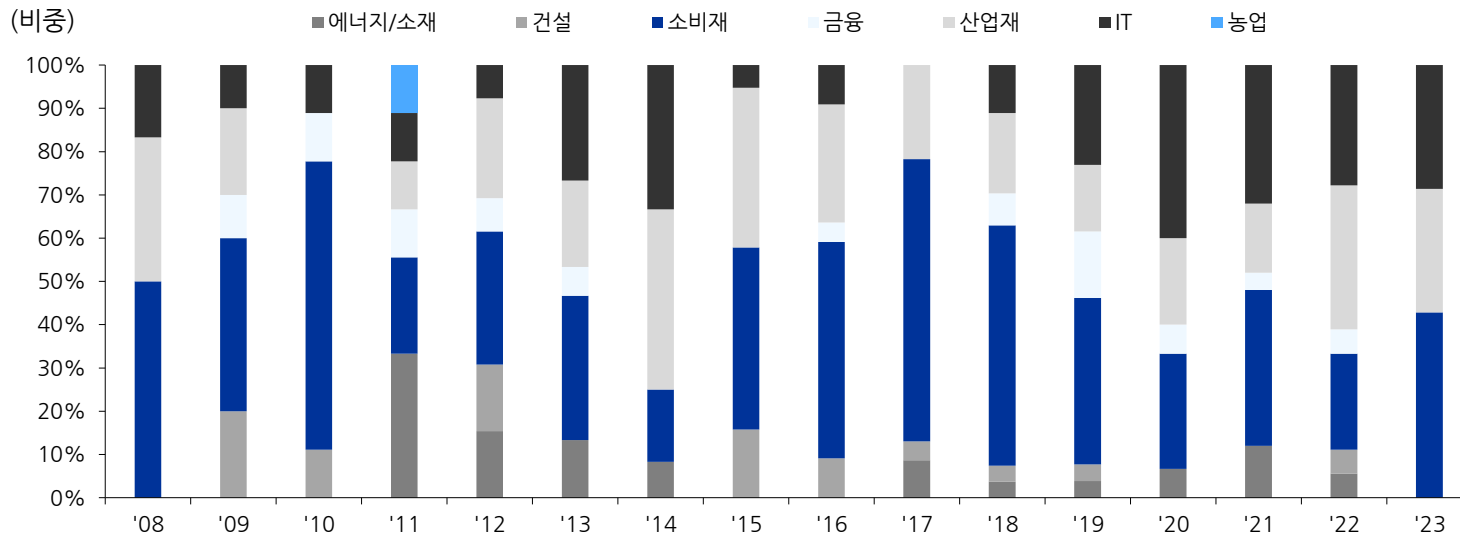


# PEF 전략의 이해

## 경영참여를 통한 밸류업은 고난도의 작업

- 사모펀드는 다양한 산업에 투자하므로, 모든 산업에 대해 심도 있게 이해하는 것이 어려움 (산업 전문성 부족)
- 이는 특정 기업 인수 후 해당 산업의 본질적 경쟁력 강화(제품 혁신, 브랜드 구축 등)를 어렵게 하는 요인
- 이런 이유로 PE별로 특정 산업에 투자를 집중하는 경향이 강함. '08~'23년 누적 투자 수 기준 소비재 41%, 산업재 23%, IT 18%, 에너지/소재 7%, 금융 6%, 건설 5%를 차지
- PEF의 과거 성과에서도 확인 가능하며, 주로 ①업황이 좋아질 타이밍에 진입했거나, ②우수한 IRR을 달성할 때까지 버텼을 뿐, 혁신적인 경영 능력을 보여준 사례는 없거나 드물 → 따라서, PEF들도 보다 쉬운 방법인 '재무기법을 통한 이익극대화'를 선호

한국 주요 PE사의 연도별/섹터별 투자 분야: 상대적으로 기술 집약도가 낮은 소비재 중심



자료: PwC, 유진투자증권

# 국내 PEF의 성과 분석 ① 타이밍이 좋았다

국내 PEF의 성과는 대부분 외형 성장에 의해 발생: 기업의 수익성 개선 보다 성장산업에 적절한 타이밍에 진입하는 전략

- 기업 가치제고는 내재가치 제고(operational engineering) 역량과 마켓타이밍(market timing) 역량으로 구분. 기업가치는 지분(equity)과 차입금(debt) 가치를 모두 고려한 EV(Enterprise Value)를 사용
- 투자 시점과 회수 시점 사이의 기업가치 비율은 매출액 비율, 현금흐름이익률(EBITDA이익률) 비율 및 가치평가배수(EV/EBITDA배수) 비율의 곱으로 표현. 기업가치 변화는 매출액 변화, EBITDA이익률 변화 및 가치평가배수 변화로 분해 가능하며, 이는 각각 성장성, 수익성, 가치평가배수(multiple)를 나타내는 것으로 해석
- Bain & Company(2022)는 전세계 PE 바이아웃 가치제고 현황과 관련하여 매출액 변화, 이익률 변화, 가치평가배수 변화가 차지하는 비중이 2010~2015년 각각 38%, 14%, 48%, 2016~2021년 각각 38%, 6%, 56%임을 보고하였는데, 국내 PEF는 성장성 요인이 기업가치 제고에 기여하는 바가 해외보다 큰 반면 수익성 요인은 해외와 달리 오히려 기업가치를 감소시키는 것으로 나타남. 또한 가치평가배수가 차지하는 비중도 평균의 경우는 36.2%이지만 중간값 기준으로 환산하면 60%이상을 차지하고 있어 해외 수준과 유사하거나 소폭 높은 것으로 나타남

기업가치 변화 = 성장성 + 수익성 + 가치평가

$$\frac{EV_{exit}}{EV_{entry}} = \frac{Sales_{exit}}{Sales_{entry}} \times \frac{\left(\frac{EBITDA}{Sales}\right)_{exit}}{\left(\frac{EBITDA}{Sales}\right)_{entry}} \times \frac{\left(\frac{EV}{EBITDA}\right)_{exit}}{\left(\frac{EV}{EBITDA}\right)_{entry}}$$

$$\underbrace{\ln(EV_{exit}) - \ln(EV_{entry})}_{\text{기업가치 변화}} = \underbrace{\ln(Sales_{exit}) - \ln(Sales_{entry})}_{\text{성장성 요인}} + \underbrace{\ln\left(\frac{EBITDA}{Sales}\right)_{exit} - \ln\left(\frac{EBITDA}{Sales}\right)_{entry}}_{\text{수익성 요인}} + \underbrace{\ln\left(\frac{EV}{EBITDA}\right)_{exit} - \ln\left(\frac{EV}{EBITDA}\right)_{entry}}_{\text{가치평가 요인}}$$

자료: 자본시장연구원, 유진투자증권

국내 PEF 투자 기업 가치 변화 요인 분석

	변화 요인	기업가치 변화	매출액 변화	이익률 변화	멀티플 변화
평균	변화값	0.308	0.226	-0.029	0.112
	요소별 비중	100.0%	73.3%	-9.5%	36.2%
	중간값	0.280	0.176	-0.056	0.183
	최대값	2.315	2.626	2.305	3.274
	최소값	-2.690	-2.937	-3.266	-3.742
	최대값-최소값	5.005	5.563	5.570	7.016

자료: 자본시장연구원, 유진투자증권

# 국내 PEF의 성과 분석 ① 타이밍이 좋았다

유형별 기업가치(EV) 변화 요인 분석

구분		표본수	기업가치 변화	매출액 변화	이익률 변화	멀티플 변화	
시기별	년도	2005~2013년	62	0.208	0.160	-0.039	0.087
		2014~2023년	73	0.394	0.282	-0.021	0.133
	요소별 비중	2005~2013년	62	100%	77%	-19%	42%
		2014~2023년	73	100%	72%	-5%	34%
경영권 투자	구분	바이아웃	102	0.374	0.248	0.009	0.116
		소수지분	29	0.117	0.130	-0.176	0.163
	요소별 비중	바이아웃	102	100%	66%	2%	31%
		소수지분	29	100%	111%	-150%	139%
단독 투자 여부	구분	단독투자	107	0.307	0.218	-0.013	0.103
		공동투자	28	0.312	0.259	-0.092	0.145
	요소별 비중	단독투자	107	100%	71%	-4%	34%
		공동투자	28	100%	83%	-29%	46%
회수 방식	구분	M&A	96	0.285	0.219	-0.025	0.091
		세컨더리	37	0.407	0.332	-0.002	0.077
	요소별 비중	M&A	96	100%	77%	-9%	32%
		세컨더리	37	100%	82%	0%	19%
상장 여부	구분	상장	33	0.264	0.167	-0.140	0.237
		비상장	102	0.323	0.245	0.006	0.071
	요소별 비중	상장	33	100%	63%	-53%	90%
		비상장	102	100%	76%	2%	22%
국내 운용사 여부	구분	국내	120	0.280	0.216	-0.038	0.103
		해외	15	0.536	0.311	0.043	0.182
	요소별 비중	국내	120	100%	77%	-14%	37%
		해외	15	100%	58%	8%	34%
독립계 운용사 여부	구분	계열	29	0.225	0.195	-0.140	0.169
		독립	96	0.336	0.204	0.000	0.132
	요소별 비중	계열	29	100%	87%	-62%	75%
		독립	96	100%	61%	0%	39%

주: 변화값은 Log 치환 기준  
 자료: 자본시장연구원, 유권투자증권

# 국내 PEF의 성과 분석 ② 적절한 Exit 타이밍까지 버티기

## 투자회수 완료된 국내 PEF 231건의 평균 IRR은 27.8%

- 231개 투자 건으로 구성된 전체 표본에 대한 IRR 평균은 27.8%, PME(Public Market Equivalent, 사모 자금을 공모 시장에 투자했을 때 비교하는 벤치마크)의 평균은 4.9%로서 국내 PEF 투자는 연간 22.9%의 초과수익률을 창출하고 있음. 이러한 결과는 보유기간 1년 이상의 표본으로 한정하여도 큰 변화가 없음 → **대부분 펀드의 성과가 좋다는 점은 우수한 수익률이 달성될 때까지 엑시트(Exit)를 미루는 경향을 암시**
- 앞서 밝혔듯이, **국내 PEF는 해외 PE와 비교하여 피투자기업의 성장성에 크게 의존하는 반면 수익성 개선은 잘 이루어지고 있지 않음.** 이와 관련해 국내 PE 시장에 투자하는 해외 운용사는 국내 운용사보다 보다 적극적으로 기업 가치 제고 활동을 하고 있는 것으로 분석. **가치평가배수가 성장성과 양(+)의 상관관계가 있음을 감안하면 국내 PEF의 성장성 의존도는 다소 높은 수준으로 판단.** PEF 투자의 진정한 역량은 고성장 기업의 발굴을 통한 투자수익 창출 뿐만 아니라 수익성 개선에도 있는 만큼 성장성과 수익성의 균형을 통해 건전한 가치창출이 이루어질 필요

### 회수된 펀드의 투자성과 분석

구분	전체표본			보유기간 1년 이상		
	IRR	PME	초과수익률	IRR	PME	초과수익률
평균	27.8%	4.9%	22.9%	25.4%	4.7%	20.7%
중간값	15.3%	3.4%	11.9%	14.4%	3.4%	11.0%
표준편차	64.3%	9.2%	55.1%	50.9%	9.3%	41.6%
최대값	665.0%	57.9%	607.1%	427.7%	57.9%	369.8%
최소값	-62.2%	-26.8%	-35.4%	-62.2%	-26.8%	-35.4%
표본 수	231	231	231	207	207	207

주: IRR(Internal Rate of Return), PME(Public Market Equivalent)  
 자료: 유진투자증권

# 국내 PEF의 성과 분석 ② 적절한 Exit 타이밍까지 버티기

투자 유형별 초과성과지표 분석

	구분	표본수	IRR(%)	PME(%)	초과수익률(%p)
시기별	2005~2013년	97	13.2	3.3	9.9
	2014~2023년	110	20.2	4.9	15.3
	차이(%p)		7.0	1.6	5.4
경영권 투자	바이아웃	152	18.5	14.0	4.5
	소수지분	49	12.3	9.2	3.1
	차이(%p)		-6.2	-4.8	-1.4
단독 투자 여부	단독투자	166	16.9	12.6	4.3
	공동투자	41	16.7	13.4	3.3
	차이(%p)		-0.2	0.8	-1.0
회수 방식	M&A	150	15.0	10.9	4.1
	세컨더리	54	21.3	17.3	4.0
	차이(%p)		6.3	6.4	-0.1
상장 여부	상장	41	13.8	11.3	2.5
	비상장	166	17.7	13.1	4.6
	차이(%p)		3.9	1.8	2.1
국내 운용사 여부	국내	184	16.8	3.9	12.9
	해외	23	17.7	5.8	11.9
	차이(%p)		0.9	1.9	-1.0
독립계 운용사 여부	계열	53	9.9	3.4	6.5
	독립	141	20.9	4.4	16.5
	차이(%p)		11.0	1.0	10.0

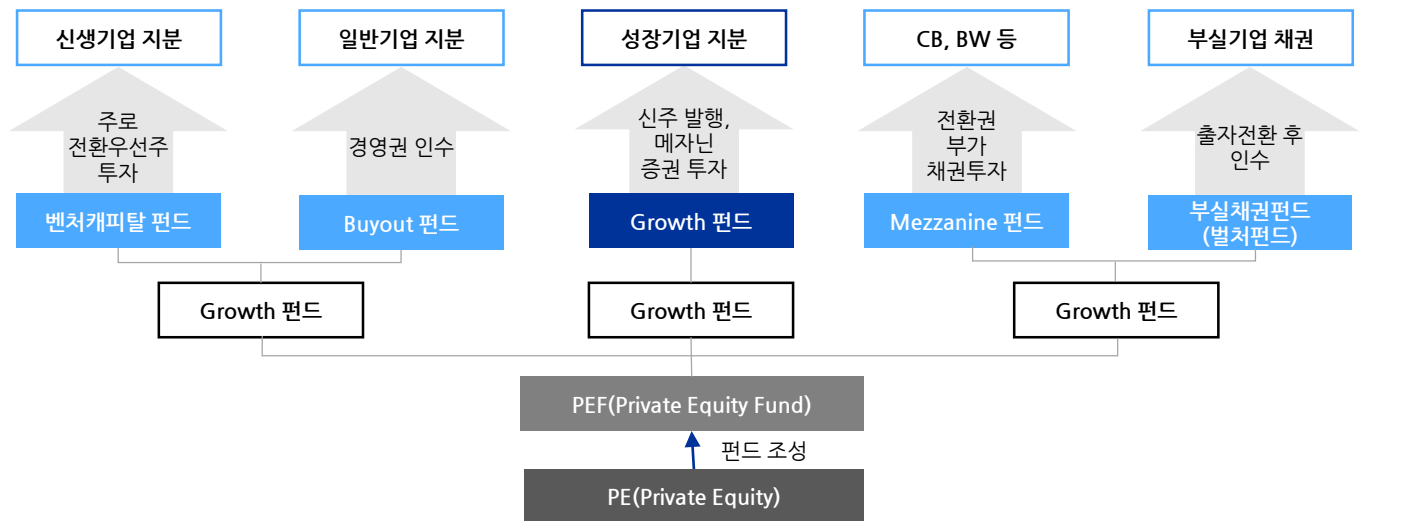
자료: 자본시장연구원, 유진투자증권

# 기존 전략은 레버리지를 활용한 빠른 투자금 회수

## 바이아웃에서 탈피 중

- 2015년 이후 국내 PEF 시장은 글로벌 투자 환경에 적극적으로 대응하면서 성숙 단계에 접어들었음. PEF의 역할은 단순한 구조조정과 경영 효율화에서 벗어나, R&D 투자, 글로벌 시장 진출, 산업 다각화 등으로 확대. 현재 국내 PEF 시장은 약정 금액 136조 원, 전업 운용사(GP) 수 400여 개에 이르며, 인수합병(M&A) 시장에서 중요한 투자자로 자리매김 완료. 기업 지배구조 개선, ESG(환경·사회·지배구조) 경영 강화, 행동주의 펀드의 등장 등도 시장 변화의 중요한 요소로 작용
- 재무적 기법 중에서도 기존에 많이 활용되던 것이 바로 LBO로, 대규모 인수금융을 일으킨 후 자산매각 등을 통한 빠른 투자금 회수가 가능
- 국내 PEF의 전략은 외형적 성장과 빠른 투자금 회수를 중심으로 설계. 레버리지(LBO)를 통해 인수 자금을 조달, 높은 부채 비율을 활용하여 수익률 극대화. 투자 수익을 빠르게 실현하기 위해서 IPO(기업공개)나 M&A를 통한 매각 전략을 선호함. 그러나 높은 부채 의존으로 인한 재무적 불안정성, 경기 변동성에 취약한 점을 보였으며, 펀드별로 특정 산업(유통, 제조 등)에 집중하여 포트폴리오 다각화가 부족한 한계가 존재

### PE의 투자 유형



자료: PwC, 유진투자증권

# 여실히 드러난 LBO의 한계

## 홈플러스 사태로 드러난 LBO의 한계점

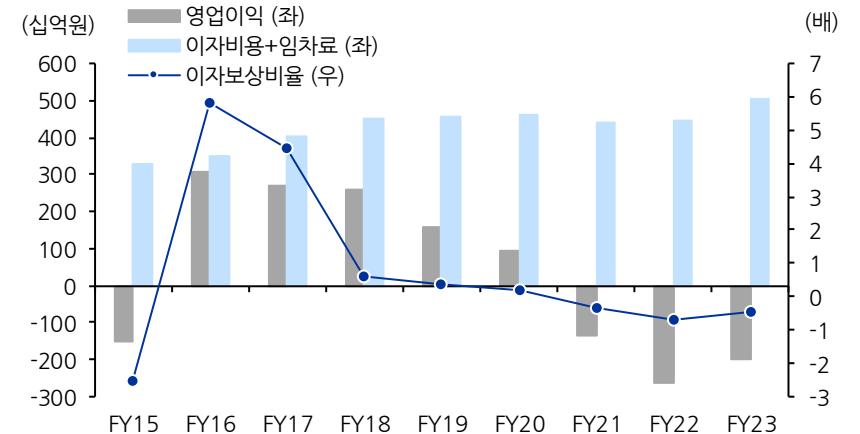
- 기존 LBO 전략의 약점은 홈플러스 사태를 통해서도 드러남
- 인수 과정에서 발생한 높은 차입금이 영업 현금흐름을 압박하여 장기적인 투자 및 경쟁력 강화를 제약
- 재무 구조 개선을 위한 비용 절감과 자산 매각이 지속되며 브랜드 이미지가 훼손되고 본업 경쟁력 약화 → 고객 이탈 가속화
- 결정적으로, 오프라인 대형마트 산업이 약세를 보이며 재매각·리츠 IPO 등 출구 전략이 연이어 실패
- 이는 업황 정체 구간에서 LBO가 가지는 한계를 보여주는 사례

### 홈플러스 인수구조



자료: 유진투자증권

### 홈플러스 이자비용 및 임차료 추이



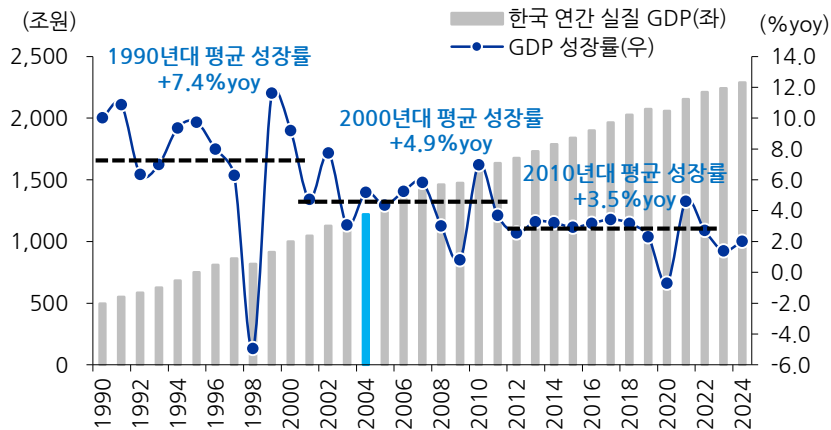
자료: Quantiwise, 유진투자증권  
참고: 홈플러스는 2월 결산법인 (FY2015 = 2015.03~2016.02)

# 한국 경제 성장 둔화 → 향후 LBO 성공 가능성은 점차 낮아질 전망

## 사모펀드 전략 변경의 배경에는 한국 경제 성장률 둔화가 있다

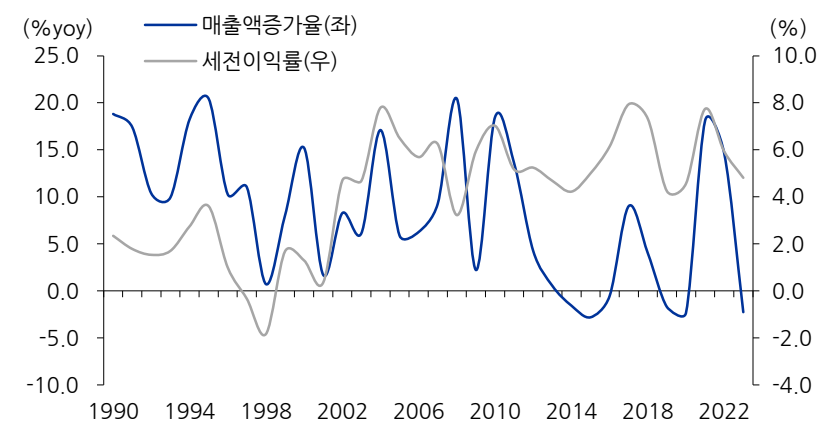
- 1997~2005년 초기 국내 PEF 시장은 외국계 사모펀드가 주도. 특히 론스타는 국내 기업 구조조정과 자산 매각에 적극적으로 참여해 먹튀 논란이 발생했고, 정부는 2004년 토종 사모펀드 육성을 위해 "간접투자자산운용법"을 시행하여 국내 산업을 보호하고자 함
- 2005년부터 국내 토종 PEF의 성장기 본격화. MBK파트너스, 한앤컴퍼니, IMM PE와 같은 대형 운용사가 등장하면서 시장은 빠르게 확대. 이 시기의 대표적인 특징은 바이아웃(Buyout) 전략을 중심으로 한 경영권 인수 및 기업 가치 제고 전략이 주를 이룸.** PEF 시장은 기업 인수 후 경영 효율화, 구조조정, 성장 전략을 통해 기업 가치를 높이고, 이를 재매각하거나 상장(IPO)을 통해 수익을 실현하는 방식으로 운영됨. 이러한 전략은 기업의 단기적인 구조조정뿐만 아니라 장기적인 성장 기반 마련에도 기여
- 지금까지의 PEF 성과는 한국 경제 성장과 뿔 수 없음. 외국계 자본이 들어왔던 1990년대 평균 경제성장률은 +7.4%에 달했고, 토종 PEF 성장의 시기였던 2000년대도 +4.9%에 달했음. 2020년대 현재는 평균 성장률이 +2.0%로 내려오며 장기 성장률이 지속 낮아지는 추세 → Exit를 할 수 있는 운신의 폭이 좁아짐

한국 GDP와 성장률: 2020년대 평균 성장률 +2.0%yoy



자료: CEIC, 유진투자증권

한국 제조업 매출액증가율과 세전이익률



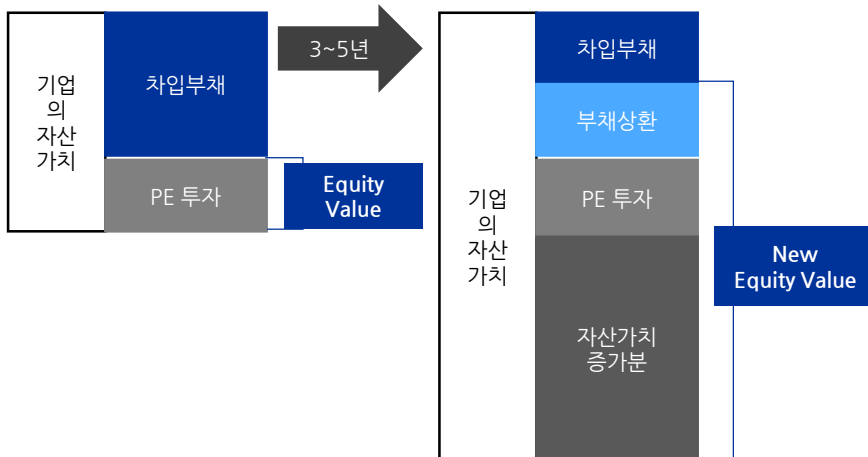
자료: 한국은행, 유진투자증권

# 레버리지(LBO)를 넘어 가치 상승(Value up)을 추구했으나

## 성공 사례도 있으나, 오퍼레이션 능력에 대한 사회적 의구심 증폭

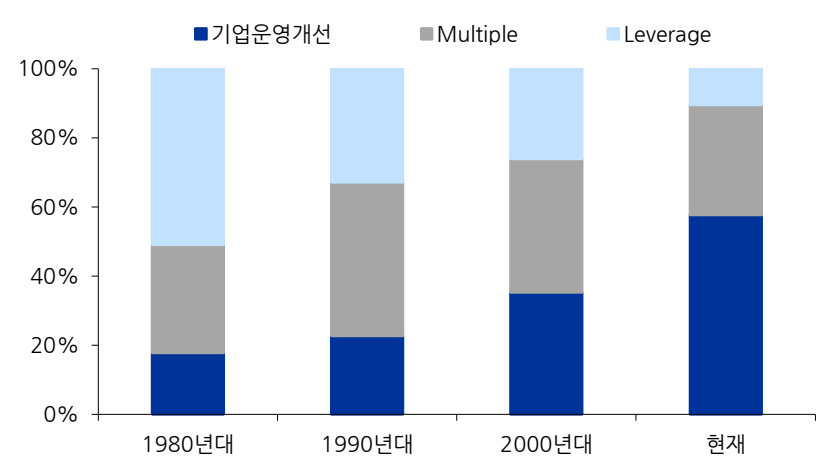
- PE의 전략은 과도한 레버리지 중심에서 기업 운영개선 중심 가치 창출로 변화하기 위해 노력. 내부 운영 효율성 강화와 경쟁력 제고, 글로벌 공급망 관리 체계 개선, AI 기반의 경영 전략 수립 및 의사결정 효율화가 추진됨. 이런 사례로 1) MBK파트너스는 오렌지라이프 인수를 통하여 디지털 전환 전략과 고객 기반 확장으로 기업 가치를 상승시켰고, 2) IMM PE는 효율적인 공급망 관리와 운영 개선으로 태림포장 인수 후 성공적인 엑시트를 달성, 3) UCK파트너스는 글로벌 시장 진출과 프랜차이즈 모델 강화로 성장 가속화를 통해 공차코리아 인수를 성공적으로 수행
- 반면, H&Q 아시아퍼시픽은 에스콰이아의 급격한 구조조정 실패로 기업이 파산했으며, MBK파트너스의 훔플러스는 과도한 차입과 ABS 발행 등으로 결국 기업회생 절차에 돌입해 엑시트가 불확실한 상황
- 결국 PEF의 전략 변화는 기업의 본질적인 가치를 높이고, 지속 가능한 성장을 지원하는 방향으로 진화할 필요. 그러나 최근 훔플러스 사태에서 볼 수 있듯 PEF의 경영 능력에 의문이 제기되는 상황

PE의 Value creation



자료: PwC, 유진투자증권

PE의 Value creation 방법



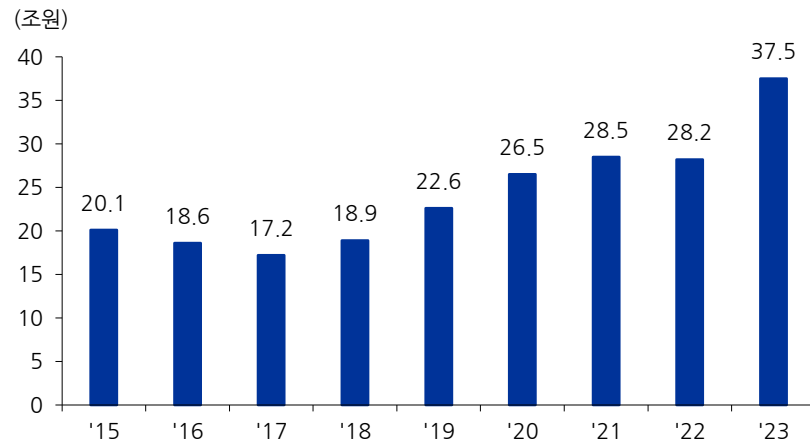
자료: PwC, 유진투자증권

# 앞으로 PE의 전략은 더욱 단기 성과에 집중할 가능성이 높아

## 경기 둔화로 인한 드라이파우더(미집행 약정액) 증가 → 집행 여력 충분

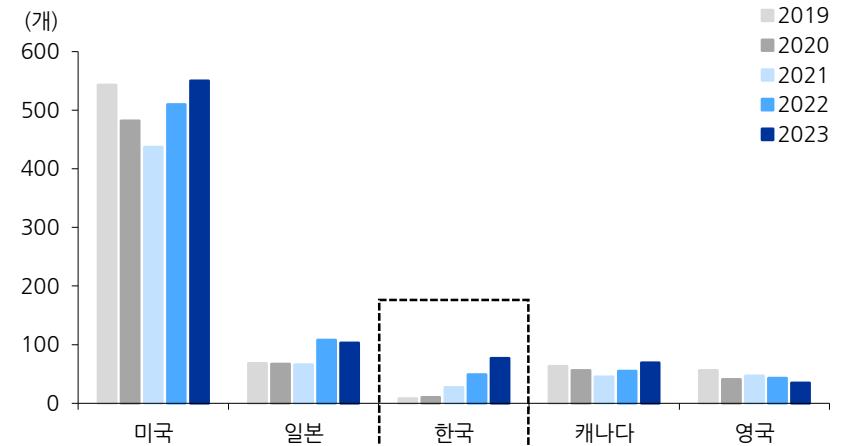
- PEF의 경영 능력을 감안할 때 직접적, 장기적인 경영 참여를 통한 가치 제고는 쉽지 않은 환경이라 판단
- LBO 역시 과거만큼 유효한 전략은 아니라고 판단
- 남은 선택지를 고려 시, PEF의 전략은 ① 지배구조 재편을 통한 밸류업과, ② 투자/배당에 소극적이며 현금을 많이 보유한 기업의 경영권을 노리는 방향으로 변화할 전망
- 특히, 상법 개정은 이러한 전략에 추진력을 더해 줄 것이라 판단

국내 PE 드라이파우더(미집행 약정액) 추이



자료: 금융감독원, 유진투자증권

국가별 행동주의 펀드의 타겟이 된 기업 수



자료: Diligent Market Intelligence, 유진투자증권

# 참고) PEF의 밸류업 테크닉 ① 지배구조 개편

## 지배구조 개편과 행동주의 펀드

- 최근 PEF가 기업 가치를 극대화하기 위해 가장 중점적으로 추진하는 것은 기업의 지배구조 개선. 이는 단순한 재무 성과를 넘어 기업의 지속 가능한 성장과 이해관계자 가치를 극대화하는 중요한 과정. 이를 위해 경영 투명성 강화가 추진되고 있음. 국민연금이 스튜어드십 코드를 도입하면서 기관 투자자들이 기업의 지배구조 개선에 적극적으로 참여하기 시작했으며, [강성부 펀드\(KCGI\)의 한진칼 경영권 분쟁\(2018\) 이후 국내에서 행동주의 펀드가 본격적으로 등장](#)
- 강성부 펀드(KCGI)는 한진칼의 지배구조 개선을 목표로 이사회 개편과 경영 투명성 강화를 추진. 이로 인해 주요 경영진 교체가 이루어졌으며, 주가 상승(공시 후 34% 급등)과 기업 지배구조 개선이라는 성과를 달성. SM엔터테인먼트와 얼라인파트너스는 신임 감사 선임과 이수만 개인 회사와의 계약 종료를 이끌어냄. 이는 [소수 지분으로도 기업 경영에 큰 영향을 미칠 수 있다는 점을 보여주는 사례](#). 이외에도 칼 아이칸이 KT&G 지분 5%를 확보한 후 배당 확대와 유휴 자산 매각을 요구하여, 이후 [KT&G는 50% 이상의 배당 성향을 유지](#). 이외에도 최근에는 고려아연, 한미사이언스, 금호석유화학, 다올투자증권 등 PEF가 지배구조 개선을 위해 경영권 분쟁에 개입한 사례가 증가 중

### 한진칼 주가 추이



자료: Quantwise, 유진투자증권

### SM 주가 추이



자료: Quantwise, 유진투자증권

# 참고) PEF의 밸류업 테크닉 ② 비상장 전환 및 기업승계

## 기업 승계를 하면서 상장 폐지 후 재매각 전략

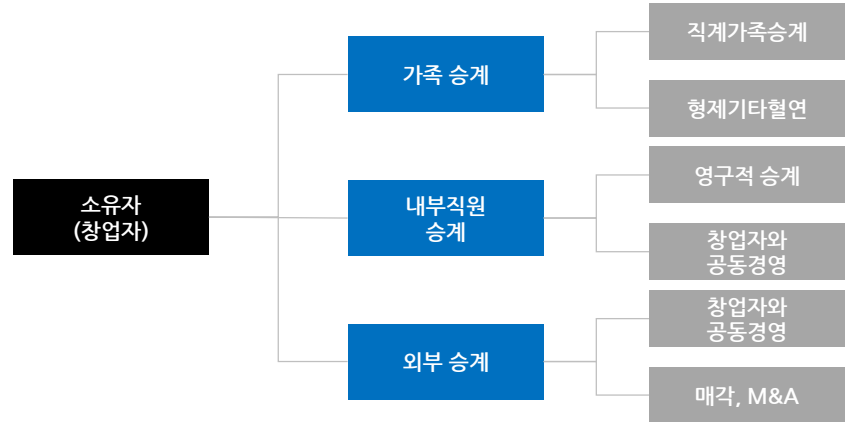
- 국내 기업에서 중소기업이 차지하는 비율은 99%이며, 중소 제조업 경영자의 연령은 50세 이상 비율이 60% 이상을 차지
- 기업승계자의 기업자산상속에 대해 최고 세율인 50%의 상속세를 납부하고 나면 상속과세로 인해 줄어든 지분으로 경영권 승계가 불가능하게 될 가능성. 승계는 크게 영입승계와 2세 승계로 구분 가능하고 외부 영입과 공동경영으로 분류 가능
- 일부 지분을 PE에 매각하고 추후에 공동 매각을 통해 상속세를 충당하는 전략을 활용

### 기업 승계 관련 주요 애로사항

구분	비중
상속 및 증여세 등 조세 부담	73.4%
영위 사업의 사업수익성 악화	29.3%
후계자의 경영역량 부족	17.1%
자녀들이 기업승계를 원치 않음	5.7%
지분구조의 복잡성으로 승계 곤란	5.3%
경영자(후계자) 또는 가족과의 갈등	3.8%
종업원 거래처와 관계 악화	3.0%
기타	1.9%
무응답	0.8%

자료: 한국증권법학회, 유진투자증권

## 기업 승계 이슈와 PEF



자료: 한국증권법학회, 유진투자증권

### 국가별 상속세 부담 세율

국가	명목 최고세율	기업승계 시 공제 혜택	실제 부담세율
스페인	34%	가족소유 기업은 주식가치의 95% 공제 (17개 정부 중 6개는 상속세 면제)	1.7%
네덜란드	20%	상속 후 5년 이상 경영 등 법적 요건 충족 시 83~100% 공제	3.4%
독일	30%	지분 및 임금지급 유지 시 85~100% 공제	3~4.5%
프랑스	45%	환매 금지 조건부 지분 75%까지 공제	11.25%
영국	40%	상장주식 50%, 비상장주식 100% 공제	20.0%
한국	50~65%	30억 초과 상속세(+15% 경영권 승계시) 기업상속공제 제도를 통한 일부 공제 제공	20~33.9%
일본	55%	지분 및 고용유지시 비상장주식 50% 공제	27.5%

자료: 한국증권법학회, 유진투자증권

# 참고) PEF의 밸류업 테크닉 ② 비상장 전환 및 기업승계

## 기업 승계 포기 PEF를 활용한 사례: 유니더스

기업명	유니더스(2015년)
주요 제품	콘돔 및 의약품 고무장갑
인수자	바이오제네틱
주요 연혁	<ul style="list-style-type: none"> <li>1973년 설립</li> <li>2001년 코스닥 상장</li> <li>2004년 미국 정부 기관 납품 계약</li> <li>2011년 브라질 보건성 납품 계약</li> </ul>
거래 개요	<ul style="list-style-type: none"> <li>2015년 창업주 김덕성 회장 별세 후 장남인 김성훈 대표 및 가족들이 지분 상속</li> <li>상속세 50억원 수준이 발생함</li> <li>바이오제네틱스조합 외 1인이 상속인 지분 36% 200억원에 인수함</li> </ul>
M&A 요인	<ul style="list-style-type: none"> <li>창업주의 조기 사망에 따른 승계 준비 미비</li> <li>창업주 가족의 상속세 과다 부과</li> <li>'명문장수기업' 요건(45년 업력, 매출 3,000억원 미만)을 갖춤에도 상속세 때문에 기업승계 포기</li> </ul>

자료: 유진투자증권

## 기업 승계 포기 PEF를 활용한 사례: 락앤락

기업명	락앤락(2017년)
주요 제품	밀폐용기 및 주방생활용품
인수자	Affinity Equity Partners
주요 연혁	<ul style="list-style-type: none"> <li>1978년 국진유통 설립</li> <li>1985년 일본 국제화공 기술 제휴 및 국제화공 설립</li> <li>1998년 4면 밀폐용기 'LOCK&amp;LOCK' 출시</li> <li>2010년 유가증권 시장 상장</li> <li>2016년 한국산업의 브랜드파워 1위(13년 연속)</li> <li>2017년 산업통상자원부 세계 일류상품(5년 연속)</li> </ul>
거래 개요	<ul style="list-style-type: none"> <li>2017년 창업주 김준일 전회장 보유 지분 전량을 어피니티파트너스에 매각</li> <li>경영권 지분 63.6% 전량을 6,293억원에 매각</li> </ul>
M&A 요인	<ul style="list-style-type: none"> <li>창업자 건강 악화</li> <li>해외사업 규모 확장에 따른 글로벌 경영체계 도입</li> <li>베트남 및 주요 사업 국가에서의 사업 시너지 고려</li> </ul>

자료: 유진투자증권

## 기업 승계 포기 PEF를 활용한 사례: 농우바이오

기업명	농우바이오(2013년)
주요 제품	종자 및 묘목
인수자	농협
주요 연혁	<ul style="list-style-type: none"> <li>1981년 농우종묘社 설립</li> <li>1993년 여주 육종연구소 설립</li> <li>2002년 코스닥 상장</li> <li>2012년 해외 종자수출 1,500만달러 달성</li> <li>2013년 한국 정부 선정 월드클래스 300 기업</li> </ul>
거래 개요	<ul style="list-style-type: none"> <li>2013년 창업자 고희선 회장 사망 후 장남 고준호 대표 및 유가족들에게 지분상속</li> <li>유가족들에게 1,200억원대에 달하는 상속세 발생</li> <li>농협경제지주는 유가족 상속 지분 45.4%를 2,834억원에 인수</li> <li>인수전 참여 FI-IMM, STIC, 경농 등</li> </ul>
M&A 요인	<ul style="list-style-type: none"> <li>상속세 납부 자금 마련 준비 미비</li> <li>창업주의 해외 자본이 아닌 국내 투자 유치 희망 의지</li> </ul>

자료: 유진투자증권

## 기업 승계 포기 PEF를 활용한 사례: 까사미아

기업명	까사미아(2018년)
주요 제품	가구 및 인테리어 제품 도매
인수자	신세계
주요 연혁	<ul style="list-style-type: none"> <li>1982년 까사미아 설립(압구정 소품가게)</li> <li>2009년 Good Design 본상 수상, 2014년 리빙디자인페어 대상</li> </ul>
거래 개요	<ul style="list-style-type: none"> <li>2018년 국내 가구업계 대형체인화 흐름으로 실적부진 후 매각 결정</li> <li>이현구 전회장을 비롯한 특수관계인 지분 92.4% 1,837억원에 신세계에 매각</li> <li>인수전 참여 SI - 중국업체 / FI-MSPE, SK증권 PE</li> </ul>
M&A 요인	<ul style="list-style-type: none"> <li>경쟁사인 한샘, 에넥스, 이케아 등과의 경쟁에서 격차가 벌어지면서 MS 감소 및 실적 악화</li> <li>높은 공모가로 인한 흥행 실패로 기업공개 철회</li> <li>현대백화점의 리바트 인수가 성공하며 신세계의 M&amp;A 유인 발생</li> </ul>

자료: 유진투자증권

# 참고) PEF의 밸류업 테크닉 ② 비상장 전환 및 기업승계

## 기업승계와 비상장 전환

- 최근 제조업 기업들의 생산시설이 지방에 집중되는 경우가 많고 3~4세대의 승계 의지가 낮아지며 1) M&A를 하거나 2) 기업 승계 과정에서 PEF를 활용하는 사례가 증가. 예를 들어, 60% 지분은 가족에게, 40% 지분은 PEF에 매각하여 기업가치 상승 후 공동 매각을 통해 차익 실현. 이 경우 상속세 절감 및 기업가치 훼손을 방지할 수 있으며, 기업 지배구조의 안정성까지 확보 가능. 또한 상장기업이 적대적 M&A를 피하기 위해 비상장 기업으로 전환 시 PEF를 활용. 이 경우 자금 조달 및 기업 경영 안정성 확보가 가능하며, 공개매수를 통한 지분 안정화도 가능
- 이렇듯 국내 기업들은 사모펀드를 기업 승계 및 비상장 전환 전략의 중요한 파트너로 활용. 기업이 국가 경제에 미치는 역할을 볼 때, 경영자의 기업 승계가 단순 개별 기업의 문제가 아니라 고용 등 사회적으로도 중요한 이슈라는 점, 기업 승계가 제대로 이루어지지 않으면 기업의 독자 기술이 사장될 우려 등 대의적 명분은 충분. 다만, 기업의 본질인 영업가치 개선 보다 비상장 전환 등 기술적 기법에 한정된다는 점에서 PE의 자질에 대한 논란은 피할 수 없을 전망

쌍용C&E 주가 추이



자료: Quantwise, 유진투자증권

락앤락 주가 추이



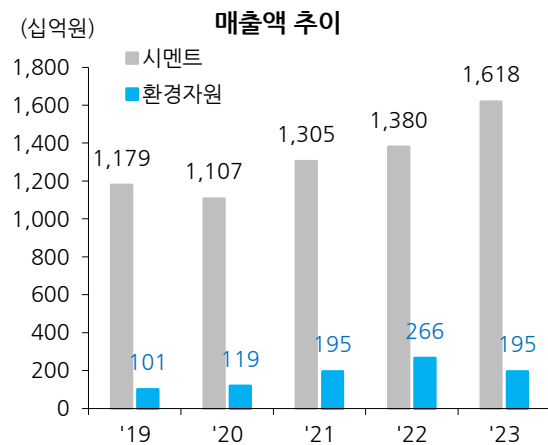
자료: Quantwise, 유진투자증권

# 참고) PEF의 밸류업 테크닉 ③ 볼트온 전략

## 한앤컴퍼니의 쌍용C&E 밸류업 볼트온 전략: 시멘트 본업 강화 + 순환자원 사업 확장 + 본업과 관련 없는 자회사 매각

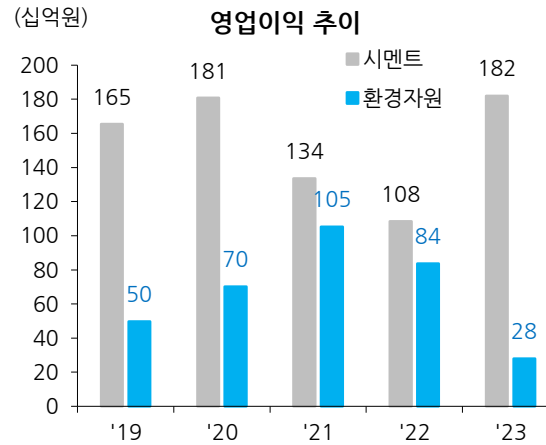
- 한앤컴퍼니의 쌍용C&E 경영 전략은 크게 세가지. **1) 시멘트 본업 집중 및 수직계열화, 2) 환경자원 사업(폐기물 수탁/가공/공급) 확장 및 3) 본업과 큰 관련 없거나 마진이 높지 않은 자회사 매각**
- 1) 시멘트 본업 집중 및 수직 계열화:** 쌍용C&E는 2017년 한앤컴퍼니가 가지고 있던 대한시멘트(자회사: 대한슬래그)를 인수하여 친환경 시멘트 수요에 대응
- 2) 환경 자원 사업:** 시멘트 업계는 폐기물을 소각하며 처리비도 받고 유연탄 구입비도 절감 가능. 쌍용C&E는 그동안 성광이엔텍, 태봉산업, 삼호환경기술 등의 다양한 폐기물 수집, 처리 업체를 인수하여 영업이익을 질적으로 개선시킴
- 3) 본업과 큰 관련이 없거나 마진이 높지 않은 자회사 매각:** 쌍용C&E는 2023년 100% 자회사였던 쌍용레미콘을 정선골재 그룹 계열사에 매각. 그 외에도 쌍용머티리얼 매각 및 쌍용정보통신 주식 현물배당 등을 통해 관련 없는 종속회사를 청산해왔음

쌍용C&E 부문별 매출액 추이



자료: DART, 유진투자증권  
 주: 쌍용C&E 매출액 내 환경자원 비중은 9~10% 내외 (1,900~2,000억원)

쌍용C&E 부문별 영업이익 추이



자료: DART, 유진투자증권  
 주: 환경자원의 영업이익 내 비중은 15~40% 수준. 환경자원 OPM은 15~60% 내외로 변동(vs 시멘트 5~15% 내외)

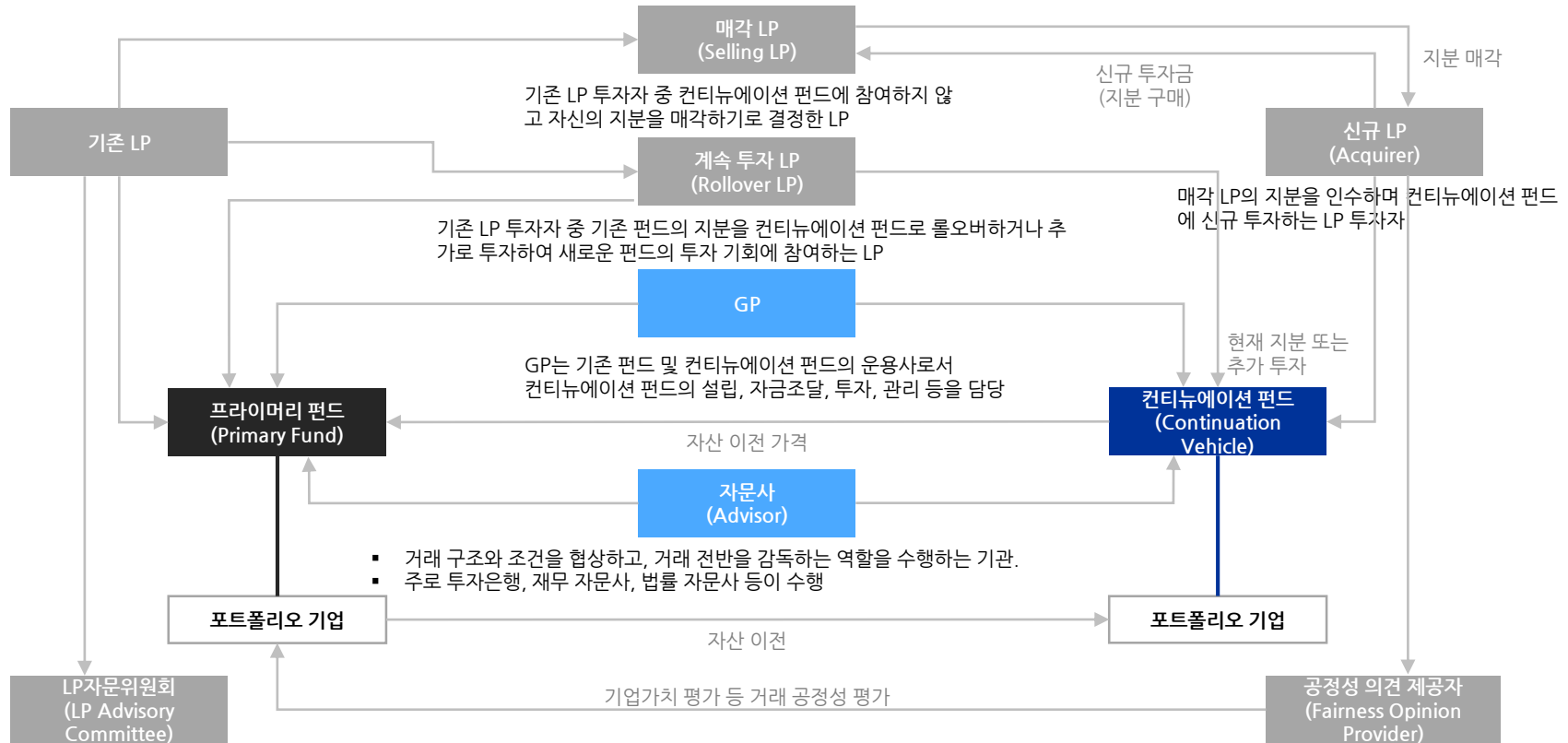
쌍용C&E 주요 자회사 매각/인수

시기	내용
2016/10	쌍용로지스틱스 설립 후 쌍용해운 하역부문 영업양수도
2016/11	석유 유통/판매 사업 분할하여 쌍용에너지 신설 후 극동유화에 지분 매각
2017/02	쌍용C&E가 쌍용자원개발, 쌍용해운 흡수합병
2017/03	유니온에 쌍용머티리얼 지분 매각(종속회사에서 제외)
2017/04	쌍용정보통신 주식 현물 배당(종속회사에서 제외)
2017/08	대한시멘트 지분 100% 인수
2021/03	그린에코솔루션 설립
2021/06	SRF 업체 KC에코물류 인수(現 그린에코사이클)
2021/07	폐기물 수집/처리 업체 성광이엔텍 인수(現 그린에코넥서스)
2021/10	폐기물 처리 업체 태봉산업 인수(現 그린에코김해, 그린에코사이클 100%)
2022/02	SRF 업체 삼호환경기술 인수(그린에코넥서스에 흡수 합병)

자료: DART, 언론보도, 유진투자증권

# 참고) PEF의 밸류업 테크닉 ④ 컨티뉴에이션 펀드

- 과거에는 PEF 만기 도래 전 LP들이 유동성 회수를 위해 펀드 내 출자지분을 매각했으나, 최근에는 경기 침체로 투자 자산 회수가 어려움. GP는 우수한 자산을 보유하고 **기존 LP는 수익을 확정 시킨 후 새로운 투자자를 확보하는 컨티뉴에이션 펀드가 유행 중** → 만기 시 GP는 유지하고 신규 LP를 모집해 새로운 펀드를 설정하고 자산을 이전. 펀드 이전 과정에서 새로운 지분을 투자할 수 있으며, **유리한 조건으로 재협상할 수 있는 옵션도 가능.** 다만, 이는 PE가 목표로 하는 수익을 달성하기 위한 임시방편에 불과하며, 기업의 본질인 영업가치 개선과는 거리가 있는 부분
- 컨티뉴에이션 펀드 구조**



- LP자문위원회는 LP자문위원회에 참여하는 LP이며, LP대표는 일반적으로 펀드에서 가장 많은 지분을 출자한 LP가 맡고, LP자문위원회 의장을 수행
- GP가 적절한 업무를 수행하는지 감독하는 등 LP의 이익을 대변

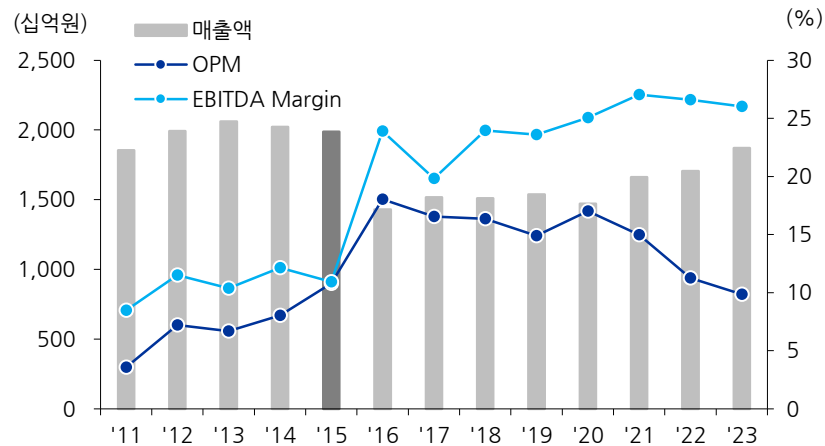
- 독립적으로 포트폴리오 기업의 가치평가, 거래 조건의 LP의 이익 부합 여부 검토 등 거래의 공정성을 평가하는 역할 수행
- 일반적으로 회계법인, 투자은행, 재무 자문사 등이 수행

# 참고) PEF의 밸류업 테크닉 ④ 컨티뉴에이션 펀드

## 한앤컴퍼니의 쌍용C&E 인수와 컨티뉴에이션 펀드 설정

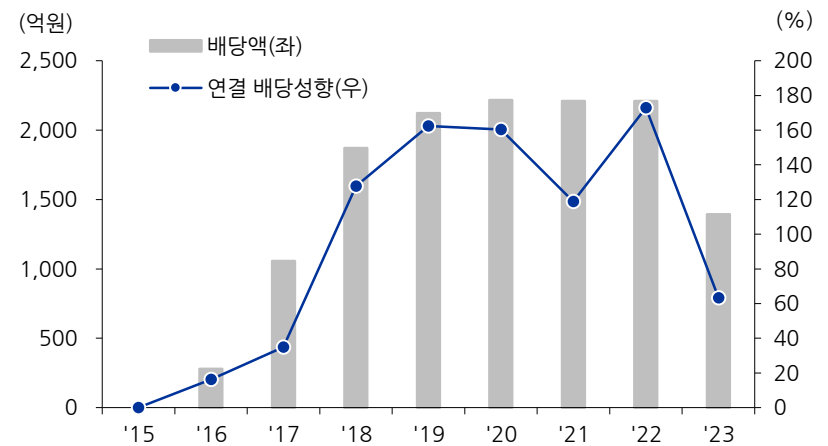
- 한앤컴퍼니는 2010년 설립된 사모펀드로, 설립 초기인 2012년부터 슬래그 시멘트 제조회사 대한시멘트, 한남시멘트(前 유진기업 광양공장)를 인수하고, 부실지분으로 나온 쌍용양회의 지분 9.34%를 인수. 이후 2014년 포스화인, 쌍용C&E, 쌍용양회를 인수하여 쌍용C&E로 통합. 이와 같은 지분매각, 자회사 매각, 그리고 배당('15년 이후 누적 배당액: 1.4조원)을 통해 자본 회수
- 한앤컴퍼니는 15억달러 규모의 컨티뉴에이션 펀드를 조성해 투자자를 교체. 지분 77.7%를 보유한 SPC 주주를 기존 한앤컴퍼니 2호 펀드에서 컨티뉴에이션 펀드로 교체.** 이 중 4.5억달러는 한앤컴퍼니 3호 펀드가 투자하고 5억 달러는 콜러캐피탈, 골드만삭스 등 해외 투자자가 나머지 5억달러는 미래에셋증권, 교직원공제회, 농협중앙회 등 10곳 내외의 기관 투자자가 투자. 한앤컴퍼니는 컨티뉴에이션 펀드를 통해 조기에 수익을 일부 실현할 수 있었으나, 건설 경기 침체와 시멘트 업종의 하락 사이클로 장기 성과는 담보하기 어려움

쌍용C&E 연결 매출액, OPM, EBITDA Margin



자료: DART, 유진투자증권

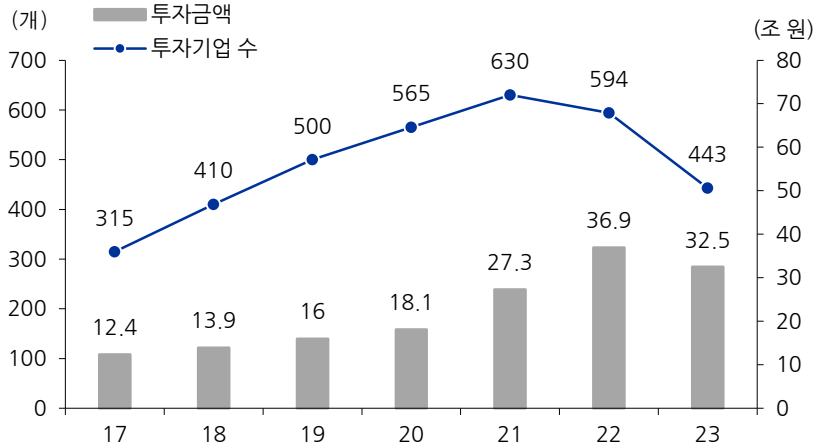
2015년 이후 쌍용C&E의 배당액과 배당성향 추이



자료: DART, 유진투자증권

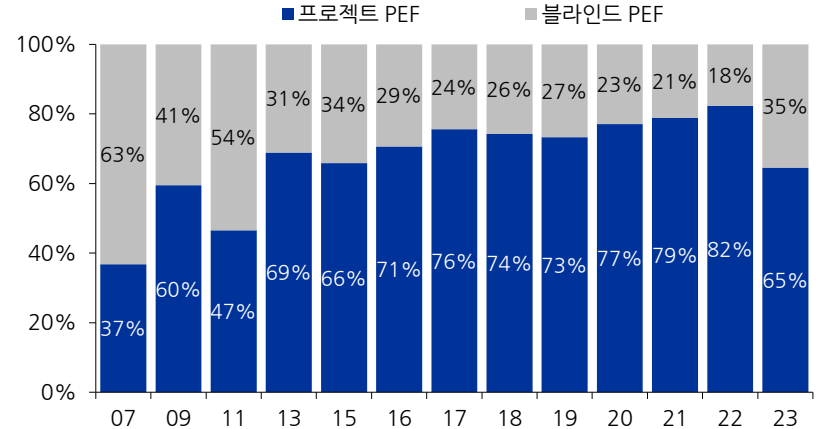
# 참고) 국내 PEF 현황 ①

국내 PE 투자금액



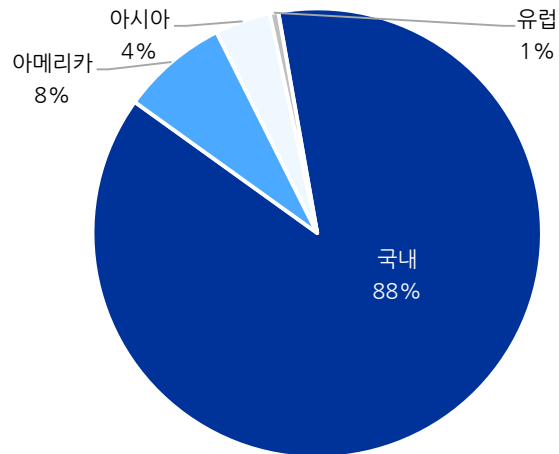
자료: 금융감독원, 유진투자증권

한국 PE는 연기금이 출자를 주도해 프로젝트 PEF 비중이 높음



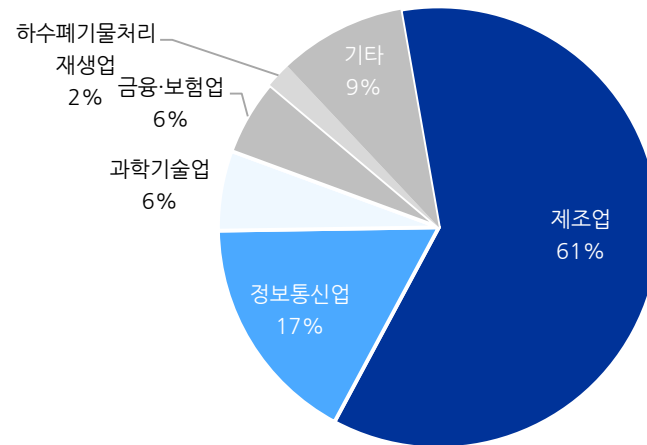
자료: 금융감독원, 유진투자증권

지역별 투자 비중: 국내 투자에 집중



자료: 금융감독원, 유진투자증권

업종별 투자 비중: 제조업이 61%로 가장 높음



자료: 금융감독원, 유진투자증권

## 참고) 국내 PEF 현황 ②

한국의 주요 PE사(GP 기준)

