

대선 딛고 날아오를 지배구조 규제, 그리고 수혜 종목





목 차

03	I. 지배구조 규제 강화 전망
05	1. 상법
11	2. 자본시장과 금융투자업에 관한 법률
14	3. 소득세법
15	4. 상속세 및 증여세법
19	II. 규제 강화 수혜 종목
20	1. 상법 개정 수혜 종목
30	2. 배당소득 분리과세 수혜 종목
35	III. 지주회사 투자 유의사항
38	비상장 자회사 상장 및 매각

대선 딛고 날아오를 지배구조 규제,
그리고 수혜 종목



I

지배구조 규제 강화 전망

상법, 자본시장법, 세법 등

Summary

❖ 지배구조 규제, 대선 이후 본격적으로 강화 전망

- 지난 6월 3일 대선 결과, 더불어민주당의 이재명 후보가 대권을 잡게 됨. 이재명 당선인은 그간 자본시장 정상화와 한국 증시 부양을 위해 상법 개정이 반드시 필요하다는 입장을 지속적으로 표명해 왔으며, 이정문 의원 등 25인은 대선 직후인 6월 5일에 주주에 대한 이사의 충실의무 명문화와 전자주주총회 도입을 골자로 하는 상법 개정안을 발의함
- 상법 외에도 자본시장법, 소득세법 등의 개정을 통한 소액주주 권익 보호 제도 도입이 탄력을 받고 있음

개정 발의된 (or 예정인) 법률	주요 내용
상법	주주에 대한 충실의무, 전자주주총회 도입, 자기주식 소각 의무화, 집중투표제 도입, 분리선출되는 감사위원인 이사의 수 확대 등
자본시장과 금융투자업에 관한 법률	M&A 의무공개매수제도, 분할신설법인의 신주를 분할되는 법인 주주에 우선 배정, 상장회사 합병 시 공정가액으로 평가 등
소득세법	배당소득 분리과세
상속세 및 증여세법	PBR 0.8 이하 주식 평가 방식 변경



상법 주주에 대한 충실의무, 전자주주총회 도입 (1/2)

[한화리서치센터]

- ❖ 지난 6월 3일 대선 결과, 더불어민주당의 이재명 후보가 대권을 잡게 됨. 이재명 후보가 그간 자본시장 정상화와 한국 증시 부양을 위해 상법 개정이 반드시 필요하다는 입장을 지속적으로 표명해 왔기에, 대선 결과 확정 후 상법 개정 절차가 이전보다 더 신속하고 강력하게 재 추진될 것이라는 기대감이 고조됨
- ❖ 이정문 의원 등 25인은 대선 직후인 6월 5일에 주주에 대한 이사의 충실의무 명문화와 전자주주총회 도입을 골자로 하는 상법 개정안을 발의함
 - ✓ 6월 12일에 상법뿐 아니라 형사소송법, 방송3법 등에 대한 개정안도 국회 본회의에서 처리될 계획이었으나 해당 본회의는 철회됨
 - ✓ 연이어 13일, 더불어민주당은 ‘코스피 5000 특별위원회’를 구성하기로 했고 상법 개정도 이 위원회에서 논의될 예정임

상법 개정 Timeline

2024.11.19	이정문 의원 등 18인 상법 일부개정법률안 발의
2024.11.20	법제사법위원회 회부
2024.11.26	제418회 국회(정기회) 제5차 법안심사제1소위
2025.01.22	제421회 국회(임시회) 제1차 법안심사제1소위
2025.02.24	제422회 국회(임시회) 제2차 법안심사제1소위
2025.02.27	국회 본회의 상정 유예
2025.03.13	제423회 국회(임시회) 제1차 본회의 통과
2025.04.01	정부 재의요구권(거부권) 행사
2025.04.17	제424회 국회(임시회) 제5차 본회의 부결
2025.06.03	제21대 대통령선거: 이재명 후보 당선
2025.06.05	이정문 의원 등 25인 상법 일부개정법률안 발의

