유진투자증권

2025.04.23

유진 스몰캡: Youth

OLD & RICH

중소형주 리레이팅의 열쇠, 주주환원



미드스몰캡 조태나
tena@

미드스몰캡 허준서
pos03066@

RA 이채은
chaeun.lee@

핵심 용어 정리

용어	내용
PER	주가수익비율, 주가를 주당순이익(EPS)로 나눈 값으로, 기업의 수익 대비 주가 수준을 나타냄
PBR	주가순자산비율, 주가를 주당순자산(BPS)로 나눈 값으로, 자산 대비 주가의 고평가/저평가 여부를 판단
ROE	자기자본이익률, 순이익을 자기자본으로 나눈값으로 투자 대비 수익성을 나타냄
COE	자기자본비용, 투자자가 요구하는 최소한의 수익률로 기업이 자본을 조달하는 데 드는 기회비용
자사주 매입	기업이 자사 주식을 시장에서 사들여 유통주식을 줄이고 주가를 부양하는 정책
자사주 소각	기업이 보유한 자사주를 영구적으로 없애 주식수를 줄이는 것으로 주당가치를 높여 주주가치 제고
감액배당	이전보다 배당금을 줄이는 것으로, 수익 악화나 투자 재원 확보 등이 배경이 됨
주주환원	기업이 배당, 자사주 매입 및 소각 등을 통해 이익을 주주에게 돌려주는 정책
NISA	소액투자 비과세 제도, 일본 개인투자자들이 일정 금액까지 주식, 펀드 투자수익에 대해 비과세 혜택을 받는 제도
프라임	도쿄증권거래소의 상장 시장으로, 대형 우량기업 중심, 높은 공시 및 지배구조 요구
스탠다드	도쿄증권거래소의 상장 시장으로, 중견 기업 중심
그로스	도쿄증권거래소의 상장 시장으로, 성장 가능성이 높은 스타트업 중심
의결권	주주가 주주총회에서 회사의 주요 안건에 대해 찬반을 표명할 수 있는 권리
스튜어드십 코드	기관투자자가 수탁자 책임을 다하도록 유도하는 지침으로 기업 경영에 적극적으로 참여해 장기적 주주가치 제고
주주행동주의	기업의 지배구조나 경영 개선을 요구하며 적극적으로 목소리를 내는 주주 중심의 활동
행동주의 펀드	주주행동주의 전략을 전문적으로 수행하는 펀드로, 기업 가치 제고를 통해 수익 추구
케이레츠	일본식 기업 집단 구조로, 계열사 간 주식 보유와 협력관계로 연결된 느슨한 연합체
상호출자	계열사들이 서로의 주식을 보유하는 구조로, 지배력 유지에 활용
순환출자	A→B→C→A 처럼 계열사 간 주식 보유가 고리처럼 이어져 지배력을 유지하는 구조
지주회사	자회사 지분을 보유, 관리하며 그룹 전체를 지배하는 회사로, 경영 효율성과 책임 경영을 목표로 함
물적분할	기존 사업부를 자회사로 분리하되, 지분은 모회사가 100% 소유하는 방식
인적분할	기존 회사의 주주들이 동일한 비율로 신설회사 주식도 나눠 갖는 분할 방식
사외이사	회사의 경영진과 이해관계가 없는 외부 인사로, 이사회의 독립성과 감시 기능 강화를 위해 선임
집중투표제	주주가 이사 선임 시 가진 의결권을 특정 후보에게 몰아줄 수 있게 해 소수주주의 영향력을 강화하는 제도
GDP	국내총생산, 한 나라 안에서 일정 기간 동안 생산된 재화와 서비스의 총가치를 나타내는 대표적인 경제 지표
헤지펀드	고수익을 추구하면서 다양한 전략(공매도, 레버리지 등)을 활용하는 사모펀드
주주제안	일정 지분 이상의 주주가 이사회 안건을 직접 제안하거나 주주총회에서 상정할 수 있는 권리
이익잉여금	기업이 순이익 중에서 배당 등을 제외하고 내부에 유보해 둔 누적 이익
현금성자산	현금과 만기 3개월 이내의 단기 금융자산으로, 유동성이 매우 높은 자산

SUMMARY

1부

기업가치

성장	환원

2부

필요조건	제도개선	행동주의 확대
사례분석	일본	한국
상세	**정부, 거래소, GPIF(연금) 삼위일체로 개혁성공** - 정부: NISA(한국판 IRP)제도 개정 통해 투자유도 - 거래소: 3개시장으로 재편성(프라임, 스탠다드, 그로쓰) - GPIF(연금): 스튜어드십코드 도입	**상대적으로 열악한 환경에서 맞춤형 리레이팅 진행 중** - 제도개선 흐름 지속 - 행동주의 영향력 확대 - 중소형주 모범사례 주목

3부

환원 관련 종목 스크리닝

1차	2차	3차	4차	5차
중소형주 시가총액 7백억 ~ 1조원	이익잉여금 > 시가총액	이익잉여금 성장	현금성자산 고려	영업이익 성장

세가지 유형 산출

- 배당성장
- 배당귀족
- 배당미비

CONTENTS

01/ 이미 주사위는 던져졌다 05

02/ 일본으로 본 한국 기업가치 제고 방향성 13

03/ 한국, 제도적 열악함에도 점차 개선중 35

04/ 중소형주 리레이팅에 주목할 때 39

05/ 중소형주 행동주의 CASE Study 44

06/ 종목 선별 과정과 시사점 50

07/ 기업분석 68

01

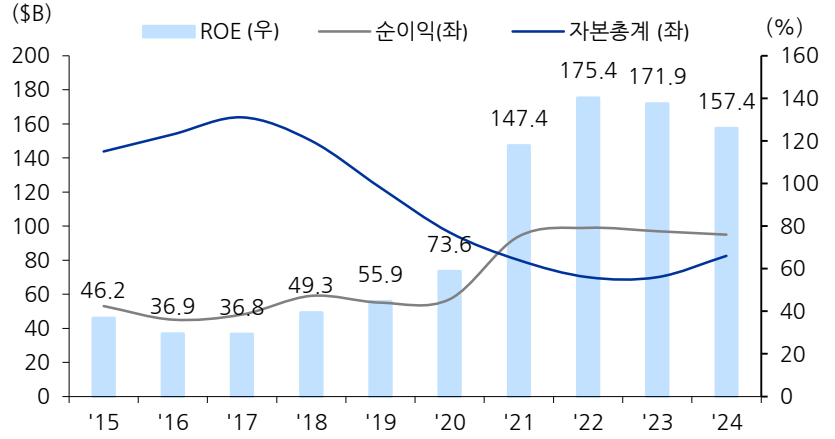
이미 주사위는 던져졌다

업황이 좋지 않아서, 잉여금이 부족해서 … 는 핑계

애플의 적극적 주주환원, 지분가치 상승으로 이어져

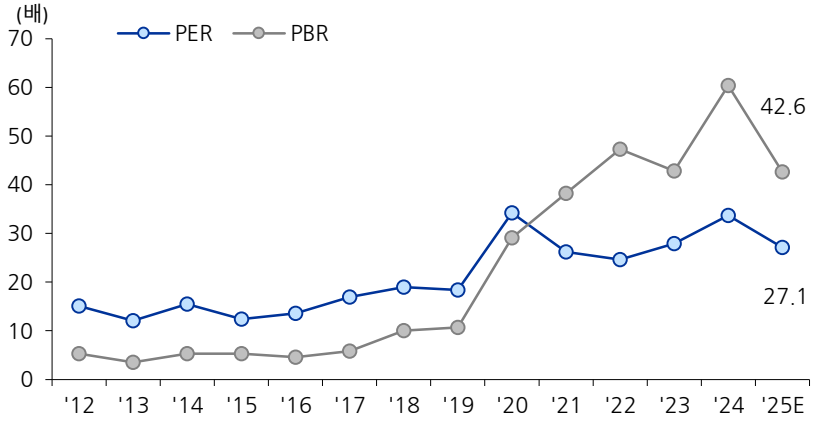
- 애플은 주로 자사주 매입을 통해 주주환원 정책을 펼침. 주주환원 결과 애플의 ROE는 '15년 46%에서 '24년 157%까지 수직 상승. 순이익의 증가 뿐 아니라 자사주매입으로 인한 자본 총계가 급격히 감소한 것이 애플 ROE 상승의 주 원인으로 파악됨
- '18년 이후로 애플의 자사주 매입 규모는 연간 순이익을 초과하는 수준. **'22년 부터 이익잉여금이 음수를 기록할 정도로 적극적으로 환원을 해왔으며, 그 결과 PBR(42.6배)이 PER(27.1배)을 역전.** 애플의 주주환원 정책은 EPS 상승(유통주식수 감소), ROE 상승(자본 감소)으로 지분가치 높임
- 배당은 결국 이익잉여금과 현금성 자산 여유가 있어야 가능하기 때문에 단기간 주가 임팩트를 위해서는 자사주 매입 소각이 합리적. 애플의 경우 10년 간 자사주 매입 및 배당으로 적극적 주주 환원 정책을 펼쳤고 주가는 이에 반응. 느리지만 분명하게 주주환원의 결과가 나타남.

순이익 증가, 자본 감소로 ROE 크게 상승



자료:Bloomberg, 유진투자증권

애플의 PER, PBR 추이 비교



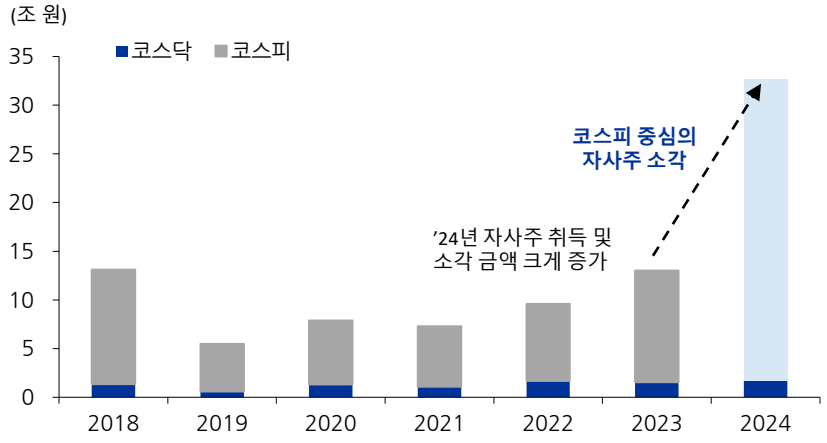
자료:Bloomberg, 유진투자증권

한국 중소형주의 주주환원은 '배당'에 포커스

코스닥의 경우, 자사주 매입과 소각보다는 배당에 집중

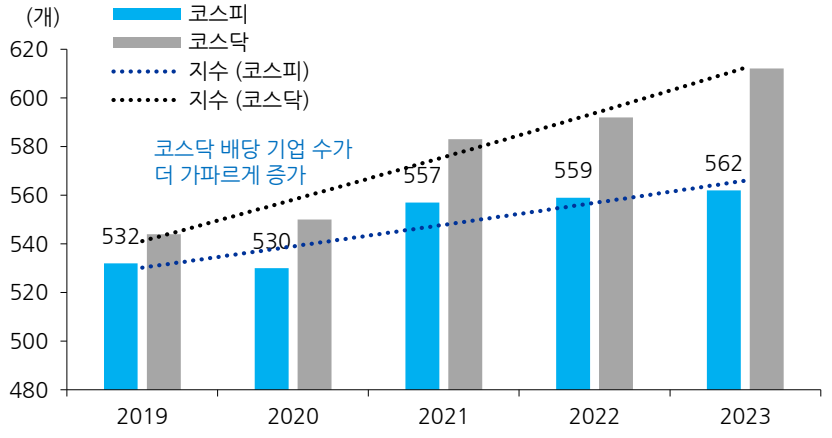
- 한국시장의 정우 '23년까지 자사주 취득 및 소각 금액이 현저히 낮았으나, 밸류업 정책으로 '24년 들어서며 자사주 취득 소각 금액이 급속도로 증가. 증가분의 대부분은 코스피에 속한 기업들이었고, 코스닥 기업들은 크게 반응이 없는 상황
- 반면, 배당 지급에 있어서는 코스닥 기업들이 코스피 기업들보다 더 가파르게 증가함. '23년 기준 코스닥 배당기업수는 612개로, 코스피 배당 기업수 562개를 초과. 이를 바탕으로 코스피 시장은 주로 자사주 매입 및 소각을 중심으로, 코스닥 기업은 배당을 중심으로 주주환원 정책을 펼치고 있는 것으로 파악됨
- **순수한 환원 목적 이외에 승계를 앞두고 현금 마련을 위한 배당 혹은 감액 배당 등 이유와 목적은 다양**. 특히 감액 배당의 경우 코스피보다 코스닥에서 활발하게 일어나는데 코스닥 감액배당 기업은 '22년 15개에서 '24년 49개 기업까지 확대됨

자사주 취득 및 소각 금액 추이



자료: DART, 금융위원회, 유진투자증권

배당지급 기업 수 추이



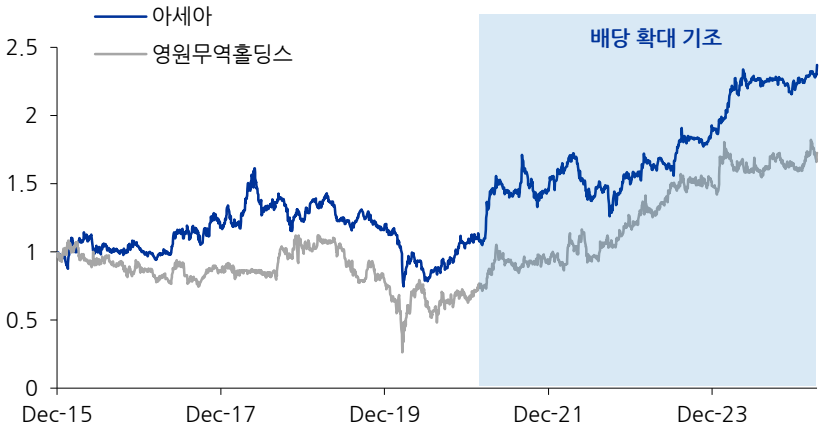
자료: Fnguide, KRX정보데이터시스템, 유진투자증권

변화가 나타나기 시작

국내 중소형주도 서서히 주주환원의 효과가 나타나고 있다

- 대형주의 주주환원 효과에 대해서는 많은 분석이 있었지만, 중소형주의 주주환원 효과는 대부분 주가에 뚜렷하게 반영되지 않음. 그 효과는 미미하지만 서서히 드러나는 중.
- 아세아, 영원무역 홀딩스의 경우 '20년부터 배당 본격적으로 확대 및 유지했으며 주가가 이에 반응함. 배당은 자사주 매입 소각과 다르게 짧은 시간 안에 주가에 임팩트를 주기 어려움. 꾸준히 배당액을 늘려가며 오랜 기간 반복적으로 시그널을 주는 것이 중요함. 미창석유 역시 주가 변동성이 크지는 않지만 긴 시계열로 보면 배당 성장과 함께 주가가 상승한 것을 확인할 수 있음
- 반면 코웨이는 거버넌스 문제 + 분기 배당 철회 및 배당축소로 '17년 부터 '23년 까지 주가 배수 지속적으로 하락했으나 최근 행동주의 개입으로 환원을 늘리며 멀티플이 상승(6.24배 -> 10.06배)

아세아, 영원무역홀딩스 주가추이



자료: Fnguide, 유진투자증권

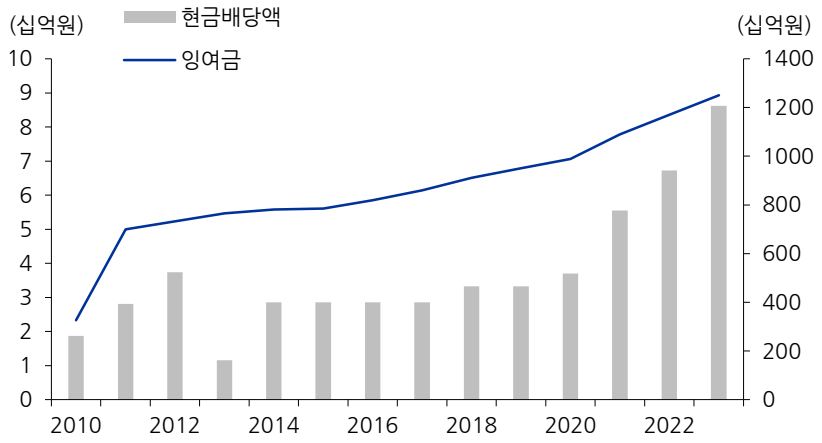
코웨이 FY1 PER 밸류에이션 추이



자료: Fnguide, 유진투자증권

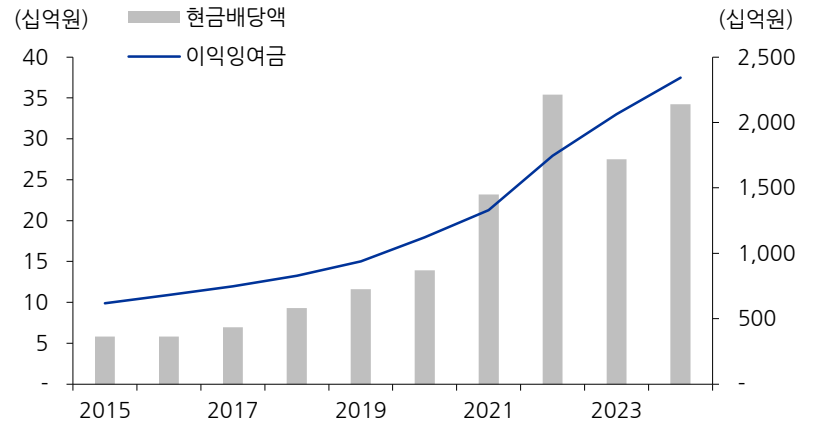
변화가 나타나기 시작

아세아 현금배당액과 잉여금 추이



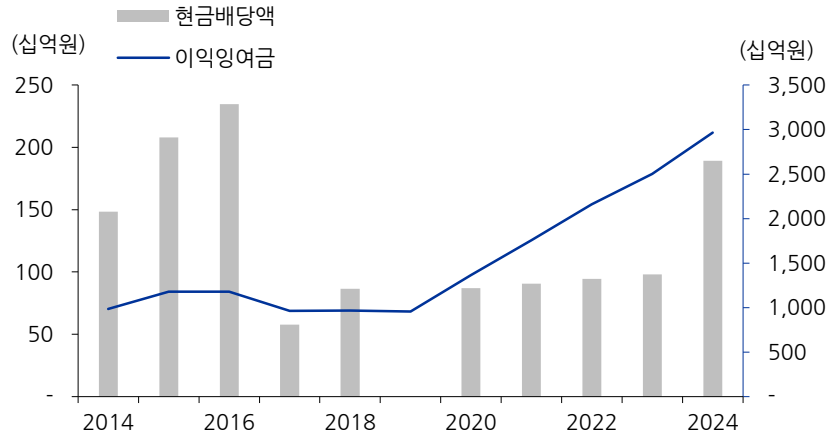
자료: Fnguide, 유진투자증권

영원무역홀딩스 현금배당액과 잉여금 추이



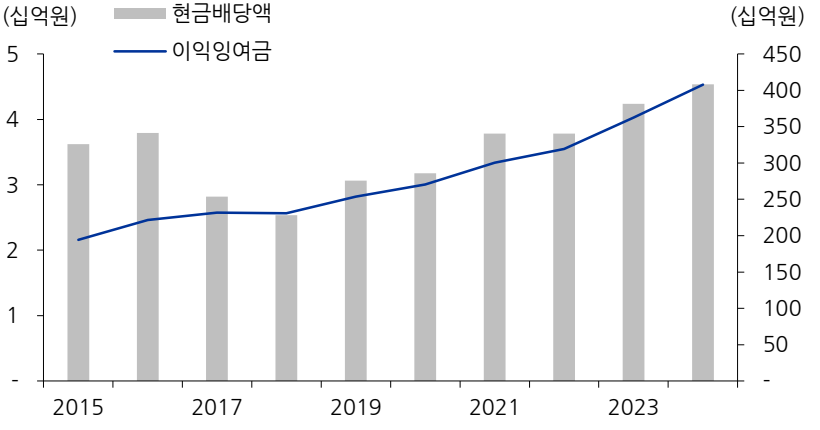
자료: Fnguide, 유진투자증권

코웨이 현금배당액과 잉여금 추이



자료: Fnguide, 유진투자증권

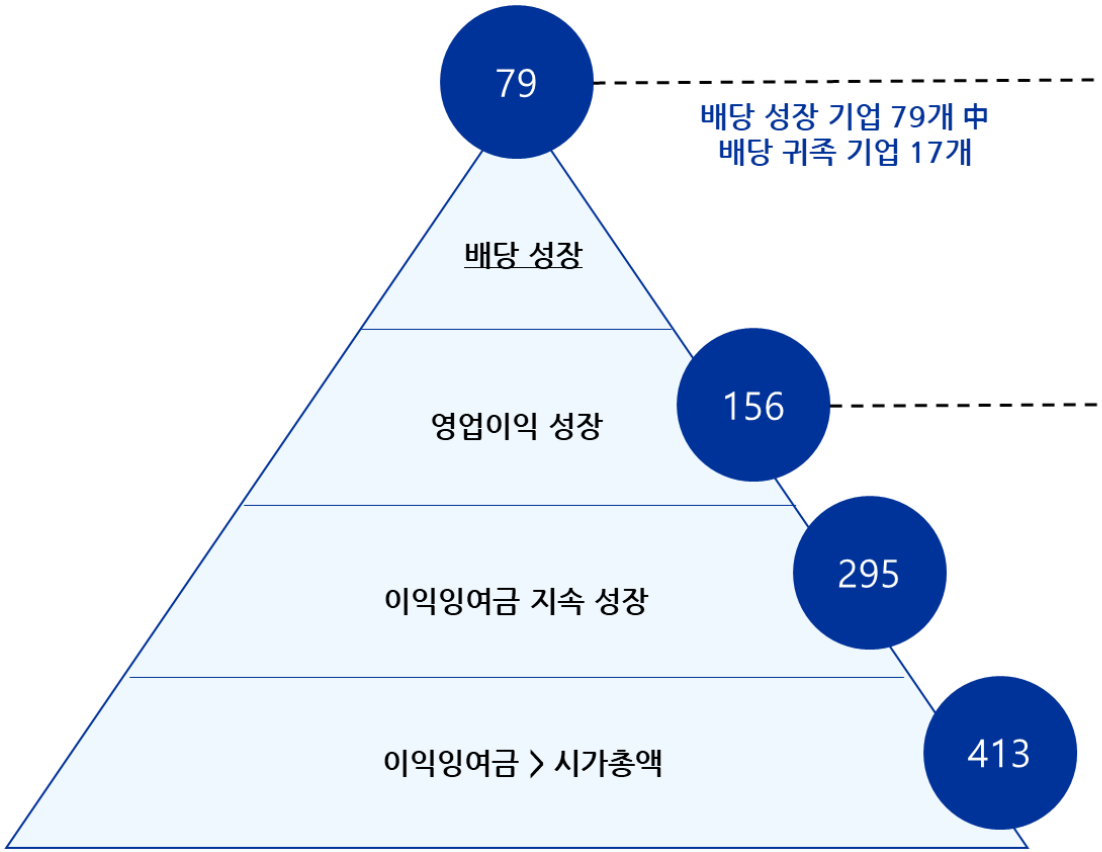
미창석유 현금배당액과 잉여금 추이



자료: Fnguide, 유진투자증권

투자 기회 찾기: 아주 잘하거나, 아예 안하거나

시가총액 1천억~1조원 중소형주 1,454개 중 투자 기회가 있는 기업 선별



배당 성장 기업 79개 中
배당 귀족 기업 17개

꾸준히 배당이 성장하는 기업(17개)

영원무역홀딩스,DN오토모티브, 다우기술, 쿠쿠홀딩스, 아세아, SNT홀딩스, 유나이티드제약, 대동, KG케미탈, 제이에스코퍼레이션, KG이니시스, 노루홀딩스, 나이스정보통신, 멀티캠퍼스, 미창석유, 경농, HS애드

여력 대비 배당이 미비한 기업(15개)

대한해운, 삼천리, HL홀딩스, 바텍, 현대코퍼레이션, **코리아써키트**, **흥국화재**, 환인제약, 강남제비스코, **팅크웨어**, **한국특강**, **진흥기업**, 크라운제과, CS홀딩스, 크라운해태홀딩스

*빨강: 최근 5년 간 배당이 전혀 없는 기업

최대주주 지분율 45% 미만
삼천리, HL홀딩스, 현대코퍼레이션, 환인제약

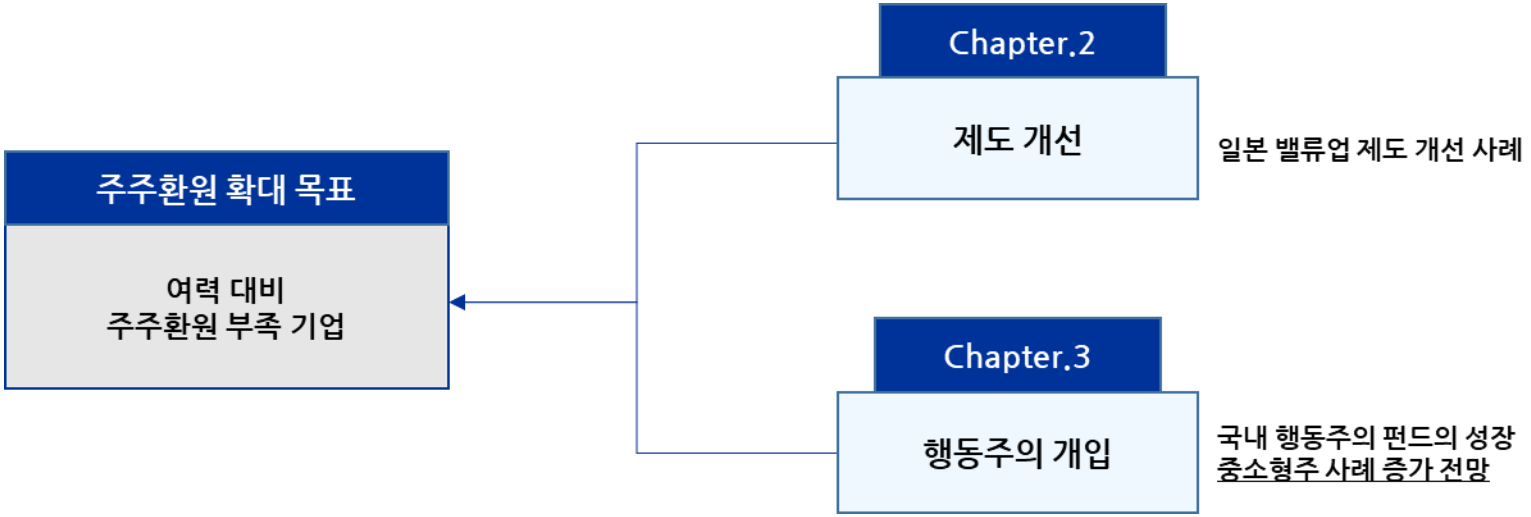
자료: 유진투자증권

주주환원 부스터 = 제도 개선 + 행동주의 펀드 개입

주주환원, 안되면 되게 하라

- 주주환원 여력이 충분한 중소형주가 156개임에도 불구하고, 배당성장 문화가 정착한 기업은 17개 내외. 여력은 충분하지만, 배당이 미비한 기업들은 제도 개선 + 행동주의 개입으로 환원을 확대할 유인을 만들어야 함.

여력 대비 주주환원이 미비한 기업은 1)제도 개선, 2)행동주의 개입 시



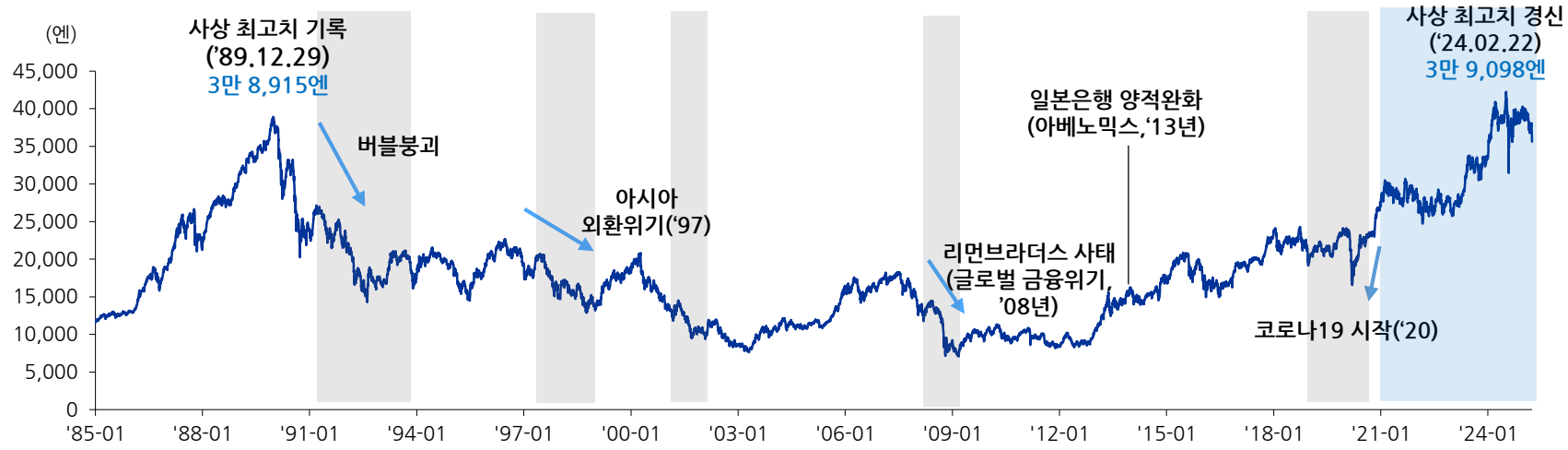
자료: 유진투자증권

02

일본으로 본 한국 기업가치 제고 방향성

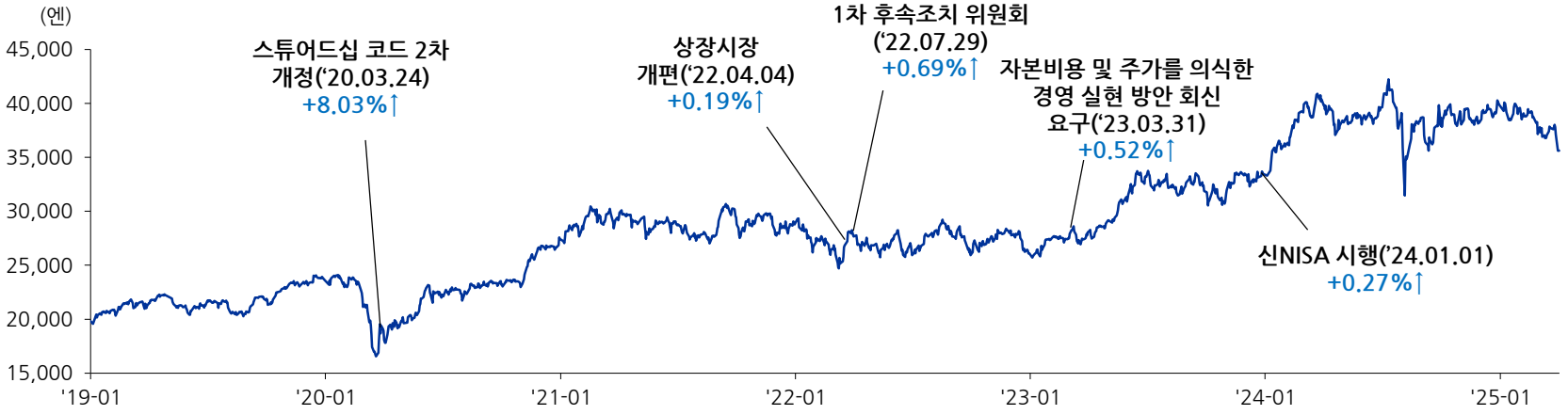
잠들어 있던 일본 증시의 부활

일본 닛케이225 추이 (1985.01.01~2025.04.01)



자료: Bloomberg, 유진투자증권

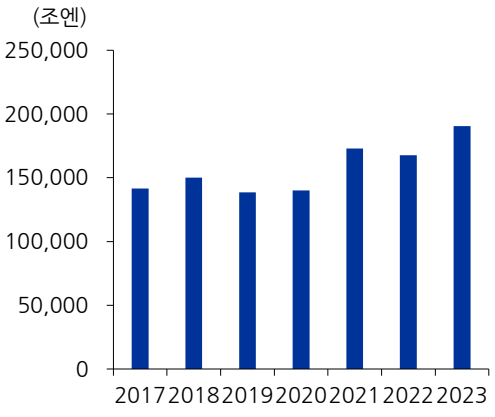
일본 닛케이225 추이 (2019.01.01~2025.04.01)



자료: Bloomberg, 유진투자증권

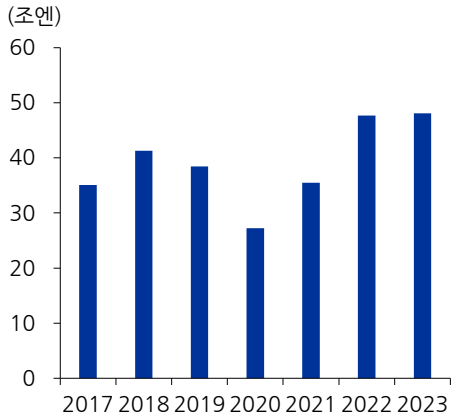
수익성과 주주가치 모두 상승 중

프라임 시장 전체 시가총액 추이



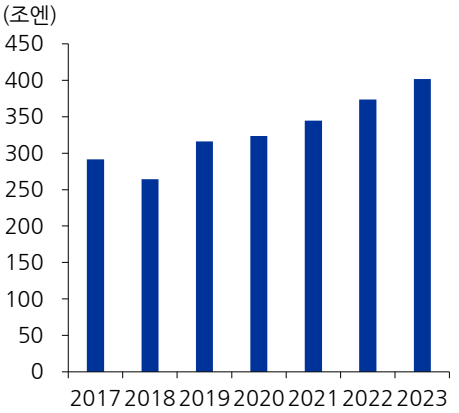
자료: Bloomberg, 유진투자증권

프라임 시장 전체 당기순이익 추이



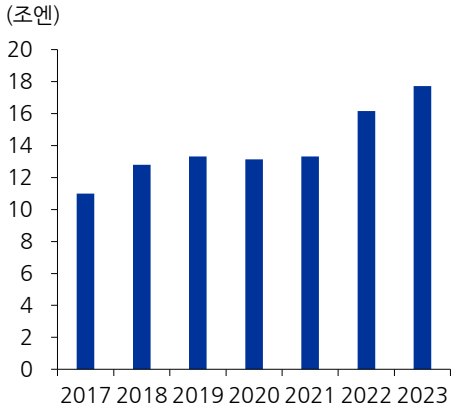
자료: Bloomberg, 유진투자증권

프라임 시장 전체 이익잉여금 추이



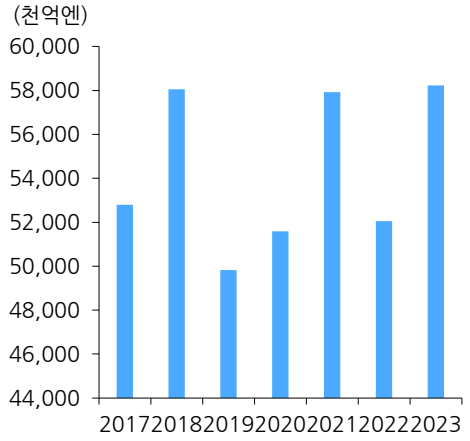
자료: Bloomberg, 유진투자증권

프라임 시장 전체 배당금 추이



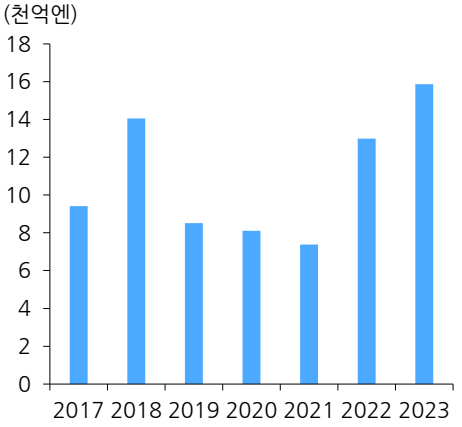
자료: Bloomberg, 유진투자증권

스탠다드 시장 전체 시가총액 추이



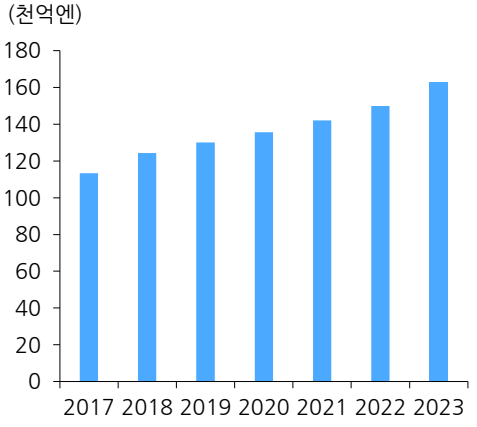
자료: Bloomberg, 유진투자증권

스탠다드 시장 전체 당기순이익 추이



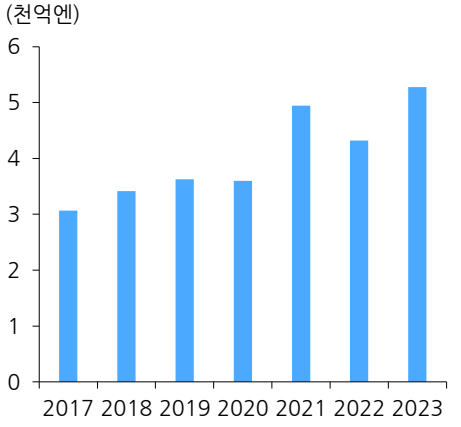
자료: Bloomberg, 유진투자증권

스탠다드 시장 전체 이익잉여금 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

스탠다드 시장 전체 배당금 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

〈새로운 자본주의〉와 함께 일본 기업가치 제고의 본격화

제도 정비를 위한 10년간의 움직임

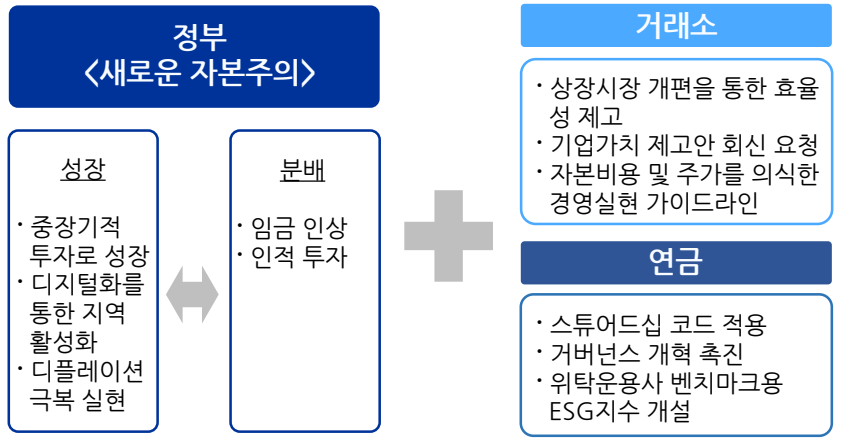
- 아베노믹스(2012년~) 시기에 대규모 양적완화 정책을 펼치면서 엔화 가치가 하락 ('12.11 USD/JPY 약 80엔 → '15.06 USD/JPY 약 125엔). 이를 기반으로 주로 수출 기업들의 실적이 개선되었으며, 일본판 스튜어드십 코드 도입, 기업지배구조 코드 도입 등의 지배구조 개혁과 함께 아베 집권 전후 약 2년 반 동안 닛케이 지수 2.5배 넘게 상승('12.11 약 8,600P →'15.06 약 20,900P)
- 이후 기시다 총리는 기업가치 향상을 본격적인 국가 정책으로 끌어올려 기업가치 향상이라는 목표 하에 지배구조 개혁 뿐만 아니라 기업 본연의 수익성 개선을 목적으로 '새로운 자본주의'를 위한 '새로운 자본주의 실현 본부' 설치. '새로운 자본주의' 철학을 기반으로 일본 밸류업 이라는 동일한 목표를 향해 정부-거래소(JPX)-(GPIF)이 함께 움직이기 시작