No	회사명	설립연도	펀드개수(개)			약정액(조 원)		
			'20	'21	'22	'20	'21	'22
1	한앤컴퍼니	2010	16	16	17	8.1	8.8	11.0
2	MBK파트너스	2005	17	13	11	13.7	11.2	10.7
3	IMM프라이빗에쿼티	2006	21	24	24	5.5	6.0	5.5
4	IMM인베스트먼트	1999	21	23	21	3.6	5.3	5.2
5	스틱인베스트먼트	1999	9	11	12	3.2	4.3	4.4
6	연합자산관리(UAMCO)	2009	23	25	22	3.3	3.6	3.3
7	한국투자프라이빗에쿼티	2010	10	12	15	2.0	2.2	3.0
8	한국산업은행	1954	10	8	9	2.5	2.8	3.0
9	SKS프라이빗에쿼티	2005	12	14	14	2.3	2.7	2.8
10	소프트뱅크벤처스	2000	3	5	5	0.1	0.4	2.4
11	맥쿼리자산운용	2000	4	4	5	1.7	2.2	2.4
12	JKL파트너스	2001	5	5	6	1.3	2.0	2.3
13	스톤브릿지캐피탈	2008	7	7	11	1.5	1.6	2.3
14	VIG파트너스	2005	15	18	19	1.8	2.1	2.2
15	스카이라이크에쿼티파트너스	2019	4	4	7	1.1	1.1	1.9
16	중소기업은행	1961	12	12	13	1.5	1.6	1.7
17	크레센도에쿼티파트너스	2012	8	12	11	0.6	1.7	1.7
18	글랜우드프라이빗에쿼티	2014	5	5	4	1.5	1.7	1.6
19	에스지프라이빗에쿼티	2012	4	4	7	1.0	1.0	1.5
20	E&F프라이빗에쿼티	2014	9	8	9	0.8	1.2	1.5

자료: 금융감독원, PwC, 유진투자증권

# 참고) 국내 PEF 현황 ③

## 국내 대기업 관련 주요 PEF 투자 사례

대기업	주요 내용
두산	<ul style="list-style-type: none"> <li>2008년 두산테크팩 지분 100%를 MBK파트너스에 약 4,000억원에 매각</li> <li>2009년 두산DST·한국우주항공, SRS코리아·삼화왕관 사업부 49%를 미래에셋-IMM PE에 7,808억원에 매각</li> <li>2011년 IMM, 미래에셋, 하나대투PE에 두산인프라코어 중국법인(DICC) 지분 20%를 3,800억원에 매각</li> <li>2011년 두산산업차량 지분 49%를 스탠다드차타드 PE에 1,345억원에 매각</li> <li>2014년 두산중공업 우선주 지분 10%를 KDB-트리니티 PE 컨소시엄에 3,730억원에 발행</li> <li>2015년 두산밥캣 신주 19.8%를 갤럭시제일차(유), 한화인베스트먼트 PE 등에 7,050억원에 발행</li> <li>2016년 두산인프라코어 공작기계사업부를 MBK파트너스에 1조 1,300억원에 매각</li> </ul>
금호	<ul style="list-style-type: none"> <li>2010년 금호생명을 KDB PE-칸서스자산운용에 6,500억원에 매각</li> <li>2010년 금호렌터카를 KT-MBK파트너스 컨소시엄에 3,000억원에 매각</li> <li>2011년 대우건설을 KDB PE에 3조 3,000억원에 매각</li> <li>2011년 금호고속(100%), 서울고속버스터미널(38.7%), 대우건설(12.3%)을 IBK증권-케이스톤 PE 컨소시엄에 9,500억원에 매각</li> </ul>
현대	<ul style="list-style-type: none"> <li>2014년 현대로지스틱스를 오릭스PE에 6,000억원에 매각 및 현대상선 LNG선 사업부를 IMM PE에 5,000억원에 매각</li> <li>2016년 현대부산신항만 지분 50%-1주를 3,300억원에 IMM 인베스트먼트에 매각</li> <li>2016년 현대상선 벌크사업부를 1,198억원에 한앤컴퍼니 PE에 매각</li> </ul>
SK	<ul style="list-style-type: none"> <li>2005년 SK E&amp;S 지분 49%를 3,439억원에 맥쿼리 PE에 매각</li> <li>2012년 SK인천석유화학 우선주 32%를 8,000억원에 신한-스톤브릿지 PE에 발행</li> <li>2015년 평택 김천 전북에너지서비스를 하나대투증권PE에 7,020억원에 매각(코오롱그룹과 공동매각)</li> <li>2018년 SK엔카닷컴 49% 지분을 한앤컴퍼니 PE에 2,200억원에 매각</li> <li>2018년 SK해운 신주 71.4%를 한앤컴퍼니 PE에 1조 5,000억원에 발행</li> </ul>

자료: 자본시장연구원, 유진투자증권

## 참고) 국내 PEF 현황 ④

### 국내 대기업 관련 주요 PEF 투자 사례

대기업	주요 내용
동부	<ul style="list-style-type: none"> <li>2013년 동부팜한농 지분 51.5%를 스틱인베스트먼트 등 PEF 컨소시엄에 3,500억원에 매각</li> <li>2014년 동부익스프레스를 KTB PE와 큐캐피탈에 3,000억원에 매각</li> <li>2016년 회생기업 동부건설을 키스톤 PE가 2,060억원에 인수</li> <li>2019년 회생기업 동부제철 신주 71.9%를 액터스PE-KG그룹 컨소시엄이 3,600억원에 인수</li> </ul>
현대중공업	<ul style="list-style-type: none"> <li>2017년 라한호텔 100% 지분을 한앤컴퍼니 PE에 2,000억원에 매각</li> <li>2017년 현대삼호중공업 신주 15.2%를 IMM PE에 4,000억원에 발행</li> </ul>
한화	<ul style="list-style-type: none"> <li>2017년 한화 S&amp;C 지분 44.6%을 STIC PE 컨소시엄에 2,500억원에 매각</li> </ul>
롯데	<ul style="list-style-type: none"> <li>2015년 롯데렌탈 주식 19.6%를 미래에셋 PE에 1,980억원에 매각</li> <li>2017년 롯데글로벌로지스 주식 32%를 메디치인베스트먼트에 2,960억원에 매각</li> <li>2019년 롯데카드 지분 79.8%를 MBK파트너스에 1조 3,810억원에 매각</li> <li>2019년 롯데손해보험 지분 53.6%를 JKL파트너스에 3,700억원에 매각</li> </ul>
한진	<ul style="list-style-type: none"> <li>2013년 한진부산컨테이너터미널 지분 50%를 IMM 인베스트먼트에 2,800억원에 매각</li> <li>2014년 한진해운화물전용선 사업부를 한앤컴퍼니 PE에 약 5,500억원에 매각</li> </ul>
웅진	<ul style="list-style-type: none"> <li>2014년 웅진코웨이를 MBK파트너스에 1조 2,000억원에 매각</li> <li>2014년 웅진식품을 한앤컴퍼니 PE에 1,150억원에 유상증자 방식으로 매각</li> </ul>
동양	<ul style="list-style-type: none"> <li>2014년 동양매직을 NH-글랜우드 PE에 2,800억원에 매각</li> </ul>
STX	<ul style="list-style-type: none"> <li>2015년 회생기업 팬오션을 하림그룹(58%)-JKL PE(20%) 컨소시엄이 1조 500억원에 인수</li> </ul>
대한전선	<ul style="list-style-type: none"> <li>2015년 회생기업 대한전선 지분 71.5%를 IMM PE가 3,000억원에 인수</li> </ul>
쌍용양회	<ul style="list-style-type: none"> <li>2016년 회생기업 쌍용양회 지분 32.4%를 한앤컴퍼니 PE가 4,548억원에 인수</li> </ul>

자료: 자본시장연구원, 유진투자증권

---

# 02

## 기존 PEF 전략 성공 사례

해외 매출 성장 + 리스방식 변경 + 배당성향 확대를 통해 성공적 매각을 한 코웨이를 중심으로

# MBK파트너스의 포트폴리오와 전략

## 코웨이 1.2조원에 인수 후 배당 포함 1.5조원 차익으로 엑시트

- MBK파트너스는 한국 시장에서 코웨이, 오렌지라이프, 오스텀임플란트 등 다양한 투자를 집행
- **핵심 사업 집중:** 비핵심 사업을 매각하거나 중단하고, 자원을 기업의 주요 역량에 집중
- **비용 효율화:** 인수 초기 단계에서 운영 비용의 비효율적인 요소를 제거. 유통망 간소화, 중복된 조직 통합, 디지털화를 통한 관리비용 절감
- **성과 중심 체계 도입:** 주요 공급망 파트너와의 협력을 성과 지표(KPI)에 따라 평가하고, 협력 수준을 강화
- 코웨이, 오렌지라이프, 두산기계, 대성가스 정도가 투자 성공 사례이며, 당사는 현재 상장사인 코웨이를 주요 Case로 선정하고 분석

## MBK의 포트폴리오: 투자 성공 사례는 한미캐피탈, 코웨이, 오렌지라이프, 두산기계, 대성가스, 실패 사례는 훔플러스, 네파, 롯데카드

회사명	섹터	투자년도	Exit 년도	인수금액	Exit 금액
한미캐피탈	금융	2006	2007	626억원(35%)	2,700억원(35%)
D'LIVE	방송	2008	-	2조원(94%)	-
KT렌탈	서비스	2010	2012	2,890억원(KT와 지분 50:50)	2,200억원(42%)
★ 코웨이	서비스	2013	2019	1.2조원(31%)	1.7조원(22%), 6,800억원(9%), 배당금 총 3,600억원
네파	소비재	2013	-	9,970억원(94%)	-
오렌지라이프	금융	2013	2017, 2018	1.8조원(100%)	1.1조원(41%), 2.3조원(59%), 배당금 총 7,725억원 수령
훔플러스	유통	2015	-	7.2조원(100%)	-
두산공작기계	산업재	2016	2021	1.1조원(100%)	2.4조원(100%)
대성산업가스	산업재	2017	2020	1.1조원(100%)	2.9조원(100%)
골프존카운티	서비스	2018	-	1,140억원(50%)	-
롯데카드	금융	2019	-	1.4조원(우리은행 컨소시움 80%, MBK지분 60%)	-
동진/경진섬유	산업재	2022	-	7,800억원(100%)	-

자료: 언론 종합, 유진투자증권

# 코웨이 투자 전략: ① 배당성향 확대

## MBK의 매각 차익 극대화 전략

- MBK는 2013년 코웨이의 지분 31%를 1조 1,920억원에 웅진그룹으로부터 인수하였으며, 투자기간 6년 동안 지분 9%를 2회에 걸쳐 6,800억원에 매각, 2019년 잔여 지분을 매각해 총 2조 3,640억원의 대금을 회수. 배당금을 제외하고도 총 1조 1,720억원의 자본이익을 회수
- 1) 기업가치 상승에 실적 영향이 크고 사모펀드의 보상체계가 포트폴리오 회사의 매각차익과 직접 연동되기 때문에 MBK는 코웨이의 매각차익을 높이기 위해서 일반적인 영업개선 활동 외에 추가로 이익조정을 통해 단기적으로 이익을 높이는 전략 추진
- 2) 해외 사업은 공격적인 마케팅을 바탕으로 말레이시아 법인 실적 매출액 2016년 1,430억원, 영업이익 67억원(OPM 5%)에서 2019년 매출액 5,263억원, 영업이익 756억원(OPM 14%)으로 증가

### 코웨이 매각 차익 분석

년도	진행상황	지분변화	금액(십억원)
2013년 1월	투자	31%	-1,192
2017년 5월	부분 매각	-4%	370
2018년 9월	부분 매각	-4%	311
2019년 3월	Exit	-22%	1,683
2013~2018	배당금	-	358
합계			1,530

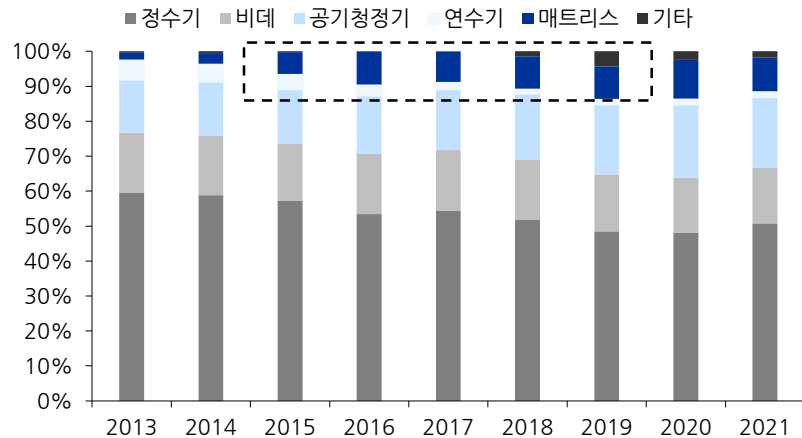
자료: 유진투자증권

# 코웨이 투자 전략: ② 회계 방식 변경으로 외형 성장

## 국내 렌탈 사업 1위 코웨이

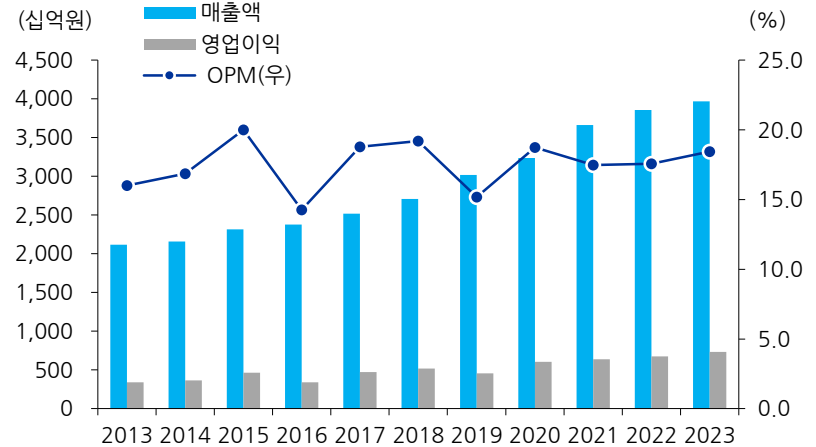
- 2013년 인수 당시 코웨이 매출액은 2.1조원, 영업이익 3,390억원 (영업이익률 16%), 당기순이익 2,451억원이며, 제품별 믹스는 정수기 60%, 비데 17%, 공기청정기 15%, 매트리스 2%
- 2019년 매각 당시 코웨이 매출액은 3.0조원, 영업이익 4,583억원 (영업이익률 15%), 당기순이익 3,322억원이며, 제품별 믹스는 정수기 51%, 비데 17%, 공기청정기 21%, 매트리스 10%
- 대기업인 SK매직, LG전자의 성장세가 가파른 가운데 공기청정기와 매트리스 등 **비정수기 매출액 증가**. 특히, **매트리스의 매출액 비중이 급격히 늘어나는 것이 특징적**

### 렌탈 매출액 내 제품별 믹스: 매트리스의 성장세가 부각됨



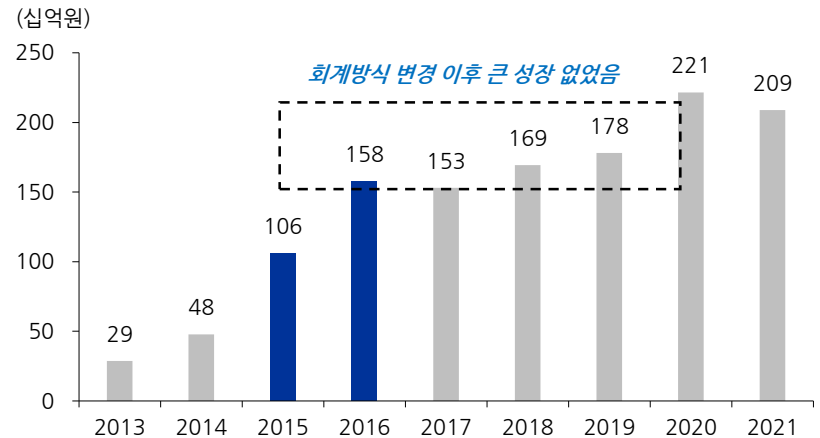
자료: 코웨이, 유진투자증권

### 코웨이 매출액, 영업이익 추이: 외형 성장에 주력



자료: 코웨이, 유진투자증권

### 매트리스 렌탈 매출액 추이: 인수 후 2015년부터 매출액 급증



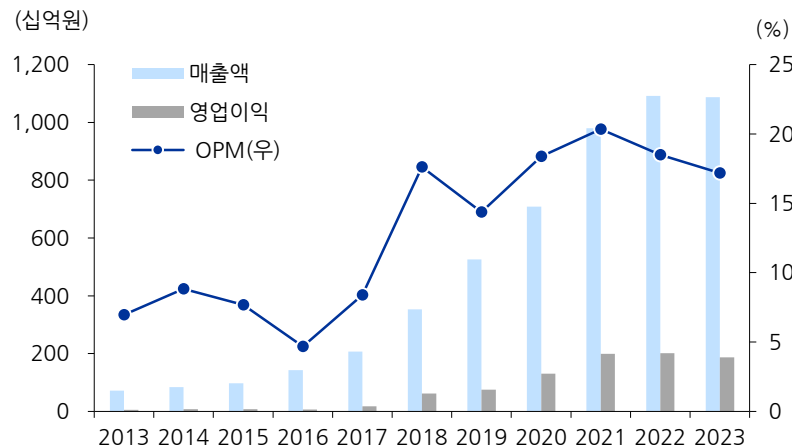
자료: 코웨이, 유진투자증권

# 코웨이 투자 전략: ③ 해외 중심의 외형 성장

## 말레이시아를 중심으로 동남아 시장 확대 전략

- 말레이시아는 낙후된 상수도로 수도물에 석회가 섞여 나와 식수가 부족한 국가 → 국민 대부분은 정수기에 의존
- 현지 정수기 업체들은 제품 판매 후 사후 관리를 하지 않아 소비자들이 직접 필터를 교체하거나 관리
- 코웨이는 MBK 인수 전 2007년 말레이시아에 처음 진출했으며, 최초로 렌탈 시스템과 코디 서비스 도입
- 전체 인구 70%를 차지하는 무슬림 고객을 타겟으로 할랄(HALAL) 인증 도입
- 현지인들이 온수를 자주 마시는 것에 착안해 냉수, 정수 외에 온수 전용 출수구가 있는 모델 출시
- 정수기 시장점유율 확대에 맞춰 공기청정기, 비데, 매트리스, 안마의자, 에어컨으로 품목 확대

### 말레이시아 법인 실적 추이



자료: 코웨이, 유진투자증권

### 현지화를 위한 온수 전용 출수구가 있는 모델 출시



자료: 코웨이, 유진투자증권

# 코웨이 투자 전략: ④ 회계 방식 변경으로 수익성 개선

## 매각 차익 극대화 전략

- 매각 차익을 구분한 결과, **EBITDA 증가(56%), 멀티플 상승(29%), 기타 결합 효과(15%)**가 복합적으로 작용
- 2015년 3분기, 매트리스 렌탈 계약을 운용리스에서 금융리스로 변경. 이를 통해 매출 인식 방식을 바꿔, 제품 매출의 60%를 계약 시작 시점에 일시에 인식 → 이 변경은 **실질적인 현금흐름 변화 없이 EBITDA를 증가시킴**
- 특별한 매트리스 신제품이 출시된 것도 아닌 상황에서 기존 제품 고객과 계약조건 수정을 통해 의무사용 기간을 늘림으로써 금융리스로 회계처리를 변경. **고객 이탈을 막기 위해서 월 렌탈료를 인하해주며 의무 사용 기간을 늘림**

### 실적 개선, 멀티플 확대로 Equity value 3.7조원 증가

	2011	2018	차이
매각대금 (십억원)	1,192	1,683	
지분율 (%)	30.9	22.2	
<b>Equity value (십억원)</b>	<b>3,858</b>	<b>7,591</b>	<b>3,734</b>
EBITDA (십억원)	441	678	237
Multiple (배)	8.7	11.2	2.4

자료: 유진투자증권

## 2015년 3분기 리스방식 변경

	과거	신규
계약 기간	3년	5~6년
케어 서비스	4개월에 한번	4개월에 한번 & 3년마다 토퍼 교체
의무 기간	26개월	60~72개월
월 요금	운용리스	금융리스
매출 인식	매월 요금을 매출액으로 인식	계약 시점에 전체 리스료의 60% 인식 케어 서비스를 4개월에 한번씩 인식(40%)

자료: 유진투자증권

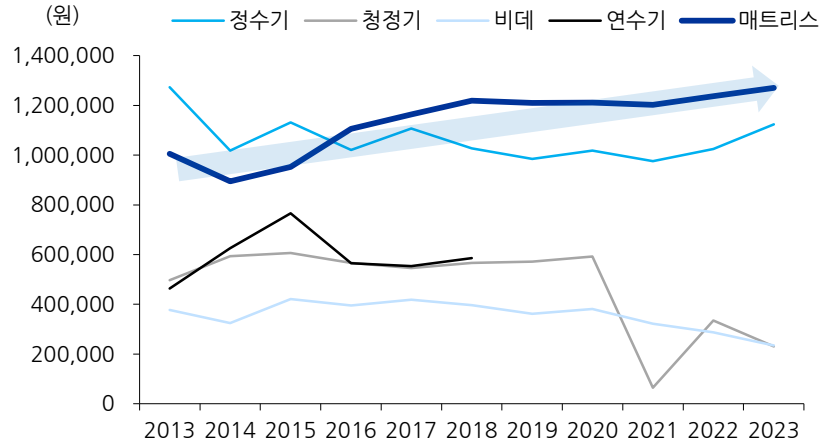
### EBITDA +2,370억원 중 리스 변경 +365억원

	EBITDA (십억원)	Multiple (배)	Equity value (십억원)
<b>실적 효과</b>	<b>237</b>	<b>8.7</b>	<b>2,073</b>
멀티플 효과	441	2.4	1,080
기타 합병 효과			580
<b>합계</b>			<b>3,734</b>

자료: 유진투자증권

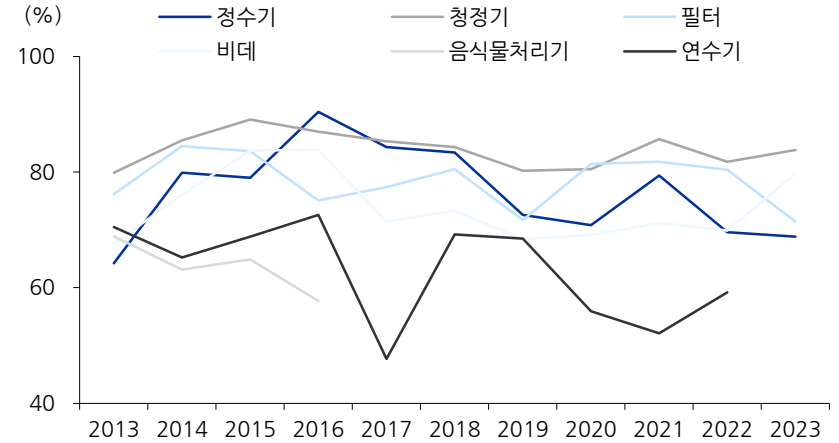
# 배당성향 상향과 회계방식 변경으로 매각 차익 극대화

제품별 단가 추이: 매트리스 평균판매단가 지속 증가



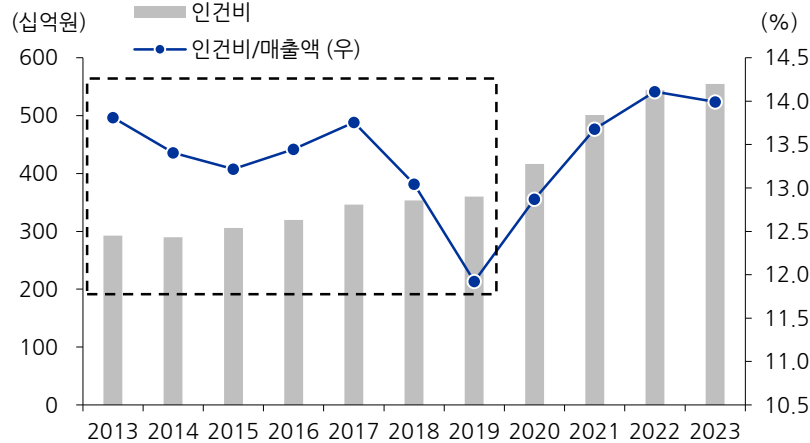
자료: 코웨이, 유진투자증권

제품별 가동률 추이: 연수기를 제외하고 생산량 증가 無



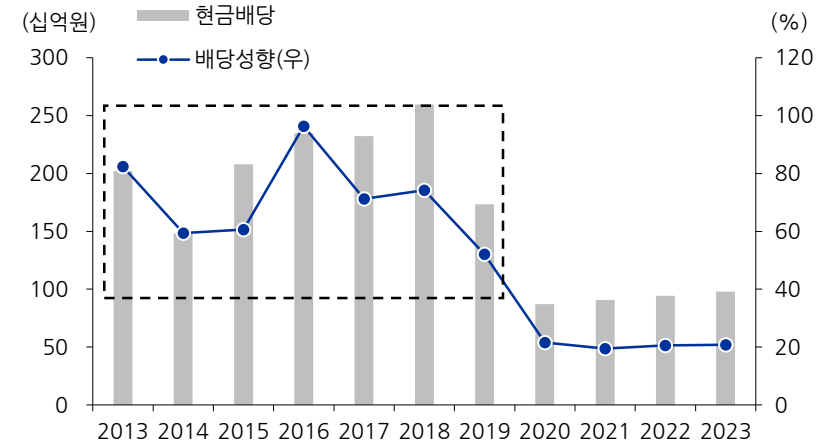
자료: 코웨이, 유진투자증권

인건비 추이: 렌탈업 특성상 외형성장과 유사한 규모로 인건비 통제



자료: 코웨이, 유진투자증권

코웨이 배당금 추이: 배당성향 50~96%로 상향해 3,600억원 회수



자료: 코웨이, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

---

# 03

## 기존 PEF 전략 실패 사례

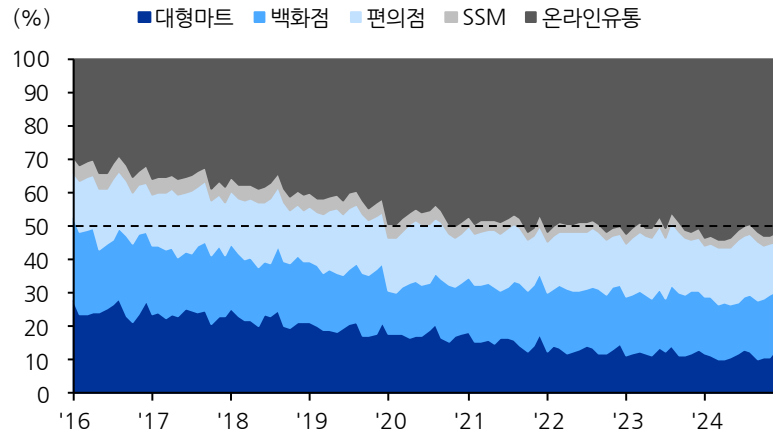
LBO의 대표적인 사례이자 실패로 기억될 홈플러스를 중심으로

# LBO의 실패 사례: MBK파트너스의 홈플러스 인수

## MBK파트너스의 대규모 차입 인수

- MBK파트너스는 2015년 영국 Tesco로부터 홈플러스를 기업가치 약 7.2조원에 인수. 인수자금 중 2.7조원을 인수금융으로 조달
- 2015년은 국내 유통업이 전자상거래로 빠르게 재편되기 직전 시기로, 오프라인 매장의 성장성이 둔화되던 환경
- 정부의 유통산업 규제로 대형마트 의무휴업이 도입된 점도 부정적으로 작용
- 그럼에도 ① 안정적 현금 흐름, ② 우량한 부동산 자산 등을 투자 매력으로 보아 인수 결정
- 전략적인 의사결정 집행을 통해 온라인 유통 채널 신사업 추진 등이 빠르게 진행될 필요가 있었으나 전환 시점을 놓쳤으며 손익은 악화 → MBK는 확실한 경영 전략 없이 홈플러스의 자산가치만 보고 투자했다는 비판을 피하기 어려울 전망

국내 유통경로별 M/S: 2015년 인수 이후 대형마트 지속 약세



자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

유통산업발전법 규제 관련 타임라인

연도	내용
2010	전통상업보존구역(전통시장 반경 500m 이내)에 대형마트 및 SSM 출점 제한
2011	전통상업보존구역 지정범위 확대 (전통시장 1km 이내)
2012	심야영업 제한(0~8시), 의무휴업(매월 1~2회) 도입
2013	영업시간 제한 연장(0~10시), 의무휴업일자 명시(월 2회)
2014	대규모·준대규모점포 영업개시 30일 전까지 개설계획 예고 의무
2015	전통상업보존구역 관련 조항 유효기간 연장
2016	대규모·준대규모점포 개설 예고 영업개시 60일 전까지로 강화
2018	대형마트 의무휴업 헌법재판소 합헌 결정

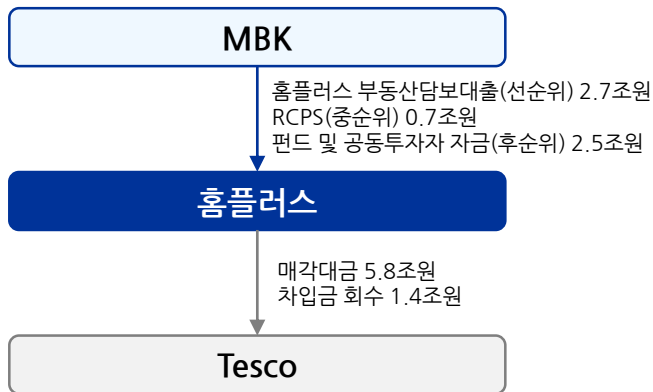
자료: 유진투자증권

# 홈플러스 인수에 사용된 금융 전략

## Leverage of Leverage of Leverage...

- 홈플러스 인수 과정에서 MBK의 금융 전략은 고레버리지로 인수 → 부동산 매각/REITs화로 현금 확보 → 부채 상환 및 배당의 흐름으로 전개
- LBO를 활용한 자금 조달: 6조원 중 약 2.7조원을 차입을 통해 총당. 나머지는 메자닌 펀딩, MBK 펀드 자금 및 글로벌 연기금 및 투자기관(CPIB, Temasek 등)과의 공동 투자를 통해 마련
- Sale & Leaseback 적극 활용: 부천 상동점, 부산 해운대점 등 핵심 점포를 매각 후 다시 임차하는 방식으로 현금 확보 (일부 매장은 매각 후 폐점)
- 지주회사를 통한 취득세 회피: 지주회사를 통한 홈플러스 운영법인 지분 취득 → 홈플러스 부동산 자산에 대한 간주취득세 회피 (후술)
- 인수금융 리파이낸싱: 2019년, 51개 점포를 묶은 REITs 상장을 통해 1.5~1.7조원 조달 시도 (기관 참여 저조로 공모 철회)

### 홈플러스 인수구조



자료: 유진투자증권

### 홈플러스 51개점을 취득·운영하는 REITs 상장을 추진했으나 실패 (한국리테일홈플러스제1호위탁관리부동산투자회사, 2019)

(단위: 백만원)	산식	가치
자기자본	A	2,467,702
사모주 자기자본	B	740,311
공모발행분	C=A-B	1,727,391
공모주식수 (주)	D	354,478,280
주당가액 (원)	E=C/D	5,000
할인율 (%)	F	0.0~9.4
주당 공모가액 (원)	G=E*(1-F)	4,530~5,000

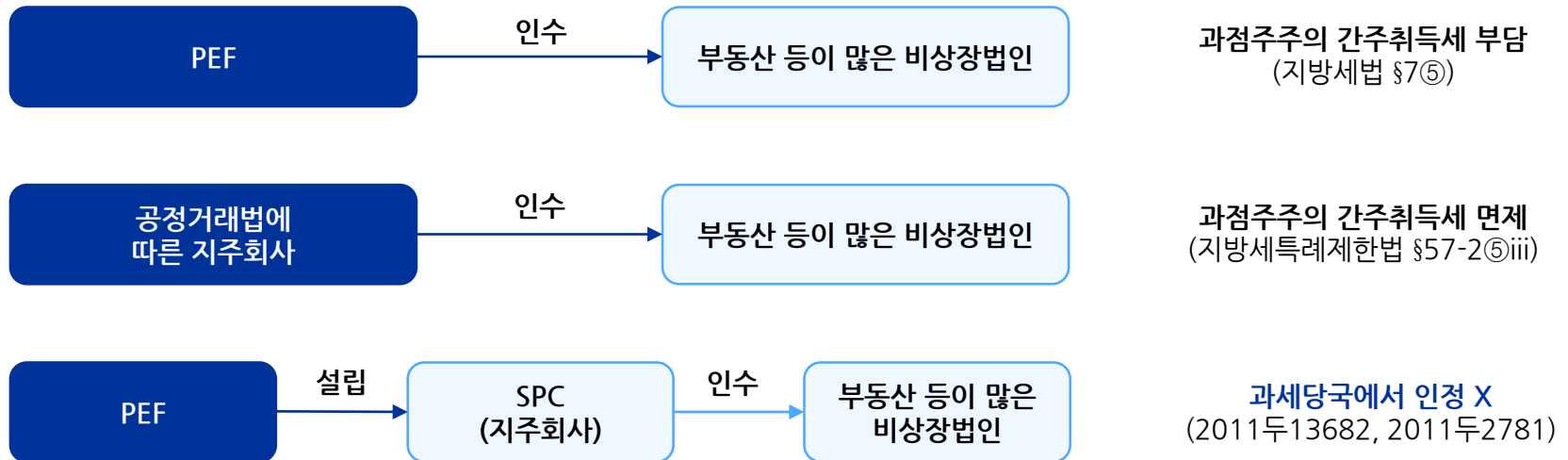
자료: DART, 유진투자증권

# 펀드 수익률을 극대화하기 위한 방법 ① 취득세

## 지주회사를 통한 간주취득세 감면 전략

- 피투자기업이 '보유한 부동산 등이 많은 비상장법인'일 경우에는 기업 인수 시 '과점주주의 간주취득세'를 부담하며, 이는 추가적인 투자비용
- 단, 기업 지배구조 개선을 촉진하기 위하여 '공정거래법에 따른 지주회사'에 대해서는 과점주주의 간주취득세를 면제하는 혜택을 부여
- PEF가 SPC를 설립하여 기업을 인수함으로써 이를 위한 외형적 요건을 충족하는 것은 어렵지 않음
- 그러나, 이러한 방식을 통한 간주취득세 회피 전략을 과세당국에서 인정하지 않았음
- 소송을 거쳐 대법원에서 PEF 또는 SPC가 지주회사인 경우에는 과점주주 취득세 면제 규정을 적용하지 않기로 최종 결정하며 사용이 불가능해진 전략

PEF는 특례규정을 이용하여 조세부담을 회피하려는 유인을 가지나, 이러한 방식은 과세당국에서 인정하지 않음

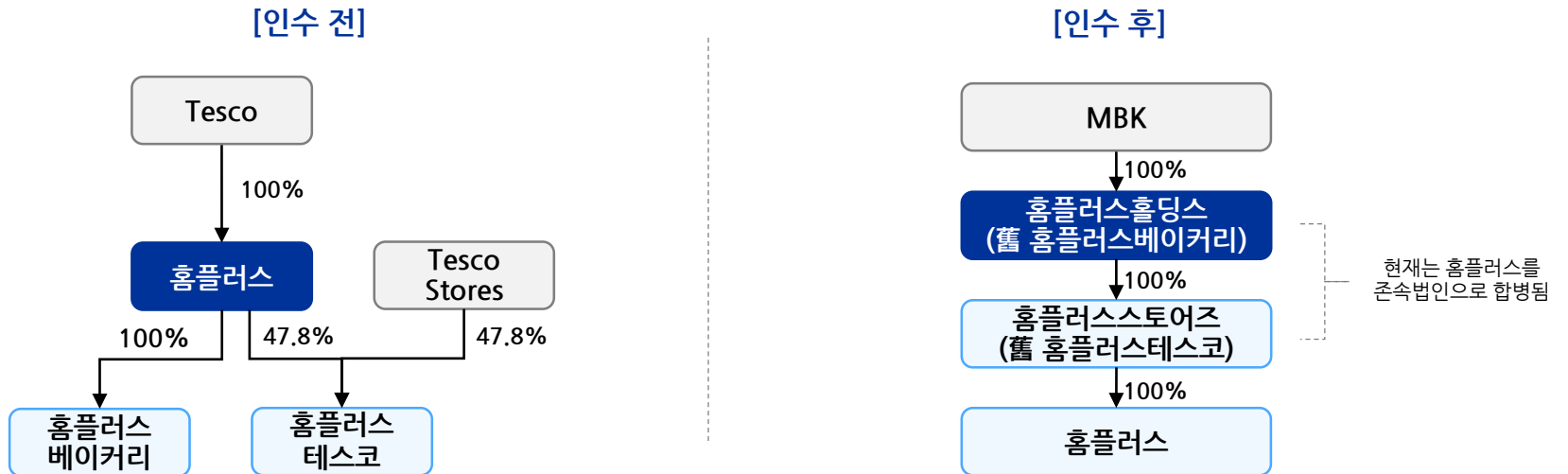


# 펀드 수익률을 극대화하기 위한 방법 ② 지배구조 변화

## MBK의 간주취득세 감면 전략

- SPC 지주회사 설립을 통한 조세전략 사용이 불가능한 상황에서, **MBK는 과점주주의 간주취득세 회피를 위해 새로운 전략을 사용**
  - ① MBK는 일반기업인 자회사 홈플러스베이커리를 우선 인수해 지주회사로 전환
  - ② 홈플러스베이커리는 공정거래법상 지배회사 요건(사업요건+자산총액요건) 충족을 위해 3.1조원 규모 유상증자를 단행하고, 유상증자를 통해 확보한 자금으로 홈플러스테스코를 인수
  - ③ 홈플러스테스코는 유상증자(2.2조원)와 자금차입(3.1조원)을 통해 홈플러스를 인수. 차입을 위해 홈플러스베이커리의 홈플러스테스코 지분 전체, 홈플러스테스코의 홈플러스 지분 전체, 홈플러스테스코 소유 부동산 대부분을 담보로 제공
  - ④ 홈플러스베이커리가 공정거래법상 지주회사의 요건을 충족하며, 지방세특례제한법상의 간주취득세 감면 요건에 해당
- **MBK는 이를 통해 약 720억원의 명시적 세금을 절감 (허철&최원석, 2017)**

### MBK 인수 전후 홈플러스 지배구조 변화

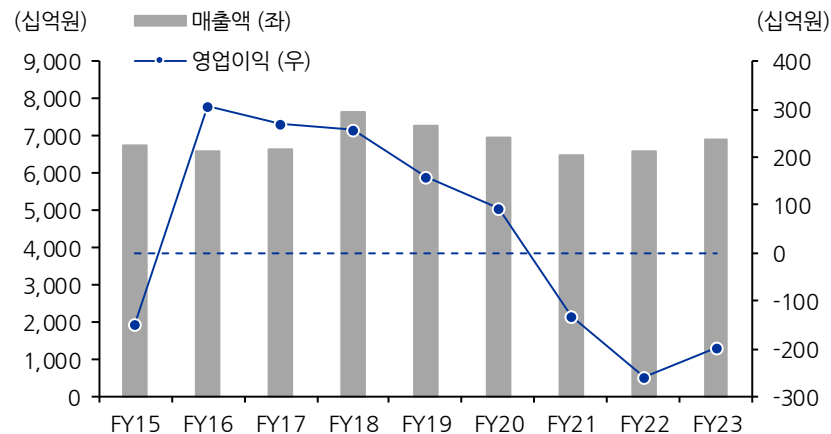


# 펀드 수익률을 극대화하기 위한 방법 ③ 부동산

## 인수 이후 경영 전략과 성과

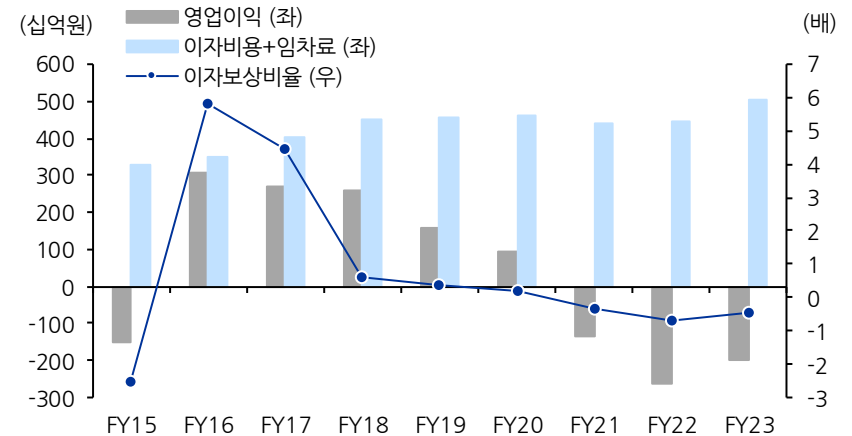
- MBK는 경영에 직접 개입하기보다는 비용 통제와 자산 전략에 관여. 유통 운영보다는 매장 구조조정, 조직 슬림화, 현금흐름 개선에 초점. 반면, 상품 소싱 강화나 점포 리뉴얼 등 본업 경쟁력 제고를 위한 투자는 제한적
- **전략① (부동산 매각 및 임대 전략):** 점포를 처분하며 부채를 상환, 이 과정에서 점포 수가 141개 → 126개로 감소. 매각 후 임차로 전환(Sale & Leaseback)한 매장은 매출은 유지했으나 임차료가 영업이익을 압박하며 수익성을 훼손
- **전략② (사업 구조조정):** 수익성이 낮은 부문을 정리하고 조직 효율화 단행. 편의점 사업을 정리하고 SSM 위주로 재편
- **전략③ (온라인 사업 강화):** 통합 온라인몰을 개편(2019)하고, 네이버와의 장보기 서비스 제휴(2020) 등 e커머스 사업 강화. 그러나 경쟁사 대비 늦은 대응으로 큰 성과는 부재
- **성과: MBK 인수 이후 매출 부진 속 이자비용과 임차료 부담으로 수익성이 크게 악화.** 자산 매각으로 부채비율은 낮아졌으나, 자산 규모와 영업 기반도 함께 축소되며 장기 성장동력을 상실

### 홈플러스 실적 추이



자료: Quantiwise, 유진투자증권  
참고: 홈플러스는 2월 결산법인 (FY2015 = 2015.03~2016.02)

### 홈플러스 이자비용 및 임차료 추이



자료: Quantiwise, 유진투자증권  
참고: 홈플러스는 2월 결산법인 (FY2015 = 2015.03~2016.02)

# 펀드 수익률을 극대화하기 위한 방법 ④ 기업 회생

## MBK의 출구 전략

- MBK는 조속한 엑시트 방안을 출공 모색해 왔음. 2019년 REITs 상장 실패 후에도 본업의 IPO 또는 경쟁사에 매각하는 옵션을 검토했으나 시장 여건 상 불가능했음. **2024년에는 홈플러스 익스프레스(SSM 사업부) 분리 매각을 추진하여 부분적으로라도 투자금을 회수하려 시도**
- 그러나, 2025년 2월 신용등급이 하락되었고 이로 인한 자금 이슈에 대응하고자 기업회생절차 개시를 신청. 기업회생 신청으로 이러한 기존의 엑시트 전략은 사실상 좌초. MBK 입장에서 홈플러스 관련 기대 수익 실현도 불투명해진 상황
- 추가 자금 투입보다는 법정관리를 통한 구조조정을 선택하였으며, **장기적인 사업 의지는 없을 것이라 판단**
- 회수가 불투명한 네파와 홈플러스를 상각해도 **홈플러스 인수에 활용된 3호 블라인드펀드는 수익권 도달이 가능한 것으로 추정(IRR 28 → 15%)**
- 통상 펀드 내 문제 자산이 있더라도 전체 수익률에 영향을 미치지 않으면 빠르게 청산하는 것이 유리하므로 장기 보유보다는 **손실 최소화를 위한 조기 정리의 가능성이 높아지는 중**

### 영업실적 부진 및 과중한 재무부담 지속 → 홈플러스 신용등급 하향

한국신용평가						
구분	기존		2/28~		3/4~	
	등급	Outlook	등급	Outlook	등급	Outlook
기업어음	A3	-	A3-	-	D	-
단기사채	A3	-	A3-	-	D	-

한국기업평가						
구분	기존		2/28~		3/4~	
	등급	Outlook	등급	Outlook	등급	Outlook
기업어음	A3	-	A3-	-	D	-
단기사채	A3	-	A3-	-	D	-

자료: 한국신용평가, 한국기업평가, 유진투자증권

### MBK 3호 블라인드펀드 관련 주요 투자 사례

투자 건	투자	엑시트	성/패	내용
ING생명 (오렌지라이프)	2013	2018	성공	약 1.8조원에 인수 (2017) 지분 40.85%를 IPO로 1.1조원에 매각 (2018) 잔여지분 59.15%를 2.3조원에 매각
대성산업가스	2017	2021	성공	약 1.2조원에 인수 → 약 2.5조원에 매각
두산공작기계	2016	2022	성공	약 1.1조원에 인수 → 약 2.5조원에 매각
아코디아 넥스트 골프	2017	2021	성공	약 8천억원에 인수 → 약 4조원에 매각
네파	2013	-	실패	약 1조원에 인수하였으나 실적악화로 투자손실
홈플러스	2015	-	실패	공동투자 포함 펀드 자금 2.5조원 투입. 그러나 최근 기업회생 절차 돌입

자료: 언론 종합, 유진투자증권

# 실패한 투자 사례로 기억될 홈플러스

## MBK의 투자금 회수 가능성

- 홈플러스가 지배기업에 지급한 배당금(약 1.3조)은 대부분 이자 지급 및 대출금 상환 재원으로 사용, 우선주 투자자(한국리테일투자㈜)에게만 배당(857억원) 및 상환(3,067억원)이 이루어진 것으로 보임
- 기업회생 절차에서 변제의 우선순위는 ① 공익채권, ② 담보부채권, ③ 회생채권, ④ 우선주 투자자 권리, ⑤ 보통주 투자자 권리 순. **투자금보다 우선 순위에 있는 채권은 약 7.5조원 수준으로 추정('24.02 재무제표 기준, 부채총계(8.5조원) - 상환전환우선주부채(1.1조원), 리스부채(3.9조원) 포함)**
- 홈플러스가 보유한 토지 및 건물(장부가액 각각 2.3조원, 1.9조원)을 매각하더라도, 임차조건(Sale & Leaseback) 없이 매각할 경우 건물가치는 제대로 인정받기 어려우며, 채권 변제조차 어려울 것으로 전망. 또한, **PF시장 침체 고려 시 자산매각 자체가 난항을 겪을 가능성이 높음**

### 홈플러스 및 지배기업 배당 경과 (단위: 억원)

배당 지급 기업	배당 수취 기업	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	합계
홈플러스	홈플러스스토어즈	999	6,245	4,885	1,214	-	-	-	-	-	13,344
홈플러스스토어즈	홈플러스홀딩스	260	259	264	264	(2019.12 홈플러스 흡수합병으로 회계자료 없음)					1,047
홈플러스홀딩스	한국리테일투자	214	214	214	214	(2020.02 홈플러스 흡수합병으로 회계자료 없음)					857

자료: DART, 언론, 유진투자증권

주1) 홈플러스가 홈플러스스토어즈에 지급한 배당금은 중간배당 및 연차배당 합계금액

주2) 홈플러스홀딩스는 우선주 주주(한국리테일투자, RCPS)에게만 배당 지급

### 홈플러스의 상환전환우선주(RCPS) 상환 경과 (단위: 억원)

발행기업	RCPS 투자자	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	합계
홈플러스	한국리테일투자	-	-	-	214	1,715	179	243	358	358	3,067

자료: DART, 언론, 유진투자증권

주) 상환전환우선주(RCPS) 미지급이자 포함 잔액 1조 655억원(2024.02 회계자료 기준)

# 재무적, 사회적 대규모 손실 불가피

## 금융권 영향

### ■ 메리츠증권/화재/캐피탈

- 메리츠금융 3사는 작년 5월, 3년 만기 조건으로 홈플러스에 선순위대출 약 1.3조원을 실행
- 홈플러스는 홈플러스의 부동산 및 유형자산을 신탁재산으로 관리 중인 신탁계약의 수익증권을 담보로 제공
- 메리츠금융 3사는 홈플러스 매장 중 60여 곳에 대한 담보권을 보유하고 있으며, 이자 연체 발생 시 담보처분권이 발생
- **선순위(언론 발표자료 기준 LTV 26%, 담보가치 약 5조원)이므로, 담보권 실행 시 대출금 전액 회수 가능성 높음**
- 다만 담보 부동산을 실제 매각하여 현금화하는 데에는 많은 어려움이 따를 전망
- 실제로, 유경PSG자산운용은 홈플러스 점포 3곳의 매각에 난항을 겪어 펀드 만기를 3년 연장 (2025 → 2028)

### ■ 국민연금

- 국민연금은 2015년 MBK의 홈플러스 인수 당시 RCPS 5,826억원, 보통주 295억원, 총 6,121억원을 투자
- 현재까지 리파이낸싱과 배당금 수령으로 3,131억원을 회수
- 미지급이자 누적으로 현재 RCPS 전체 잔액은 1.1조원 수준. 산술적으로 계산 시 이 중 국민연금 보유분은 8,868억원
- **홈플러스가 보유한 채무의 변제조차도 불확실한 상황이므로, 그 보다 후순위인 투자금의 회수는 어려울 전망**

한국리테일투자(SPC)의 RCPS 발행조건: 국민연금은 RCPS 7천억원 중 약 5,800억원을 투자

항목	내용
발행주식수	70,000,000주
발행일	2015.10.22.
주당 발행가액	10,000원
만기일	발행일로부터 5년이 되는 날
전환기간	발행일 이후 상시
배당금	누적적, 비참가적 (우선주 기준가격 기준 연 3%를 보통주에 우선하여 지급. 만기일까지 상환/전환되지 않은 경우 우선배당률을 연6%로 조정)
상환조건	1) 2015.09.07. 체결된 주식양수도계약의 인수금융차입금부채가 전액 상환되었을 것, 2) 회사에 배당가능이익이 있을 것
전환 프리미엄	120%

자료: DART, 언론, 유진투자증권

# 해외 매각 전략이 활용될 가능성

## 향후 시나리오 및 영향

- ①, ③은 공통적으로 기업 존속을 전제로 하지만 전자는 채권단/법원의 관리하에 채무를 경감, 후자는 새 주인을 찾아 정상화한다는 점에서 상이
- ②는 이상적이나 현실성이 낮으며 ④는 큰 사회적 비용을 야기할 것이라 판단
- 이해관계자별로 보면, 채권단은 ②나 ③을 선호하나 이는 인수자나 MBK의 의지에 달린 문제. MBK가 이미 ①로 선회한 만큼 ②는 사실상 선택지에서 제외되었다고 판단. **MBK는 ③을 통해 일부 자금이라도 회수하는 방안을 고려 가능**

## 시나리오별 기대효과, 리스크 및 영향

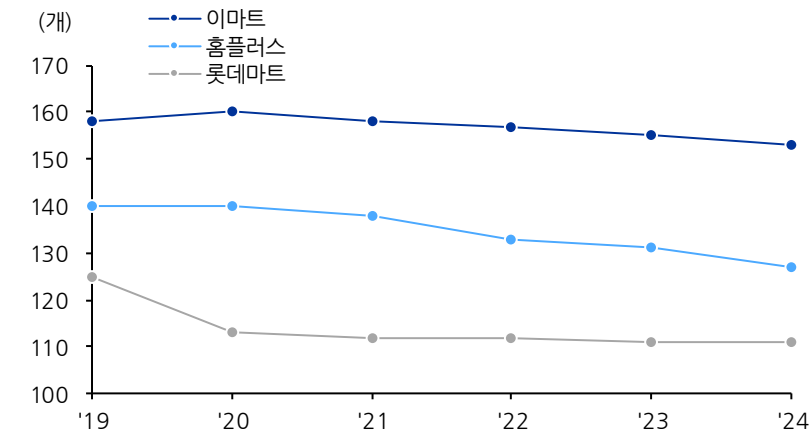
선택지	기대효과	리스크	이해관계자 영향
① 법원 주도 회생	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 채무상환 유예로 유동성 확보</li> <li>• 채무 탕감·조정을 통한 재무구조 개선</li> <li>• 기업 존속 가능성 제고</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 법원 관리로 경영자율성 감소</li> <li>• 회생 불발 시 청산 위험</li> <li>• 구조조정 압박 (인력 삭감 등)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 채권: 담보채권 비교적 안전, 무담보 일부 손실</li> <li>• 주주: 지분 가치 대부분 소멸</li> <li>• 노동자: 고용불안 및 노사갈등 우려</li> <li>• 소비자: 영업 지속으로 영향 적음</li> </ul>
② MBK 추가투자를 통한 재건	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 법정관리 없이 신속한 정상화 시도</li> <li>• 대주주 책임경영으로 신뢰 회복</li> <li>• 사업구조 혁신 추진 용이</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 막대한 자금 부담 (수천억~1조)</li> <li>• 성공 불확실, 실패 시 손실 확대</li> <li>• 가능성 낮음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 채권: 변제율 상승, 회생계획 불필요</li> <li>• 주주: MBK 지분 유지, 그러나 추가비용</li> <li>• 노동자: 고용유지 기대↑ (노조 요구 부합)</li> <li>• 소비자: 영업 지속, 서비스 개선 가능성 존재</li> </ul>
③ 외부 매각	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 신규 자본·전략 도입으로 사업 활력</li> <li>• 경쟁사 인수 시 시너지 및 효율화</li> <li>• 채무변제 재원 마련 (채권 회수)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 인수 후보 부재 (매각 불확실성)</li> <li>• 인수 후 구조조정 가능성 상존</li> <li>• 협상 복잡 (가격, 부채승계 등)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 채권: 인수대금으로 변제, 손실 경감</li> <li>• 주주: 경영권 상실, 일부 회수 기대</li> <li>• 노동자: 인수자에 따라 고용 지속 여부 불확실</li> <li>• 소비자: 독과점 우려</li> </ul>
④ 단계적 청산	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 추가 손실 차단, 자산가치 회수 극대화 시도</li> <li>• 단기 재고 처분으로 현금 확보</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2위 사업자 소멸에 따른 시장충격</li> <li>• 대규모 실업, 협력사 연쇄 피해</li> <li>• 브랜드 가치 소멸, 사회적 비용 발생</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 채권: 담보권자 외 대부분 손실 확정</li> <li>• 주주: 투자 전액 손실 (MBK 완전 손실)</li> <li>• 노동자: 전원 해고 (대규모 실업)</li> <li>• 소비자: 선택지 축소, 경쟁 감소</li> </ul>

# 해외 매각 전략이 활용될 가능성

## 매각 가능성과 잠재적 인수 후보

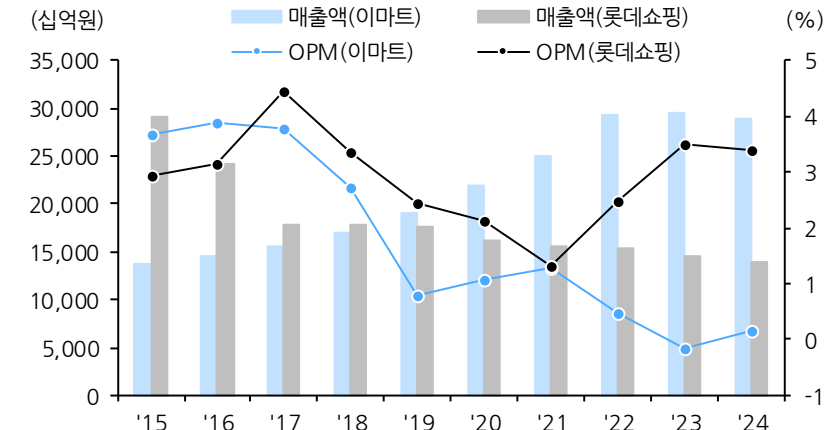
- 홈플러스 전체 매각 시 유력 인수 후보는 국내 경쟁 대형마트로, 홈플러스 인수를 통한 점포 수 확대로 단번에 업계 지위 강화 가능. 특히, 롯데마트는 홈플러스(2위)를 통째로 인수 시 이마트(1위)와 대등한 수준으로 올라서는 것이 가능
- 그러나, 이는 **공정위의 독과점 심사를 통과하기 어려울 전망이다**, 일부 점포 매각이나 폐점 등 시정조치가 동반될 것이라 판단.
- 또한, 막대한 인수자금이 필요하며, 홈플러스의 부실을 떠안으면서 재무적 부담도 증가하기 때문에 전체 인수 유인이 크지 않음. SI들은 부분 인수에 보다 관심을 가질 전망
- **이마트는 최근 이베이코리아(G마켓)를 인수하며 재무 부담이 증가**했고, 알리바바와의 합작을 통한 재무구조 개선 및 신세계건설의 완전자회사 편입 작업에 여념이 없을 것이라 판단
- **롯데쇼핑도 오프라인 실적 부진에 따른 구조조정을 진행 중으로, 신동빈 그룹 회장이 5년 만에 등기이사로 복귀하며 사업 효율화에 전념할 전망**. 직접 보유한 백화점/마트/슈퍼의 비효율 점포 매각까지 추진하는 만큼 경쟁사 마트 자산 취득을 위한 대규모 투자에는 소극적 행보를 보일 것이라 판단

국내 대형마트 점포 수 추이: 전체 인수는 독과점 이슈를 촉발할 것



자료: 언론 종합, 유진투자증권

이마트는 수익성 하락, 롯데쇼핑은 매출 부진으로 체질 개선에 전념



자료: Quantwise, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

---

# 04

## 지배구조 재편 전략의 실마리

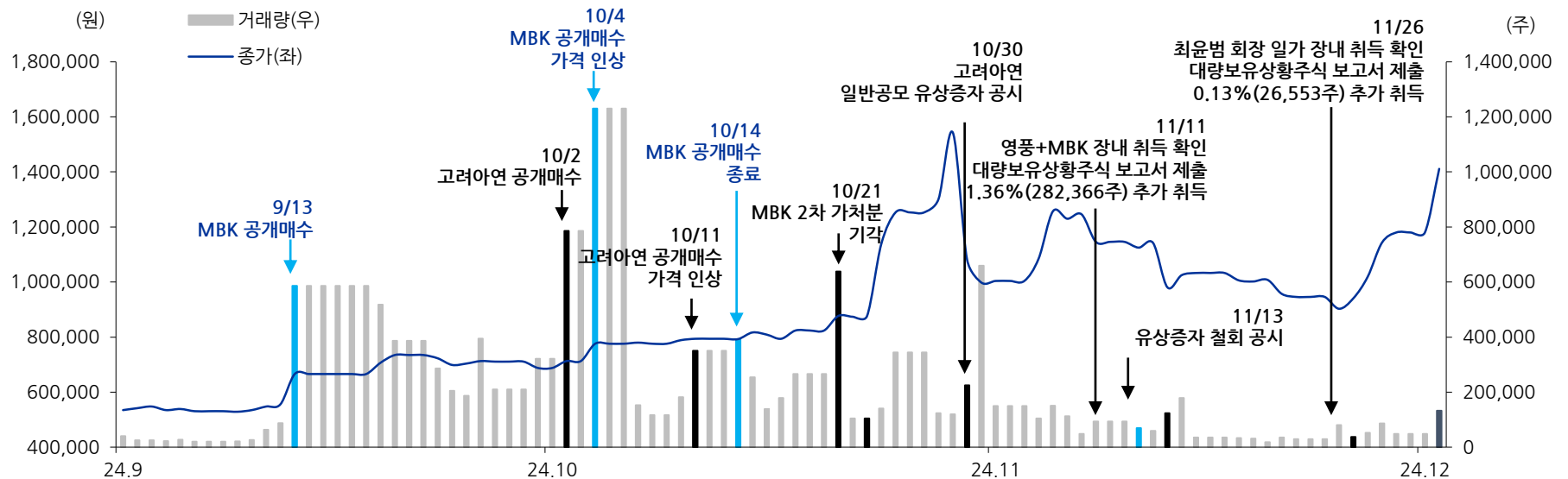
MBK-고려아연을 중심으로

# 고려아연 공개매수와 일반공모 유상증자 Timeline 정리

## MBK-영풍 vs 최회장 일가 공개매수

- 9/13, MBK-영풍은 고려아연의 경영권을 취득하려는 목적으로 1차 공개매수 진행(9/14~10/4). 공개매수 가격은 660,000원/주. MBK와 영풍은 경영 협력 계약 체결. 주요 내용은 1) 이사 선임을 위해 의결권 공동 행사(MBK 이사가 1인 더 많도록), 2) CEO, CFO는 MBK 지명, 3) 주식 처분 제한
- 이에 맞서 10/2, 고려아연은 자사주를 통한 공개매수 결정(10/4~10/23). 공개매수 가격은 830,000원/주. 금융권 차입을 통해 고려아연이 2.7조원 자사주 취득, 베인캐피탈 자기자본과 한국투자증권(최윤범 회장일가 주식 담보) 차입금으로 Troika drive investment(4천억원)가 공동매수 참여로 구성
- 10/4, MBK는 공개매수 가격을 830,000원/주로 인상했고, 10/11 고려아연 또한 공개매수 매입가격을 890,000원/주로 인상. 각 사는 공개매수를 통해 MBK-영풍은 1,105,163주(발행주식총수의 5.34%), 고려아연은 2,040,030주(발행주식총수의 9.85%)를 취득
- 10/30, 고려아연은 경영권 방어를 위해 이사회에서 일반공모 유상증자(3,732,650주, 발행주식총수의 18.03%, 주당가액 670,000원)를 결의했으나, 주주들과 여론의 거센 반대로 11/13 철회 결정

## 공개 매수 이후 거래량 및 주가 변동 추이



# 공개매수와 유상증자(2024/9~10)의 주된 쟁점들

## 1) 상장폐지/관리종목 지정 여부, 2) 배임/선관주의 의무 위반(배당가능이익 산정, 고가 자사주 매입, 시장교란행위)

- 유가증권시장 자동 관리종목/상장폐지 지정 요건은 1) 주식분산 미달(2년 연속 일반주주수 200명 미달, 일반주주 지분율 5% 미만), 2) 거래량 미달(2반기 연속 반기 월평균거래량이 유동주식수의 1%미만).** 최윤범 회장은 상장폐지/관리종목 지정 리스크 및 경영권 방어를 위해 일반공모 유상증자 결의(제3자배정 유상증자를 하지 못한 이유는 배임 이슈가 있기 때문임). 다만, 국정감사에서 MBK 김광일 부회장은 고려아연 경영권을 확보해도 상장폐지 않겠다고 발언
- 공개매수 시 영풍-MBK는 2번의 가처분 신청을 진행.** 첫번째 가처분 신청은 공개매수 중 고려아연이 영풍과 특별관계자이므로 **고려아연의 자사주 취득을 금지하라**는 것이며, 두번째 가처분은 고려아연 이사회의 공개매수 결의가 회사와 전체 주주의 이익을 해하는 배임행위이기에 **고려아연의 자사주 취득을 중지 시켜달라**는 것. 핵심 쟁점은 배당가능 이익의 산정, 고가의 자사주 매입이 이사들의 선관주의, 충실의무 위반 및 배임 행위인지, 대항 공개매수의 차입금이 시장 교란행위인지 등이었음. 다만, 가처분은 모두 기각되었고 **본안에서 판단될 것으로 보임**

### 유가증권시장 관리종목 및 상장폐지 지정 요건

#### 관리종목 지정 요건

4. 주식분산 미달: 최근 사업연도 말 현재 보통주식의 분포 상황이 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 경우, 다만, 경부등이 최대주주인 법인이나 공공권 법인에는 이 호를 적용하지 않는다.  
 가. 일반주주의 수가 200명 미만인 경우  
 나. 일반주주가 소유한 주식의 총수가 유동주식수의 100분의 5 미만인 경우. 다만, 다음의 어느 하나에 해당하는 경우에는 이 목을 적용하지 않는다.  
 (1) 일반주주가 소유한 주식의 총수가 200만주 이상으로서 세칙으로 정하는 수량 이상인 경우  
 (2) 신규상장 당시에 제29조제1항제3호기목(4)의 국내의 동시공모 요건을 적용받은 경우로서 일반주주가 소유한 주식의 총수가 70만주 이상인 경우
5. 거래량 미달: 보통주권을 기준으로 반기의 월평균거래량이 해당 반기 말 현재 유동주식수의 100분의 1 미만인 경우. 다만, 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 경우에는 이 호를 적용하지 않는다.  
 가. 월평균거래량이 2만주 이상인 경우  
 나. 일반주주가 소유한 주식의 총수가 유동주식수의 100분의 20 이상이고, 해당 일반주주의 수가 300명 이상인 경우  
 다. 신규상장법인의 경우, 다만, 신규상장일이 속하는 반기에 한정한다.  
 라. 반기 중 매거래일 수 가 해당 반기의 매거래일 수의 100분의 50 이상인 경우  
 마. 해당 반기 말 현재 **법무규칙 제20조의3제1항**에 따른 유동성공급계약(계약기간이 6개월 이상인 것만 해당한다)이 체결되어 있는 경우

#### 상장폐지 지정 요건

4. 주식분산 미달: 보통주식의 분포 상황이 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 경우  
 가. 일반주주 수 미달로 제47조제1항제4호기목에 따라 관리종목으로 지정된 상태에서 최근 사업연도 말 현재도 일반주주의 수가 200명 미만인 경우  
 나. 일반주주 지분율 미달로 제47조제1항제4호나목에 따라 관리종목으로 지정된 상태에서 최근 사업연도 말 현재도 일반주주가 소유한 주식의 총수가 유동주식수의 100분의 5 미만인 경우. 이 경우 제47조제1항제4호나목 단서외 규정을 준용한다.
5. 거래량 미달: 거래량 미달로 제47조제1항제5호에 따라 관리종목으로 지정된 상태에서 다음 반기에도 보통주권의 월평균거래량이 해당 반기 말 현재 유동주식수의 100분의 1 미만인 경우. 다만, 제47조제1항제5호 각 목의 어느 하나에 해당하는 경우에는 이 호를 적용하지 않는다.