상법 개정안 주요 내용

2024년 11월 案에 포함되었던 개정 내용	2025년 6월 案에 포함된 개정 내용
주주에 대한 이사의 충실의무 명문화	포함
상장회사의 주주총회에 전자주주총회 방식 도입	포함
대규모 상장회사의 이사 선임 과정에서 집중투표제 도입	추후 후속 입법 예정
분리선출되는 감사위원인 이사의 수 확대	추후 후속 입법 예정
사외이사의 명칭을 ‘독립이사’로 변경	추후 후속 입법 예정
이사 총수의 3분의 1 이상을 독립이사로 구성 ^주	추후 후속 입법 예정

자료: 국회, 한화투자증권 리서치센터

주: 현행법에 따르면 상장회사는 이사 총수의 4분의 1 이상을 사외이사로 구성하도록 하되, 직전 사업연도 자산총액이 2조원 이상인 상장회사의 사외이사는 3명 이상 & 이사 총수의 과반수가 되어야 함. 자산총액 2조원 이상 상장회사에 대한 규정은 유지하되 그 외 상장회사에 대한 사외이사 인원 수 요건을 이사 총수의 ‘4분의 1 이상’에서 ‘3분의 1 이상’으로 강화하는 것임

자료: 국회, 한화투자증권 리서치센터



상법 주주에 대한 충실의무, 전자주주총회 도입 (2/2)

[한화리서치센터]

상법 일부개정법률안(이정문 의원 등 25인 2025.6.5 발의) 신구조문대비표^주

현행	개정안
제382조의3(이사의 충실의무) 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 <u>회사를 위하여</u> 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.	제382조의3(이사의 충실의무 등) ① 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 <u>회사 및 주주를 위하여</u> 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다. ② 이사는 <u>그 직무를 수행함에 있어 총주주의 이익을 보호하여야 하고, 전체 주주의 이익을 공정하게 대우하여야 한다.</u>
<신설>	제542조의14(전자주주총회) ① 상장회사는 정관으로 달리 정하는 경우를 제외하고는 이사회결의로 주주의 일부가 소집지에 직접 출석하지 아니하고 원격지에서 전자적 방법으로 결의에 참가할 수 있는 방식의 총회(이하 “전자주주총회”라 한다)를 개최할 수 있다. ② 자산 규모 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 상장회사는 전자주주총회를 개최하여야 한다. ③ 상장회사가 전자주주총회를 개최하는 경우 주주는 소집지에 직접 출석하는 방식과 전자통신수단에 의하여 출석하는 방식 중 어느 한 가지 방식에 의하여만 총회에 출석할 수 있다. ④ 전자주주총회에 출석한 주주 등은 제364조에 따른 소집지에 직접 출석한 것으로 본다. ⑤ 상장회사가 전자주주총회를 개최하는 경우 제363조제1항에 따른 소집통지에 전자주주총회를 개최한다는 뜻과 출석방법, 그 밖에 대통령령으로 정하는 사항을 포함하여야 한다. ⑥ 제1항과 제5항에 따른 전자통신수단, 전자주주총회 개최요건, 그 밖에 필요한 사항은 대통령령으로 정한다.

주: 일부만 발해

자료: 국회, 한화투자증권 리서치센터



상법 집중투표제

[한화리서치센터]

- ❖ 집중투표제(Cumulative Voting)는 이사 선임 시 이사 후보 수만큼의 의결권을 주식 1주당 부여하는 제도로, 소수 세력이 지지하는 이사가 선임될 가능성을 높여주는 효과가 있음
 - ✓ 주주는 특정 후보에게 의결권을 몰아서 투표할 수도 있고, 여러 명의 후보에게 분산하여 투표하는 것도 가능함
 - ✓ 우리나라 상법은 회사가 정관을 통해 집중투표제를 배제하지 않는 한 집중투표제를 도입한 것으로 간주하는 Opt-out 방식을 채택함

상법상 집중투표제 관련 조항

제382조의2(집중투표) ① 2인 이상의 이사의 선임을 목적으로 하는 총회의 소집이 있는 때에는 의결권없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 3 이상에 해당하는 주식을 가진 주주는 정관에서 달리 정하는 경우를 제외하고는 회사에 대하여 집중투표의 방법으로 이사를 선임할 것을 청구할 수 있다.