새로운 자본주의 관련 주요 정책

분야	주요 정책	내용
성장 전략	스타트업 육성 정책	-5년간 스타트업 기업 수 10배 확대 목표 -창업 지원 펀드 조성
	반도체 산업 지원	-국내 반도체 공장(예: 라피더스) 설립 지원
	녹색전환(GX) 프로젝트	-탄소중립 목표(2050년) 추진 -신재생에너지 개발 투자
	디지털화 추진	-행정 디지털 전환(DX), 마이넘버 카드 보급 확대
분배 전략	임금 인상 촉진	-기업에 임금 3% 이상 인상 요청, 세제 혜택 제공
	노동시장 개혁	-비정규직 → 정규직 전환 유도 -동일노동 동일임금 강화
인적 자본 투자	Re-skilling 프로그램	-직업 전환 및 재교육 지원, 인재 육성 기금 신설
	여성·청년 지원 확대	-여성 관리자 비율 확대 목표, 청년 창업 지원 강화
지역 경제 활성화	지방 스타트업 지원	-도쿄 집중 완화, 지방 혁신 거점 설립
	관광산업 재건	-코로나19 이후 외국인 관광객 유치 강화 (비자 완화 정책 등)
사회 안정성 강화	저출산 대응 정책	-육아휴직 급여 확충, 아동수당 증액
	경제안보 정책	-중요 기술·물자 공급망 강화, 핵심 산업 보호법 제정

자료: 유진투자증권

정부-거래소-연금의 새로운 자본주의를 위한 목표



자료: 유진투자증권

정부, 저축에서 투자로의 전환을 이끈 NISA 제도 개정

2024년 1월 신NISA 도입

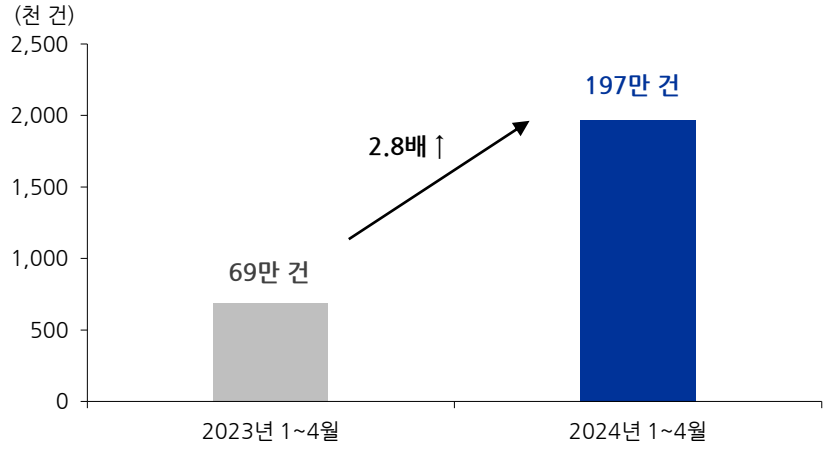
- 대기업과 금융시장 부양에 초점을 맞추었던 아베노믹스와 달리, '저축에서 투자로(貯蓄から投資へ)'의 구호를 내걸었던 기시다 총리는 **일본 가계 금융자산 중 절반 이상(약 1,100조엔 이상)이 현금과 예금으로 묶여있는 상황에서, 이를 주식 및 펀드 투자로 유도하는 것을 목표로 新NISA 시행**
- NISA 제도(少額投資非課税制度, 소액투자비과세제도)란 관련 계좌를 개설하고 이를 통해 개인의 주식이나 투자신탁 매매를 하는 경우 일정 금액 한도 내에서 비과세 혜택을 받는 제도로, 가계의 투자 활성화를 위해 2014년에 최초로 도입. 그러나 기존의 NISA는 투자 한도가 낮고 기간이 제한적이어서 장기적인 자산 형성에 비적합
- 국민 자산 형성을 지원하고 투자문화의 확산을 위해 2024년 1월 시행한 신NISA는 기존 NISA 제도의 비과세 기간 제한을 없애 평생 비과세 혜택을 제공하며, 최대 1,800만 엔까지 투자 한도 확대

NISA 개정 전후 비교

구분	구NISA		신NISA	
	적립식	일반NISA	적립식NISA	성자투자식
투자 가능기한	2023년 말 종료 (투자완료 자산의 비과세 혜택은 지속)		2024년부터 제도 영구화	
비과세 기간	최대 20년	최대 5년	무기한	
연간 투자액 상한	40만엔	120만엔	120만엔	240만엔
비과세 한도액	800만엔	600만엔	1,800만엔 (이중 성투자액 1,200만엔)	
대상상품	일정 요건의 투자 신탁	상장주식·투자신탁	일정요건의 투자신탁	상장주식·투자신탁
투자방법	적립	일괄·적립	적립	일괄·적립
제도간 병용	불가		가능	
대상연령	18세 이상		18세 이상	

자료: 유진투자증권

NISA 신규 계좌 개설 수



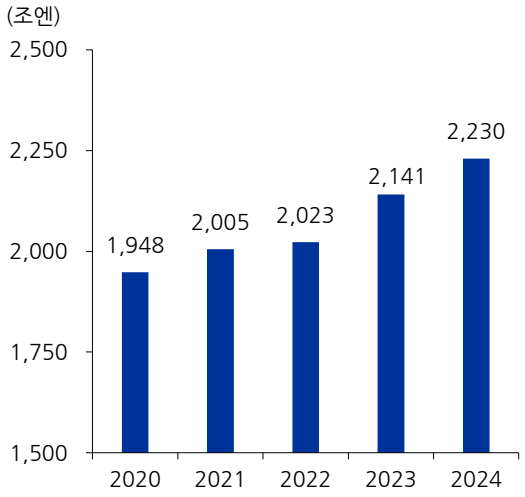
자료: 일본증권업협회, 유진투자증권

작은 물결이 만든 큰 파동

가계의 투자 증가와 닛케이 225의 사상 최고치 경신

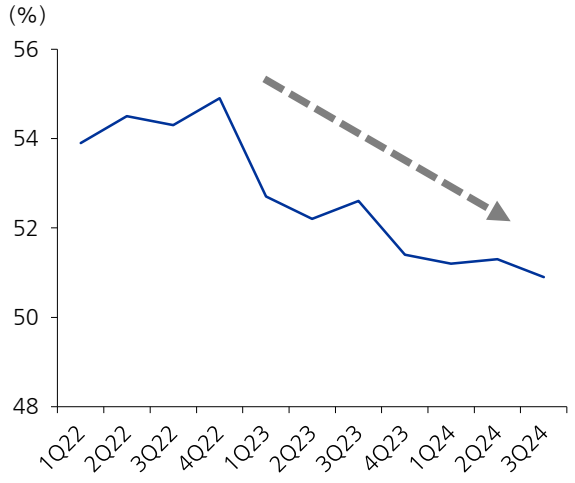
- 가계의 금융자산이 지속적으로 증가하여 2024년에는 2,230조엔을 달성하였으며, 금융자산 중 현금 및 예금 비중이 감소세를 보임. 주식 및 기타 유가증권('23년 3월 → '24년 3월)은 33.7% 증가한 313조엔, 뮤추얼 펀드는 31.5% 증가한 119조엔을 기록하며 투자자산 비중 확대
- **닛케이225는 제도 개정 후 3개월 간 19.6% 상승**. 2024년 1~2주간 신NISA를 통한 주식 매수액은 4,649억 엔으로 기존 월간 기록(1,600억 엔)을 3배 상회. 일본타바코, 다케다제약, 미츠비시 UFJ 등의 고배당 주식이 신NISA 계좌에서 상위권을 차지

가계 금융자산 추이



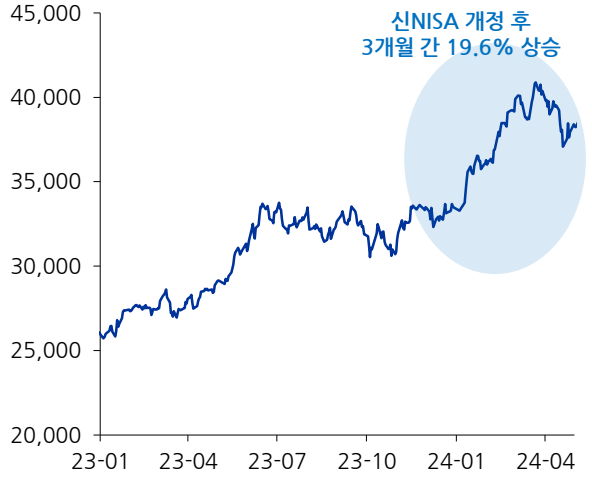
자료: 일본은행, 유진투자증권

가계 금융자산 중 현금,예금 비중



자료: 일본은행, 유진투자증권

NISA 제도 개정 후 닛케이225 추이



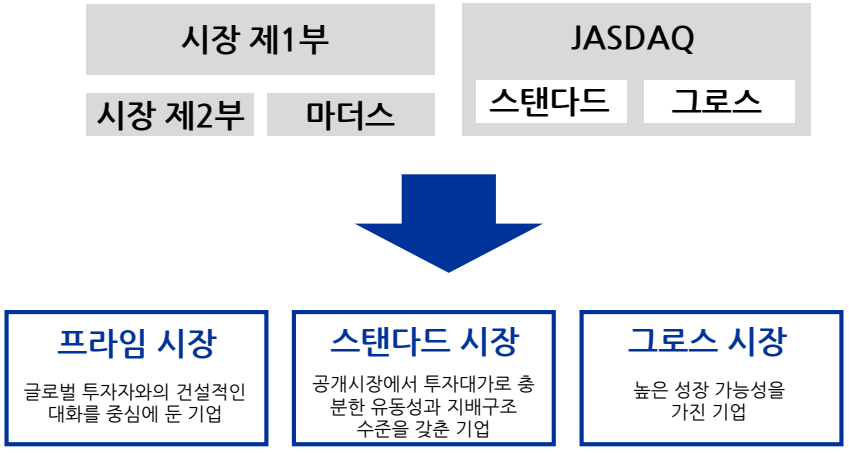
자료: Bloomberg, 유진투자증권

JPX, 새로운 시장으로

중요한 것은 상장유지 조건

- 도쿄증권거래소 1부는 일본 최고 수준의 대형 유량기업이 상장된 시장이었으나, 1부 상장 기업수가 많아지면서 1부 프리미엄 약화 (1부 상장 기업수 2,000개사/미국 나스닥 1,500개사, 런던 • 독일 • 유로넥스트 300~500개사). 유동성이 낮거나 경영 효율성이 떨어지는 기업들의 잔류로 질적 수준 하락하였으며, 각 시장(1부, 2부, 마더스, JASDAQ) 간의 차별성이 명확하지 않아 증시 신뢰도 저하
- 이러한 문제점을 감안해 2022년 4월 4일, 상장기업별 특성에 맞추어 기존 5개의 시장을 프라임, 스탠다드, 그로스 3개 시장으로 개편
- 2023년 1월 25일 도쿄증권거래소는 재편된 신시장 상장기준 미달 기업에게 계도기간을 주었으나, 2025년 3월 말 시점에서 신시장의 상장유지 기준에 미달하는 기업에 대해 원칙적으로 1년의 개선기간을 제공하되 **개선기간 종료시점에도 기준 미충족 시 감리·정리 종목으로 지정한 후 6개월 이내 상장 폐지할 것을 발표**

도쿄 증권거래소(TSE) 시장 재편(2022.4.4)



자료: JPX, Bloomberg, 유진투자증권

상장시장별 상장 유지 조건

구분	프라임 (Prime)	스탠다드 (Standard)	그로스 (Growth)
주주 수	800명 이상	400명 이상	150명 이상
유통 주식 수	2만 단위 이상 (20,000 units)	2천 단위 이상 (2,000 units)	1천 단위 이상 (1,000 units)
유통 시가총액	100억 엔 이상 (￥10 billion)	10억 엔 이상 (￥1 billion)	5억 엔 이상 (￥0.5 billion)
유통 주식 비율	35% 이상	25% 이상	25% 이상
거래량	일일 평균 거래액 2천만 엔 이상	월 평균 거래량 10단위 이상	없음
기업 지배구조	상장사 기업지배구조 코드 준수(최고 수준)	상장사 기업지배구조 코드 준수(기본 수준)	상장사 기업지배구조 코드 준수(제한적 범위)
재무 건전성	최근 1년간 적자 미발생 또는 매출 10억 엔 이상	없음	없음

자료: JPX, 유진투자증권

보다 건전해진 시장으로의 변화

시장 재편 이후 신규 상장 기업 감소, 상장 폐지 기업 증가

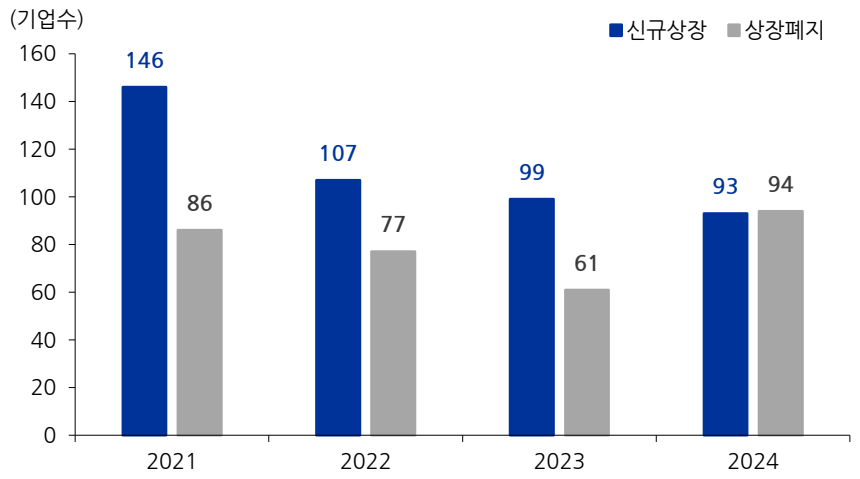
- 도쿄증권거래소 발표에 따르면, 시장 재편 초기인 2022년 7월 시점 대비 2024년 4월 1일 프라임 시장과 스탠다드 시장에서는 주가 상승 및 시장 구분 재선택(프라임→스탠다드)으로 인해 시가총액이 크게 증가하여 프라임 시장 시가총액 중앙값은 573억 엔에서 960억 엔, 스탠다드 시장은 62억 엔에서 82억 엔으로 증가
- 기존 최상위 시장이었던 시장 제1부에 상장기업이 편중되었던 문제 해결. 2022년 4월 1일 시장 제1부에 상장된 기업 수는 2,177개사였으나 2024년 4월 1일 기준 프라임 시장 상장기업은 1,652개사로 감소
- **상장시장 개편의 궁극적인 목표는 기업의 질적 성장을 유도하는 것.** 상장이 재편된 2022년부터 상장 요건과 상장 유지 기준이 강화됨에 따라 신규상장 기업 수가 지속적으로 감소하였으며, 2024년은 처음으로 상장폐지 기업 수가 신규 상장 기업 수를 초과

상장 시장 별 시가총액 변화

프라임	기업 수	스탠다드	기업 수	그로스	기업 수
1,000억엔 이상	805개사 (+125개사)	100억엔 이상	677개사 (+256개사)	100억엔 이상	190개사 (+33개사)
250억엔 이상 1,000억엔 미만	671개사 (-24개사)	40억엔 이상 100억엔 미만	578개사 (-6개사)	40억엔 이상 100억엔 미만	211개사 (+45개사)
250억엔 미만	176개사 (-287개사)	40억엔 미만	354개사 (-100개사)	40억엔 미만	177개사 (+21개사)

자료: 도쿄증권거래소, 유진투자증권
주) 괄호 안은 2022년 7월 시점으로부터 변화 정도

도쿄증권거래소 신규상장/상장폐지 기업수 추이



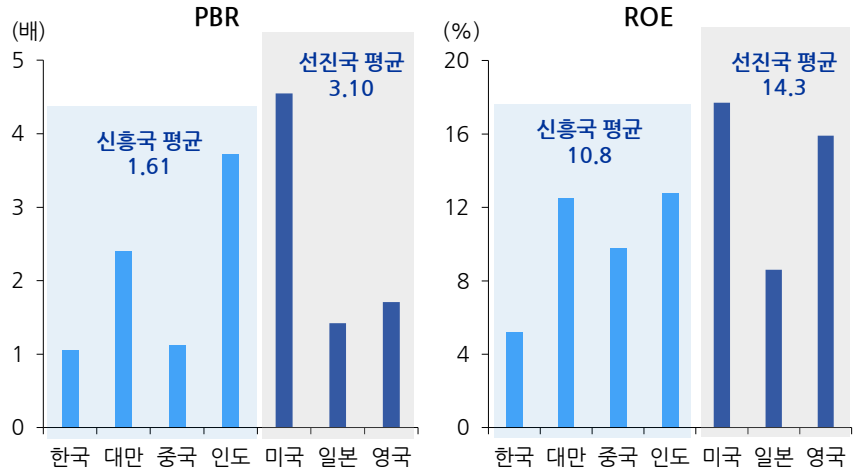
자료: JPX, 유진투자증권

JPX, 〈자본비용과 주가를 의식한 경영 실현 방안〉 시행

오랜 저평가 탈피를 위하여

- 도쿄증권거래소는 일본 상장기업 중 절반이 PBR<1을 기록하고 있으며, ROE가 자본비용(COE)보다 낮은 기업이 많다는 문제를 제기하며 2023년 3월, 프라임/스탠다드 시장 상장기업에 「자본비용 및 주가 의식 경영」을 권고
- **2023년 기준 PBR 1배 미만이면서 ROE가 8% 미만인 일본 기업의 비율은 프라임 시장의 49% 이상을 차지.** 일본에 뿌리깊게 자리잡은 '주가는 시장이 결정한다' 는 의식을 개혁하기 위해 시행된 해당 정책은 도쿄증권거래소는 개별 기업들의 PBR 수준에 관계없이 전 상장 기업을 대상으로 기업가치 제고를 위한 방안 제시 요청

주요국 PBR 및 ROE(2023년 말 기준)



자료: Bloomberg, 유진투자증권

〈자본비용과 주가를 의식한 경영 실현 방안〉 주요 내용

구분	주요 내용	대상
자본비용 및 주가의식 경영	자본효율성, 주가, 경영상황 등 점검/이사회가 개선정책 마련, 재무 • 비재무 목표 및 계획 수립/주주와 소통 강화' 등의 내용 자율 공시	프라임, 스탠다드
지배구조의 품질 향상	Comply or Explain 제도 이행이 미흡한 기업 대상으로 개별지도 등 보완 요청	프라임, 스탠다드
주주와의 대화	주주와 의사소통 강화 독려, 주주로부터 제안받은 사항의 이행 여부 공시	프라임
영문공시	2025년 4월부터 모든 주요 공시 항목에 대해 영문으로도 공시 의무화	프라임

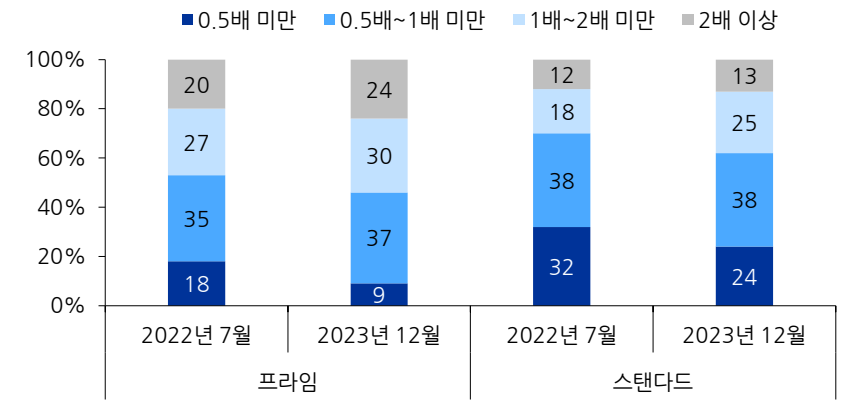
자료: JPX, 유진투자증권

상장기업의 의식 개혁이라는 목표 달성

공시 기업 증가, PBR 개선

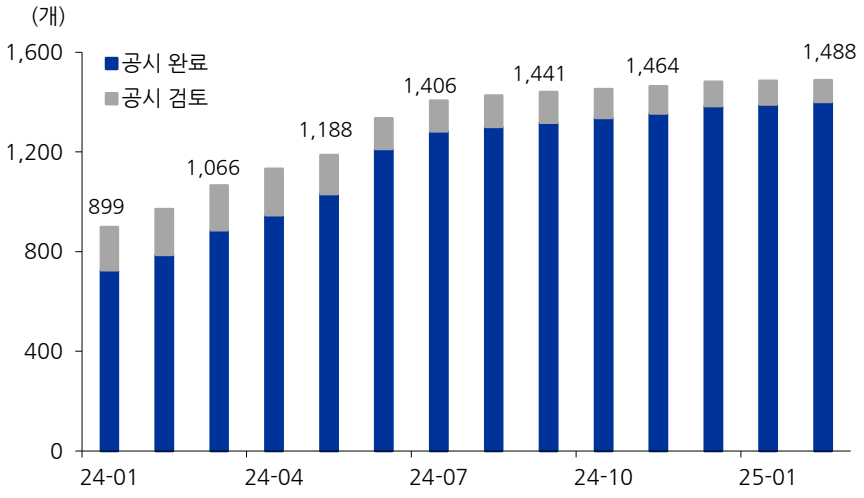
- 2024년 7월 기준 기업방침 공시 및 검토중인 기업은 프라임 시장의 86%, 스탠다드 시장의 44%로, 2023년 12월에 비해 각각 37%p, 25%p 증가
- **제도 시행(2023.03) 전후를 비교해보면 프라임, 스탠다드 시장 모두 PBR<0.5인 기업수가 감소하였으며, PBR>1의 기업은 증가**한 것으로 보아 기업 가치의 리레이팅 확인 가능

상장시장별 PBR 비교



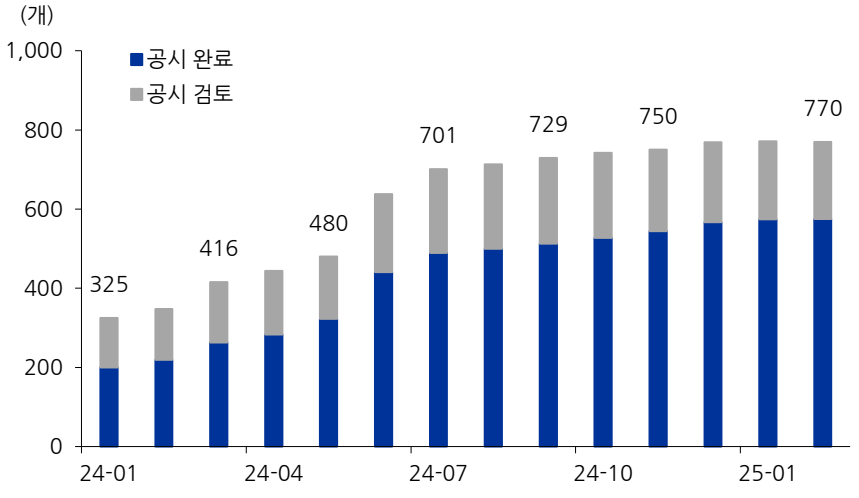
자료: JPX, 유진투자증권

프라임 시장 공시완료 및 검토중인 기업 추이



자료: 도쿄증권거래소, 유진투자증권

스탠다드 시장 공시완료 및 검토중인 기업 추이



자료: 도쿄증권거래소, 유진투자증권

〈자본비용과 주가를 의식한 경영〉에 입각한 의결권 행사

기관투자자 의결권 행사의 기준 상향

- 2024년 주주총회에서 기관투자자들이 주로 채택한 의결권 행사의 기준은 1) 자본비용이나 주가를 의식한 경영 실현 유무, 2) 정책 보유주 관련 방침 등. 일부 기관투자자는 도쿄증권거래소의 '자본 비용 및 주가를 의식한 경영 실현' 요청에 근거해 실적 기준(ROE) 및 주가 기준(PBR or TSR)을 의결권 행사 기준 등에 반영
- 사례 1) 미국의 의결권 행사 조언 회사 ISS는 토요타 자동차의 토요타 아키오 회장, 소프트뱅크 그룹의 손정의 회장의 이사 선임안에 반대표를 던짐. 토요타 회장에게는 완전 자회사인 다이하츠 공업 등에서 데이터 인증 부정이 잇따르고 있다는 점을 들어 '최종적인 책임'이 있다고 지적하였으며, 손 회장에게는 과거 5년 평균 3%대로 내려앉은 ROE에 대한 책임이 최고 경영자에 있다고 지적
- 사례 2) 닛세이 에셋 매니지먼트도 올해 2월 의결권 행사 기준 개정. 이를 바탕으로 향후 2025년 6월부터 PBR이 1배 미만이면서 도쿄증권거래소의 '자본 비용 및 주가를 의식한 경영의 실현' 요청에 대한 대응이 없는 대표이사 선임에 반대할 방침이라고 표명

기관투자자 의결권 행사 기준 상향 예시

기준	기관투자자	내용
자본 효율 기준 엄격화	ISS (Institutional Shareholder Services Inc.)	코로나 19로 미루어진 ROE 5% 기준 적용 재개
	닛세이 에셋 매니지먼트	PBR 1배 미만, 도쿄증권거래소의 '자본 비용과 주가를 의식한 경영의 실현'에의 대응 여부를 기준으로 추가('25년 6월~)
	미츠비시 UFJ 에셋 매니지먼트	ROE 기준 상향 수정 및 PBR 1배 미만 기준으로 추가('27년 4월~, TOPIX500 기업 대상)
	에셋 매니지먼트 ONE	TSR 도입 및 정책 보유기준 엄격화
이사회의 독립성	글래스루이스(Glass, Lewis&Co.,LLC)	사외이사 임기로 12년 기준 도입 ('25년 2월~)
	노무라 에셋 매니지먼트	사외이사 수의 최저 수준을 과반수로 상향 ('24년 11월~)
	미츠이스미토모DS 에셋 매니지먼트	프라임 시장 상장 기업 대상으로 여성 임원 수 기준 1명 이상 → 이사회 총 수의 10% 이상으로 변경

자료: 유진투자증권

GPIF, 스튜어드십 코드 도입

일본 금융청(FSA), 기관투자자들을 위한 일본 스튜어드십 코드 도입

- 낮은 자본효율성, 보수적인 지배구조 등으로 글로벌 경쟁에서 뒤쳐져 있던 일본 기업의 문제를 해결하고자 아베 정부는 기업 지배구조 개혁을 주요 과제로 설정. 이러한 개혁의 일환으로 도입된 스튜어드십 코드는 '소프트 로우(soft law)'로, 기관투자자가 수탁자 책임을 다해 기업가치 제고에 나서도록 유도하는 지침
- 코드 제정 직후인 2014년 5월, 일본 공적연금(GPIF)은 이를 채택한 초기 참가자 중 하나로, 세계 최대 규모(약 200조엔)의 연금펀드
- 2017년 GPIF는 자체적인 스튜어드십 원칙을 제정하여 위탁운용사들의 행동지침을 구체화함. 2017년 이후 신규 위탁운용사 선정 시 스튜어드십 책임 이행 능력을 핵심 평가항목으로 삼아 운용사 선정 → 계약 → 운용 → 평가 전 과정에 스튜어드십 코드를 녹여내어 체계적으로 실행

일본 기관투자자의 스튜어드십 코드 내용

번호	내용
1	기관 투자자는 스튜어드십 책임을 이행하기 위한 명확한 방침을 수립하고 이를 공표해야 한다
2	기관 투자자는 스튜어드십 책임을 이행하는 데 있어 관리해야 할 이해 상충에 대해 명확한 방침을 수립하고 이를 공표해야 한다
3	기관투자자는 투자처 기업의 지속가능한 성장을 위해 스튜어드십 책임을 적절히 이행하기 위해 해당 기업의 상황을 정확히 파악해야 한다
4	기관 투자자는 투자처 기업과의 건설적인 '목적을 가진 대화'를 통해 투자처 기업과 인식을 공유하고 문제 개선을 위해 노력해야 한다
5	기관 투자자는 의결권 행사와 행사 결과의 공표에 대해 명확한 방침을 가지고 의결권 행사 방침이 단지 형식적 판단 기준에 그치지 않고 투자처 기업의 지속 가능한 성장에 기여할 수 있도록 해야 한다
6	기관 투자자는 의결권 행사도 포함하여 스튜어드십 책임을 어떻게 이행하고 있는지에 대해 원칙적으로 고객 및 수혜자에게 정기적으로 보고해야 한다
7	기관 투자자는 투자처 기업의 지속 가능한 성장에 기여할 수 있도록 투자처 기업과 그 사업 환경에 대한 깊은 이해와 운용 전략에 따른 지속 가능성 고려를 바탕으로, 해당 기업과의 대화 및 스튜어드십 활동에 따른 판단을 적절히 할 수 있는 능력을 갖추어야 한다
8	기관 투자자 서비스를 제공하는 자는 기관 투자자가 스튜어드십 책임을 이행할 수 있도록 적절한 서비스를 제공하고, 투자 제안의 전체 기능 향상에 기여해야 한다

자료: 일본금융청, 유진투자증권

스튜어드십 코드 도입 기관투자자 수

기관	기관 수
신탁은행	6
투신・투자자문회사 등	208
생명보험・손해보험회사	24
연금기금 등	84
그 외	11
합계	333

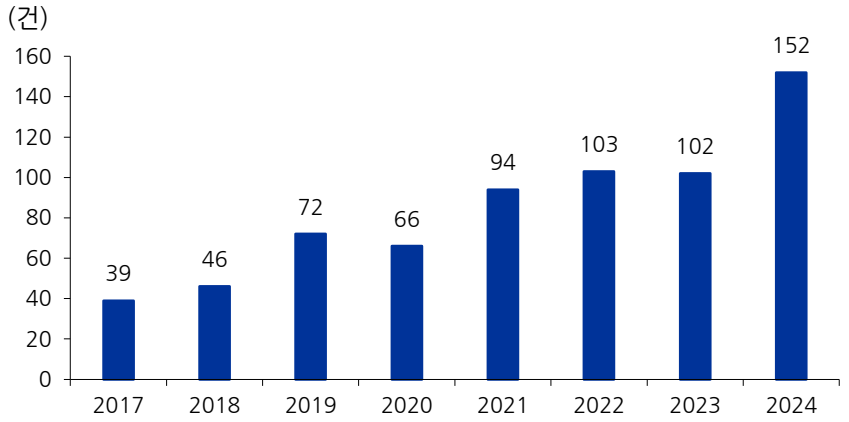
자료: 일본금융청, 유진투자증권
주) 2024년 12월 31일 기준

주주행동주의를 이끌어낸 스튜어드십 코드

대형주보다 중소형주 수익률이 더 좋았다

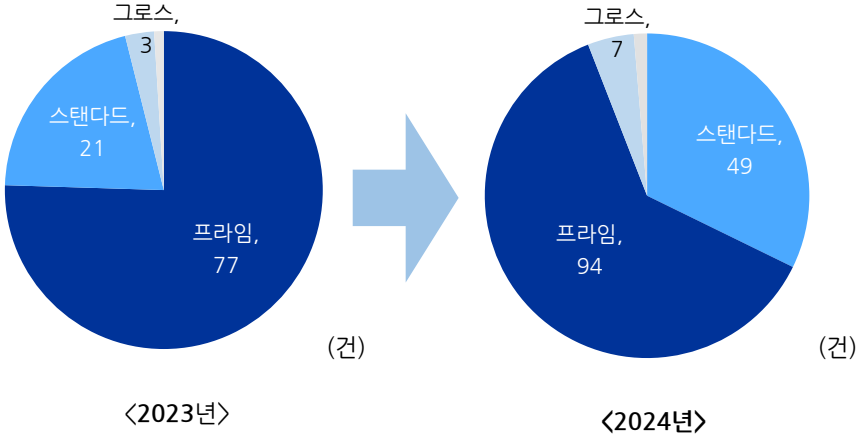
- 스튜어드십 코드 도입 이후 주주행동주의 캠페인이 증가하고 있는 추세이며, 프라임 시장에서 그로스 시장으로 확대되는 양상
- 행동주의 초기에는 프라임 중심의 대형주 우량주에 집중되었으나, 점점 행동주의에 의해 기업가치가 오를 룸이 줄어들어 추가적인 알파를 얻기 어렵게 됨. **이에 따라 상대적으로 지배구조가 느슨하고 경영진의 견제가 약한 스탠다드·그로스 중심의 중소형주에 대한 행동주의 개입이 증가하는 추세이며, 프라임 시장의 수익률을 상회**

일본 주주행동주의 캠페인 건수 추이



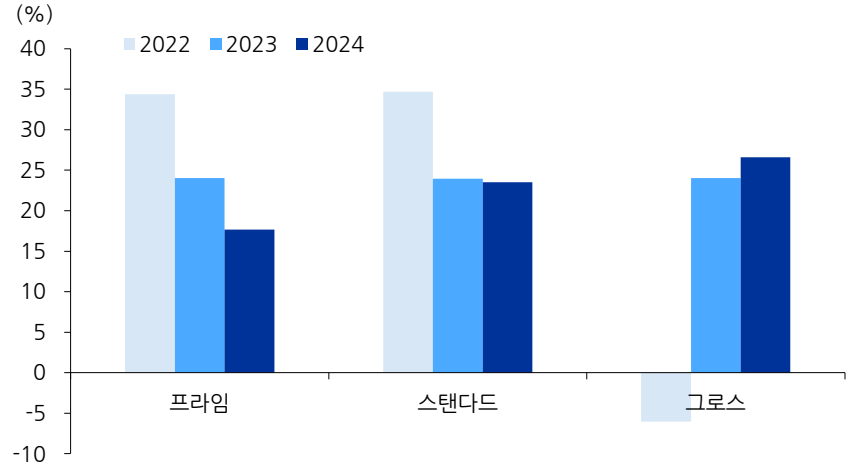
자료: Bloomberg, 유진투자증권

2023년/2024년 상장시장별 주주행동주의 캠페인 건수 비교



자료: Bloomberg, 유진투자증권

상장시장별 주주행동주의 개입 후 수익률



자료: Bloomberg, 유진투자증권
주) 행동주의 개입 시점부터 '25.04.01까지의 수익률 평균 값

행동주의 펀드 활동 및 결과

일본 행동주의 펀드 활동 주요 사례

연도	행동주의 펀드	대상 기업	내용	결과
2013	Oasis Management	닌텐도	-약 1% 미만의 닌텐도 지분 취득 후, 모바일 게임 시장 진출 촉구 -닌텐도가 보유한 인기 캐릭터를 활용하여 모바일 플랫폼에서 새로운 수익원 창출할 수 있다는 제안	요구 수용 정도: O 2016년 7월 6일 모바일 게임 '포켓몬고' 출시
	Third Point	소니	-서드 포인트 CEO 다니엘 로브, 소니 엔터테인 먼트 사업 지분 20%를 기업공개로 매각할 것을 요구 -소니픽처스 블록버스터의 저조한 실적과 과도한 마케팅 비용 지출을 지적하며 매각을 통해 확보한 자금으로 주력 가전사업 강화해야한다고 주장	요구 수용 정도: X 소니 CEO 히라이 가즈오는 엔터테인먼트 사업이 소니 전략의 주요 요소이며 성장 핵심엔진이라며 이를 거절
2015	Third Point	화낙	-화낙은 막대한 현금 자산을 보유하고 있었음에도 자본 효율성 저하 및 주주가치 경시로 주가 저평가 -서드포인트는 보유 현금 중 일부 자사주 매입 요구	요구 수용 정도: △ 자사주매입 대신 배당 선택
	Oasis Management	교세라	-Japan Airlines의 지분을 매각하고 KDDI의 지분을 대폭 줄여 주주들에게 현금을 돌려주고 태양광 사업을 구조조정할 것을 요구	요구 수용 정도: △ 배당 확대에 대해서만 일부 수용
2016	ValueAct Capital	세븐앤드 아이홀딩스	-세븐앤드아이홀딩스 스즈키 회장이 이사카 사장 해임 안건 발의 -아들인 스즈키 야스히로에게 경영권 물려주기 위함이라는 의혹에 위원회 반발 -서드 포인트는 이사카 사장 해임 정당성이 없으며, 스즈키 회장이 장래 경영권을 차남에게 세습하려 한다는 서한을 이사진에게 전달 -인수합병을 통한 외형 성장에서 핵심 사업인 편의점 운영에 집중해야 한다고 제안	요구 수용 정도: O 이사카 세븐일레븐 사장을 계열사 사장에서 그룹 사장으로 영전, 스즈키 회장 해임
2019	ValueAct Capital	올림푸스	-2017년 밸류엑트캐피탈 올림푸스에 투자하기 시작해 올림푸스 지분 5% 이상 확보 -2019년 밸류액트캐피탈의 파트너 로버트 헤일 이 이사회에 합류	요구 수용 정도: O 20년간 영위한 디지털 카메라 사업 매각
	Third Point	소니	-소니의 사업구조가 너무 복잡한 탓에 제대로 된 가치평가를 받지 못한다는 주장 -소니 반도체 사업 부문 분사 요구 -게임, 영화 등 엔터테인먼트 사업에 집중하기 위해 금융 사업 지주사인 소니파이낸셜홀딩스와 의료/제약 부문 기업 M3, 올림퍼스 등의 보유 지분을 모두 매각할 것을 요구	요구 수용 정도: △ -소니가 반도체 사업 및 소니 파이낸셜홀딩스 주식보유가 장기적인 기업 가치 향상에 기여하는 것이라며 서드포인트 제안 거절 -다만, 올림푸스 보유주식 매각, 자사주 취득 등 서드포인트가 제안한 자본 정책 제안 중 일부 수용