자료: 한국거래소, 유진투자증권

### 고려아연-MBK 가처분 신청 내역

시기	가처분	내용
24/09/13	화계장부 등 열람 및 등사 가처분 신청	-
24/09/19	자기주식 취득금지 가처분	1) 최윤범, 박기덕, 정태웅(사내이사 3인)은 MBK-영풍 공개매수 진행 기간 중 자기주식 취득 및 신탁 계약 체결 행위와 운용지시를 하여서는 아니됨 2) 한국투자증권은 신탁계약에 의한 고려아연 주식 취득 과 계약 체결을 하여서는 아니됨
24/10/02	자기주식 취득금지 가처분 기각	채권자 신청을 모두 기각(사건번호 2024카합 21412)
24/10/02	공개매수 절차 중지 가처분	1) 위법행위유지청구 사건의 판결 확정시까지 의사회 결의에 의하여 고려아연 주식회사 부분의 공개매수를 진행해서는 아니됨 2) 위법행위유지청구 사건의 판결 확정시까지 24/3/19 주주총회에서 승인된 재무제표의 임의적립금을 자기주식 취득비용으로 사용하는 것에 대한 주주총회의 결의가 없는 한 고려아연 주식회사 부분의 공개매수를 진행해서는 아니됨
24/10/04	공개매수 절차 중지 가처분 신청 취지 변경	
24/10/21	공개매수 절차 중지 가처분 기각	채권자 신청을 모두 기각(사건번호 2024카합 21419)

자료: DART, 유진투자증권

# 참고) 공개매수 이전/이후 고려아연 지분율

## ① 공개매수 이전 고려아연 지분율

(공개매수 전)	(주)	(%)
발행주식총수	20,703,283	100.00
자사주	499,696	2.41
자사주 제외 발행 주식	20,203,587	97.59
영풍/MBK	(주)	(%)
장형진 회장 및 친인척	1,040,392	5.03
영풍	5,258,797	25.40
에이치씨	216,913	1.05
코리아씨키트	124,757	0.60
테라닉스	104,111	0.50
씨케이	91,748	0.44
시그네틱스	11,679	0.06
영풍전자	10,857	0.05
<b>합계</b>	<b>6,859,254</b>	<b>33.13</b>
고려아연	(주)	(%)
최윤범 회장 및 친인척	2,447,531	11.82
영풍정밀	382,508	1.85
유미개발	313,332	1.51
해주최씨종중	88,310	0.43
경원문화재단	7,450	0.04
HMG Global LLC	1,045,430	5.05
한화USA	993,158	4.80
Hanwha Power System	373,820	1.81
한화	238,358	1.15
LG화학	238,358	1.15
Trafigura	307,678	1.49
Morgan Stanley	99,316	0.48
한국투자증권	158,861	0.77
한국타이어	155,110	0.75
조선내화	39,000	0.19
<b>합계</b>	<b>6,888,220</b>	<b>33.27</b>
기타	(주)	(%)
국민연금	1,566,561	7.57

자료: 유진투자증권

## ② MBK 공개매수 이후 고려아연 지분율

(MBK 공개매수 후)	(주)	(%)
발행주식총수	20,703,283	100
자사주	499,696	2.41
자사주 제외 발행 주식	20,203,587	97.59
영풍/MBK	(주)	(%)
장형진 회장 및 친인척	1,040,392	5.03
영풍	5,262,450	25.42
에이치씨	216,913	1.05
코리아씨키트	124,757	0.60
테라닉스	104,111	0.50
씨케이	91,748	0.44
시그네틱스	11,679	0.06
영풍전자	10,857	0.05
MBK	1,101,510	5.32
<b>합계</b>	<b>7,964,417</b>	<b>38.47</b>
기존 자사주 제외 시	7,964,417	39.42
참고) 공개매수 총 수량(MBK+영풍)	1,105,163	5.34
고려아연	(주)	(%)
최윤범 회장 및 친인척	2,447,531	11.82
영풍정밀	382,508	1.85
유미개발	313,332	1.51
해주최씨종중	88,310	0.43
경원문화재단	7,450	0.04
HMG Global LLC	1,045,430	5.05
한화USA	993,158	4.80
Hanwha Power System	373,820	1.81
한화	238,358	1.15
LG화학	238,358	1.15
Trafigura	307,678	1.49
Morgan Stanley	99,316	0.48
한국투자증권	158,861	0.77
한국타이어	155,110	0.75
조선내화	39,000	0.19
<b>합계</b>	<b>6,888,220</b>	<b>33.27</b>
자사주 제외 시	6,888,220	34.09
기타	(주)	(%)
국민연금	1,566,561	7.57
자사주 제외 시	1,566,561	7.75

자료: 유진투자증권

# 참고) 공개매수 이전/이후 고려아연 지분율

## ③ 고려아연 자사주 공개매수 이후 지분율

(고려아연 공개매수 후)	(주)	(%)
발행주식총수	20,703,283	100.00
자사주	499,696	2.41
자사주 제외 발행 주식	20,203,587	97.59
<b>영풍/MBK</b>	<b>(주)</b>	<b>(%)</b>
장형진 회장 및 친인척	1,040,392	5.03
영풍	5,262,450	25.42
에이치씨	216,913	1.05
코리아씨키트	124,757	0.60
테라닉스	104,111	0.50
씨케이	91,748	0.44
시그네틱스	11,679	0.06
영풍전자	10,857	0.05
MBK	1,101,510	5.32
<b>합계</b>	<b>7,964,417</b>	<b>38.47</b>
기존 자사주 제외 시	7,964,417	39.42
참고) 공개매수 총 수량(MBK+영풍)	1,105,163	5.34
<b>고려아연</b>	<b>(주)</b>	<b>(%)</b>
최윤범 회장 및 친인척	2,447,531	11.82
영풍정밀	382,508	1.85
유미개발	313,332	1.51
해주최씨중중	88,310	0.43
경원문화재단	7,450	0.04
HMG Global LLC	1,045,430	5.05
한화USA	993,158	4.80
Hanwha Power System	373,820	1.81
한화	238,358	1.15
LG화학	238,358	1.15
Trafigura	307,678	1.49
Morgan Stanley	99,316	0.48
한국투자증권	158,861	0.77
한국타이어	155,110	0.75
조선내화	39,000	0.19
합계	6,888,220	33.27
자사주 제외 시	6,888,220	34.09
<b>공개매수로 취득한 자사주</b>	<b>2,040,030</b>	<b>9.85</b>
Troika Drive(베인캐피탈)	291,272	1.41
합계	9,219,522	44.53
<b>공개매수 취득 자사주 제외 시</b>	<b>7,179,492</b>	<b>34.68</b>

자료: 유진투자증권

## ④ 고려아연 공개매수 취득 자사주 소각 시 지분율

(공개매수 취득 자사주 소각 시)	(주)	(%)
발행주식총수	20,703,283	100
기존 자사주	499,696	2.41
자사주 제외 발행 주식	20,203,587	97.59
공개 매수로 취득한 자사주	2,040,030	9.85365
소각 가정 시 발행주식총수	18,663,253	-
기존 자사주 제외 주식 수	18,163,557	-
<b>영풍/MBK</b>	<b>(주)</b>	<b>(%)</b>
장형진 회장 및 친인척	1,040,392	5.57
영풍	5,262,450	28.20
에이치씨	216,913	1.16
코리아씨키트	124,757	0.67
테라닉스	104,111	0.56
씨케이	91,748	0.49
시그네틱스	11,679	0.06
영풍전자	10,857	0.06
MBK	1,101,510	5.90
<b>소각 가정 시 합계</b>	<b>7,964,417</b>	<b>42.67</b>
기존 자사주 제외 시	7,964,417	43.85
참고) 공개매수 총 수량(MBK+영풍)	1,105,163	5.92
<b>고려아연</b>	<b>(주)</b>	<b>(%)</b>
최윤범 회장 및 친인척	2,447,531	13.11
영풍정밀	382,508	2.05
유미개발	313,332	1.68
해주최씨중중	88,310	0.47
경원문화재단	7,450	0.04
HMG Global LLC	1,045,430	5.60
한화USA	993,158	5.32
Hanwha Power System	373,820	2.00
한화	238,358	1.28
LG화학	238,358	1.28
Trafigura	307,678	1.65
Morgan Stanley	99,316	0.53
한국투자증권	158,861	0.85
한국타이어	155,110	0.83
조선내화	39,000	0.21
Troika Drive(베인캐피탈)	291,272	1.56
<b>소각 가정 시 합계</b>	<b>7,179,492</b>	<b>38.47</b>
기존 자사주 제외 시	7,179,492	39.53
시장 내 실질 유동주식 수	3,019,648	16.62
국민연금 가정	828,131	4.44
국민연금 제외 시 유동 주식 수	2,191,517	11.74

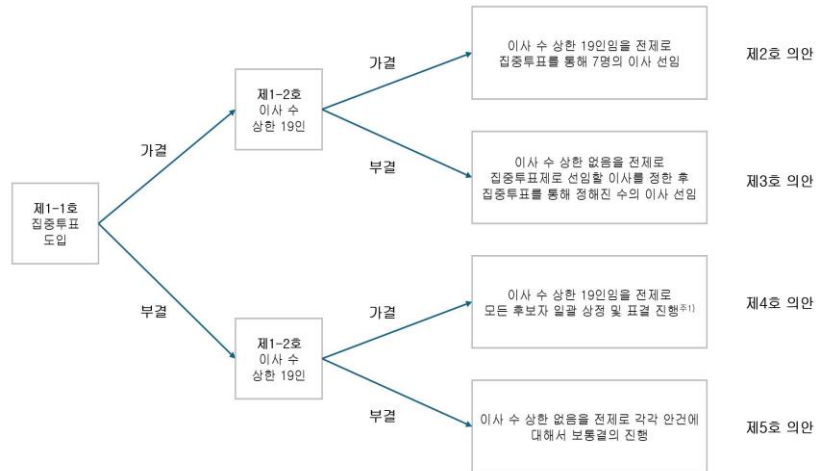
자료: 유진투자증권, 주: 한국투자증권과 한국타이어는 지분 매각한 것으로 보도

# 임시주주총회(2025/1/23)의 주된 쟁점들

## 1) 영풍 의결권 제한 여부, 2) 집중투표제

- 영풍은 10/28, 고려아연 임시주총 소집 청구(상법 366조: 발행주식총수의 3/100 이상에 해당하는 주식을 가진 주주는 임시총회 소집 청구 가능). 주된 내용은 **1) 총 14명의 사외 이사 선임**(보통결의 사항: 출석 주식의 1/2이상과 발행주식 총수의 1/4이상), **2) 집행임원제도 도입을 위한 정관 개정**(특별결의 사항: 찬성주식이 출석주식의 2/3이상과 발행주식 총수의 1/3 이상). 현재 고려아연의 이사회는 13명(사외이사 7명, 사내 이사 3명: 최윤범, 박기덕, 정태웅, 비상무이사 3명: 장형진, 최내현, 김우주). 고려아연의 정관 상 이사회 정족수는 3명 이상이기 때문에 추가 14명 선임에 대한 제한은 따로 없음. MBK는 공개매수 시 영풍과 이사 선임을 위해 의결권 공동 행사를 하기로 경영협력 계약을 체결해 둔 상황
- 한편, 고려아연은 경영권 방어와 소수주주 대표성 확보를 위해 임시주주총회에서 **1) 집중투표제 도입, 2) 이사회 상한 19인으로 제한, 3) 발행주식 액면분할(10:1), 4) 소액주주 보호 정관 명문화, 5) 사외이사 이사회 의장 선임 정관 변경, 6) 배당기준일 변경 정관 변경, 7) 분기배당 도입 정관 변경**을 제안함
- 다만, 1/22 영풍정밀과 최윤범 회장 일가의 보유 영풍 지분 10.3%가 고려아연 자회사 SMC(유한회사)에 넘어가면서 순환출자 구조를 만들어 영풍의 의결권을 제한함. 법원에서는 **상법 369조 3항은 주식회사에 적용할 수 있는데 SMC가 상법에 따른 주식회사가 아니기 때문에 영풍의 의결권을 제한하는 것은 위법하다고 판시. 이에 따라 집중투표제를 제외한 안건 또한 모두 효력 정지됨**

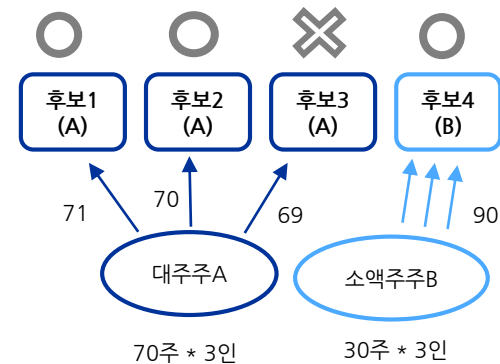
### 2025/1/23 고려아연 임시주주총회 의안



주1) 보통결의 총회 이사가 선임가능 정관을 초과하는 경우 다득표 순으로 선임

자료: DART, 유진투자증권

### 집중투표제 예시



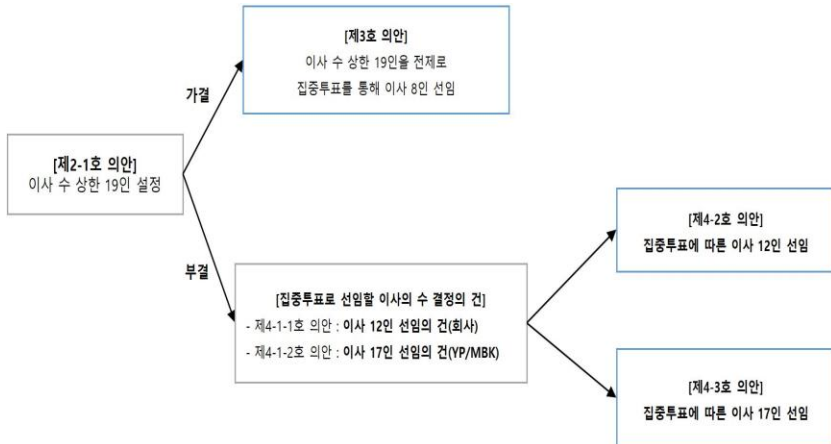
자료: 유진투자증권

# 정기주주총회(2025/3/28)의 주된 쟁점들

## 또 다시 영풍 의결권 제한 여부

- 2025/3/7 법원의 판결 이후, 고려아연은 SMC가 보유하고 있던 영풍 지분을 주식회사 SMH에 넘겼고, 영풍은 보유 중인 고려아연 주식 25.54%를 현물 출자하여 신설 유한회사 와이피씨 설립하여 양쪽 모두 고려아연 경영권 확보 노력 중. **정기주주총회 때도 영풍의 의결권 제한이 되어 법원 소송까지 갈 확률이 매우 높아 보임**
- 고려아연은 영풍의 와이피씨에 대해 1) 고려아연 정기주주총회 기준일은 2024/12/31일이며 당시 고려아연 주주는 영풍이었고, 2) 주식 양도 효력(설립 이후 계좌 간 대체 등 전자등록 절차)을 문제시. 한편 3) SMH로 취득한 영풍 지분을 통한 상호주 의결권 제한은 정기주주총회 기준일 이후에도 적용되며, 4) 영풍의 와이피씨 고려아연 주식 현물출자가 영풍의 주주총회 특별 결의가 없어 위법하다고 주장
- 반면, 영풍은 1) 주식 양도의 효력은 설립 등기 시에 발효하다고 발표. 영풍은 고려아연과 동일한 논리로 2) 고려아연 정기주주총회 기준일인 2024/12/31일에 SMH가 영풍 주식을 보유하지 않았기 때문에 영풍의 의결권 제한이 불가능하며, 3) 주주명부 폐쇄일과 관계 없이 상호주 제한이 효력이 생긴다면, 영풍의 와이피씨 현물출자도 효력이 즉시 생기며, 4) 고려아연 주식은 영업이 아닌 관계기업 투자지분이기 때문에 주주총회 특별결의가 필요 없다는 주장

### 2025/3/28 고려아연 정기주주총회 의안



자료: DART, 유진투자증권

### 영풍 와이피씨 설립 및 고려아연 현물출자 이사회 의사록

이 사 회 의 사 록

1. 일 시 : 2025년 3월 7일 16:10 시  
 2. 장 소 : 본사 회의실  
 3. 재석이사수 : 5명      4. 출석이사수 : 5명  
 5. 회의 결과 : 의장 박병욱은 의장석에 착석하여 회의가 적법하게 성립되었으므로 회의를 선언한다.

결의사항  
 제1호 의안: 신규 법인 설립 및 현물출자의 건  
 의장은 아래와 같이 신규 법인을 설립하고 현물출자를 할 필요성을 설명하고, 이를 승인하여 줄 것을 요청한다(이하 "본건 현물출자").

1. 목 적 : 고려아연(이하 이 회) 피지배회사를 통하여 당시의 발행주식을 취득하여 고려아연(주) 주주총회에서 당시의 고려아연(주) 발행 보통주식에 대한 의결권을 제한한다고 주장함에 따라 당사는 최대주주로서 보유하고 있는 고려아연(주) 발행 보통주식에 대한 의결권을 보전하고 향후에도 상호주를 통한 의결권 제한 시도를 방지하기 위한 목적으로 신설회사에 현물출자하고자 함. 이상의 의결권 보전 및 추가적인 의결권 제한 방지 목적 이외에 본건 현물출자 이후 신규 법인의 자본 액자, 자본부자 유지 등은 예정하고 있지 아니하며, 기존의 당사 직접 보유 구조와 현물출자를 통한 신설회사의 보유 건에 경제적 실질은 변경 없이 동일하게 유지하고자 함.

2. 신규법인명 : 유한회사 와이피씨  
 3. 법인소재지 : 경기도 안산시 단원구 강촌로 139번길9 (성곡동)  
 4. 발행금액 : 출자 1좌당 4,476,846원  
 5. 출자자수 : 발신회원발행원할임수(877,075)좌  
 6. 출자방법 : 본 이사회 결의일 현재 회사가 소유하는 고려아연 주식 전부에 해당 하는 5,282,450주를 현물출자함.

7. 출자(양도)예정일: 2025년 3월 7일 또는 신규 법인의 설립일 중 나중에 도래하는 날. 다만, 출자 목적물의 이전을 목적으로 하는 필요서류는 상법 제295조 제2항에 따라 2025년 3월 7일 본 이사회 결의 직후에 신규 법인에 교부함.

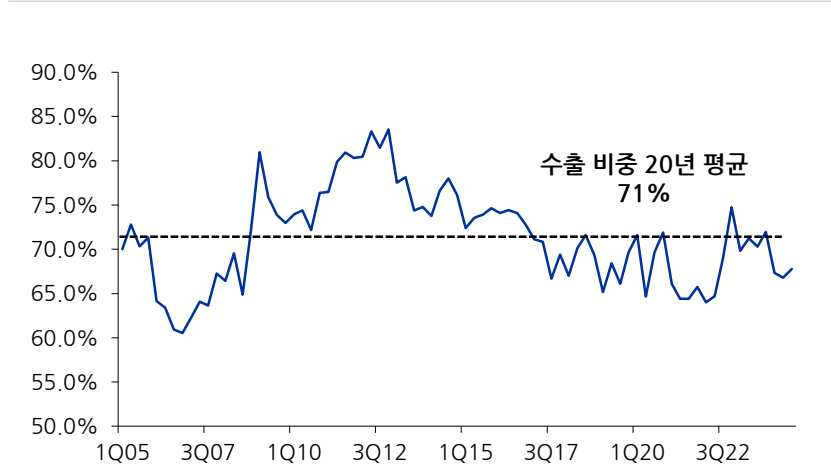
자료: DART, 유진투자증권

# 지배구조 변화 가정 시: 거래처 변화 크게 없을 것

## 매출액 중 수출 비중이 높음

- MBK-영풍이 고려아연 경영권을 확보한다고 하더라도, 기존 거래처 입장에서 큰 변화는 없을 것. 원재료 매입, 비철금속 원자재 거래 특성 상 고려아연은 **원재료 매입, 금속 판매 모두 장기거래 비중이 높음**. 한편, **5% 이상 단일 거래처가 따로 없는 상황**이며, 세계 아연제련소의 50% 이상이 중국이 지배하고 있기 때문에 **중국과의 거래가 어려운 업체들은 지속적으로 고려아연과 거래할 것으로 판단**
- 오히려 영풍의 석포 제련소 환경 문제 등으로 조업정지 이슈가 지속적으로 발생하고 있는 상황(2024/11/01부로 조업정지 대법원 판결 1개월 30일 확정)이기 때문에 **단기, 중기적으로 고려아연의 내수/수출 점유율은 소폭 늘어날 수 있을 것**

## 고려아연 별도 매출액 중 수출 비중



자료: 고려아연, 유진투자증권

## 세계 아연 제련소 순위

순위	정련소	기업	국가	생산용량 (천톤 Zn)	비중(%)
1	Onsan	Korea Zinc Group	한국	640	4.6
2	San Juan de Nieva	Glencore plc	스페인	507	3.7
3	Chanderiya EL	Hindustan Zinc Ltd.	인도	466	3.4
4	Chehe (Nanfang)	Nandan Nanfang NonFerrous Meltal Smelting	중국	372	2.7
5	Cajamarquilla	Nexa Resources S.A.	페루	328	2.4
6	Sukpo	Young Poong	한국	309	2.2
7	Xin Zhuye	Hunan Nonferrous Metals	중국	300	2.2
8	Mian Xian (Bayi)	Bayi Zinc Industry Co.	중국	295	2.1
9	Kokkola	Boliden AB	핀란드	294	2.1
10	Jiyuan (Yuguang)	Yuguang Zinc Industry	중국	290	2.1
Top 10 제련소				5,328	21.4
기타				19,512	78.6
세계 총계				24,840	100.0

자료: SPG 글로벌, 유진투자증권

# 지배구조 변화 가정 시: 이사회 권한 확대

## 누가 들어오더라도 이사회 권한은 확대

- 영풍은 10/28, 고려아연 임시주주총회 소집 청구(상법 366조에 따라 발행주식총수의 3/100 이상에 해당하는 주식을 가진 주주는 임시총회 소집 청구 가능). 주된 내용은 **1) 총 14명의 사외 이사 선임**(보통결의 사항: 출석 주식의 1/2이상과 발행주식 총수의 1/4이상), **2) 집행임원제도 도입을 위한 정관 개정**(특별결의 사항: 찬성주식이 출석주식의 2/3이상과 발행주식 총수의 1/3 이상). 현재 고려아연의 이사회는 13명(사외이사 7명, 사내 이사 3명: 최윤범, 박기덕, 정태웅, 비상무이사 3명: 장형진, 최내현, 김우주)
- 고려아연의 정관 상 이사회 정족수는 3명 이상이기 때문에 추가 14명 선임에 대한 제한은 따로 없음. 이사회에서 대표이사과 회장, 부회장, 사장, 부사장을 선정할 수 있고, MBK는 공개매수 시 영풍과 이사 선임을 위해 의결권 공동 행사를 하기로 경영협력 계약을 체결해 둔 상황임. 한편, 고려아연의 자사주는 의결권이 제한되어 있는 상황
- 고려아연도 지배구조 개편의 필요성에는 공감하고 있는 상황이고, 이에 따라 추가로 7인의 사외이사 후보를 선임, 소수주주 보호 정관 명문화, 발행주식 액면분할, 외국인 사외이사 선임, 사외이사의 의장 선임 등을 주주총회 안건으로 상정하는 등 적극적인 행보를 보이고 있음

### 영풍의 고려아연 임시주주총회 소집(10/28)

1. 제목	고려아연 주식회사의 임시주주총회 소집 청구
2. 주요내용	<p>당사는 고려아연 주식회사(이하 "대상회사")의 발행주식총수 20,703,289주 중에서 약 25,422주에 해당하는 보통주식 5,262,450주를 보유하고 있는 대상회사의 최대주주로서, 상법 제366조, 제542조의6 제1항, 제10항에 근거하여 다음과 같은 의안을 심의하기 위한 임시주주총회 소집을 청구하였음.</p> <p>제1호 의안: 이사 선임의 건</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 제1-1호 의안: 강성득(기타비상무이사)</li> <li>- 제1-2호 의안: 김광일(기타비상무이사)</li> <li>- 제1-3호 의안: 권광석(사외이사)</li> <li>- 제1-4호 의안: 김명훈(사외이사)</li> <li>- 제1-5호 의안: 김숙진(사외이사)</li> <li>- 제1-6호 의안: 김홍진(사외이사)</li> <li>- 제1-7호 의안: 김재섭(사외이사)</li> <li>- 제1-8호 의안: 변현철(사외이사)</li> <li>- 제1-9호 의안: 손호상(사외이사)</li> <li>- 제1-10호 의안: 윤석현(사외이사)</li> <li>- 제1-11호 의안: 이득홍(사외이사)</li> <li>- 제1-12호 의안: 정형화(사외이사)</li> <li>- 제1-13호 의안: 천준범(사외이사)</li> <li>- 제1-14호 의안: 홍익택(사외이사)</li> </ul> <p>제2호 의안: 정관 개정의 건</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 집행임원제도 전면 도입을 위한 정관 개정</li> </ul>
3. 결정(확인)일자	2024-10-28

자료: DART, 유진투자증권

### 고려아연 정관: 제5장 이사와 이사회

- 제28조 (이사의 원수, 임기) ① 이사는 3인 이상으로 한다.
- ② 이사의 임기는 선임 후 2년내의 최종의 결산기에 관한 정기주주총회의 종결시까지로 하며 중임할 수 있다.
- ③ 사외이사의 사임·사망 등의 사유로 인하여 사외이사의 수가 상법에서 정한 이사회의 구성요건에 미달하게 되면 그 사유가 발생한 후 처음으로 소집되는 주주총회에서 그 요건에 합치되도록 사외이사를 선임하여야 한다.
- 제29조 (이사의 선임, 보수 및 퇴직금) ① 이사는 주주총회에서 선임하며 집중투표제는 적용하지 아니한다. 다만, 사외이사는 사외이사후보추천위원회의 추천을 받은 자 중에서 선임한다.
- ② 이사의 보수는 주주총회에서 결정한다.
- ③ 이사의 퇴직금은 주주총회의 결의로 정한 임원퇴직금 지급규정에 의한다.
- 제30조 (대표이사 등의 선정) 이사회는 이사 중에서 본 회사를 대표할 이사를 선정하며 회장, 부회장, 사장, 부사장 약간명을 선정할 수 있다.
- 제31조 (이사회 및 이사의 직무) ① 이사회는 이사로 구성한다.
- ② 이사회는 본 회사의 업무집행에 관한 사항을 결정한다.
- ③ 대표이사는 본 회사를 대표하며 회사의 전반업무를 통제한다.
- ④ 사장, 부사장 등은 대표이사를 보좌하고 이사회에서 정하는 바에 따라 본 회사의 업무를 본 장 집행하며 대표이사의 유고 시에는 이사회에서 정하는 바에 따라 그 직무를 대행한다.

자료: 고려아연, 유진투자증권

# 지배구조 변화 가정 시: 주주가치 변화 큰 틀에서는 없을 것

## 일부 신사업 투자는 지연될 수 있으나 큰 틀에서는 주주가치 변화 없음

- MBK의 고려아연 지분 인수의 대외적인 명분은 신사업 투자 축소가 아니라, **기업 거버넌스 정상화에 따른 기업가치 극대화**에 있음. MBK의 입장은 고려아연이 3년 간 집행한 3조원 투자에서 1조원이 잘못된 투자(원아시아홀딩스, 이그니오홀딩스 등)를 했다는 것이며 이를 정상화하겠다는 것. MBK는 고려아연이 추구하는 신사업인 **트로이카드라이브(신재생에너지+수소, 이차전지소재, 자원순환)에 대해서는 큰 반대 의견은 없음**
- 오히려 고려아연이 공개매수를 위해 단기 차입금을 크게 늘렸고, 이에 따른 기업가치 변동(자사주 소각 시 BPS 감소 및 순차입금 증가에 따른 기업가치 하락)가 오히려 있는 상황(월에 100억원 정도의 이자비용 발생, 공개 매수로 1.8조원 차입)

### 고려아연 공개매수 취득 자사주 소각 시 EPS, BPS 변화

	주식 수	2025E 순이익	EPS	자본총계	BPS	EPS 증감률(%)	BPS 증감률(%)
기존	20,703,283	451,779,501,321	21,822	9,502,000,000,000	458,961		
자사주 매입 후	20,703,283	451,779,501,321	21,822	9,430,810,971,880	455,522	0.0	-0.7
자사주 소각 후	<b>18,663,253</b>	<b>451,779,501,321</b>	<b>24,207</b>	<b>7,615,184,271,880</b>	<b>408,031</b>	<b>10.9</b>	<b>-10.4</b>

자료: 유진투자증권

### 고려아연 기업가치 산정

구분	기업가치	지분율(%)	비고(단위: 십억원, 배, 천주)
<b>영업가치(A)</b>	<b>12,103</b>		
제련	9,688	100	12MF EBITDA에 글로벌 제련업체 EV/EBITDA 평균 적용
동박(KZAM)	710	100	2025년 EBITDA에 동박 Peer EV/EBITDA 적용
전구체/양극재(KEMCO)	1,706	74	2025년 EBITDA에 전구체/양극재 Peer EV/EBITDA 적용
<b>비영업가치(B)</b>	<b>1,026</b>	-	<b>23년 장부가액의 70% 할인</b>
<b>순차입금(C)</b>	<b>1,358</b>		<b>25년 예상 순차입금</b>
기업가치(D)	11,771		(D) = (A) + (B) - (C)
발행주식수(E)	18,663,253		공개매수 한 자사주 소각 가정
적정주가	630,707		(D)/(E)
<b>목표주가(원)</b>	<b>630,000</b>		

자료: 유진투자증권

---

# 05

## 뜨거운 감자, 상법 개정

장기적인 방향성은 행동주의로

# 상법 개정안 본회의 가결

## 주주에 대한 충실의무 규정하는 상법 개정안 국회 본회의 통과

- 3월 13일 국회본회의에서 [이사의 주주에 대한 충실의무](#)와 대규모 상장사의 [전자주주총회 개최 의무화](#)를 규정하는 상법 개정안이 원안 가결됨
- 국회본회의를 통과한 법률안은 법제처 국무회의 심의 후 대통령 재가를 거쳐 공포됨. 상법 개정안은 공포 1년 후부터 시행 예정(2026년 1분기 예상)
- 금번 개정안에는 여당/재계의 반대가 심했던 자산 2조원 이상 상장사의 집중투표제 의무화, 감사위원 분리선출 확대에 관한 법률이 포함되지 않음

### 제423-1차 국회본회의, 상법개정안 통과(찬 186, 반91, 기권3)

현행법	현행법
제382조의3(이사의 충실의무)	-
이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.	-
개정안	개정안
제382조의3(이사의 충실의무 등)	제542조의14(전자주주총회)
① ~ 회사 및 주주 ~ 〈신 설〉 ② 이사는 그 직무를 수행함에 있어 총주주의 이익을 보호하여야 하고, 전체 주주의 이익을 공정하게 대우하여야 한다.	〈신 설〉 (전후항 생략) ② 대규모 상장사(자산총액 2조원 이상)는 전자주주총회를 개최하여야 한다.

자료: 의안정보시스템, 유진투자증권  
 주: 개정안은 2025년 2월 법제사에서 통과된 발의안의 대안(의안번호 2208496)

### 법률안 국회 의결 이후 입법 절차

입법과정	소요기간
1) 입법계획의 수립 ~ 10) 국회 제출	약 5개월 ~ 8개월
11) 국회의 심의/의결	약 30일~60일 (국회 심의 일정에 따라 일률적이지 않음)
12) 공포안 정부이송	
13) 국무회의 상정	약 5일 (단 정부 이송 후 15일 이내에 대통령이 재의요구 시 국회 과반수 출석, 출석 2/3 이상 찬성으로 법률 확정)
14) 공포	약 3~4일

자료: 법제처, 유진투자증권

# 상법 개정안 개요

## 기업의 지배구조 규제 강화로 소액주주를 보호하고자 함

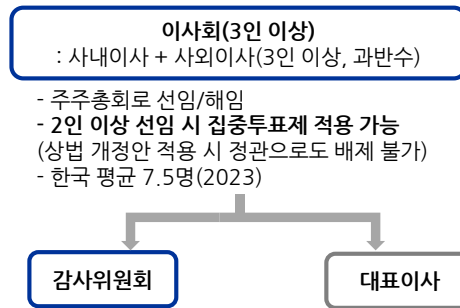
- 지배주주-일반주주 간 이해 상충 문제 발생 시, 일반 주주의 이익 침해 있어도 현행 상법은 이를 보호하지 못한다는 문제가 꾸준히 제기됨
- 이사의 주주에 대한 충실 의무 규정: 이사의 충실의무 대상을 '회사와 주주'로 확대하여 주주의 이익을 고려할 것을 명시적으로 규정(현행: '회사')
- 집중투표제 의무화: 주주가 요청할 시 집중투표제를 도입하는 것을 의무화하여 주주측 이사 선임 가능성 확대(현행: 정관으로 집중투표제 배제 가능)
- 감사위원 분리 선출 확대: 다른 사내외이사와 분리하여 선임하는 감사위원 수를 확대(또는 모두 분리선출) 하여 감사위원이 독립적 지위 갖게 함

### 지배구조 개편으로 소액주주 피해 주장된 사례

지주사 / 모회사	내용
카카오	카카오 계열사 물적분할 후 상장: 카카오게임즈(2020), 카카오뱅크(2021), 카카오페이(2021)
SK	(주)SK로부터 SK바이오팜 물적 분할 후 상장(2020), SK케미칼로부터 SK바이오사이언스 물적 분할 후 상장(2021)
LG화학	LG화학에서 LG에너지솔루션 물적분할 후 상장(2022)
두산	두산에너지빌리티와 신설 법인 인적분할 후 뱃켓 지분 소유한 신설 법인과 로보틱스 합병 추진 (2024 발표 후 연말 철회)

자료: 언론 종합, 유진투자증권  
주: 괄호 안은 상장 연도

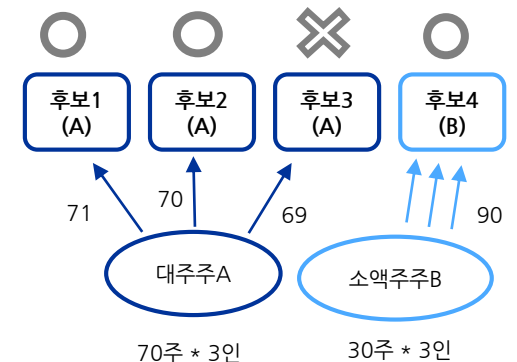
### 이사회 및 감사위원회 개요



- 3인 이상, 사외이사 2/3 이상
- 이사회 이사 중에서 선임
- 단, 1명은 주총 결의로 별도로 선출하며 3%를 적용 (상법 개정안 적용 시 2명 이상 또는 전원 분리선출)

자료: 유진투자증권  
주1: 자산총액 2조원 이상 상장기업 기준  
주2: 3%를 - 지분 3% 초과하는 주주의 경우 최대 지분을 3%까지만 인정하는 것

### 집중투표제 예시



자료: 유진투자증권  
주: 총주식수 100주, 이사 3인 선임 가정

# ① 이사의 주주에 대한 충실 의무 규정

## 개정안: 주주에 대한 의무 명시하여 전체 주주를 보호

- 회사 재산의 궁극적 소유자는 주주들이라고 볼 수 있으나 주주들은 회사의 경영에 각자 다른 입장을 가짐
- 이에 현행법은 개별 주주의 이익이 상충할 수 있어도 회사의 이익에 부합하는 행위이면 모든 주주의 이익에도 부합한다고 간주함
- 그러나 한국 기업의 지배구조는 소액주주 보호에 취약하므로, 이사에게 전체 주주에 대한 보호의무를 분명하게 부여하자는 것

## 재계 입장: 과도한 책임으로 정상적 경영활동 위축될 것

- 재계는 주주에 대한 책임을 설정하게 되면 회사의 장기적 성장에 필요한 결정이 적기에 이루어지지 못할 수 있다고 봄
- 지배/소액주주 간 이익 충돌 시 이사의 판단 기준이 불명확하며 이사에 불합리한 법적 책임이 부과될 수 있다는 것
- 주요국 또한 이사의 성실 의무를 회사에 대한 것으로 규정하고 있음

## 이사의 충실의무에 관한 현행법 및 제22대 국회 주요 개정안

현행법
제382조의3(이사의 충실의무)
이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.
개정안
이정문의원 대표 발의 (의안번호 5704)
① ~ 회사 및 주주 ~
<신 설> ② 이사는 그 직무를 수행함에 있어 총주주의 이익을 보호하여야 하고, 전체 주주의 이익을 공평하게 대우하여야 한다.

자료: 의안정보시스템, 유진투자증권

주: 개정안은 민주당이 당론으로 채택한 이정문의원 대표 발의안 기준

## 주요국 회사법이 규정하는 이사의 책임

국가	이사의 주주에 대한 의무	회사법
미국	일부 주	모범회사법: 이사회외의 구성원인 이사가 '회사'의 이익에 최선의 결과가 될 수 있도록 성실하고 합리적으로 직무 수행
영국	X	회사법: 이사는 '회사'의 최선의 이익이라고 생각하는 바에 따라 선의로 행위해야 함
독일	X	주식회사법: 경영이사회 구성원이 사업적 결정을 내릴 때 '회사'의 이익을 위한 것이라고 합리적으로 추정할 수 있는 경우 의무 위반이 되지 않음
일본	X	회사법: 이사는 법령/정관/주주총회 결의를 준수하고 '주식회사'를 위하여 충실히 직무를 수행해야 함

자료: 한국경제인협회, 유진투자증권

## ② 집중투표제 의무화

### 개정안: 소액주주측 이사 선임 가능성 확대

- 집중투표제는 투표권을 선임할 이사 수만큼 부여하고 이를 한 명의 후보에게 몰아줄 수 있도록 하는 제도
- 현행 상 주주가 요청하면 집중투표제를 실시할 수 있지만, 기업들은 정관을 통해 이를 배제할 수 있어(opt-out 방식) 실제 적용 사례는 거의 없음
- 개정안은 집중투표제 의무화로 이사 선임에 대한 대주주의 독점적 권한을 막아 모든 주주에 대한 이익 보호 장치를 마련하고자 함

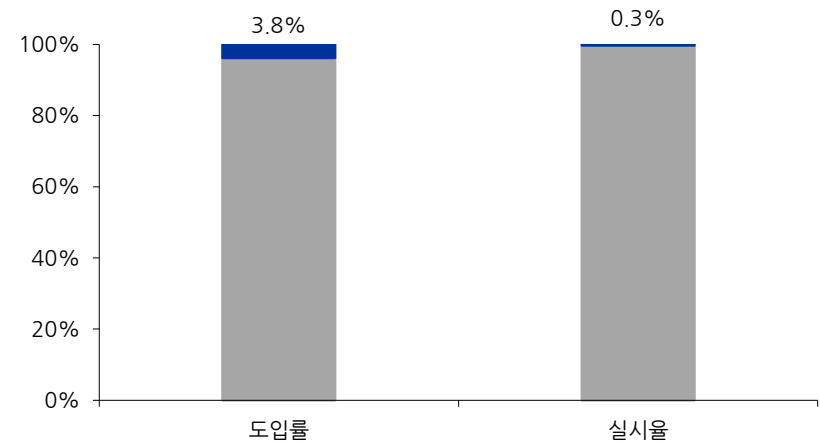
### 집중투표제에 관한 현행법 및 제22대 국회 주요 개정안

현행법(요약)	개정안
제542조의7(집중투표에 관한 특례)	이정문의원 대표발의 (의안번호 5704)
① 집중투표 요청 절차: 상장회사에서 집중투표제를 요청하려면 주주총회 6주 전까지 서면 또는 전자문서로 청구해야 함	<현행과 같음>
② 청구 요건: 대기업*의 의결권 있는 주식 1% 이상 보유한 주주는 이사 2인 이상 선임 시 집중투표제 요청 가능	<현행과 같음>
③ 대주주 의결권 제한: 정관으로 집중투표제를 배제하려는 경우, 의결권 있는 주식 3% 초과분은 의결권 행사 불가 (정관으로 비율 하향 조정 가능)	대기업은 정관으로도 집중투표제 배제할 수 없음
④ 정관 변경 시 독립 의결: 집중투표 배제 조항을 변경할 때는 다른 정관 변경 사항과 별도로 의결해야 함	<현행과 같음>

자료: 의안정보시스템, 유진투자증권

주: 최근 회계연도 기준 자산총액 2조원 이상의 상장 기업을 '대기업'으로 정의, 개정안은 민주당이 당론으로 채택한 이정문의원 대표 발의안 기준

### 2024년 국내 상장기업 집중투표제 도입 현황(대상기업 344개)



자료: 기업집단포털, 유진투자증권

## ② 집중투표제 의무화

### 재계 입장: 2~3대 주주 영향력 강화로 경영권 분쟁 증가할 것

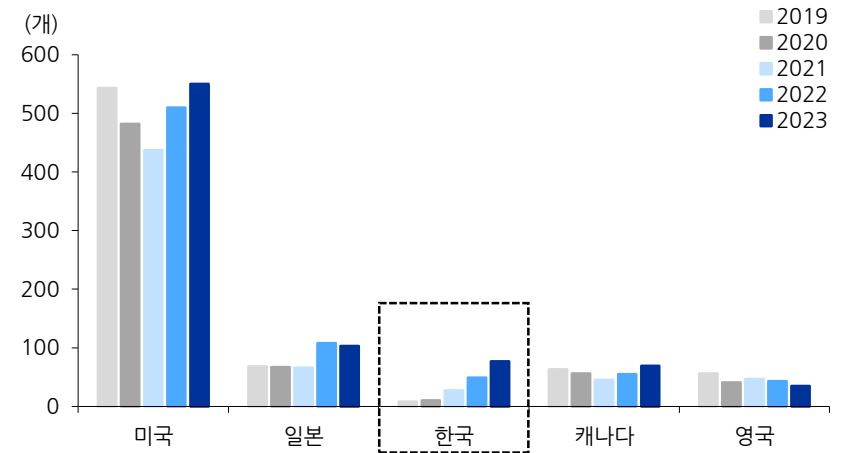
- 재계는 집중투표제가 소액주주를 보호하거나 이사회 독립성을 강화하기보다 2, 3대 대주주의 영향력을 확대해 경영권 분쟁을 증가시킬 것으로 봄
- 미국과 일본 모두 과거 집중투표제를 의무화 했던 바 있으나, 외부 위협이 증가하며 경영상 혼란이 발생함에 따라 선택적 도입으로 전환함
- 한국에서도 행동주의 펀드가 집중투표제를 활용한 사례들이 있는 만큼, 집중투표제 의무화 시 경영권 확보를 위한 펀드들의 움직임이 불가피할 전망

#### 미국의 집중투표제 도입 사례

시기	내용
1870년대	일리노이 주에서 미국 최초로 기업 선거에 집중투표제 도입
1940년대	집중투표제 도입 정점, 22개 주가 집중투표제 조항 의무 시행
1950년대	집중투표제를 활용한 위임장 대결*이 점차 증가하며, 기업 경영진과 법률계에서 집중투표제의 효과를 재고하기 시작
1980년대	적대적 인수합병 급증하며 기업 경영진이 주 입법부에 집중투표제 규정 완화를 촉구, 관련 법 개정 진행
2023년	집중투표 도입 및 시행 감소하며 현재 6개 주에서만 집중투표 의무 도입, 다른 주는 기업이 동의 시 도입 가능

자료: Voting rights in corporate governance(Haan, 2023), 유진투자증권  
 주: 위임장 대결 - 이사회 일부/전부를 주주행동주의자가 지명한 이사로 교체하려는 시도

### 국가별 행동주의 펀드의 타겟이 된 기업 수



자료: Diligent Market Intelligence, 유진투자증권

#### 일본의 집중투표제 도입 사례

시기	내용
1950년대	<p><b>집중투표제 의무화</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 도입 배경: 미국식 이사회 제도 도입에 따른 소수주주 이익 침해 우려 발생</li> <li>- 청구 요건: 1주만으로 청구 가능, 정관으로 완전히 배제할 수 없도록 규정</li> </ul>
1974년	<p><b>집중투표제 의무화 폐지</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 배경: 이사회 내부 대립으로 정상적 경영활동 저해, 이사회에 대한 노조 운동 영향 증가, 외인 투자 제한 해제 필요성 상승</li> </ul>

자료: 한국경제인협회, 유진투자증권

# ③ 감사위원 분리 선출 확대

## 개정안: 감사위원회의 독립성 강화

- 분리선출 제도는 감사위원 선출 시 처음부터 3%를 적용함으로써 대주주의 의결권을 제한할 수 있음
- 현행법은 감사위원 중 최소 1명을 분리 선출 하도록 규정
- 개정안은 감사위원의 분리선출 규모를 확대하여 대주주를 실질적으로 견제하고자 함

### 감사위원회 위원에 관한 현행법 및 제22대 국회 주요 개정안

현행법(요약) 제542조의12(감사위원회의 구성 등)
① 대기업의 감사위원회위원(이하 감사위원) 선임/해임 권한은 주주총회에 있음 ② 선임: 대기업은 주주총회로 선임한 이사 중에서 선임, 그중 <b>1명</b> (정관에서 <b>2명</b> 이상으로 정할 수 있음)은 주주총회 결의로 다른 사내외 이사들과 분리하여 선출 ③ 해임: 주총 결의로 해임 가능, 이때 분리선출 감사위원은 이사, 감사위원 지위 모두 박탈 ④ 의결권 제한: 선임/해임 시 발행주식의 3% 초과분에 대한 의결권 행사하지 못함 (최대주주는 사내이사인 감사위원 선임/해임 시 특수관계인 등 지분 합산) (⑤~⑧ 생략)
개정안 이정문의원 대표 발의(5704)
② <b>2명</b> (정관에서 <b>3명</b> 이상으로 정할 수 있음)은 분리 선출

자료: 의안정보시스템, 유진투자증권  
 주: 최근 회계연도 기준 자산총액 2조원 이상의 상장 기업을 '대기업'으로 정의

### 감사위원 선출 과정 비교

분리선출X 감사위원	분리선출O 감사위원
1. 이사로 선임 (주주총회 의결) 2. 선임된 이사 중 감사위원으로 선임 (주주총회 의결, 3%를 적용)	1. 사내 또는 사외이사인 감사위원을 선임 (주주총회 의결, 3%를 적용) - 최대주주는 특관인 등 합산 기준
- 사내이사인 감사위원: 3%를 적용, 최대주주는 특관인 등 합산 기준 - 사외이사인 감사위원: 3%를 적용	

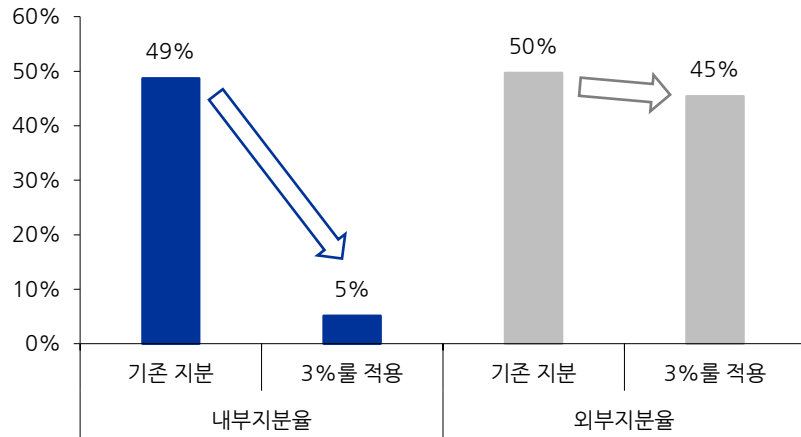
자료: 국가법령정보센터, 의안정보시스템, 유진투자증권  
 주: 주주총회 결의는 출석 주주의 과반수, 발행총수의 1/4 이상으로 가능(상법 제368조1항)

### ③ 감사위원 분리 선출 확대

#### 재계 입장: 감사위원회를 통한 경영 간섭이 우려됨

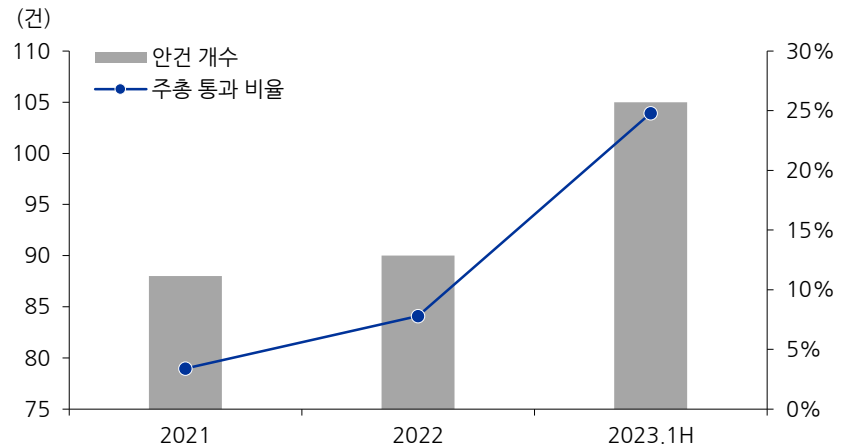
- 재계는 분리 선출 규모가 확대되면 대규모 지주회사의 의결권이 과도하게 축소되어 외부의 경영 간섭에 취약해질 것이라고 예상함
- 감사는 이사에 영업에 관한 보고를 요구하고 회사의 업무를 조사할 수 있기 때문에 이사의 경영 관련 결정이 어려워지고 기밀이 유출될 수 있다는 것
- 2020년 상법 개정으로 1인을 분리선출할 수 있게 된 이후 이사/감사위원 선임에 대한 주주제안이 많아지고 있는데, 이러한 트렌드가 심화될 수 있음

3%를 적용 시 지주회사 상장계열사 주주의 의결권



자료: 대한상공회의소, 유진투자증권  
 주: 43개 지주회사의 상장계열사 112개(자산 2조원 이상) 대상

국내 이사/감사/감사위원 선임에 대한 주주제안 현황



자료: 한국ESG기준원, 자본시장연구원(황세운), 유진투자증권

# Appendix. 상법 개정안 발의안

제22대 국회의 주주/이사 관련 상법 일부개정법률안(총 30건): 이사총실의무 14건, 집중투표제 4건, 감사위원 분리선출 4건, 전자주총 6건 (중복집계)

의안번호	대표 제안자(소속당)	주요 내용	제안일자	심사 진행 상태
2200144	정준호(더불어민주당)	이사의 주주에 대한 총실 의무 규정: 이사의 총실의무의 대상에 주주의 비례적 이익을 추가	2024-06-05	대안반영폐기
2200188	정준호(더불어민주당)	주식법상 시 사유 및 비율 사전 통지, 주식법상 유지청구권 신설, 소수주주 재산권 보호	2024-06-07	소관위심사
2200234	정준호(더불어민주당)	분할/분할합병 시 단순분할신설회사, 분할합병신설회사는 분할회사가 보유하는 자기주식 신주 배정 금지, 분할승계회사에 대하여는 신주발행 및 자기주식 교부 모두 금지하는 규정 신설	2024-06-10	소관위심사
2200289	정준호(더불어민주당)	양도제한조건부주식에 대한 명시적 근거 규정 신설	2024-06-11	소관위심사
2200358	정준호(더불어민주당)	자기주식의 처분에 관하여 주식평등의 원칙에 따르도록 규정	2024-06-12	소관위심사
2200457	박주민(더불어민주당)	이사의 주주에 대한 총실 의무 규정, 이사 보수에 대한 주주 승인 제도 도입	2024-06-13	소관위심사
2200428	정준호(더불어민주당)	지배주주 인성요건으로 회사의 발행주식총수의 95% 이상을 자기의 계산과 자기의 명의로 보유하도록 제한	2024-06-13	소관위심사
2200687	강훈식(더불어민주당)	이사의 주주에 대한 총실 의무 규정, 상장사 전자투표 의무화	2024-06-20	소관위심사
2200681	차규근(조국혁신당)	주총 소집통지일에 주요 서류 제공, 주총 종료 1주일 내 안건별 찬반비율 공고 의무화	2024-06-20	소관위심사
2201823	김현정(더불어민주당)	이사가 회사의 기회/자산 이용할 경우 이사회 승인 받아야 함을 규정	2024-07-17	소관위심사
2202571	김현정(더불어민주당)	이사에게 주주를 공정하게 대할 의무를 부여, 주총에서 소수주주만으로 결의한 안건에 대해 면책	2024-08-05	대안반영폐기
2202706	오기형(더불어민주당)	주주가 집중투표 청구 시 정관으로도 배제 불가능하도록 규정하고 관련 정관변경 시 지배주주 3% 초과 지분 의결권 제한, 대규모 상장사는 감사위원회위원 분리 선출, 그렇지 않을 시 의결권 제한, 다중대표소송 요건, 이사 보수 결정과정 등에 대한 개편안	2024-08-09	소관위접수
2202847	박상혁(더불어민주당)	이사의 주주에 대한 총실 의무 규정, 불공정합병비율로 주주 불이익 발생 예상 시 주주가 이사에 합병의 유지 청구 가능	2024-08-14	소관위접수
2203608	박상혁(더불어민주당)	전자주총도입	2024-09-04	소관위접수
2204381	민병덕(더불어민주당)	이사의 주주에 대한 총실 의무 규정	2024-09-26	대안반영폐기
2204475	김남근(더불어민주당)	이사의 주주에 대한 총실 의무 규정, 이사회 독립이사 비율 1/3 이상으로 확대, 독립이사 분리선출 확대, 자산 2조원 이상 상장사 집중투표제 의무화, 전자주총 병행 의무화 등	2024-09-30	대안반영폐기
2204474	유동수(더불어민주당)	이사의 주주에 대한 총실 의무, 주주 보호 의무 부여, ESG 경영 관련 책임 부여	2024-09-30	소관위접수
2204515	천준호(더불어민주당)	이사에게 주주의 비례적 이익에 대한 보호 의무를 부여하고, 특정 주주의 이익이나 권리를 부당하게 침해하지 않도록 규정	2024-10-02	대안반영폐기
2204700	박규택(더불어민주당)	이사가 총주주 이익 보호위해 노력해야 함을 규정, 대규모 상장사는 집중투표 의무화, 분리선출 이사의 수 확대, 상장사 전자주총 도입	2024-10-15	소관위심사
2204732	이강일(더불어민주당)	이사의 총실의무 및 공정의무 강화, 횡령·배임 범죄로 기소된 대주주의 의결권 제한, 전자주총 통한 의결권 행사 의무화	2024-10-16	소관위접수
2205176	정태호(더불어민주당)	자기주식 처분 시 주주평등 원칙 따르도록 규정, 경영상 목적 달성 위해 주주 외에 처분 시 통지 등	2024-11-01	소관위심사
2205387	이언주(더불어민주당)	이사의 주주에 대한 총실 의무 규정	2024-11-08	대안반영폐기
2205630	김성원(국민의힘)	경영판단의 원칙 도입, 이사의 특별배임죄 폐지, 복수의결권 및 신규인수선택권 도입, 주총 결의 조건 완화, 최대주주 의결권 3% 제한 폐지	2024-11-15	소관위접수
2205704	이정문(더불어민주당)	이사의 주주에 대한 총실의무 규정, 대규모 상장사 집중투표제 도입, 분리선출 감사위원 이사의 수 확대, 전자주총 도입	2024-11-19	소관위접수
2206274	박주민(더불어민주당)	대규모 자산 양도/양수, 일정 규모 이상 자산의 처분/양도를 통한 현물출자로 자회사 설립 시 주주총회 특별결의를 거치도록 규정하고 반대하는 주주에는 주식매수청구권 부여 주요 안건(계열사 간 합병 등) 총회 결의 시 최대주주 의결권 제한	2024-12-06	소관위접수
2206653	박상혁(더불어민주당)	이사의 총실의무 강화 위해, 회사 기회/자산 유용 금지 조항과 위반 시 책임 조항을 구체화하여 개정	2024-11-18	소관위접수
2207415	유동수(더불어민주당)	주총 소집 시 전자통지 보편화	2025-01-10	소관위접수
2207982	김현정(더불어민주당)	주총 소집을 주주총회일 3주 전에 통지해야 한다는 규정 추가	2025-02-07	소관위접수
2208496	법제사법위원회	이사의 주주에 대한 총실의무 규정, 전자주총 병행 의무화	2025-02-26	본회의의결
2208572	김병기(더불어민주당)	지배주주의 주식 매도청구권 행사 요건 강화	2025-02-28	소관위접수
2208844	구자근(국민의힘)	기업의 경영권 방어 및 안정화를 위해 신규인수선택권 도입	2025-03-12	소관위접수