② 제1항의 청구는 주주총회일의 7일 전까지 서면 또는 전자문서로 하여야 한다.

③ 제1항의 청구가 있는 경우에 이사의 선임결의에 관하여 각 주주는 1주마다 선임할 이사의 수와 동일한 수의 의결권을 가지며, 그 의결권은 이사 후보자 1인 또는 수인에게 집중하여 투표하는 방법으로 행사할 수 있다.

④ 제3항의 규정에 의한 투표의 방법으로 이사를 선임하는 경우에는 투표의 최다수를 얻은 자부터 순차적으로 이사에 선임되는 것으로 한다.

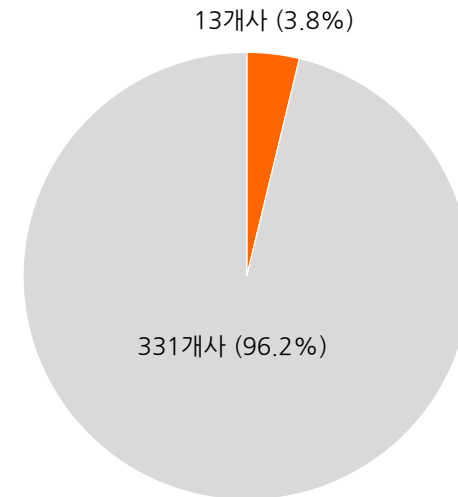
⑤ 제1항의 청구가 있는 경우에는 의장은 의결에 앞서 그러한 청구가 있다는 취지를 알려야 한다.

⑥ 제2항의 서면은 총회가 종결될 때까지 이를 본점에 비치하고 주주로 하여금 영업시간내에 열람할 수 있게 하여야 한다.

자료: 법제저, 한화투자증권 리서치센터

집중투표제 도입 현황^주

■ 도입
■ 배제



주: 2024년 기준, 80개 공시대상기업집단 소속 상장회사 344개사 대상 조사
자료: 공정거래위원회, 한화투자증권 리서치센터



상법 감사위원 분리선출

[한화리서치센터]

- ❖ 2020년 12월 29일부터 시행된 개정 상법에 따라 직전 연도 자산총액 2조원 이상 상장회사 및 자산총액 1천억원 이상인 상장회사 중 상근감사 대신 감사위원회를 설치한 회사는 감사위원 중 최소 1인을 분리선출해야 함
 - ✓ ‘일괄선출’ 방식 하에서는 주주총회에서 이사를 선임한 후 선임된 이사 중에서 감사위원을 선출함. 이 경우 이사 선임 단계에서 3% Rule이 적용되지 않기 때문에 감사위원을 선임하는 단계에서 3% Rule이 적용된다 해도 무의미하다는 비판이 있었음
 - ✓ ‘분리선출’ 방식 하에서는 감사위원이 될 이사를 처음부터 다른 이사들과 분리하여 선임함으로써 3% Rule이 실질적으로 효과를 발휘하도록 하는 것임
- ❖ 현행 상법에는 분리선출 감사위원 인원 수가 최소 1인으로 규정되어있으나 후속으로 발의될 상법 개정안에서는 감사위원 중 최소 ‘2인’을 분리선출하는 것으로 개정될 것으로 전망됨

감사위원 분리선출의 개념



자료: 딜사이트, 한화투자증권 리서치센터



상법 자기주식 소각 의무화 [1/2]

[한화리서치센터]