자료: 언론종합, 유진투자증권

행동주의 펀드 활동 및 결과(계속)

일본 행동주의 펀드 활동 주요 사례

연도	행동주의 펀드	대상 기업	내용	결과
2019	Oasis Management	도쿄돔 코퍼레이션	-도쿄 중심가에 최대 5만여명을 수용할 수 있는 돔구장과 대형 놀이동산, 객실 1000개 를 갖춘 호텔 등 복합 시설물을 가지고 있음에도 순이익 및 주가를 개선시키지 못하고 있다고 지적 -입장료/이용료 인상, 대형 LED 전광판 설치, 놀이동산 시설 개조 등을 통해 당시 77억엔 수준이었던 순이익을 '21년 148억엔으로 대폭 높일 수 있다고 주장	요구 수용 정도: △ -'23년 프로야구 시즌 개막 전 기존 면적 3.6배 크기의 대형 전광판 교체 계획 발표 -도쿄돔은 오아시스의 적대적 인수를 막기 위해 전략적 파트너 모색. -미쓰이부동산이 TOB 발표 ('20.12.8). 도쿄돔을 완전 자회사화 한 후, 20%를 요미우리 신문에 양도. 요미우리신문과 도쿄돔 시티 재정비 추진
2020	Elliott Management	소프트뱅크	-엘리엇은 소프트뱅크 주식의 약 3% 취득 -최대 2조엔의 자사주 매입과 사외이사 증원 요구	요구 수용 정도: O 총 2.5조엔의 자사주 매입을 실시하는 방침을 공표하고 '20년 3월 13일 5,000억엔 규모의 자사주 매입
2022	Oasis Management	후지텍	-우치야마 사장이 회사와 불투명한 부동산 거래를 하는 등 지배력을 남용해왔다고 하며 창업자 가족 중심의 거버넌스 구조 개선 요구 -Oasis는 임시 주주총회에서 사외이사 4명을 교체하는 데 성공하여 이사회 장악	요구 수용 정도: O '23년 6월 정기 주주총회에 한 시간 전 다카카즈의 연임안 철회
2023	3D Investment Partners	삿포로 홀딩스	-삿포로홀딩스가 부동산 사업에 의존하면서 주류 부문의 저수익성을 방치해왔다고 지적하며 자회사 삿포로부동산개발의 분리상장 제안 -'23년 12월 말 기준, 삿포로홀딩스 지분 16.2% 확보하여 최대주주 자리에 오름	요구 수용 정도: O -'24년 2월 3D의 요구를 수용 해 보유 부동산 매각 검토 중임을 밝힘 -외부자본을 도입해 도쿄의 에비 스 가든 플레이스 및 긴자 등에 보유한 부동산 매각안 발표
	ValueAct Capital	세븐앤 아이홀딩스	-세븐아이홀딩스의 기업가치 제고를 위해 편의점 사업에 집중한 사업재편, CEO와 이사진 교체 등을 지속적으로 요구	요구 수용 정도: O '23년 세이부 백화점 및 소고를 매각했으며, '24년 10월 슈퍼 마켓, 외식업 등의 비주력 사업은 오크홀딩스(중간 지주회사)로 분할

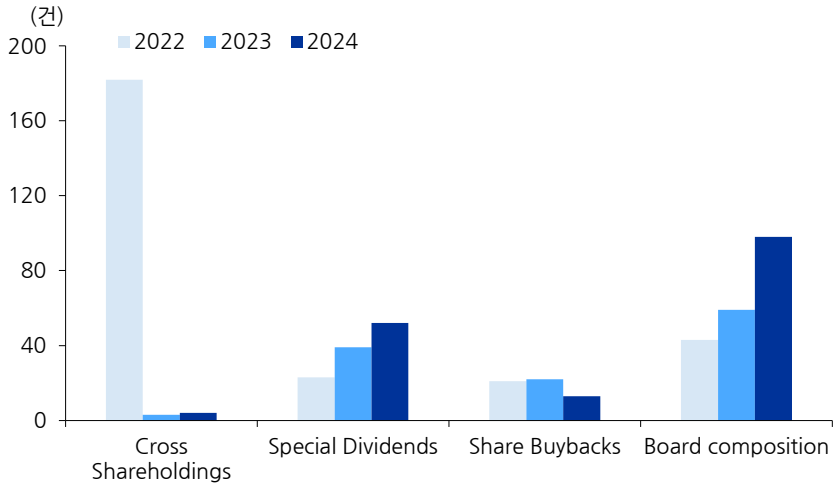
자료: 언론종합, 유진투자증권

2024년 6월 주주총회에서 나타난 행동주의의 영향력

행동주의의 배당 요구 증가

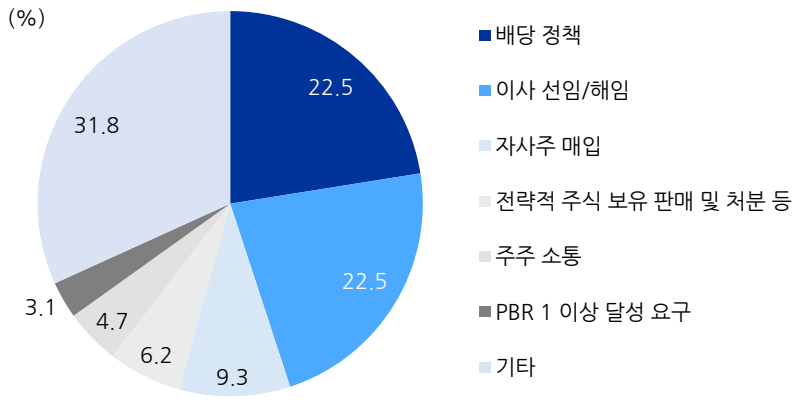
- 자본 비용과 주가를 의식한 경영 실현 방안 발표 이후, 주주행동주의 활동이 늘어나면서 **2024년 6월 주주총회에서 배당금에 대한 주주 제안이 52건으로 2023년 39건에서 33% 증가**
- Asset Value investors(AVI)은 지난해 SK Kaken에 배당성향 30%를 요구하여 35%의 지지를 받았음. 올해 요구 배당성향을 30%에서 50%으로 대폭 상향 조정하였음에도 32%의 지지를 획득하여 더 높은 배당성향에 대한 주주들의 지지가 증가하고 있음을 확인

주주 제안 항목별 추이



자료: White&case, 유진투자증권

2024년 6월 주주총회 행동주의 주주 제안 항목별 비중



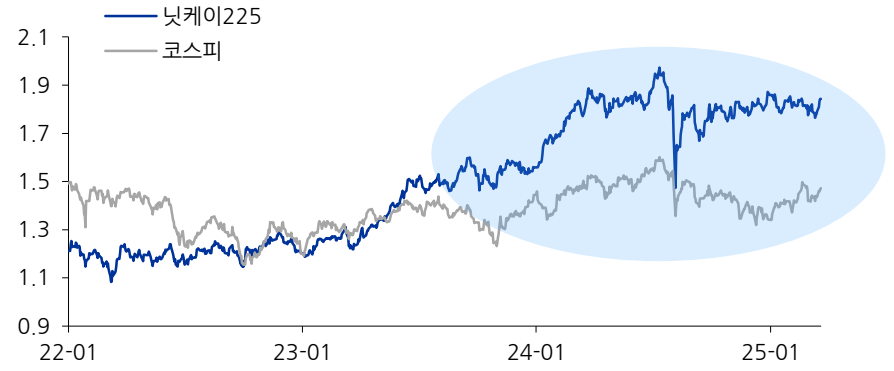
자료: White&case, 유진투자증권

왜 우리가 일본의 정책을 봐야 했나

비슷한 정책, 다른 주가

- 한국과 일본의 증시는 모두 디스카운트 되어왔으며, 이를 탈피하기 위해 스튜어드십 코드 도입, 법 개정, 기업가치 제고 프로그램 등 유사한 정책을 펼침
- 그러나 주가 반응은 상이. **2023년 5월 기점으로 닛케이 225는 약 37% 상승한 반면, 코스피는 9% 상승**에 그쳐
- 일본의 디스카운트 원인은 버블 붕괴 후 장기간의 저성장과 주주환원보다는 내부유보만 쌓는 보수적 경영인 반면, 한국의 경우 지배구조가 가장 큰 이유
- **배당 및 자사주 매입/소각을 하지 않은 이유에 근본적인 차이가 존재**했다는 것을 확인

닛케이 225, 코스피 지수 추이(2020.01.01=100)



자료: Bloomberg, 유진투자증권

한일간의 기업가치 제고 관련 정책/제도 비교

구분	일본	한국
기관투자자 역할 강화	**스튜어드십 코드 (2014, 2017 1차 개정, 2020 2차 개정)** -7대원칙 발표('14), 의결권 행사 결과 공시 의무화('17) -대리투표 자문회사 활용 가이드라인 추가('20)	**스튜어드십 코드 (2016)** -7대원칙 발표, 의결권 행사 지침 권고, 활동 보고 자율 공시
법적 개선	**회사법 개정 (2014, 2019 개정)** -사외이사 1명 이상 의무화(대기업 대상,'14) -시외이사 미선임 시 설명 의무, 감사위원회 설치 확대 -주주총회 자료 전자 제공 허용('19)	**상법 개정 (2021)** -다중대표소송제 도입(모든 회사 주주가 자회사 경영진 고소 가능) -감사위원회 의무화(자산 2조원 이상 기업) -사외이사 선임 시 주주 권리 강화(3% 의결권 제한 폐지)
지배구조 가이드라인	**기업지배구조 코드 (2015, 2018 1차 개정, 2021 2차 개정)** -사외이사 1/3이상 권고, ESG 공시 강조('18), 영문공시 의무화('21)	**기업지배구조 모범규준 개정 (2016)** -사외이사 비율 권고(상장사 1명 이상), ESG는 선택적 권고(개정 계획)
개인 투자 활성화	**신NISA (2024)** -투자 수익 전액 비과세 (1,800만엔 한도 내)	**ISA (2016)** -연간 납입 한도 현재 2천만원(서민형 4천만원), 추진 개정안 4천만원(서민형 5천만원) -비과세 순이익 200만 원(서민형 400만원), 추진 개정안(500만원)
자본효율성 제고	**자본비용 및 주가 의식 경영 (2023)** -자본효율성(ROE, ROIC) 제고 전략 설명 -PBR 1배 미만 기업에 대한 밸류업 요구	**밸류업 프로그램 (2024)** -자본비용 산정 및 공시 권고 -자사주 매입 및 소각 활성화 유도
기업 가치 제고 지수 도입	**JPX 프라임 150 (2023)** -자본효율성 높은 150개 기업 지수	**KRX 밸류업 지수 (2024)** -저PBR 개선 기업 지수화

자료: 유진투자증권

정책 너머에 있는 한일간의 뿌리깊은 차이

제2차 세계대전 이후 일본의 재벌은 영원히 해체되었다

- 일본의 '재벌(財閥)'은 일본 근대화 과정에서 탄생해 **2차 세계대전 종료 후 미국이 일본전역에 단행한 경제 민주화 정책의 3대 개혁 중 하나인 산업민주화정책에 의해 해체**. 부가 집중되어 있는 돈 많은 자산가층들이 전쟁수행에 협력했다는 판단 하에 시작된 재벌해체는 일본의 비군사화와 미국식 자본주의 시장경제 확립을 목적으로 하였음
- GHQ는 총수일가가 보유한 총자산의 85%를 재산세로 징수하였으며, 기타 유가증권 등은 지주회사 정리위원회에 헐값으로 양도하도록 하여 재산 몰수에 가까운 조치를 취함 (물적청산). 또한, 총수일가가 재벌에 속한 계열회사 경영의 임직원으로 참여할 수 없도록 하였으며, 계열회사 간의 주식 보유 제한 (인적청산).
- 1950년대부터 규제가 완화되면서 일본의 대기업들은 기존 재벌체제에서 벗어나 새로운 형태의 기업 집단(케이레츠)으로 재편성. 해체된 15대 재벌 기업은 은행을 중심으로 6대 대기업 집단을 형성하였으며, 대기업 집단 내 여러 계열회사가 등장해 협력 및 경쟁하는 구조를 띰

패전 후 일본의 구 15대 재벌, 기업 집단(系列)으로 재편성

구 15대 재벌
미쓰비시(三菱) 재벌
스미토모(住友) 재벌
미쓰이(三井) 재벌
야스다(安田) 재벌
아유카와(鮎川) 재벌
아사노(浅野) 재벌
후루카와(古河) 재벌
오쿠라((大倉) 재벌
나카지마(中島) 재벌
노무라(野村) 재벌
시부사와(渋沢) 재벌
가와사키(川崎) 재벌
리켄(理研) 콘체른
닛치쓰(日窒) 콘체른
셋쇼 콘체른

전후 6대 기업 집단
미쓰비시(三菱): 구 미쓰비시은행 중심, 미쓰비시 계열사 위주
미쓰이(三井): 구 미쓰이은행 중심, 미쓰이 계열사 위주
스미토모(住友): 구 스미토모은행 중심, 스미토모 계열사 위주
후요(芙蓉): 구 후지은행 중심, 야스다, 아사노, 닛산 계열사 위주
산와(三和): 구 산와은행 중심,고노이케(鴻池) 재벌의 후신
다이이치칸교(第一勧銀): 구 다이이치은행(현 미즈호은행) 중심, 후루카와, 가와사키, 시부사와 계열사 위주

자료: 유진투자증권

전후 일본 기업 시스템의 핵심 요소

구분	내용
메인뱅크 시스템	- 일본 기업들은 메인뱅크를 계열사로 둠에 따라 자체적으로 운영 자금 조달이 가능 - 1990년대 후반 버블 붕괴 이후, 일본 은행들은 합병을 통해 메가뱅크로 재편성 (ex. 미쓰비시 은행+UFJ 은행+니시니혼 은행= 미쓰비시UFJ 금융그룹)
5% 룰	- 기업의 주요 주주가 특정 기업의 주식 5% 이상 보유할 수 없도록 하는 법적 제한 - 특정 은행이나 주주가 기업의 경영권을 독점하는 상황을 방지하기 위해 도입
지주회사 금지	- 1947년에서 1997년까지 지주회사 설립 금지 - 1997년 지주회사 설립 금지를 해체하였으나 5% 룰이나 메인뱅크→메가뱅크로의 전환 등에 의해 재벌의 재형성은 여전히 쉽지 않은 환경이 유지

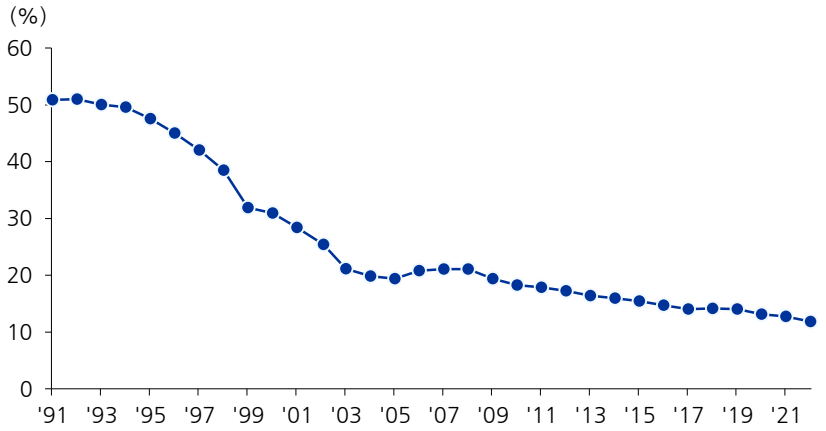
자료: 유진투자증권

참고) 기업집단은 재벌로의 회귀가 아니다

실질적 지배가 아닌 상호출자를 기반으로 경영권 방어

- 전(戰)전 재벌급의 대기업에서는 창업자 일족이 경영하는 가족경영을 흔히 볼 수 있었음. 과거 4대 재벌 각각의 가족 보유 지분은 미쓰이(63.6%), 미쓰비시(47.8%), 스미토모(83.3%), 야스다(100%). 그러나 지금의 기업 집단(케이레츠)은 개인주주의 지분은 극히 낮음. 법인지분의 경우에도 많은 기업이 조금 씩의 지분을 보유하고 있어 기업간 지배·종속 관계는 성립되지 않으며, 회원기업을 통괄하는 경영주체도 존재하지 않음
- 일본 상장기업은 매출액 변동폭 축소, 거래비용 축소, 자본비용 감소, 안정적인 경영권 확보 등을 이유로 상호출자 구조를 형성해 옴. 지배주주가 없기 때문에 외국 투기자본으로부터의 경영권 방어 수단으로 상호출자 사용. **상호출자 방식에 있어서 한국과 다른 점은 계열사가 아닌 독립된 회사 간 상호 주식보유가 대부분이라는 것**
- 상호출자에 따른 의결권 비중이 감소하고 있으나 기관투자자보다 여전히 높은 상황. 그러나 기업 지배 구조 개혁을 통해 2023년 상장 기업들은 전년 대비 86% 증가한 약 3.6조엔의 상호출자를 매각하였으며 상호출자 비중이 지속적으로 감소

일본 상호 출자 비중 추이(1991~2022)



자료: 일본 금융청, 유진투자증권

일본 출자제도 규제 동향

구분	관련법	사업회사의 주식보유
1947년	원시독점금지법	원칙적 금지
1949년	독점금지법(개정)	원칙금지규정 크게 완화
1953년	독점금지법(개정)	주식보유제한규정 더욱 완화
1977년	독점금지법(개정)	대규모 회사의 주식 보유제한제도 도입
2002년	독점금지법(개정)	출자제한제도 폐지
2014년	기업 지배 구조 코드 도입	이사회 보유 주식에 대한 정기적인 평가
2023년	금융 상품 거래법 개정	상호 출자 보유 주식에 정보 공개 의무 강화

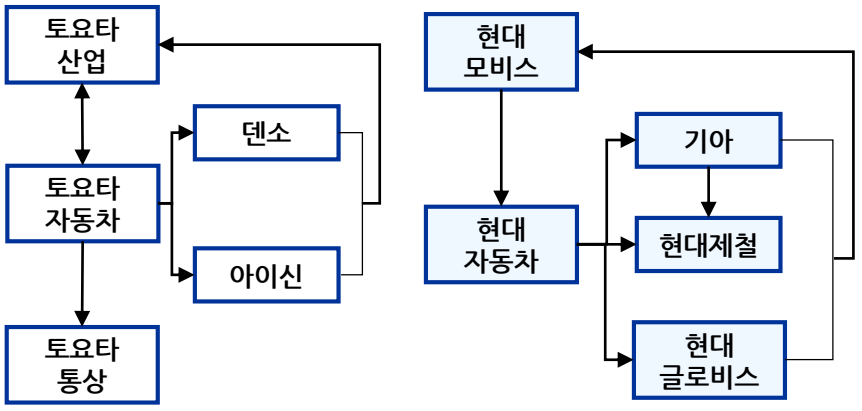
자료: 유진투자증권

토요타 그룹와 현대차그룹으로 본 한일간의 순환출자 구조 차이점

소유자=경영자 or 소유자≠경영자

- 현대차그룹의 승계 퍼즐의 열쇠는 현대글로비스. 정 회장은 현대글로비스의 최대주주로 20%의 지분 보유. 현대차그룹의 핵심 순환고리는 <현대모비스-현대차-기아-현대모비스>인데, 대부분 계열사 간 교차 지분으로 구성되어 있어 정 회장의 지분이 높지 않은 상황. 그룹 전체를 지배할 레버리지 수단이 바로 정 회장이 보유한 현대글로비스의 지분 20%. **안정적인 매출 확보가 가능한 현대글로비스로부터 받는 배당금, 주가 상승분 등을 통해 계열사 지분 매입에 활용이 가능하며, 총수 개인의 자금줄 역할을 하여 승계 과정에서 매우 유리한 자산으로 활용**
- 토요타 그룹은 12명의 최고경영자 중 총수일가가 아닌 인사가 9명으로 다수(주로 전문경영인 체제)이며, 핵심 계열사에 대한 총수 일가의 지분은 낮거나 없음. **일본의 상호/순환 출자는 한국처럼 소수 지분으로 경영권을 장악하는 목적이 아니기 때문에 출자 고리가 끊기더라도 지배력에 큰 변화가 없음**. 즉, 지배목적의 순환이 아닌 '보험' 같은 출자 구조에 가까운 것

도요타그룹과 현대차그룹 순환출자 구조



자료: 유진투자증권

토요타 아키오 회장과 정의선 회장의 주요 계열사 보유 지분

기업	보유 지분(%)	기업	보유 지분(%)
도요타자동차	0.15	현대자동차	2.67
도요타 산업	X	현대모비스	0.33
덴소	0.01	기아	1.78
도요타통상	X	현대글로비스	20.00

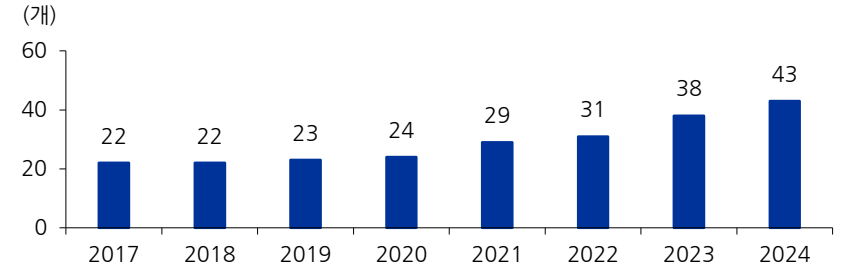
자료: Bloomberg, 유진투자증권

순환출자에서 지주회사 체제로 전환

결국 구조 자체가 아닌 사용 방식의 문제

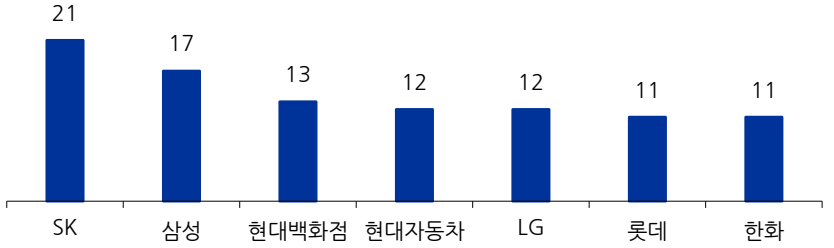
- 순환출자 구조 하에서는 가공자본이 발생하게 되어 실물자산의 증가 없이 총자산 혹은 자본금이 증가. 이는 가공의결권 형성으로 이어져서 지배주주는 자신의 자본에 대해 출자하고 소유한 것보다 훨씬 더 큰 지배권을 지니게 되며 결국 소액주주가 행사할 수 있는 의결권 비율이 실질적 출자 없이 인위적으로 축소
- 순환출자 구조 하에서는 경영의 독립성이 떨어지고 소수 대주주의 영향력이 과도하게 집중될 수 있다는 이유로 자산총액 합계액 10조원 이상 대기업의 신규 순환출자가 금지됨(공정거래법 제9조의2)에 따라 대기업의 지주회사 체제로의 전환이 증가
- 지주회사로의 전환이 증가하였으나 많은 기업들이 분할을 활용해 지배구조를 개편하면서 물적분할 후 쪼개기 상장, 인적분할의 자사주 마법 등에 의해 소액주주의 권리 배제
- **<u>기업이 지주회사 구조로 전환을 하든, 순환출자를 유지하든 그것 자체의 문제가 아니라 그 시스템이 '누구를 위한 방식으로 활용되었는가'가 기업가치 제고를 위해 고민해야할 문제</u>**

연도별 지주회사 전환집단 추이



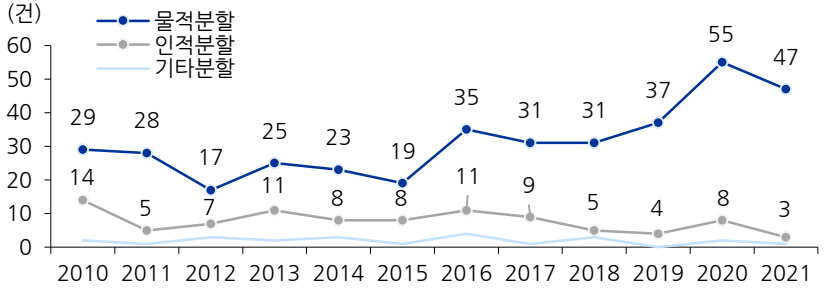
자료: 공정거래위원회, 유진투자증권
주) 2024년 9월말 누적 기준

기업집단별 상장사 현황



자료: 유진투자증권

기업분할 추이



자료: 금융감독원(Dart), 유진투자증권

참고) 주요 기업 물적분할 및 인적분할 사례

연도별 주요 기업 물적분할 사례

연도	기업명	분할 부문 및 신설회사
2016	SM C&C	울림엔터테인먼트 (엔터테인먼트 사업부문)
	CJ E&M	스튜디오드래곤 (드라마 사업부문)
	CJ E&M	CJ디지털뮤직 (음원 플랫폼 엠넷닷컴)
	현대중공업	현대중공업 (선박 유지보수 사업부, HD현대마린솔루션으로 발전)
2017	SK케미칼	SK바이오사이언스 (백신 사업부문)
	LG전자	LG CNS (IT 서비스 사업부문)
	동국제약	동국생명과학 (의료기기 및 방사성 의약품 사업부)
	한화S&C	한화시스템 (방산 및 IT 사업부문)
2018	SK이노베이션	SK아이이테크놀로지 (배터리 분리막 사업부문)
	현대엘리베이터	현대무빙 (승강기 유지관리 사업부문)
	SK디스커버리	SK플라즈마 (혈액제제 사업부문)
	한화큐셀앤드	한화첨단소재 (첨단소재 사업부문)
2019	현대중공업	현대중공업 (조선 사업부문)
	SBS미디어넷	SBS플러스 (SBS Plus, SBS funE 채널 운영 부문)
	SK이노베이션	SK온 (배터리 사업부문)
	롯데케미칼	롯데첨단소재 (첨단소재 사업부문)
2020	LG화학	LG에너지솔루션 (배터리 사업부문)
	대림산업	디엘케미칼 (석유화학 사업부문)
	해태제과	해태아이스크림 (아이스크림 사업부문)
	SKC	SKCPIC (화학 사업부문, 합작사 설립)
2021	SK이노베이션	SK온 (배터리 사업부문)
	현대오일뱅크	현대쉘베이스오일 (윤활기유 사업부문)
	한미약품	한미헬스케어 (헬스케어 사업부문)
	SK네트웍스	SK매직 (렌탈 및 가전 사업부문)
2022	그래디언트	인터파크 (B2C: 도서, 티켓, 여행 사업부문)
	LG전자	LG마그나 (전장 사업부문 합작사)
	SK바이오텍	SK바이오텍 아일랜드 (해외 생산 사업부문)
2023	인터파크	인터파크커머스 (쇼핑, 도서 사업부문)
	SK바이오사이언스	SK바이오사이언스재팬 (일본 내 백신 사업부문)
2024	신세계L&B	제주소주 (주류 사업부문)
	SK케미칼	SK바이오랜드 (바이오 소재 사업부문)
	현대건설	현대에너지솔루션 (에너지 솔루션 사업부문)

자료: 언론종합, 유진투자증권

연도별 주요 기업 인적분할 사례

연도	기업명	분할 부문 및 신설회사
2016	삼성물산	삼성바이오로직스 (바이오 사업부문)
	현대글로비스	현대오토에버 (IT 서비스 사업부문)
	롯데쇼핑	롯데리아 (외식 사업부문)
	CJ제일제당	CJ헬스케어 (제약 사업부문)
2017	SK케미칼	SK케미칼 (화학 사업부문) / SK디스커버리 (투자 사업부문)
	롯데쇼핑	롯데쇼핑 (백화점 사업부문) / 롯데하이마트 (전자제품 유통 사업부문)
	BGF리테일	BGF리테일 (편의점 사업부문) / BGF네트웍스 (물류 및 지원 사업부문)
	AP시스템	APS홀딩스 (지주회사) / AP시스템 (OLED 장비 사업부문)
2018	현대중공업	현대중공업 (조선 사업부문) / 현대삼호중공업 (선박 건조 사업부문)
	롯데케미칼	롯데케미칼 (화학 사업부문) / 롯데정밀화학 (정밀화학 사업부문)
	SK텔레콤	SK텔레콤 (통신 사업부문) / SK브로드밴드 (인터넷 및 IPTV 사업부문)
	한화테크윈	한화테크윈 (방산 및 보안 사업부문) / 한화시스템 (방산 전자 사업부문)
2019	현대중공업	현대중공업 (조선 사업부문) / 한국조선해양 (지주회사)
	LG상사	LG상사 (무역 사업부문) / LG하우시스 (건축자재 사업부문)
	한화케미칼	한화케미칼 (화학 사업부문) / 한화솔루션 (태양광 및 첨단소재 사업부문)
	신한지주	신한지주 (지주회사) / 신한은행 (은행 사업부문)
2020	현대모비스	현대모비스 (부품 사업부문) / 현대글로비스 (물류 사업부문)
	한화솔루션	한화솔루션 (화학 및 태양광 사업부문) / 한화에너지 (에너지 사업부문)
	효성	효성 (섬유 및 산업자재 사업부문) / 효성첨단소재 (첨단소재 사업부문)
	롯데지주	롯데지주 (지주회사) / 롯데물산 (부동산 사업부문)
2021	SK텔레콤	SK텔레콤 (통신 사업부문) / SK스퀘어 (투자 사업부문)
	대림산업	디엘 (지주회사) / 디엘이앤씨 (건설 사업부문)
	LG	LG (지주회사) / LX홀딩스 (물류 및 무역 사업부문)
	신세계	신세계 (백화점 사업부문) / 신세계인터내셔날 (패션 사업부문)
2022	포스코	포스코 (철강 사업부문) / 포스코홀딩스 (지주회사)
	OCI	OCI (화학 사업부문) / OCI홀딩스 (지주회사)
	현대백화점	현대백화점 (백화점 사업부문) / 현대백화점홀딩스 (지주회사)
	코오롱글로벌	코오롱글로벌 (건설·상사 부문) / 코오롱모빌리티 (자동차 사업부문)
2023	이수화학	이수화학 (석유화학 사업부문) / 이수스페셜티케미컬 (정밀화학 사업부문)
	대한제강	대한제강 (제강 사업부문) / 대한제강홀딩스 (지주회사)
	현대그린푸드	현대그린푸드 (식품유통 사업부문) / 현대그린푸드홀딩스 (지주회사)
	한화오션	한화오션 (조선 사업부문) / 한화오션에너지 (에너지 사업부문)
2024	한화에어로스페이스	한화에어로스페이스 (항공우주 사업부문) / 한화인더스트리얼솔루션즈 (산업 솔루션 사업부문)
	롯데웰푸드	롯데웰푸드 (식품 사업부문) / 롯데홀딩스 (지주회사)
	SK하이닉스	SK하이닉스 (반도체 사업부문) / SK하이닉스시스템IC (시스템 반도체 사업부문)
	삼성SDI	삼성SDI (배터리 사업부문) / 삼성SDI에너지 (에너지 저장 사업부문)

자료: 언론종합, 유진투자증권

03

한국, 제도적 열악함에도 점차 개선중

상대적으로 미진하지만 제도변화 흐름은 지속

2025 상법개정안 이전에도 일반주주가치 보호위한 제도 보완은 지속되어왔다

- 2025년 3월 13일 이사의 충실의무 주주로 확대 및 전자주주총회 개최 의무화 상법개정안 본회의 통과
- 4월 7일 한덕수 권한대행 재의요구권 행사로 시행은 불발 및 본회의에서도 재의결 부결됐지만 그 이전에도 주주가치 위한 중요한 제도 개선 사례 존재
- 2020년 12월 상법개정안(감사위원 분리선출 및 선출 간 최대주주의결권 3% 제한)은 행동주의 펀드의 이사회 선임과 감사위원 선출 가능성을 높혔고
- 2016년 스튜어드십 코드 도입과 2018년 국민연금 스튜어드십 코드 시행 등 **주주환원을 위한 제도적 변화는 하나의 흐름을 만들어 가는 중**

2025 본회의 통과된 상법개정안 개요(4/7 재의요구권 행사)

현행법	현행법
제382조의3(이사의 충실의무)	-
이사는 법령과 정관의 규정에 따라 **회사**를 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 공평하게 대우하여야 한다.**	〈신 설〉 (전후항 생략) ②대규모 상장사(자산총액 2조원 이상)는 전자주주총회를 개최하여야 한다.

자료: 유진투자증권

감사위원 분리선출과 최대주주 의결권 3% 제한

상법개정 (2020.12)
제 542조의 12 제 2항

감사위원회의 위원을 선임하거나 해임하는 권한은 주주총회에 있다 주주총회에서 이사를 선임한 후 선임된 이사 중에서 감사위원을 선출해야 한다.
신설) 감사위원회 위원 중 1명(정관에서 2명이상으로 정할 수 있음)은 주주총회 결의로 다른 이사들과 분리하여 감사위원회 위원이 되는 이사로 선임해야 한다.