자료: 의안정보시스템, 유진투자증권

주: 민주당은 이정문의원 대표발의안을 당론으로 발의함; 음영처리된 발의안 6건은 2025년 3월 13일 국회본회의에서 법제사법위원회 발의안이 대안으로써 가결되며 폐기됨

# Appendix. 주요 기업 리스트

1) 최대 주주 및 특수관계인 지분이 낮고, 2) 승계 이슈가 발생할 수 있거나, 3) 이익잉여금이 많아 주주 환원 여력이 큰 기업

(십억원)	시가총액	매출액	영업이익	당기순이익	배당수익률
NAVER	33,430	10,738	1,979	1,932	0.6
POSCO홀딩스	25,366	72,688	2,174	948	3.9
현대모비스	24,132	57,237	3,073	4,060	2.5
삼성물산	20,992	42,103	2,983	2,772	2.3
카카오	19,302	7,872	460	-253	0.2
크래프톤	17,127	2,710	1,182	1,303	-
SK	10,020	124,690	2,063	529	5.3
두산	5,585	18,133	1,004	302	0.8
LS	3,919	27,545	1,074	397	1.8
금호석유	3,083	7,155	273	349	2.4
롯데지주	2,439	15,730	334	-938	5.5
OCI홀딩스	1,492	3,577	102	114	3.7
신세계	1,477	6,570	477	187	3.4
쿠쿠홀딩스	791	834	103	137	5.2
한국단자	756	1,510	171	143	3.3
솔브레인홀딩스	679	516	86	58	0.6
TKG휴켄스	658	1,188	81	77	5.9
대한해운	548	1,747	329	165	-
삼양홀딩스	515	3,554	127	95	5.3
강남제비스코	158	639	23	22	2.0
신라교역	140	496	16	40	5.3
삼보판지	133	558	39	38	3.1
한솔홀딩스	102	790	7	1	5.1
CS홀딩스	83	142	22	39	0.7

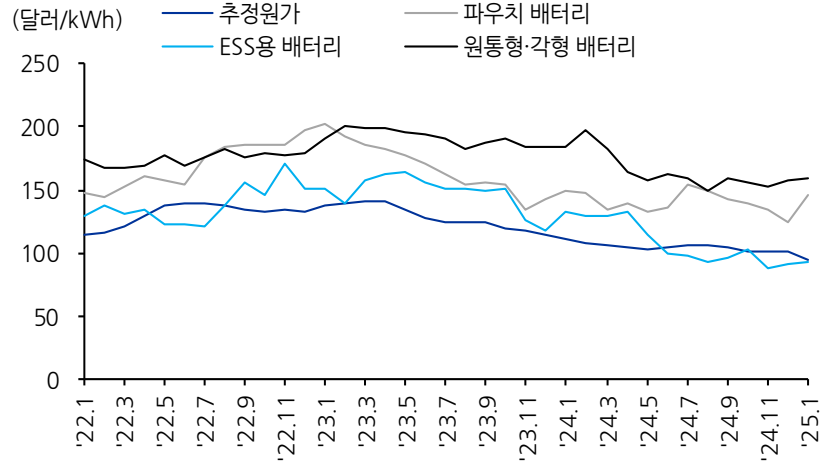
자료: Quantiwise, 유진투자증권

---

06

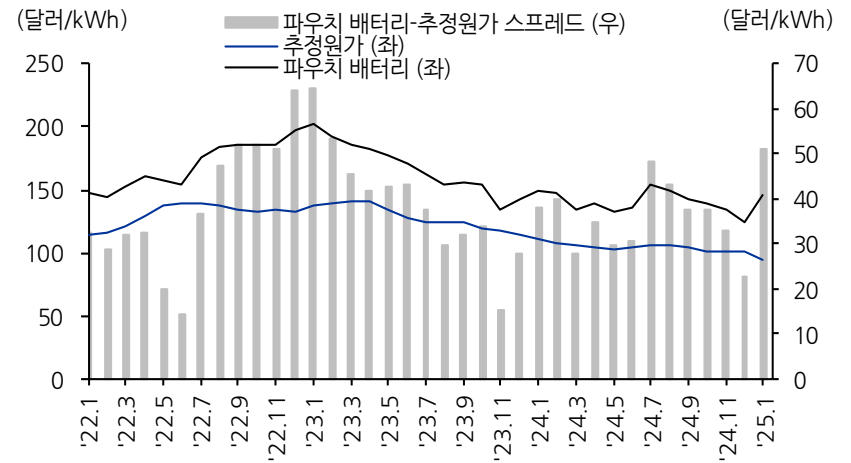
배터리

### 배터리 가중평균 원가



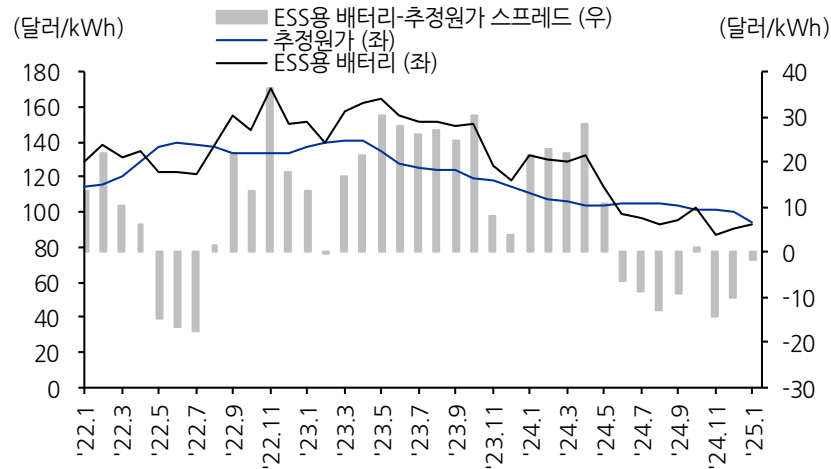
자료: KITA, 유진투자증권

### 파우치 배터리 가중평균 스프레드



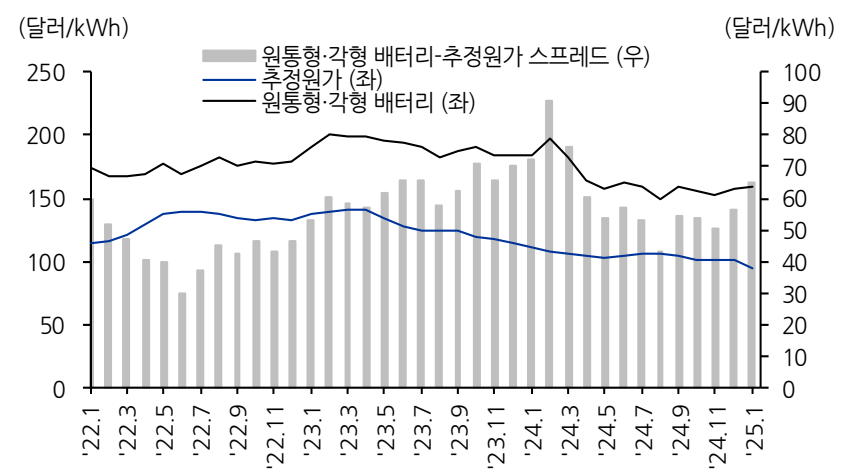
자료: KITA, 유진투자증권

### ESS용 배터리 가중평균 스프레드



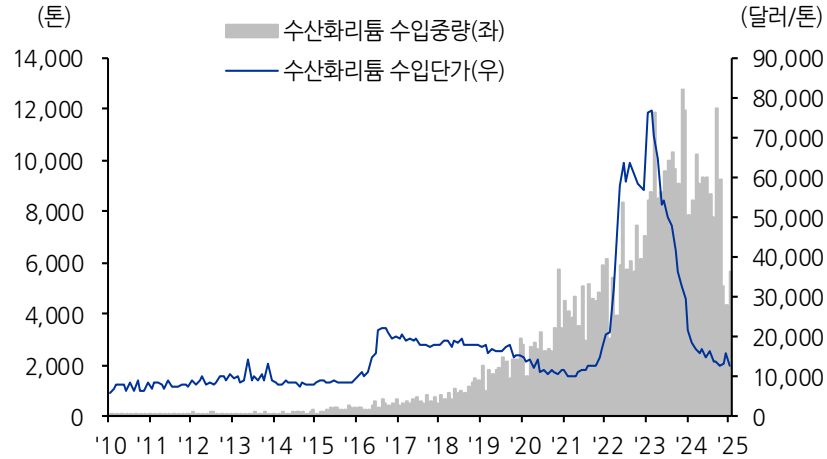
자료: KITA, 유진투자증권

### 원통형·각형 배터리 가중평균 스프레드



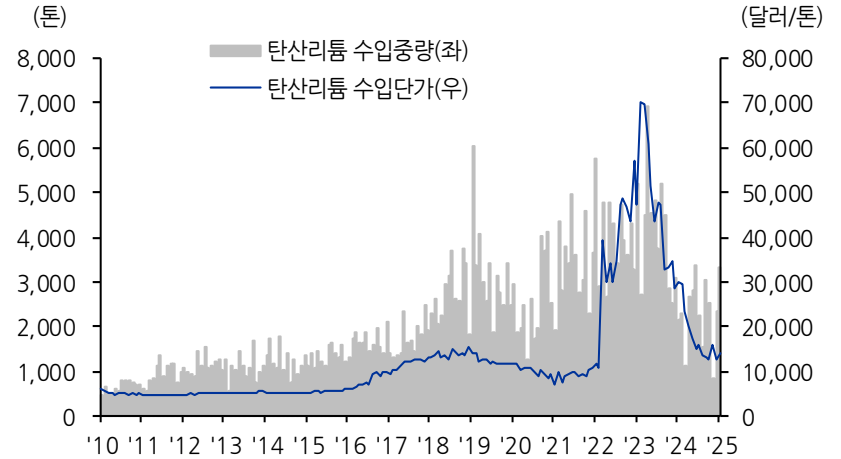
자료: KITA, 유진투자증권

### 수산화리튬 수입



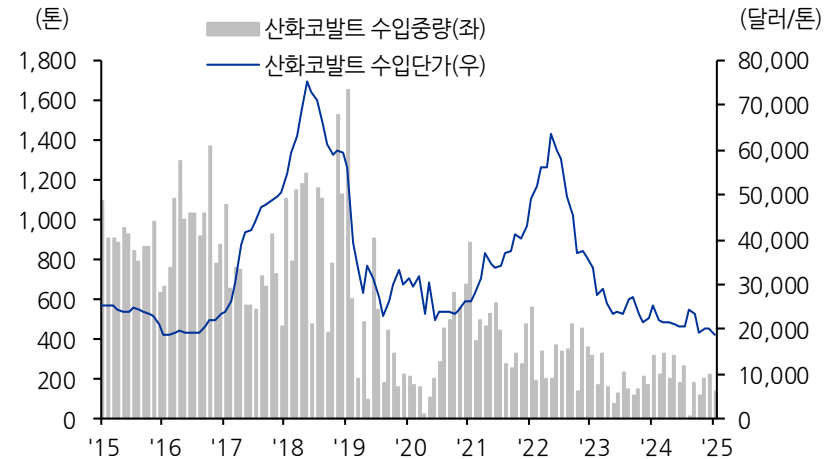
자료: KITA, 유진투자증권

### 탄산리튬 수입



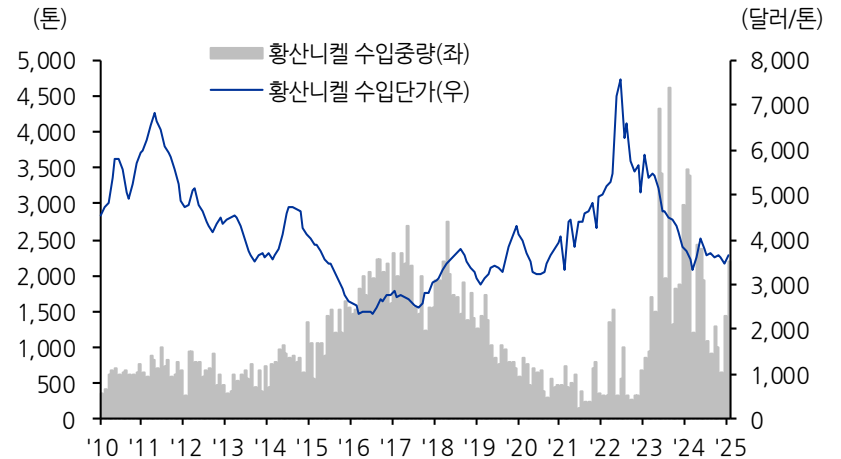
자료: KITA, 유진투자증권

### 산화코발트 수입



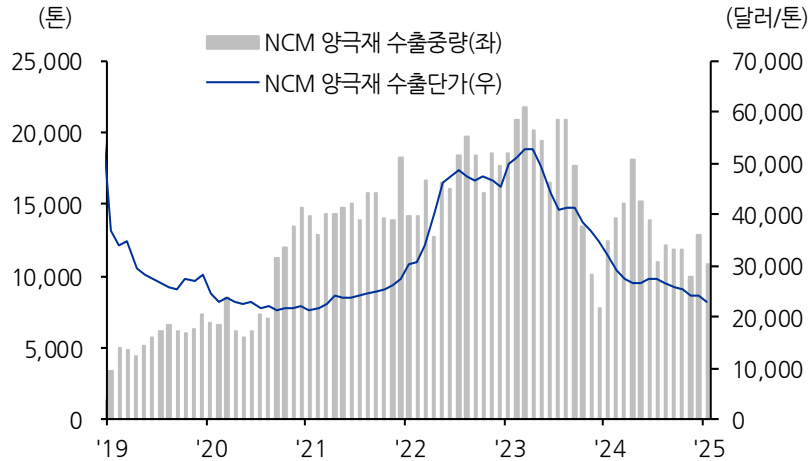
자료: KITA, 유진투자증권

### 황산니켈 수입



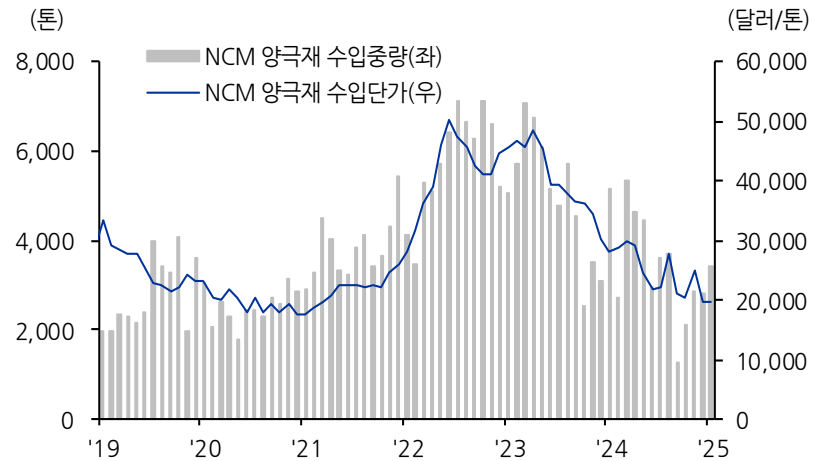
자료: KITA, 유진투자증권

### NCM 양극재 수출



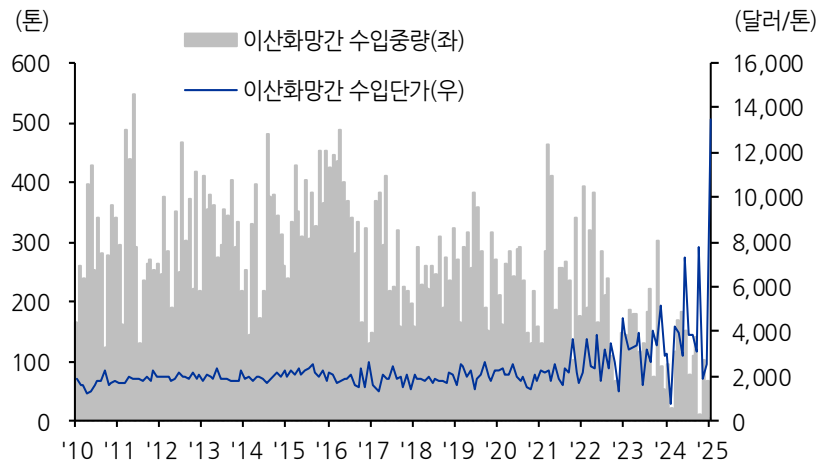
자료: KITA, 유진투자증권

### NCM 양극재 수입



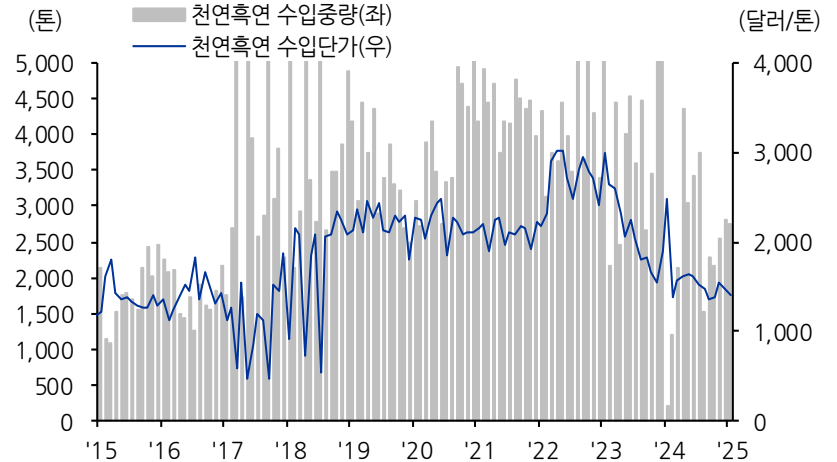
자료: KITA, 유진투자증권

### 이산화망간 수입



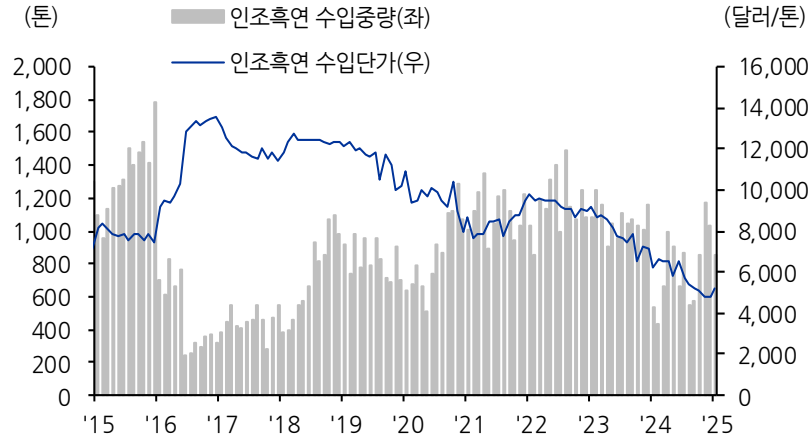
자료: KITA, 유진투자증권

### 천연흑연 수입



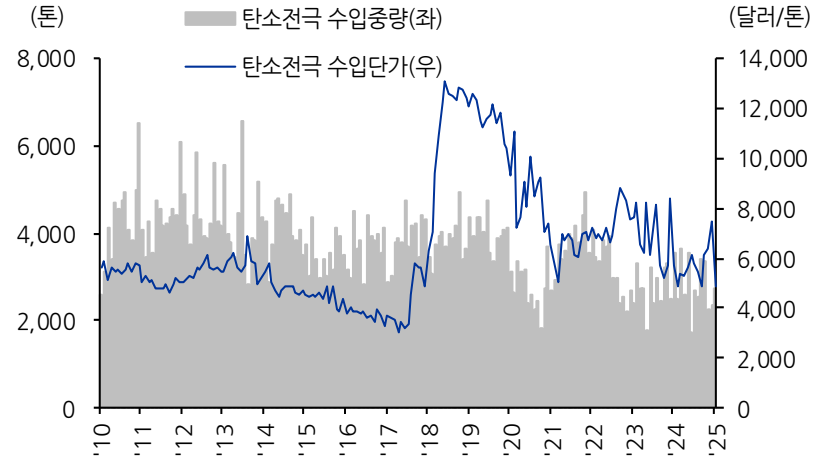
자료: KITA, 유진투자증권

### 인조흑연(2차전지제조용) 수입



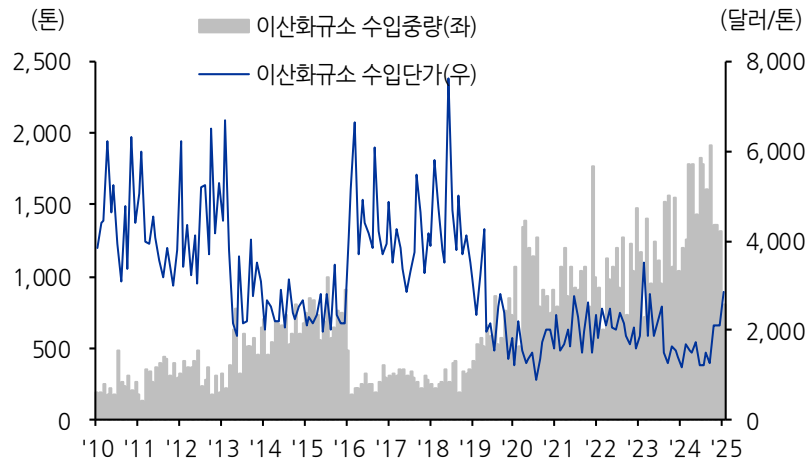
자료: KITA, 유진투자증권

### 탄소전극 수입



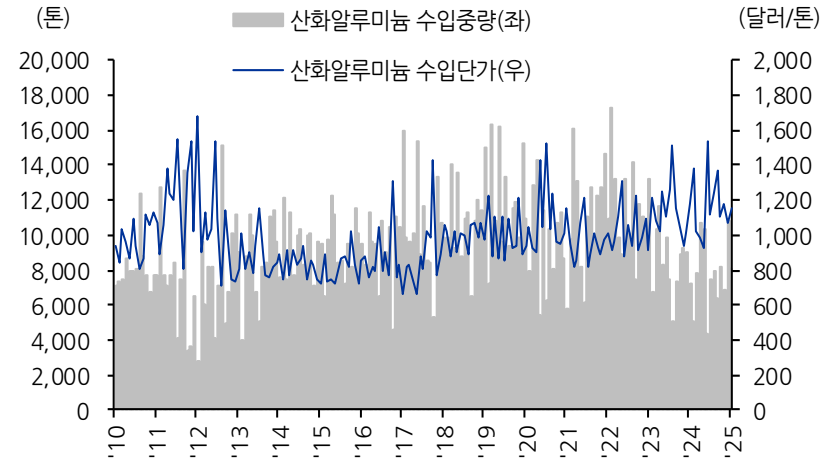
자료: KITA, 유진투자증권

### 이산화규소 수입



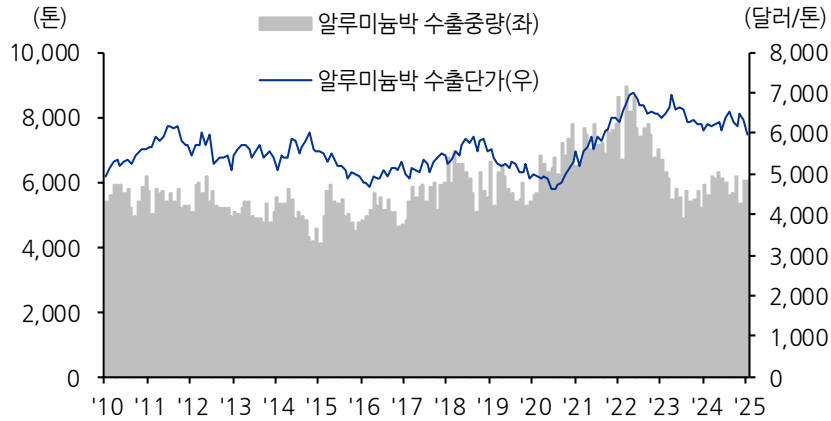
자료: KITA, 유진투자증권

### 산화알루미늄 수입



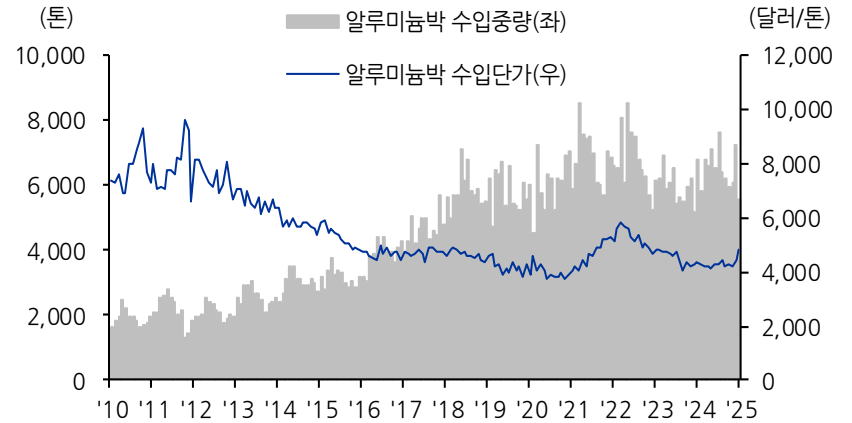
자료: KITA, 유진투자증권

### 알루미늄박 수출



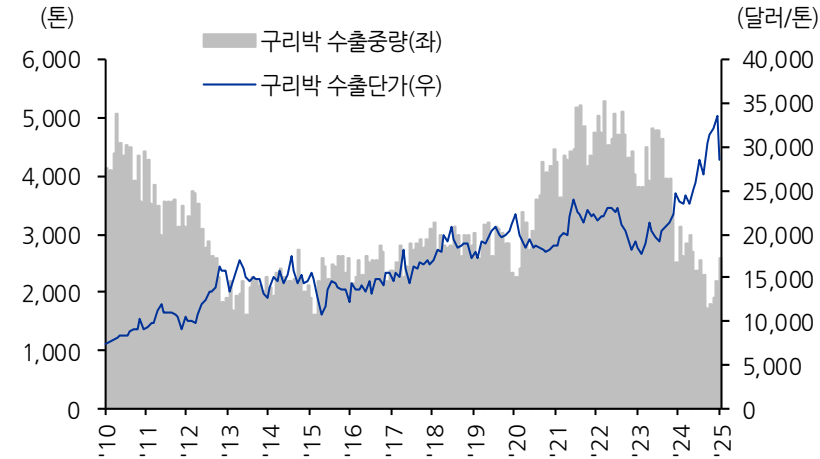
자료: KITA, 유진투자증권

### 알루미늄박 수입



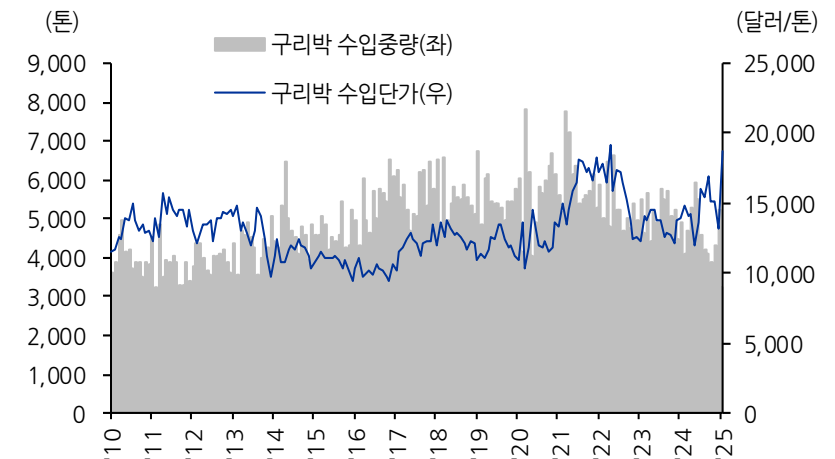
자료: KITA, 유진투자증권

### 구리박 수출



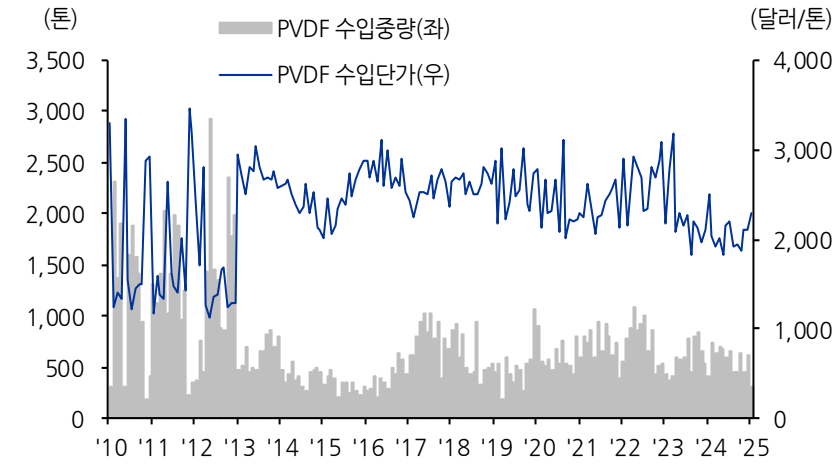
자료: KITA, 유진투자증권

### 구리박 수입



자료: KITA, 유진투자증권

## PVDF 수입



자료: KITA, 유진투자증권

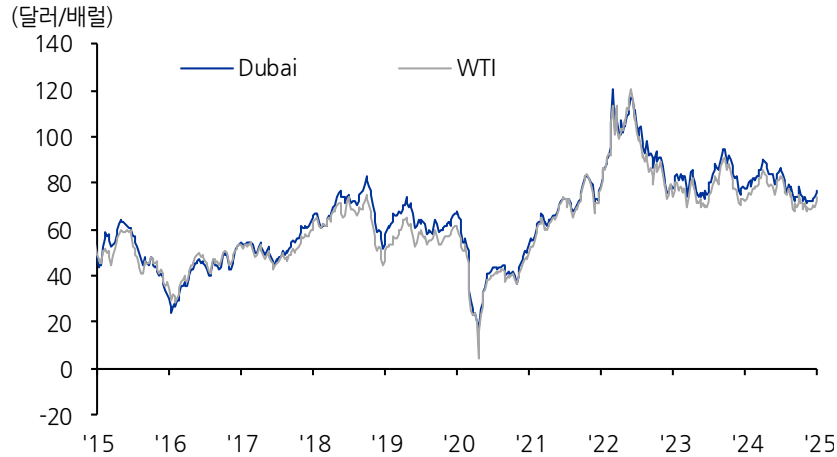
편집상의 공백페이지입니다

---

07

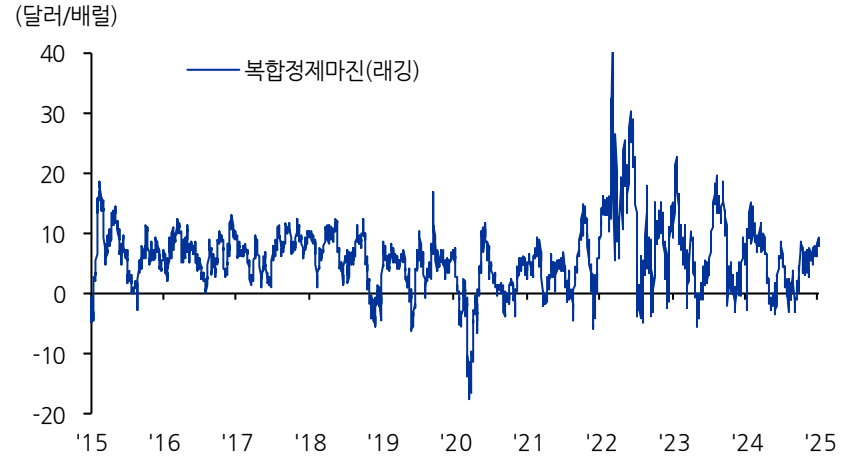
**정유/화학**

## WTI, 두바이 유가



자료: 페트로넷, 유진투자증권

## 정제마진 (래깅)



자료: 페트로넷, 유진투자증권

## 정제마진 (스팟)



자료: 페트로넷, 유진투자증권

## 휘발유, 경유 마진



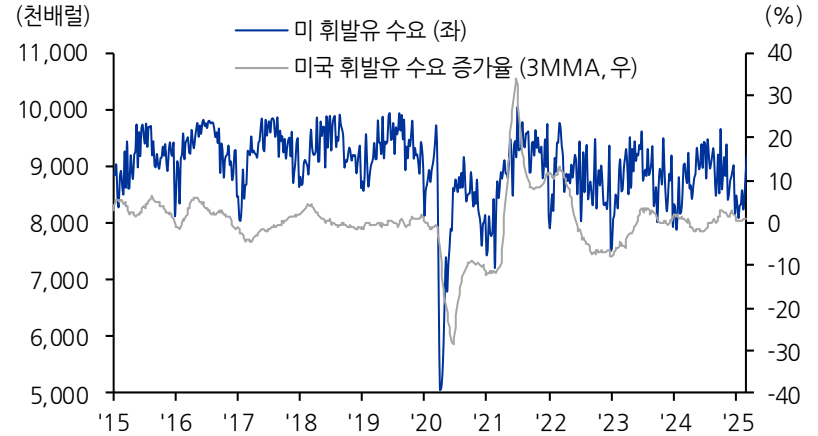
자료: 페트로넷, 유진투자증권

## 중유, 납사 마진



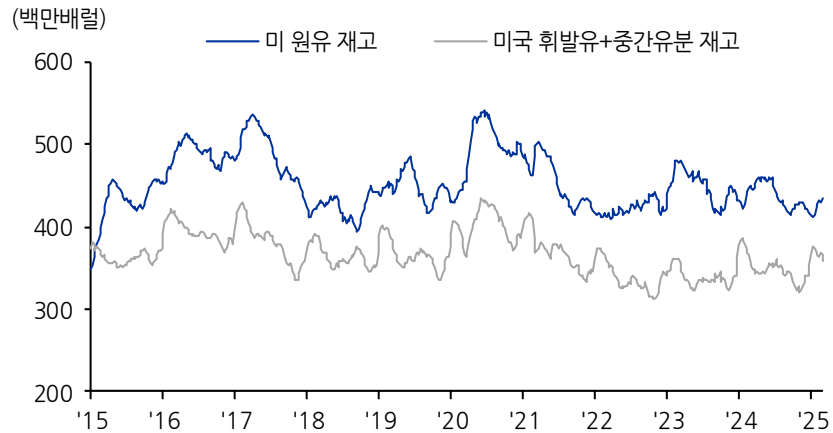
자료: 페트로넛, 유진투자증권

## 미국 휘발유 수요



자료: EIA, 유진투자증권

## 미국 원유 재고



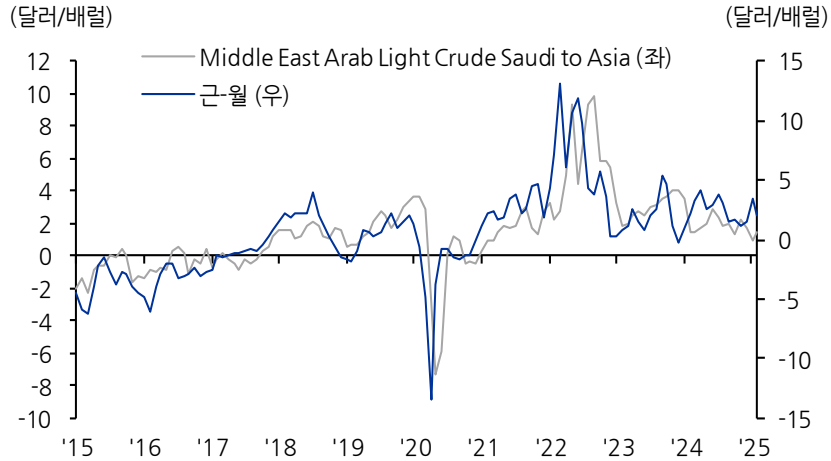
자료: EIA, 유진투자증권

## 미국 정제가동률



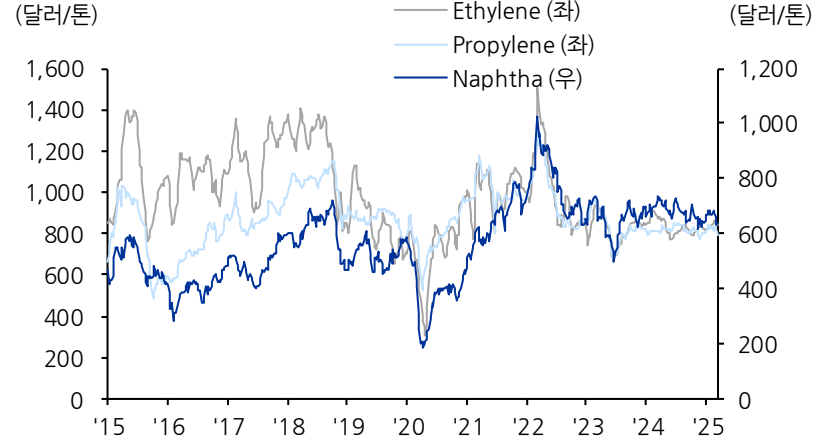
자료: EIA, 유진투자증권

### 사우디 OSP 프리미엄



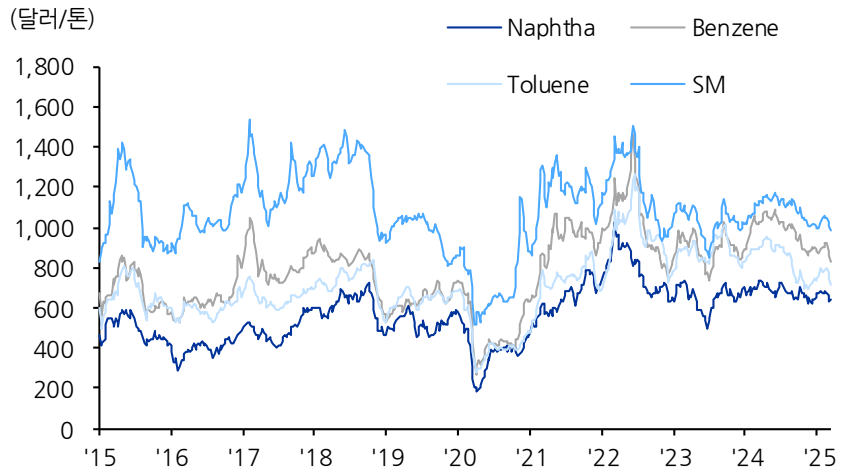
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 납사와 기초유분 가격