- ❖ 2011년 개정 전 상법에서는 자본총실의 원칙에 따라 자기주식의 취득을 원칙적으로 금지하고 예외적인 경우에만 허용함
 - ✓ 자기주식 취득이 허용되는 예외적인 경우 중, 소각을 목적으로 자기주식을 취득했다면 지체없이 주식 실효(失効)의 절차를 밟아야 한다고 규정되어 있었음
 - ✓ 회사의 합병 또는 다른 회사의 영업전부의 양수로 인해서, 혹은 주주가 주식매수청구권을 행사해서 자기주식을 취득한 경우에도 ‘상당한 시기에 주식을 처분하여야 한다’고 정하고 있었음
- ❖ 그러나 2011년 4월 개정을 통해 상법도 자기주식 취득을 원칙적으로 허용하는 한편(제341조), 자기주식의 처분기한을 없앴으로써 정관에 규정이 없으면 이사회의 결의로 회사가 적절한 시기에 처분할 수 있도록 정함(제342조)

자기주식의 취득 및 처분 관련 조항 개정 전후

2011.04.14 개정 전	2011.04.14 개정 후
제341조(자기주식의 취득) 회사는 다음의 경우외에는 자기의 재산으로 자기의 주식을 취득하지 못한다. 1. 주식을 소각하기 위한 때 2. 회사의 합병 또는 다른 회사의 영업전부의 양수로 인한 때 3. 회사의 권리를 실행함에 있어 그 목적을 달성하기 위하여 필요한 때 4. 단주의 처리를 위하여 필요한 때 5. 주주가 주식매수청구권을 행사한 때 제342조(자기주식의 처분) 회사는 제341조제1호의 경우에는 지체없이 주식실효의 절차를 밟아야 하며 동조제2호 내지 제5호와 제341조의3 단서의 경우에는 상당한 시기에 주식 또는 질권의 처분을 하여야 한다.	제341조(자기주식의 취득) ① 회사는 다음의 방법에 따라 자기의 명의로 재산으로 자기의 주식을 취득할 수 있다. 다만, 그 취득가액의 총액은 직전 결산기의 대차대조표상의 순자산액에서 제462조제1항 각 호의 금액을 뺀 금액을 초과하지 못한다. 1. 거래소에서 시세(時勢)가 있는 주식의 경우에는 거래소에서 취득하는 방법 2. 제345조제1항의 주식의 상환에 관한 종류주식의 경우 외에 각 주주가 가진 주식 수에 따라 균등한 조건으로 취득하는 것으로서 대통령령으로 정하는 방법 ② 제1항에 따라 자기주식을 취득하려는 회사는 미리 주주총회의 결의로 다음 각 호의 사항을 결정하여야 한다. 다만, 이사회의 결의로 이익배당을 할 수 있다고 정관으로 정하고 있는 경우에는 이사회의 결의로써 주주총회의 결의를 갈음할 수 있다. 1. 취득할 수 있는 주식의 종류 및 수 2. 취득가액의 총액의 한도 3. 1년을 초과하지 아니하는 범위에서 자기주식을 취득할 수 있는 기간 ③ 회사는 해당 영업연도의 결산기에 대차대조표상의 순자산액이 제462조제1항 각 호의 금액의 합계액에 미치지 못할 우려가 있는 경우에는 제1항에 따른 주식의 취득을 하여서는 아니 된다. ④ 해당 영업연도의 결산기에 대차대조표상의 순자산액이 제462조제1항 각 호의 금액의 합계액에 미치지 못함에도 불구하고 회사가 제1항에 따라 주식을 취득한 경우 이사는 회사에 대하여 연대하여 그 미치지 못한 금액을 배상할 책임이 있다. 다만, 이사가 제3항의 우려가 없다고 판단하는 때에 주의를 게을리하지 아니하였음을 증명한 경우에는 그러하지 아니하다. 제342조(자기주식의 처분) 회사가 보유하는 자기의 주식을 처분하는 경우에 다음 각 호의 사항으로서 정관에 규정이 없는 것은 이사회가 결정한다. 1. 처분할 주식의 종류와 수 2. 처분할 주식의 처분가액과 납입기일 3. 주식을 처분할 상대방 및 처분방법