상법개정 (2020.12)
제 542조의 12 제 4항

대규모 상장회사의 감사위원 선임 또는 해임 시 사외이사인 감사위원과 사외이사가 아닌 감사위원을 구분하지 않고 **모든 주주에 대해 의결권을 최대 3%로 제한한다.**
다만 사외이사가 아닌 감사위원을 선임 또는 해임하는 경우 **최대주주에 대해서는 특수관계인 등이 보유한 주식을 합산하여 3%의결권 제한을 적용한다.**

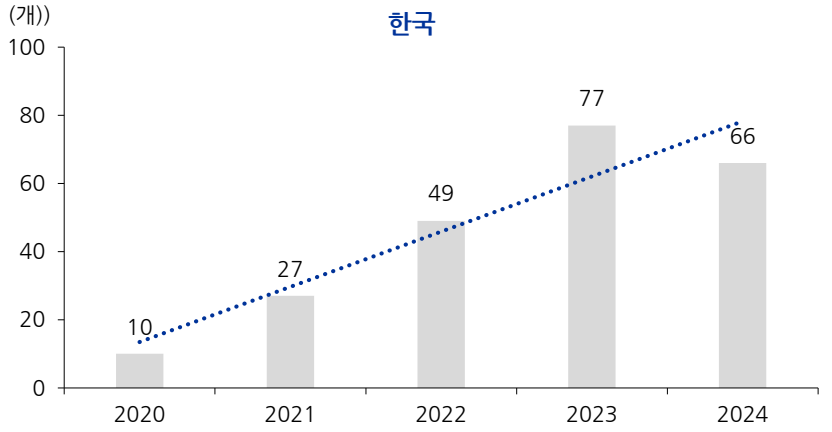
자료: 법령정보센터,유진투자증권

행동주의 펀드의 영향력 확대 중

행동주의 펀드의 환원요구 대상이 된 기업 수 증가 추세

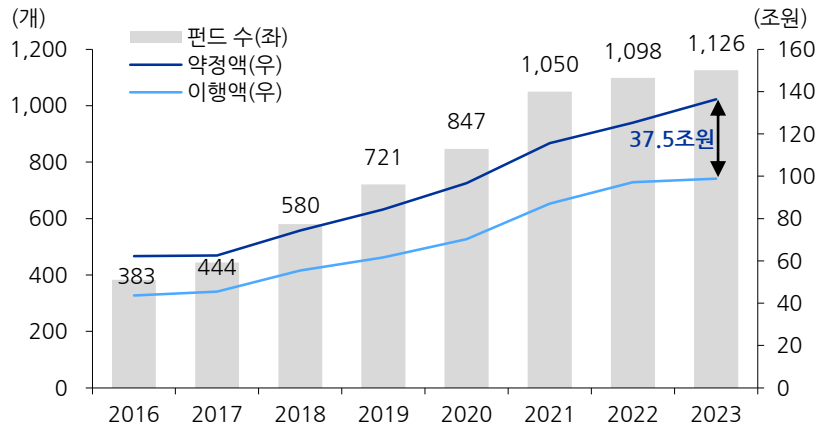
- **2020년 10개에서 2023년 77개로 8배 가까이 성장**, 2024년 66개로 소폭 감소했으나 절대값 자체의 유의미한 성장세 확인
- 2021년 10월 경영참여형 펀드가 기관전용펀드로 변경되고 경영참여 목적 의무 사라졌으나, 비경영참여형 기관전용펀드의 약정액, 이행액, 펀드 수 전체 기관전용 펀드 수 대비 유의미 하지 않아.(2022년 약정액 2조원, 이행액 1조원, 펀드 수 32개, 2023년 2.5조원, 1.5조원 46개)
- 기관전용 사모펀드의 수와 약정액 모두 2016년부터 꾸준히 성장하고 있으며 **2023년 말 기준 이행액과 약정액의 차 37.5조원으로 역대 최대**
- 행동주의 및 경영참여 등 주주의 적극적 개입 가능한 자금 여력 높아지는 중

행동주의 대상 기업 수



자료:insightia 유진투자증권

기관전용 사모펀드 현황



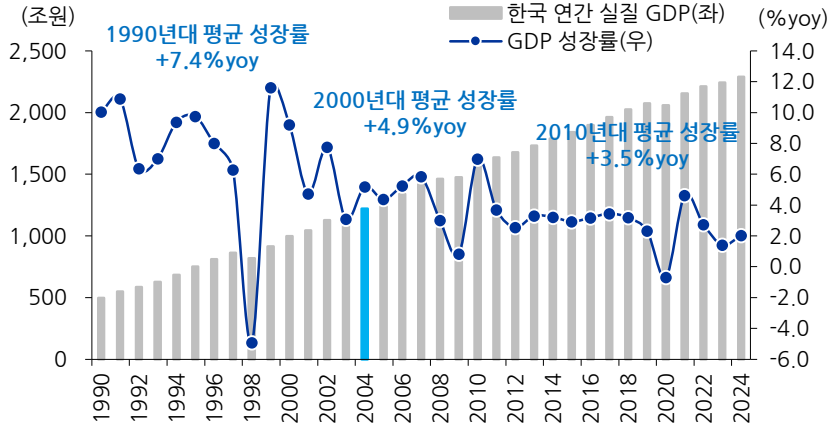
자료: 금감원, 유진투자증권
주) 2021년, 경영참여형 사모펀드 -> 기관전용 사모펀드로 변경(경영참여 의무 삭제)

국가 저성장 국면 진입, 추가 수익률 위한 주주환원 요구 상승

저성장 시대 적극적 주주환원 통한 알파 창출

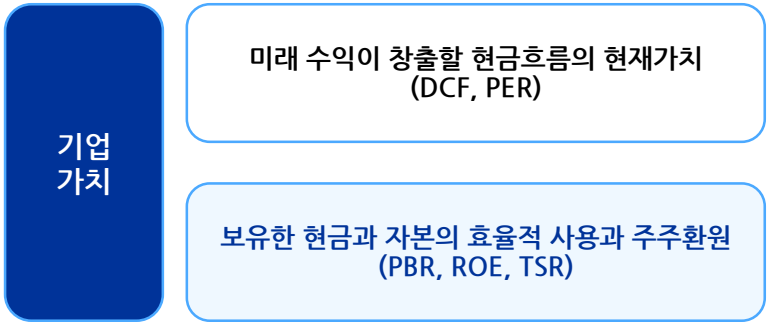
- 0%대 성장 전망 등장, 캐피털이코노믹스(CE), 한국 경제성장률 0.9%로 하향조정, 기존 비관적 견해 추이 감안해도 타 기관들의 성장전망 2% 대에서 1%대로 하향 조정되는 추세 고려 시 향후 국가 성장 속도 하향세에 대비 필요
- 기업가치를 결정하는 요소는 향후 창출할 현금흐름과 **창출한 현금의 주주 및 이해관계자를 위한 효율적 사용**
- 성장세 둔화되는 측면에 향후 창출할 현금흐름이 높은 기업을 찾는 것과 더불어 **보유 자본의 효율적 사용과 주주환원으로 추가수익률을 확보하려는 니즈 강해질 것**, 상법개정 등 정책변화와 행동주의 펀드 영향력 확대는 이런 추세를 반영하고 있음
- 단순히 배당과 자사주 매입을 넘어 기업의 체질을 개선할 수 있는 복합적 주주환원 요구 증가 기대

GDP성장률 꾸준히 감소 중



자료: CEIC 유진투자증권

기업가치의 결정요소 1) 얼마나 벌고, 2) 번 돈을 어떻게 쓰느냐



자료: 유진투자증권

04

중소형주 리레이팅에 주목할 때

국내 행동주의 펀드의 진화 방향성과 일치

국내자본 행동주의 펀드, 중형주 중심 맞춤형 공략하며 저변 확대 중

- 2018년 KCGI 의 한진칼 대상 행동주의로 시작, 조현아 당시 대한항공 부상장 및 반도건설 등 3자 주주연합 구성하며 경영권 분쟁 일으켜 적대적 M&A와 구분 모호했다는 비판, 이후 오스템임플란트, DB하이텍, 현대엘리베이터 등 거치며 주주제안 중심의 행동주의 정체성 확보
- 2022년부터 본격적으로 행동주의 펀드 활동 확대, 역사가 짧아 글로벌 시장 처럼 행동주의가 주가 수익률과 장기 기업가치에 미치는 영향 등의 선행 연구 미진하지만 **중형주 중심 성공 레퍼런스 쌓아가며 한국형 행동주의 정체성을 확립 중**

시계열 별 국내 행동주의 펀드 대상 기업들 시가총액

시기	행동주의 펀드	대상기업	당시 시가총액(십억원)	내용
2021.08	VIP자산운용	아세아	278.3	주주환원율 40%이상 상향, 중장기 주주정책 공시, 기 취득 자사주 소각
2021.12	트러스톤자산운용	BYC	268.0	이사회투명성 확대, 배당확대, 액면분할, 무상증자
2022.02	안다자산운용	SK케미칼	2,264.3	SK바이오사이언스 지분 매각
2022.02	얼라인파트너스	SM엔터테인먼트	1,556.5	라이크기획 계약종료, 사외이사 확대
2022.10	FCP	KT&G	11,958.2	배당확대, 인삼공사 분리상장, 비핵심사업정리 사외이사 선임
2022.11	안다자산운용		12,960.4	배당확대, 인삼공사 분할, 사외이사선임
2022.12	트러스톤자산운용	태광산업	813.9	흥국생명 유상증자 참여 반대
2023.01	얼라인파트너스	JB금융지주	1,768.9	배당확대, 사외이사 선임 등
		KB금융지주	23,634.3	
		하나금융지주	14,617.6	
		신한금융지주	20,809.3	
		우리금융지주	9,246.4	
		DGB금융지주	1,248.3	
		BNK금융지주	2,242.4	
2023.01	KCGI	오스템임플란트	2,782.0	이사회 독립성 강화, 내부통제 강화, 주주환원 강화
2023.02	차파트너스	남양유업	381.6	감사선임, 현금배당, 액면분할

자료: 유진투자증권

대형주 그룹사 일변도였던 과거 외국계 펀드와 비교

IMF이후 일어났던 외국계 헤지펀드의 대형주 그룹사 대상 행동주의와 차별점 있어

- 가장 큰 차이점은 단기차익만을 노리는 먹튀형 행동주의와 비교된다는 점
- 외국계 행동주의 펀드의 국내 대기업 공략은 1999년 타이거펀드의 SKT 대상 행동주의가 시초, 1999년 지분 확보 후 경영권 공격했고 1년만인 2000년, SK계열사에 25% 지분 매각하고 6,300억원 시세차익 확보
- 이후 2003년 소버린의 SK그룹, 2005년 칼아이건의 KT&G, 엘리엇매니지먼트의 현대차그룹, 삼성전자 등 외국계 펀드의 국내 대기업 그룹사 중심 행동주의 전개
- **지분 보유기간 평균 1년, 최대 2년**을 넘지 않았고 공격적인 방식으로 **단기 시세차익 누린 뒤 엑싯**, 자본시장에 염증 남김
- 특히 삼성물산과 엘리엇매니지먼트의 사례는 일반 주주를 배제한 행동주의 펀드만을 위한 보상금 지급 등 대의적 측면에서 명분이 부족한 사례를 남김

외국계 행동주의 펀드의 대기업 그룹주 중심의 행동주의 전개

시기	행동주의 펀드	대상기업	당시 시가총액(십억원)	성공여부	상세	진행기간
1999	타이거펀드	SKT	6,652.0	O	타이거펀드 시세차익 6,300억원	약 1년
2003	소버린	SK그룹	1,179.4	O	소버린 시세차익 7,558억원(600% 이상 수익)	약 2년
2006	칼아이건	KT&G	8,544.0	O	칼아이건 시세차익 1,500억원(44% 이상 수익)	약 1년
2015	엘리엇매니지먼트	삼성물산	8,100.0	△	엘리엇, 합병과정에서 별도 보상금 수령에도 현재까지 법정 소송 진행중	진행중
2018		현대차	35,244.2	X	엘리엇 지분매각 후 철수	약 1년 반

자료: 유진투자증권

결국 중요한 건 투자자간 공감대와 최대주주의 수용

궁극적인 성공 위해 투자자간 공감대 형성과 최대주주의 수용 필요

- 낮은 지분으로 주주행동 하는 특징, 감사위원 분리선출 시 최대주주의 의결권 3% 제한 등 제도적 환경이 뒷받침 하지만 궁극적 성공 위해선 타 투자자와의 연대와 최대주주의 수용 모두 필요
- 무리한 주주환원요구나 합리적이지 않은 행동주의는 타투자자와의 연대를 만드는데 실패해 성공확률 떨어짐, 엘리엇 매니지먼트의 현대차 그룹 대상 행동주의 실패 요인도 무리한 환원요구와 명분이 부족한 행동주의 전개
- 반면, SM엔터테인먼트 대상으로 진행된 얼라인파트너스의 사례는 가장 이상적인 행동주의, 적은 지분으로도 라이크기획과의 용역계약 문제 제기하며 SM엔터테인먼트의 체질개선을 위한 의제 창출, 타투자자와 연대에 성공하며 1% 미만 지분으로 이사회 의석 확보

엘리엇의 현대차그룹 대상 행동주의 사례(실패)

구분	내용
행동주의펀드	엘리엇매니지먼트
대상기업	현대차그룹
지분취득 시기	2018년 4월(현대자동차 2.9%, 현대모비스 2.6%, 기아자동차 2.1%)
요구사항	**1. 현대자동차 - 현대모비스 합병** **2. 8조 3천억원 초고배당 제안** 3. 사외이사 선임
전개과정	현대차그룹 지배주고 개편 작업에 반기, 모비스와 현대차 합병 요구하며 지배구조 간소화 요구 등 이뤄졌으나 주총에서 배당과 사외이사 선임건 원안대로 통과
결과	[실패] - **현대차 자체적인 미래신사업 투자 확대나 비전등이 기존주주들의 긍정적 반응 이끌어내며 명분 확보에 실패** - 실리적 측면에서도 주가 하락으로 인한 손실 등 10억달러 지분 처분

자료: 유진투자증권

얼라인파트너스의 SM엔터테인먼트 대상 행동주의 사례(성공)

구분	내용
행동주의펀드	얼라인파트너스
대상기업	SM엔터테인먼트(現 에스엠)
지분취득 시기	2021년 9월(0.92% 지분 확보)
요구사항	1. 라이크기획과 용역계약 종료(내부거래 제거) 2. 독립성 전문성 갖춘 사외이사 선임 등 12가지 지배구조 개선 방안 3. 배당확대
전개과정	감사위원 선임에 **최대주주 의결권 3%로 제한**된 시점, 국내외 기관들과 소액주주들의 호응 얻으며 감사위원 선임 성공, 라이크기획 계약해지 성공, 12가지 지배구조 개선안도 대부분 수용
결과	[성공] 최초 감사 주주제안이후 근 1년간 29%이상 주가 상승했으나 이후 카카오와 경영권분쟁 국면 들어가며 주가는 슈팅, 수익성 측면에서도 일정부부 유의미하지만 **합리적 제안으로 타 투자자 연대 이끌어낸 것이 성공의 핵심**

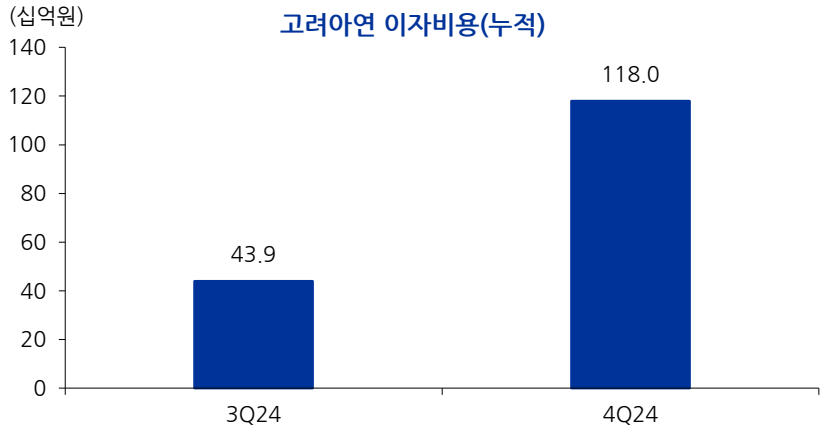
자료: 유진투자증권

중소형주에게 더 유리한 환경

대기업 그룹사의 역사적 트라우마와 행동주의 방어에 수반되는 비용 등 고려

- 2000년대 초 외국계 헤지펀드들의 행동주의로 대기업 그룹사(SK, 삼성, 현대 등)는 행동주의에 매우 보수적인 입장
- KT&G는 의결권 행사 관련 자문과 관련해 200억 이상 사용 추정되고 적대적 M&A와 관련된 사례이긴 하지만 고려아연도 경영권 방어에 자금차입 동원해 이자비용 급증, 해외사례로는 디즈니의 트라이언파트너스와 주총 대결 승리 위한 4,000만달러 사용 등 행동주의 방어에는 자본력이 수반됨
- SK - 소버린 사례 참고 시 행동주의 방어에 필요한 비용은 경제적인 비용 뿐만 아니라 비경제적인 비용까지 포함, 취약한 지분구조로 인해 무리한 공격을 받았고 이후 순환출자 구조 해소와 지주사 전환으로 인한 회계적 비용 수반
- 반면 **중소형주 대상 행동주의 성공 사례들은 궁극적인 기업가치 상승 등 최대주주와도 상생하는 사례 있어,** 레퍼런스 확대되며 자리잡을 경우 **향후에도 환원여력 충분하며 기업가치 저평가된 중소형주 중심 행동주의 확대 예상**

고려아연, 경영권 방어위한 차입에 따른 이자비용 급증



자료: 유진투자증권

SK그룹 지배구조 변화 과정



자료: 유진투자증권

05

중소형주 행동주의 CASE Study

CASE 1: 트러스톤자산운용 vs 태광산업

확보지분율이 높으면 주주제안의 수용에 더 효과적일까?

- **2022년 트러스톤자산운용 태광산업 지분율 5.8% 취득, 평균적인 행동주의펀드들의 취득지분율 1~3% 인 점 고려했을 때 높은 비중 취득**
- 현금성자산의 활용방안 마련, 주식유동성 확대, 합리적 주주환원정책 수립, 정기적 IR계획 수립 등 제안
- 태광산업 경영진은 2022년 초기에는 수용했으나 이후 **2023년 정기주주총회의 주주제안 대부분을 거절**, 3.5%의 지분을 가진 국민연금도 트러스톤의 손을 들었으나 **최대주주 및 특관자의 높은 지분율(54.5%)로 무산**
- 그럼에도 2022년 12월 태광산업의 흥국생명 유상증자 참여를 저지한 것은 큰 성과, 이후 2024년 11월 트러스톤 주주제안 처음으로 수용하며 이사회가 보유하고 있던 SK브로드밴드 지분 16.75%를 SK텔레콤에 양도하기로 의결, 사내이사에 전문성 갖춘 외부 인사들 수용하는 등 장기적으로 유의미한 성과 거둬

트러스톤 - 태광산업 행동주의 히스토리

시기	내용
2022.12	트러스톤, 태광산업의 흥국생면 4,000억원 유증 반대의견
	트러스톤, 태광산업 지분 5.8%에 대해 경영참여 목적으로 변경
2023.02	트러스톤, 주주서한 발송(이사회 정상화 및 사외이사 추천, 자사주 소각, 정기 IR, 자산처분, 주식분할 등)
2023.03	태광산업, 트러스톤 제안 의안 모두 부결
2024.03	태광산업, 트러스톤 추천 이사후보 3인 모두 선입
2024.11	태광산업, SK브로드밴드 지분 매각, 9,000억원 수취
2025.03	트러스톤, 태광산업 이호진 전 회장 경영 복귀 주주서한 발송

자료: 유진투자증권

태광산업 주가 추이



자료: 유진투자증권

CASE 2: 얼라인파트너스 vs JB금융지주

대주주만큼 확보한다면?

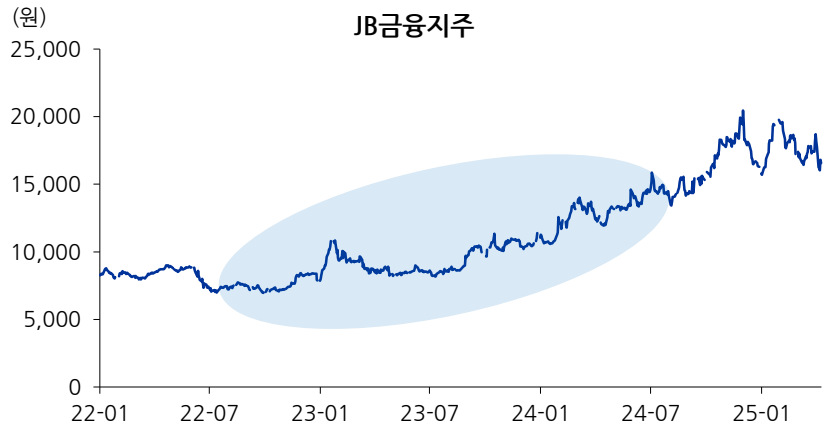
- **얼라인파트너스, JB금융지주의 지분 14.04% 확보, 최대주주인 삼양사 지분 14.64%**와 비교했을 때 행동주의 펀드로서는 매우 큰 지분 확보 사례
- JB금융지주 대상 행동주의는 얼라인파트너스가 진행한 7개 금융지주사들 대상 행동주의 중 하나, 해외은행 대비 극단적으로 낮은 PBR이 투자의 근거가 됐으며 저평가 완화 위해 효율적 자본재배치와 주주환원정책 요구 등 행동주의 진행
- **2023년 주주총회**에서 보통주 자본비율에 기반한 자본 배치정책 도입, 목표 주주환원율에 기반한 중기 주주환원 정책의 이사회 결의 공식 도입 등 요구했으나 **모두 부결, 8.2%의 지분을 소유한 국민연금의 지지를 받지 못한것이 원인**
- 향후 JB금융지주, 얼라인의 제안 일부 수용하며 해당기간동안 JB금융지주의 주가는 상승가도, 행동주의 펀드의 지속적인 관심이 최대주주와 투자자 설득했고 기업가치의 리레이팅까지 이끌어낸 사례

얼라인파트너스 - JB금융지주 행동주의 히스토리

시기	내용
2022.05	얼라인, JB금융지주 지분 14.04% 취득
2023.02	얼라인, 2차 주주서한 발송(중기 자본배치 정책 및 주주환원정책)
2023.03	JB금융지주, 얼라인 제안한 의안 모두 부결
2023.04	얼라인, 3차 주주서한 발송(이사회 개선)
	JB금융지주, 얼라인 추천 이사 선임안건 부결
2024.01	얼라인, 4차 주주서한(이사회 독립성, 전문성 강화, 주주환원 및 거버너스 개선)
2024.03	얼라인파트너스 추천 사외이사 2인 JB금융 이사회 입성

자료: 유진투자증권

JB금융지주 주가 추이



자료: 유진투자증권

CASE 3: FCP, 안다자산운용 vs KT&G

인적분할 후 재상장, 기존에 없던 창의적이고 효과적인 주주가치 재고 요구

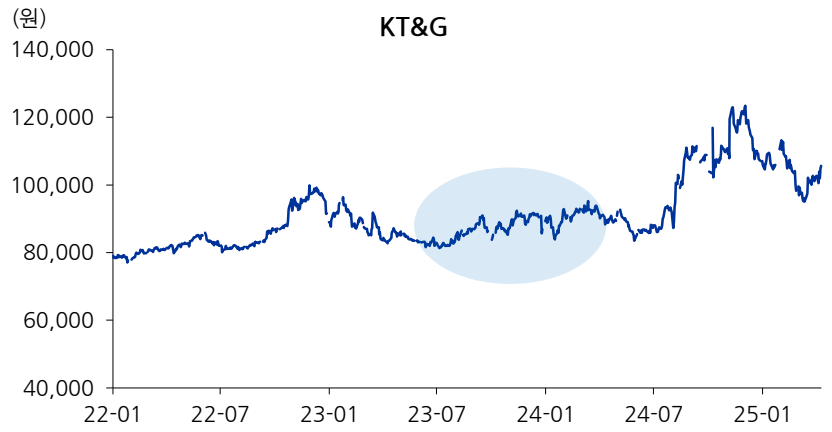
- 2022년 10월 FCP, 안다자산 KT&G 대상 주주제안 송부(인삼공사 분할상장, 사외이사 선임, 자사주 소각 등 내용 담겨)
- 필립모리스 등 글로벌 담배회사 대비 저평가가 투자 목적, 당시 대다수의 행동주의 펀드가 기업가치 상승을 위해 요구한 주주환원 확대와 지배구조 개선 이외에 **핵심자회사인 인삼공사의 인적분할과 상장을 통해 모회사의 리레이팅을 기획**한 사례
- **안다자산이 주장한 인삼공사 기업가치 4조원, FCP는 1조 9천억원**에 지분 100%매입하겠다는 인수의향까지 밝혀
- 두 펀드의 제안 모두 기각, **KT&G의** 분할 시 기업가치는 오히려 줄어들고 양사간 시너지 효과도 잃는다는 **주장이 타 주주들에게 더 설득력 있게 작용**

FCP/안다자산운용 - KT&G 행동주의 히스토리(2022-2023)

시기	내용
2022.10	FCP 1차주주제안 송부(인삼공사 분할상장, 배당확대, 자사주 소각 등)
	안다자산, 주주제안 송부(인삼공사 분할상장, 자사주 소각 등)
2023.01	FCP, 2차 주주제안 송부(인삼공사 분할상장, 주주환원, 사외이사 선임 등)
	KT&G, 인베스터데이 개최(4조원 설비투자 등 미래성장 전략, 주주친화책 발표)
2023.02	FCP, KT&G에 의안상정 가처분 소송 제기
2023.03	FCP, 인삼공사 분할상장안건 가처분 소송 취하
	안다자산, KT&G에 의안상정 가처분 소송 제기
	KT&G 정기주주총회 34개 안건 제시
	법원, 안다자산 인삼공사 분할상장 안건 기각
	국민연금, KT&G 이사회 제안 주총 안건 찬성
	KT&G, 정기주주총회 개최(KT&G측 의안 모두 통과)

자료: 유진투자증권

KT&G 주가 추이



자료: 유진투자증권

CASE 4: 얼라인파트너스 vs SM엔터테인먼트

합리적인 주주제안이 형성하는 투자자간 컨센서스가 이렇게 중요합니다

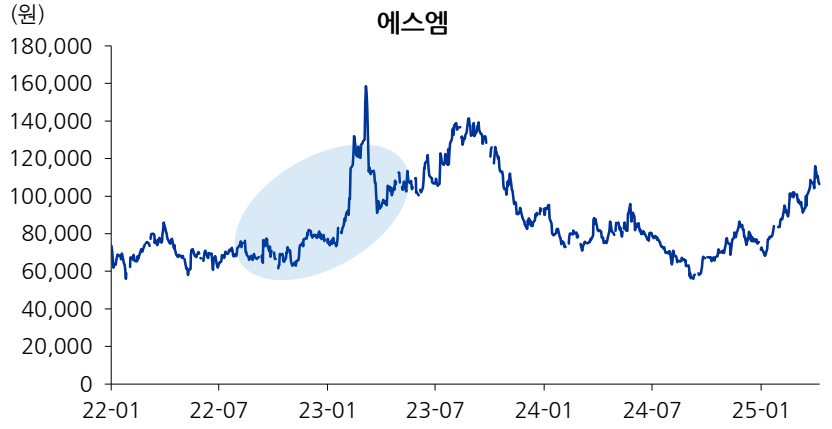
- 행동주의 펀드가 명확한 논리와 설득력 갖췄을 때 다른 기관 투자자들의 지지를 통해 기업가치에 변화를 줄 수 있음을 보여준 사례
- 얼라인파트너스가 확보한 SM엔터테인먼트 지분 0.92%로 1%미만 이었지만 **독립된 감사 선임과 최대주주의결권 3%제한으로 이사회 진입 성공**
- **라이크기획과의 용역계약 종료** 등 회사 영업의 본질적인 부분에서 주주제안, 소액주주, 타 기관투자자 연대 이끌어내며 성공
- 직후 카카오와 하이브의 경영권 분쟁 국면으로 넘어가며 주가 오버슈팅, 정량적으로 행동주의 성공이 주가상승에 얼마나 기여한지 파악은 어렵지만 **적은 지분에도 합리적 제안이 투자자간 연대를 이끌어내며 정성적인 기업가치 상승에 기여한 모범적 사례**

얼라인파트너스 - SM엔터테인먼트 행동주의 히스토리

시기	내용
2022.02	얼라인파트너스, SM엔터테인먼트 지분 0.95% 취득
	감사선임 포함한 최초 주주제안
2022.03	SM엔터테인먼트, 얼라인이 요구한 감사후보 선임
2022.08	얼라인파트너스, 라이크기획 계약 종료 요구
2022.10	SM엔터테인먼트, 라이크기획과 연말까지 계약종료 공시
2022.12	얼라인파트너스, 이사회구조개편 제안(사외이사 과반구성, 보상위원회 설치 등)
2023.01	SM엔터테인먼트, 얼라인 요구 수용

자료: 유진투자증권

SM엔터테인먼트 주가 추이



자료: 유진투자증권

CASE 5: VIP자산운용 vs 아세아

재벌구조에 대한 높은 이해도 기반으로 환원 확대시켜 기업가치 상승

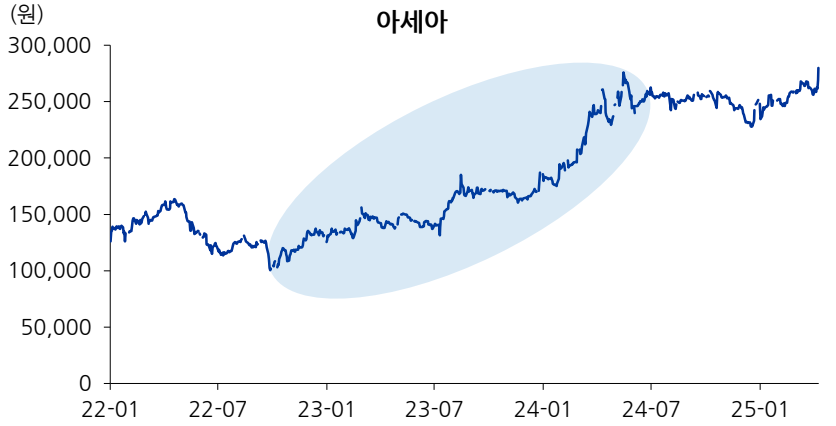
- 2022년 2월 아세아 일반투자목적 공시하며 주주서한 추진, **2024년 1분기 말 기준 보유지분 12.11%**
- 당시 시가총액의 절반에 달하는 현금성자산으로 현금 유기상태인 점, 비즈니스모델 유사한 한일홀딩스 대비 1/3미만인 멀티플 등 저평가 상태 포착하며 행동주의 시작
- 2017년 이병무 현 명예회장이 아세아 10만주를 이훈범(장자, 아세아시멘트 대표)에게 증여하며 승계 작업 시작, **오너 3세로 승계되는 타이밍에 기업체질 개선할 수 있는 기회 포착**한 것으로 파악
- 주주환원율 40%이상 상향, 중장기 주주정책 공시, 기취득 자사주 소각 등 주주제안 적극적으로 수용하며 기업가치 상승, 이외에도 오너일가 비상장 가족회사인 삼봉개발로의 터널링 등 지적하며 기업가치와 일반주주가치 함께 증가 시킨 사례

VIP자산운용 - 아세아 행동주의 히스토리

시기	내용
2017.06	이병무 회장, 이인범 대표에게 아세아 주식 10만주 증여
2018.08	VIP자산운용, 아세아 지분 5.14% 취득
2022.05	VIP자산운용, 일반투자목적 공시
	VIP자산운용, 주주서한 발송(배당확대 및 자사주 매입소각, 이사회 구성 독립성 강화, 지배구조 투명성 확립)
2022.06	아세아, 응답 없음
2023.03	**아세아, 정기주주총회에서 배당확대 및 자사주 매입 소각 일부 반영**
2023.07	**아세아, 자사주 소각(40억원)**
2024.02	**아세아, 자사주 소각(40억원)**
2024.11	**아세아, 자사주 소각(40억원)**
2025.02	**아세아, 자사주 소각(40억원)**

자료: 유진투자증권

아세아 주가추이



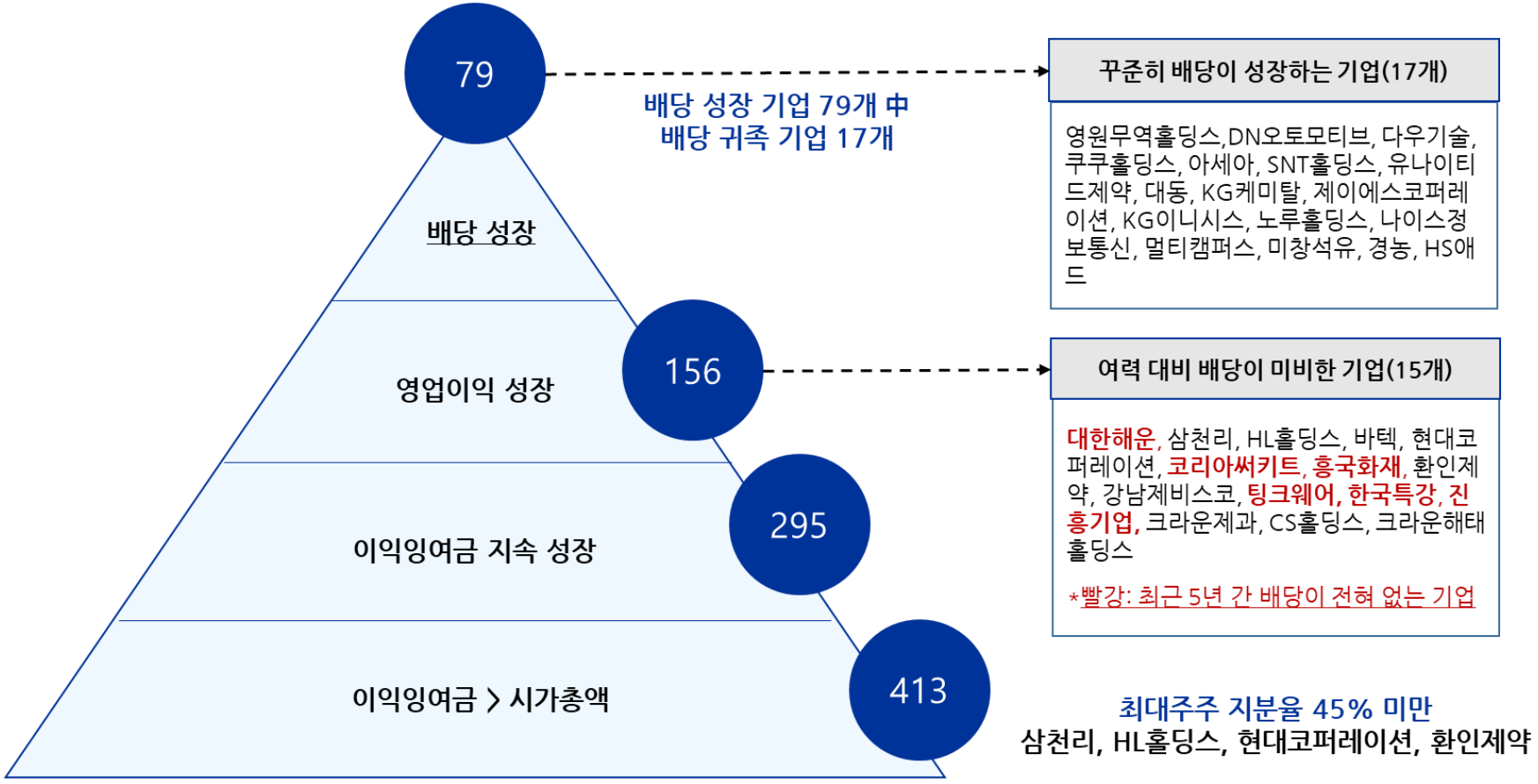
자료: 유진투자증권

06

종목 선별 과정과 시사점

환원여력과 환원현황을 활용한 중소형주 스크리닝

스크리닝 과정 모식도



자료: 유진투자증권

차시별 스크리닝 기준과 시사점

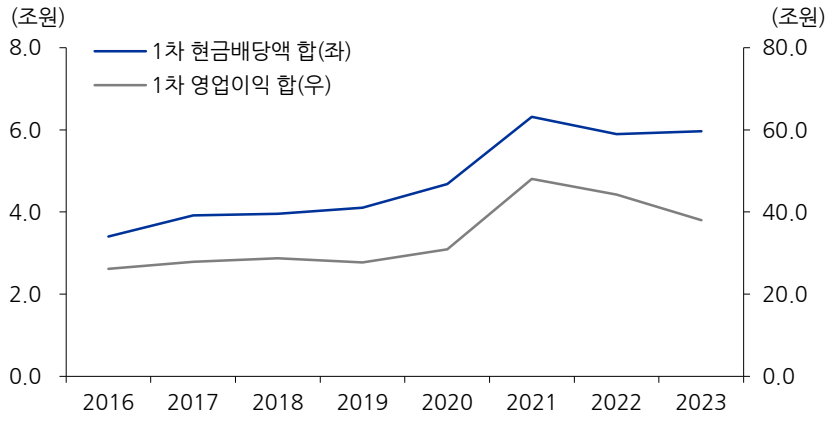
구분	차시	내용	기준	기업 수(개)	차시 별 시사점
모집단	1차	중소형주	**시가총액 1천억 ~ 1조원** ***주가변동성 고려해 당일 상승/하락 제한 폭 30%를 오차범위 적용**	1,454	1. 이익잉여금 2016년부터 역성장 없이 꾸준히 증가 2. 현금배당액은 2021년까지 증가추세 유지하다 2022년부터 감소 및 정체 - 동기간 전체 영업이익과 당기순이익도 감소추세 진입 * 회계적인 실적이 배당기조에 영향 미침
환원여력 확인	2차	잉여금 과다	**3Q24 기준 이익잉여금 > 시가총액**	413	1. 이익잉여금 8개년 연평균 성장률 9.1%로 전체 중소형주(8.6%)대비 소폭 상회 2. 2022년부터 감소 및 정체하던 현금배당액 추이가 더욱 급격하게 둔화 - 동기간 당기순이익 감소세는 직전기준 대비 모호했지만 영업이익의 감소세가 강화 * 당기순이익보다 영업이익의 변동성이 주주환원 기조에 영향 많이 미침
	3차	잉여금 성장	2019년부터 2023년까지 **- 5개년 연속 이익잉여금 성장했거나** **- 역성장한 해가 2개년도 이하인 기업**	295	1. 이익잉여금과 현금성자산 추이 직전 차시와 유사 2. 현금배당액, 영업이익, 당기순이익 지표 모두 직전차시 대비 개선 **- 하지만 영업이익과 당기순이익 개선세 대비 현금배당액 개선세 미진** * 업황 둔화에 따른 배당 축소기조 대비 업황 개선에 따른 배당 확대 기조 약함
	4차	현금성자산 확인	실질적 배당 가능 여부 확인 위해 **- 현금성자산 50억 미만 기업 제거(정량)** **- 업종 특이성 등 고려한 정성 기준도 추가 적용(정성)**	265	* 직전차시 대비 유의미한 시사점 없음
	5차	영업이익 성장	2019년부터 2023년까지 5개년 중 **- 3개년 이상 적자거나 역성장** **- 최근 3개년 이익성장세가 없거나 둔화한 기업 제외**	156	*** 3차기준에서 나타난 현금배당액은 영업이익의 하락에만 높은 탄력성을 가짐**
환원여부 확인	그룹 A	배당 성장	2019년부터 2023년까지 **- 5개년 연속 전년비 현금배당액 성장했거나** **- 역성장 한 해 2개년도 이하인 기업들 포함**	79	1. 배당성장 기업들은 영업이익 역성장에도 배당 성장세 유지 *** 영업이익이 현금배당액을 결정짓는 주요 요소지만 배당 성장이 하나의 기업문화로 자리잡은 기업의 경우 실적의 역성장에도 배당성장기조는 유지**
	그룹 A-1	배당 귀족	그룹 A중 2019년부터 2024년까지 **- 성장한 해가 5개 이상인 기업들(정량)** **- 중 성장하지 않은 해가 유의미하게 역성장 했거나 성장률이 둔화되고 있는 기업 제거(정성)**	17	*** 배당성장 그룹에서 보여줬던 배당성장세 유지 추세가 더욱 강화**
	그룹 B	배당 미비	5차기준 기업들 중 2019년부터 2023년까지 **- 5개년 모두 배당액 없음** **- 전년대비 배당액 감소** **- 성장세 없이 정액배당만 진행한 기업**	15	1. 이익잉여금의 성장세, 현금성자산의 변동성 배당성장그룹과 큰 차이 없음 2. 오히려 영업이익 성장세 지표는 배당성장그룹보다 양호했으나 *** 배당성장과 관련해서는 변동성 X,** *** 실적이 배당확대에 중요한 요소지만 하나의 문화로 자리 잡았는지의 여부가 중요함**

영업이익은 현금배당액과 밀접한 지표

모집단(중소형주)과 **2차 분류 표본**(잉여금>시가총액)**에서 밀접한 상관관계 보여**

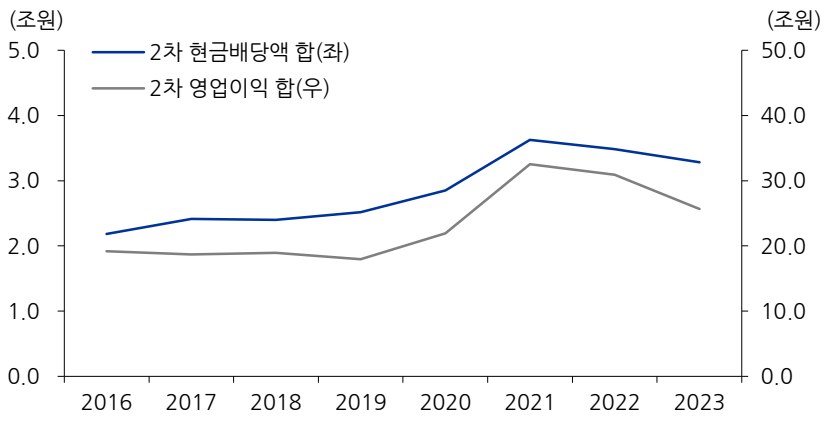
- 전체 중소형주(1,454개)의 2016년부터 2023년까지의 연도별 현금배당액의 합과 영업이익의 합 높은 상관관계 보여, **상관계수 0.951**
- 이익잉여금이 시가총액보다 높은 기업들의 집단인 2차 분류 기업들(413개) 에서도 높은 상관관계, **상관계수 0.957**
- FCF(잉여현금흐름)도 중요한 지표지만 업황을 가장 직관적으로 표현하는 영업이익이 기업의 주주환원(현금배당)에 큰 영향을 미침