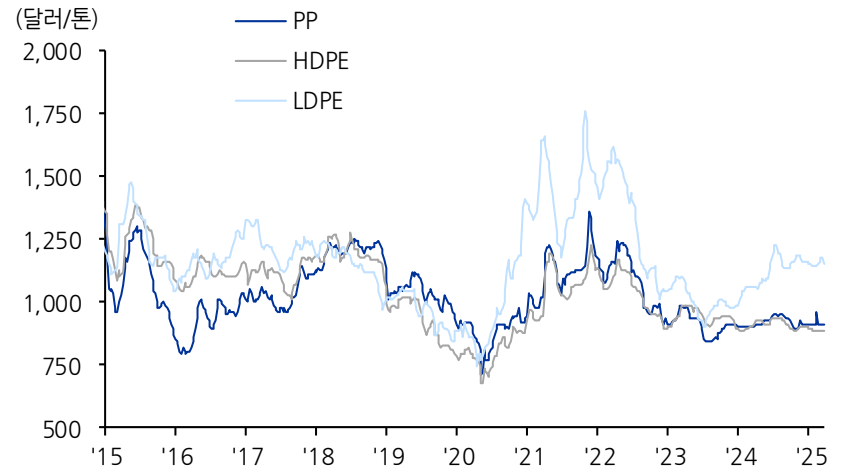
자료: 씨스켈, 유진투자증권

### 아로마틱 유분가격



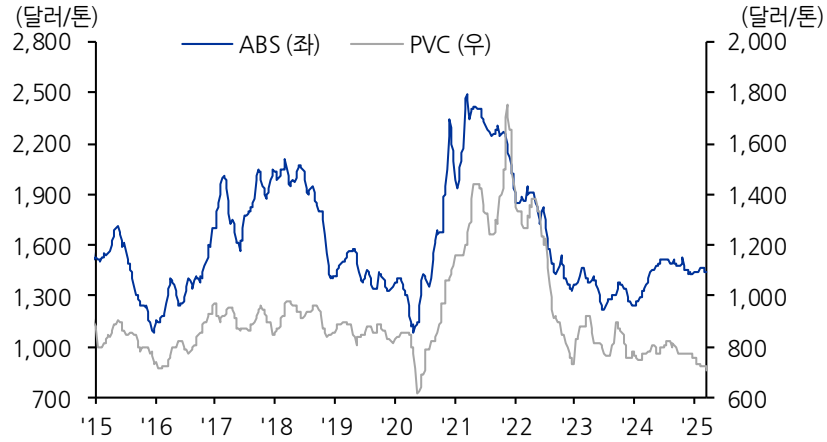
자료: 씨스켈, 유진투자증권

### 합성수지 가격 1



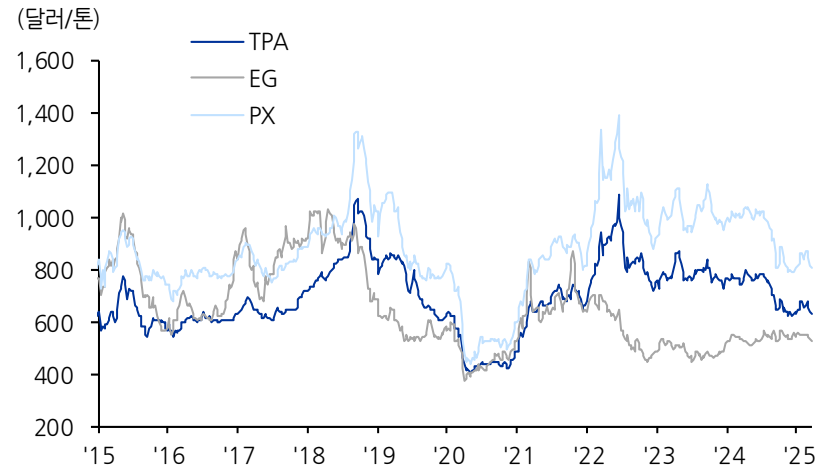
자료: 씨스켈, 유진투자증권

### 합성수지 가격 2



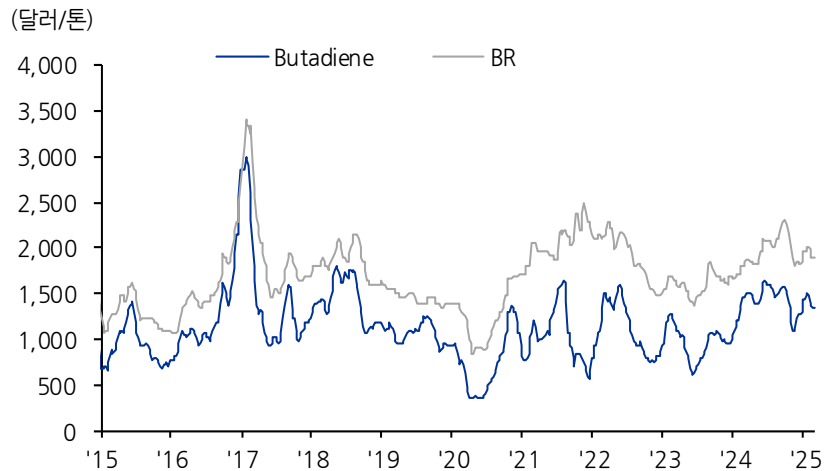
자료: 씨스켐, 유진투자증권

### 합성섬유 가격



자료: 씨스켐, 유진투자증권

### 합성고무 가격



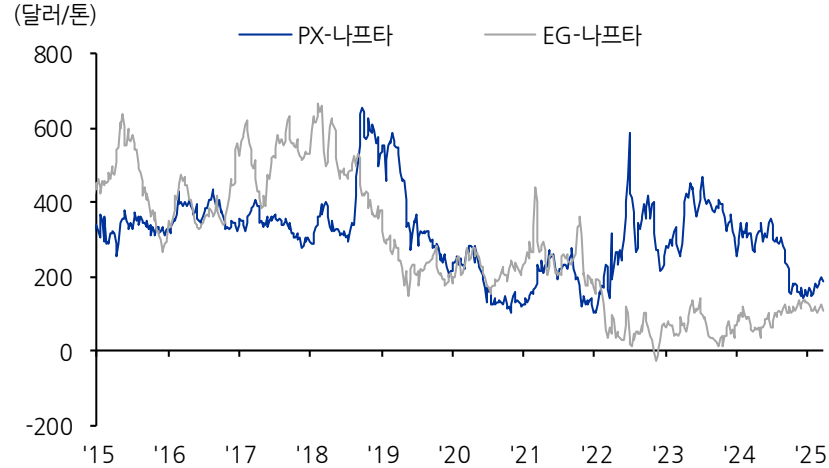
자료: 씨스켐, 유진투자증권

### 합성수지 스프레드



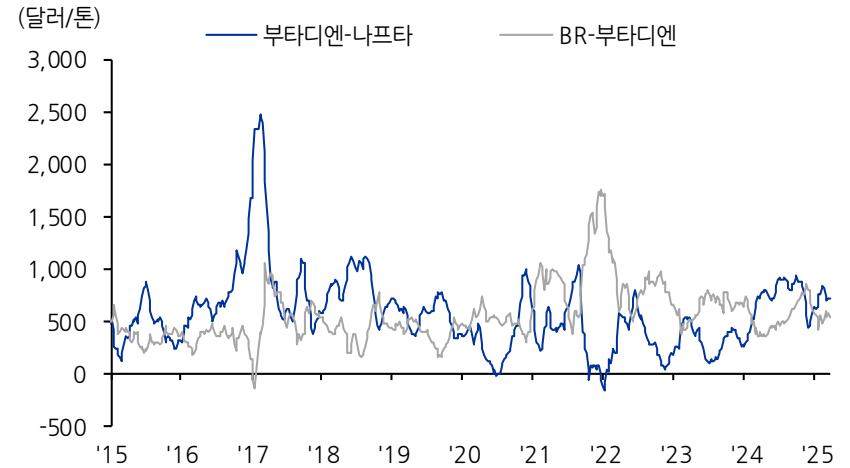
자료: 씨스켐, 유진투자증권

### 섬유 스프레드



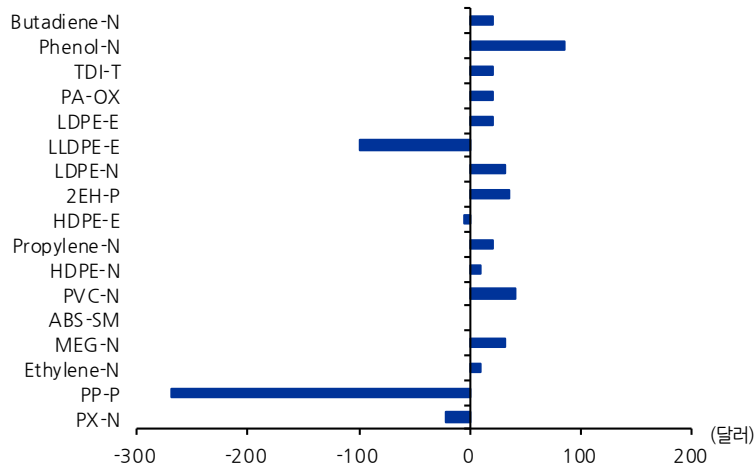
자료: 씨스켄, 유진투자증권

### 고무 스프레드



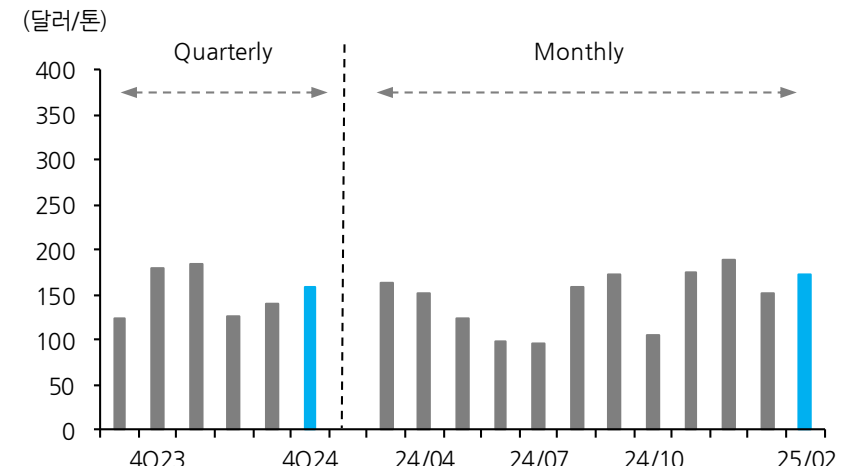
자료: 씨스켄, 유진투자증권

### 한 달간 제품 스프레드 변동폭



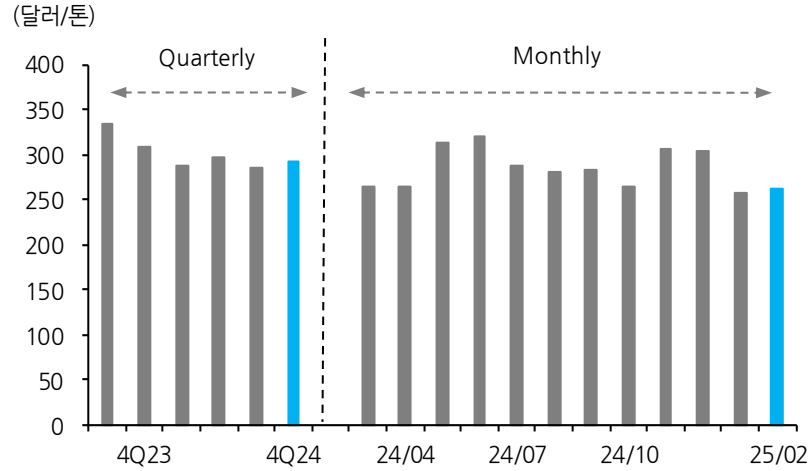
자료: 씨스켄, 유진투자증권

### Ethylene-Naphtha: Pure, Chemical



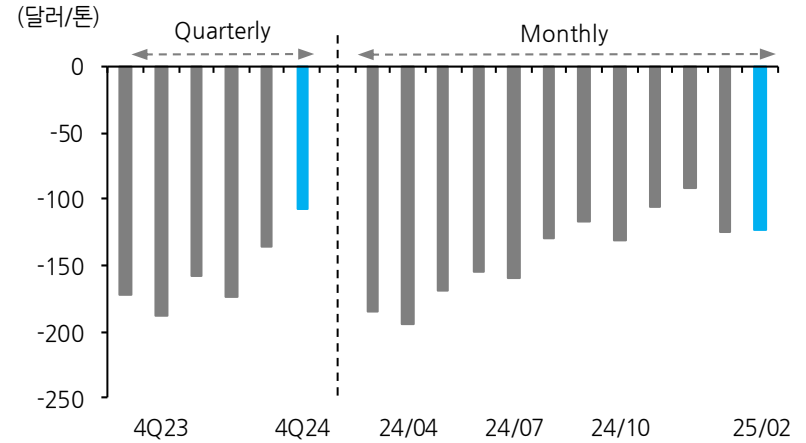
자료: 씨스켄, 유진투자증권

### HDPE-Naphtha: Pure, Chemical



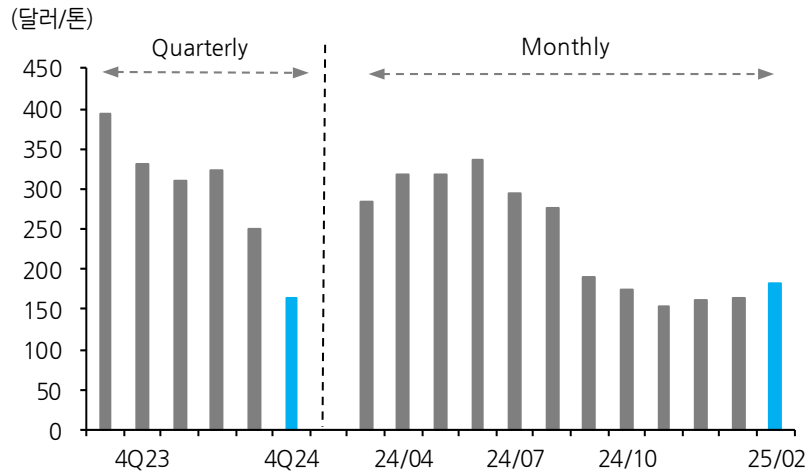
자료: 씨스켈, 유진투자증권

### MEG-Naphtha: 롯데케미칼, 대한유화



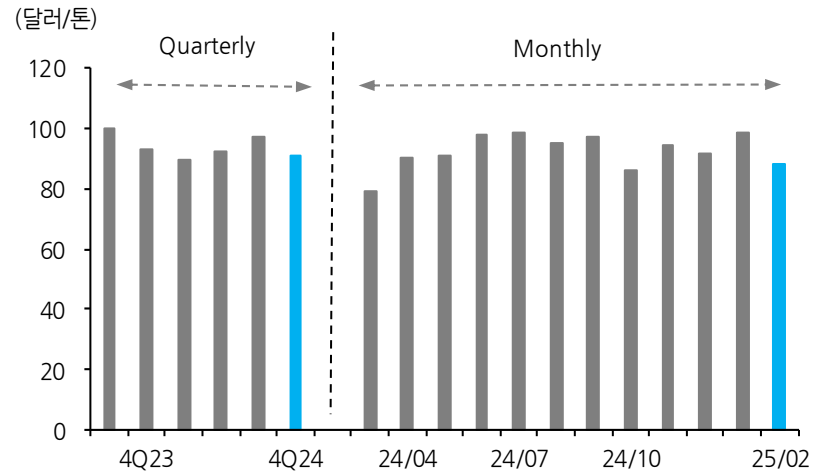
자료: 씨스켈, 유진투자증권

### PX-Naphtha: 정유사 화학부문



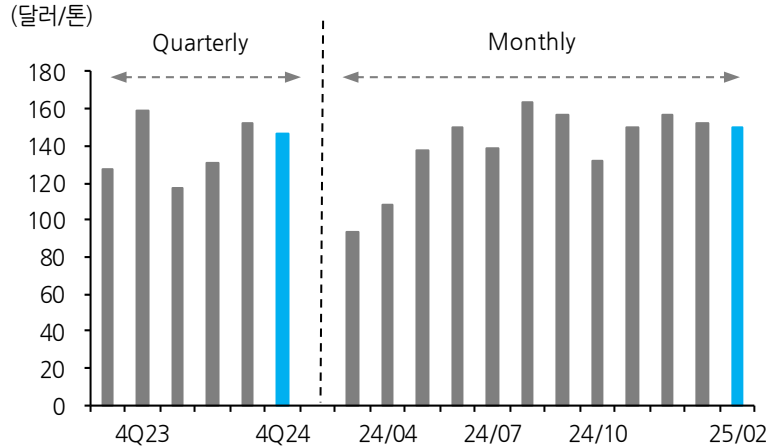
자료: 씨스켈, 유진투자증권

### TPA-PX: 롯데케미칼, 효성, 한화



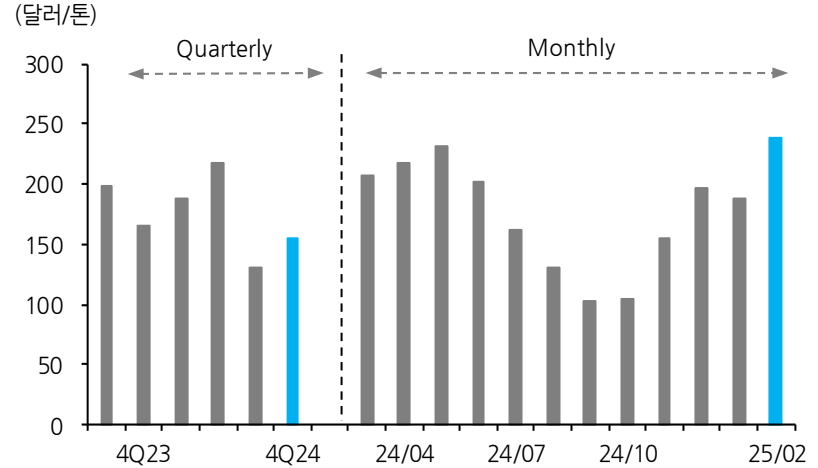
자료: 씨스켈, 유진투자증권

### Propylene-Naphtha: Pure, Chemical



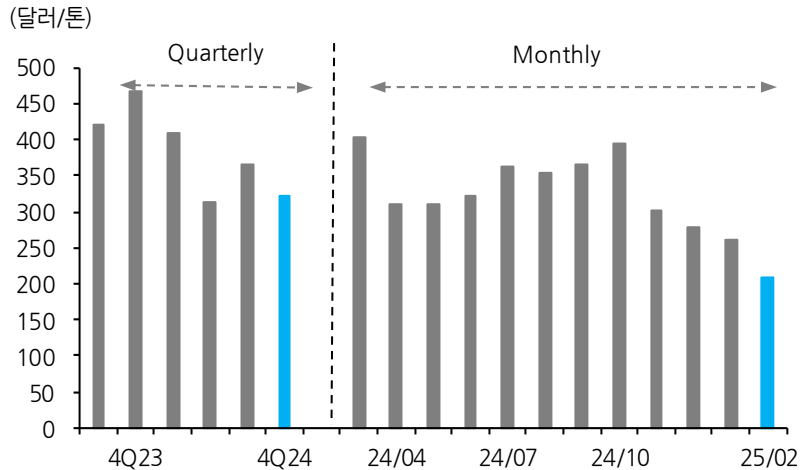
자료: 씨스켐, 유진투자증권

### AN-Propylene: 태광산업



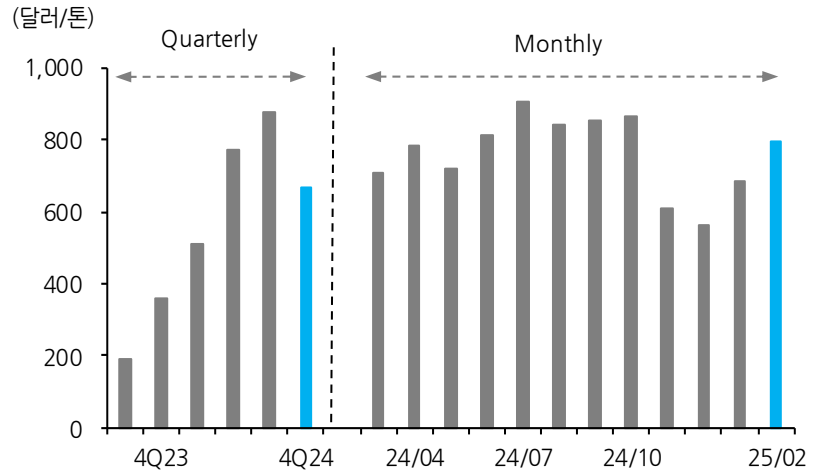
자료: 씨스켐, 유진투자증권

### Caprolactam-Benzene: 카프로



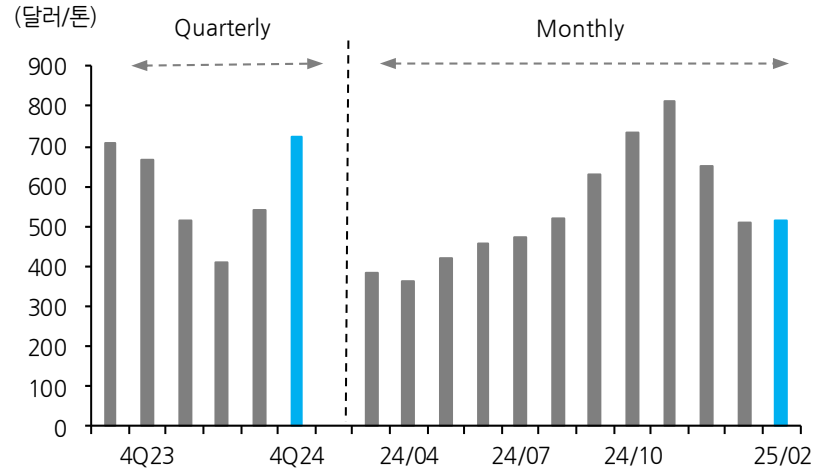
자료: 씨스켐, 유진투자증권

### Butadiene-Naphtha: 롯데케미칼



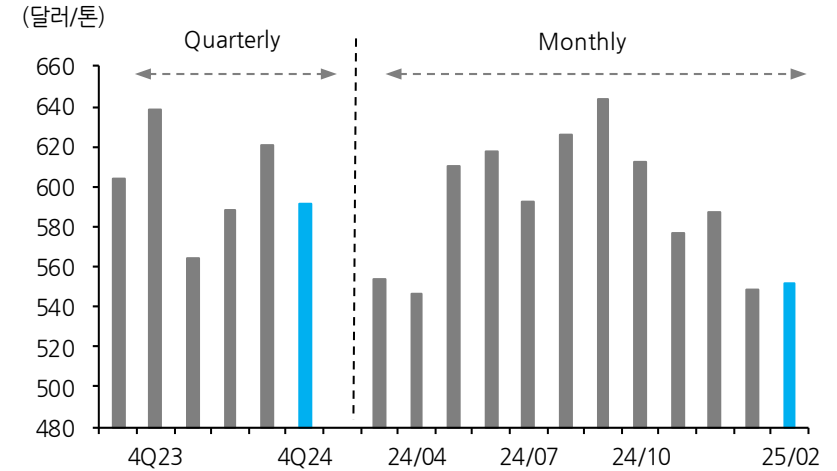
자료: 씨스켐, 유진투자증권

### BR-Butadiene: LG화학, 금호화학



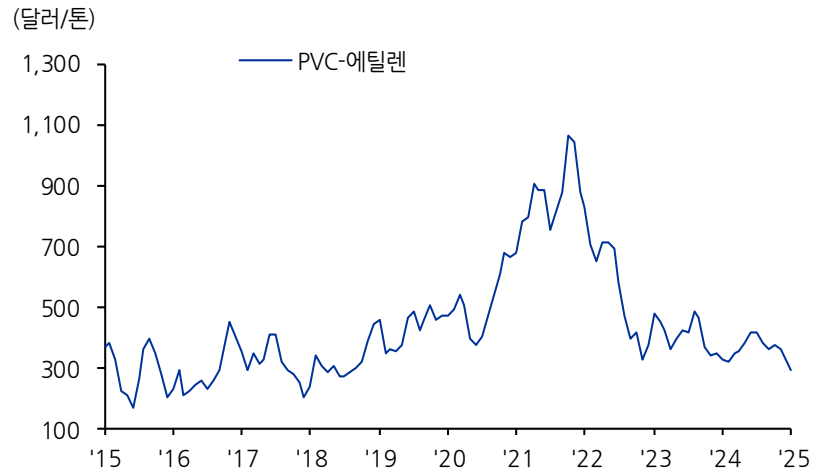
자료: 씨스کم, 유진투자증권

### BPA-Naphtha: LG화학, 금호석유(금호피앤비)



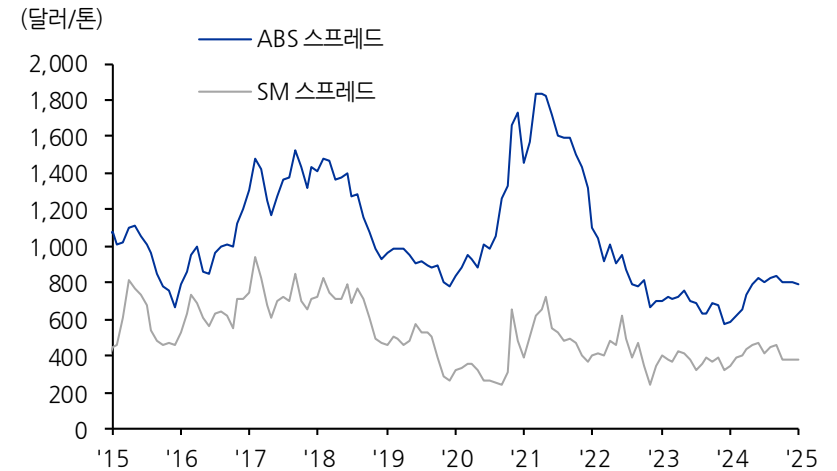
자료: 씨스کم, 유진투자증권

### PVC-에틸렌: 한화솔루션, LG화학



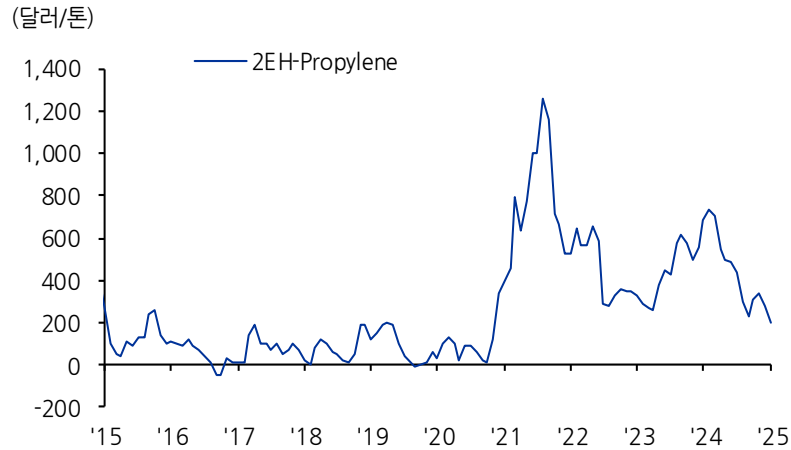
자료: KITA, 유진투자증권

### ABS, SM-Naphtha: LG화학, 금호석유



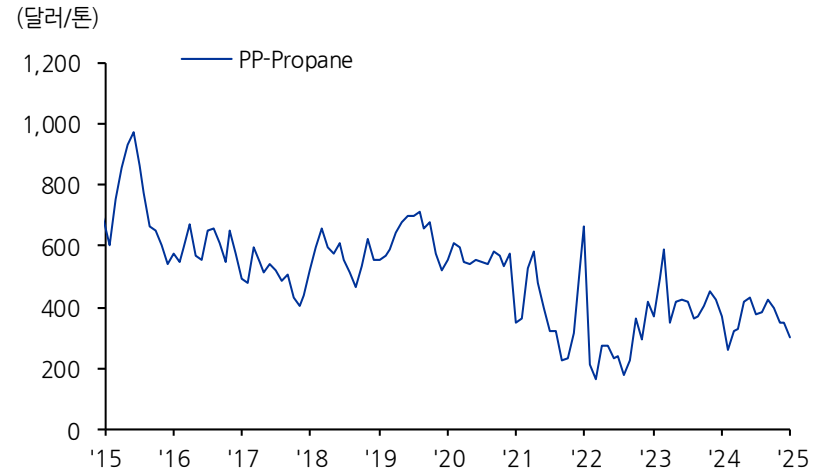
자료: KITA, 유진투자증권

### 2EH-Propylene: LG화학



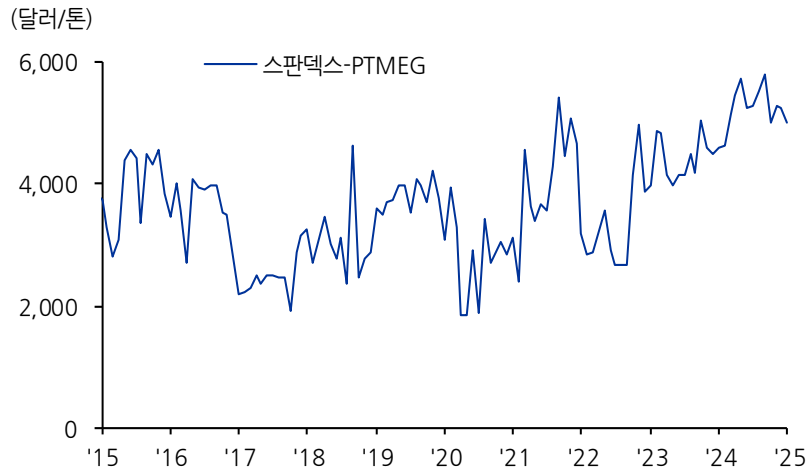
자료: KITA, 유진투자증권

### PP-Propane: 효성



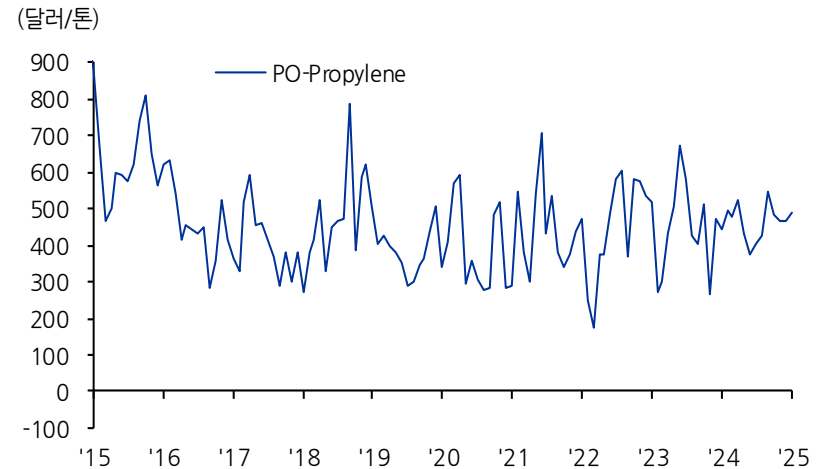
자료: KITA, 유진투자증권

### 스판덱스-PTMEG: 효성



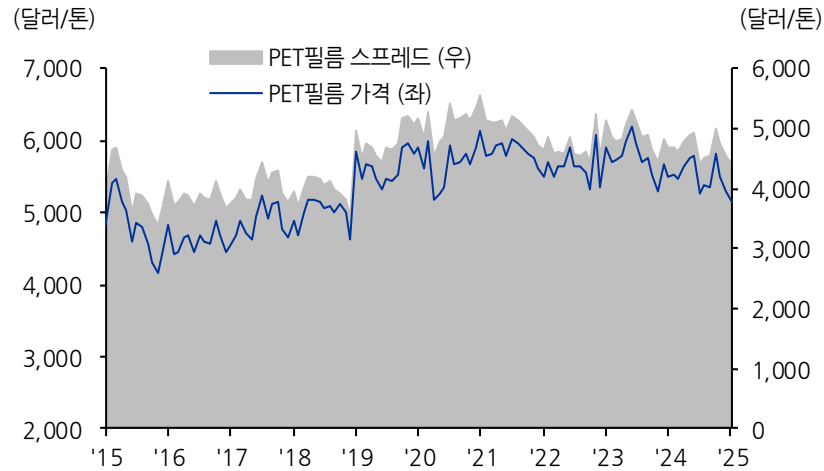
자료: KITA, 유진투자증권

### PO-Propylene: SKC



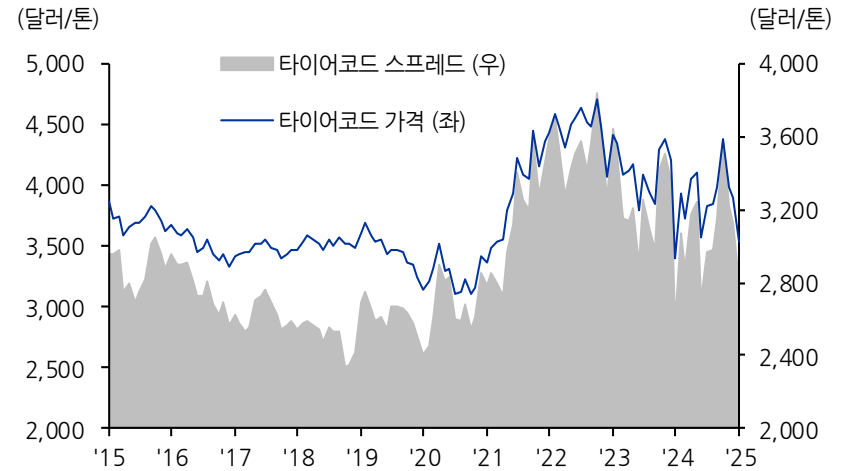
자료: KITA, 유진투자증권

### PET필름 가격과 스프레드



자료: KITA, 유진투자증권

### 타이어코드 가격과 스프레드: 효성, 코오롱인더스트리



자료: KITA, 유진투자증권

### 천연고무 & 합성고무 가격



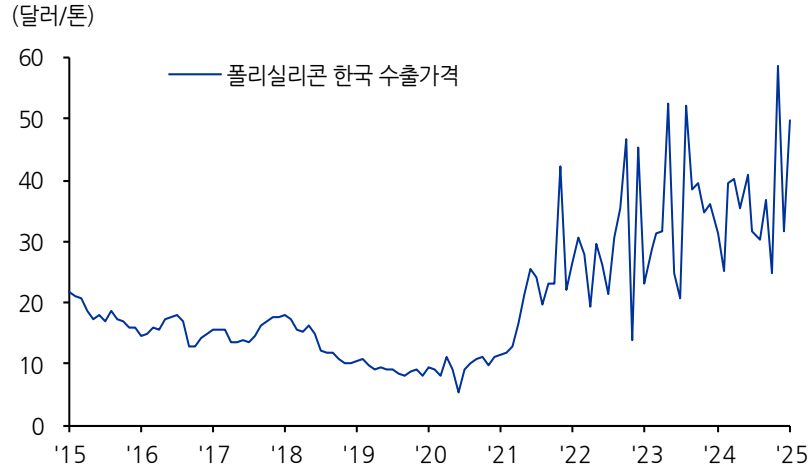
자료: Refinitiv, Bloomberg, 유진투자증권

### 석유수지 가격: 코오롱인더스트리 화학부문



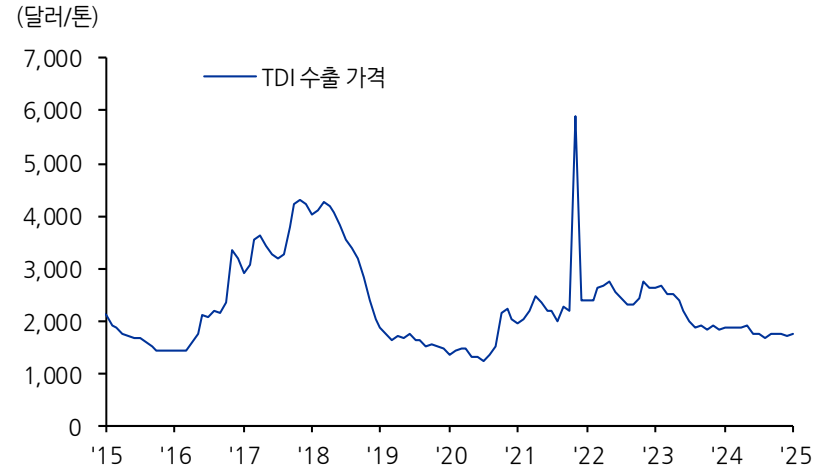
자료: KITA, 유진투자증권

### 폴리실리콘: OCI, 한화솔루션



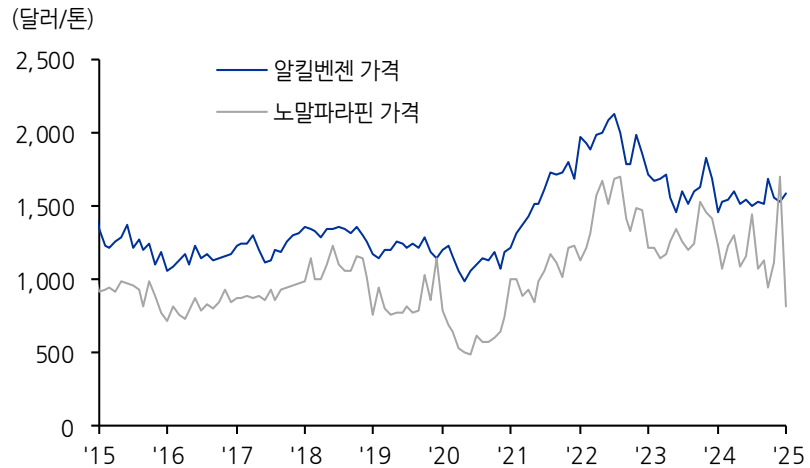
자료: KITA, 유진투자증권

### TDI: 한화솔루션 케미칼부문, OCI



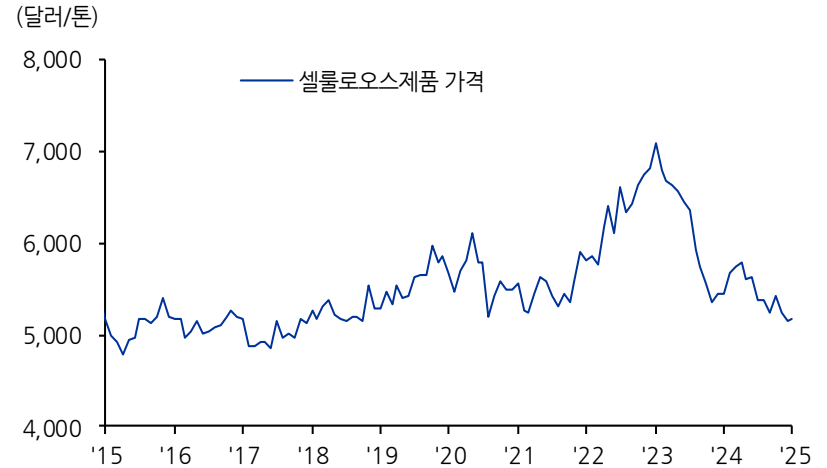
자료: KITA, 유진투자증권

### 알킬벤젠/노말파라핀: 이수화학



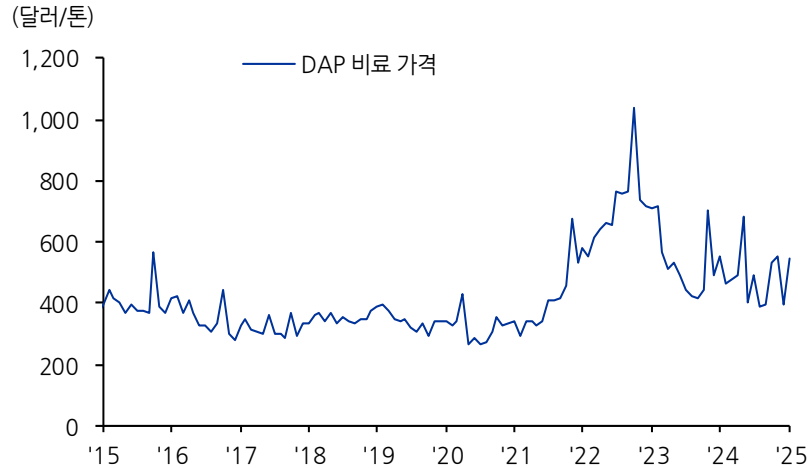
자료: KITA, 유진투자증권

### 셀룰로오스 제품: 롯데정밀화학



자료: KITA, 유진투자증권

### DAP 비료: 남해화학



자료: KITA, 유진투자증권

### 윤활유기유: 정유사 윤활유 부문



자료: KITA, 유진투자증권

### 고흡수성수지(SAP): LG화학



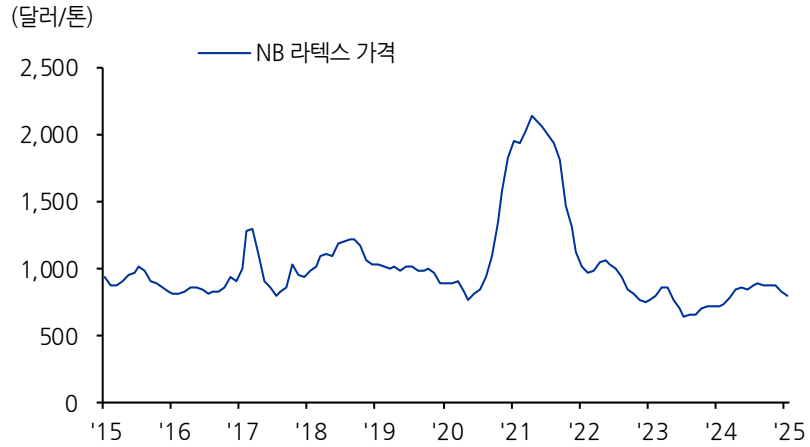
자료: KITA, 유진투자증권

### 가성소다: 한화솔루션, LG화학, 롯데정밀화학



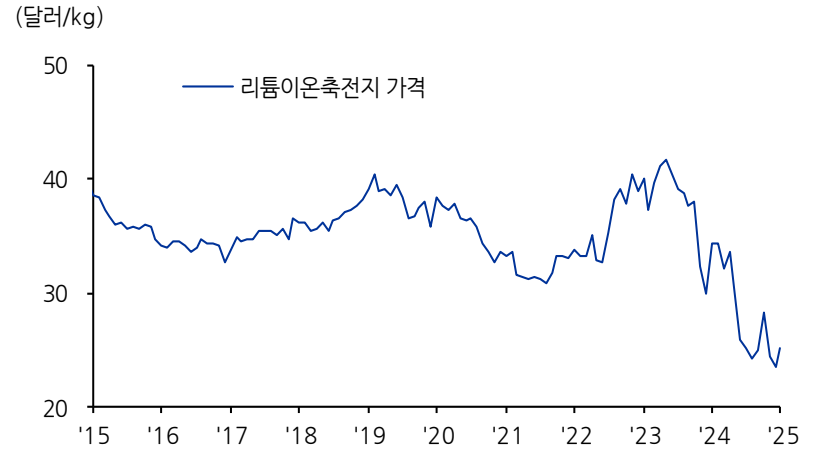
자료: KITA, 유진투자증권

### NBL: 금호석유, LG화학



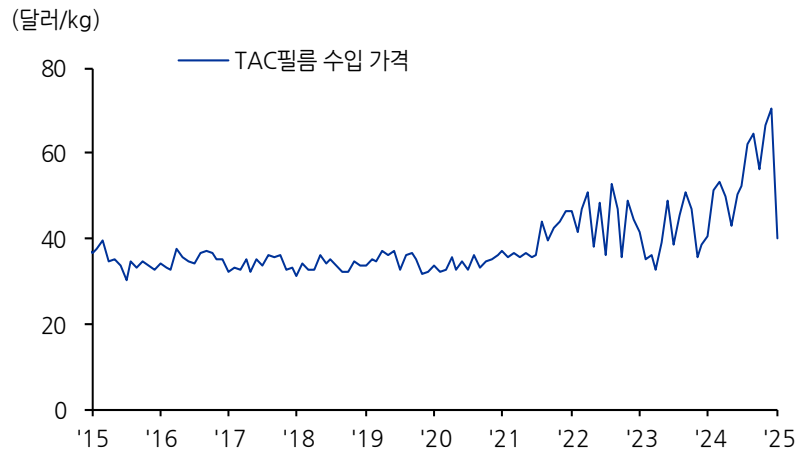
자료: KITA, 유진투자증권

### 리튬이온전지: LG화학



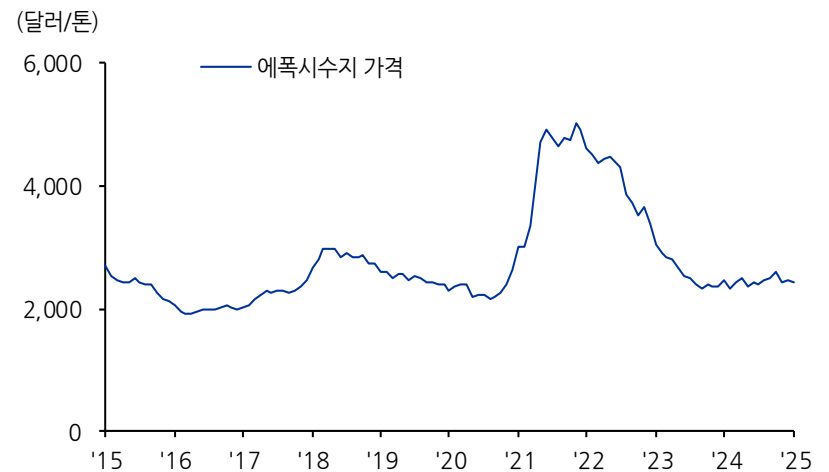
자료: KITA, 유진투자증권

### TAC 필름 수입 가격: 효성, SK이노베이션



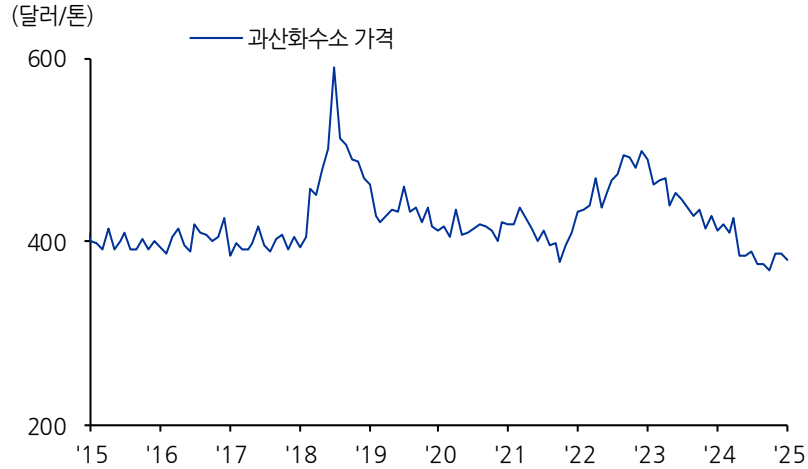
자료: KITA, 유진투자증권

### 에폭시수지: 국도화학, 금호석유



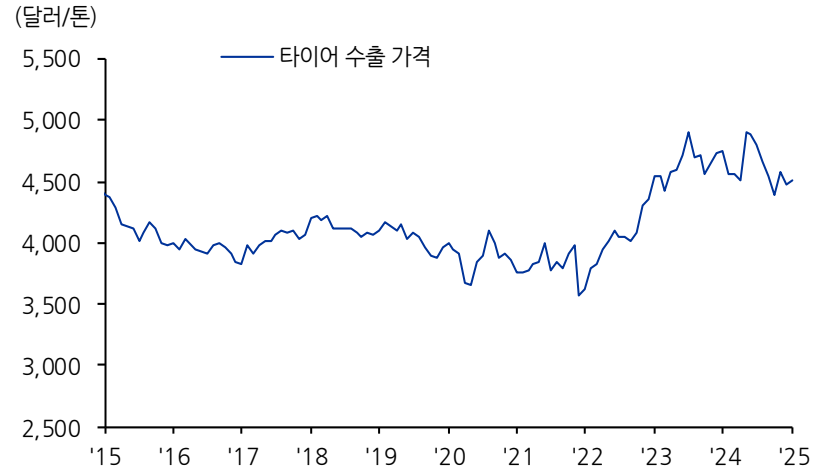
자료: KITA, 유진투자증권

### 과산화수소: 한솔케미칼



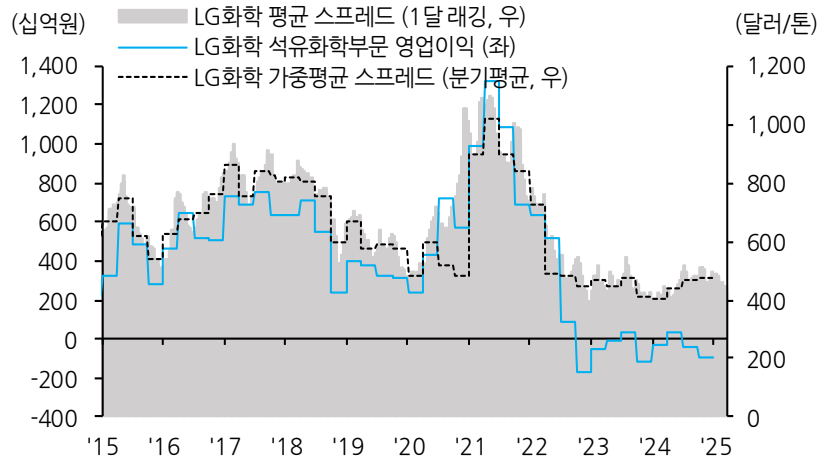
자료: KITA, 유진투자증권

### 타이어 수출 가격



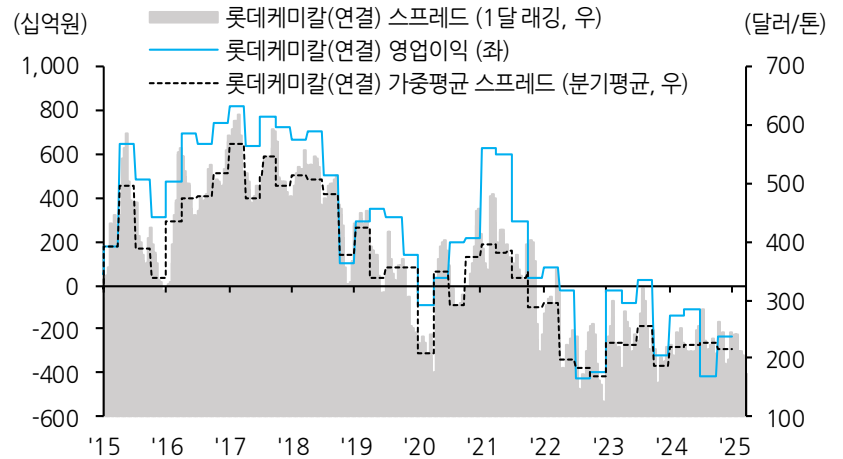
자료: KITA, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(1달 래깅): LG화학



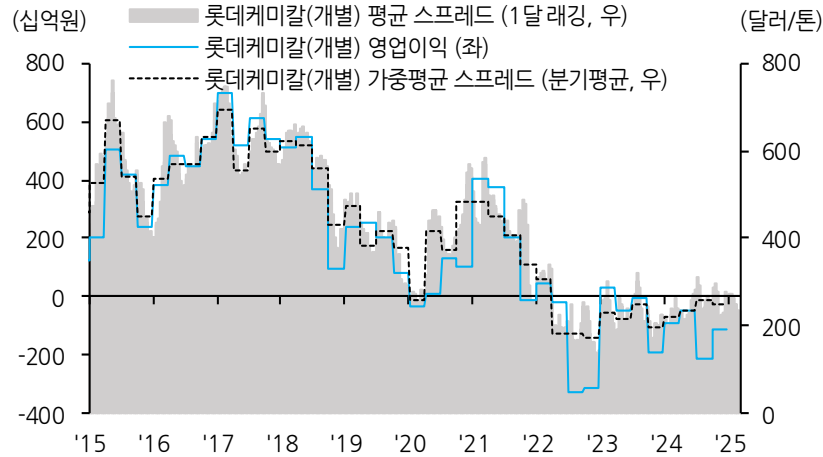
자료: 씨스켐, KITA, LG화학, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(1달 래깅): 롯데케미칼(연결)



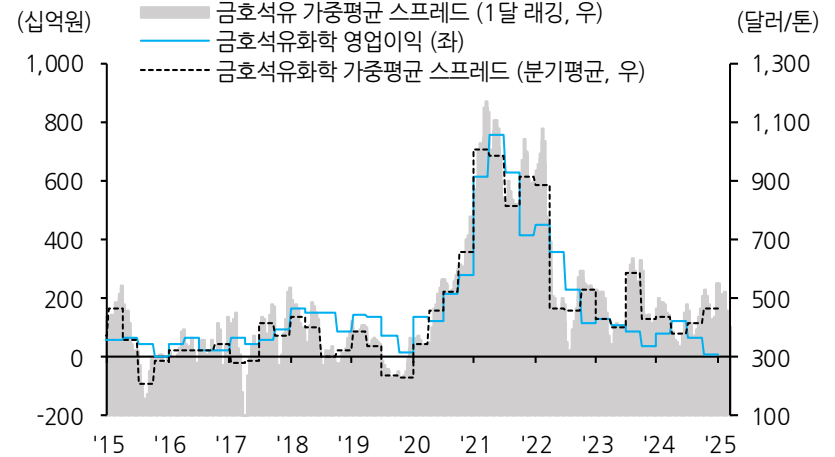
자료: 씨스켐, KITA, 롯데케미칼, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(1달 래깅): 롯데케미칼(개별)



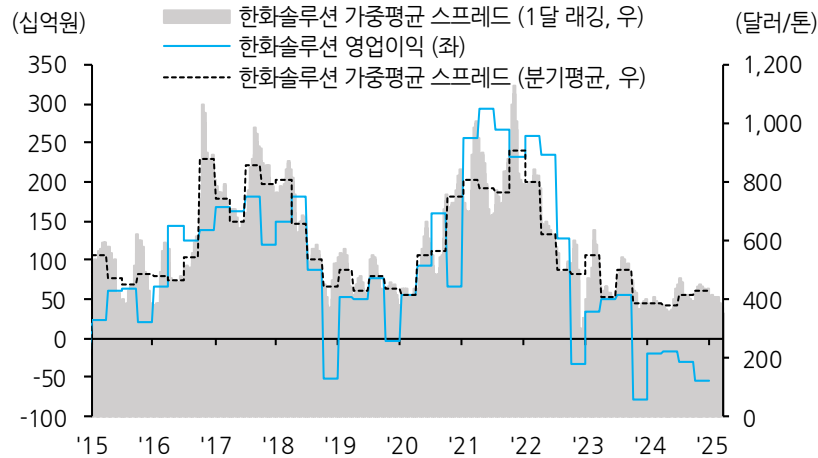
자료: 씨스켐, KITA, 롯데케미칼, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(1달 래깅): 금호석유화학



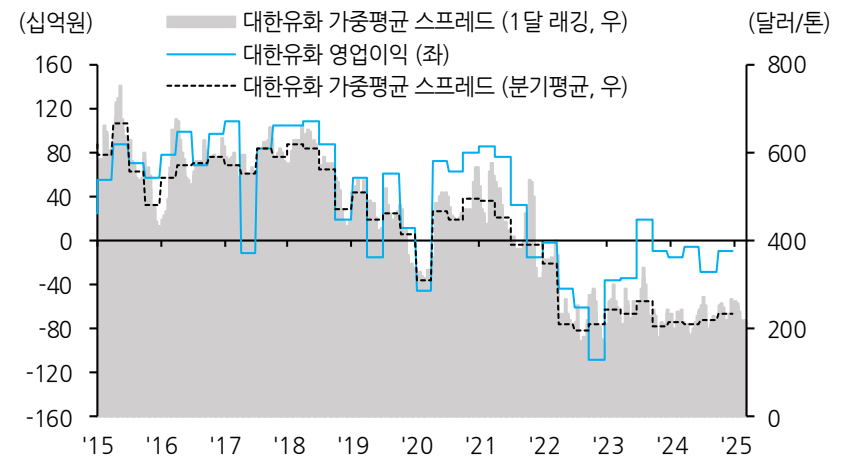
자료: 씨스켐, KITA, 금호석유화학, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(1달 래깅): 한화솔루션



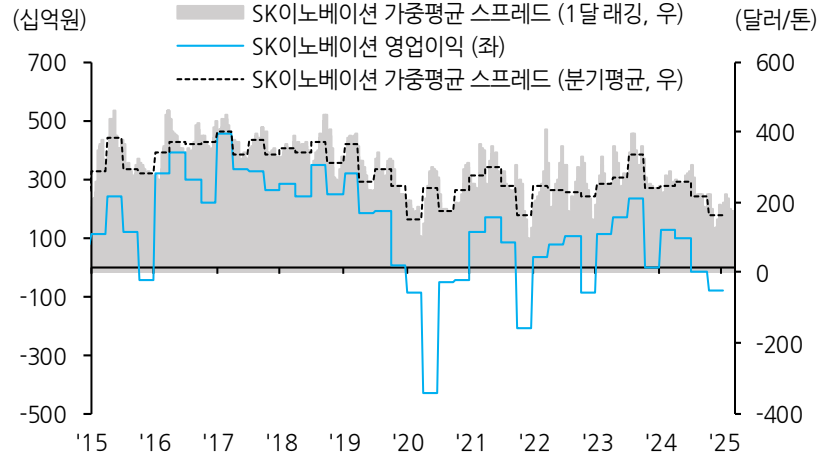
자료: 씨스켐, KITA, 한화솔루션, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(1달 래깅): 대한유화



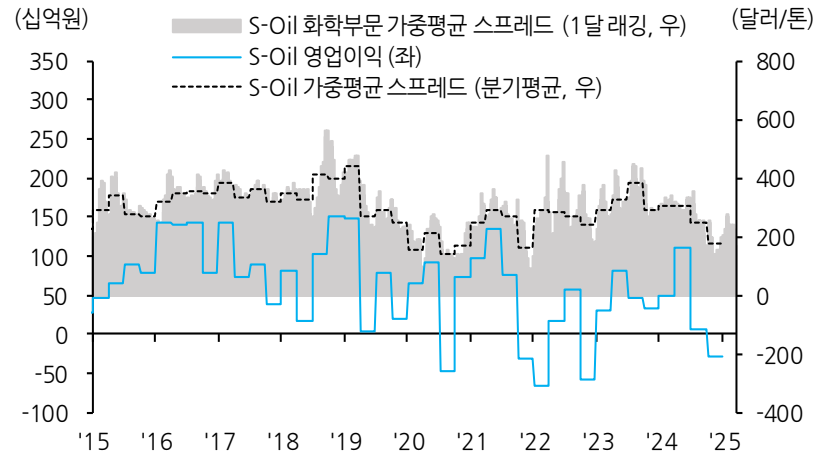
자료: 씨스켐, KITA, 대한유화, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(1달 래깅): SK이노베이션 화학부문



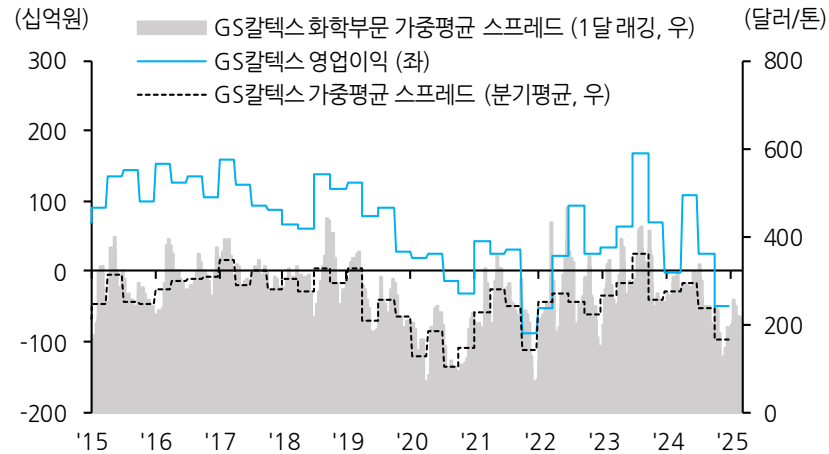
자료: 씨스켐, KITA, SK이노베이션, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(1달 래깅): S-Oil 화학부문



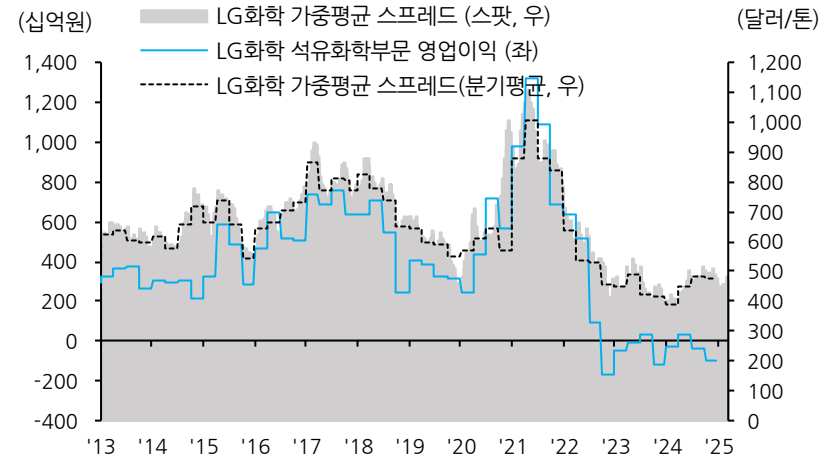
자료: 씨스켐, KITA, S-Oil, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(1달 래깅): GS칼텍스 화학부문



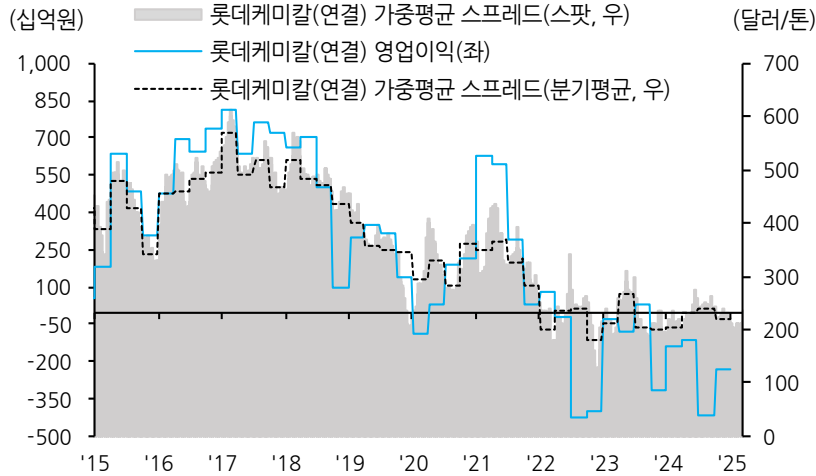
자료: 씨스켐, KITA, GS칼텍스, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(래깅 없음): LG화학



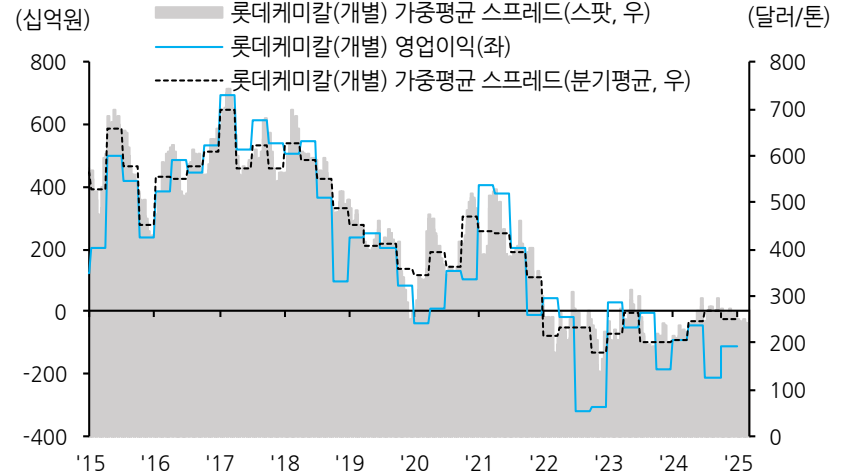
자료: 씨스켐, KITA, LG화학, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(래깅 없음): 롯데케미칼(연결)



자료: 씨스캠, KITA, 롯데케미칼, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(래깅 없음): 롯데케미칼(개별)



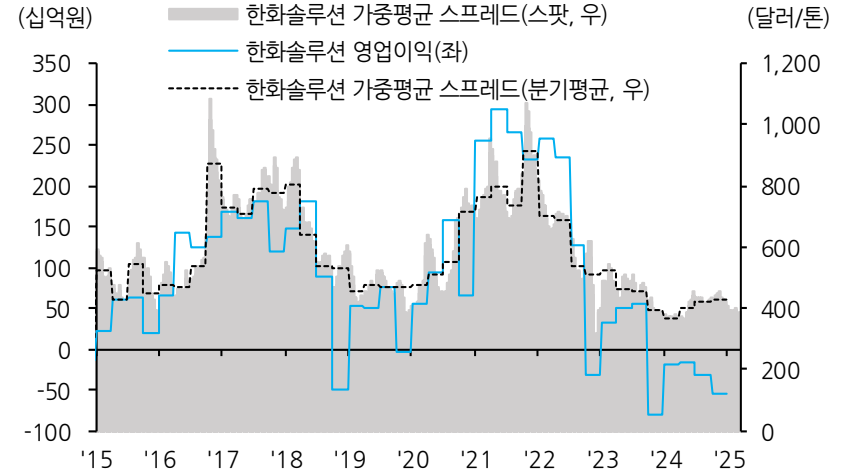
자료: 씨스캠, KITA, 롯데케미칼, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(래깅 없음): 금호석유화학



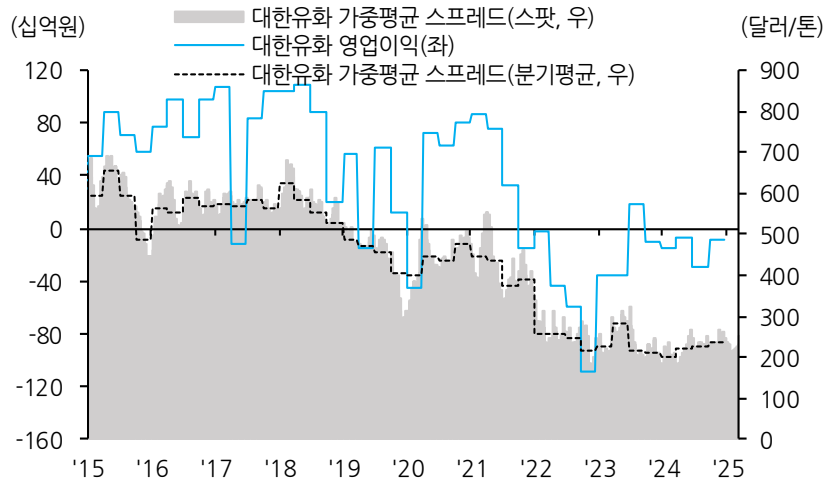
자료: 씨스캠, KITA, 금호석유화학, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(래깅 없음): 한화솔루션



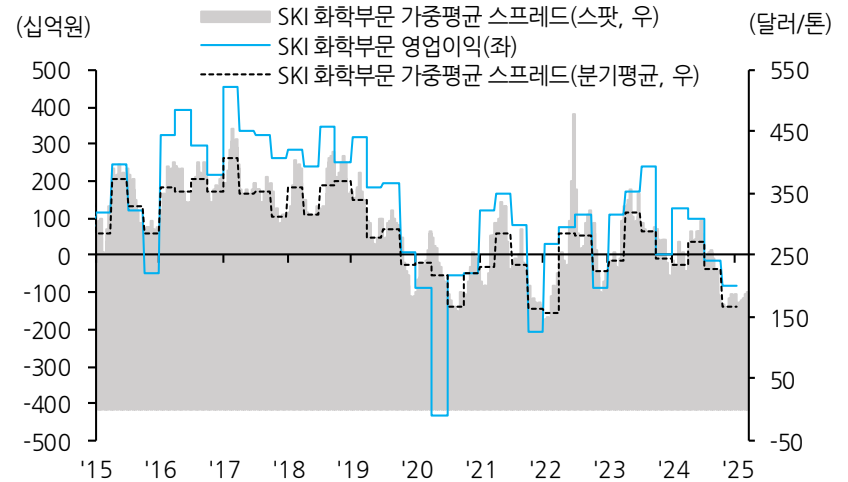
자료: 씨스캠, KITA, 한화솔루션, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(래깅 없음): 대한유화



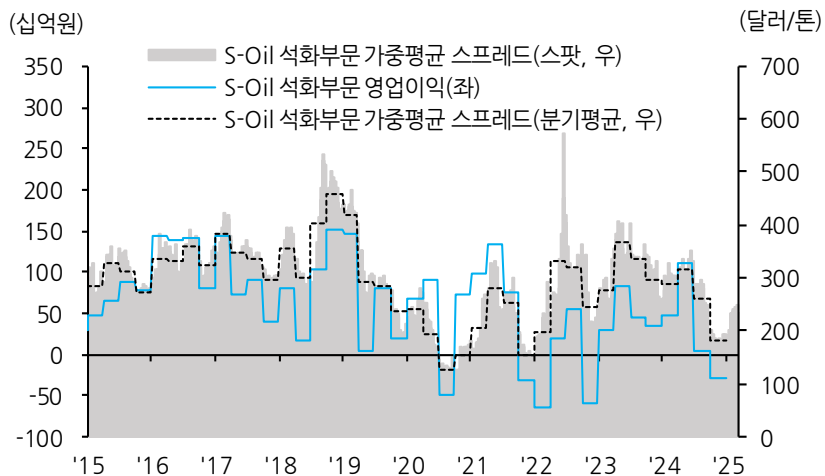
자료: 씨스켄, KITA, 대한유화, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(래깅 없음): SK이노베이션 화학부문



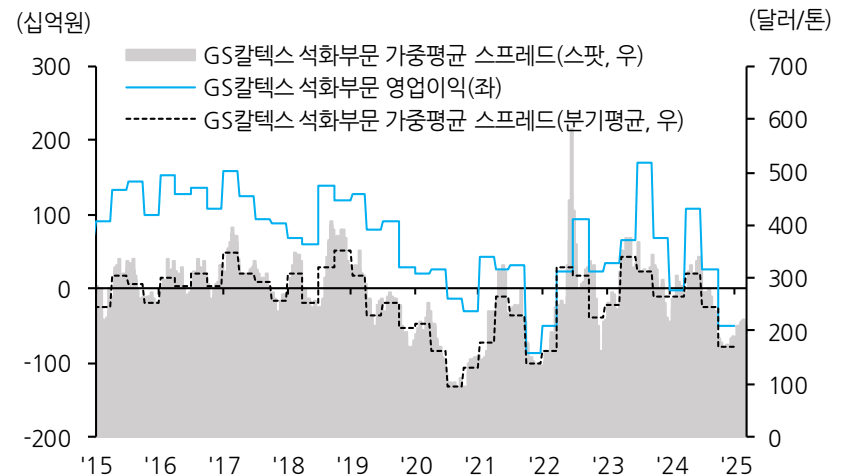
자료: 씨스켄, KITA, SK이노베이션, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(래깅 없음): S-Oil 화학부문



자료: 씨스켄, KITA, S-Oil, 유진투자증권

### 가중평균 스프레드(래깅 없음): GS칼텍스 화학부문



자료: 씨스켄, KITA, GS칼텍스, 유진투자증권

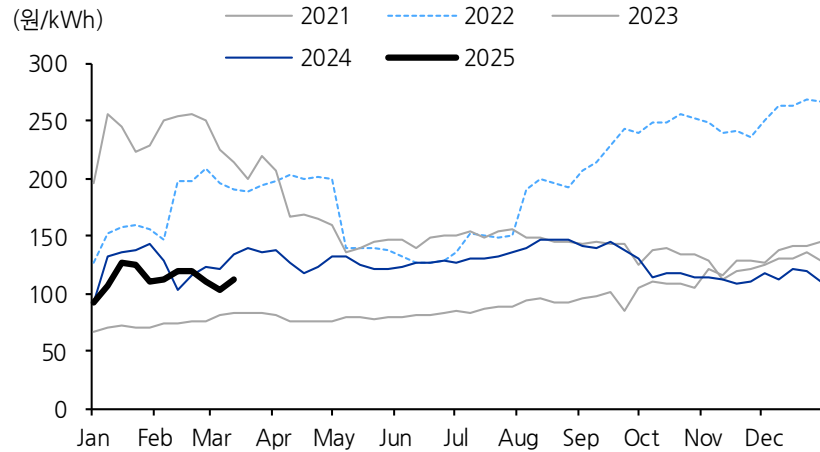
편집상의 공백페이지입니다

---

08

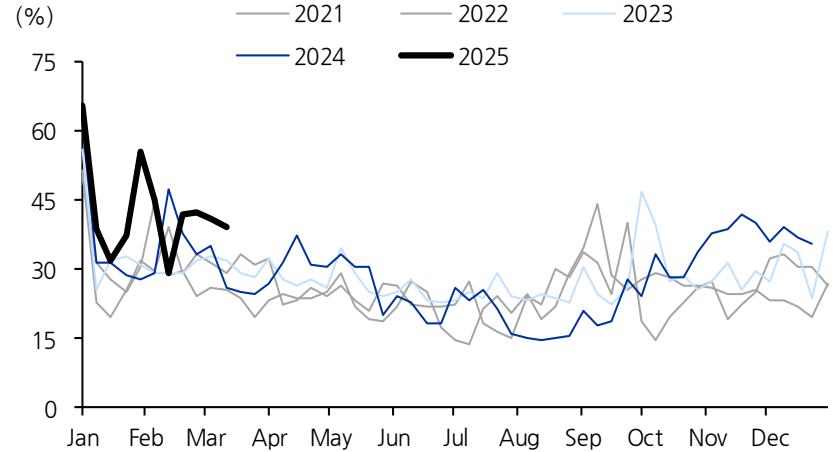
**에너지/유틸리티**

### SMP 추이



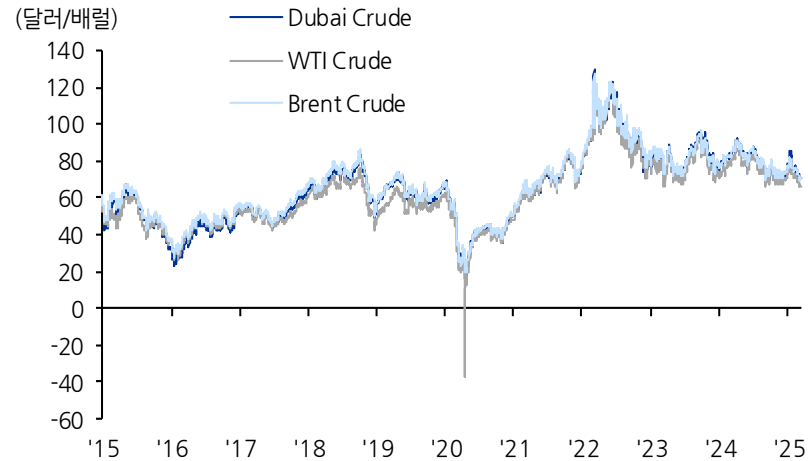
자료: 전력거래소, 유진투자증권

### 주간 평균 전력공급 예비율



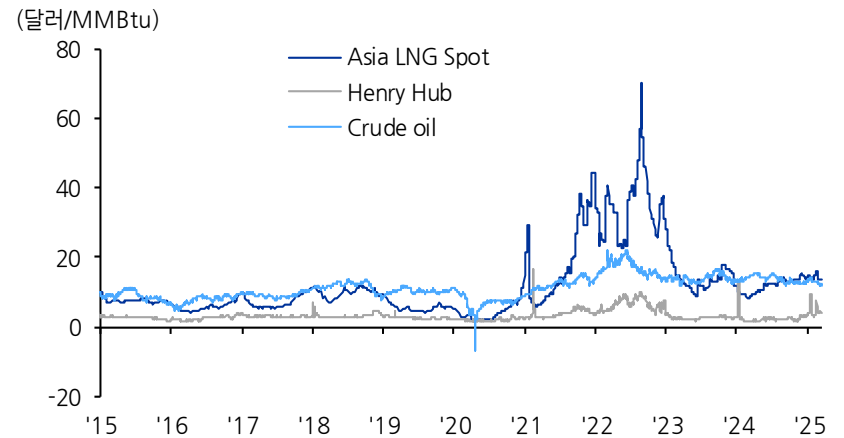
자료: 전력거래소, 유진투자증권

### 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 국제 에너지 가격



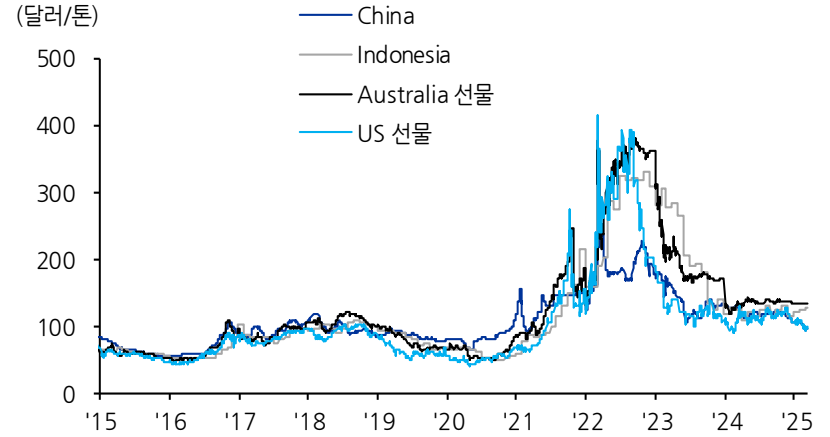
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 원/달러 환율



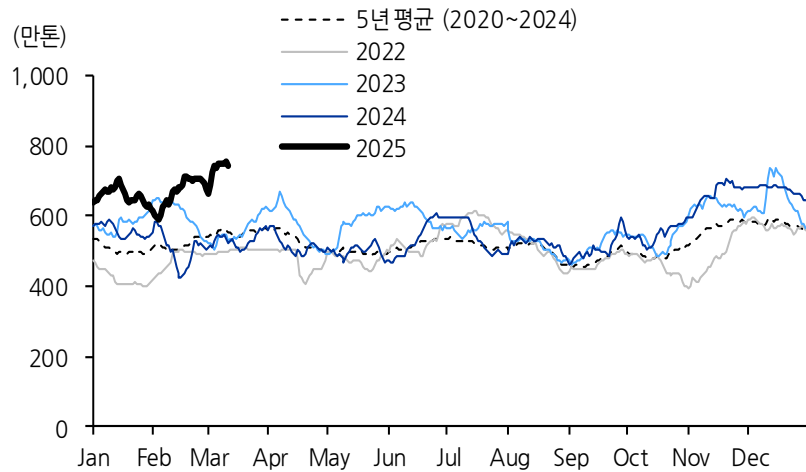
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 지역별 석탄 가격



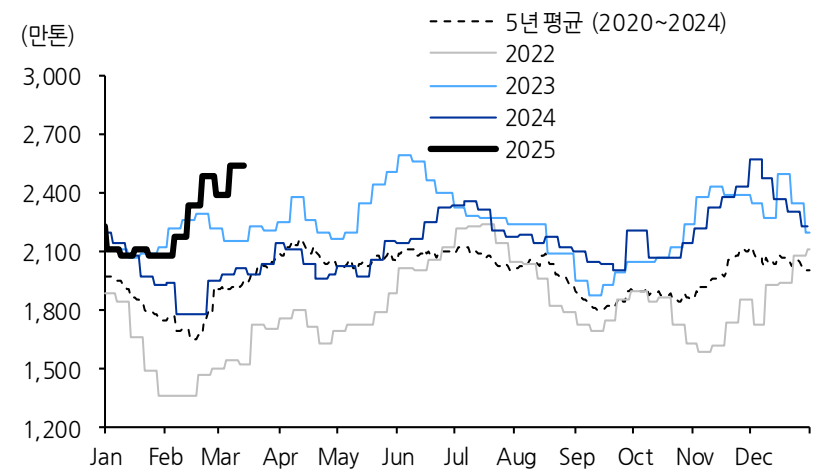
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 중국 Qinhuangdao항 석탄 재고량



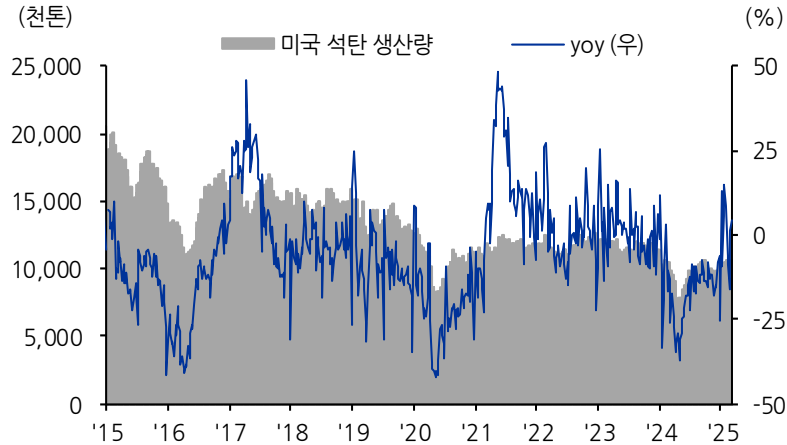
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 중국 발전용 석탄 재고량



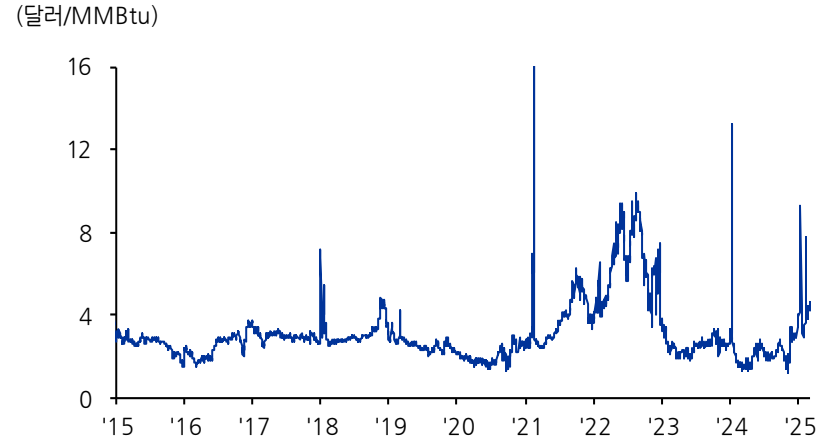
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 미국 석탄 생산량