자료: 법제처, 한화투자증권 리서치센터



상법 자기주식 소각 의무화 [2/2]

[한화리서치센터]

- ❖ 이재명 대통령 당선인은 대선 전이었던 지난 4월 21일, 상법 개정안 재추진 의사를 내비치며 “상장회사의 자기주식은 원칙적으로 소각해 주주이익으로 환원될 수 있도록 제도화하겠다”고 발언
- ✓ 더불어민주당이 대선 후 6월 5일 발의한 상법 개정안에는 자기주식 관련 내용이 담기지 않았지만, 후속 입법으로 추진될 것으로 예상됨
- ✓ 지난 6월 18일 국정기획위원회의 ‘대한민국 진짜 성장을 위한 전략’ 연구보고서에 따르면 “상장회사 자기주식에 대한 원칙적 소각 근거를 마련하고 기보유 자기주식에 대해서는 합리적인 규제를 부여할 필요가 있다”고 명시하였는데, 이는 기보유 자기주식에 대해 유예기간을 충분히 부여하되 자기주식 처분 시 신주 발행 절차를 준용해 심사를 거치도록 하겠다는 의미로 풀이됨

소각이 아닌 다른 방식으로 처분할 경우 자기주식이 대주주나 경영진의 사적 이익에 이용될 수 있는 사례

경영권 분쟁 상황에서 우호 세력에 매각

- 자기주식은 의결권이 없으나 이를 우호적인 제3자에게 매각할 경우 전체 우호 지분을 늘릴 수 있음

불공정한 가격으로 처분

- 시가보다 낮은 가격으로 처분 시 기존 주주의 주주가치가 희석됨
- 시가보다 높은 가격으로 계열회사 등에 처분 시 해당 계열회사가 손해를 입게 됨

지배력 확대 목적으로 특수관계인에 처분

- 일반 주주에게는 동등한 매수의 기회를 주지 않고 개인 최대주주나 계열회사에 자기주식을 매각하여 지배력이나 의결권을 확대하는 데 이용

해외의 자기주식 처분 관련 제도

영국	일본
• 자기주식의 처분에 있어서도 신주 발행과 동일하게 (기존) 주주에게 우선적인 권리가 인정됨을 명문화함 - 즉 자기주식의 처분 시 원칙적으로 주주에게 균등하게 처분되어야 함 - 제3자에게 처분하기 위해서는 정관에 명시하거나 주주총회 특별결의가 필요함	• 신주와 자기주식을 동일하게 규제하지만, 본래 주주에게 신주인수권을 인정하지 않으므로 회사가 자유롭게 제3자에게 신주를 배정하거나 자기주식을 처분할 수 있음 • 그러나 자기주식의 처분에 대해서도 신주 발행과 같이 유지청구와 무효의 소에 대한 규정을 두고 있어, 주식의 인수인에게 유리한 조건으로 자기주식을 처분하거나 경영진의 지배권 확보가 주 목적인 자기주식 처분에 대한 주주 구제수단이 마련되어 있음
독일	미국
• 자본금의 10%까지만 자기주식을 보유할 수 있고, 자본금의 10%를 초과하면 초과된 부분을 취득 시점으로부터 3년 이내에 처분하여야 함. 해당 기간 내에 처분하지 못한 주식은 소각하여야 함 • 거래소 밖에서 또는 제3자에게 자기주식을 처분하려면 주주총회 특별결의가 있어야 하고, 주식의 처분가격이 시가보다 현저히 낮지 않아야 함	• 주주의 신주인수권을 법에서 보장하지 않으므로 신주를 제3자에게 발행하는 경우와 자기주식을 제3자에게 처분하는 경우가 크게 차이가 없음 • 다만 경영진 자신 또는 특정주주의 이익을 위하여 자기주식을 처분하거나 적절한 가격을 받지 못하고 자기주식을 처분하는 경우 이사의 Fiduciary Duty 위반에 해당할 수 있고, 민사소송을 통한 사후적 구제 가능