1차 분류(모집단, 중소형주)의 현금배당액, 영업이익추이



자료: 유진투자증권

2차 분류(잉여금>시가총액)기업들의 현금배당액, 영업이익 추이



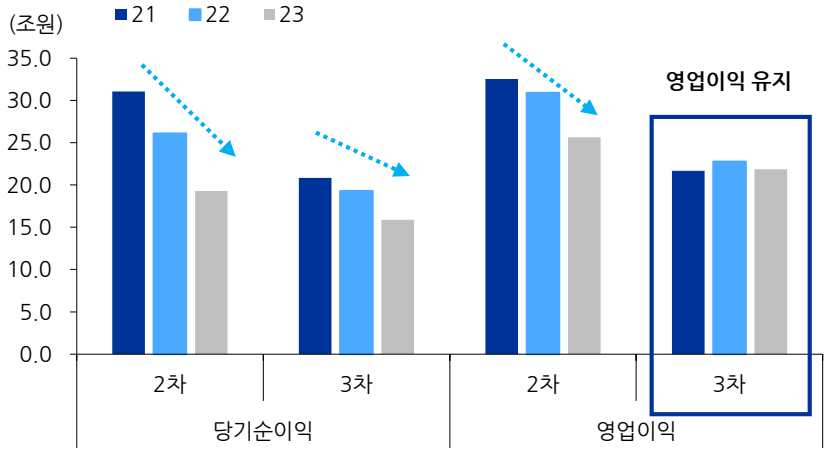
자료: 유진투자증권

영업이익이 당기순이익보다 현금배당액에 미치는 영향 커

당기순이익보다 업황을 가늠하는 직관적인 지표이기 때문

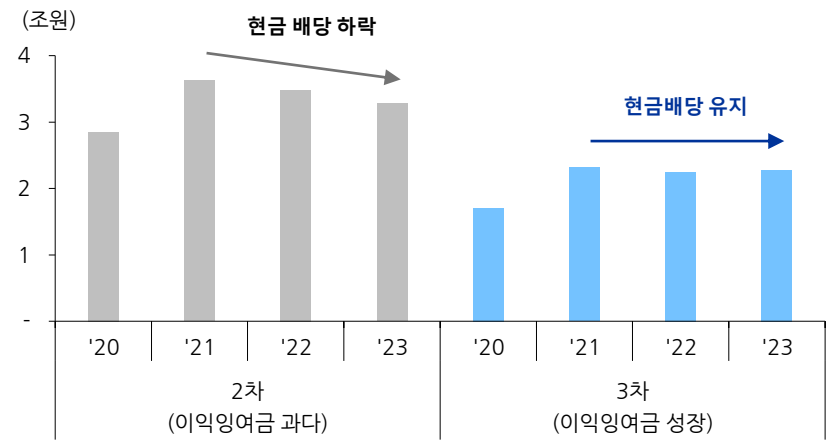
- **2차**(잉여금>시가총액) -> **3차**(잉여금 성장) 분류 과정에서 눈에 띄는 변화는 **영업이익의 감소세가 둔화 된 점**
- 영업이익이 양호했던 기업들이 이익잉여금 성장을 이룰 수 있었던 것으로 파악
- 2차 분류 기업들 현금배당액 2021년부터 감소한데 반해 **3차 분류 기업들의 현금배당액은 동기간 유지**
- 당기순이익은 2차 분류 기업들과 동일하게 감소했던 점 고려하면 **당기순이익 보다 영업이익과 현금배당액의 상관관계 높아, 영업이익의 성장이 향후 주주환원을 위한 필요조건**

잉여금 성장한 집단의 영업이익만 유지, 그외 모두 감소세



자료: 유진투자증권

영업이익의 감소세 둔화에도 현금배당액 감소 추세 변화 미미



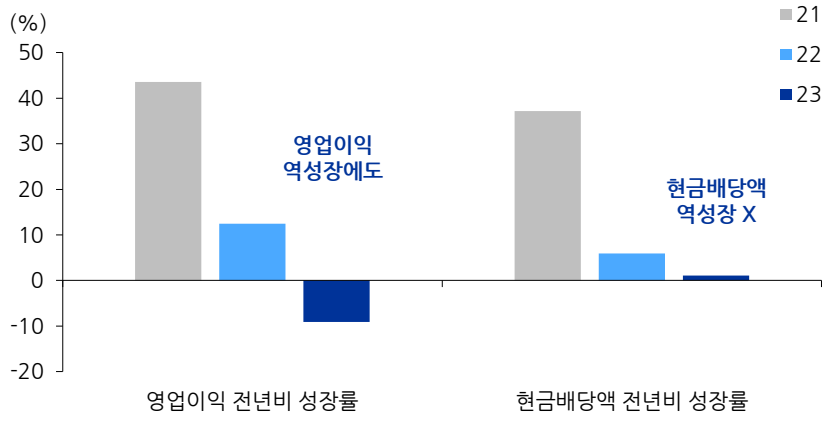
자료: 유진투자증권

주주환원이 자리잡은 기업은 업황의 둔화에도 배당 늘려

배당성장그룹은 영업이익이 역성장에도 현금배당액 증가

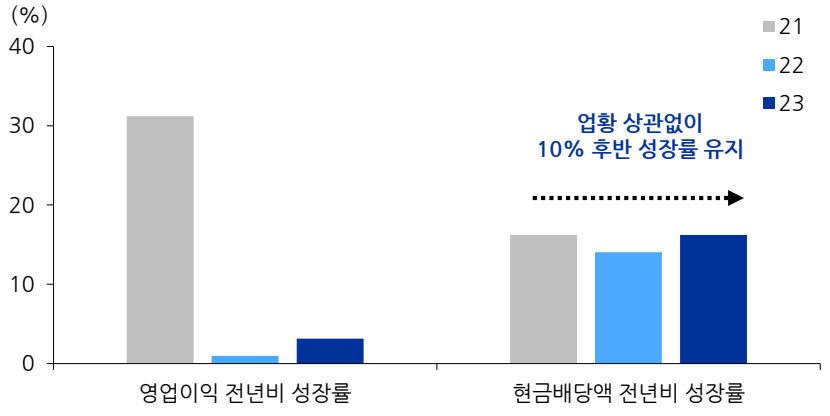
- 2019년부터 2023년까지 5개년간 현금배당액 성장한 해 3개 이상인 '**배당성장그룹**'은 영업이익의 역성장에도 현금배당액 증가
- 위 현상, 동기간 현금배당액 성장한 해 4개 이상, 유의미한 역성장 있는 경우 제거한 **배당귀족 그룹에서 더 강화**
- '**배당귀족그룹**'은 영업이익 추이 상관없이 매년 현금배당액 성장률 10% 후반대로 높게 유지
- 영업이익과 현금배당액간 상관관계 높지만 주주환원 기조 자리잡은 기업들은 업황의 둔화에도 꾸준히 배당성장

배당성장그룹 영업이익과 현금배당액 성장률 추이



자료: 유진투자증권

배당귀족그룹 영업이익과 현금배당액 성장률 추이



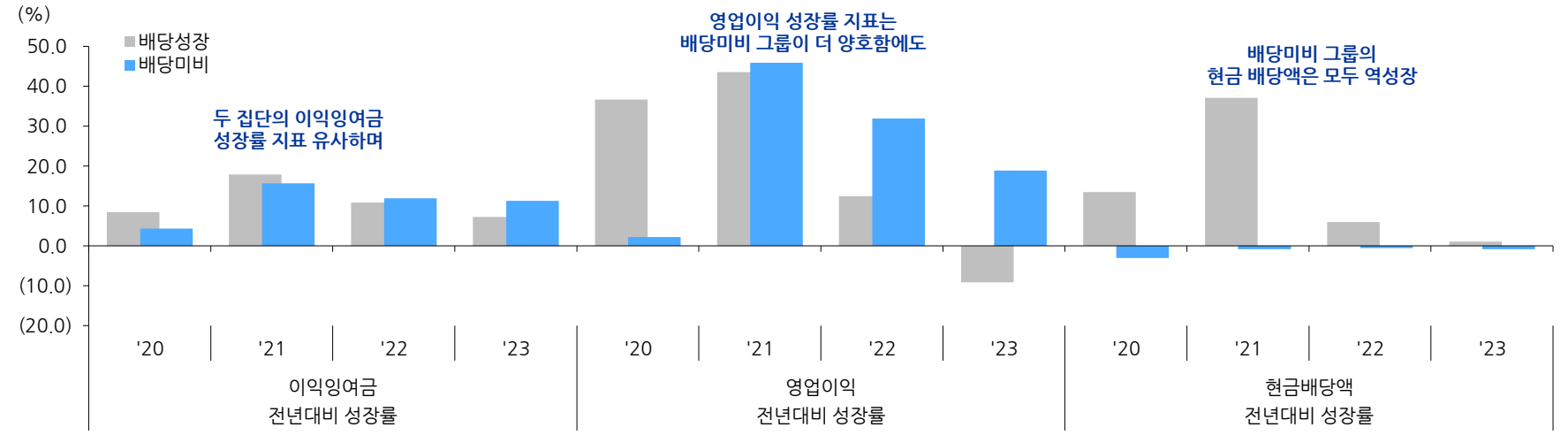
자료: 유진투자증권

배당미비 집단의 업황 지표가 배당성장 집단 보다 양호

영업이익 성장세 둔화 기조는 비슷하지만 오히려 배당미비 기업이 꾸준히 성장

- 2019년부터 2023년까지 5개년 동안 **배당을 하지 않거나** 성장세 없이 **정액 배당**했거나 현금배당액 **역성장** 한 기업 집단
- **미진한 환원정책 대비 영업이익 지표는 배당성장 집단보다 양호해**
- 이익잉여금과 현금성자산 등 환원여력도 충분, 충분한 환원여력과 배당성장그룹도 상회하는 업황 지표로 **향후 환원 확대 될 경우 주가 업사이드 가장 높은 기업집단**

배당성장 그룹 지표 vs 배당미비 그룹의 성장률 지표



자료: Quantiwise, 유진투자증권

첨부. 배당귀족 그룹 기업 목록

배당귀족 기업들의 환원 여력 추이

(단위: 십억원)	시가 총액	이익잉여금						현금성자산					
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2019	2020	2021	2022	2023	2024
영원무역홀딩스	1,268.1	938.8	1,122.0	1,328.9	1,746.5	2,064.3	2,342.9	547.4	964.6	849.5	1,000.9	1,183.9	1,273.0
DN오토모티브	1,357.5	888.0	919.3	978.8	1,149.7	1,397.3	1,835.1	122.9	167.6	571.6	509.4	442.1	364.1
다우기술	951.2	1,058.6	1,315.8	1,667.2	2,016.8	2,205.6	2,526.3	276.1	1,171.3	1,324.2	250.5	1,842.2	2,035.1
쿠쿠홀딩스	865.9	1,121.0	1,206.9	1,312.7	1,411.8	1,517.0	1,619.5	7.9	25.4	39.7	127.5	118.1	185.0
아세아	559.6	951.2	989.3	1,089.7	1,169.7	1,250.9	1,299.2	208.8	191.6	225.8	212.5	264.2	245.9
SNT홀딩스	520.9	528.0	555.6	626.7	670.4	747.5	972.6	375.9	364.8	351.1	321.7	334.2	390.6
유나이티드제약	334.0	248.1	269.9	293.3	333.1	375.5	401.4	40.0	40.5	60.8	26.9	23.9	33.7
대동	269.4	184.5	201.9	235.3	271.9	288.8	258.3	18.7	39.6	56.7	128.5	64.3	62.5
KG케미칼	267.4	260.9	304.3	374.6	701.9	776.2	817.9	327.3	237.1	363.7	388.9	290.8	367.9
제이에스코퍼레이션	106.0	84.3	81.4	123.5	178.6	277.7	364.3	29.9	34.7	32.3	51.8	113.9	85.0
KG이니시스	238.6	183.3	216.9	256.5	304.8	373.8	398.0	255.1	206.1	272.8	179.8	96.7	105.3
노루홀딩스	191.7	301.2	311.3	308.3	330.5	349.2	394.8	87.6	125.5	127.5	114.8	144.3	133.4
나이스정보통신	186.7	227.0	236.6	272.4	309.2	331.7	363.8	147.6	221.0	230.8	222.3	286.8	240.6
멀티캠퍼스	209.2	135.6	142.0	159.4	186.1	212.9	234.5	10.9	22.6	28.3	34.3	33.5	22.8
미창석유	172.9	253.9	270.5	300.4	319.2	362.6	407.8	26.3	56.2	37.4	25.9	30.3	33.8
경농	178.8	133.4	142.1	150.3	170.9	179.1	188.5	11.9	13.3	26.4	42.5	33.0	42.9
HS애드	116.3	79.9	84.4	97.9	109.2	118.3	132.7	56.2	69.3	61.1	67.3	108.7	63.2

자료: Quantiwise, 유진투자증권

첨부. 배당귀족 그룹 기업 목록

배당귀족 기업들의 환원 여력 전년비 성장률 추이

(단위: %)	시가총액	이익잉여금						현금성자산					
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2019	2020	2021	2022	2023	2024
영원무역홀딩스	1,268.1	13.5	19.5	18.4	31.4	18.2	13.5	1.3	76.2	(11.9)	17.8	18.3	7.5
DN오토모티브	1,357.5	6.8	3.5	6.5	17.5	21.5	31.3	(19.0)	36.3	241.1	(10.9)	(13.2)	(17.7)
다우기술	951.2	19.0	24.3	26.7	21.0	9.4	14.5	(43.2)	324.3	13.1	(81.1)	635.3	10.5
쿠쿠홀딩스	865.9	5.6	7.7	8.8	7.6	7.5	6.8	(65.3)	223.9	56.3	220.9	(7.4)	56.6
아세아	559.6	4.4	4.0	10.1	7.3	6.9	3.9	(2.7)	(8.3)	17.9	(5.9)	24.3	(6.9)
SNT홀딩스	520.9	11.9	5.2	12.8	7.0	11.5	30.1	39.8	(2.9)	(3.7)	(8.4)	3.9	16.9
유나이티드제약	334.0	11.7	8.8	8.7	13.6	12.7	6.9	64.5	1.2	50.3	(55.8)	(11.1)	40.9
대동	269.4	(0.2)	9.4	16.6	15.5	6.2	(10.5)	26.3	112.4	43.0	126.8	(50.0)	(2.9)
KG케미칼	267.4	53.7	16.6	23.1	87.4	10.6	5.4	81.1	(27.6)	53.4	6.9	(25.2)	26.5
제이에스코퍼레이션	106.0	1.4	(3.3)	51.6	44.6	55.4	31.2	152.2	16.3	(7.0)	60.3	120.0	(25.4)
KG이니시스	238.6	31.4	18.3	18.3	18.8	22.6	6.5	53.3	(19.2)	32.3	(34.1)	(46.2)	8.9
노루홀딩스	191.7	(0.4)	3.4	(1.0)	7.2	5.7	13.1	(8.4)	43.3	1.6	(9.9)	25.7	(7.5)
나이스정보통신	186.7	12.8	4.3	15.1	13.5	7.3	9.7	(4.0)	49.8	4.4	(3.7)	29.1	(16.1)
멀티캠퍼스	209.2	13.1	4.7	12.3	16.7	14.4	10.1	(25.3)	108.1	25.3	20.9	(2.4)	(31.9)
미창석유	172.9	10.0	6.5	11.1	6.3	13.6	12.5	7.1	113.4	(33.4)	(30.8)	17.0	11.5
경농	178.8	0.2	6.5	5.8	13.7	4.8	5.3	(3.5)	12.4	97.7	61.3	(22.4)	30.1
HS애드	116.3	16.8	5.6	16.0	11.5	8.4	12.2	33.7	23.2	(11.7)	10.0	61.6	(41.8)

자료: Quantiwise, 유진투자증권

첨부. 배당귀족 그룹 기업 목록

배당귀족 기업들의 영업이익과 현금배당액 추이

(단위: 십억원)	시가 총액	영업이익						현금배당액					
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2019	2020	2021	2022	2023	2024
영원무역홀딩스	1,268.1	299.0	340.8	570.5	1,002.2	872.6	517.1	11.6	13.9	23.2	35.4	46.1	62.1
DN오토모티브	1,357.5	80.2	69.6	89.7	421.5	490.4	522.9	13.1	17.2	17.2	21.6	25.9	52.0
다우기술	951.2	507.5	1,015.4	1,257.2	718.7	639.9	1,174.7	17.3	21.6	26.0	25.9	30.2	60.4
쿠쿠홀딩스	865.9	74.5	102.3	107.0	87.9	86.6	103.2	18.7	20.5	21.8	24.9	34.2	37.3
아세아	559.6	158.4	147.0	228.9	232.6	240.4	172.4	3.3	3.7	5.6	6.7	8.6	8.9
SNT홀딩스	520.9	126.3	127.1	125.6	144.7	179.0	231.2	7.6	9.6	10.1	10.1	11.6	23.1
유나이티드제약	334.0	34.5	40.1	33.2	48.2	55.0	56.3	4.9	5.2	5.5	5.9	6.1	6.6
대동	269.4	24.1	33.1	38.2	88.3	65.4	18.5	1.2	1.7	1.7	2.3	2.4	2.4
KG케미칼	267.4	118.0	243.0	448.2	501.1	442.6	318.8	4.5	5.2	6.9	6.9	8.2	8.9
제이에스코퍼레이션	106.0	11.1	8.0	61.0	81.5	84.0	121.3	6.4	5.6	7.6	10.7	11.5	11.9
KG이니시스	238.6	82.2	98.0	106.7	106.5	106.3	61.0	8.8	9.3	10.7	10.7	11.2	13.3
노루홀딩스	191.7	25.0	35.8	26.7	29.6	67.8	72.6	4.2	4.7	4.7	5.2	5.3	5.8
나이스정보통신	186.7	35.6	36.7	46.8	48.1	36.7	39.9	4.3	4.3	5.5	6.0	6.6	7.1
멀티캠퍼스	209.2	24.2	13.7	26.5	41.0	40.3	38.9	3.5	3.0	3.6	4.7	9.5	12.5
미창석유	172.9	17.5	18.7	35.5	44.0	48.0	45.6	3.1	3.2	3.8	3.8	4.2	4.5
경농	178.8	8.7	14.3	16.8	41.0	25.2	26.7	3.9	4.5	6.3	7.2	8.0	8.0
HS애드	116.3	21.9	25.3	22.3	24.8	26.4	29.6	4.9	4.9	5.7	6.5	7.3	8.9

자료: Quantiwise, 유진투자증권

첨부. 배당귀족 그룹 기업 목록

배당귀족 기업들의 영업이익과 현금배당액 전년비 성장률 추이

(단위: %)	시가총액	영업이익						현금배당액					
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2019	2020	2021	2022	2023	2024
영원무역홀딩스	1,268.1	17.3	14.0	67.4	75.7	(12.9)	(40.7)	25.0	20.1	66.6	52.5	30.2	34.8
DN오토모티브	1,357.5	11.9	(13.3)	28.8	370.2	16.3	6.6	49.9	31.7	0.0	25.0	20.0	101.3
다우기술	951.2	56.6	100.1	23.8	(42.8)	(11.0)	83.6	14.3	25.0	20.0	(0.3)	16.7	100.0
쿠쿠홀딩스	865.9	9.8	37.4	4.5	(17.9)	(1.4)	19.2	0.0	10.0	6.0	14.3	37.5	9.1
아세아	559.6	(13.7)	(7.3)	55.7	1.6	3.4	(28.3)	0.0	11.1	50.0	21.1	28.3	3.4
SNT홀딩스	520.9	73.8	0.6	(1.2)	15.2	23.7	29.1	20.1	26.8	5.3	0.0	14.3	100.0
유나이티드제약	334.0	(8.7)	16.4	(17.2)	45.1	14.0	2.4	0.0	6.3	5.6	7.1	4.4	7.8
대동	269.4	361.5	37.6	15.3	131.0	(25.9)	(71.8)	19.2	33.9	0.0	39.2	3.0	1.3
KG케미칼	267.4	62.8	106.0	84.5	11.8	(11.7)	(28.0)	4.4	15.6	33.2	0.0	19.1	8.3
제이에스코퍼레이션	106.0	147.8	(28.4)	666.9	33.6	3.1	44.3	10.8	(12.0)	35.1	42.1	6.9	3.8
KG이니시스	238.6	36.1	19.2	8.8	(0.1)	(0.2)	(42.6)	5.9	6.2	14.3	0.0	5.0	19.1
노루홀딩스	191.7	144.2	43.1	(25.5)	11.1	129.0	7.0	(11.1)	12.5	0.0	11.7	0.2	9.9
나이스정보통신	186.7	0.8	3.2	27.5	2.7	(23.6)	8.5	9.1	0.0	28.3	9.0	8.6	8.1
멀티캠퍼스	209.2	10.8	(43.3)	92.9	55.0	(1.8)	(3.4)	19.7	(16.1)	20.3	33.1	100.0	31.3
미창석유	172.9	38.7	7.1	89.4	24.1	9.1	(4.9)	20.5	3.9	18.9	0.0	12.2	7.1
경농	178.8	(41.2)	64.3	17.4	144.5	(38.5)	6.0	(12.1)	13.7	39.8	14.4	12.4	0.0
HS애드	116.3	(13.9)	15.4	(12.0)	11.4	6.7	11.8	20.0	0.0	16.7	14.3	12.5	22.2

자료: Quantiwise, 유진투자증권

첨부. 배당귀족 그룹 기업 목록

배당귀족 기업들의 사업내용과 최대주주 현황

(단위: %)	사업내용	최대주주 지분율	그룹사 여부	승계	현재 오너	출생 년도
영원무역홀딩스	영원무역, 영원아웃도어, SCOTT 보유 지주회사	46.25	O(영원무역)	성기학 -> 성래은(와이엠에스에이)	성래은	1978년
DN오토모티브	자동차용 튜브, 축전지, 부품, 공장기계 제조 판매	52.16	O(DN)	김만수 -> 김상헌(동아타이어 인적분할)	김상헌	1963년
다우기술	인터넷 서비스 중간지주(키움증권, 한국정보인증 등)	47.41	O(다우키움)	김익래 -> 김동준(이머니)	김동준	1984년
쿠쿠홀딩스	쿠쿠홈시스(렌탈), 쿠쿠전자(제조) 보유 지주회사	64.86	O(쿠쿠)	구자신 -> 구본학(쿠쿠전자 인적분할)	구본학	1969년
아세아	아세아제지, 아세아시멘트 보유 지주회사	45.16	O(아세아)	이병무 -> 이훈범	이훈범	1969년
SNT홀딩스	SNT다이내믹스, 모티브, 에너지 보유 지주회사	64.38	O(SNT)	최평규	최평규	1952년
유나이티드제약	개량신약제조 판매(실로스탄, 아트맥콤비젤 등)	37.54	X	강덕영 -> 강원호	강덕영	1947년
대동	농기계, 주물, 로봇 등 사업 보유	29.17	O(대동)	김준식	김준식	1966년
KG케미칼	KG그룹 지주회사(이니시스, 이데일리, 모빌리티 등)	52.04	O(KG)	곽재선 -> 곽정현(KG제로인)	곽재선	1959년
제이에스코퍼레이션	핸드백, 의류 제조 판매	58.21	X	홍재성 -> 홍종훈	홍재성	1954년
KG이니시스	결제대행, 캐피탈, 미디어 등 보유	41.42	O(KG)	곽재선 -> 곽정현(KG제로인)	곽재선	1959년
노루홀딩스	노루페인트, 노르케미칼 등 보유 지주회사	46.36	O(노루)	한영재 -> 한원석(노루페인트)	한영재	1955년
나이스정보통신	결제단말기, PG, VAN, 포스기 사업	42.74	O(NICE)	김광수 -> 김원우(에스투비네트워크)	김원우	1993년
멀티캠퍼스	IT/직무교육, 외국어교육, 평가 등 사업	62.44	O(삼성)	이건희 -> 이재용(삼성물산)	이재용	1968년
미창석유	산업 특수유 사업(윤활유, 절연유, 등)	40.24	X	유재흥 -> 유재순	유재순	1957년
경농	작물보호제, 비료, 등 사업	66.81	O(동오)	이병만 -> 이용진(동오홀딩스)	이용진	1985년
HS애드	광고업	35.00	O(LG)	구본무 -> 구광모	구광모	1978년

자료: 유진투자증권 정리

첨부. 배당미비 그룹 기업 목록

배당미비 기업들의 환원 여력 추이

(단위: 십억원)	시가총액	이익잉여금						현금성자산					
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2019	2020	2021	2022	2023	2024
대한해운	496.3	393.7	402.4	652.6	810.2	878.5	1,040.6	99.7	95.3	100.6	95.4	109.8	259.8
삼천리	366.6	1,290.6	1,309.5	1,361.9	1,419.0	1,528.5	1,614.0	327.5	501.2	402.4	447.3	314.1	384.6
HL홀딩스	340.4	643.0	664.9	744.4	739.9	852.3	833.2	113.2	141.8	168.5	139.2	175.4	96.0
바텍	309.0	235.2	209.2	258.6	334.7	384.0	436.9	41.6	77.7	86.2	70.0	74.0	89.6
현대코퍼레이션	279.8	433.5	474.6	504.3	575.5	649.8	761.4	162.9	248.0	195.1	356.9	297.9	303.0
코리아써키트	234.6	229.4	237.8	296.5	368.3	330.7	203.8	22.7	89.5	71.5	70.6	89.5	136.9
흥국화재	215.5	194.7	212.2	269.0	323.6	474.7	568.5	181.0	84.2	90.3	64.6	72.6	139.8
환인제약	217.1	254.1	273.2	295.5	314.8	340.0	358.9	18.0	36.1	64.1	36.8	45.4	43.2
강남제비스코	155.0	450.5	471.0	520.4	531.3	537.3	543.8	54.3	75.8	66.5	79.3	85.8	56.6
팅크웨어	105.3	92.5	100.9	107.7	111.0	125.9	136.7	35.1	44.9	41.8	68.4	113.6	90.6
한국특강	113.3	6.7	8.5	42.4	87.1	113.9	109.4	6.5	34.9	43.9	51.1	24.3	35.5
진흥기업	104.5	17.8	38.6	90.8	142.1	185.3	186.6	0.6	2.4	21.8	92.9	192.8	169.2
크라운제과	105.3	32.9	48.0	55.9	87.6	100.1	110.5	6.5	15.5	27.7	29.1	6.4	14.4
CS홀딩스	84.7	179.7	187.2	200.7	216.7	232.1	262.6	102.8	133.8	97.6	115.3	83.5	88.7
크라운해태홀딩스	86.4	220.1	239.5	242.6	254.0	274.2	292.7	25.4	32.7	42.4	40.9	21.1	33.1

자료: Quantiwise, 유진투자증권

첨부. 배당미비 그룹 기업 목록

배당미비 기업들의 환원 여력 전년비 성장률 추이

(단위: %)	시가총액	이익잉여금						현금성자산					
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2019	2020	2021	2022	2023	2024
대한해운	496.3	19.2	2.2	62.2	24.2	8.4	18.5	28.7	(4.4)	5.6	(5.3)	15.1	136.7
삼천리	366.6	2.0	1.5	4.0	4.2	7.7	5.6	111.7	53.0	(19.7)	11.1	(29.8)	22.5
HL홀딩스	340.4	0.6	3.4	12.0	(0.6)	15.2	(2.2)	32.2	25.2	18.9	(17.4)	26.0	(45.3)
바텍	309.0	15.7	(11.1)	23.6	29.4	14.7	13.8	13.5	86.9	10.9	(18.7)	5.7	21.0
현대코퍼레이션	279.8	1.8	9.5	6.2	14.1	12.9	17.2	100.5	52.2	(21.4)	83.0	(16.5)	1.7
코리아써키트	234.6	3.6	3.7	24.7	24.2	(10.2)	(38.4)	(19.0)	294.2	(20.1)	(1.3)	26.9	52.9
흥국화재	215.5	20.5	9.0	26.8	20.3	46.7	19.8	6.0	(53.5)	7.2	(28.5)	12.5	92.4
환인제약	217.1	5.9	7.5	8.2	6.5	8.0	5.6	(53.3)	100.6	77.6	(42.6)	23.4	(4.9)
강남제비스코	155.0	2.4	4.5	10.5	2.1	1.1	1.2	51.3	39.7	(12.3)	19.2	8.1	(34.0)
팅크웨어	105.3	4.3	9.2	6.7	3.1	13.4	8.6	17.9	28.0	(6.9)	63.7	66.0	(20.2)
한국특강	113.3	(77.7)	27.3	396.6	105.7	30.8	(4.0)	(60.9)	437.1	25.9	16.3	(52.5)	46.2
진흥기업	104.5	(1,994.7)	116.8	135.0	56.5	30.4	0.7	(95.3)	298.3	825.5	326.9	107.6	(12.3)
크라운제과	105.3	72.7	45.7	16.4	56.8	14.3	10.3	(63.7)	138.4	79.2	5.1	(78.0)	125.6
CS홀딩스	84.7	5.8	4.1	7.2	8.0	7.1	13.2	31.0	30.1	(27.1)	18.2	(27.6)	6.2
크라운해태홀딩스	86.4	(8.3)	8.8	1.3	4.7	8.0	6.8	(31.2)	28.8	29.7	(3.6)	(48.5)	56.9

자료: Quantiwise, 유진투자증권

첨부. 배당미비 그룹 기업 목록

배당미비 기업들의 영업이익과 현금배당액 추이

(단위: 십억원)	시가총액	영업이익						현금배당액					
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2019	2020	2021	2022	2023	2024
대한해운	496.3	128.8	145.9	203.9	267.7	250.0	328.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
삼천리	366.6	85.6	94.6	71.8	91.2	174.5	114.3	10.7	10.3	10.3	10.3	10.3	10.3
HL홀딩스	340.4	75.4	90.8	139.9	85.9	92.2	90.4	20.9	20.2	19.8	19.6	19.2	18.7
바텍	309.0	42.9	31.6	65.5	79.6	64.0	54.0	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
현대코퍼레이션	279.8	43.5	33.2	35.1	66.8	99.3	133.5	7.6	7.2	7.2	7.2	7.2	8.4
코리아써키트	234.6	13.9	13.4	85.1	99.2	-32.1	-33.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
흥국화재	215.5	44.4	25.9	77.1	263.3	381.0	148.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환인제약	217.1	26.2	28.4	31.3	29.8	30.2	21.5	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6
강남제비스코	155.0	-2.0	2.7	-12.7	4.4	23.2	20.5	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
팅크웨어	105.3	7.8	12.5	12.5	4.5	35.4	26.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
한국특강	113.3	-7.4	7.3	40.2	30.6	47.3	10.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
진흥기업	104.5	28.0	14.7	43.4	50.7	51.7	-4.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
크라운제과	105.3	26.5	23.5	15.9	17.6	28.4	21.1	3.3	3.2	3.2	3.2	3.2	3.6
CS홀딩스	84.7	17.0	15.9	19.7	15.6	19.1	22.3	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
크라운해태홀딩스	86.4	51.2	54.3	39.3	38.4	71.0	67.6	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	2.0

자료: Quantiwise, 유진투자증권

첨부. 배당미비 그룹 기업 목록

배당미비 기업들의 영업이익과 현금배당액 전년비 성장률 추이

(단위: %)	시가총액	영업이익						현금배당액					
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2019	2020	2021	2022	2023	2024
대한해운	496.3	(4.6)	13.3	39.7	31.3	(6.6)	31.5	-	-	-	-	-	-
삼천리	366.6	2.0	10.5	(24.1)	27.1	91.2	(34.5)	0.0	(3.9)	0.0	0.0	0.0	0.0
HL홀딩스	340.4	30.1	20.3	54.2	(38.6)	7.4	(1.9)	(0.4)	(3.3)	(2.1)	(1.3)	(2.1)	(2.3)
바텍	309.0	8.9	(26.3)	107.5	21.5	(19.6)	(15.7)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현대코퍼레이션	279.8	(13.8)	(23.6)	5.5	90.6	48.6	34.4	0.0	(5.1)	0.0	0.0	0.0	16.6
코리아써키트	234.6	(177.5)	(3.3)	535.1	16.5	(132.4)	3.3	-	-	-	-	-	-
흥국화재	215.5	(29.3)	(41.6)	197.7	241.3	44.7	(61.0)	-	-	-	-	-	-
환인제약	217.1	(4.3)	8.6	10.1	(4.7)	1.2	(28.7)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
강남제비스코	155.0	(215.3)	(238.8)	(567.6)	(134.7)	425.4	(11.4)	(9.2)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
팅크웨어	105.3	1.4	59.5	(0.1)	(64.3)	694.6	(26.5)	-	-	-	-	-	-
한국특강	113.3	(263.4)	(198.1)	452.3	(23.8)	54.4	(77.6)	-	-	-	-	-	-
진흥기업	104.5	(20.0)	(47.6)	195.3	16.9	2.1	(109.2)	-	-	-	-	-	-
크라운제과	105.3	30.9	(11.6)	(32.3)	10.8	61.7	(26.0)	0.0	(3.6)	0.0	0.0	0.0	11.9
CS홀딩스	84.7	27.9	(6.6)	23.6	(20.5)	22.4	16.6	0.0	0.0	0.0	(1.8)	(3.6)	(3.7)
크라운해태홀딩스	86.4	14.6	6.2	(27.6)	(2.2)	84.8	(4.9)	0.0	(1.3)	0.0	0.0	0.0	30.0

자료: Quantiwise, 유진투자증권

첨부. 배당미비 그룹 기업 목록

배당미비 기업들의 사업내용과 최대주주 현황

(단위: %)	사업내용	최대주주 지분율	그룹사 여부	승계	현재 오너	나이
대한해운	해운업(벌크선, LNG선, 탱커선 등 보유)	49.4	O(SM)	우오현(삼라, 삼라마이다스) -> 우기원	우오현	1953년
삼천리	도시가스공급업, 발전업, 자동차 매매, 플랜트, 호텔, 투자 등 지주	39.14	O(삼천리)	이만득 -> 이은백, 유상덕 -> 유용욱	이은백 유용욱	1973년 1988년
HL홀딩스	자동차/ IT용 부품/용품 제조 판매(HL만도)등 보유 지주	34.92	O(HL)	정몽원 -> 정지수, 정지연	정몽원	1955년
바텍	덴탈 이미징(치과용 엑스레이)장비 제조 및 판매	53.65	O(바텍네트웍스)	노창준(바텍이우홀딩스)	노창준	1958년
현대코퍼레이션	철강, 자동차, 선박, 건설장비, 화학 등 무역 유통(상사)서비스 제공 지주	24.96	O(현대코퍼레이션)	정몽혁 -> 정현이(현대코퍼레이션홀딩스)	정몽혁	1961년
코리아써키트	PCB 제조 및 판매	52.90	O(영풍)	장형진 -> 장세준(영풍, 영풍전자)	장세준	1974년
흥국화재	손해보험업	80.32	O(태광)	이임용 -> 이호진(흥국생명보험)	이호진	1962년
환인제약	정신신경용제 의약품 제조 및 판매	23.28	X	이광식 -> 이원범	이광식	1947년
강남제비스코	도료, 접착제, 합성수지의 제조 판매	50.64	O(강남)	황성호 -> 황익준	황익준	1980년
팅크웨어	자동차부품(블랙박스, 네비게이션) 및 로봇청소기 유통 판매	40.93	O(유비벨록스)	이흥복(유비벨록스)	이흥복	1974년
한국특강	철강 압연제품 제조	50.05	O(매직홀딩스)	한길구(매직홀딩스)	한길구	1959년
진흥기업	토목 및 건축공사, 플랜트 및 주택건설과 판매 등 종합건설업체	48.57	O(효성)	조석래 -> 조현준(효성)	조현준	1968년
크라운제과	제과 산업	61.68	O(크라운해태)	윤영달 -> 윤석빈(두라푸드)	윤석빈	1971년
CS홀딩스	조선, 자동차, 기타건설부문용 용접재료의 제조 및 판매	73.37	O(CS홀딩스)	장세명 -> 장원영(조선선재 인적분할)	장원영	1975년
크라운해태홀딩스	제과 산업 영위 업체(크라운제과, 해태제과 등) 보유 지주	55.02	O(크라운해태)	윤영달 -> 윤석빈(두라푸드)	윤석빈	1971년

자료: Quantiwise, 유진투자증권

최종 기업 선정

쿠쿠홀딩스, 아세아, 멀티캠퍼스, 한국단자, 유나이티드제약, 대한해운, 현대코퍼레이션 7개 기업 선정

- A유형: 적극적 주주환원이 기업가치에 반영되어 주가가 상승한 기업: **쿠쿠홀딩스, 아세아**
- B유형: 적극적 주주환원에도 기업가치에 반영되지 않아 주가가 상승하지 않은 기업: **멀티캠퍼스, 한국단자, 유나이티드제약**
- C유형: 충분한 환원여력과 탄탄한 실적을 보유했음에도 미진한 주주환원으로 기업가치가 낮은 기업: **대한해운, 현대코퍼레이션**
- **B유형은 중장기적으로 A유형과 같은 주가 흐름 기대**
- **C유형은 자발적 주주환원 개선이나 행동주의 확대 시 기업가치 상승 업사이드가 가장 높은 기업들**

선정기업 목록

(십억원, 배, %)		투자의견	시가총액	매출액	영업이익	PER	PBR	ROE	현금성자산	배당성향	현금배당액
A유형	쿠쿠홀딩스	NR	865.9	833.8	6.0	6.3	0.6	12.1	185.0	27.2	37.3
	아세아	NR	559.6	2,007.4	8.6	9.2	0.4	5.4	245.9	14.3	8.9
B유형	멀티캠퍼스	NR	209.2	352.7	5.7	6.7	1.0	15.1	22.8	40.1	12.5
	한국단자	NR	641.6	1,509.8	4.9	4.5	0.6	14.2	169.3	16.0	22.7
	유나이티드제약	NR	334.0	288.7	9.2	10.3	0.7	8.3	33.7	20.4	6.6
C유형	대한해운	NR	496.3	1,747.2	3.3	3.1	0.3	8.0	259.8	-	0.0
	현대코퍼레이션	NR	279.8	6,995.7	2.1	2.3	0.4	19.6	303.0	6.9	8.4

자료: Quantiwise, 유진투자증권

07

기업분석

쿠쿠홀딩스

(192400)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	16.1	6.0	35.9
절대기준(%)	10.2	2.7	30.4