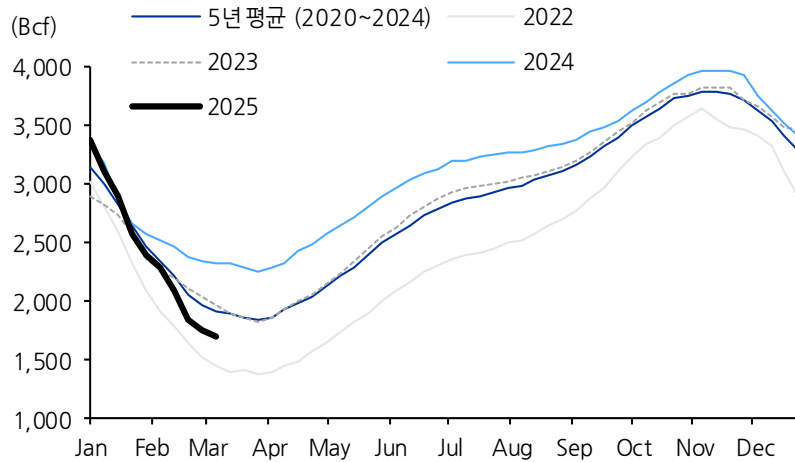
자료: EIA, 유진투자증권

### 미국 Henry Hub 천연가스 가격



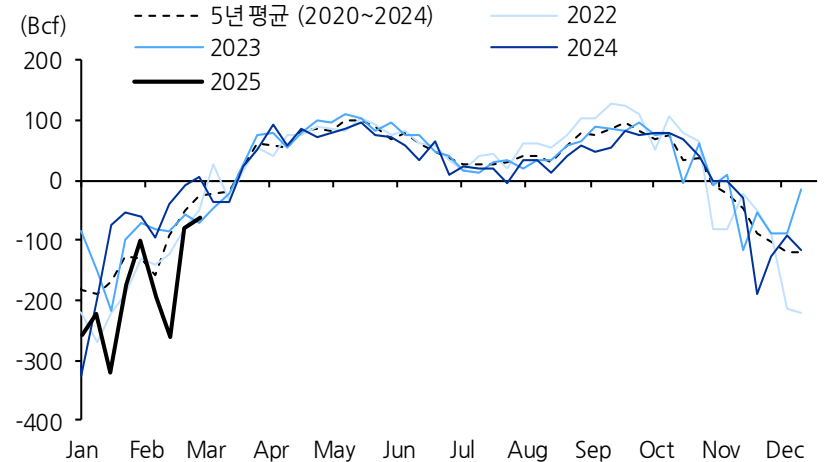
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 미국 천연가스 재고량



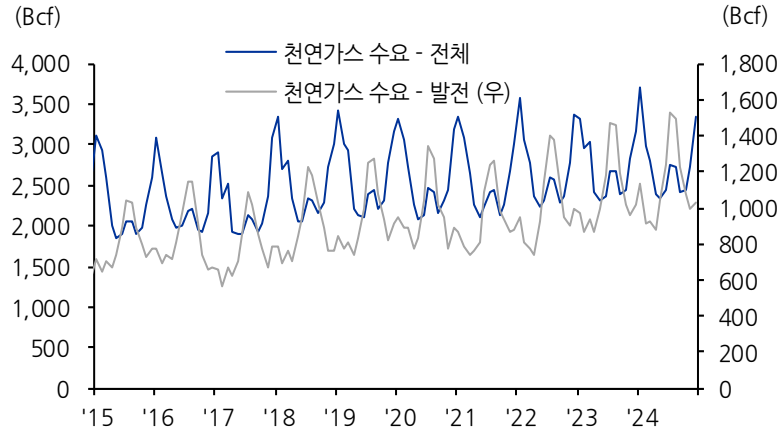
자료: EIA, 유진투자증권

### 미국 천연가스 재고 주간 변화량



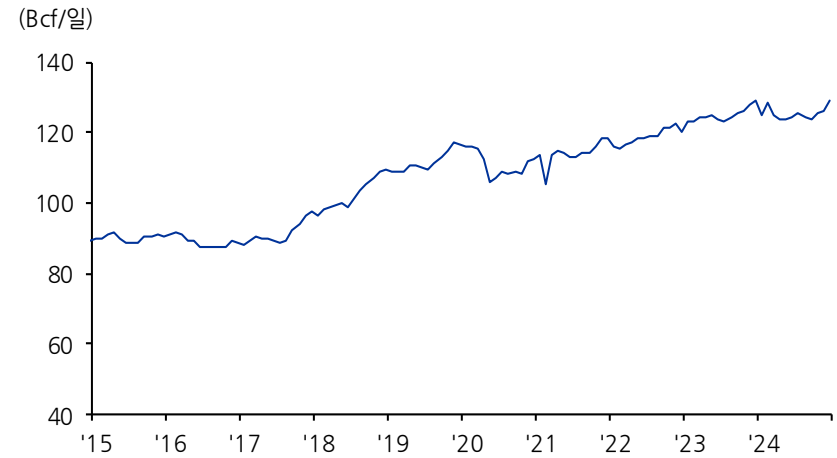
자료: EIA, 유진투자증권

### 미국 천연가스 전체 및 발전 수요



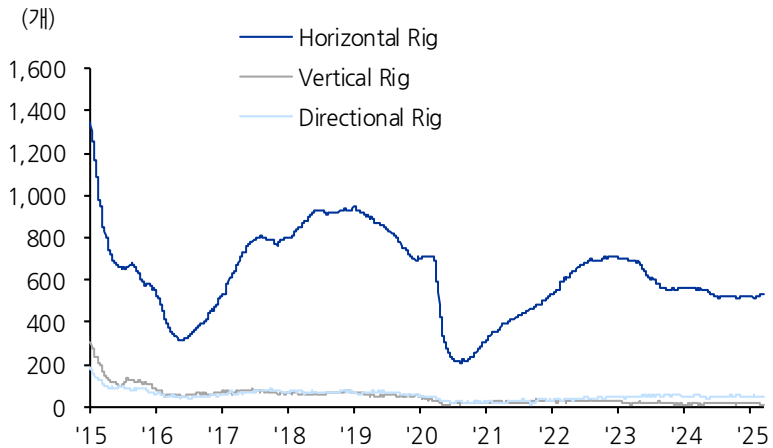
자료: EIA, 유진투자증권

### 미국 천연가스 생산량



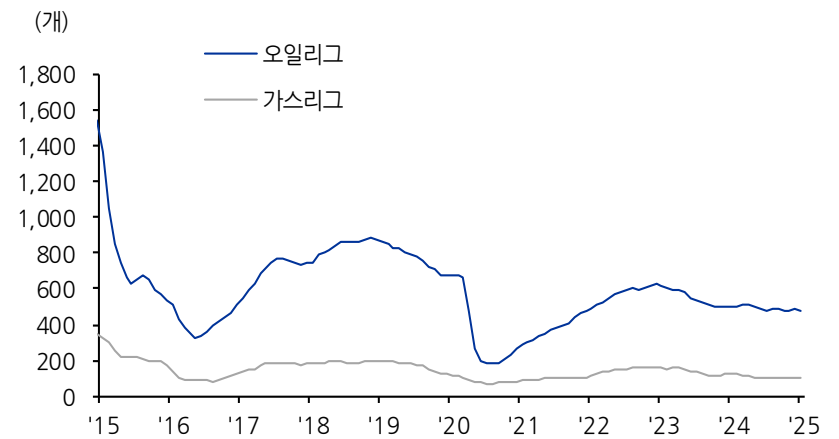
자료: EIA, 유진투자증권

### 미국 천연가스 시추 수평, 수직 리그 수



자료: Bloomberg, 유진투자증권

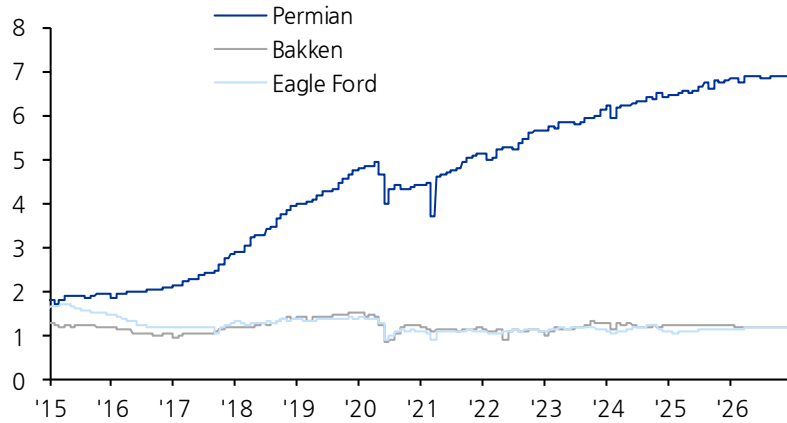
### 미국 원유, 가스 리그 수



자료: EIA, 유진투자증권

## 미국 주요 셰일오일 생산량

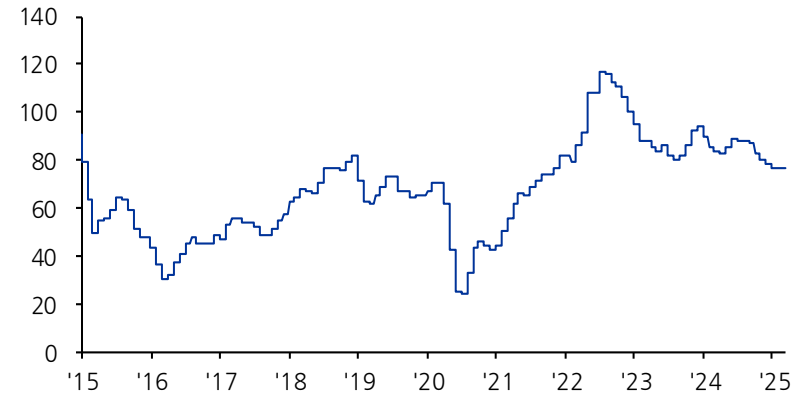
(백만b/d)



자료: Bloomberg, 유진투자증권

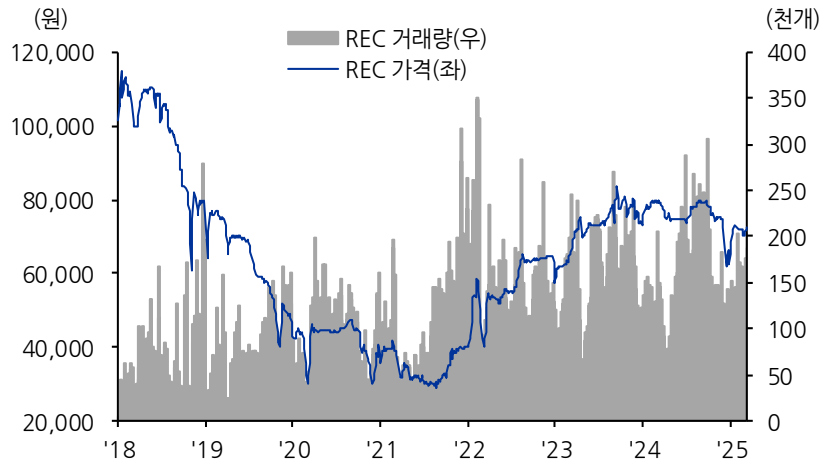
## 일본 원유 도입가격

(달러/배럴)



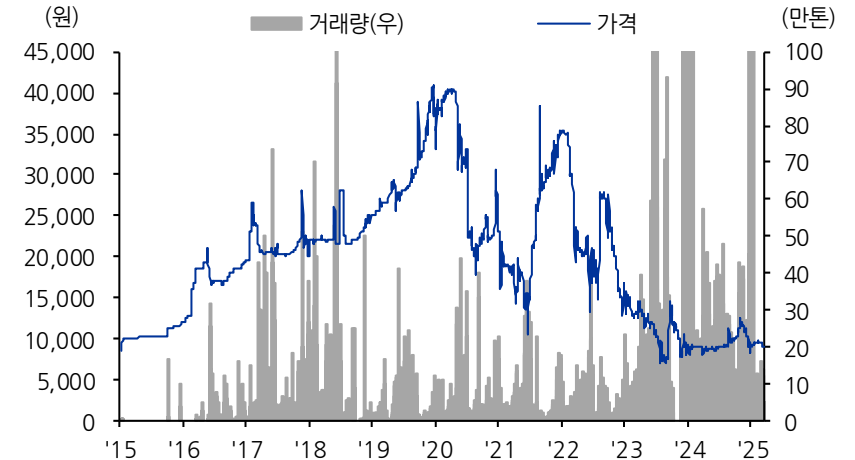
자료: Bloomberg, 유진투자증권

## REC 거래 동향



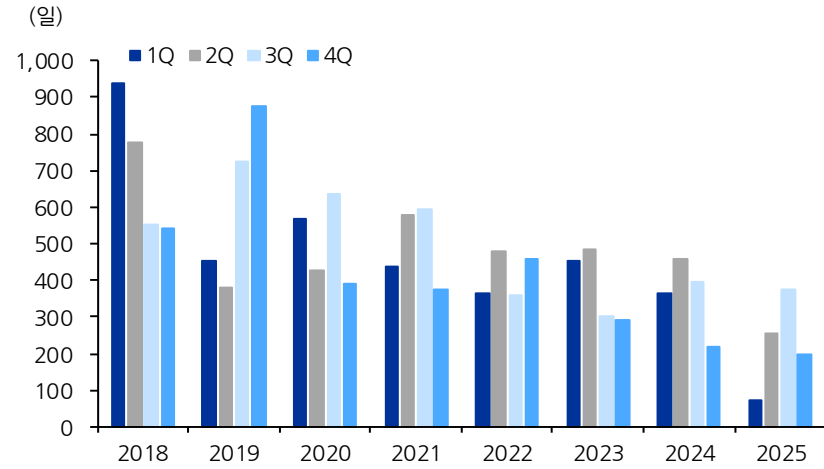
자료: 한국거래소, 유진투자증권

## ETS 거래 동향



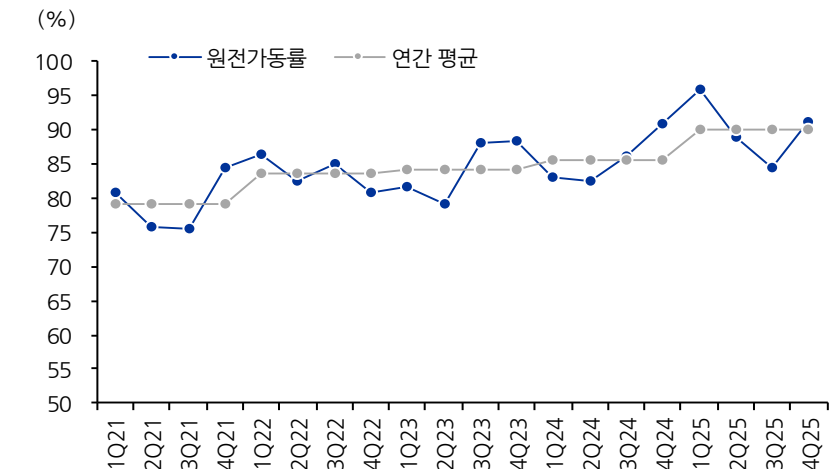
자료: 전력거래소, 유진투자증권

## 원전 정비일수 총합



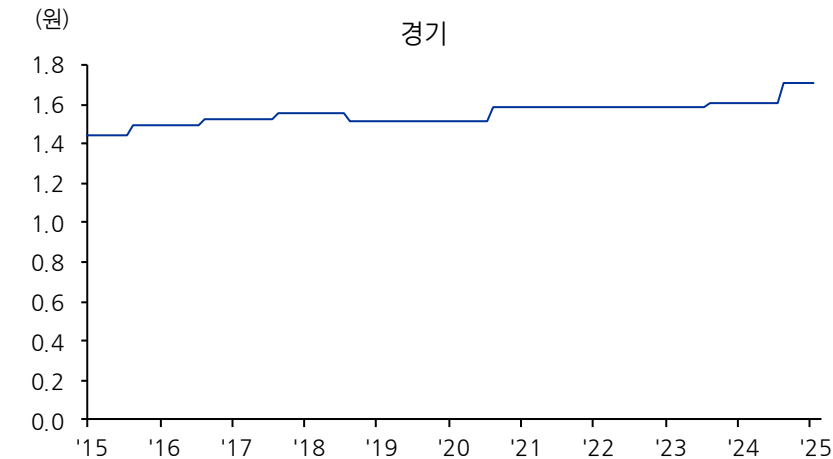
자료: 한국수력원자력, 유진투자증권

## 원전가동률 동향



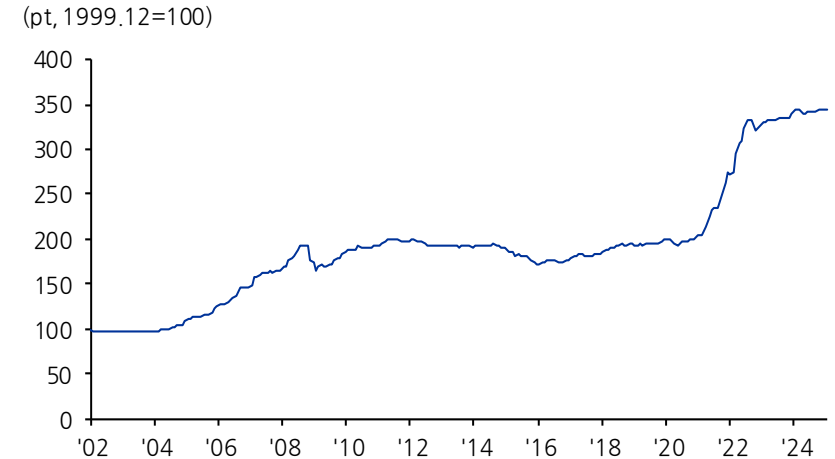
자료: 한국수력원자력, 유진투자증권

## 경기 도시가스 소매마진



자료: 행정안전부, 유진투자증권

## 월별 생산자물가지수: 송변전 설비 제조부문



자료: FRED, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

---

09

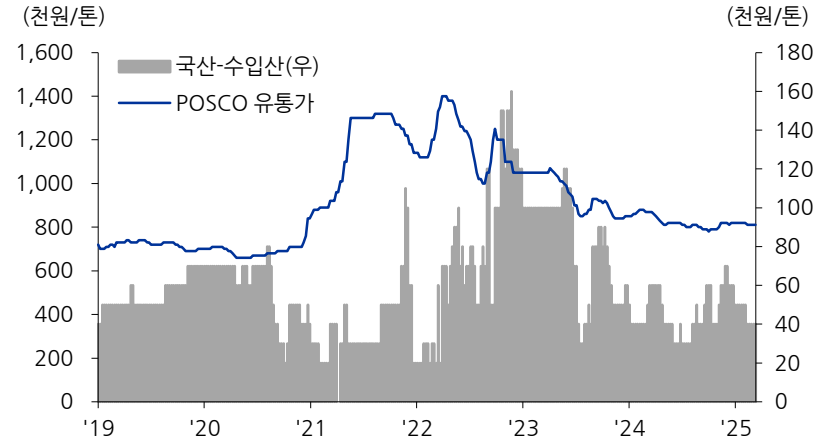
**철강/금속**

## 국내 주요 철강재 가격



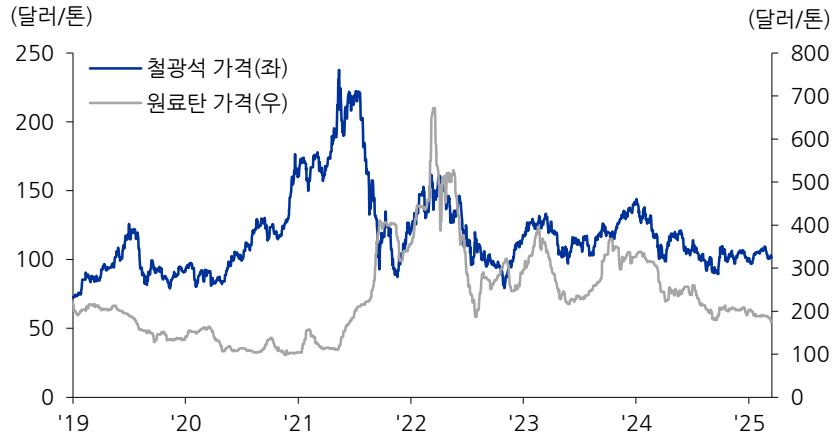
자료: SteelDaily, 유진투자증권

## 열연 국산, 수입산 가격 차이



자료: SteelDaily, 유진투자증권

## 고로사 원재료 가격 추이



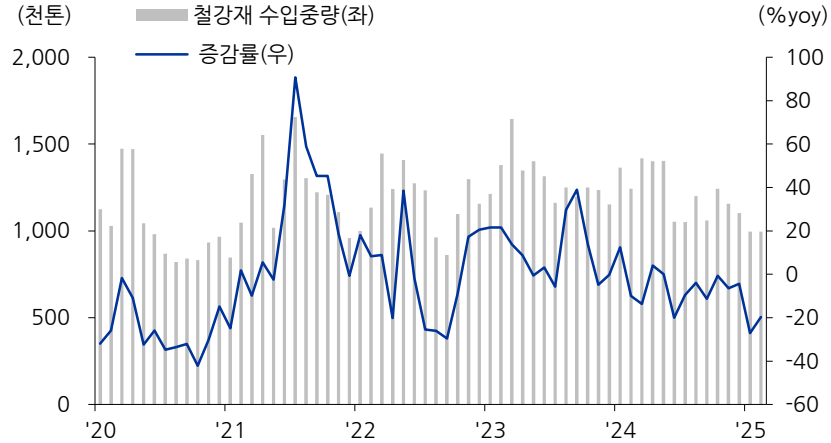
자료: Fastmarkets, 유진투자증권

## 국내 제강사 롤마진 추이



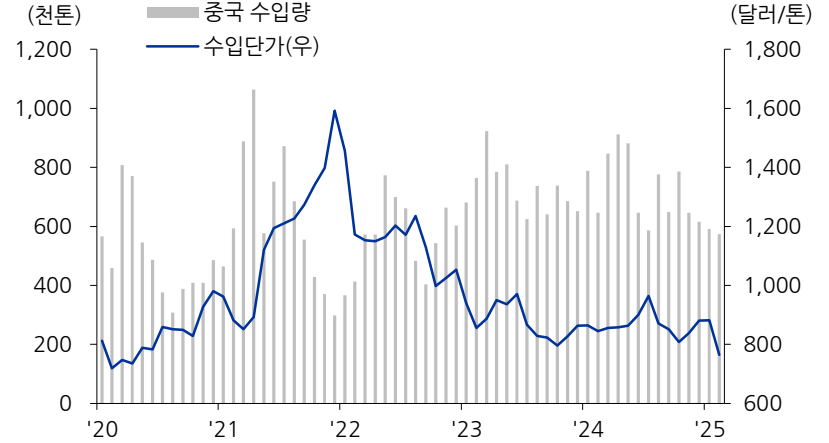
자료: SteelDaily, 유진투자증권

### 한국 철강제품 수입량



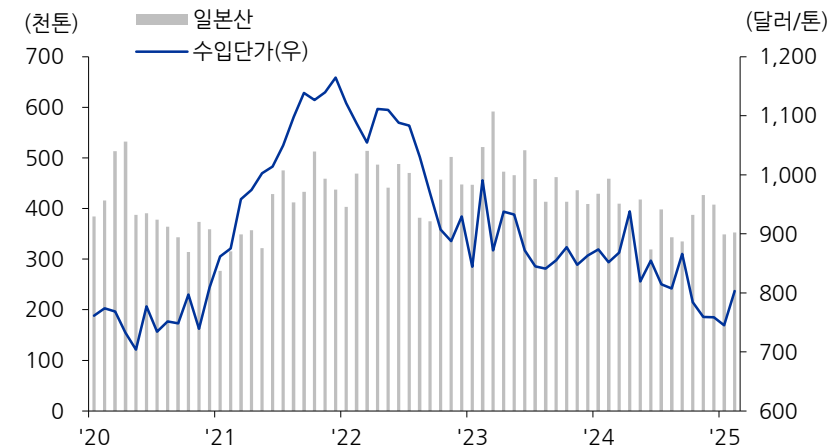
자료: SteelData, 유진투자증권

### 중국산 철강제품 수입량과 수입단가 추이



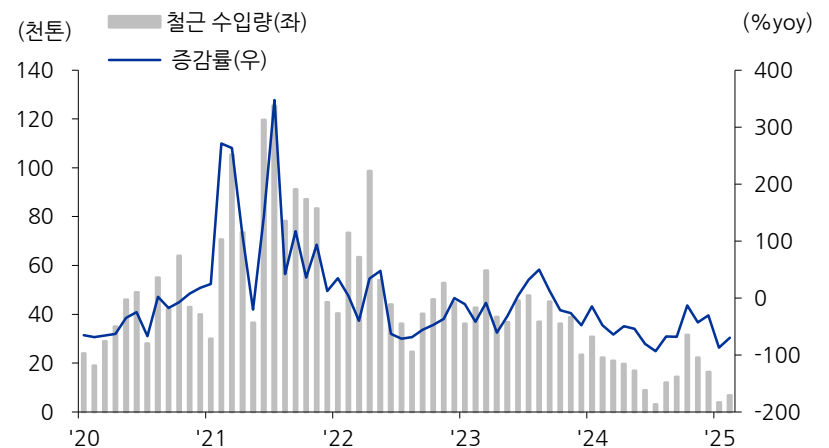
자료: SteelData, 유진투자증권

### 일본산 철강제품 수입량과 수입단가 추이



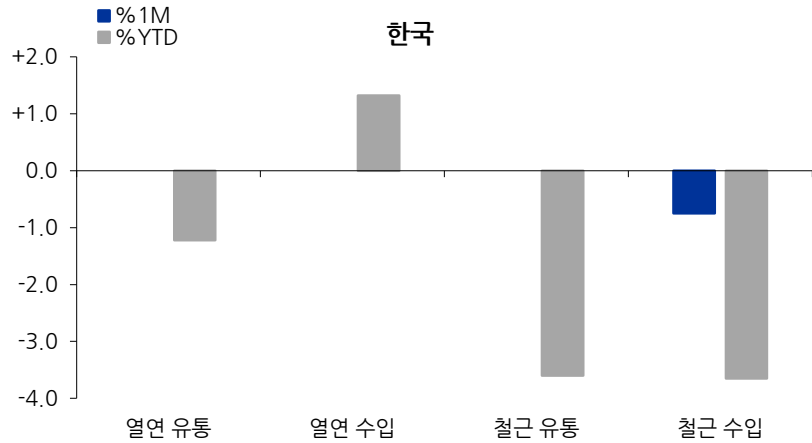
자료: SteelData, 유진투자증권

### 한국 철근 수입량 추이



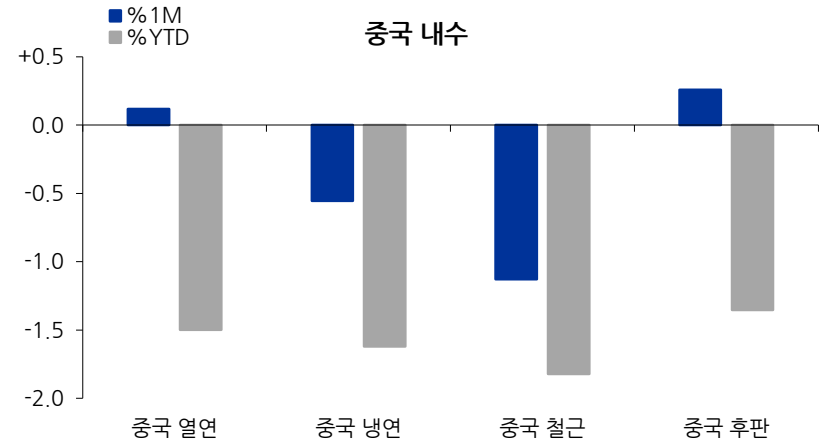
자료: SteelData, 유진투자증권

### 한국 주요 철강재 가격 변동폭



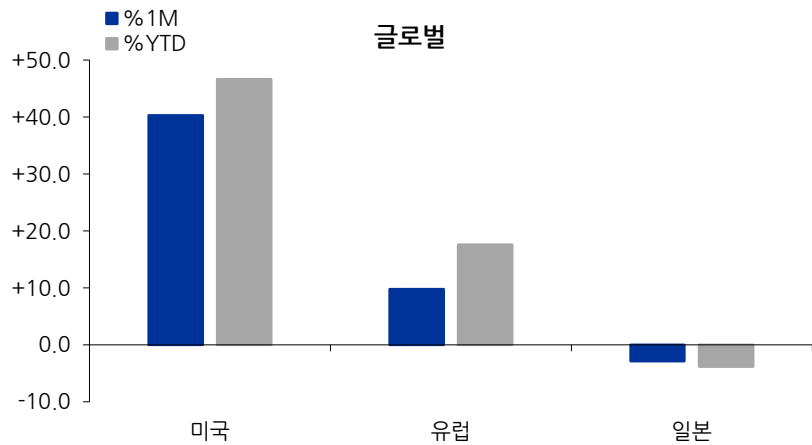
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 중국 주요 철강재 가격 변동폭



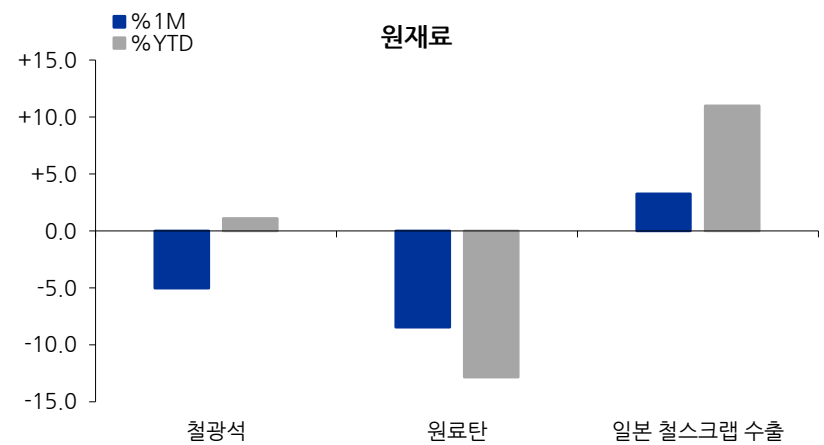
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 글로벌 열연 가격 변동폭



자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 철강재 원재료 가격 변동폭



자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 중국 철강재 가격 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 중국 열연가격과 철광석 가격 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 중국 고로사 몰마진 추이



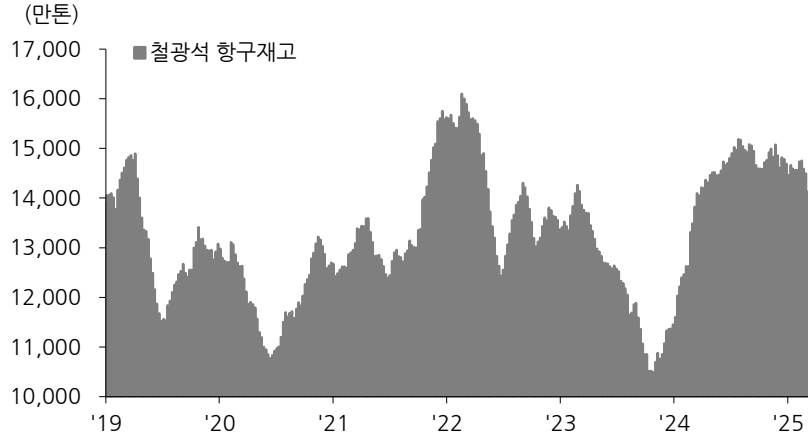
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 일본 열연가격과 중국 열연가격 차이



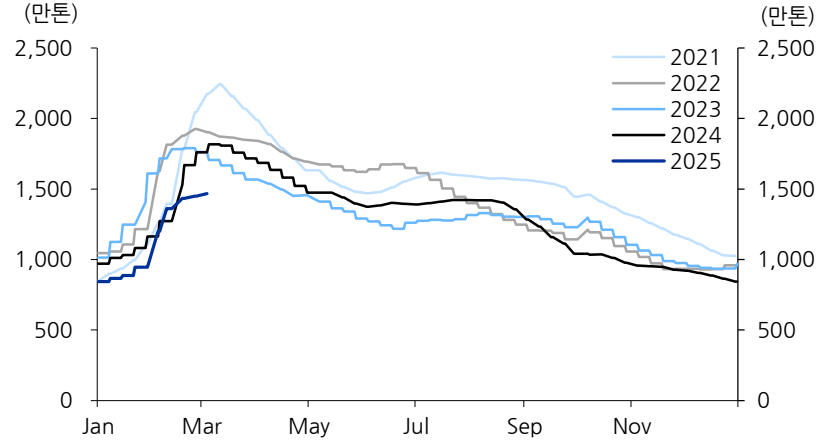
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 중국 철광석 항구재고



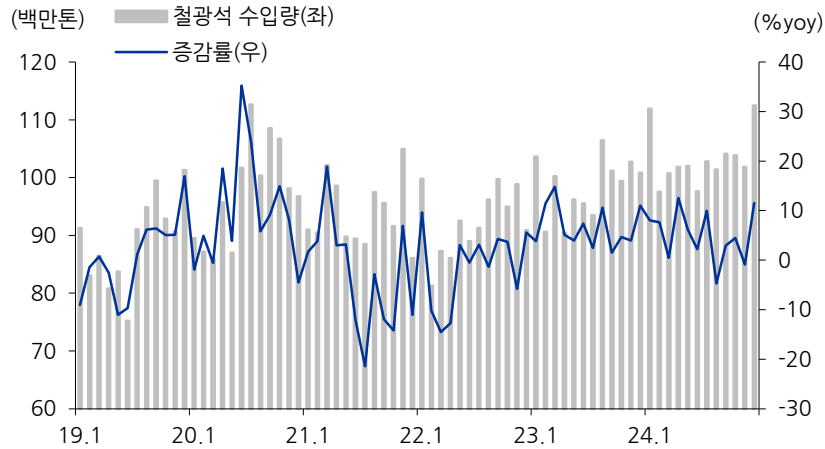
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 중국 유통재고 추이



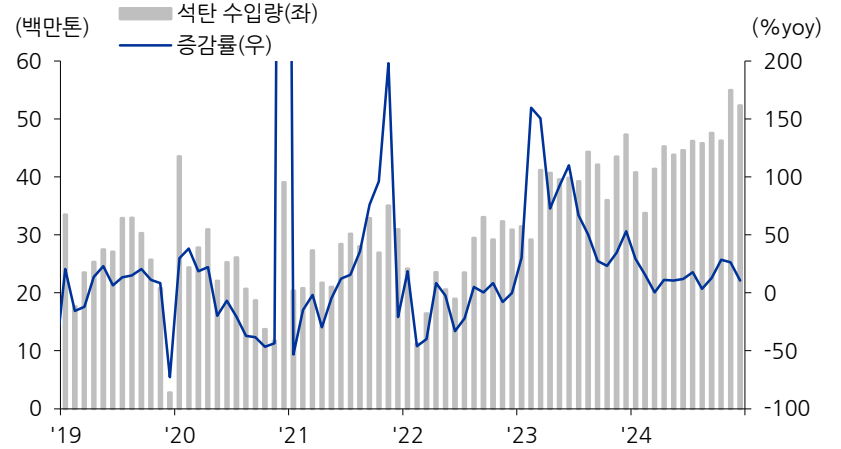
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 중국 철광석 수입량 추이



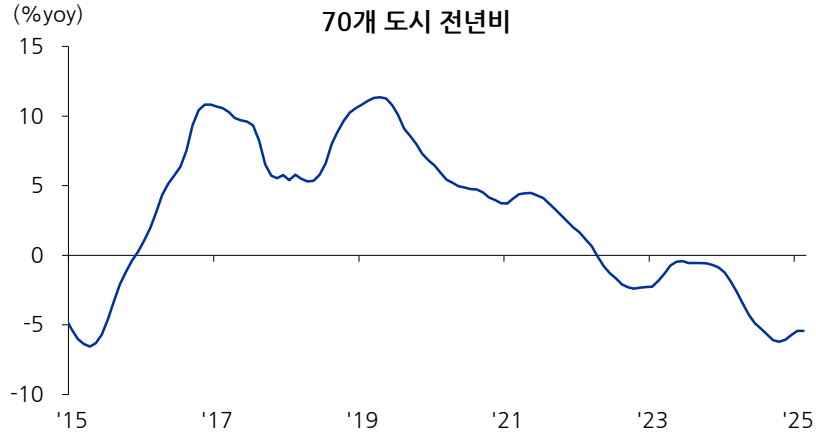
자료: CEIC, 유진투자증권

### 중국 석탄 수입량 추이



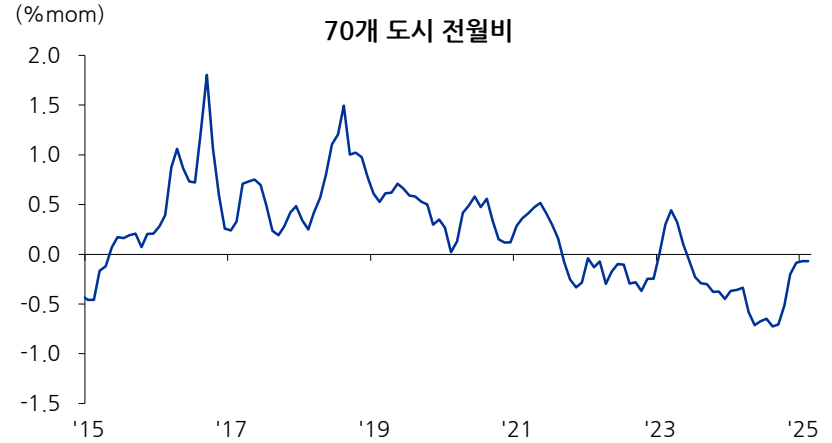
자료: CEIC, 유진투자증권

중국 70개 도시 전년비 가격 증감률(2月 -5.4%yoy)



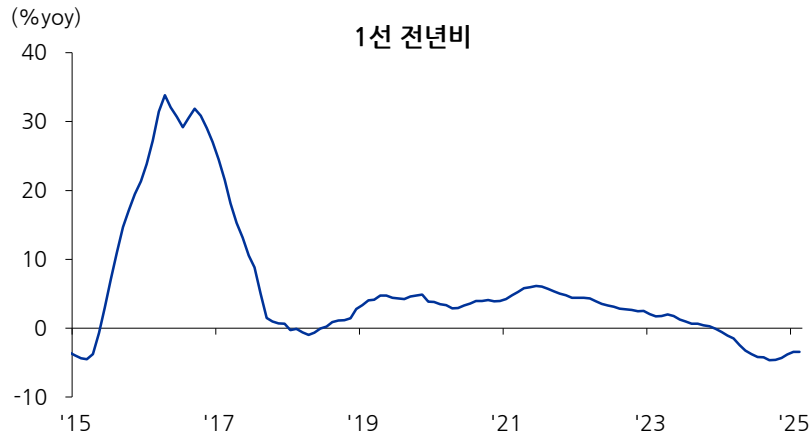
자료: CEIC, 유진투자증권

중국 70개 도시 전월비 가격 증감률(2月 -0.1%mom)



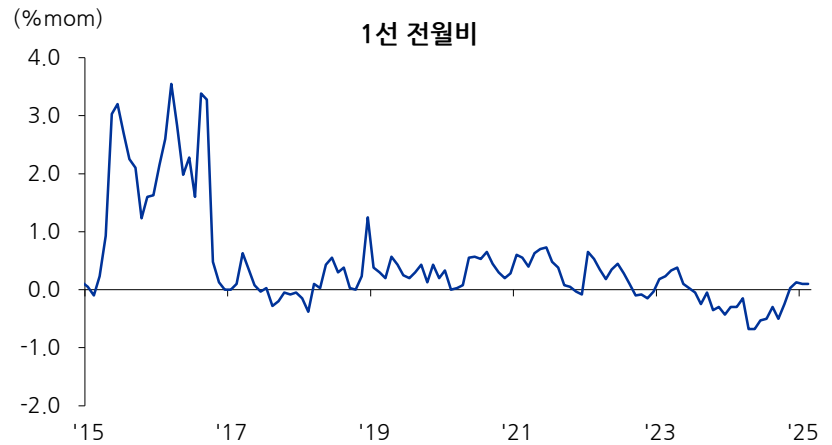
자료: CEIC, 유진투자증권

중국 1선도시 전년비 가격 증감률(2月 -3.4%yoy)



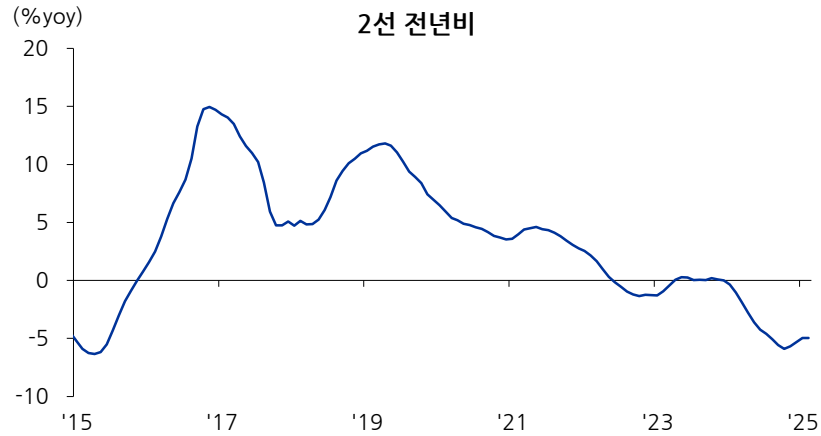
자료: CEIC, 유진투자증권

중국 1선도시 전월비 가격 증감률(2月 +0.1%mom)



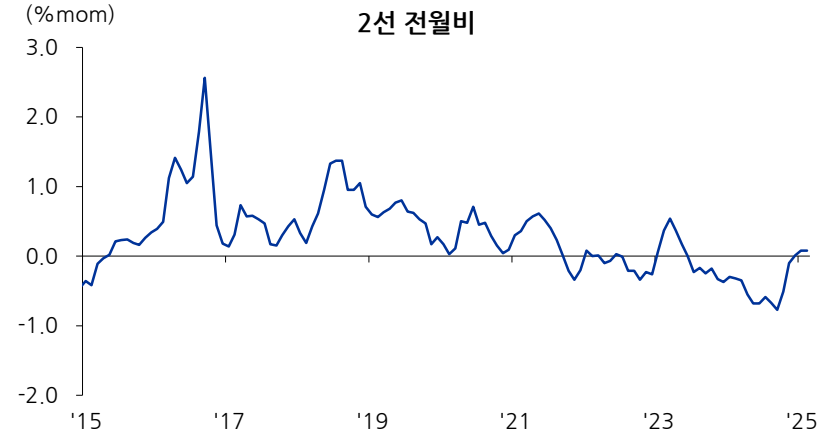
자료: CEIC, 유진투자증권

중국 2선도시 전년비 가격 증감률(2月 -5.0%yoy)



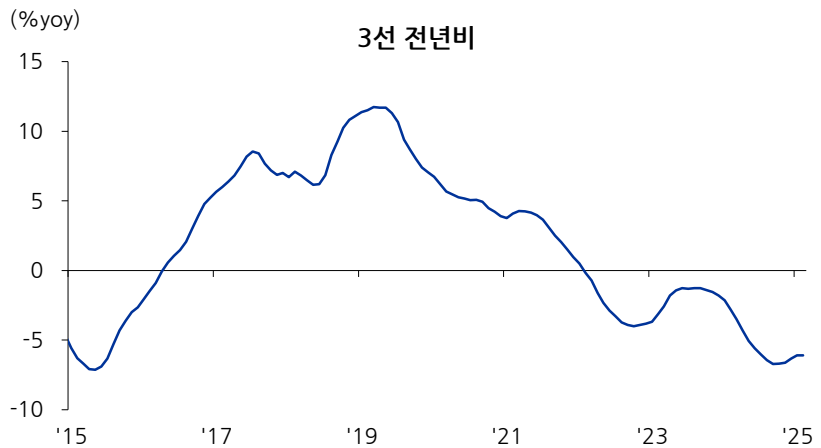
자료: CEIC, 유진투자증권

중국 2선도시 전월비 가격 증감률(2月 +0.1%mom)



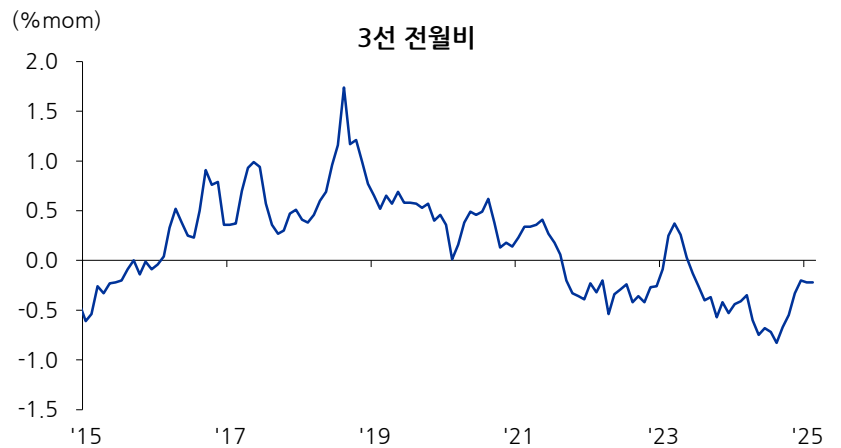
자료: CEIC, 유진투자증권

중국 3선도시 전년비 가격 증감률(2月 -6.1%yoy)



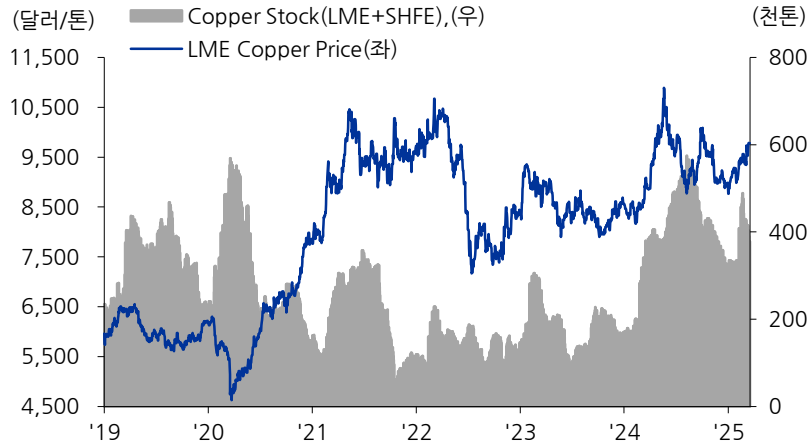
자료: CEIC, 유진투자증권

중국 3선도시 전월비 가격 증감률(2月 -0.2%mom)



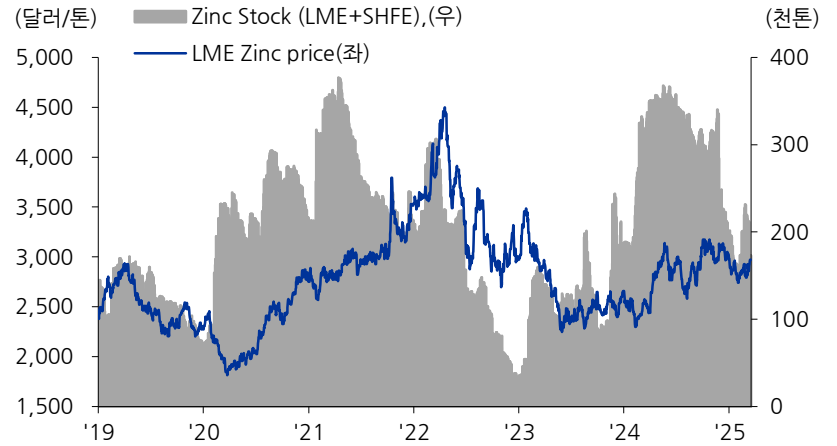
자료: CEIC, 유진투자증권

### 구리 가격과 재고 추이



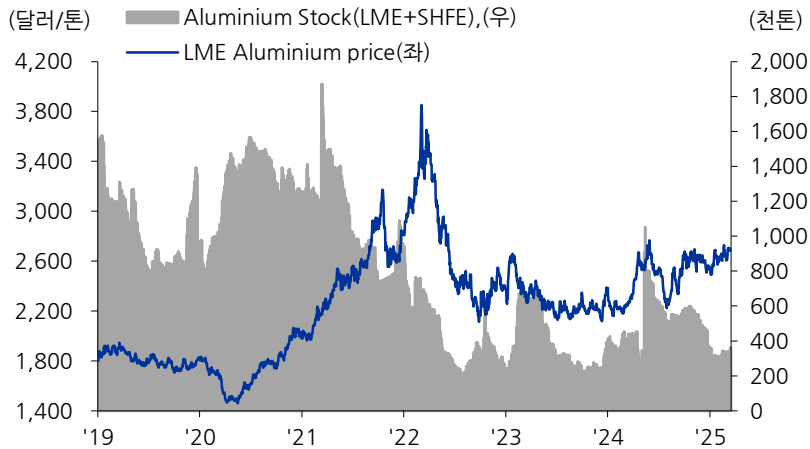
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 아연 가격과 재고 추이



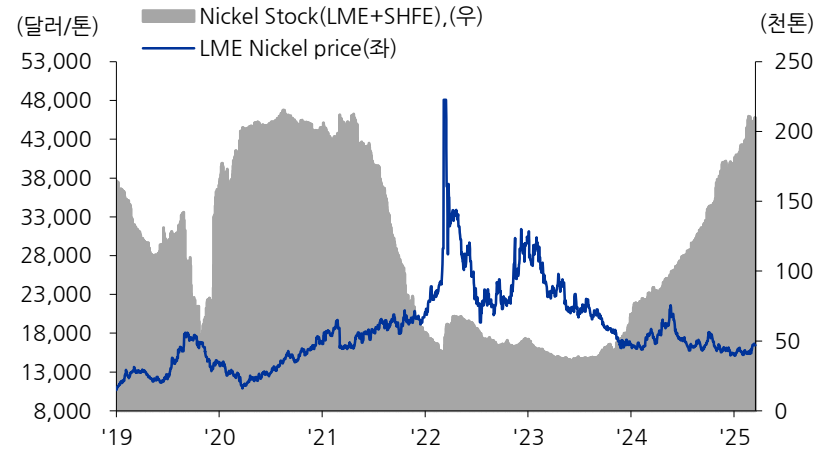
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 알루미늄 가격과 재고 추이



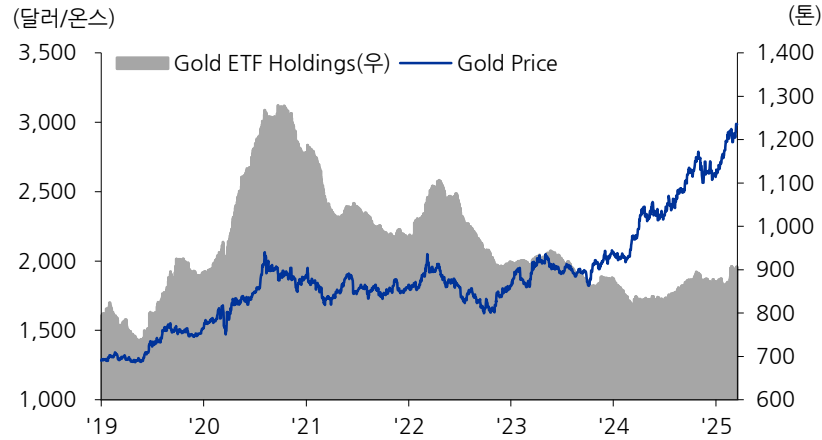
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 니켈 가격과 재고 추이



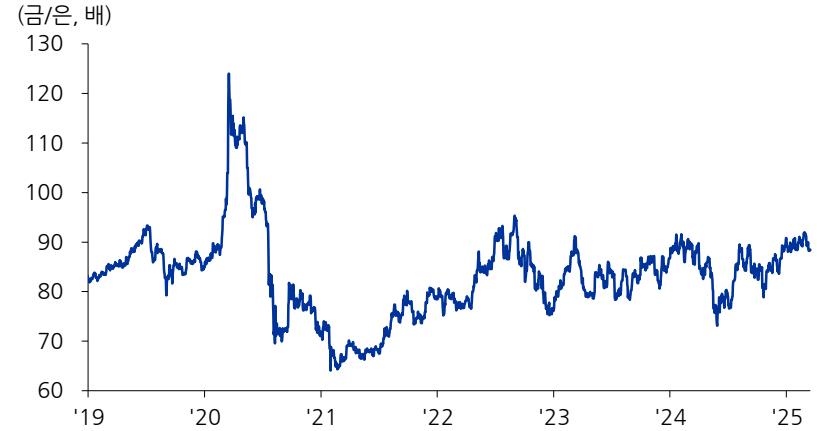
자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 금 ETF 보유량과 금 가격 추이



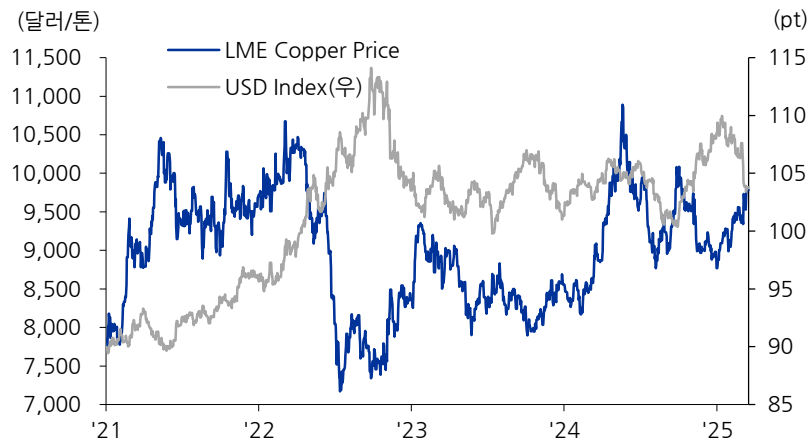
자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 금/은 가격 비율



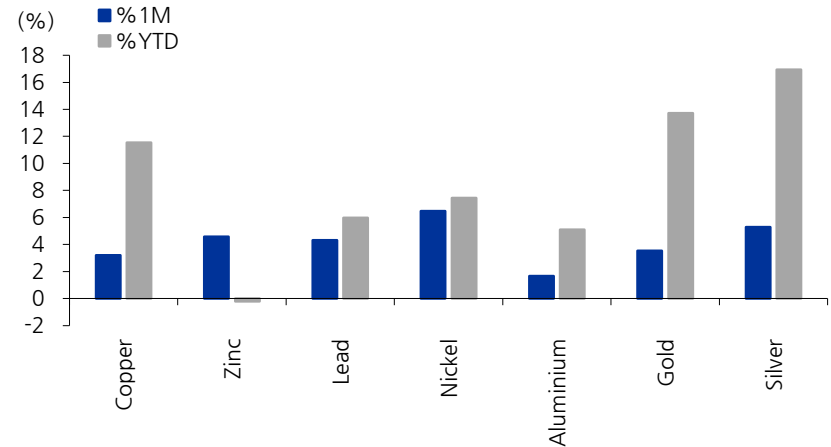
자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 구리 가격과 달러 인덱스 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 주요 금속 가격 변동 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

---

10

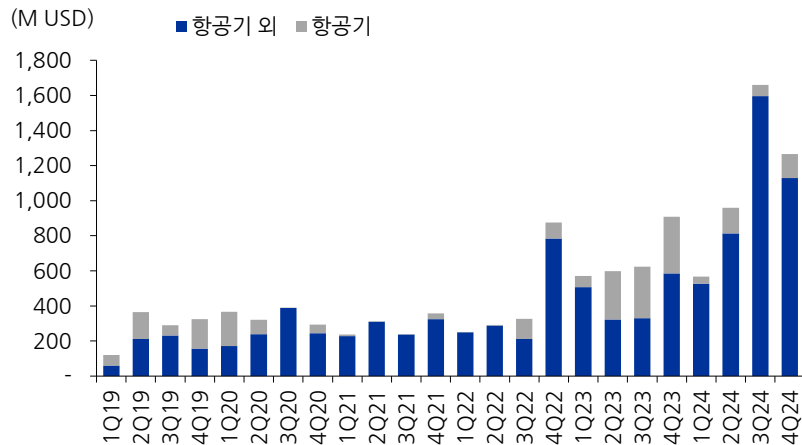
기계

### 폴란드 납품 타임라인 추정: 24년 하반기 이후 인도 가속화 전망

무기명	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022 합계	2023 합계	2024 합계	2025 합계
K-2				10		11	7		18		10	28	26	26	26	24	10	18	56	102
K-9				24	24			18		6	24	40	8	24	24	26	24	42	70	82
천무								18		30	12	18	18	18	18	18	0	18	60	72
FA-50							4	8									0	12	0	0

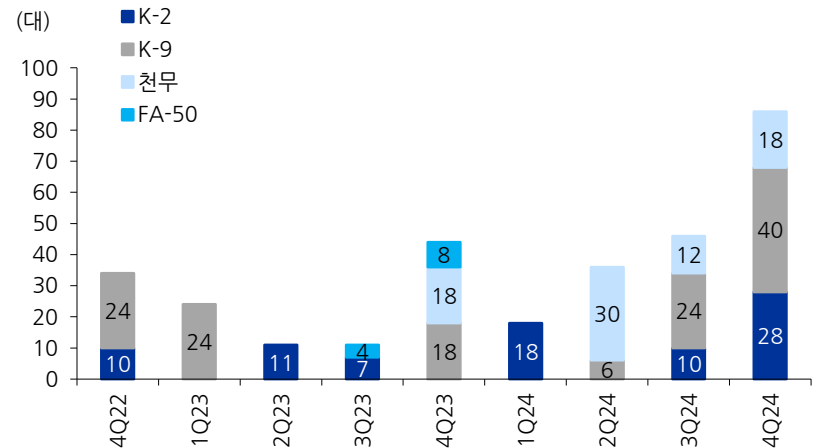
자료: 유진투자증권

### 무기 수출 동향



자료: 유진투자증권

### 폴란드 물량 인도 현황



자료: 유진투자증권

## 추가 수주 파이프라인

기업명	구분	국가	사업명	아이템	댓수	규모(십억원)	수주 예정일(추정)	단계	비고	확률
한화에어로스페이스	해외	폴란드	2차 실행계약	천무	72	2,300	2024-04	계약 체결	-	확정
	해외	루마니아	-	K-9	54	1,400	2024-07	계약 체결	K10 36대, 포탄 1.8만발 포함 추정	확정
	해외	말레이시아	-	K200 MRO	-	-	2024-08	계약 체결	30년 이상 운용한 K200 업그레이드 & MRO	확정
	해외	스페인	SILAM	천무	12	-	2023-12	수주 실패	이스라엘 PULS 수주	실패
	해외	영국	MFP	K-9A2	116	1,200	2024-04	수주 실패	독일 RCH-155 수주	실패
	해외	라트비아	-	K-21/K-MPF	100	4,000	2024-11	수주 실패	스페인 ASCOD 수주	실패
	해외	폴란드	2차 실행계약(2-2)	K-9	308	5,830	-	기본 계약 체결	현지 양산	높음
	해외	폴란드	-	레드백	-	-	-	-	-	-
	해외	폴란드	-	천무 유도탄	-	-	-	-	현지 생산 2025년 7월 계약 예상(29년 이후 가동)	높음
	해외	루마니아	2차 물량	K-9	36	-	-	-	-	-
	해외	루마니아	-	레드백	300	4,000	2025년	-	기술이전 및 현지생산 패키지 딜 요구(호주 모델)	중간
	해외	루마니아	-	천무	-	-	-	-	-	-
	해외	에스토니아	-	천무	-	-	-	-	-	-
	해외	불가리아	-	K-9	-	-	-	-	-	-
	해외	노르웨이	-	천무	16대	-	2025년	-	미국 록히드마틴 수출 승인(수주 확정 X)	중간
	해외	스웨덴	-	천무	-	-	-	-	-	-
	해외	그리스	-	장갑차 현대화(M113)	-	-	-	-	-	-
	해외	인도	-	K-9	200	625	-	수주 확실시	L&T와 세부 협의중	높음
	해외	베트남	-	K-9	20	400	-	수주 임박	-	-
	해외	필리핀	-	천무	-	-	-	-	-	-
	해외	말레이시아	-	K-9	-	-	-	-	-	-
	해외	말레이시아	-	천무	-	-	-	-	-	-
	해외	인도네시아	-	K-9	-	-	-	-	-	-
	해외	인도네시아	-	KAAV	-	-	-	-	-	-
	해외	중동	-	K-9	-	-	-	-	사우디(국방부: K9A2, MNG: 차륜형자주포)	-
	해외	중동	-	레드백	-	-	-	-	-	-
	해외	중동	-	천무 유도탄	-	-	-	-	수출 미사일 사거리 제한 300km → 500km 완화	-
	해외	중동	-	타이곤	-	-	-	-	-	-
	해외	캐나다	-	K-9	-	-	-	-	-	-
	해외	미국	-	K-9	-	-	-	-	SPH-M 진행중/2월 RFP 제출 예정	-