	현재	직전	변동
투자의견	-	-	-
목표주가(원)	NR	NR	-
영업이익(22)	-	-	-
영업이익(23)	-	-	-

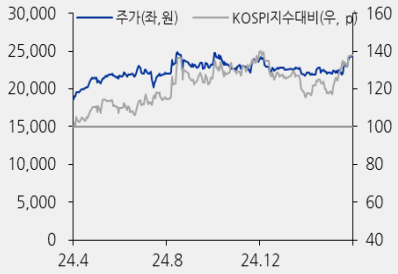
투자의견
N/R
(신규)

목표주가
-
(신규)

RA 이채은_02)368-6143_chaeun.lee@eugenefn.com

현재주가(04/22)	**24,350**
시가총액(십억원)	**866**
발행주식수(천주)	35,562천주
52주 최고가(원)	25,450원
최저가(원)	18,650원
52주 일간 Beta	-0.01
60일 일평균거래대금(억원)	3억원
외국인 지분율(%)	11.9%
배당수익률(2024A)(%)	5.2%
주주구성(%)	
구본학 (외 4인)	64.9
자사주 (외 1인)	12.6

투자의견	**-**
목표주가(12M)	**NR**

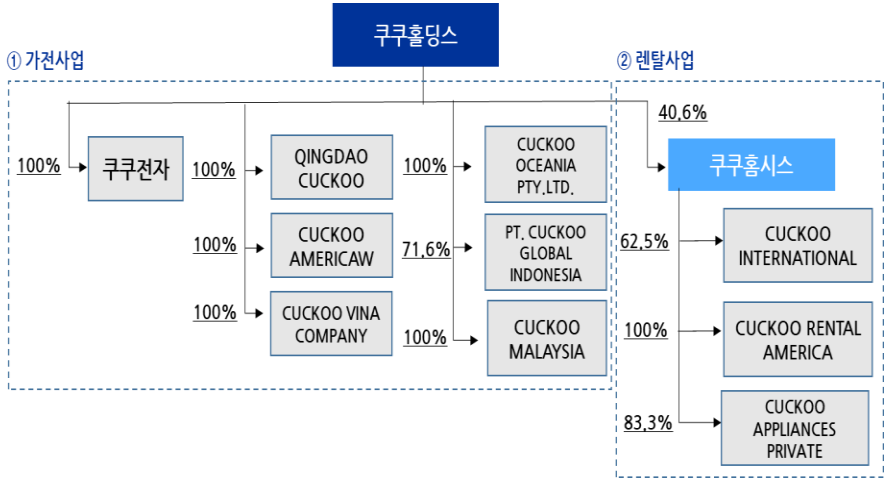


결산기(12월)(십억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	588	685	756	772	834
영업이익	102	107	88	87	103
세전손익	137	160	143	149	172
당기순이익	107	129	117	130	137
EPS(원)	15,003	3,638	3,281	3,659	3,854
증감률(%)	34.3	-75.8	-9.8	11.5	5.3
PER(배)	6.1	24.7	5.2	4.5	5.4
ROE(%)	14.9	15.9	12.7	12.7	12.1
PBR(배)	0.8	0.9	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	3.9	2.8	2.5	2.0	3.2

자료: 유진투자증권

밥솥도 잘하고 배당도 잘해

지배구조



환원 현황

(원, %, 십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
현금배당액	20.51	21.75	24.86	34.19	37.29
DPS	3300	700	800	1100	1200
배당성향	19.22	16.82	21.31	26.27	27.16
현금배당수익률	3.3	3.66	4.86	6.72	5.22
영업이익	74.51	102.34	106.99	87.88	86.63
당기순이익	106.71	129.37	116.69	130.12	137.04
YoY					
현금배당액	10%	6%	14%	38%	9%
DPS	10%	-79%	14%	38%	9%
배당성향	-18%	-12%	27%	23%	3%
현금배당수익률	15%	11%	33%	38%	-22%
영업이익	10%	37%	5%	-18%	-1%
당기순이익	34%	21%	-10%	12%	5%

꾸준히 증가하는 배당 그리고 반응한 주가

배당 모범생 쿠쿠홀딩스, 배당 천재를 향해

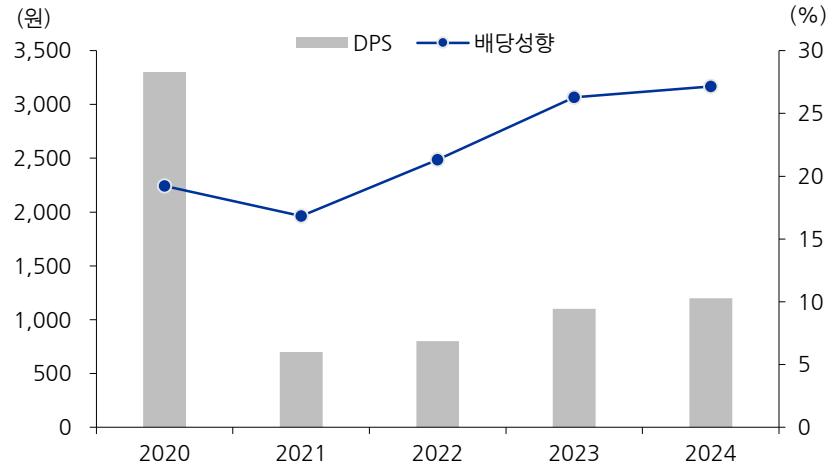
- 쿠쿠홀딩스는 2024년 3개년 배당정책을 발표. 2021년 이후로 꾸준히 배당성향 증가
- 2021년에도 2021~2023년 3개년 중장기 배당정책을 수립한 바 있어(시가배당률 3% 이상 목표, 배당성향 '21년 17% → '23년 26%로 증가) 2024년 연초 대비 연말 기준으로 주가 41% 상승

2024~2026년 3개년 배당정책 발표

항목	내용
기간	2024~2026년 (3년간)
최소 주당 배당금	1,100원
배당 방식	현금 배당
배당 규모	자회사 배당 수입의 약 70% 내외
예상 최소 배당 총액	3년간 약 1,174억 원 (연평균 약 391억원)

자료: 쿠쿠홀딩스, 유진투자증권

배당 성향



자료: 쿠쿠홀딩스, 유진투자증권

주가 히스토리



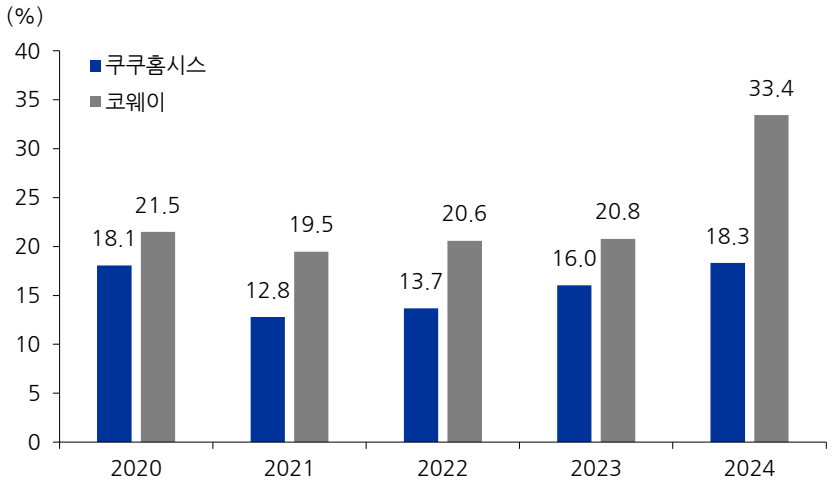
자료: Bloomberg, 유진투자증권

배당금 추가 상향 가능성

쿠쿠홈시스를 통한 배당 증가 가능성

- 쿠쿠홈시스와 유사한 렌탈 사업을 영위하고 있는 코웨이와의 배당 규모를 비교해보면, 코웨이는 '25년 2월 총 1,900억 원의 배당을 결정(주당 배당금 2,630원)한 반면, 쿠쿠홈시스의 경우 '25년 3월 약 220억 원 규모의 배당 결정(주당 배당금 1,000원)
- 현재 쿠쿠홈시스의 말레이시아 법인인 쿠쿠인터내셔널은 '25년 중반 말레이시아 증권거래소 상장 목표. 쿠쿠인터내셔널에 대한 쿠쿠홈시스의 기존 지분 62.5% 중 일부 지분을 구주 매출을 통해 현금화하여 배당 재원으로 활용할 수 있을 것
- 지주회사인 쿠쿠홀딩스가 자회사 배당 수입의 약 70%를 배당할 것이라고 발표한 점을 고려하면 쿠쿠홈시스의 배당 증가가 쿠쿠홀딩스의 배당 증가로 이어질 가능성 높아

쿠쿠홈시스, 코웨이 배당성향 비교



자료: 쿠쿠홈시스, 코웨이, 유진투자증권

쿠쿠인터내셔널 상장 후 쿠쿠홈시스 2025년 주당 배당금 시나리오

전체 공모주식 수 3억 6,536만주		
구주매출 주식 수 2억 2,208만 주		
지분 매각 후 현금화한 금액 추정 (주당 공모가 2.04링깃(추정), 1링깃=322원)		145,879,910,400 (원)
배당 재원으로 활용	배당금(백만원)	주당 배당금(원)
3%	31,267.5	1,394
5%	34,185.1	1,524
7%	37,102.7	1,654
10%	41,479.1	1,849

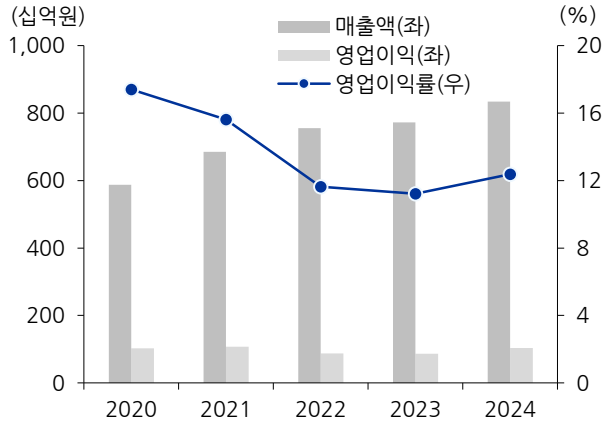
자료: 쿠쿠홈시스, 유진투자증권
주) 2025년 예상 현금배당총액에 합산하여 주당배당금 산출

안정적인 본업을 통한 꾸준한 현금흐름 확보

프리미엄화를 통해 레거시 시장에서 살아남다

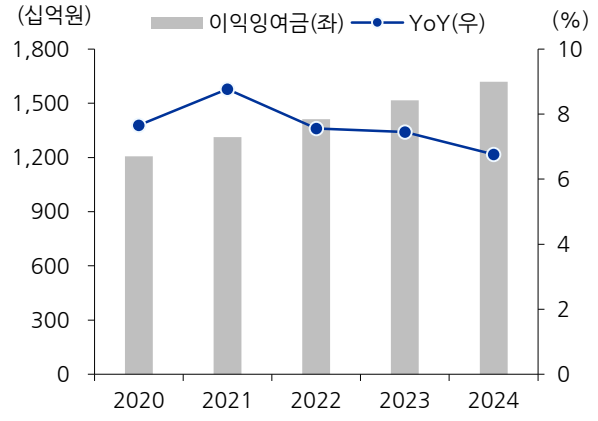
- 쿠쿠홀딩스는 2017년 인적분할을 통해 생활가전 및 렌탈 사업을 담당하는 쿠쿠홈시스, 물적분할을 통해 주방가전을 담당하는 쿠쿠전자를 자회사로 두며 지주회사로 전환
- 국내 전기밥솥 보급률은 93% 수준으로 포화상태이나, 연간 약 300만 대의 판매 대수가 유지되는 점을 고려하면 교체 수요는 지속적으로 발생. 또한, 업계 최초로 출시한 IH압력밥솥은 기존 제품 대비 2~4배 높은 가격에도 기능성 강화 수요 및 건강식에 대한 관심 증가로 시장의 수용성을 확보하며 ASP 상승을 견인

쿠쿠홀딩스 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이



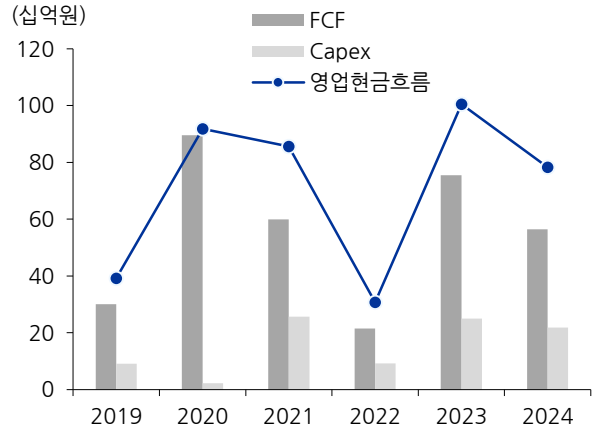
자료: 유진투자증권

쿠쿠홀딩스 이익잉여금 추이



자료: 유진투자증권

FCF 및 영업활동현금흐름 추이



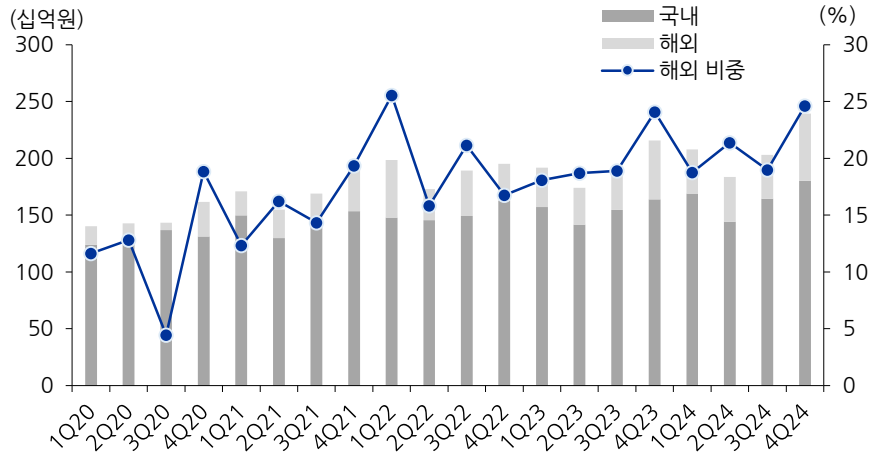
자료: 유진투자증권

세계로 뻗어가는 한국의 밥솥

중국과 동남아시아 공략

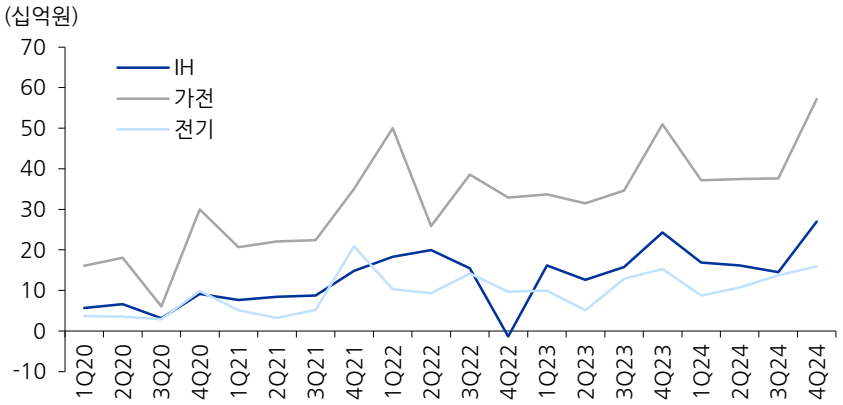
- 중국 및 동남아시아의 소비 여력 확대에 따라 해외 매출이 증가하는 추세
- 중국에서는 중저가 제품은 현지의 소형가전업체가, 프리미엄 제품은 한국과 일본이 양분. 일본의 경우 Panasonic, Toshiba, Zojirushi 등의 브랜드로 분산되어 있는 반면 한국은 동사 중심
- 자포니카 쌀을 소비하는 동아시아 국가들과 달리, 주로 인디카 쌀을 소비하는 동남아시아의 특성에 맞춘 고급 코팅 내솥 적용 제품 출시. 현재 베트남 Shopee에서 상위 10개 제품 중 동사의 제품이 3개 차지. 인디카 쌀 전용 모델인 CRP-AH 1060 FD는 티몰 고가 주방가전 부문 1위 기록

쿠쿠전자 국내 및 해외 매출 추이



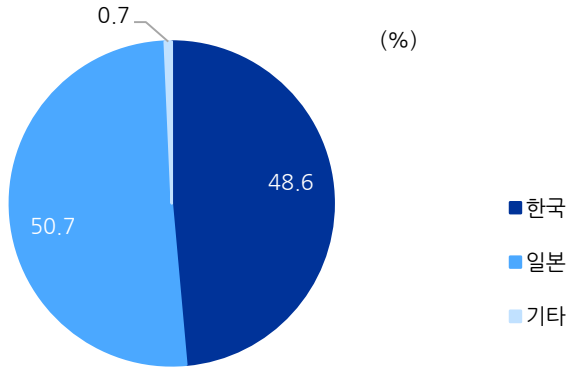
자료: 쿠쿠홀딩스, 유진투자증권

쿠쿠전자 밥솥 종류별 해외 매출 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

중국의 전기밥솥 수입 비중 (2024년 기준)



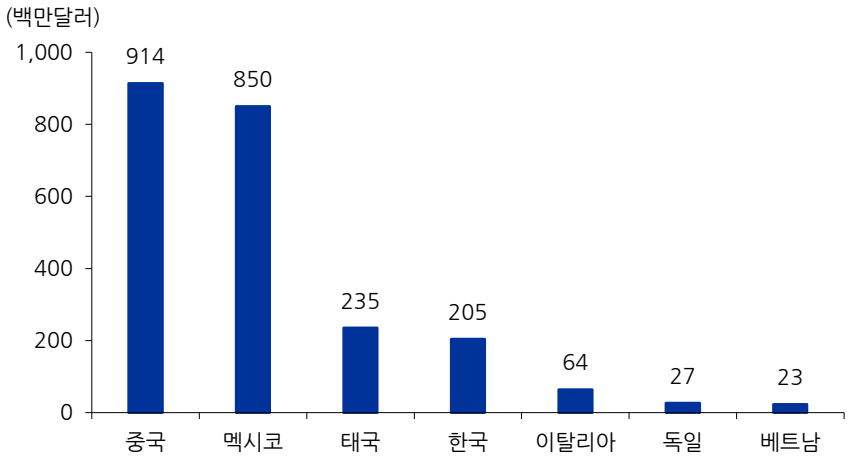
자료: KITA, 유진투자증권

미국이 인정한 밥솥 그 이상의 가치

쿠쿠는 밥만 잘하는 게 아닙니다

- 동사의 전기밥솥은 최근 멀티쿠커(Multi-Cooker)로 재정의되면서 새로운 성장 기회 확보. 서구권에서는 한국형 압력밥솥이 단순한 밥 짓기 용도를 넘어 찜요리, 요거트 등 다양한 요리를 위한 가전으로 인식
- 멀티쿠커의 대표적인 제품은 쿠쿠, 조지루시, 아로마, 인스턴트 팟 등으로 쿠쿠가 타 브랜드에 비해 3~4배 비싼 프리미엄 제품. 미국 아마존에서 베스트셀러 1~30위 멀티쿠커 제품을 검색해보았을 때, 평균 가격은 83.5불로 멀티쿠커 시장은 상대적으로 낮은 가격, 작은 크기의 제품을 제공하는 중소형 브랜드가 대부분
- 2024년 미국의 전기밥솥 등의 전열 가전제품 수입액을 보면 한국이 중국, 멕시코, 태국에 이어 네 번째를 기록하였으며, 전년 대비 30% 성장. 한국 제품의 수입이 증가하고 있으며, 상대적으로 고가인 동사의 제품이 아마존 베스트셀러 상위 30개 중 4개를 차지했다는 점을 고려하면 한국의 프리미엄 제품과 동사의 기술력이 인정받고 있음을 의미

미국의 전기밥솥 국가별 수입 금액 (2024년 기준)



자료: KITA, 유진투자증권
주) HS코드: 851660

미국 내에서 판매되는 멀티쿠커 제품 가격대별 분류

가격대	브랜드/모델	가격
저가형 (50~100달러)	Instant Pot Duo Mini 3Qt 7-in-1	~$59.99
	Hamilton Beach 4.5Qt Digital	~$69.99
	Aroma Housewares 20-Cup	~$79.99
중가형 (100~200달러)	Ninja Foodi PossibleCooker PRO 8.5Qt	~$149.99
	Zojirushi Multicooker EL-CAC60XZ	~$189.99
프리미엄 (200달러 이상)	Cuckoo CMC-ASB501F A50 Premium 8-in-1	~$219.99
	Cuckoo CRP-LHTR1009FW Twin Pressure	~$449.99

자료: 유진투자증권

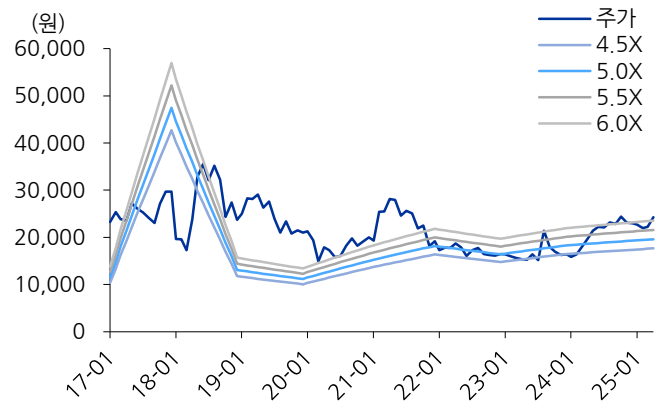
기업실적과 밸류에이션

실적 테이블

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	**587.8**	**685.1**	**755.6**	**772.3**	**833.8**
가전사업제품					
IH압력밥솥	375.4	395.5	391.7	405.6	410.2
열판압력밥솥	111.4	130.6	137.0	131.0	119.1
전기보온밥솥	41.7	58.1	69.3	72.5	77.5
기타	16.0	54.4	110.6	116.7	186.3
기타	43.3	46.5	47.1	46.4	40.7
영업이익	**102.34**	**106.99**	**87.88**	**86.63**	**103.23**
당기순이익	**106.71**	**129.37**	**116.69**	**130.12**	**137.04**
yoy					
매출액	**11%**	**17%**	**10%**	**2%**	**8%**
가전사업제품					
IH압력밥솥	17%	5%	-1%	4%	1%
열판압력밥솥	-9%	17%	5%	-4%	-9%
전기보온밥솥	2%	39%	19%	5%	7%
기타	130%	240%	103%	6%	60%
기타	19%	8%	1%	-2%	-12%
영업이익	**37%**	**5%**	**-18%**	**-1%**	**19%**
당기순이익	**34%**	**21%**	**-10%**	**12%**	**5%**

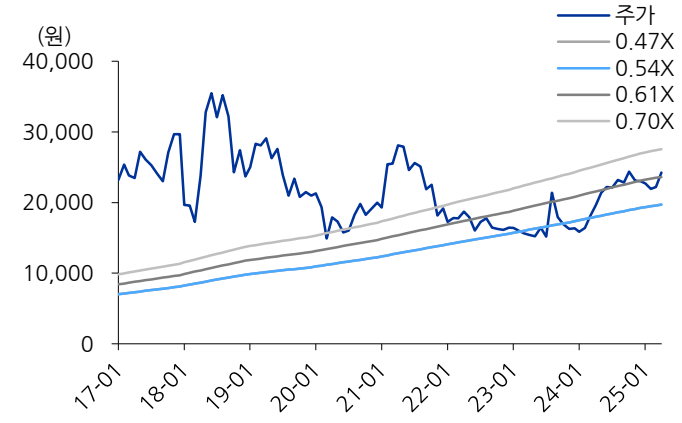
자료: 쿠쿠홀딩스, 유진투자증권

PER 밴드 차트



자료: 쿠쿠홀딩스, 유진투자증권

PBR 밴드 차트



자료: 쿠쿠홀딩스 유진투자증권

아세아
(002030)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	6.1	8.2	21.2
절대기준(%)	0.2	4.9	15.7

	현재	직전	변동
투자의견	-	-	-
목표주가(원)	NR	NR	-
영업이익(24)	-	-	-
영업이익(25)	-	-	-

투자의견 **N/R** (신규)

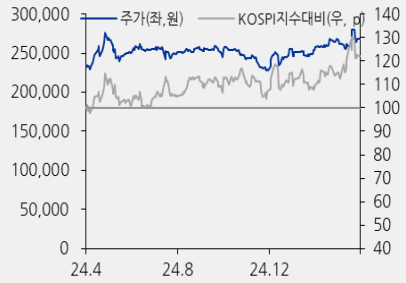
목표주가 **-** (신규)

미드스몰캡 조태나_02)368-6174_ tena@eugenefn.com

현재주가(04/22)	**268,500**
시가총액(십억원)	**560**
발행주식수(천주)	2,084천주
52주 최고가(원)	282,000원
최저가(원)	219,000원
52주 일간 Beta	0.22
60일 일평균거래대금(억원)	4억원
외국인 지분율(%)	7.9%
배당수익률(2024A)(%)	2.1%
주주구성(%)	
이훈범 (외 10인)	45.2
자사주 (외 1인)	19.5
브이아이피자산운용 (외 1인)	12.1

투자의견 N/R

목표주가(12M) -

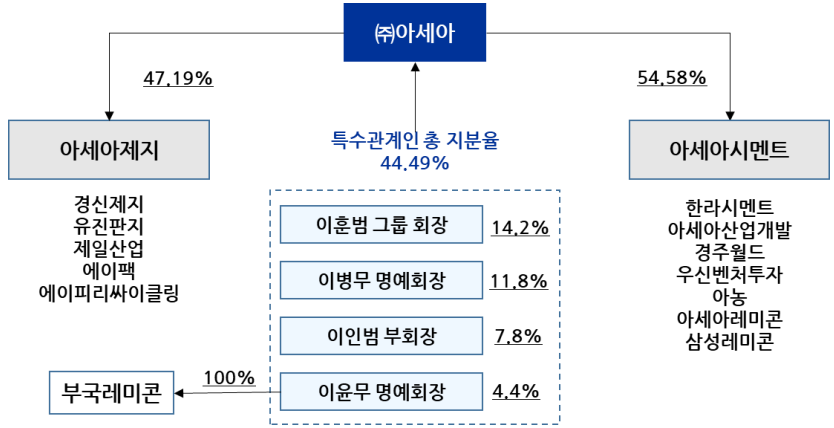


결산기(12월)(십억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	1,527	1,847	2,072	2,116	2,007
영업이익	147	229	233	240	172
세전손익	116	211	210	220	146
당기순이익	83	201	164	176	108
EPS(원)	37,858	91,850	74,627	81,309	51,188
증감률(%)	-12.1	142.6	-18.8	9.0	-37.0
PER(배)	4.4	2.5	3.4	3.6	8.1
ROE(%)	5.6	12.4	9.1	9.1	5.4
PBR(배)	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3
EV/EBITDA(배)	3.0	2.3	2.3	2.4	3.5

자료: 유진투자증권

우리 환원 이대로, 영원히

지배구조



환원 현황

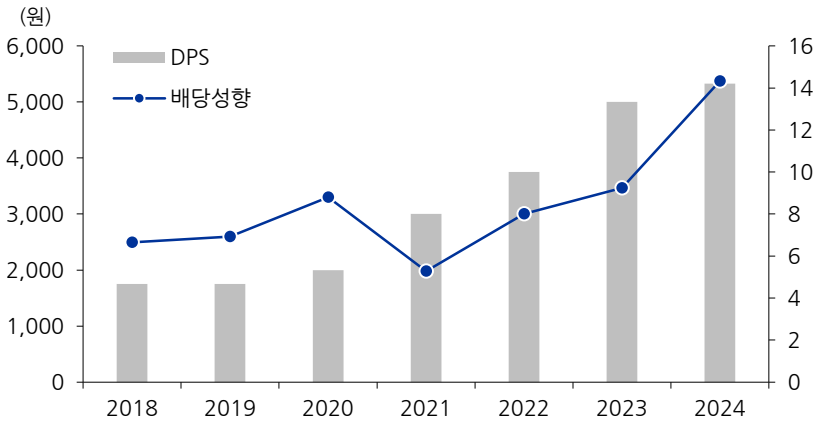
(원, %, 십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
현금배당액	3.7	5.55	6.72	8.62	8.91
DPS	2,000	3,000	3,750	5,000	5,330
배당성향	8.8	5.28	8	9.24	14.33
현금배당수익률	2.21	2.34	2.85	2.67	2.12
영업이익	146.95	228.87	232.58	240.39	172.42
당기순이익	82.95	201.24	163.51	175.6	108.44
YoY					
현금배당액	11%	50%	21%	28%	3%
DPS	14%	50%	25%	33%	7%
배당성향	27%	-40%	52%	16%	55%
현금배당수익률	31%	6%	22%	-6%	-21%
영업이익	-7%	56%	2%	3%	-28%
당기순이익	-12%	143%	-19%	7%	-38%

아주 모범적인 주주환원 중

배당도 자사주소각도 부지런히

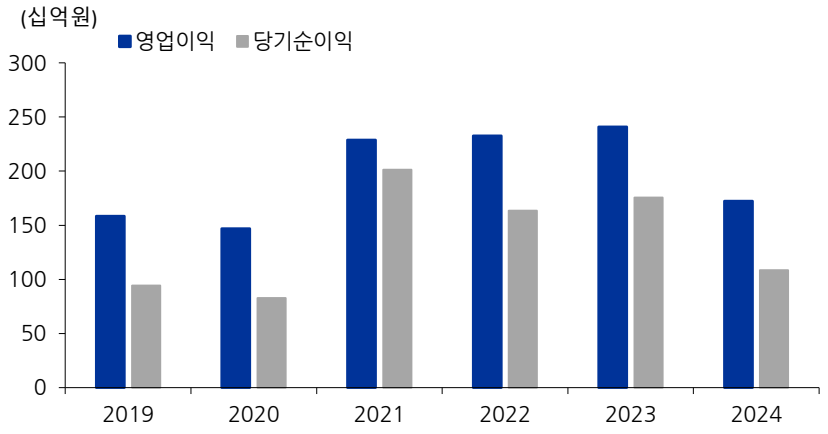
- 아세아는 아세아시멘트와 아세아제지를 주요 자회사로 보유 중. 이훈범 회장이 아세아 지분 14.23%, 이인범 부회장이 7.83%, 이병무 명회회장이 11.44% 보유하고 있어 오너 일가의 지분율이 높은 편. VIP자산운용이 아세아 지분 11.81%를 보유한 2대 주주로, 적극적인 주주행동을 통해 주주환원 정책 강화를 이끌어 가고 있음
- 아세아는 별도 재무제표 기준 당기순이익의 50% 이상을 배당하는 정책 채택. 뿐만 아니라, 2024년에는105억원의 중간 배당을 실시하였으며, 2025년 2월 26일, 40억원 규모의 자사주 1만 5,444주를 소각하기로 결정
- VIP 자산운용은 아세아의 주주환원율을 최소 40% 이상 높일 것을 요구, 아세아의 배당 확대와 자사주 매입 소각 등 주주환원 정책 강화에 영향

아세아 배당성향 추이



자료: 유진투자증권

아세아 연간 영업이익과 당기순이익 추이



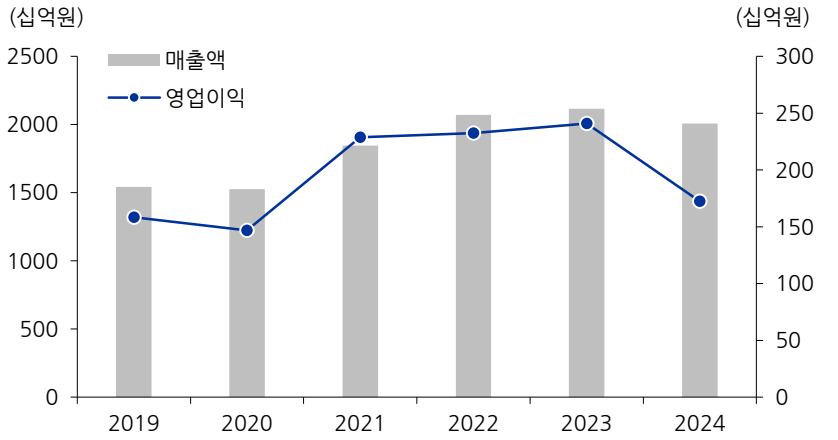
자료: 유진투자증권

제지, 시멘트 업황 모두 우호적이지는 않은 상황

’24년 실적은 다소 부진한 모습

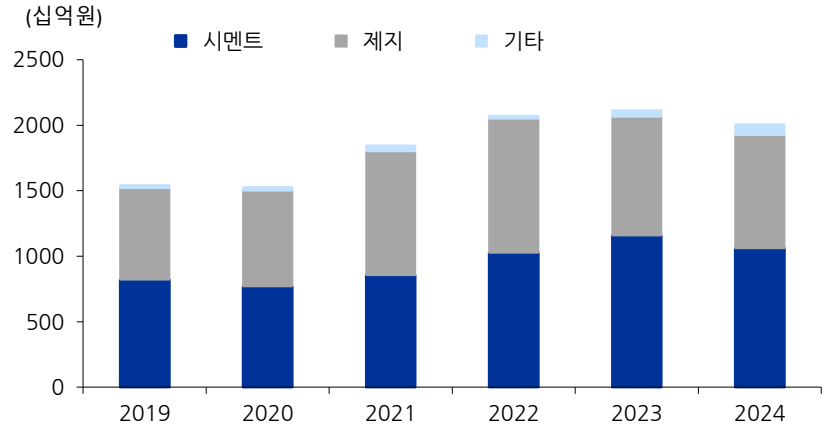
- 2024년에는 전년 대비 매출 5.2% 감소, 영업이익과 당기순이익은 각각 28.2%, 38.9% 감소. 시멘트 및 제지사업 부문의 부진과 원가 상승 등의 요인에 기인함. 시멘트의 경우 건설 경기 침체로 ’25년 시멘트 생산량 전년대비 15.8% 감소 예상하여 업황이 우호적이지는 않은 상황
- 특히 아세아 제지의 경우 골판지원지 시장 수급 불균형으로 가격 하락, 원재료 가격 변동성으로 원가 부담이 증가하며 영업이익이 전년비 약 70% 가까이 하락함. 지난 해 수익성 하락을 겪었으나, 친환경 포장재 시장에서의 성장 가능성을 보유하고 있음. 향후 시장 환경 변화와 원가 관리에 따라 실적 회복 기대됨

아세아 매출액 및 영업이익 추이



자료: 유진투자증권

아세아 사업부문별 매출액



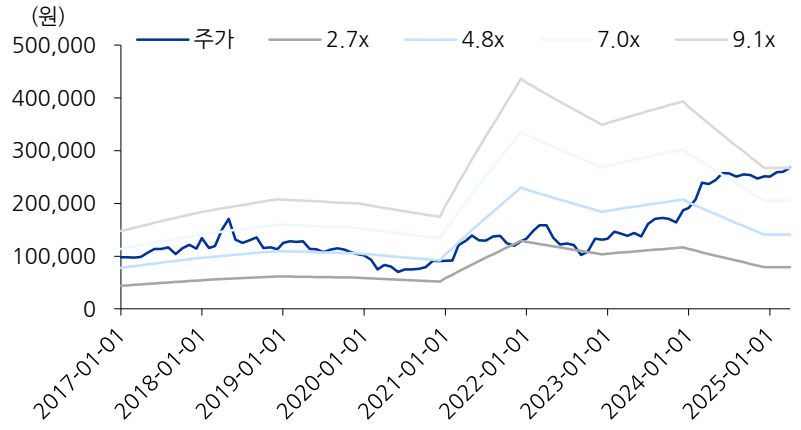
자료: 유진투자증권

기업실적과 밸류에이션

아세아 실적 추이

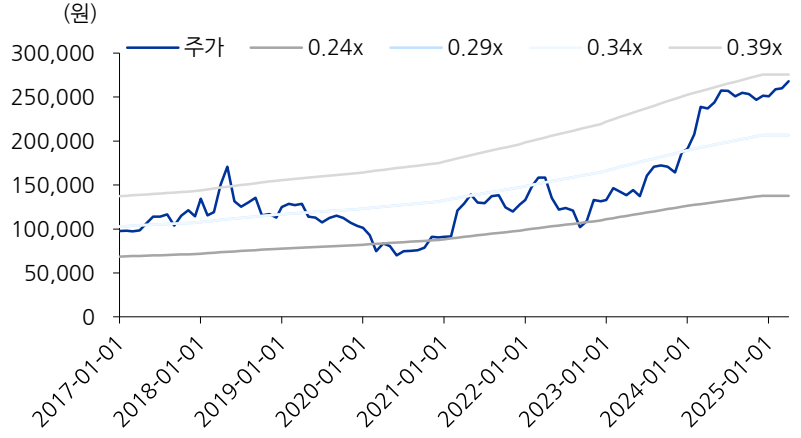
(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	1,542.3	1,527.1	1,846.4	2,072.1	2,115.5	2,007.3
시멘트	822	769.5	856.3	1,026.6	1,158.2	1,060.9
제지	697.6	731.6	945.7	1,023.3	908.3	865.3
기타	22.7	25.9	44.4	22.2	49	81.1
영업이익	158.4	146.9	228.8	232.5	240.9	172.4
당기순이익	94.3	82.9	201.2	163.5	175.6	108.4
영업이익률	10%	10%	12%	11%	11%	9%
yoy						
매출액		-1%	21%	12%	2%	-5%
시멘트		-6%	11%	20%	13%	-8%
제지		5%	29%	8%	-11%	-5%
기타		14%	71%	-50%	121%	66%
영업이익		-7%	56%	2%	4%	-28%
당기순이익		-12%	143%	-19%	7%	-38%

PER 밴드 차트



자료: 유진투자증권

PBR 밴드 차트



자료: 유진투자증권

멀티캠퍼스
(067280)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	9.7	17.8	19.5
절대기준(%)	9.3	14.8	4.1

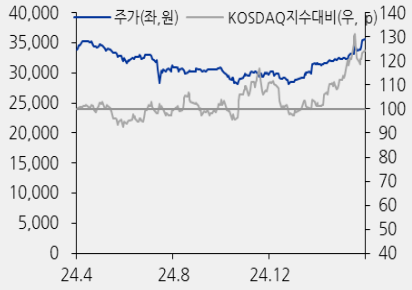
	현재	직전	변동
투자의견	-	-	-
목표주가(원)	NR	NR	-
영업이익(22)	-	-	-
영업이익(23)	-	-	-