자료: 유진투자증권

## 추가 수주 파이프라인

기업명	구분	국가	사업명	아이템	댓수	규모(십억원)	수주 예정일(추정)	단계	비고	확률
한국항공우주	해외	인도네시아	KF-X	KF-21	48	-	-	-	공동 개발 진행 중	높음
	해외	필리핀	MRF	KF-21	10	-	-	-	RFI 발행. F-16V와 최종 경쟁	중간
	해외	말레이시아	MRCA	KF-21	-	-	-	-	후보 거론. vs Su-57?	-
	해외	UAE	-	KF-21	-	-	-	-	-	-
	해외	사우디아라비아	-	KF-21	-	-	-	-	GCAP 참여 희망(伊 찬성 vs 日 반대)	-
	해외	페루	-	KF-21	24	-	2025년	-	MiG-29 대체. KF-21 부품 공동생산 MOU	중간
	해외	필리핀	-	FA-50	12	1,000	2025년 상반기	-	12대 추가	높음
	해외	말레이시아	-	FA-50	18	-	2026년	-	18대 추가	-
	해외	우즈베키스탄	-	FA-50	14	1100	2025년	예정	*미국 E/L 지연중	중간
	해외	페루	-	FA-50	20~24	1,400	2025년	-	FA-50 부품 공동생산 MOU	중간
	해외	콜롬비아	-	FA-50	~24	1400	2026년	-	-	-
	해외	슬로바키아	-	FA-50	10	700	2026년	-	-	-
	해외	불가리아	-	FA-50	-	-	2026년	-	-	-
	해외	이집트	-	FA-50	36~100	-	2026년	-	-	-
	해외	세네갈	-	FA-50	4	-	-	-	-	-
	해외	미국	UJTS	TF-50	145~220	-	2028년	RFI 단계	2026년 입학 예정	중간
	해외	미국	ATT	TF-50	128~344	-	2026년	-	-	-
	해외	미국	TSA	TF-50	64	-	2026년	-	-	-
	해외	캐나다	-	TF-50	-	-	~2030년	-	-	-
	해외	호주	-	TF-50	33	5000	~2033년	-	-	-
	해외	일본	-	TF-50	200	-	-	-	-	-
	해외	UAE	-	수리온/LAH	10~	1,700	2025년 상반기	계약 단계	-	높음
	해외	이라크	-	수리온/LAH	28~	-	2025년 상반기	최종 시험평가 완료	**소방형상 2대 수주	높음
해외	*동남아	-	수리온/LAH	-	-	-	-	-	-	
국내	한국	Block 10(초도 1차)	KF-21	20	1,500	2024-06	수주	2026년 하반기 인도 예정	확정	
국내	한국	Block 10(초도 2차)	KF-21	20	1,500	2025년	수주 예정	-	확정	
국내	한국	Block 20	KF-21	80	6,000	2028~2029년	예정	공대지 임무 추가	확정	
국내	한국	Block 30	KF-21	-	-	2030년 경	-	-	-	

자료: 유진투자증권

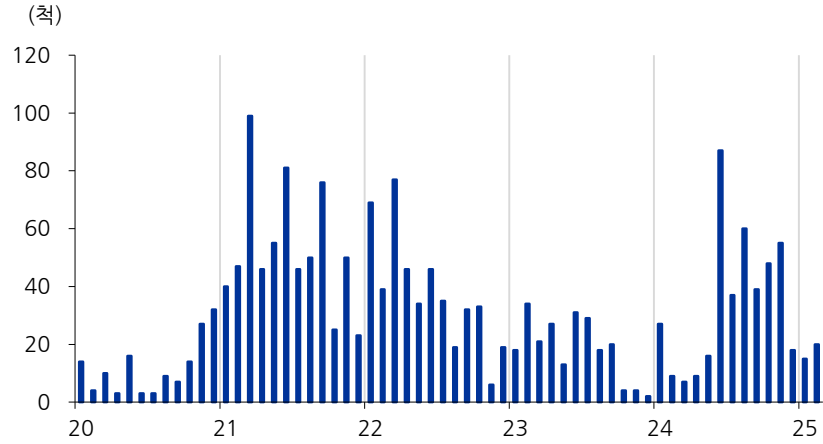
## 추가 수주 파이프라인

기업명	구분	국가	사업명	아이템	댓수	규모(십억원)	수주 예정일(추정)	단계	비고	확률
LIG넥스원	해외	사우디아라비아	-	천공-2	10	4,340	2024-02	수주완료	-	확정
	해외	이라크	-	천공-2	10	3,713	2024-09	수주완료	-	-
	해외	루마니아	-	신공	54	1,000	2024	수주완료	-	-
	해외	사우디아라비아	-	천공-2	10	-	-	-	추가 포대 설치	-
	해외	사우디아라비아	-	L-SAM	-	-	-	-	-	-
	해외	UAE	-	천공-2	-	-	-	-	추가 포대 설치	-
	해외	UAE	-	L-SAM	-	-	-	-	-	-
	해외	기타 중동	-	천공-2	-	-	-	-	후보국: 쿠웨이트, 카타르, 이집트 등	-
	해외	UAE	-	ALHEDA/ALTAIR	-	-	-	-	-	-
	해외	말레이시아	-	천공-2	-	-	-	-	-	-
	해외	말레이시아	-	해공	-	-	-	-	-	-
	해외	필리핀	-	현공	-	-	-	-	10기 테스트 구매	-
	해외	미국	-	비공	-	-	2025년 예상	-	-	-
	해외	루마니아	-	천공-2	-	5,400	-	-	보증금 서류 실수로 입찰 탈락	탈락
	해외	노르웨이	-	천공-2	-	-	-	-	-	-
	해외	브라질	-	천공-2	-	-	-	-	-	-
	해외	UAE	-	CIWS-2	-	-	-	-	-	-
	해외	폴란드	-	KGGB	-	-	-	-	-	-
	국내	한국	-	L-SAM	-	-	2025년	체계개발 종료	전투용 적합 판정 부여, 양산 돌입	-
	국내	한국	-	단거리공대공(KF-21)	-	590	~35	사업추진방법결정	-	-
국내	한국	-	장거리공대공(KF-21)	-	1,570	~38	사업추진방법결정	-	-	
국내	한국	-	L-SAM2	-	2710	~35	체계개발 기본계획	162회 방추위 의결 업체 선정 중	-	
국내	한국	-	LAMD	-	2,890	~35	체계개발 기본계획	164회 방추위 의결, 조기 전력화('31→'29년)	-	
국내	한국	-	M-SAM3	-	2,830	~34	체계개발 기본계획	162회 방추위 의결	-	
현대로템	해외	페루	-	K808	30	1,000	2024-11	수주	-	확정
	해외	폴란드	2차 실행계약(1-1)	K-2	180	9,000	2025년 상반기	협의를 중	2-1차 180대, 지원차량 81대, 탄약보급품 등	높음
	해외	폴란드	2차 실행계약(2-2)	K-2	640	-	-	-	-	-
	해외	폴란드	-	K808	-	-	-	-	-	-
	해외	루마니아	-	K-2	300~500	~10,000	2025년	2024년 5월 시험평가	-	중간
	해외	슬로바키아	-	K-2	104	-	-	-	폴란드 라이선스 생산 가능성*	-
	해외	아르메니아	-	K-2	-	-	-	-	구매 가능성 검토	-
	해외	인도	FRCV	K-2	1770	-	-	-	한국 불참의사 표명 보도	-
	해외	페루	-	K-2	-	-	-	-	지상무기 수출 총괄 협약 체결	중간
	해외	오만	-	K-2	76	1,000	-	보류 중	-	-
국내	한국	4차 양산	K-2	150	2,000	2024년 연말	既 수주 가능성	-	-	
한화시스템	해외	이탈리아	-	AESA 레이더	-	-	-	-	-	-
	해외	중동	-	SAR 위성	-	-	-	-	-	-
	해외	호주	-	C4I	-	-	-	-	-	-

자료: 유진투자증권

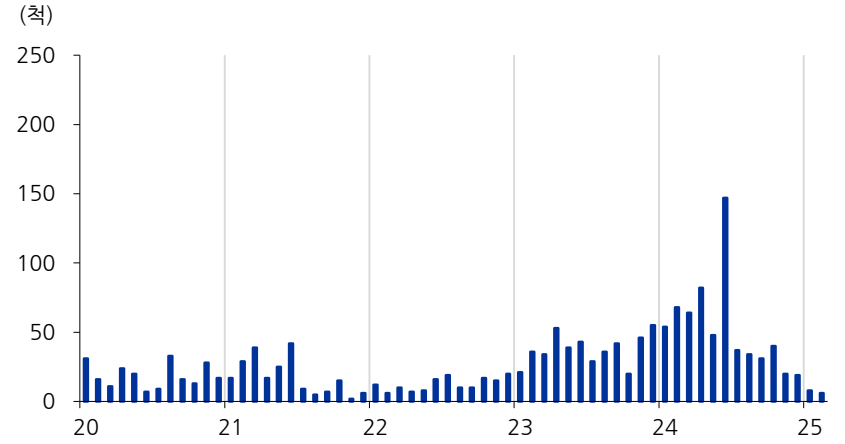
# 업황 업데이트

## 컨테이너선 신조 발주 동향



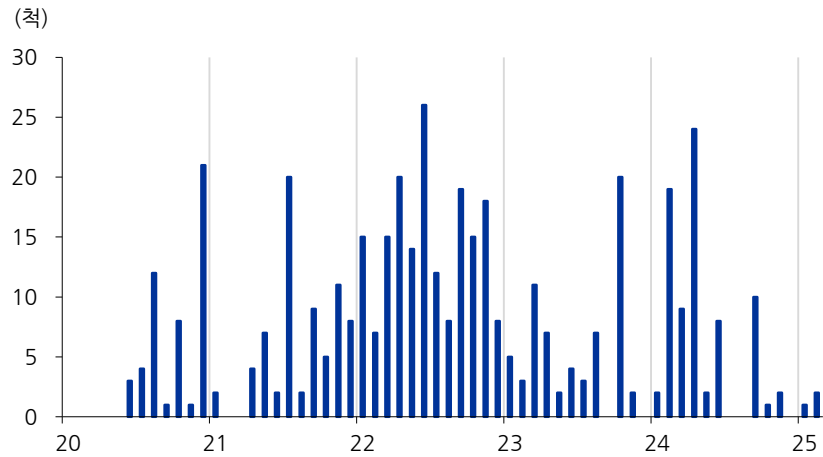
자료: 유진투자증권

## 탱커 신조 발주 동향



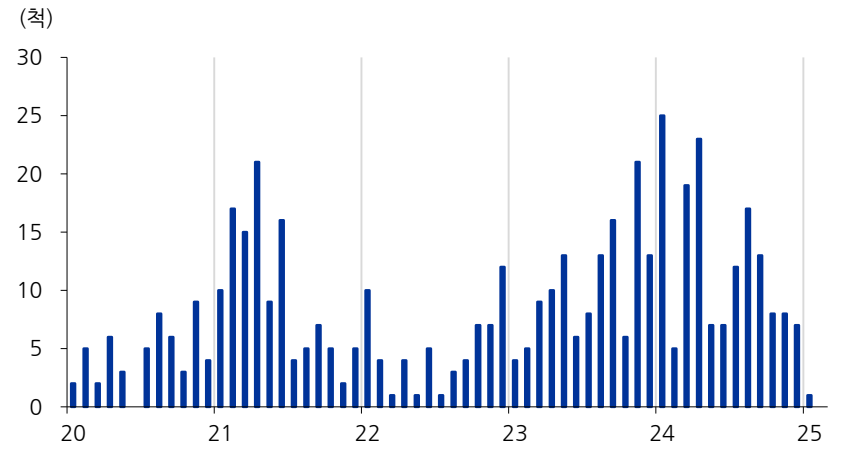
자료: 유진투자증권

## LNG운반선 신조 발주 동향



자료: 유진투자증권

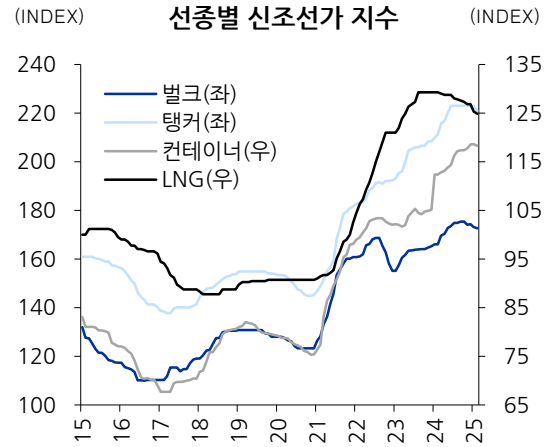
## LPG운반선 신조 발주 동향



자료: 유진투자증권

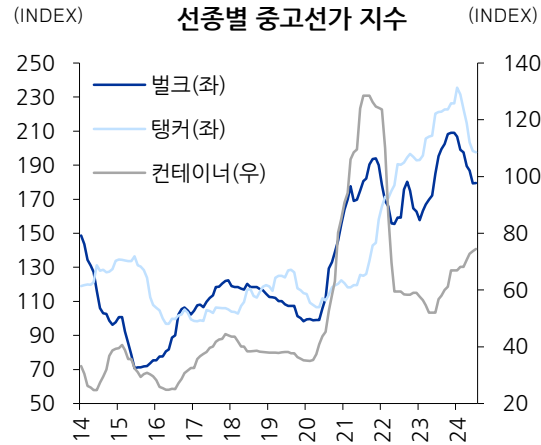
# 조선: 테마의 이면

## 신조선가 지수



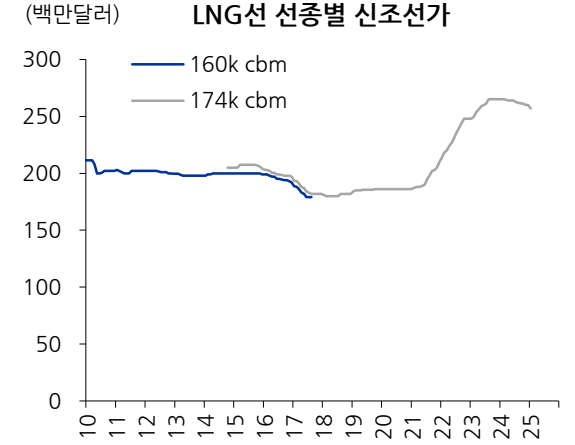
자료: Clarksons, 유진투자증권

## 중고선가 지수



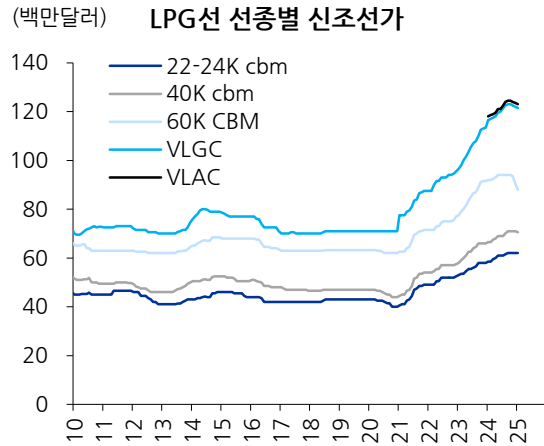
자료: Clarksons, 유진투자증권

## LNGC 선종별 신조선가



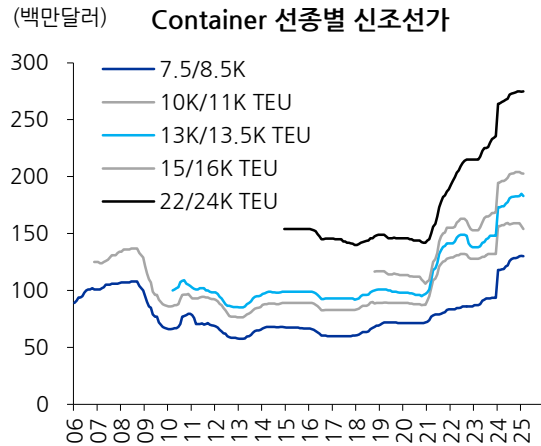
자료: Clarksons, 유진투자증권

## LPGC 선종별 신조선가



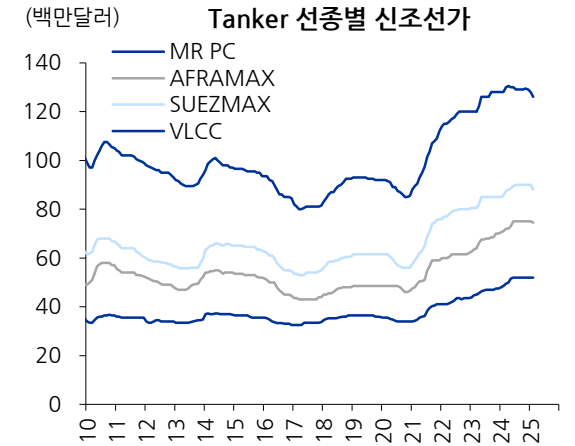
자료: Clarksons, 유진투자증권

## 컨테이너선 선종별 신조선가



자료: Clarksons, 유진투자증권

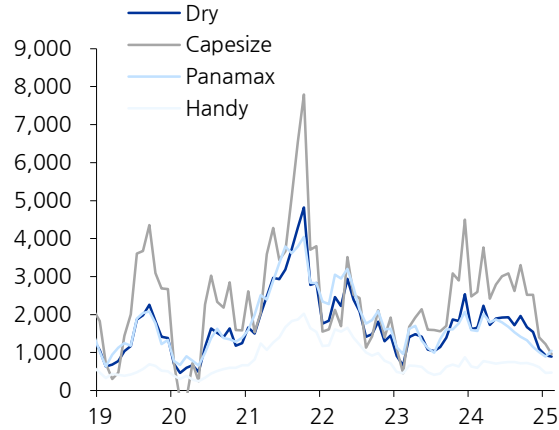
## 탱커 선종별 신조선가



자료: Clarksons, 유진투자증권

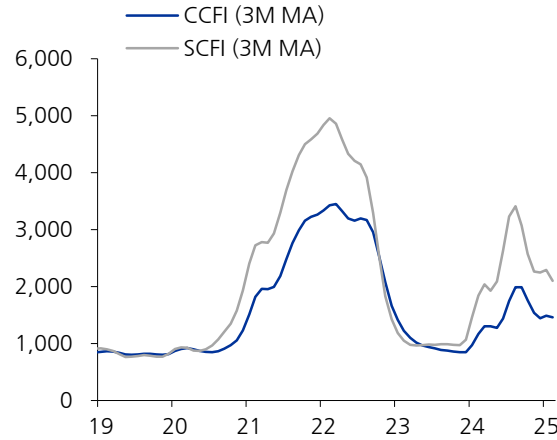
# 조선: 테마의 이면

## BDI



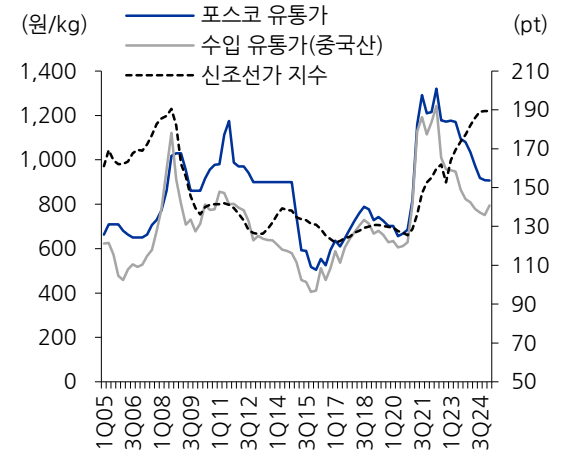
자료: Clarksons, 유진투자증권

## SCFI



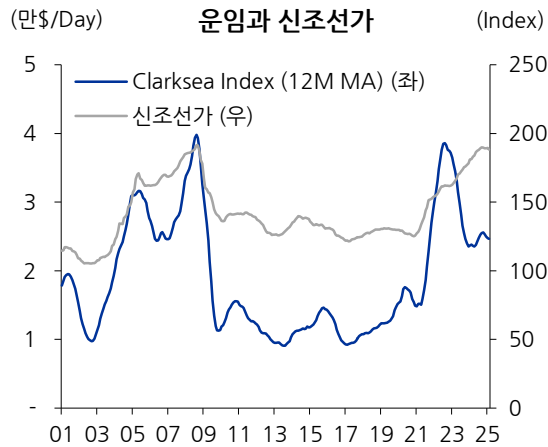
자료: Clarksons, 유진투자증권

## 후판가와 신조선가 추이



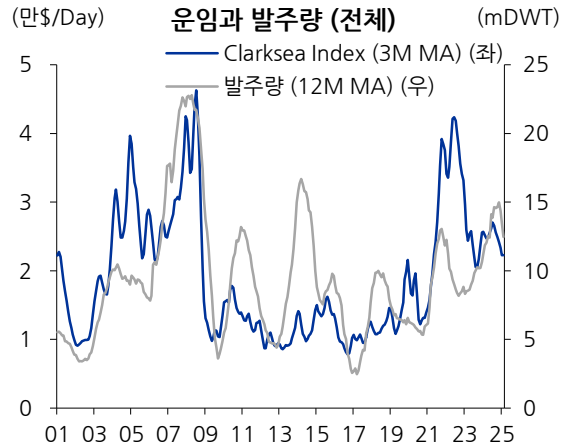
자료: Clarksons, 유진투자증권

## 운임과 신조선가



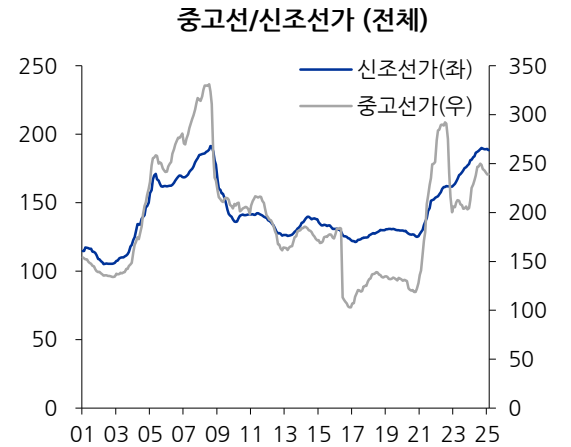
자료: Clarksons, 유진투자증권

## 운임과 발주량



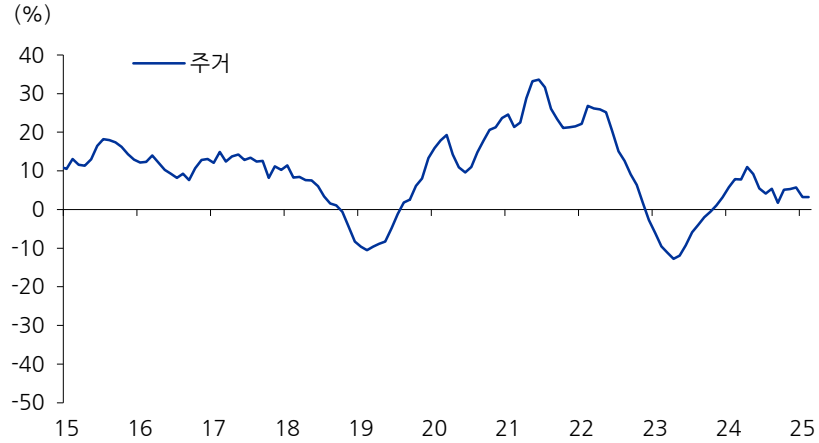
자료: Clarksons, 유진투자증권

## 중고선/신조선가



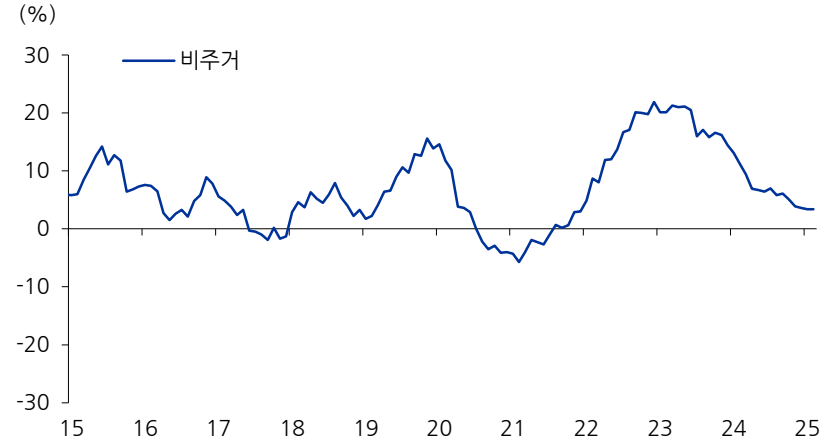
자료: Clarksons, 유진투자증권

### 미국 주거 건설 지출 yoy%



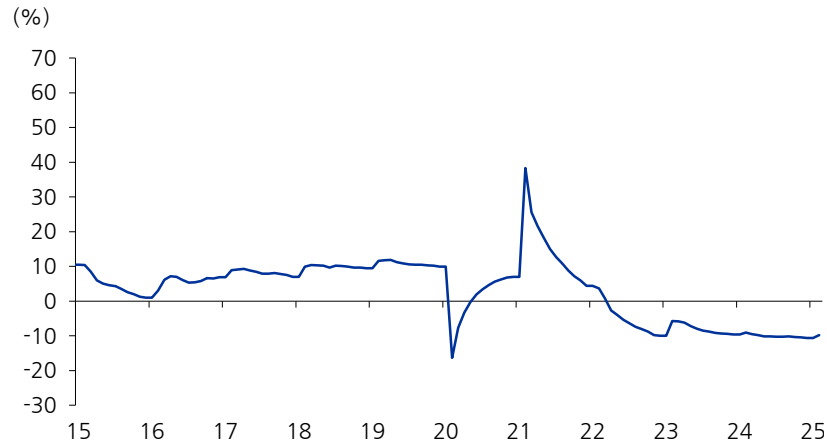
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 미국 비주거 건설 지출 yoy%



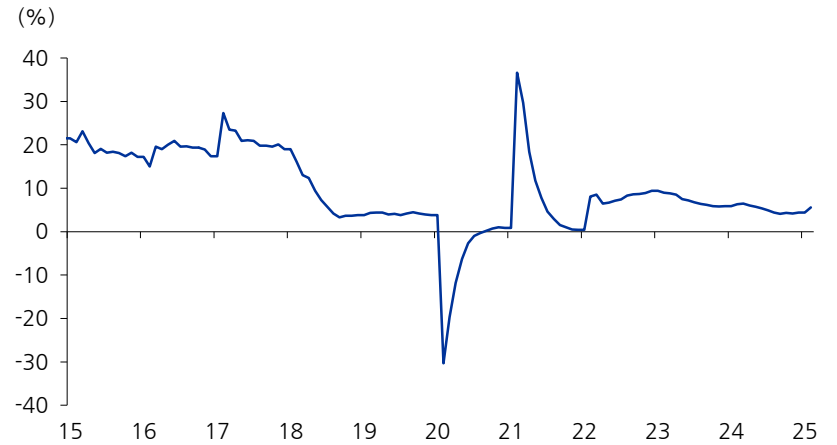
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 중국 부동산 투자 yoy%



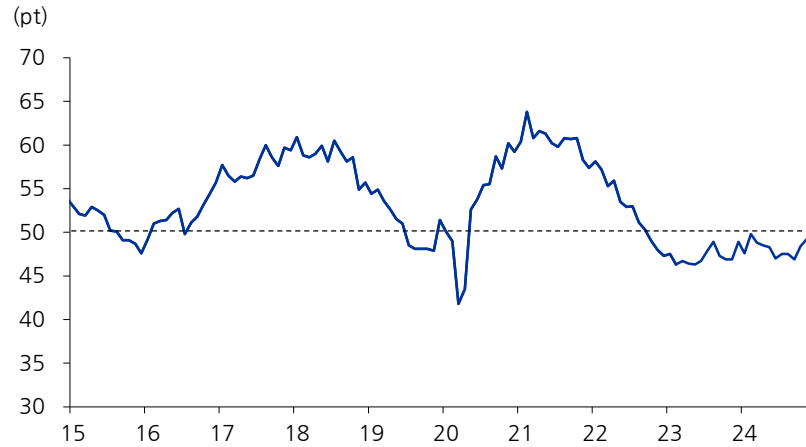
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 중국 인프라 투자 yoy%



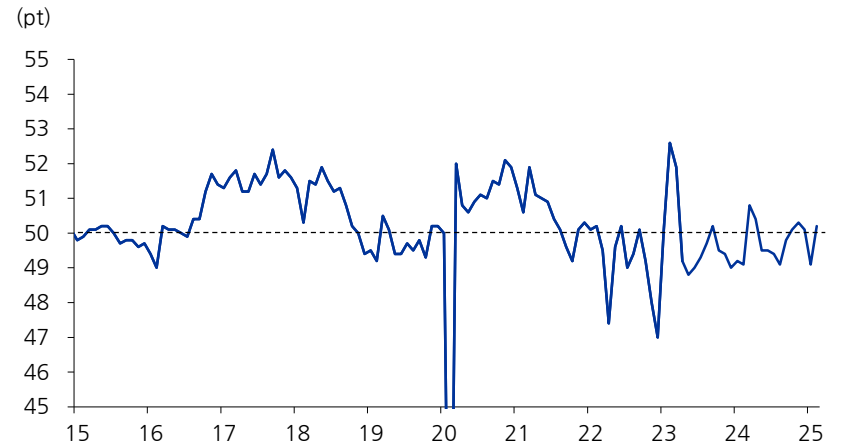
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 미국 제조업 ISM 추이



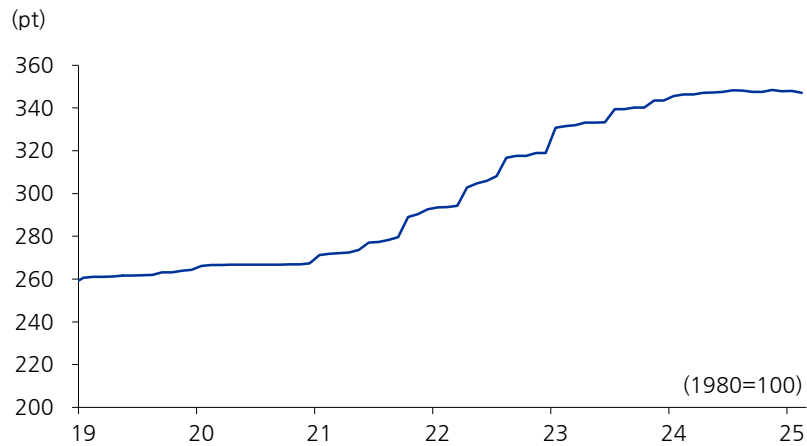
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 중국 제조업 PMI 추이



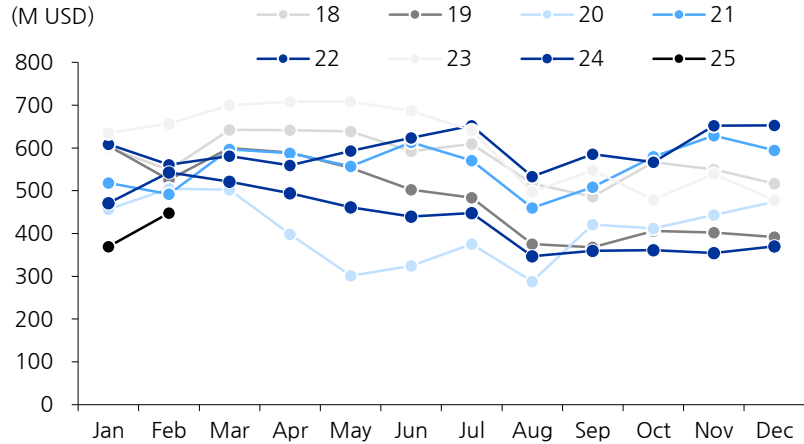
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 미국 건설기계 제조업 PPI



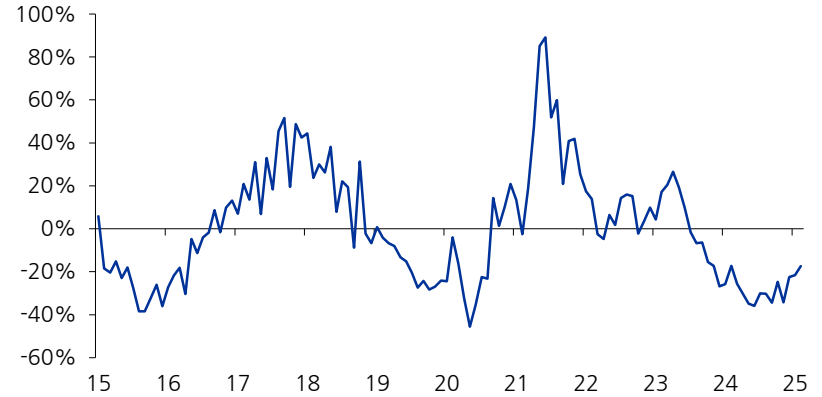
자료: FRED, 유진투자증권

### 한국 건설광산기계 수출 추이(금액 기준)



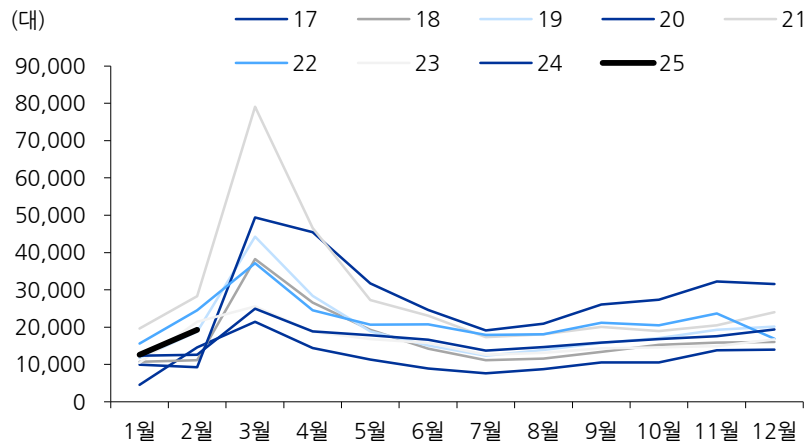
자료: KITA, 유진투자증권

### 한국 건설광산기계 수출 yoy% 추이(금액 기준)



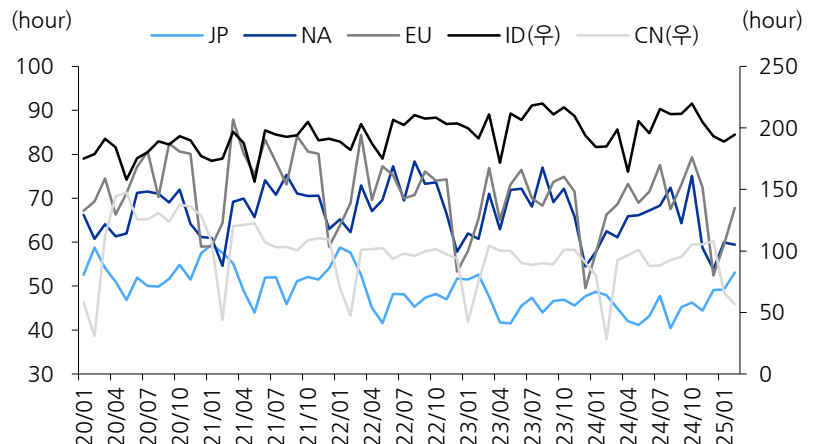
자료: KITA, 유진투자증권

### 중국 굴삭기 판매 추이(월별)



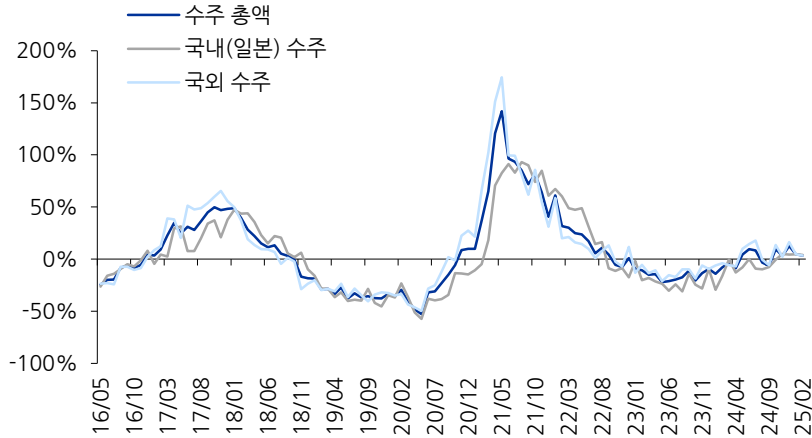
자료: CCMA, 유진투자증권

### 주요지역 건설기계 월 평균 가동시간(Komtrax)



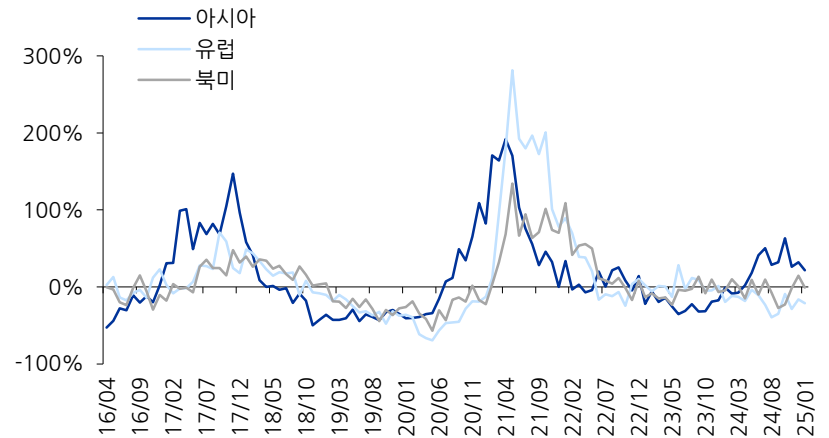
자료: Komatsu, 유진투자증권

### 일본 공작기계 수주 yoy% 추이



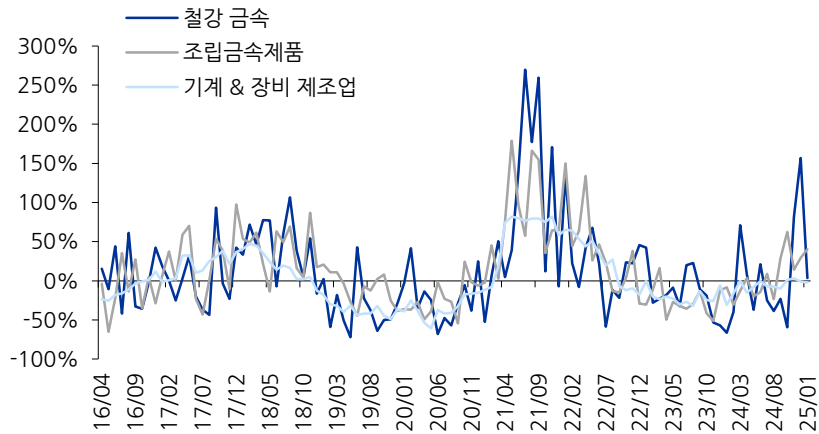
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 일본 공작기계 수주 지역별 yoy% 추이



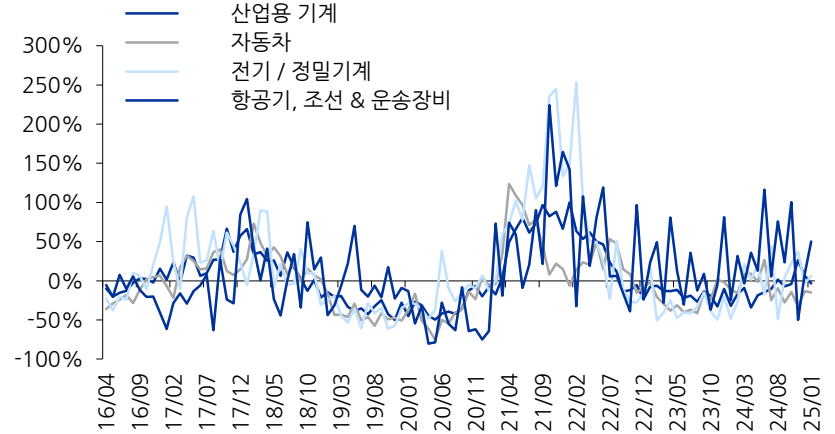
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 일본 공작기계 업종별 수주 yoy% 추이(일본 내수)



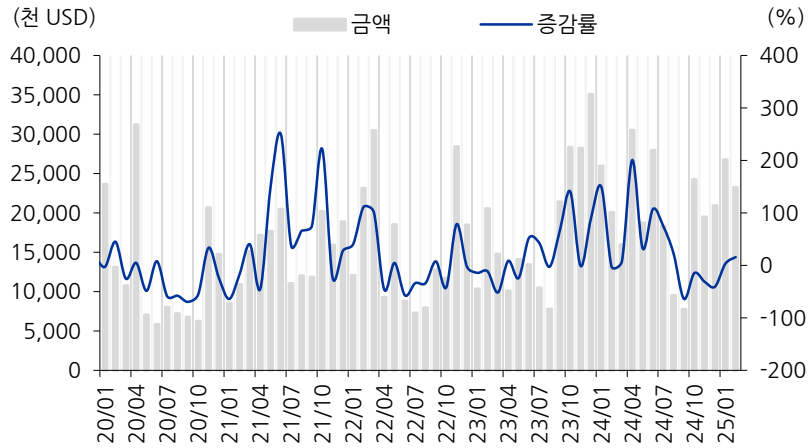
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 일본 공작기계 기계&장비 제조업 세부 수주 yoy% 추이(일본 내수)



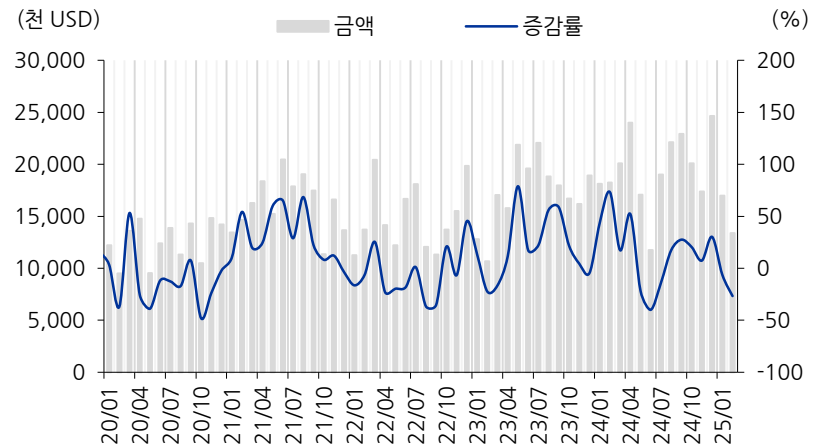
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 한국 산업용 로봇 수출액 추이



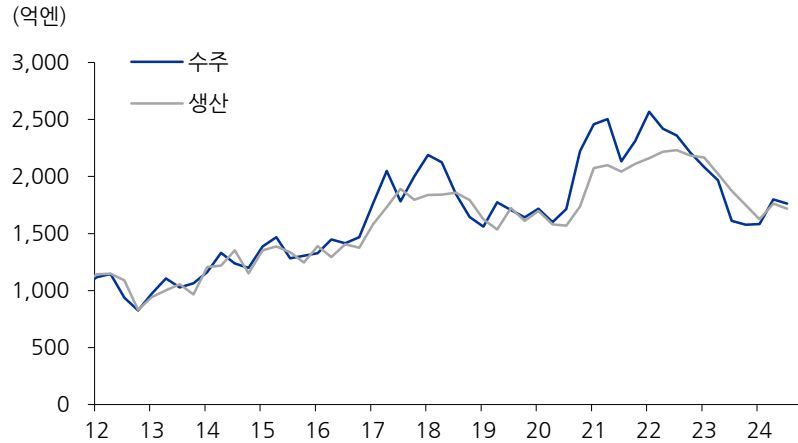
자료: KITA, 유진투자증권

### 한국 산업용 로봇 수입액 추이



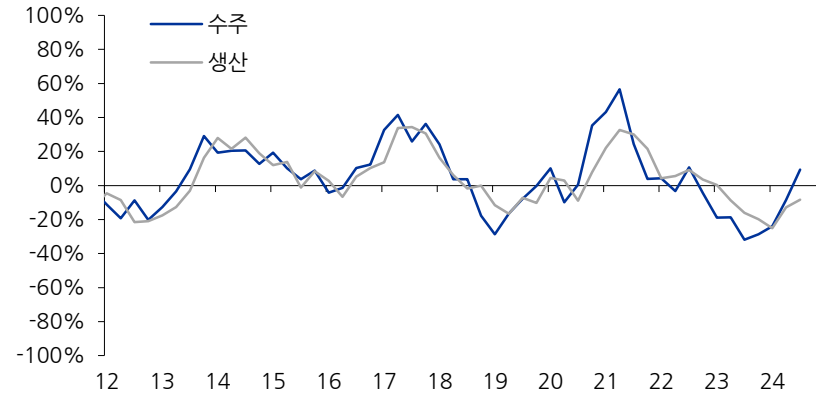
자료: KITA, 유진투자증권

### 일본 로봇 생산/수주액 추이



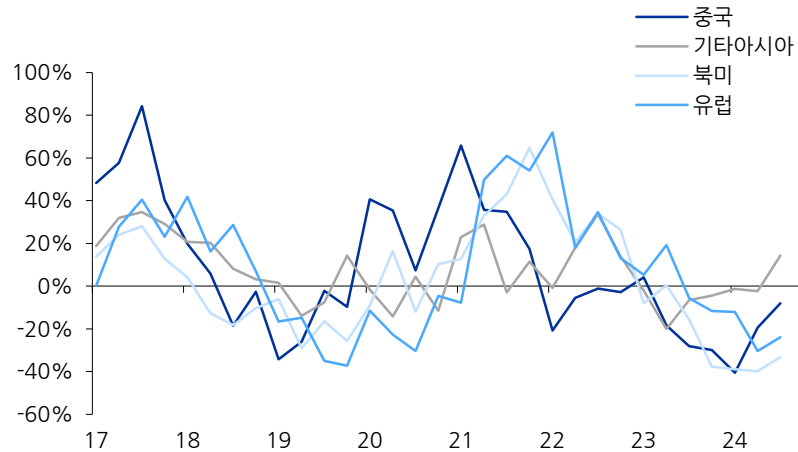
자료: JARA, 유진투자증권

### 일본 로봇 생산/수주액 yoy% 추이



자료: JARA, 유진투자증권

### 일본 로봇 해외 지역별 수출 yoy% 추이



자료: JARA, 유진투자증권

### 일본 로봇 용도별 출하 실적 yoy% 추이(일본 내수+수출)

시기	수지성형	용접	도장	기계가공	전자부품	조립	입출하	핸들링	클린룸	기타
1Q19	-7%	-25%	3%	-54%	-17%	-36%	-5%	-12%	-38%	-17%
2Q19	-29%	-30%	-32%	-4%	-21%	-22%	25%	-37%	-54%	-44%
3Q19	-20%	-10%	-25%	31%	-15%	-8%	17%	-26%	-35%	-39%
4Q19	-20%	-29%	-44%	17%	-8%	6%	18%	-37%	12%	-31%
1Q20	-32%	-6%	-26%	48%	11%	19%	55%	-13%	42%	-3%
2Q20	-36%	-8%	-22%	39%	18%	-10%	2%	9%	82%	30%
3Q20	-31%	-24%	-30%	-43%	13%	-32%	-3%	13%	48%	-34%
4Q20	-9%	16%	23%	-45%	36%	-21%	5%	49%	22%	-18%
1Q21	16%	35%	19%	-22%	73%	16%	3%	76%	4%	-6%
2Q21	48%	50%	173%	-31%	39%	22%	66%	59%	38%	-13%
3Q21	32%	62%	55%	6%	24%	34%	59%	37%	51%	29%
4Q21	30%	25%	-10%	67%	-7%	26%	47%	39%	60%	16%
1Q22	-6%	10%	17%	114%	-25%	4%	81%	-28%	41%	69%
2Q22	-2%	-7%	-39%	30%	-2%	-16%	-16%	28%	26%	8%
3Q22	1%	-5%	-10%	77%	-9%	-12%	-26%	37%	25%	77%
4Q22	-13%	7%	64%	82%	-19%	-27%	-13%	17%	-9%	47%
1Q23	-4%	-14%	11%	-1%	-24%	-35%	-24%	37%	-9%	-21%
2Q23	-18%	9%	42%	23%	-41%	-14%	0%	-18%	-45%	-3%
3Q23	-19%	-2%	31%	22%	-30%	-23%	-23%	-28%	-40%	-20%
4Q23	-19%	-26%	12%	24%	-6%	-22%	-46%	-44%	-22%	-43%
1Q24	-18%	-27%	-22%	-49%	-9%	-2%	-50%	-55%	-22%	-36%
2Q24	-14%	-47%	-27%	-35%	10%	-22%	-39%	-43%	12%	-36%
3Q24	24%	-12%	-44%	-23%	18%	25%	-6%	-34%	14%	-42%

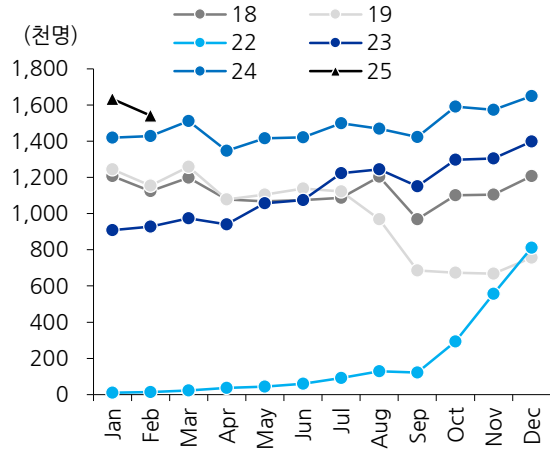
자료: JARA, 유진투자증권

---

11

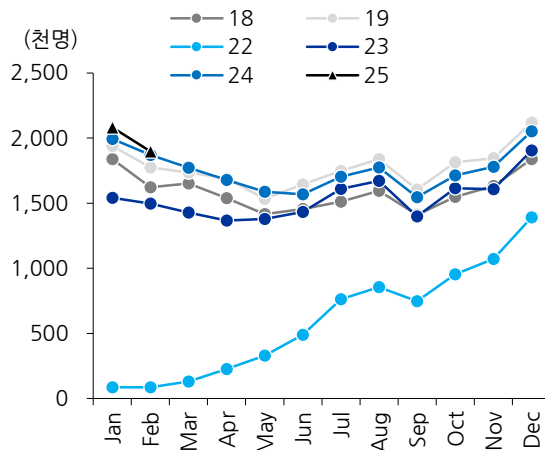
**항공/해상운송**

### 일본 여객 추이



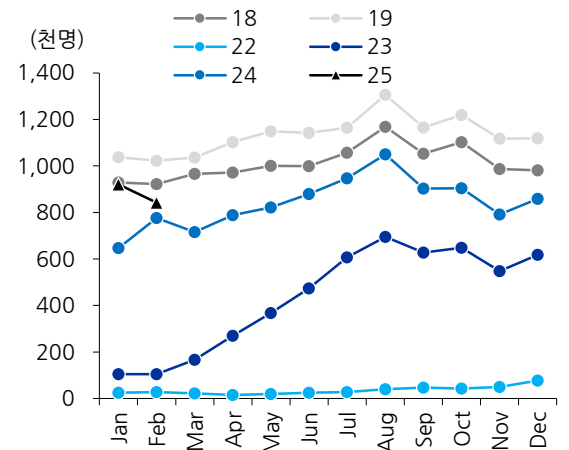
자료: 인천공항공사, 유진투자증권

### 동남아 여객 추이



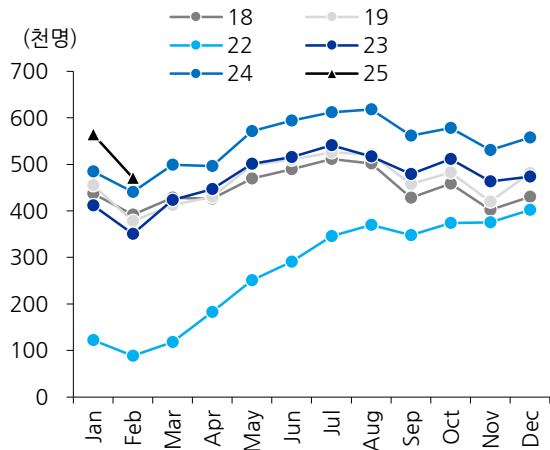
자료: 인천공항공사, 유진투자증권

### 중국 여객 추이



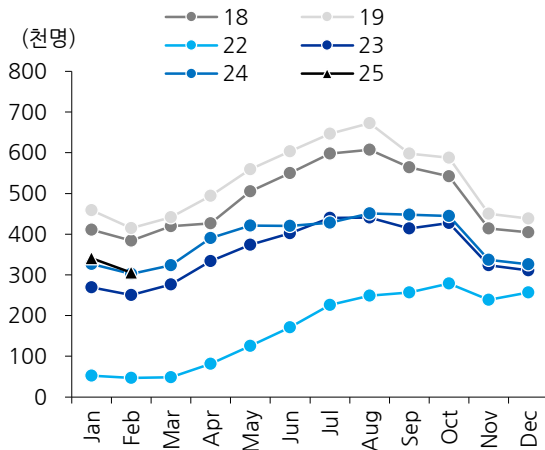
자료: 인천공항공사, 유진투자증권

### 미주 여객 추이



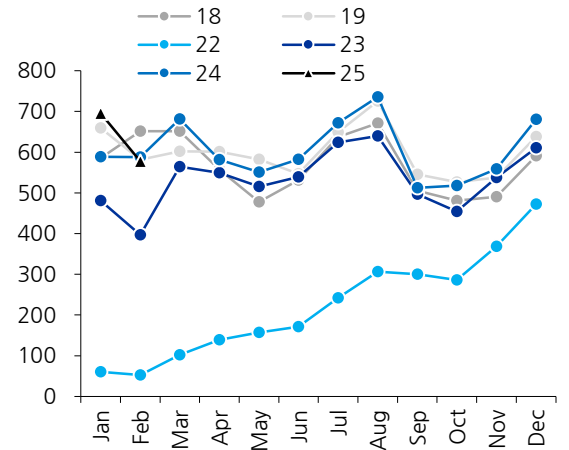
자료: 인천공항공사, 유진투자증권

### 구주 여객 추이



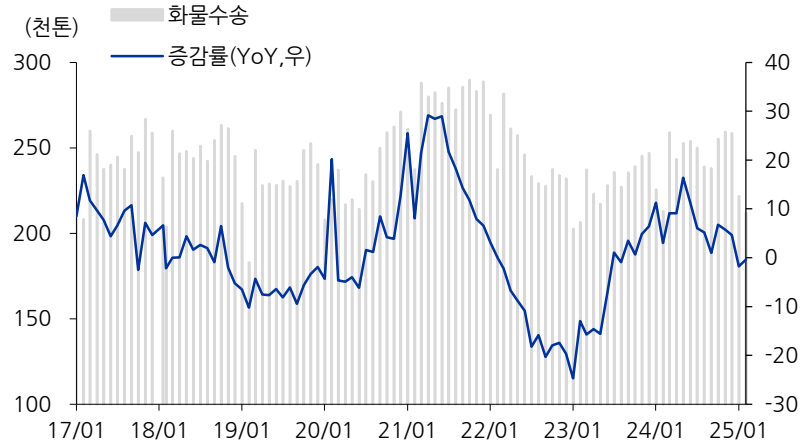
자료: 인천공항공사, 유진투자증권

### 환승 여객 추이



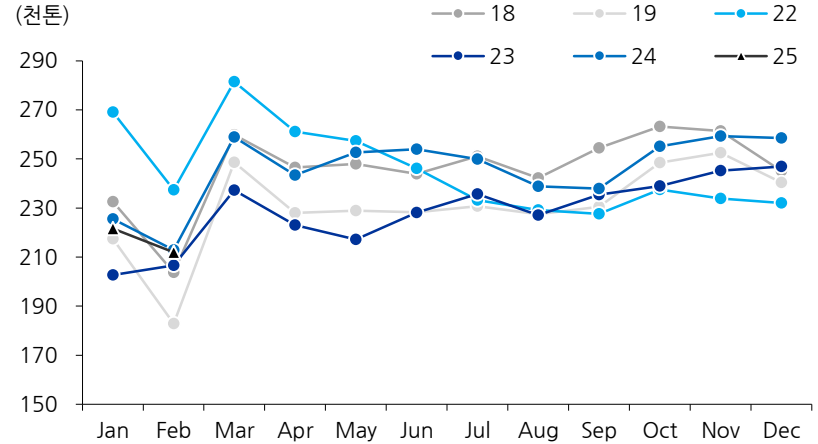
자료: 인천공항공사, 유진투자증권

### 인천공항 화물 수송량 추이



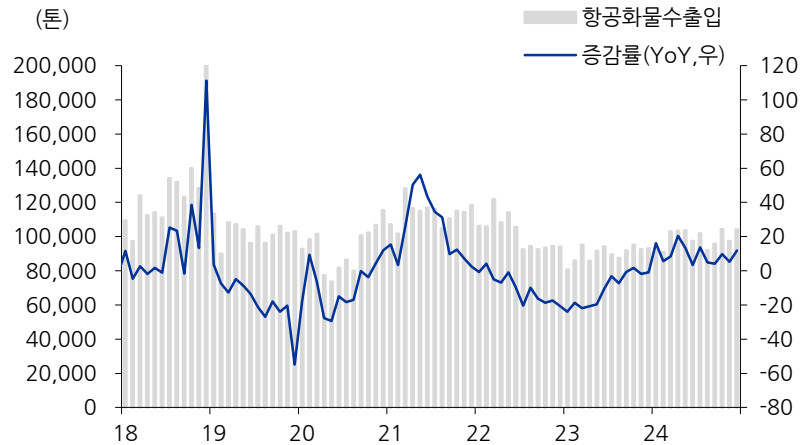
자료: 인천국제공항공사, 유진투자증권

### 월별 인천공항 화물 수송량 추이



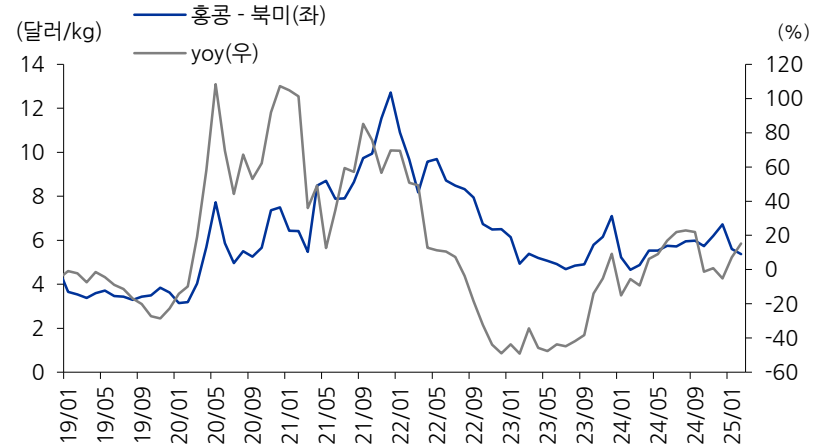
자료: 인천국제공항공사, 유진투자증권

### 한국 항공화물수출입 추이



자료: KITA, 유진투자증권

### 홍콩 - 북미 항공 화물 운임 추이



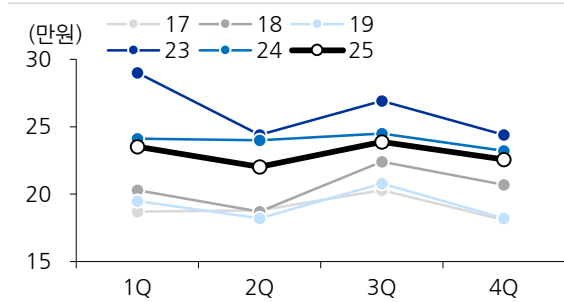
자료: TAC, 유진투자증권

### 국내 항공사별 보유 기재 현황(2025년 3월)

기종	대한항공	아시아나항공	제주항공	진에어	티웨이항공	에어부산	에어서울	이스타항공	플라이강원	에어로케이항공	에어프레미아
A220-300	10	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A320-200	0	0	0	0	0	5	0	0	0	6	0
A321-200	0	12	0	0	0	8	6	0	0	0	0
A321-200 NEO	15	12	0	0	0	8	0	0	0	0	0
A330-200	0	0	0	0	5	0	0	0	0	0	0
A330-300	22	14	0	0	4	0	0	0	0	0	0
A350-900	2	15	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A350-1000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A380-800	7	6	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B737-800	2	0	39	19	26	0	0	10	0	0	0
B737-900	9	0	0	3	0	0	0	0	0	0	0
B737-900ER	6	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B737-8	6	0	2	5	2	0	0	5	0	0	0
B767-300	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B777-200	6	9	0	4	0	0	0	0	0	0	0
B777-300	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B777-300ER	26	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B777-9	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B787-9	14	0	0	0	0	0	0	0	0	0	6
B787-10	5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B747-400	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B747-8	7	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B747-400F	4	6	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B747-400(BDSF)	0	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B747-400SF	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B747-8F	7	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B767-300F	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B777F	12	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
총 합계	165	81	41	31	37	21	6	15	0	6	6
여객기 합계	142	69	41	31	37	21	6	15	0	6	6

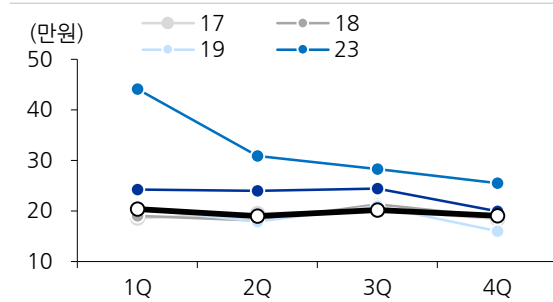
자료:ATIS, 유진투자증권

### 일본 운임 추이 및 전망(FSC)



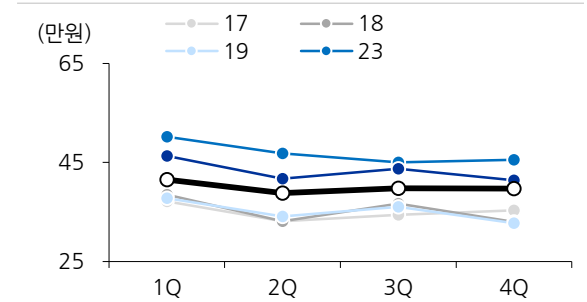
자료: 유진투자증권

### 중국 운임 추이 및 전망(FSC)



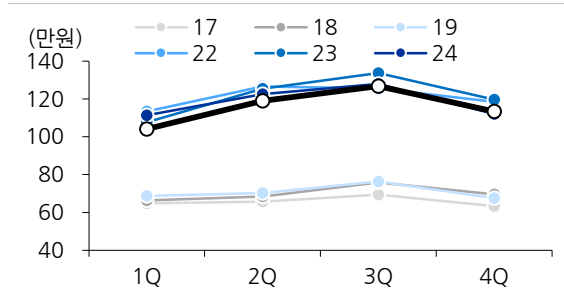
자료: 유진투자증권

### 동남아 운임 추이 및 전망(FSC)



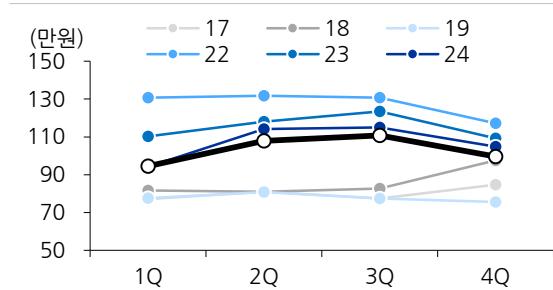
자료: 유진투자증권

### 미주 운임 추이 및 전망(FSC)



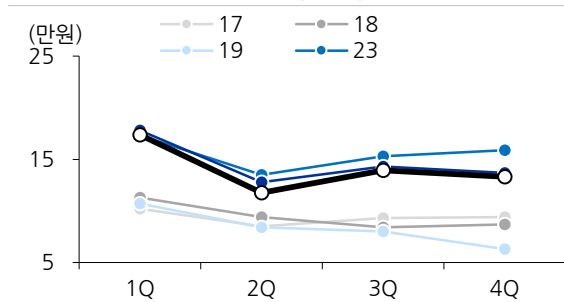
자료: 유진투자증권

### 구주 운임 추이 및 전망(FSC)



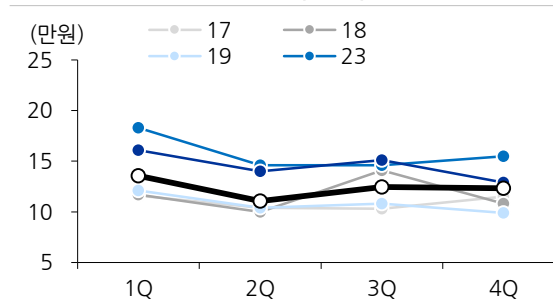
자료: 유진투자증권

### 일본 운임 추이 및 전망(LCC)



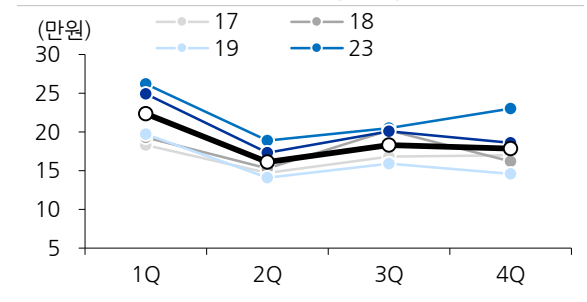
자료: 유진투자증권

### 중국 운임 추이 및 전망(LCC)



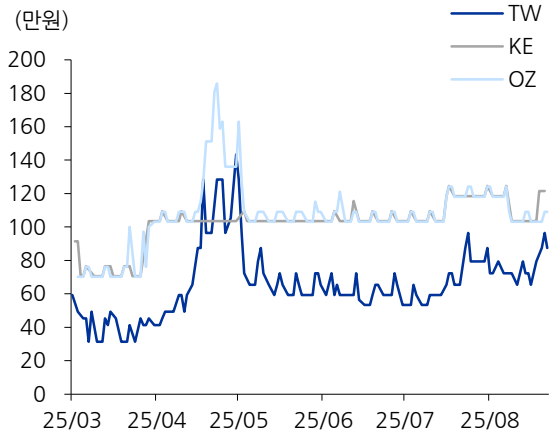
자료: 유진투자증권

### 동남아 운임 추이 및 전망(LCC)



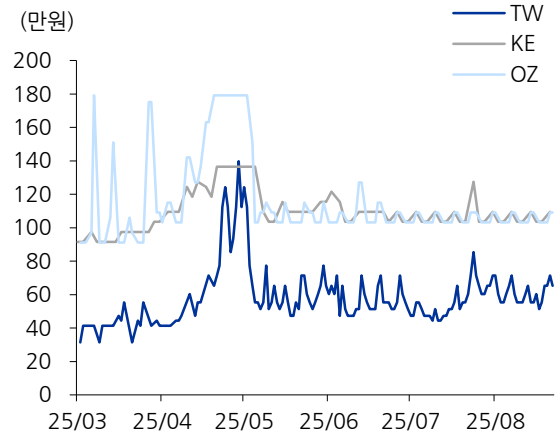
자료: 유진투자증권

### ICN-CDG



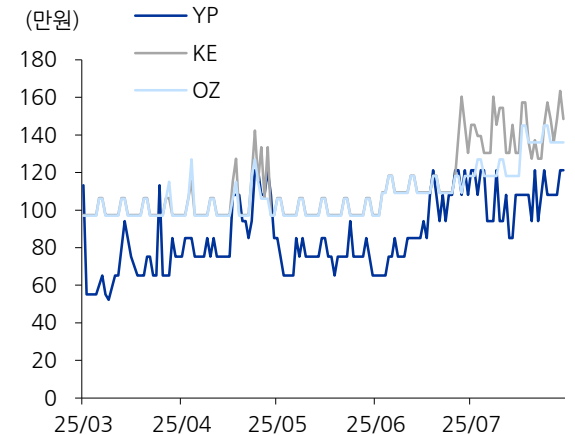
자료: 유진투자증권

### ICN-FCO



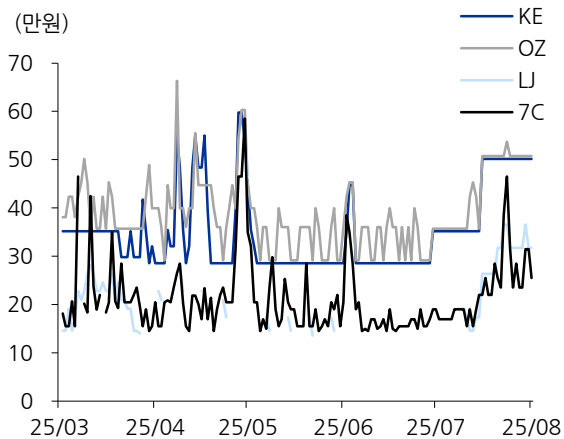
자료: 유진투자증권

### ICN-LAX



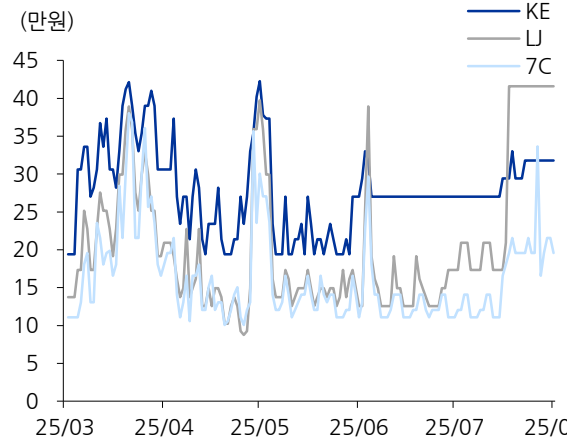
자료: 유진투자증권

### ICN-BKK



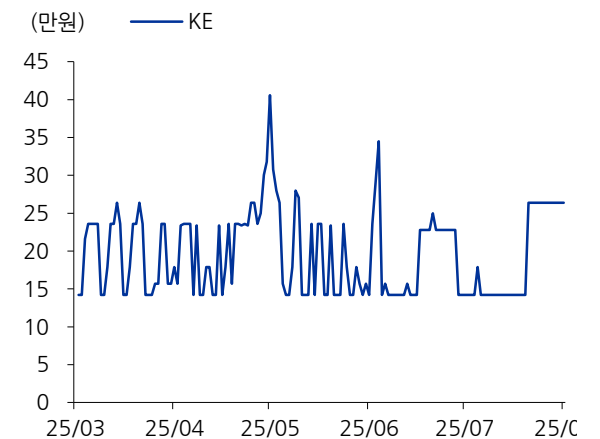
자료: 유진투자증권

### ICN-NRT



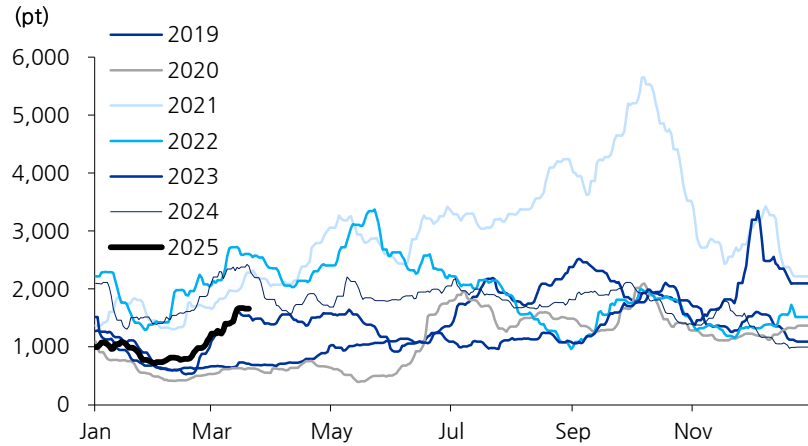
자료: 유진투자증권

### ICN-PVG



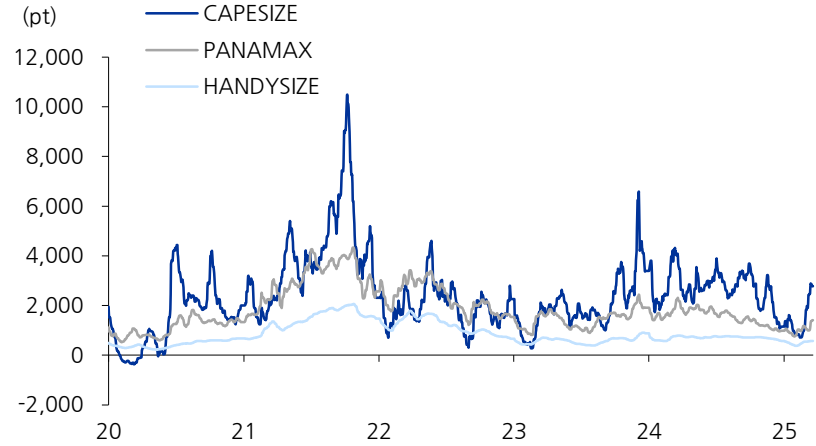
자료: 유진투자증권

### BDI 추이



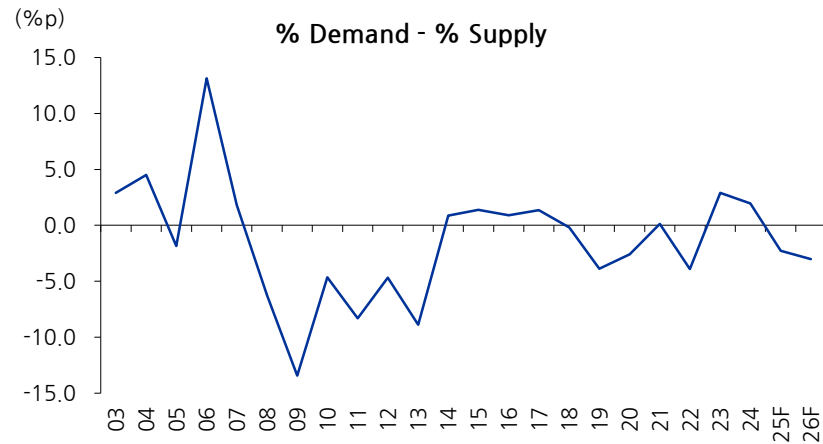
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 선종별 BDI 추이



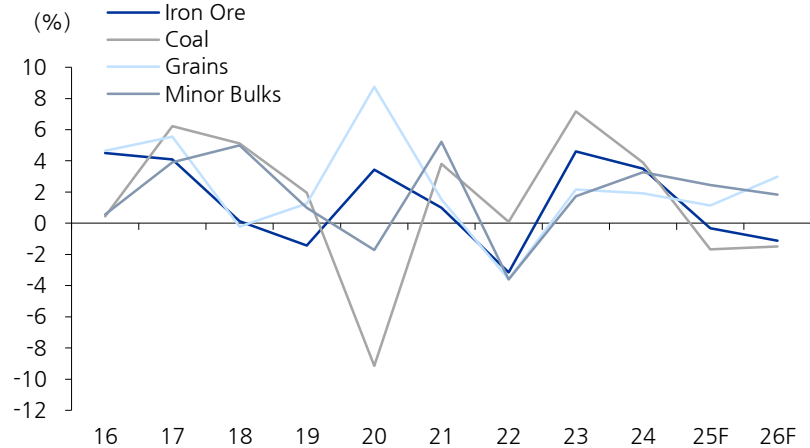
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 벌크선 수급 추이



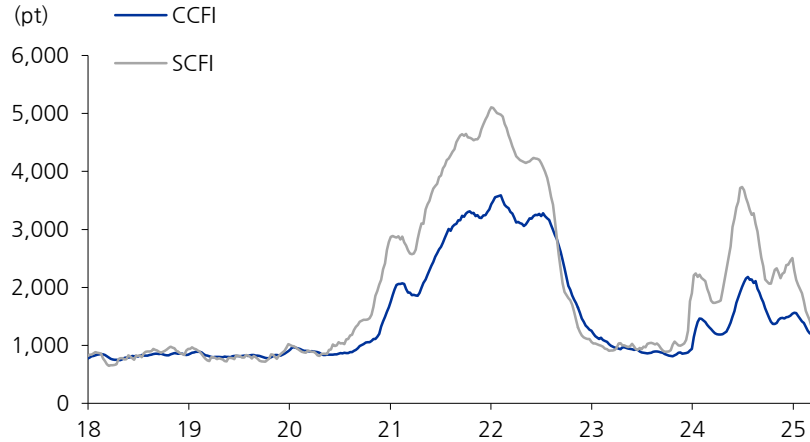
자료: Clarksons, 유진투자증권

### 벌크 화물 수요 yoy%



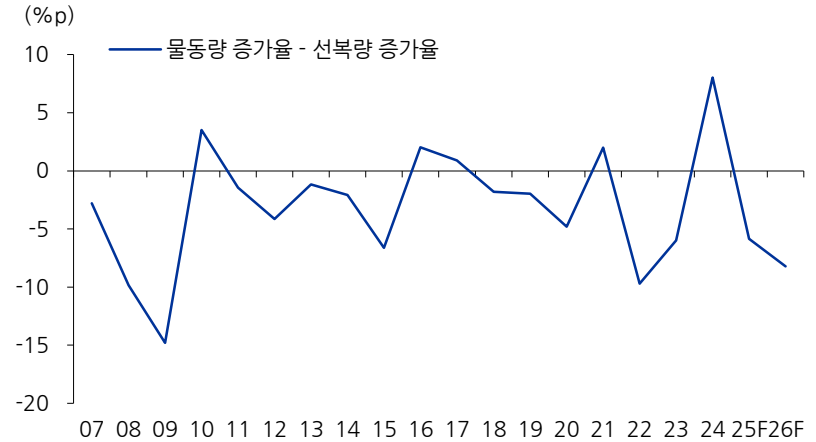
자료: Clarksons, 유진투자증권

### 컨테이너 스팟 운임 지수 추이



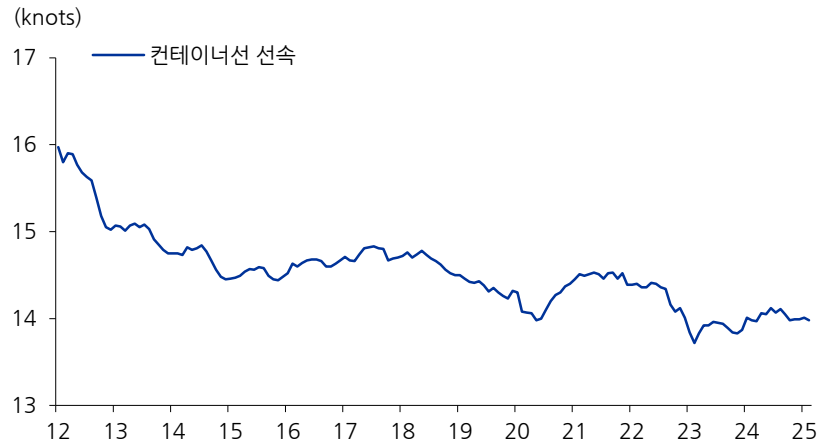
자료: Clarksons, 유진투자증권

### 컨테이너선 수급 추이



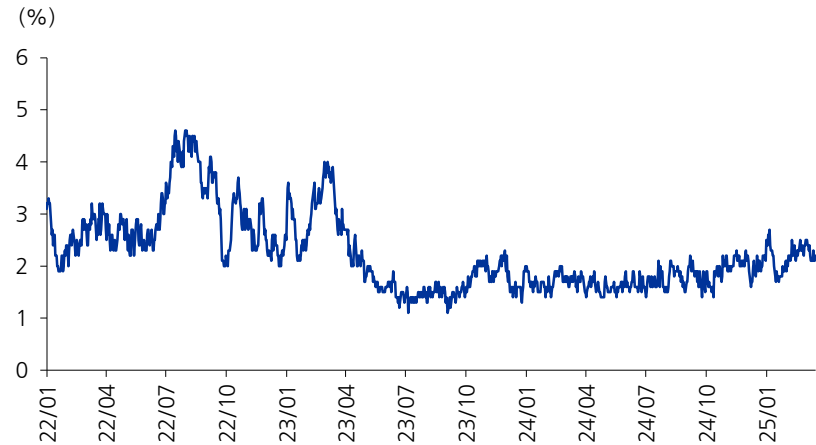
자료: Clarksons, 유진투자증권

### 컨테이너 운항 속도 추이



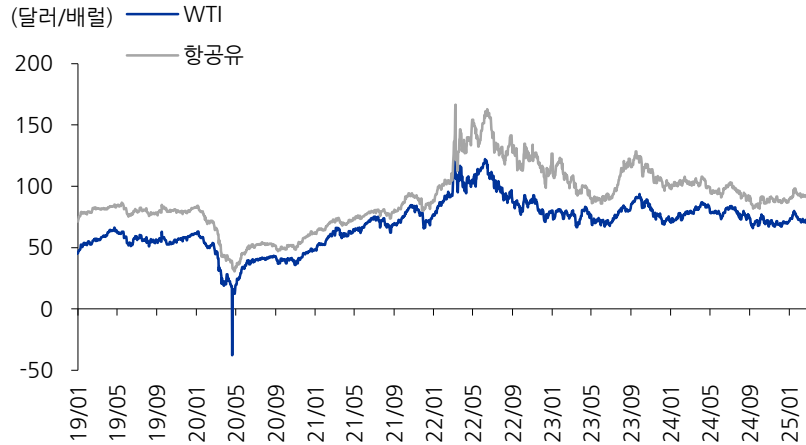
자료: Clarksons, 유진투자증권

### 컨테이너 계선율 추이



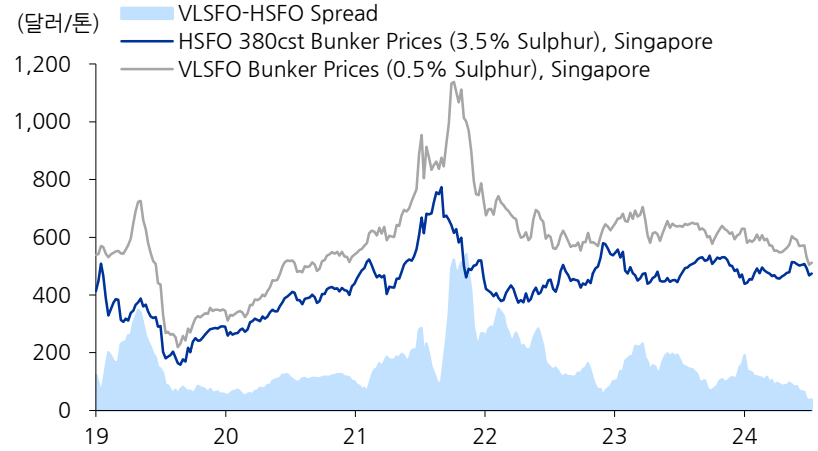
자료: Clarksons, 유진투자증권

### 항공유 가격 추이



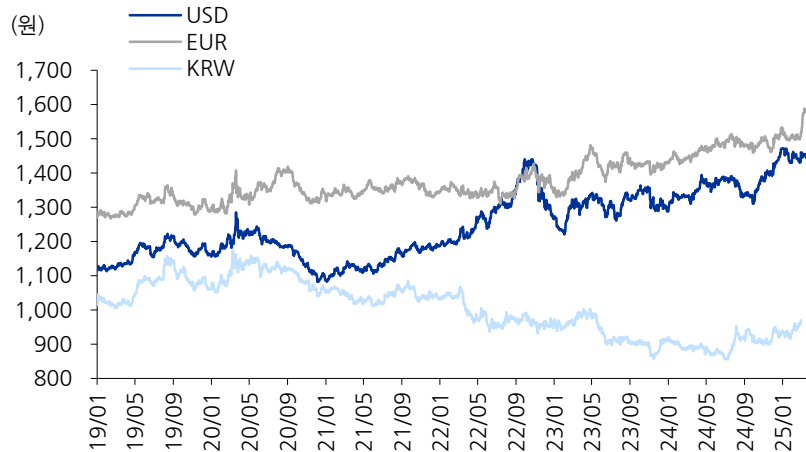
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 해운 벙커유 가격 추이



자료: Clarksons, 유진투자증권

### 환율 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

---

12

**F&B / Agriculture**

### 전세계 3대 곡물 수급 전망

(단위: 백만톤)		생산	공급	교역	소비	기말 재고	비고	
소맥(밀)	2022/23	789.89	1,065.48	221.75	789.33	276.14		
	2023/24	791.21	1,067.35	221.21	797.85	269.50		
	2024/25E	1월	793.24	1,060.71	212.00	801.89	258.82	
		2월	793.79	1,061.28	208.99	803.72	257.56	
		3월	<b>797.23</b>	<b>1,066.73</b>	<b>208.07</b>	<b>806.65</b>	<b>260.08</b>	생산↓, 공급↓, 교역↓, 소비↓, 재고↓
옥수수	2022/23	1,163.33	1,477.24	180.35	1,172.41	304.83		
	2023/24	1,228.09	1,532.92	193.56	1,218.97	313.95		
	2024/25E	1월	1,214.35	1,531.81	191.41	1,238.47	293.34	
		2월	1,212.47	1,528.28	189.23	1,237.96	290.31	
		3월	<b>1,214.17</b>	<b>1,528.12</b>	<b>186.36</b>	<b>1,239.19</b>	<b>288.94</b>	생산↓, 공급↓, 교역↓, 소비↓, 재고↓
대두(콩)	2022/23	378.16	471.06	171.75	366.67	101.24		
	2023/24	394.97	496.21	177.51	384.44	112.55		
	2024/25E	1월	424.26	536.64	181.97	405.53	128.37	
		2월	420.76	533.25	181.98	406.18	124.34	
		3월	<b>420.76</b>	<b>533.31</b>	<b>181.95</b>	<b>409.16</b>	<b>121.41</b>	공급↓, 교역↓, 소비↓, 재고↓

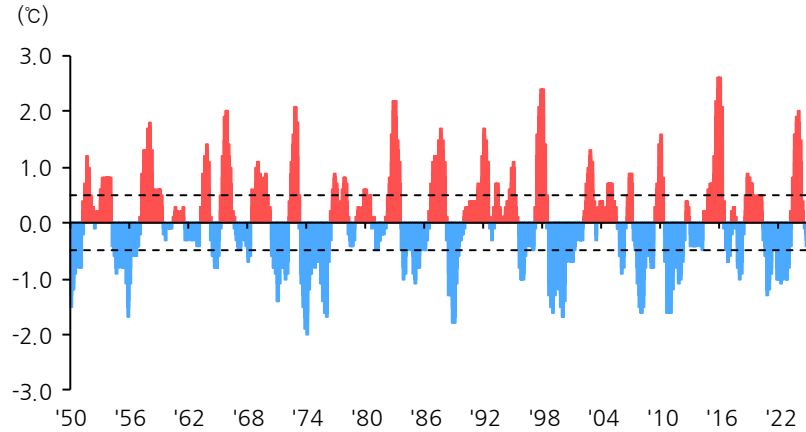
자료: USDA, 유진투자증권

### 미국 3대 곡물 수급 전망

(단위: 백만톤)		생산	공급	교역	소비	기말 재고	비고	
소맥(밀)	2022/23	44.90	63.26	20.73	30.33	15.50		
	2023/24	49.10	64.60	19.24	30.16	18.95		
	2024/25E	1월	53.65	72.60	23.13	31.30	21.71	
		2월	53.65	72.60	23.13	31.39	21.62	
		3월	<b>53.65</b>	<b>72.60</b>	<b>22.73</b>	<b>31.39</b>	<b>22.30</b>	교역↓, 재고↓
옥수수	2022/23	346.74	381.72	42.22	305.93	34.55		
	2023/24	389.67	424.22	58.23	321.92	44.79		
	2024/25E	1월	377.63	422.42	62.23	321.71	39.12	
		2월	377.63	422.42	62.23	321.71	39.12	
		3월	<b>377.63</b>	<b>422.42</b>	<b>62.23</b>	<b>321.71</b>	<b>39.12</b>	
대두(콩)	2022/23	116.22	123.69	53.87	63.29	7.19		
	2023/24	113.27	120.46	46.13	65.58	9.32		
	2024/25E	1월	118.84	128.16	49.67	68.70	10.34	
		2월	118.84	128.16	49.67	68.70	10.34	
		3월	<b>118.84</b>	<b>128.16</b>	<b>49.67</b>	<b>68.69</b>	<b>10.34</b>	소비↓

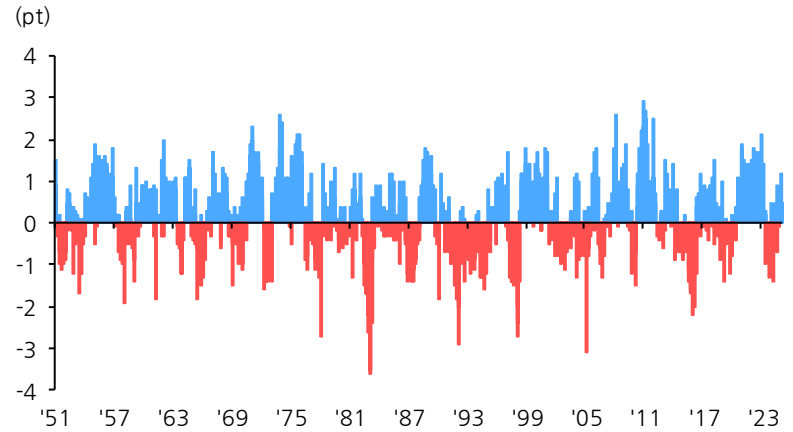
자료: USDA, 유진투자증권

### 엘니뇨/라니냐 지수 (Oceanic Niño Index)



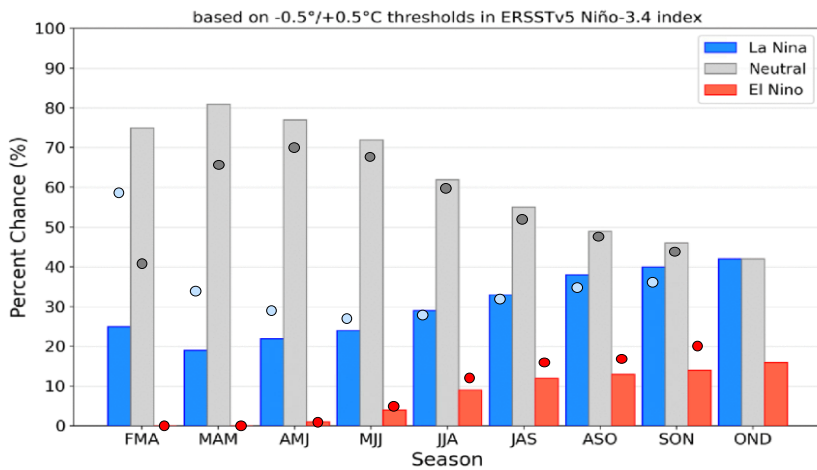
자료: NOAA, 유진투자증권  
참고: +0.5°C 이상일 때 엘니뇨, -0.5°C 이하일 때 라니냐

### 남방진동지수 (Southern Oscillation Index)



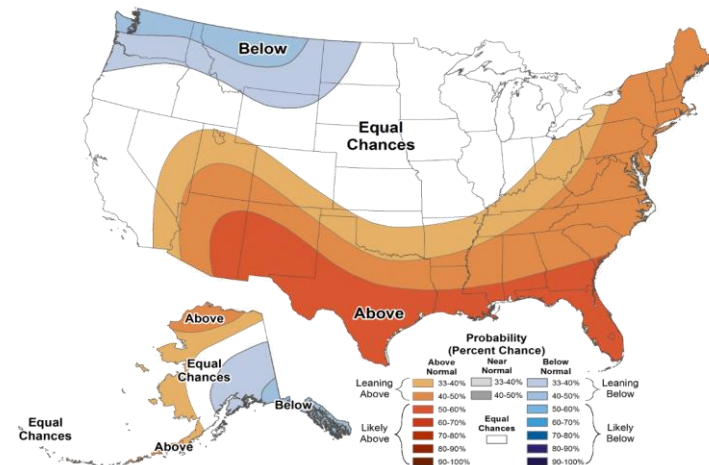
자료: NOAA, 유진투자증권  
참고: 양(+)의 값일 때 라니냐, 음(-)의 값일 때 엘니뇨

### 엘니뇨/라니냐 발생 가능성 (●: 전월 전망치)



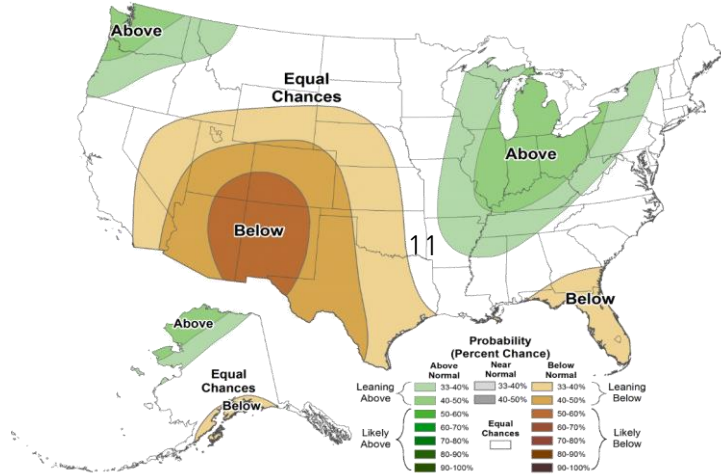
자료: NOAA, 유진투자증권

### 미국 향후 3개월 기온 전망



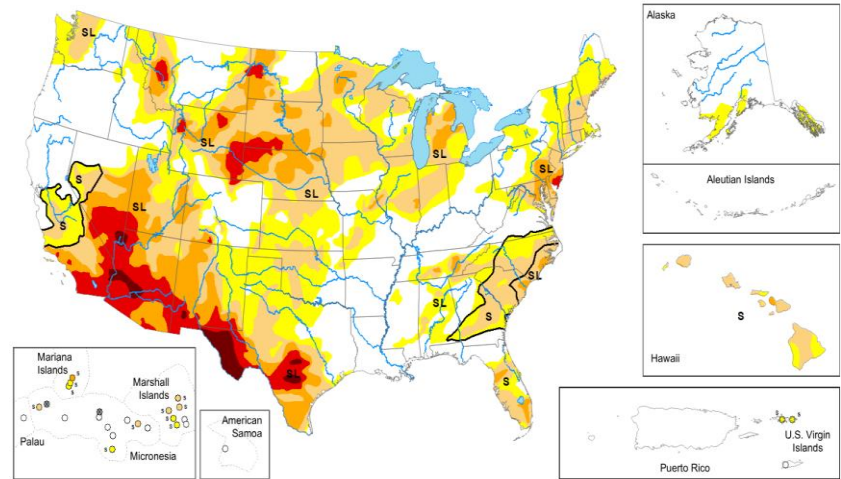
자료: NOAA, 유진투자증권

### 미국 향후 3개월 강수량 전망



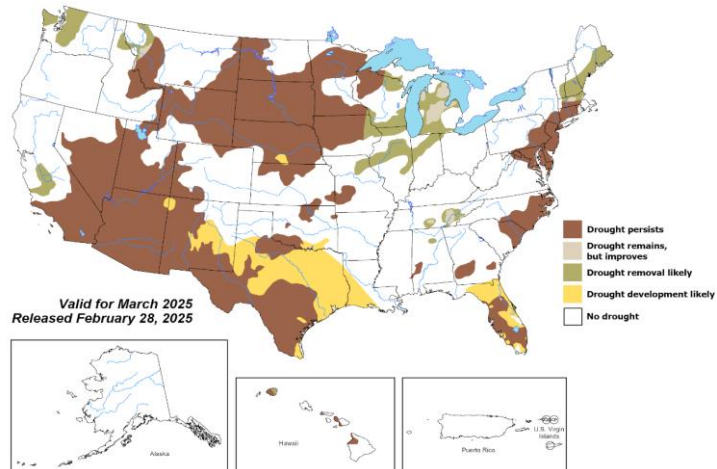
자료: NOAA, 유진투자증권

### 미국 가뭄 현황



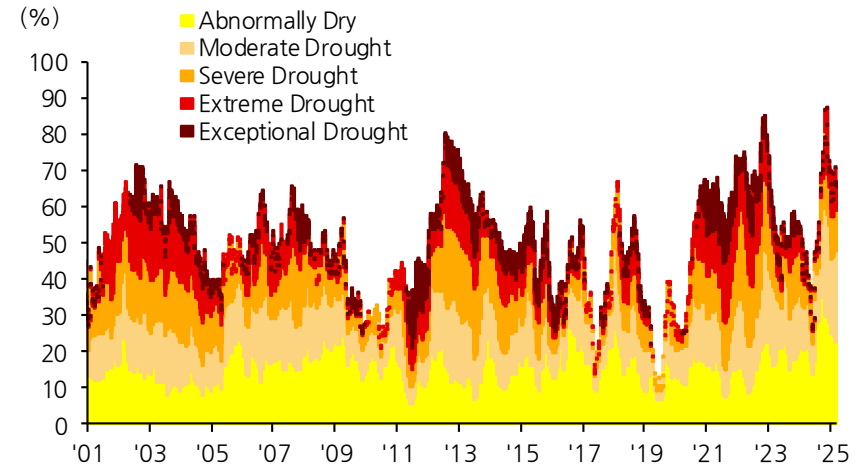
자료: U.S. Drought Monitor, 유진투자증권

### 미국 가뭄 전망



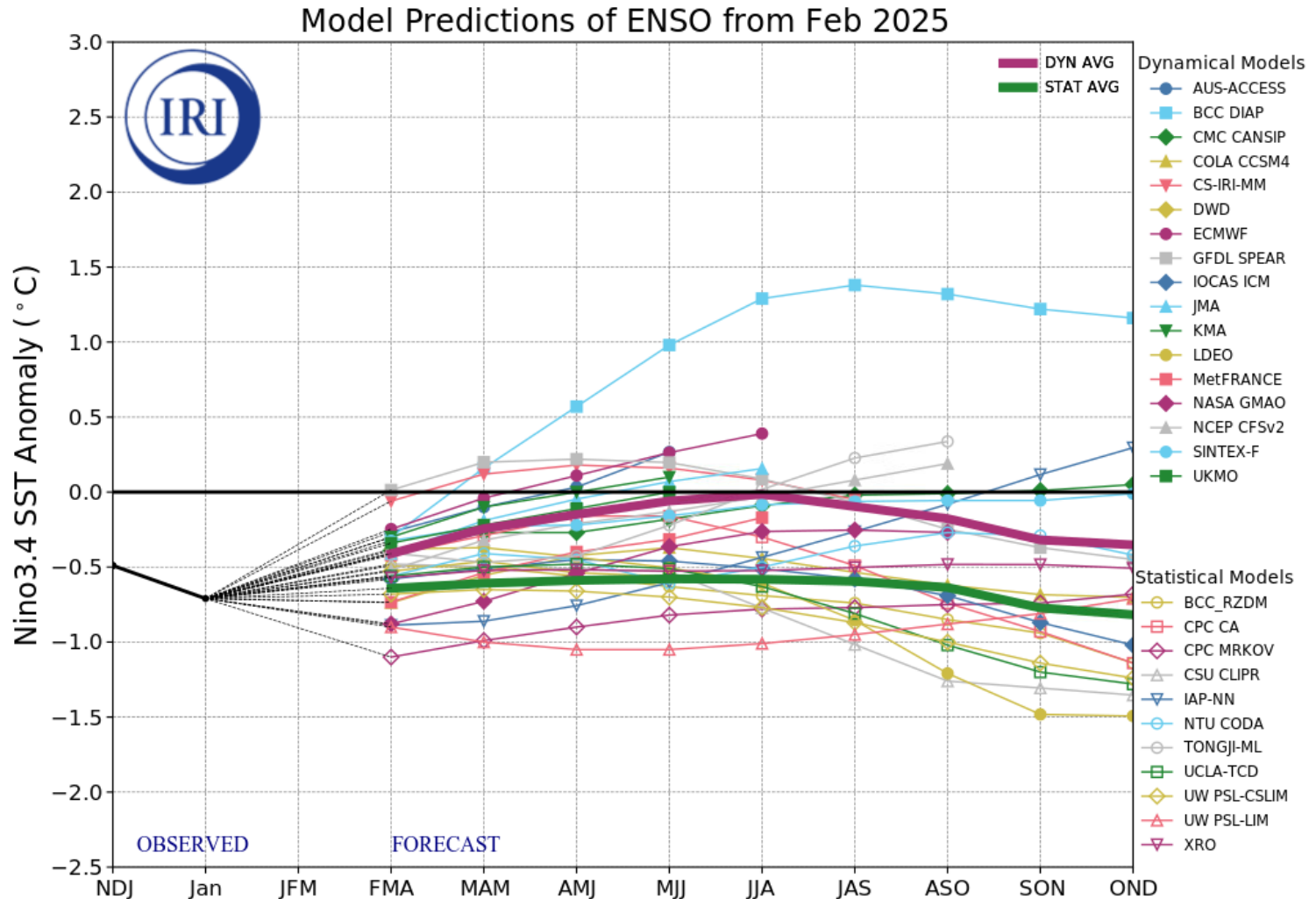
자료: NOAA, 유진투자증권

### 미국 가뭄 심각도 및 가뭄상태 비율 추이



자료: U.S. Drought Monitor, 유진투자증권

IRI 모델별 Nino3.4 SST 예측 결과



자료: IRI, 유진투자증권  
 참고: +0.5°C 이상일 때 엘니뇨, -0.5°C 이하일 때 라니냐

### 3대 곡물가격



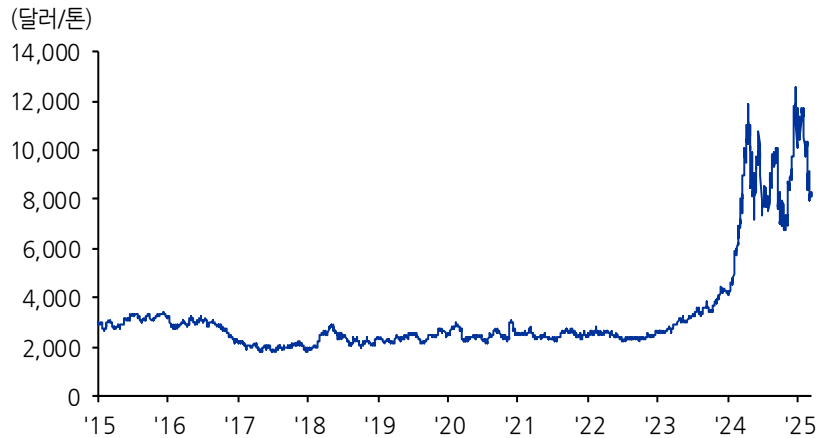
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 팜유 가격



자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 코코아 가격



자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 커피 가격



자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 원당 가격



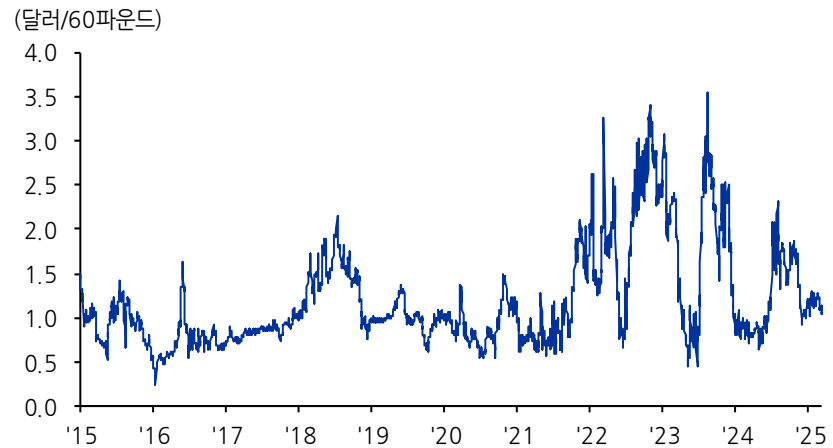
자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 오렌지주스 가격



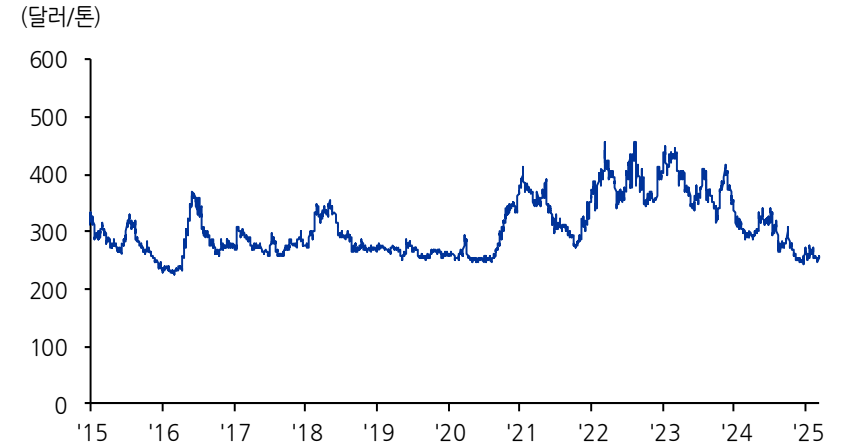
자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 대두 크러시 마진



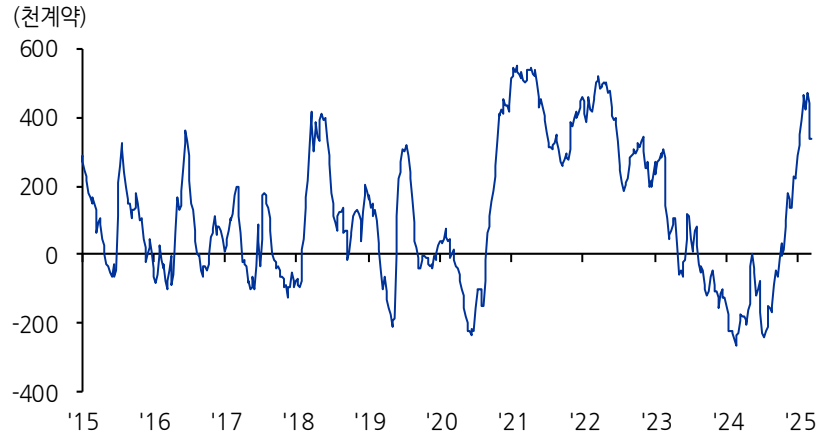
자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 대두박-옥수수 스프레드



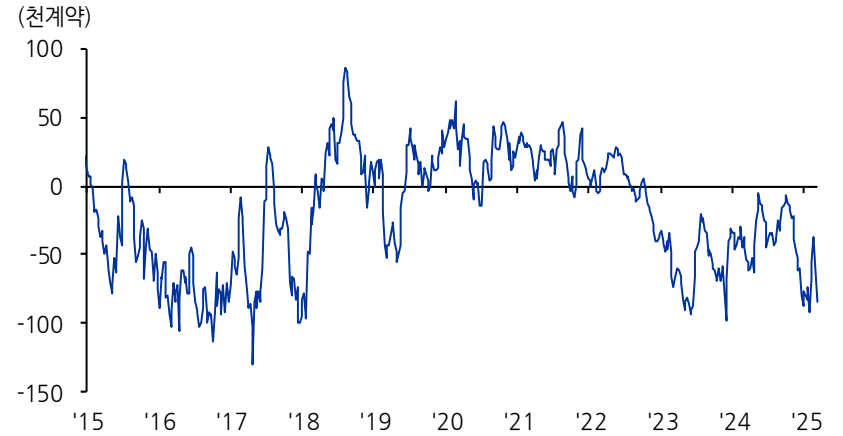
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 비상업적 순포지션 (옥수수)



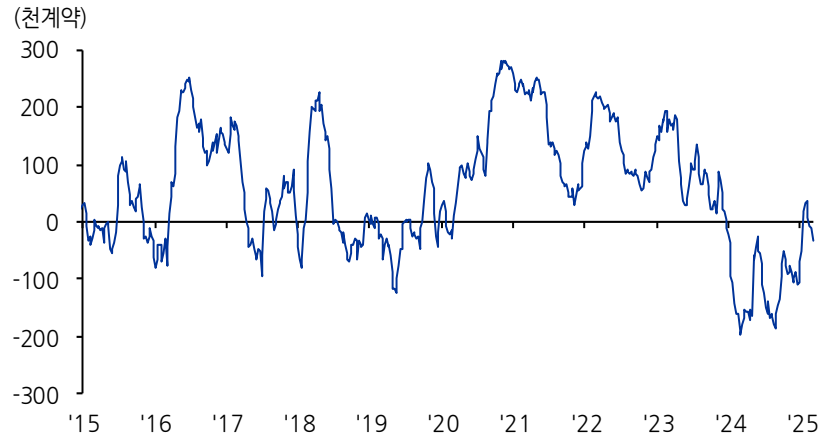
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 비상업적 순포지션 (소맥)



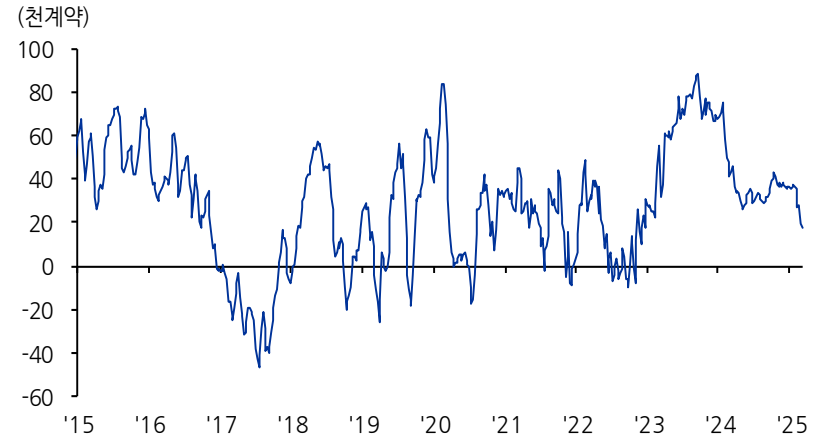
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 비상업적 순포지션 (대두)



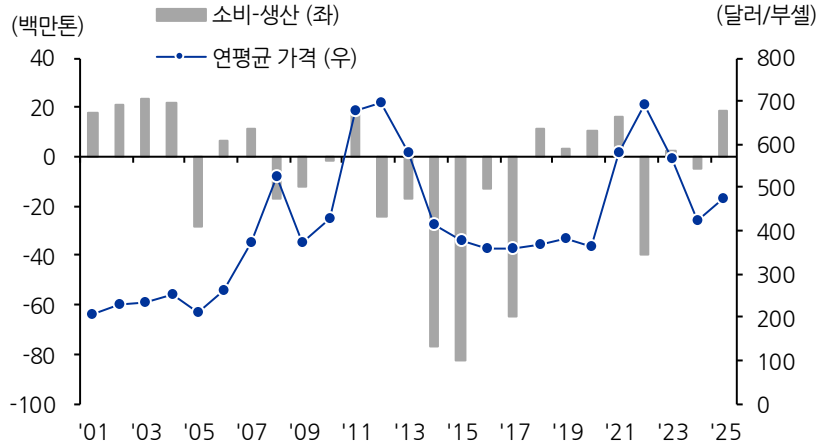
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 비상업적 순포지션 (코코아)



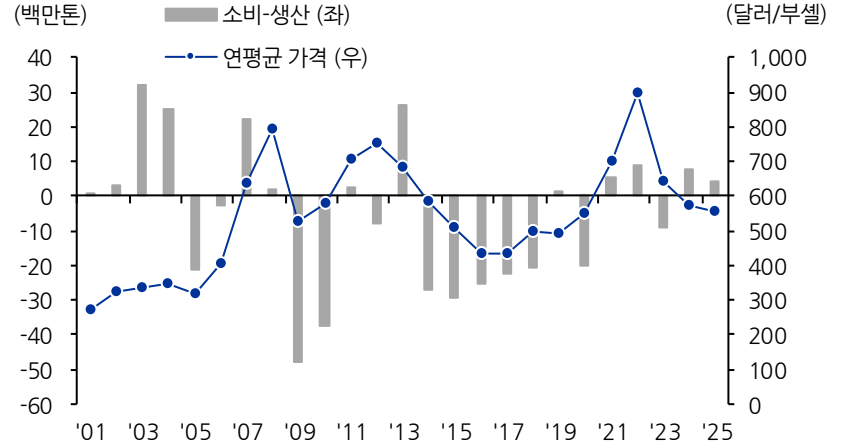
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 글로벌 옥수수 수급 전망



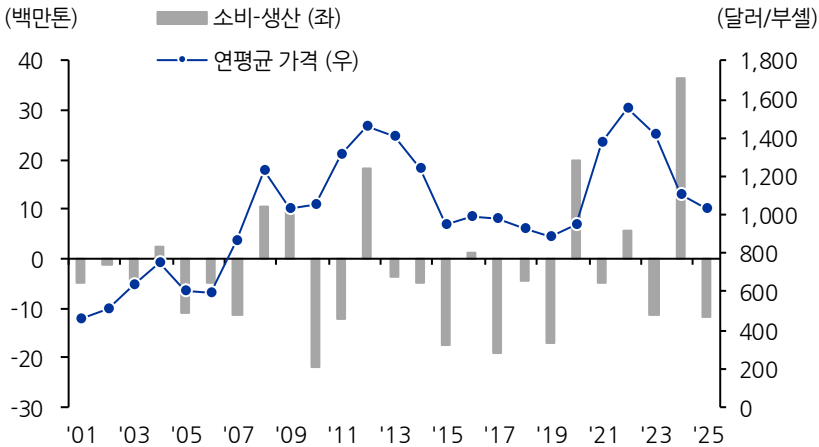
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 글로벌 소맥 수급 전망



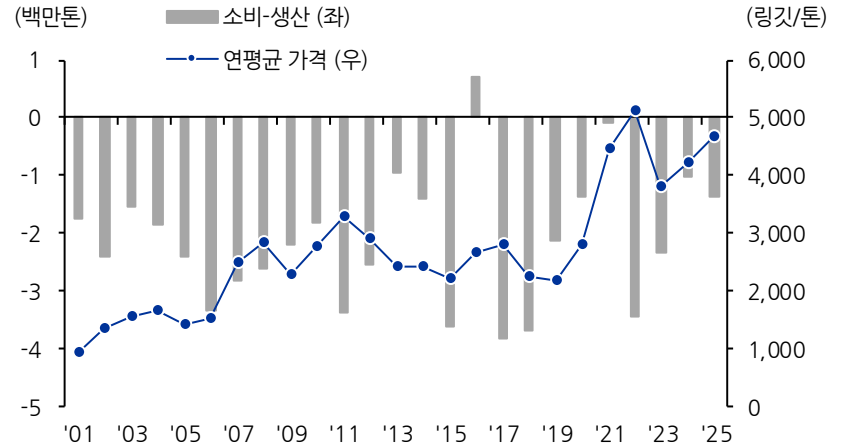
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 글로벌 대두 수급 전망



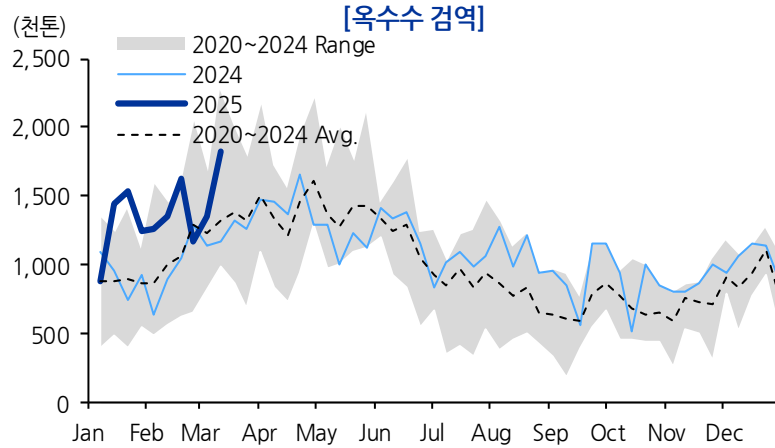
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 글로벌 팜유 수급 전망



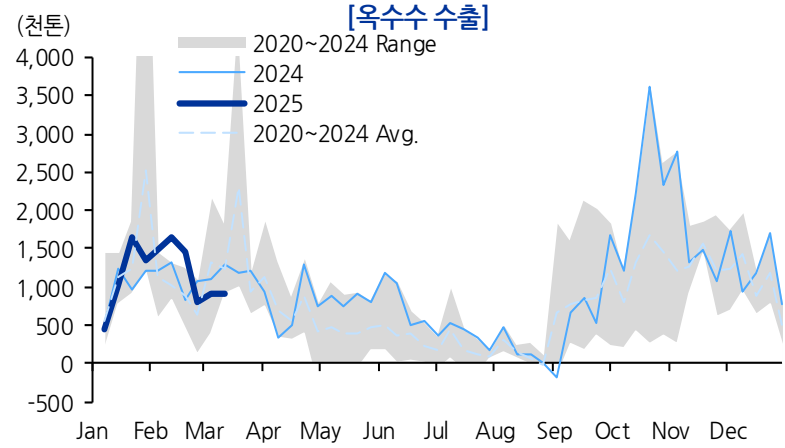
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 미국 주간 옥수수 수출검사량



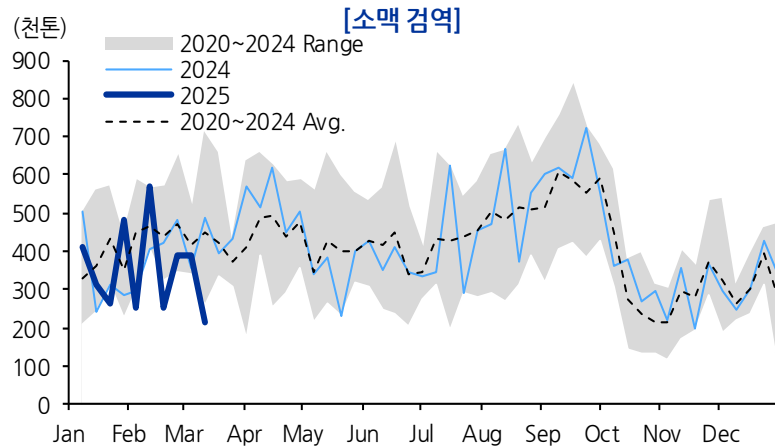
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 미국 주간 옥수수 수출판매량



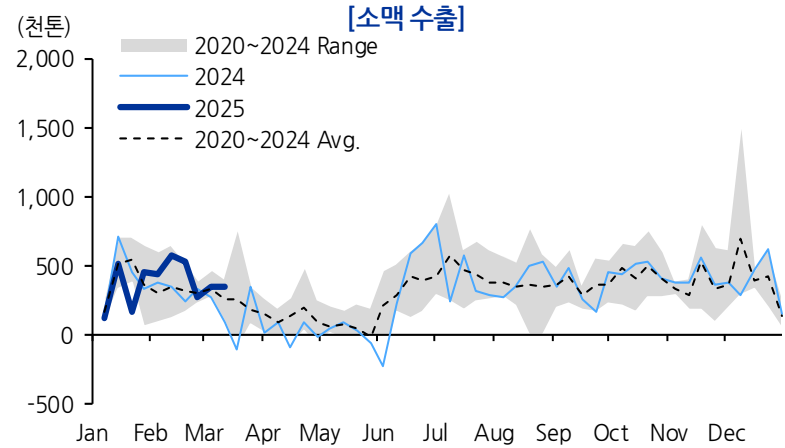
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 미국 주간 소맥 수출검사량



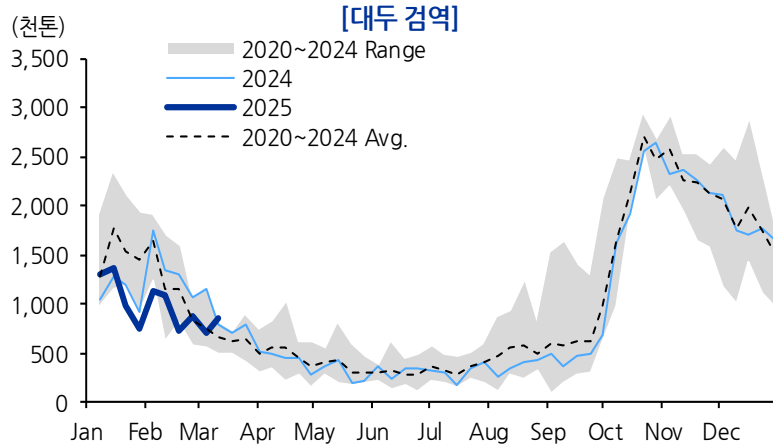
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 미국 주간 소맥 수출판매량



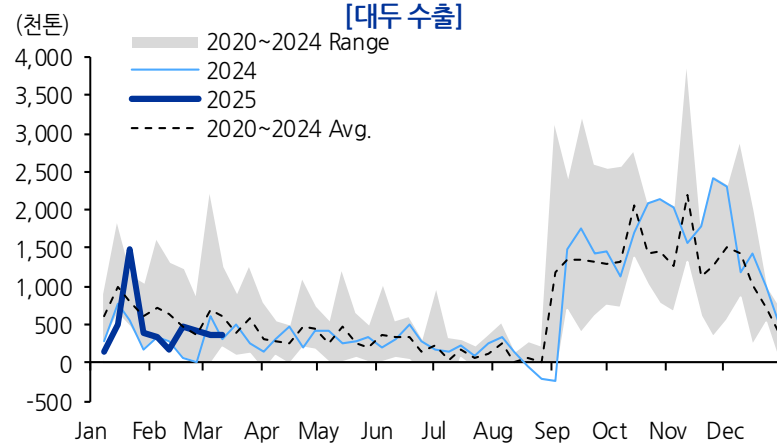
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 미국 주간 대두 수출검사량



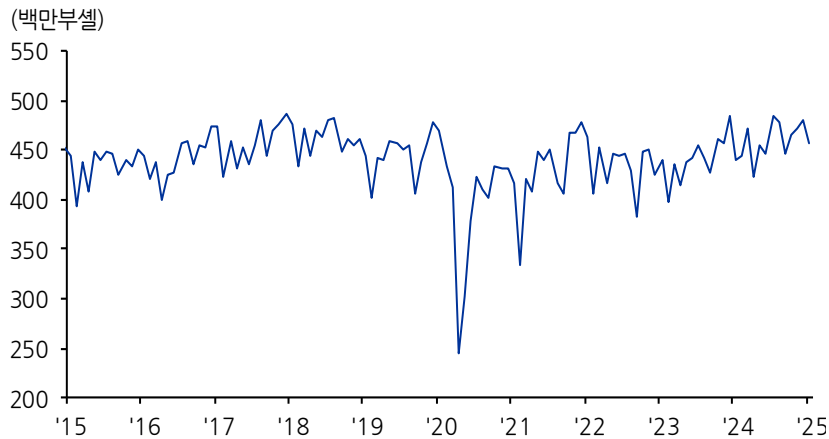
자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 미국 주간 대두 수출판매량



자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 미국 월간 바이오에탄올생산용 옥수수 소비



자료: Bloomberg, 유진투자증권

# Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사 분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율		
종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율 (%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2024.12.31 기준)