투자의견	목표주가
N/R	-
(신규)	(신규)

미드스몰캡 조태나_02)368-6174_ tena@eugenefn.com

현재주가(04/22)	**35,300**
시가총액(십억원)	**209**
발행주식수(천주)	5,927천주
52주 최고가(원)	36,950원
최저가(원)	28,000원
52주 일간 Beta	0.11
60일 일평균거래대금(억원)	2억원
외국인 지분율(%)	7.2%
배당수익률(2024A)(%)	7.0%
주주구성(%)	
삼성에스디에스 (외 4인)	62.4
윤중근 (외 1인)	0.0

투자의견	**N/R**
목표주가(12M)	**-**

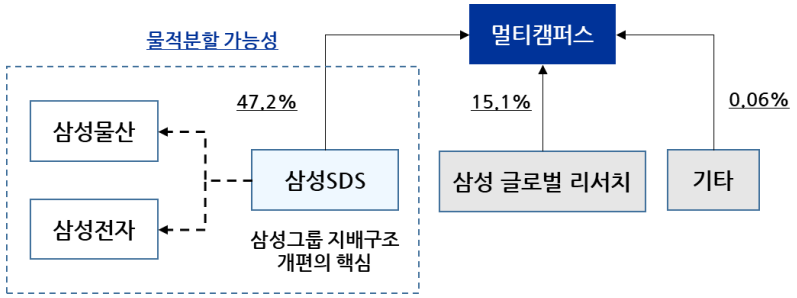


결산기(12월)(십억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	260	308	357	359	353
영업이익	14	26	41	40	39
세전손익	13	27	41	42	43
당기순이익	10	21	31	32	32
EPS(원)	1,678	3,468	5,153	5,389	5,317
증감률(%)	-47.4	106.7	48.6	4.6	-1.3
PER(배)	19.0	10.7	7.8	6.6	6.2
ROE(%)	8.6	15.8	19.6	17.3	15.1
PBR(배)	1.6	1.6	1.4	1.1	0.9
EV/EBITDA(배)	5.8	5.4	2.6	1.7	0.8

자료: 유진투자증권

서울대를 가지 못하는 전교 1등

지배구조



환원 현황

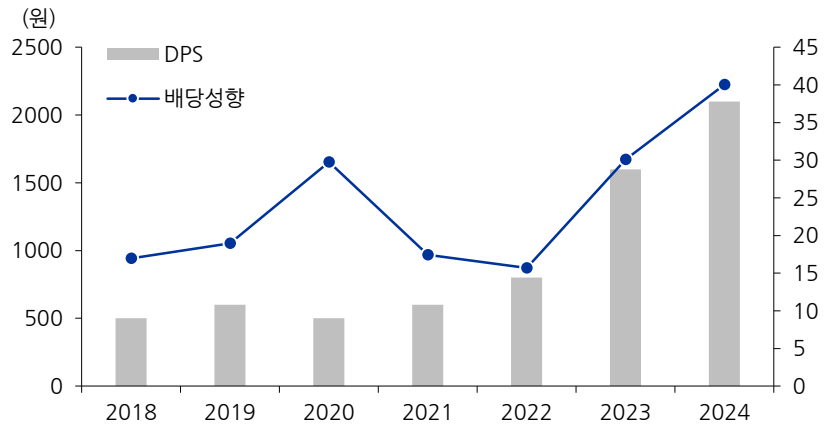
(원, %, 십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
현금배당액	2.96	3.56	4.74	9.48	12.45
DPS	500	600	800	1600	2,100
배당성향	29.75	17.45	15.67	30.1	40.06
현금배당수익률	1.46	1.3	2.27	4.69	7.02
영업이익	24.18	13.72	26.47	41.04	40.29
당기순이익	9.95	20.56	30.54	31.94	31.51
YoY					
현금배당액	-16%	20%	33%	100%	31%
DPS	-17%	20%	33%	100%	31%
배당성향	57%	-41%	-10%	92%	33%
현금배당수익률	-16%	-11%	75%	107%	50%
영업이익	11%	-43%	93%	55%	-2%
당기순이익	-47%	107%	49%	5%	-1%

배당이 늘어나긴 늘어나는데

꼬깃꼬깃 쌈지돈 모으기

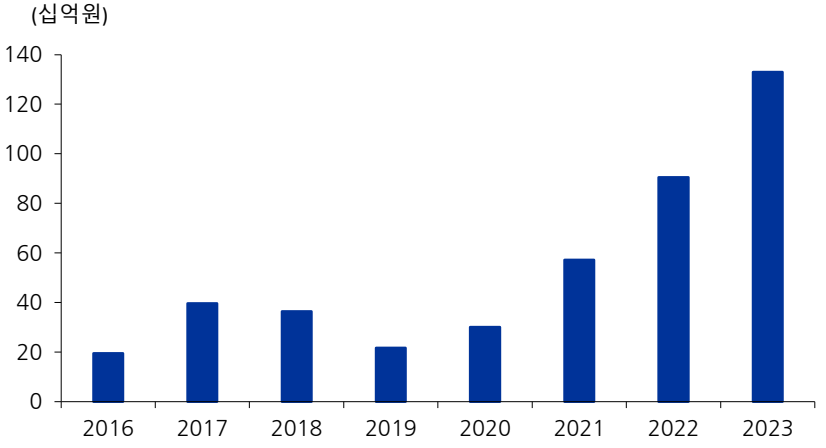
- 삼성 그룹이 지배구조 개편 과정에서 삼성SDS를 IT 서비스 부문과 물류(로지스틱스) 부문으로 분리하고, 분할된 물류 회사를 상장하거나 매각해 현금을 확보하려는 움직임이 있음. SDS를 통해 마련된 자금은 상속세 재원 마련에 쓰였으며, 향후에도 핵심 지배구조 개편에 활용될 가능성이 매우 큼
- 요약하면, SDS 물적분할 -> 분할회사 자산 활용 -> 지배구조 개편 자금 마련의 전략. 이 과정에서 멀티캠퍼스의 배당의 절반 가까이(SDS의 멀티캠퍼스 지분 47.2% 보유)가 SDS로 흡수되는 것에 주목. 순수한 주주환원의 목적으로만 배당이 급격하게 늘어나는 것은 아님. 따라서 높은 주주환원율에도 불구하고 멀티캠퍼스 밸류에이션은 지속적으로 축소되고 있음.

멀티캠퍼스 배당성향 추이



자료: 유진투자증권

멀티캠퍼스 현금성 자산 추이



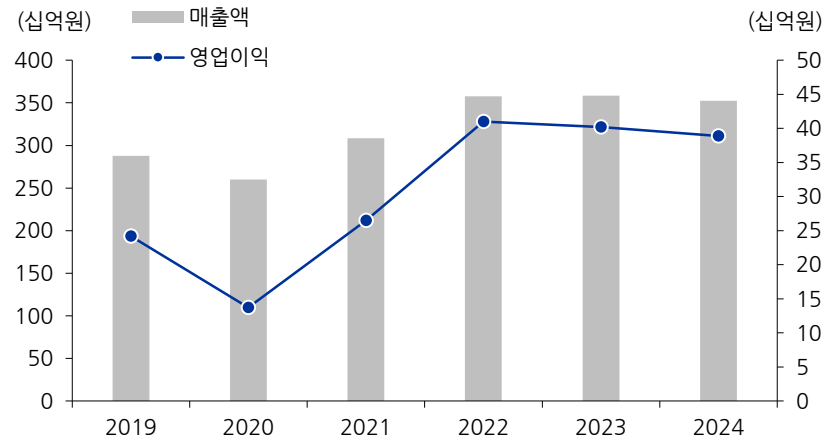
자료: 유진투자증권

이익 성장은 지속되지만 멀티플은 계속 하락하는 마법

매출 성장은 제한적이나, 꾸준한 이익성장 지속

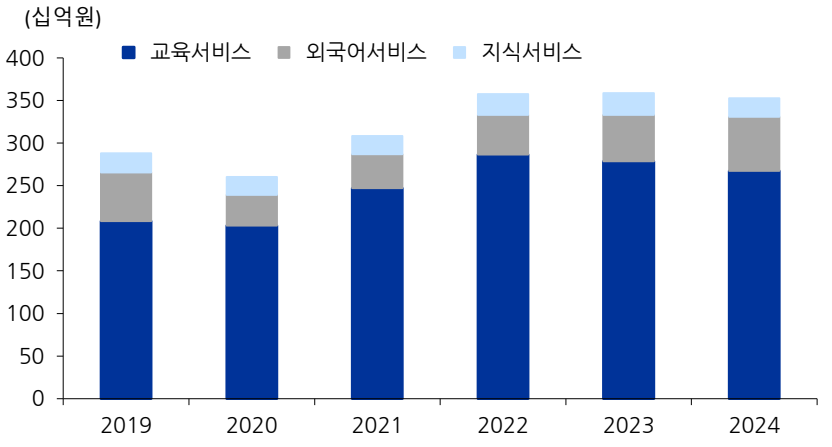
- 주요 사업 부문은 온라인 및 집합 교육, 외국어 평가 및 교육, 지식 콘텐츠 플랫폼 운영(SERICEO, SERIPro 등)으로 국내 100대 기업 중 92%를 고객사로 확보하고 있으며 기업 맞춤형 교육 시장에서 높은 점유율을 유지. 주요 매출처로는 삼성전자, 대한상공회의소, 삼성SDS 등이 있으며, 상위 5개 고객사 매출이 전체의 약 43%를 차지
- 매출 성장이 제한적임에도 불구하고 영업이익은 2020년을 저점으로 꾸준히 상승. 2024년 기준 ROE는 15.16%, PER은 5.7배로 우수한 수익성과 대비되는 낮은 밸류에이션 멀티플 기록

멀티캠퍼스 매출액 및 영업이익 추이



자료: 유진투자증권

멀티캠퍼스 사업 부문별 매출액 추이



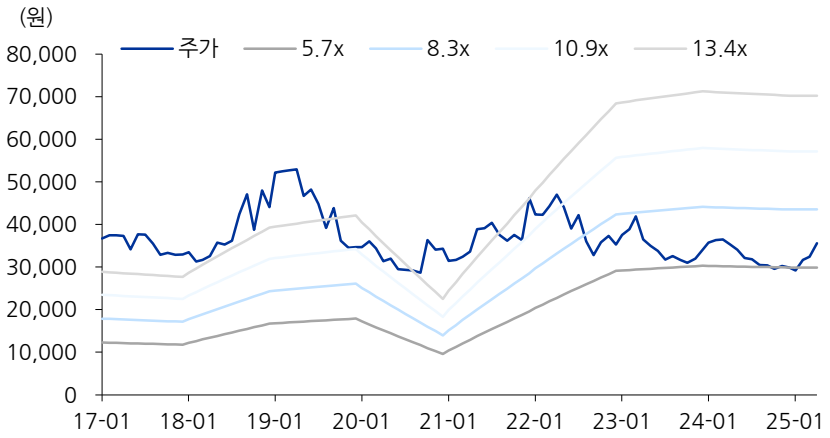
자료: 유진투자증권

기업실적과 밸류에이션

멀티캠퍼스 실적 추이

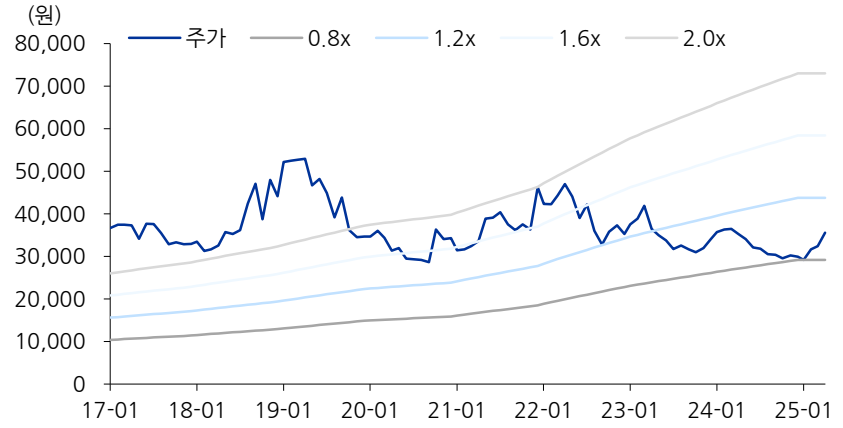
(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	287.9	260.1	308.3	357.5	358.5	352.6
교육서비스	208.4	203.2	247	286.5	278.7	267.2
외국어서비스	57.1	36.1	39.8	46.6	54.3	63.6
지식서비스	22.4	20.8	21.5	24.4	25.5	21.8
영업이익	24.2	13.7	26.5	41	40.2	38.9
당기순이익	18.9	9.9	20.6	30.5	31.9	31.5
영업이익률	8%	5%	9%	11%	11%	11%
yoy						
매출액		-10%	19%	16%	0%	-2%
교육서비스		-2%	22%	16%	-3%	-4%
외국어서비스		-37%	10%	17%	17%	17%
지식서비스		-7%	3%	13%	5%	-15%
영업이익		-43%	93%	55%	-2%	-3%
당기순이익		-48%	108%	48%	5%	-1%

PER 밴드 차트



자료: 유진투자증권

PBR 밴드 차트



자료: 유진투자증권

한국단자

(025540)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-5.2	-13.1	3.4
절대기준(%)	-11.1	-16.4	-2.1

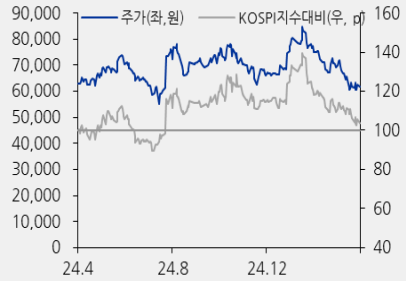
	현재	직전	변동
투자의견	-	-	-
목표주가(원)	NR	NR	-
영업이익(22)	-	-	-
영업이익(23)	-	-	-

투자의견	목표주가
N/R	-
(신규)	(신규)

미드스몰캡 허준서_02)368-6175_pos03066@eugenefn.com

현재주가(04/22)	61,600
시가총액(십억원)	642
발행주식수(천주)	10,415천주
52주 최고가(원)	86,200원
최저가(원)	53,500원
52주 일간 Beta	0.96
60일 일평균거래대금(억원)	27억원
외국인 지분율(%)	25.2%
배당수익률(2024A)(%)	3.3%
주주구성(%)	
이창원 (외 12인)	37.2
국민연금공단 (외 1인)	10.0

투자의견	N/R
목표주가(12M)	-

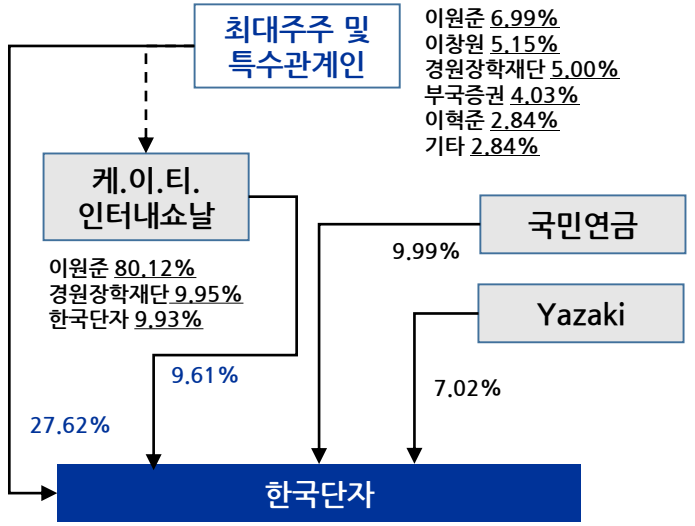


결산기(12월)(십억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	802	962	1,168	1,297	1,510
영업이익	79	76	64	112	171
세전손익	78	86	70	100	201
당기순이익	58	63	49	73	143
EPS(원)	5,542	6,037	4,669	6,995	13,684
증감률(%)	81.1	8.9	-22.7	49.8	95.6
PER(배)	7.3	13.4	12.8	8.6	5.0
ROE(%)	7.8	7.8	5.7	8.1	14.2
PBR(배)	0.5	1.0	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	3.8	4.9	3.7	5.0	2.4

자료: 유진투자증권

주주환원 확실하게 보여드리겠습니다!

지배구조



환원 현황 표

(원, %, 십억원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
현금배당액	7.29	7.29	7.22	7.22	7.22	7.22	22.69
DPS	700	700	700	700	700	700	2,200
배당성향	18.41	22.86	12.49	11.48	14.82	9.90	15.96
현금배당수익률	1.72	1.64	1.13	0.92	1.35	0.93	3.29
영업이익	46.20	33.51	78.97	76.23	64.26	111.75	171.31
당기순이익	39.60	31.87	57.72	62.88	48.63	72.86	142.52
YoY							
현금배당액		0%	-1%	0%	0%	0%	214%
DPS		0%	0%	0%	0%	0%	214%
배당성향		24%	-45%	-8%	29%	-33%	61%
현금배당수익률		-5%	-31%	-19%	47%	-31%	254%
영업이익		-27%	136%	-3%	-16%	74%	53%
당기순이익		-20%	81%	9%	-23%	50%	96%

주주 환원 START!

주주가치 제고 계획 공시로 중장기 주주환원책 발표

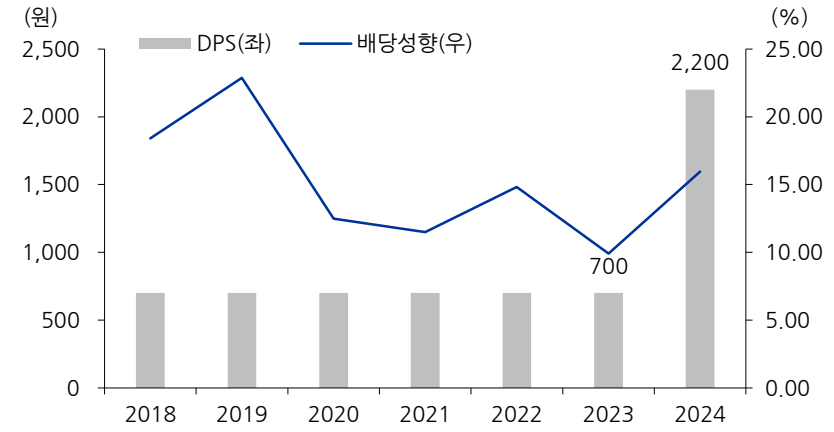
- 2025년 1월 20일 쿼드자산운용(2.76% 보유) 주주서한 송부, 중장기 거버넌스 개선, 장기적 주주환원율 50%확대, 주주소통 확대 등 요구
- 일부 수용, 현금배당 및 자사주 매입/소각 목표 3개년(2024-2026)간 연결 당기순이익의 30%로 제시, IR활동 강화, 자회사 케.이.티.인터내쇼날의 종속회사 편입 계획 발표
- 2025년 2월 20일 주당 1,850원 배당 결정으로 중간배당 350원과 합 연간 주당 배당금 총 2,200원으로 전년비 214% 상승
- 25.02.28 기취득 자사주 10만주 소각(약 69억원), 25.03.14 자사주 30만주 매입 - 25.04.17 소각(약 200억원)까지 진행하며 2024년에서 2025년 상반기 중 연간 환원 목표 달성 완료

한국단자 밸류업 공시와 진행상황

계획	진행상황
한국단자 주주가치 제고 계획	
1. 현금배당 및 자사주 매입, 소각 - 2024 ~ 2026 3개년 동안 - 매년 연결 당기순이익의 30%를 현금배당 혹은 자사주 매입, 소각에 사용 2. IR활동 강화 3. 2027년 말까지 자회사 케.이.티. 인터내쇼날 종속회사 편입	2024년 연간 주당 현금배당금 2,200원으로 전년 비 214% 상승 25.02.28 기취득 자사주 10만주 소각(약 69억원) 25.03.14 자사주 30만주 매입 후 25.04.17 전량 소각(약 200억원) 총 주주환원 약 495.9억원 당기순이익 1,425억원의 35% 수준 달성

자료: 유진투자증권

한국단자 주당 배당금과 배당성향 추이



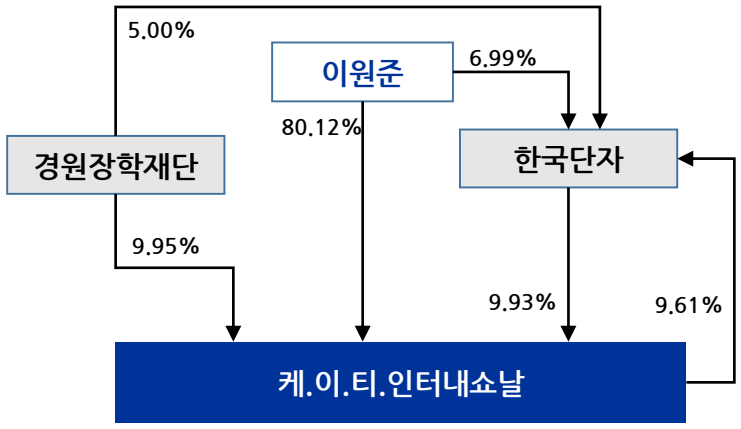
자료: 유진투자증권

케.이.티.인터내쇼날 종속회사 편입

단일주주 기준 한국단자 최대지분 보유한 이원준 대표(장남)가 최대주주 종속회사

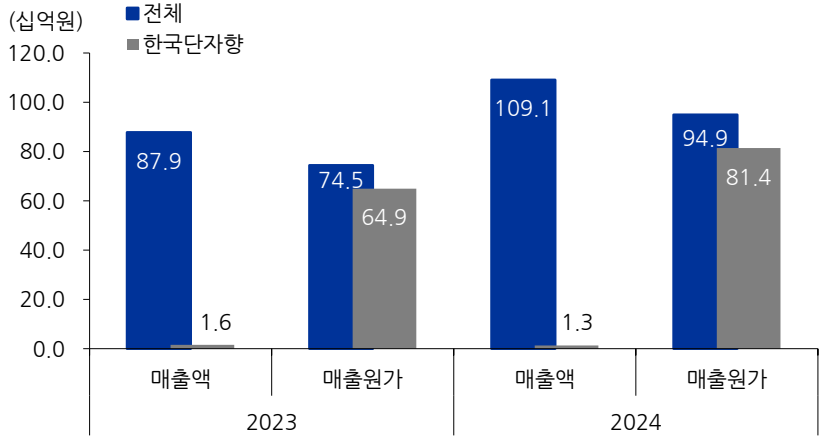
- 케.이.티.인터내쇼날 한국단자 지분 9.93%보유, 한국단자도 케.이.티.인터내쇼날 지분 9.61% 보유
- 케.이.티.인터내쇼날 최대주주는 이원준 한국단자 대표, 80.12% 보유로 한국단자의 케.이.티.인터내쇼날 지분 9.61%도 사실상 이원준 대표가 지배력 행사
- 2024년 말 기준 케.이.티.인터내쇼날의 총자산 1,086억원, 순자산 835억원 수준, 매출액 1천억원 수준에 매출원가의 90%이상 한국단자향 매입
- 자산규모와 외형크기 고려 시 **종속회사 편입으로 인한 한국단자 실적에 미치는 영향은 제한적이며 종속회사 편입은 상호출자 관계에 있는 관계사와의 지배구조 단순화 측면에서 거버넌스 개선에 의의**

케.이.티.인터내쇼날 지배구조와 한국단자 출자관계



자료: 유진투자증권

케.이.티.인터내쇼날 매출과 매출원가내 한국단자 비중



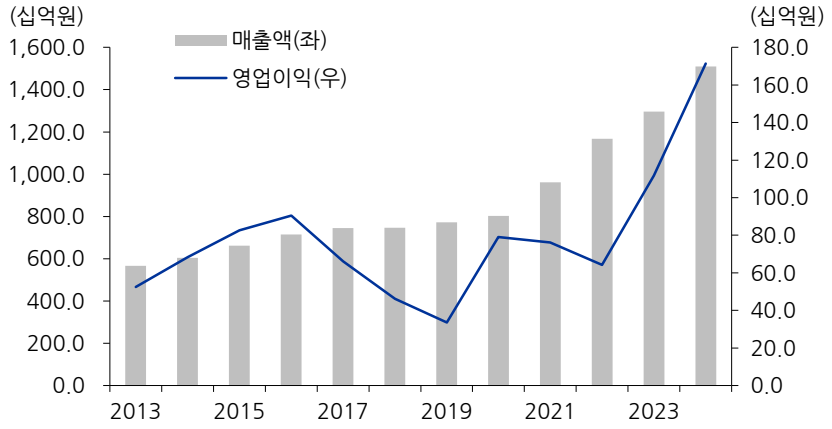
자료: 유진투자증권

지정학적 리스크 상존하지만 공급망 이원화로 영향 최소화

이원화된 공급망으로 안정적 실적 성장 지속

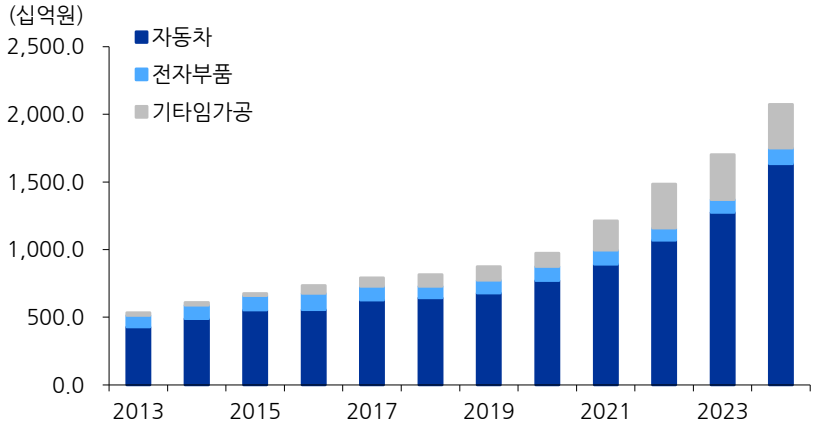
- 현대차 그룹 향 매출 비중 70%수준으로 높은 의존도, 나머지 고객은 북미의 G사와 S사, 북미 지사와 멕시코 제조공장으로 아메리카 수요 대응 중
- 트럼프발 관세로 인해 외부환경 불확실성 높은 상태이나 매출비중 가장 높은 현대차 그룹 북미 투자와 기 확보된 북미 공급망 고려 시 영향 축소 가능
- 그 외 아시아와 유럽은 국내 제조시설 활용, 중국 현지 공장도 보유하고 있어 다변화된 공급망으로 지정학적 불확실성 영향 최소화

매출액과 영업이익 추이



자료: 유진투자증권

사업부문별 매출액



자료: 유진투자증권

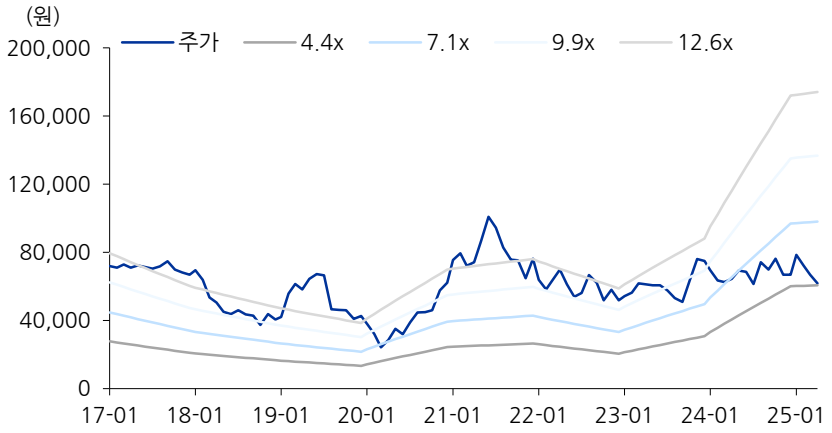
기업실적과 밸류에이션

실적 추이

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	566.0	604.5	661.3	714.2	744.4	746.4	772.1	802.5	962.2	1,168.1	1,296.9	1,509.8
자동차	426.1	489.3	553.2	554.9	625.0	641.9	678.2	770.3	890.8	1,067.4	1,275.0	1,634.2
전자부품	86.2	98.7	105.0	121.0	102.7	84.7	94.4	103.8	103.8	91.2	93.1	116.0
기타임가공	20.3	21.5	17.7	59.6	63.0	87.8	102.0	98.7	216.9	325.8	333.2	323.4
연결조정	-34.2	-49.9	-63.5	-68.5	-84.2	-114.8	-143.5	-170.3	-249.3	-316.3	-404.3	-563.8
영업이익	52.5	68.4	82.7	90.4	66.1	46.2	33.5	79.0	76.2	64.3	111.7	171.3
당기순이익	43.0	57.5	68.9	67.2	49.8	39.6	31.9	57.7	62.9	48.6	72.9	142.5

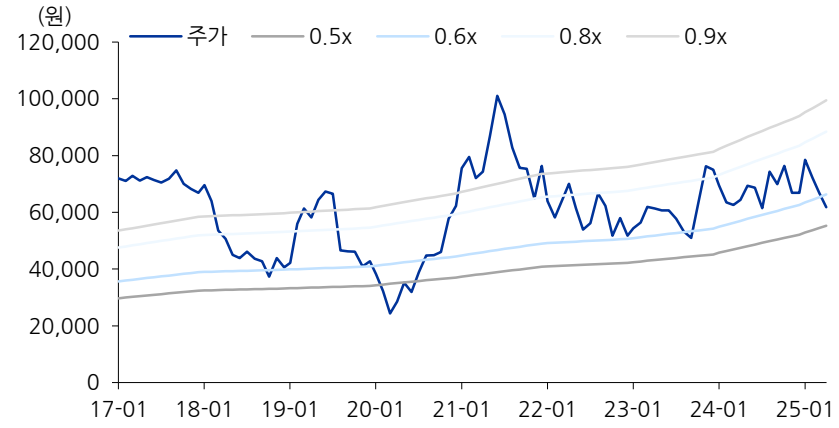
자료: 유진투자증권

PER밴드 차트



자료: 유진투자증권

PBR밴드 차트



자료: 유진투자증권

유나이티드제약

(033270)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	9.5	-0.5	-4.9
절대기준(%)	3.6	-3.8	-10.3

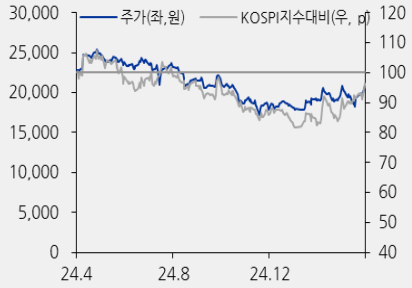
	현재	직전	변동
투자의견	-	-	-
목표주가(원)	NR	NR	-
영업이익(22)	-	-	-
영업이익(23)	-	-	-

투자의견	목표주가
N/R	**-**
(신규)	(신규)

미드스몰캡 허준서_02)368-6175_pos03066@eugenefn.com

현재주가(04/22)	**20,450**
시가총액(십억원)	**334**
발행주식수(천주)	16,334천주
52주 최고가(원)	25,550원
최저가(원)	17,250원
52주 일간 Beta	0.57
60일 일평균거래대금(억원)	7억원
외국인 지분율(%)	6.9%
배당수익률(2024A)(%)	2.5%
주주구성(%)	
강덕영 (외 18인)	37.5
자사주 (외 1인)	9.9

투자의견	**N/R**
목표주가(12M)	**-**

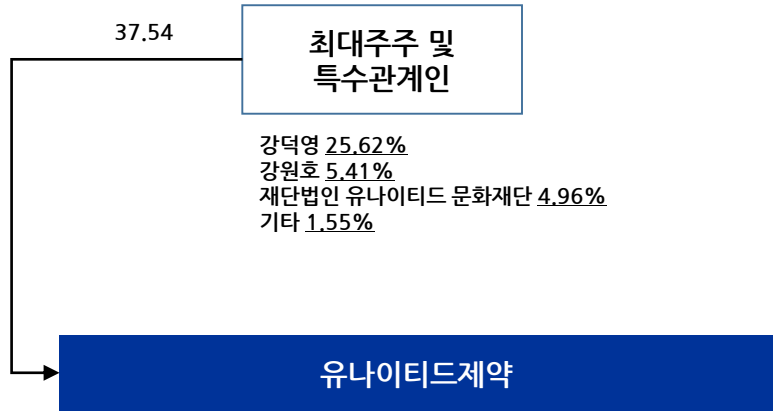


결산기(12월)(십억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	216	221	263	279	289
영업이익	40	33	48	55	56
세전손익	36	39	53	60	46
당기순이익	27	29	45	48	32
EPS(원)	1,639	1,764	2,787	2,971	1,989
증감률(%)	-14.1	7.6	58.0	6.6	-33.1
PER(배)	21.2	29.6	10.9	8.1	11.4
ROE(%)	10.0	9.9	14.2	13.5	8.3
PBR(배)	1.9	2.6	1.3	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	23.4	14.4	4.2	5.0	3.4

자료: 유진투자증권

성장도 환원도, 조용하지만 꾸준하게

지배구조



환원 현황 표

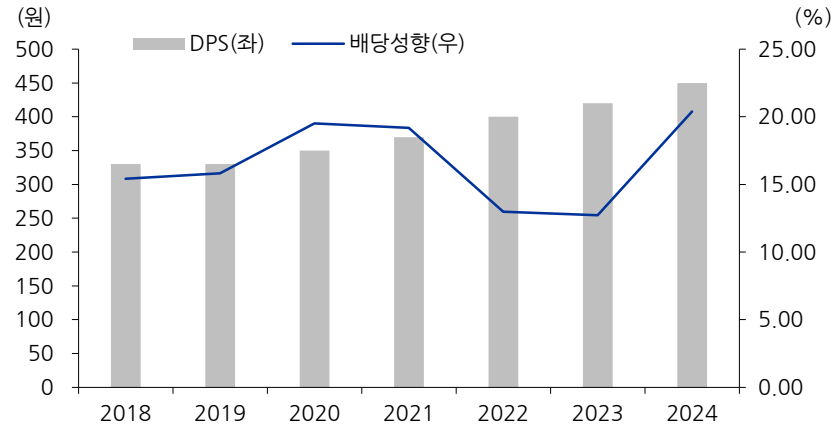
(원, %, 십억원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
현금배당액	4.89	4.89	5.20	5.49	5.88	6.14	6.62
DPS	330	330	350	370	400	420	450
배당성향	15.43	15.83	19.52	19.17	12.99	12.73	20.40
현금배당수익률	1.44	1.80	0.53	0.78	1.76	1.56	2.47
영업이익	37.75	34.48	40.13	33.23	48.21	54.95	56.28
당기순이익	31.67	30.92	26.61	28.65	45.28	48.26	32.45
YoY							
현금배당액		0%	6%	6%	7%	4%	8%
DPS		0%	6%	6%	8%	5%	7%
배당성향		3%	23%	-2%	-32%	-2%	60%
현금배당수익률		25%	-71%	47%	126%	-11%	58%
영업이익		-9%	16%	-17%	45%	14%	2%
당기순이익		-2%	-14%	8%	58%	7%	-33%

업황에 무관하게 꾸준히 성장하는 주주환원

현금배당은 꾸준히 성장하고, 자사주 매입도 병행

- 2024년 주당 연간 배당금 450원으로 전년 비 7% 성장, 배당 수익률 약 2.5%수준으로 배당주 관점에서 매력적인 수치는 아니지만 과거 2018년부터 매년 꾸준히 현금배당액 증가해왔다는 점에서 주주가치 중시하는 기업이라는 점 긍정적
- 현금배당 뿐만 아니라 자사주 매입도 진행이력 있어, 2022년 **50억원** 자사주 매입해 2024년 말 기준 자기주식 비중 9.93%
- 2025년 3월 21일 자사주 매입 100억원 공시(51.4만주) 취득 완료 시 **자사주 비중 13%이상 예상**

유나이티드제약 주당배당금과 배당성향 추이



자료: 유진투자증권

유나이티드제약 자사주 취득 히스토리

일시	주식수(주)	금액(십억원)	자사주 비중(%)
2015.11.23	300,000	5.1	5.0
2016.10.14	300,000	5.7	6.8
2016.11.01	300,000	5.3	8.6
2023.07.14	85,779	5.0	9.9
2025.03.21 (진행중)	514,403	10.0	13.1

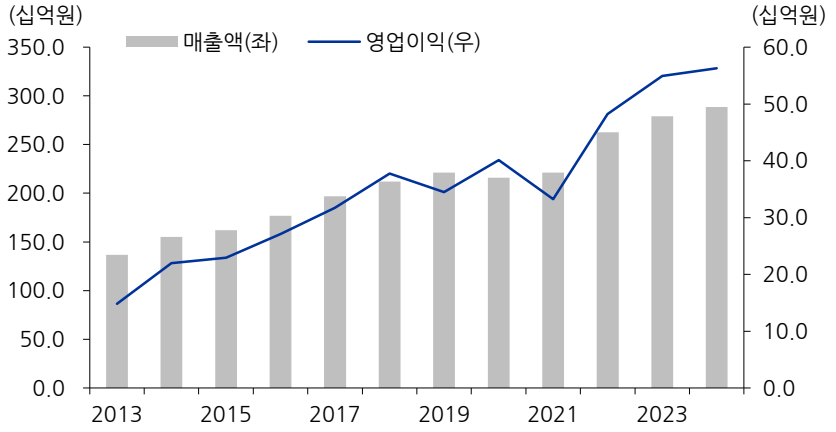
자료: 유진투자증권

개량신약 중심 포트폴리오로 꾸준한 성장 전망

2025년에도 계속되는 개량신약 출시, 2026년까지 개량신약 매출비중 70%까지 상승 목표

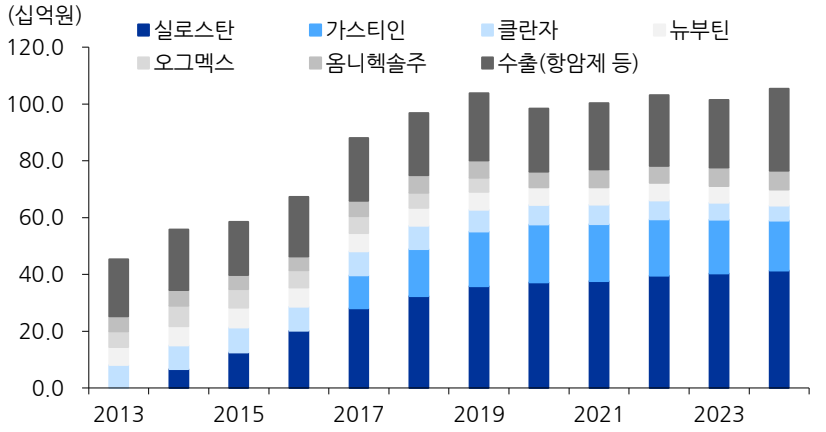
- 2024년 연간 실적 기준 개량신약 비중 약 60% 수준, 2010년 첫 개량신약 개발 이후 현재까지 총 17개 품목 출시
- 개량신약 수 증가에 따라 실적도 안정적으로 성장, 2020년 제외하면 외형과 이익 모두 꾸준히 성장
- 개량신약 매출증대 대비 선제적 캐파 증설 위해 세종시 8천평 부지 매입, 투자금액 488억원 집행의 건 주주총회 통과 완료
- 위고비(세마글루타이드) 바이오시밀러 생산 계획 등 수익성 큰 품목으로 외연 확장 시도도 꾸준

유나이티드제약 매출액과 영업이익 추이



자료: 유진투자증권

유나이티드제약 사업부분불 매출액 추이(기타부문 제외)



자료: 유진투자증권

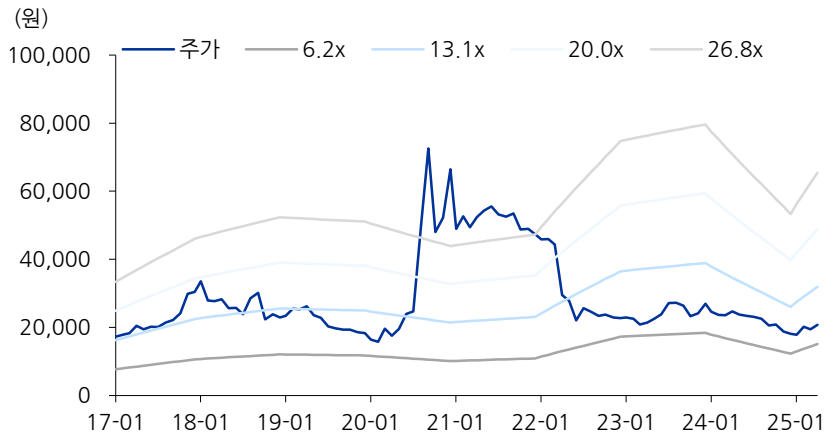
기업실적과 밸류에이션

실적 추이

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	136.9	155.2	162.0	176.9	197.0	211.9	221.3	215.9	221.0	262.5	278.9	288.7
실로스탄		6.6	12.6	20.2	28.1	32.4	35.8	37.2	37.6	39.5	40.3	41.4
가스티인					11.5	16.5	19.3	20.3	20.0	19.9	18.9	17.6
클란자	8.2	8.4	8.8	8.4	8.4	8.2	7.7	6.9	6.9	6.6	6.0	5.2
뉴부틴	6.3	6.7	7.0	6.8	6.5	6.3	6.3	6.1	6.1	6.2	5.9	5.6
오그멕스	5.6	7.2	6.5	6.0	5.9	5.3	5.0					
옴니헥솔주	5.3	5.6	5.0	4.9	5.4	6.1	6.1	5.6	6.3	5.9	6.5	6.6
기타	91.6	95.7	103.6	109.6	109.0	115.1	117.5	117.6	120.7	159.5	177.5	183.4
수출(항암제 등)	20.0	21.3	18.6	21.0	22.2	21.9	23.7	22.2	23.3	24.9	23.8	28.9
연결조정	0.0	3.7	0.0									
영업이익	14.8	22.0	22.9	27.1	31.7	37.8	34.5	40.1	33.2	48.2	54.9	56.3
당기순이익	12.2	18.5	21.7	19.5	27.9	31.7	30.9	26.6	28.6	45.3	48.3	32.5

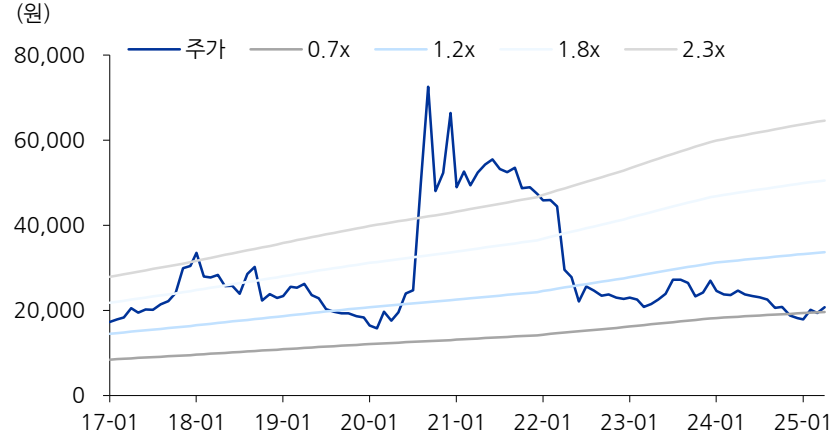
자료: 유진투자증권

PER밴드 차트



자료: 유진투자증권

PBR밴드 차트



자료: 유진투자증권

대한해운

(005880)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-1.5	-11.3	-9.1
절대기준(%)	-7.4	-14.6	-14.5

	현재	직전	변동
투자의견	-	-	-
목표주가(원)	NR	NR	-
영업이익(22)	-	-	-
영업이익(23)	-	-	-

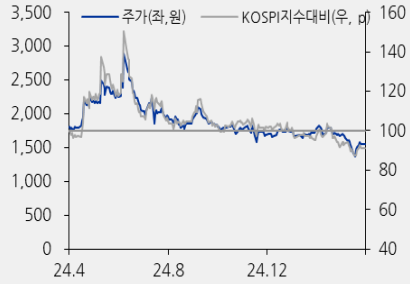
투자의견
N/R
(신규)

목표주가
-
(신규)

미드스몰캡 허준서_02)368-6175_pos03066@eugenefn.com

현재주가(04/22)	**1,545**
시가총액(십억원)	**496**
발행주식수(천주)	321,210천주
52주 최고가(원)	2,985원
최저가(원)	1,364원
52주 일간 Beta	0.84
60일 일평균거래대금(억원)	33억원
외국인 지분율(%)	5.7%
배당수익률(2024A)(%)	0.0%
주주구성(%)	
에스엠상선 (외 2인)	49.0
국민연금공단 (외 1인)	6.0

투자의견	**N/R**
목표주가(12M)	**-**

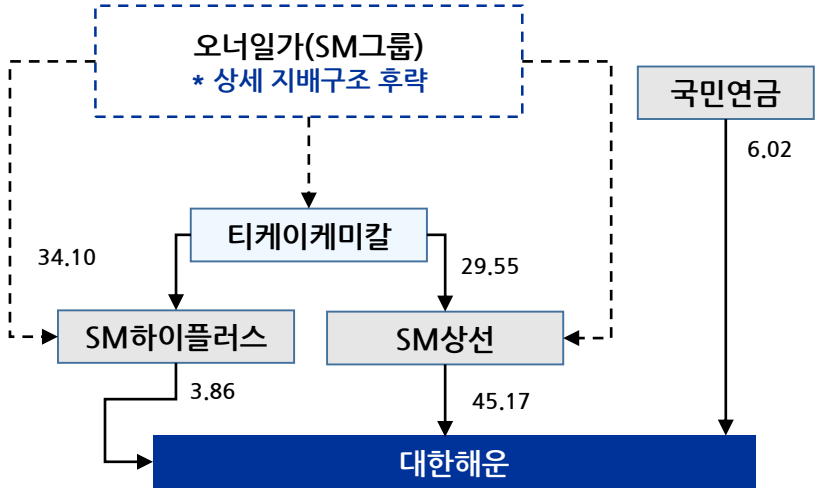


결산기(12월)(십억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	884	1,154	1,612	1,397	1,747
영업이익	146	204	268	250	329
세전손익	27	324	185	60	174
당기순이익	28	307	172	46	165
EPS(원)	113	1,053	540	145	516
증감률(%)	-97.3	831.9	-48.7	-73.1	255.9
PER(배)	389.3	3.7	5.0	9.3	4.0
ROE(%)	3.2	25.9	10.4	2.6	8.0
PBR(배)	0.6	0.7	0.5	0.4	0.3
EV/EBITDA(배)	11.4	5.2	6.8	7.9	4.7

자료: 유진투자증권

원기옥 모으는 중

지배구조



환원 현황 표

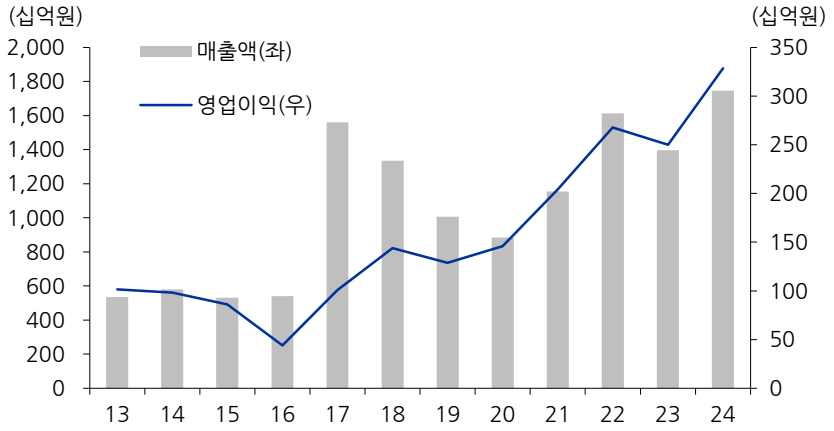
(원, %, 십억원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
현금배당액	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
DPS	0	0	0	0	0	0	0
배당성향	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
현금배당수익률	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
영업이익	135.03	128.78	145.94	203.92	267.67	249.96	328.64
당기순이익	78.28	101.02	27.53	306.59	172.29	46.35	164.82
YoY							
현금배당액		-	-	-	-	-	-
DPS		-	-	-	-	-	-
배당성향		-	-	-	-	-	-
현금배당수익률		-	-	-	-	-	-
영업이익		-5%	13%	40%	31%	-7%	31%
당기순이익		29%	-73%	1014%	-44%	-73%	256%

정상화를 통해 입증한 경영능력

자본잠식상태 인수, 업황 개선과 경영능력으로 재무지표 개선

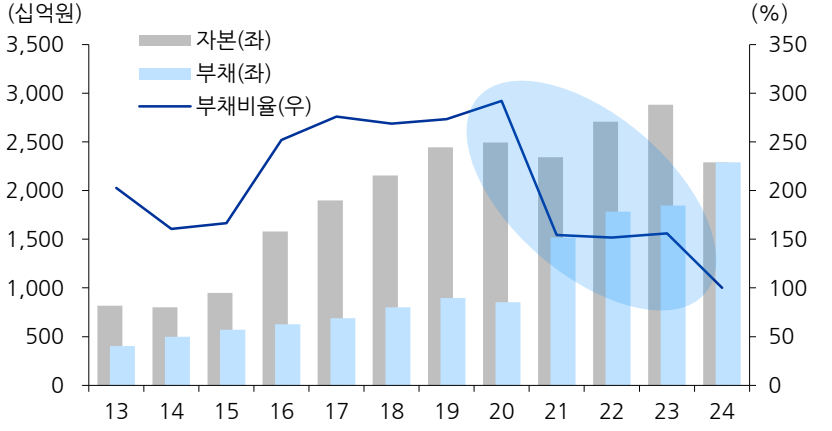
- 드라이벌크, LNG, 탱커 전문 해운업, 2012년말 자본잠식 상태로 2013년 SM그룹 인수, 2024년 말 부채비율 100%까지 하락
- 코로나시절 거치며 상승한 운임에 영업이익 꾸준히 상승, 동기간 꾸준한 차입상환과 높은 이익체력 보유로 재무구조 개선
- 화주(포스코, 한전, KOGAS 등) 고정된 장기용선 계약 많아 향후에도 안정적인 실적 전망
- 다만 VLCC 선대 매각에 따른 탱커부문 외형 축소와 전년도 분양사업에 따른 일회성 수익을 고려했을 때 기저효과로 인한 전년비 성장세 둔화 예상

대한해운 매출액, 영업이익 추이



자료: 유진투자증권

대한해운 자본, 부채, 부채비율 추이



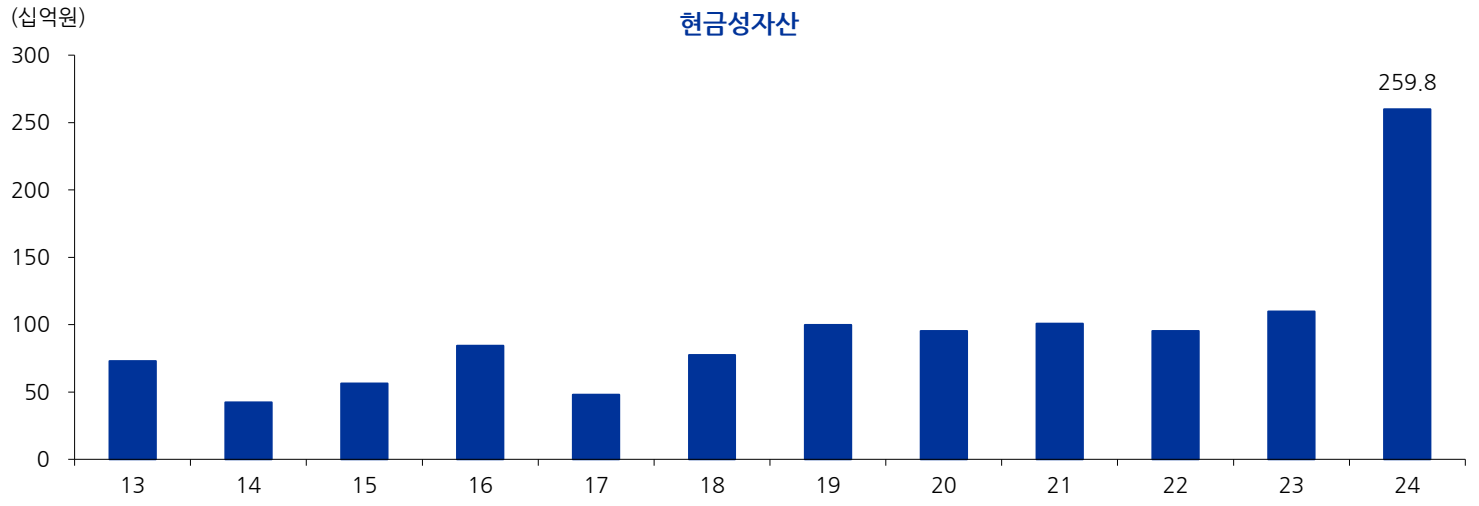
자료: 유진투자증권

선대 매각으로 현금 확보 가속

노후 선대 매각 진행중, 약 2,241억원의 순현금 추가 확보 예정

- 2024년 5월 VLCC(탱커) 4척 사우디 국영 해운사에 매각 확정, S-Oil과 GS칼텍스 장기용선계약에 투입되던 선박
- 지난 하반기동안 2대 인도 완료했으며 25년 상반기 중 나머지 2척 인도 예정(24년 말 사업보고서 매각예정 자산 2,241억원)
- 2024년 말 현금성자산 2,598억원, 향후 유입될 현금까지 고려하면 단기적인 현금성자산 약 5천억원까지 확보 가능, 동사 연간 영업이익 체력 고려 시 유의미하게 큰 금액
- 노후선대 교체 및 친환경선박 투자 등 다양한 방면에서 활용할 수 있는 체력 확보 했다는 점에서 긍정적

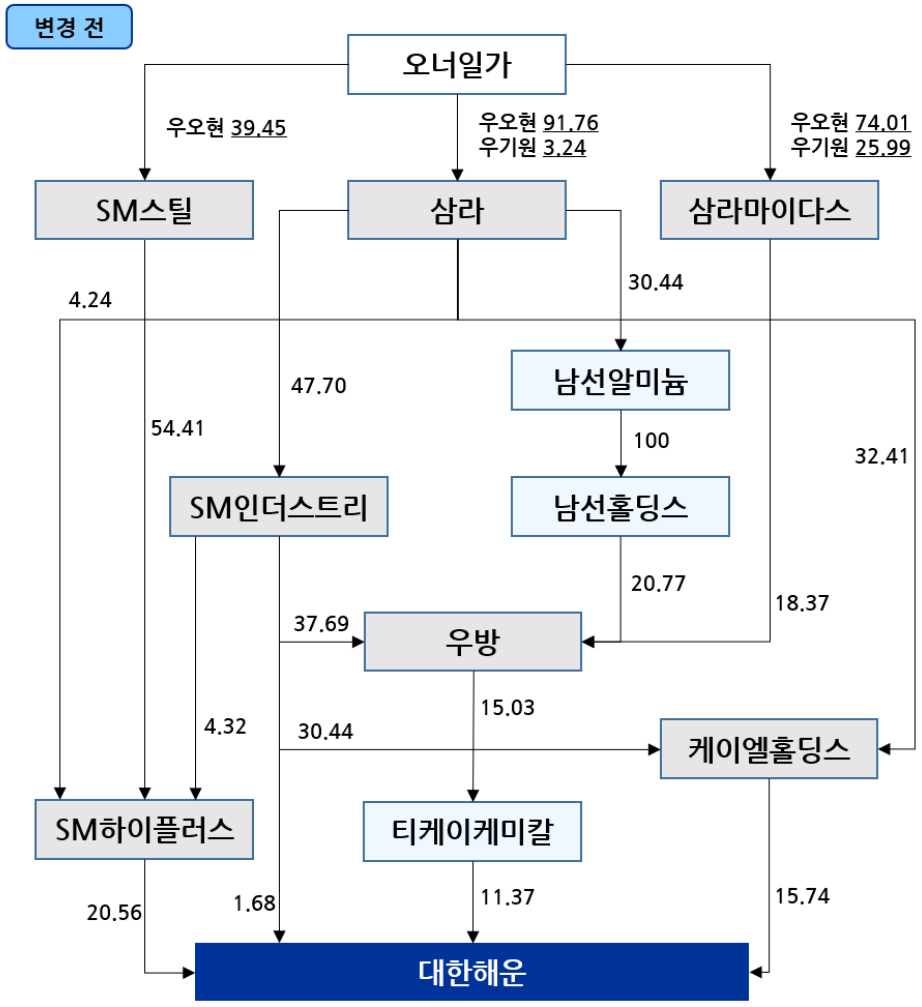
대한해운 현금 및 현금성자산 추이

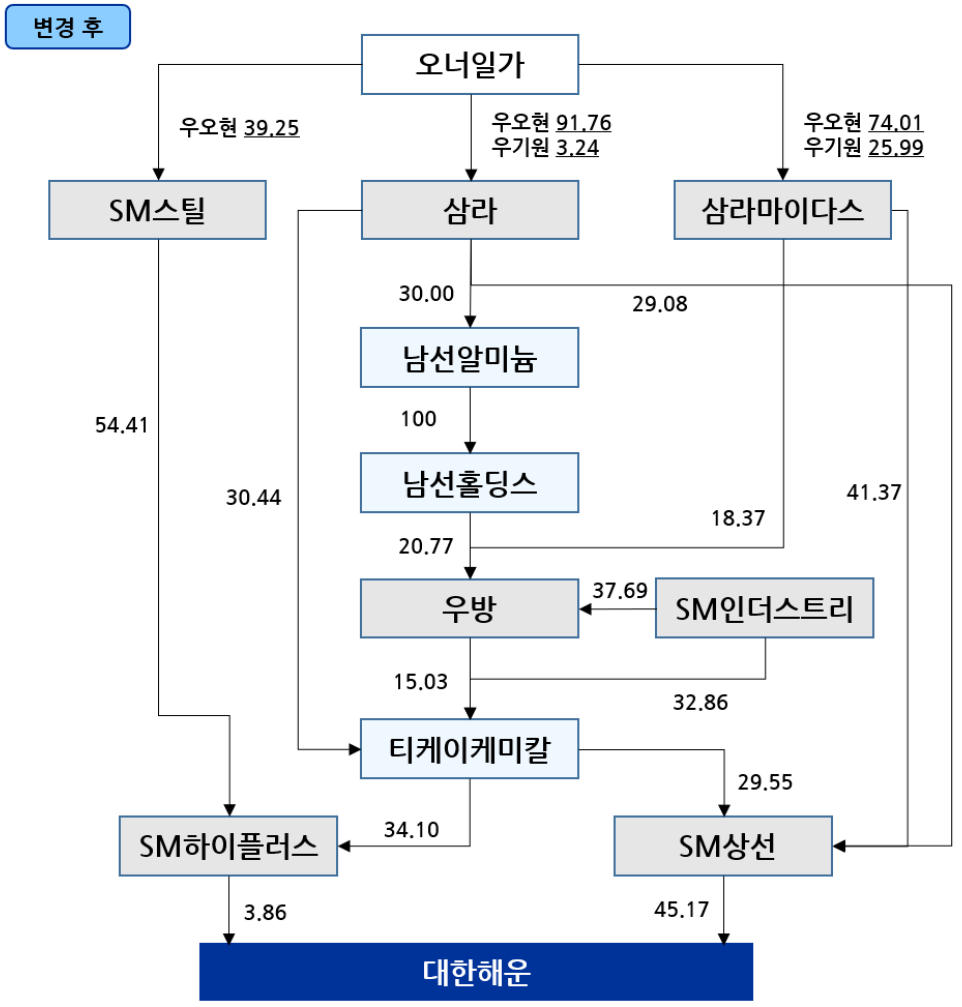


자료: 유진투자증권

지배구조 단순화 완료

SM그룹 지배구조





자료: 유진투자증권
주) 연한 파란색은 상장사

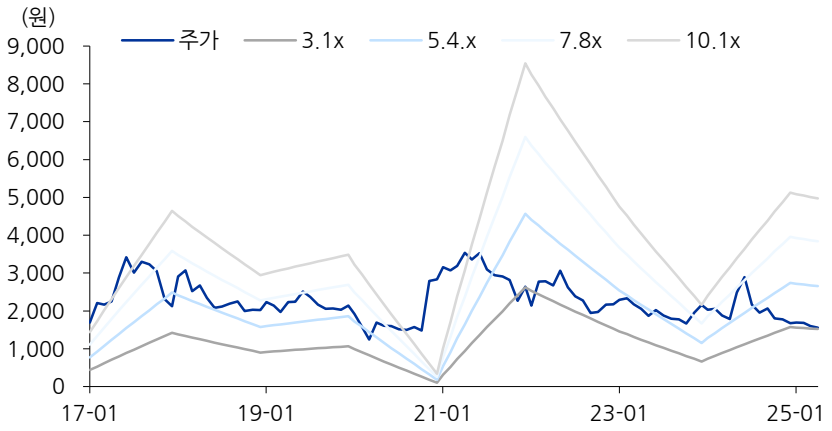
기업실적과 밸류에이션

연결 실적 추이

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	219	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	**535.5**	**580.3**	**531.7**	**540.3**	**1,560.7**	**1,334.7**	**1,005.7**	**884.1**	**1,153.8**	**1,612.0**	**1,397.4**	**1,747.2**
벌크	357.3	373.7	343.3	384.5	653.9	721.7	485.5	401.0	616.9	848.8	609.6	717.7
LNG	164.8	159.3	128.1	122.7	183.6	231.6	192.3	157.1	176.0	326.9	355.9	366.7
탱커	13.5	12.9	19.7	6.2	30.4	32.7	30.1	92.9	102.7	133.5	136.6	127.8
컨테이너					329.3	40.2	51.2	20.1	6.4	SM상선에 컨테이너선 매각		
무역업					97.2	114.0	86.9	51.7	92.3	125.6	70.9	105.3
광산업						22.2	26.9	35.5	42.8	31.6	48.1	46.2
건설업						5.1	15.9	15.2	17.8	22.9	30.9	29.8
제조 및 기타		34.4	40.6	27.0	266.3	167.2	116.9	110.7	99.1	122.7	145.3	353.7
영업이익	**101.4**	**98.3**	**86.0**	**44.1**	**100.9**	**143.7**	**128.8**	**145.9**	**203.9**	**267.7**	**250.0**	**328.6**
당기순이익	383.8	71.9	39.5	30.8	109.2	87.0	101.0	27.5	306.6	172.3	46.4	164.8

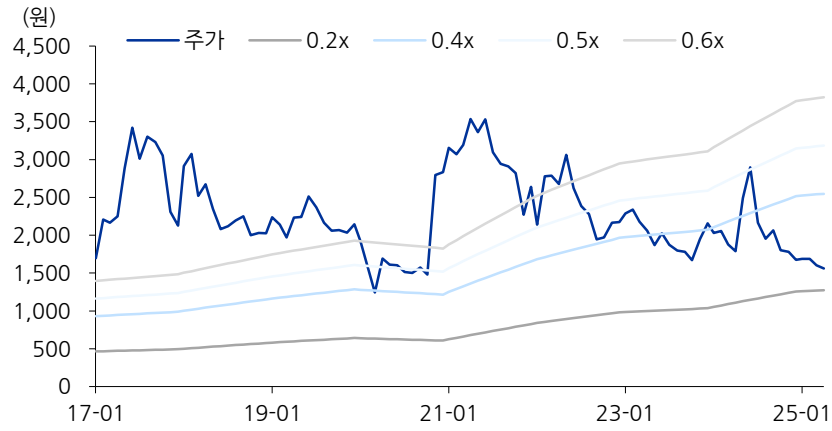
자료: 유진투자증권

PER밴드 차트



자료: 유진투자증권

PBR밴드 차트



자료: 유진투자증권

현대코퍼레이션
(011760)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-3.3	19.4	33.5
절대기준(%)	-9.2	16.1	28.0

	현재	직전	변동
투자의견	-	-	-
목표주가(원)	NR	NR	-
영업이익(22)	-	-	-
영업이익(23)	-	-	-

투자의견 **N/R** (신규)

목표주가 **-** (신규)

미드스몰캡 조태나_02)368-6174_ tena@eugenefn.com

역대 최대 실적 지속, 그리고 PBR 0.4배

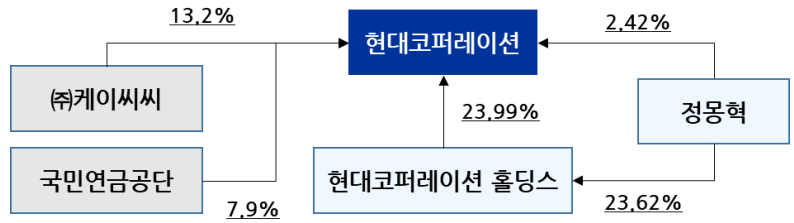
현재주가(04/22)	**21,150**
시가총액(십억원)	**280**
발행주식수(천주)	13,229천주
52주 최고가(원)	26,200원
최저가(원)	16,550원
52주 일간 Beta	0.86
60일 일평균거래대금(억원)	26억원
외국인 지분율(%)	10.9%
배당수익률(2024A)(%)	3.7%
주주구성(%)	
현대코퍼레이션홀딩스 (외 5인)	25.0
케이씨씨 (외 1인)	12.0

투자의견 N/R

목표주가(12M) -



지배구조



결산기(12월)(십억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	2,881	3,782	6,127	6,580	6,996
영업이익	33	35	67	99	134
세전손익	54	56	91	109	152
당기순이익	49	38	79	83	121
EPS(원)	3,731	2,873	5,948	6,303	9,145
증감률(%)	200.2	-23.0	107.0	6.0	45.1
PER(배)	3.9	6.5	2.9	3.0	2.1
ROE(%)	15.1	11.2	19.7	16.4	19.6
PBR(배)	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	7.8	13.0	5.2	5.6	2.5

자료: 유진투자증권

환원 현황

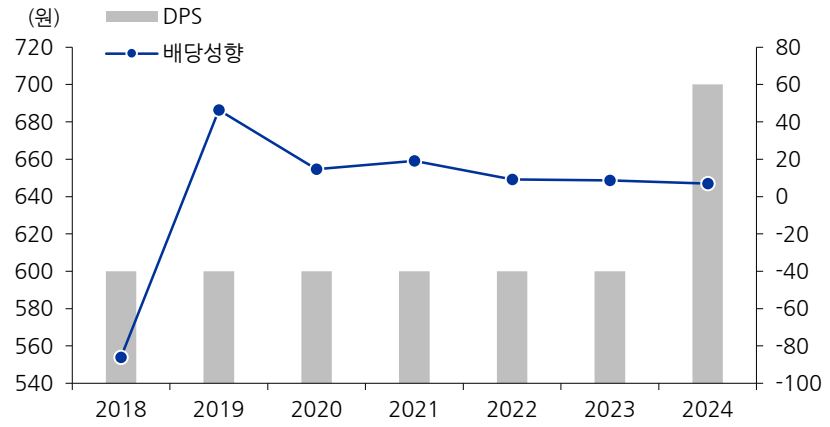
(원, %, 십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
현금배당액	7.21	7.21	7.21	7.21	8.41
DPS	600	600	600	600	700
배당성향	14.62	19.07	9.16	8.61	6.94
현금배당수익률	3.76	3.57	3.7	3.18	3.66
영업이익	33.24	35.07	66.83	99.33	133.53
당기순이익	49.36	38.01	78.69	83.39	120.98
YoY(%)					
현금배당액	-5%	0%	0%	0%	17%
DPS	0%	0%	0%	0%	17%
배당성향	-69%	30%	-52%	-6%	-19%
현금배당수익률	12%	-5%	4%	-14%	15%
영업이익	-24%	6%	91%	49%	34%
당기순이익	200%	-23%	107%	6%	45%

배당 성향은 3년 째 꾸준히 10% 이하

적극적인 주주환원 정책이 필요

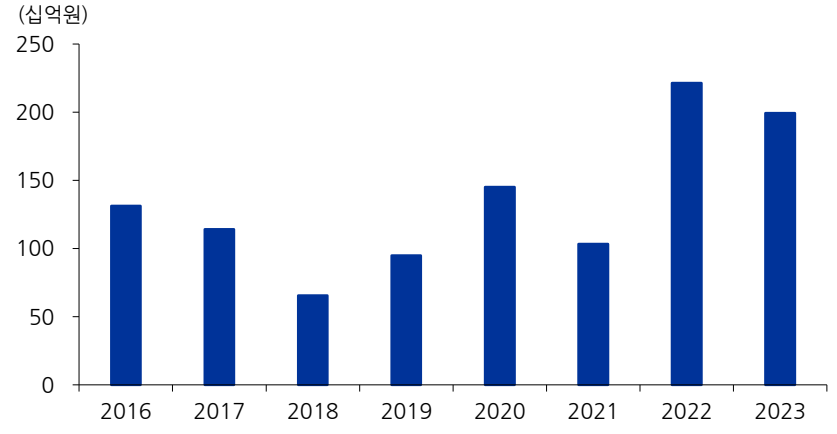
- 최근 정몽혁 회장의 자녀들이 일제히 지분을 장내 매수하며 승계구도에 본격 시동을 거는 모습. 지난 10일 지급된 배당금을 일부 실탄으로 활용한 것으로 보임. 현재 PBR 0.4배 수준인 것도 주목할만함.
- KCC의 경우 현대코퍼레이션과 직접적 관계는 없지만, 범현대가(家)의 일원으로서 역사적으로 다양한 지분 투자를 통해 현대 계열사들과 긴밀한 관계를 유지해왔음. 이러한 투자는 경영권 분쟁 지원, 재무적 투자, 그리고 오너 일가 간의 유대강화 등 여러 목적을 가짐.
- 수년 간 현대코퍼레이션의 주당 배당금은 600원을 유지하다가 '24년 700원으로 상승. 그러나 당기순이익 대비 배당금이 현저하게 적음. 배당성향은 최근 3년 동안 10% 미만 기록. 인수합병 통해 신사업 진출 모색하고 있다고 하지만 아직까지 뚜렷한 방향 제시된 것 없음.

현대코퍼레이션 배당성향 추이



자료: 유진투자증권

현대코퍼레이션 현금성 자산 추이



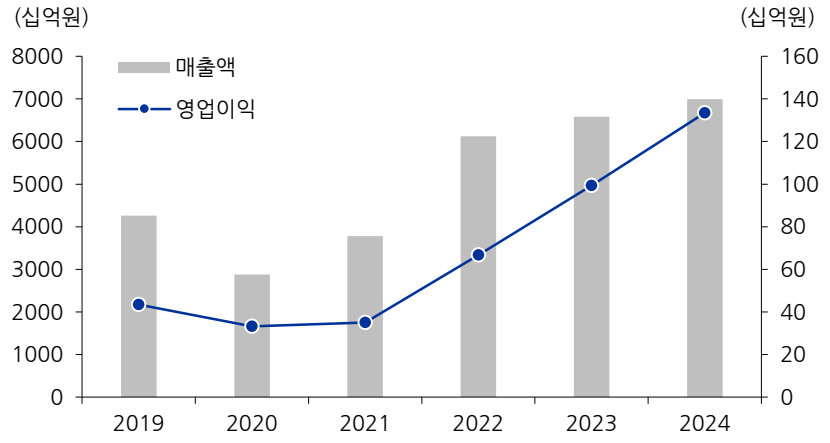
자료: 유진투자증권

나날이 역대 최대 실적을 기록

연간 1천억원 대의 이익 체력 구비

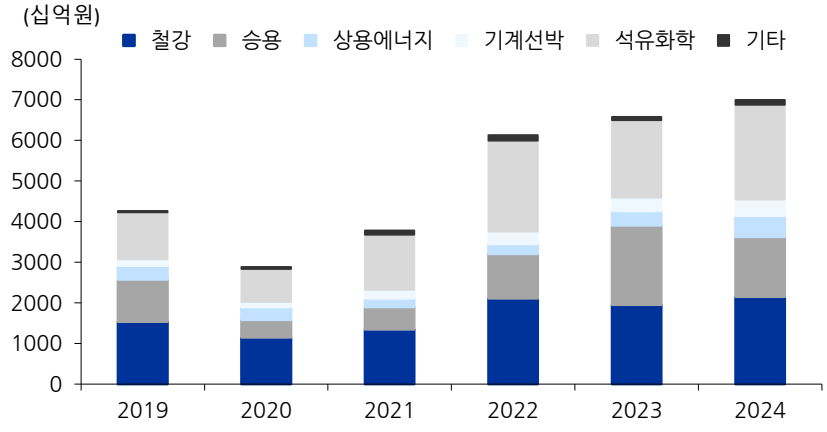
- 현대코퍼레이션 영업이익은 '22년 91%, '23년 49%, '24년 34% 매년 고성장을 이어가는 중
- 북미를 중심으로 한 글로벌 전력망 투자 증가로 상용에너지 부문에서 변압기 수요가 급증하고 있으며, 안정적인 수익으로 이어지고 있음. 철강 판매 호조세와 고수익성 제품 믹스 효과로 철강 부문 역시 견조한 매출을 유지하는 중. 석유화학 부문도 물량 증가로 매출과 마진 동시에 개선 중
- 과거 기여도가 높지 않았던 기계 인프라와 상용에너지 부문에서도 실적이 우상향하는 기조를 보이며 전체적 수익성 향상에 기여

현대코퍼레이션 매출액 및 영업이익 추이



자료: 유진투자증권

현대차 북미 시장 재고 개월 수



자료: 유진투자증권

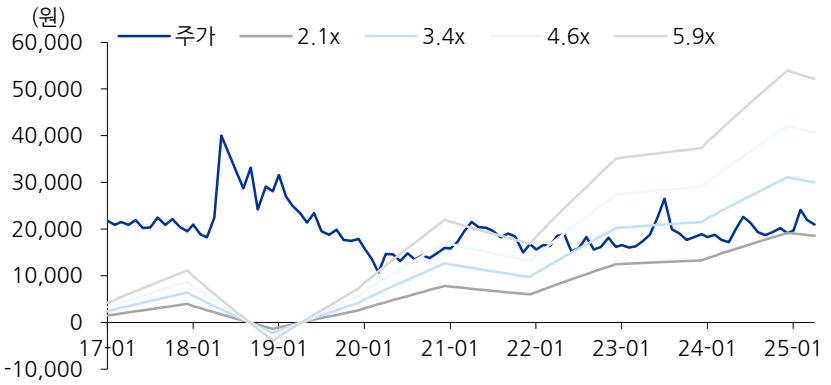
기업실적과 밸류에이션

현대코퍼레이션 실적 추이

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	2,880.5	3,782.2	6,126.7	6,580.1	6,995.2
철강	1,146.1	1,342.2	2,106.9	1,954.8	2,148.9
승용	435.2	550.4	1,097.8	1,947.6	1,473.9
상용에너지	302.9	205.2	233.9	347.9	509.1
기계선박	137.7	223.4	320.7	343.4	411.5
석유화학	809.2	1,357.9	2,233.9	1,903.9	2,332.2
기타	49.4	103.1	133.5	82.5	119.6
영업이익	33.2	35	66.8	99.3	133.5
당기순이익	49.3	38	78.6	83.3	120.9
영업이익률	1%	1%	1%	2%	2%
yoy					
매출액	-32%	31%	62%	7%	6%
철강	-25%	17%	57%	-7%	10%
승용	-58%	26%	99%	77%	-24%
상용에너지	-8%	-32%	14%	49%	46%
기계선박	-16%	62%	44%	7%	20%
석유화학	-30%	68%	65%	-15%	22%
기타	38%	109%	29%	-38%	45%
영업이익	-24%	5%	91%	49%	34%
당기순이익	201%	-23%	107%	6%	45%

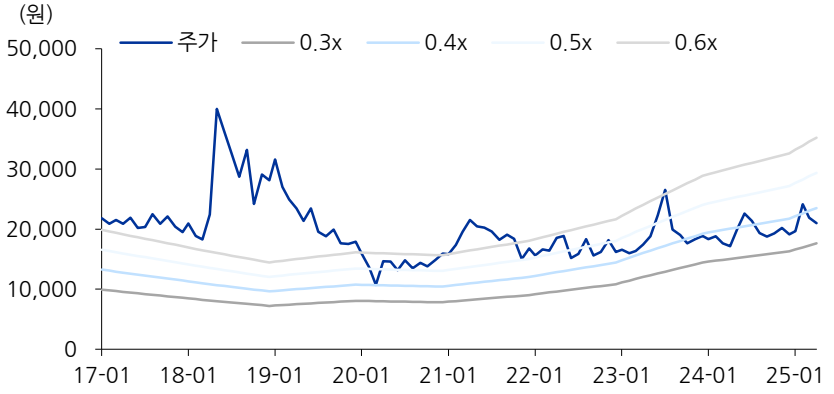
자료: 유진투자증권

PER 밴드 차트



자료: 유진투자증권

PBR 밴드 차트



자료: 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 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 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 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율 (%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.03.31 기준)