자본시장과 금융투자업에 관한 법률 M&A 의무공개매수 제도

[한화리서치센터]

- ❖ 기업 M&A 과정에서 대주주는 경영권 프리미엄이 반영된 높은 가격에 지분을 매각할 수 있으나, 일반주주는 제값을 받지 못하는 상황이 반복되어 옴
- ❖ 이전 정권에서 금융위원회는 지분을 25% 이상을 보유해 최대주주가 되는 경우 과반수인 '50%+1주' 이상을 공개매수하는 방안을 유력하게 검토함. 즉, 지분을 25%를 확보해 최대주주가 될 경우 나머지 25% 이상을 의무적으로 공개매수해야 하는 것임
- ❖ 세부 내용은 다소 차이가 있으나, 올해 들어 더불어민주당에서도 유사한 법안이 발의되었고 새 정부 출범 후 여당이 되었기 때문에 더 추진력을 얻을 것으로 기대되고 있음

자본시장법 일부개정법률안(이정문 의원 등 12인 2025.2.12 발의) 중 M&A 의무공개매수 제도 관련 내용

제안 배경

- 현행법은 상장회사가 합병, 분할, 주식의 포괄적 교환·이전, 주요 영업의 양수도 등 자본거래를 할 때 지배주주나 기업집단의 이익을 우선시키고 일반주주의 권익 보호는 미흡하다는 지적이 꾸준히 제기되어 옴
- 특히, 대주주 및 특수관계인이 일정 지분 이상을 취득한 후 공개매수를 강제하지 않는 현행 규제는 소액주주에게 불리하게 작용할 수 있음

개정 주요 내용

- 특정 주주가 주식 총수의 25% 이상을 보유하게 되는 경우, 해당 회사의 **잔여 주식 전부**에 대해 공개매수 의무를 부과하고, 공개매수 가격은 선행매수 가격을 고려하여 대통령령이 정하는 가격 이상으로 설정

자료: 국회, 한화투자증권 리서치센터

자본시장법 일부개정법률안(천준호 의원 등 11인 2025.2.7 발의) 주요 개정 내용

제안 배경

- 국내 상장회사의 인수·합병은 대부분 대주주의 지분 양수도를 통해 경영권을 확보하는 방식으로 진행되고 있음. 하지만 그 과정에 일반 소액주주의 권리가 외면된다는 지적이 오랫동안 제기되어 왔음
- 영국, 독일을 비롯한 주요 EU 국가와 일본 등의 경우 기업의 인수합병 과정에 일반 소액주주의 권리를 보호하기 위해 의무공개매수 제도를 도입하고 있음

개정 주요 내용

- 주식 양수도 방식 등의 기업인수 합병에 일정 비율 이상의 주식을 의무적으로 공개매수하도록 하는 제도를 도입하여 일반주주들이 보유 지분을 매각할 수 있는 기회를 부여함으로써 소액주주의 권익을 보호하고자 함
- 증권시장 밖에서 상장법인 또는 해당 상장법인에 사실상 영향력을 행사하는 자 등의 의결권 있는 주식을 매수하고자 하는 자는, 그 매수 등을 한 후에 본인과 특별관계자가 해당 회사 발행주식총수의 100분의 25 이상을 보유하게 되는 경우, 해당 회사의 발행주식총수에서 기보유 주식등의 수를 공제한 잔여주식의 수 이상의 주식을 의무공개매수 하여야 함

자료: 국회, 한화투자증권 리서치센터



자본시장과 금융투자업에 관한 법률 분할신설법인 신주 배정

[한화리서치센터]

- ❖ 만일 특정 상장회사(모회사)가 고성장 사업부문을 물적분할한 후 이를 상장하면 모회사에 해당하는 기존 상장회사의 소액주주들이 주가 하락으로 인한 피해를 입는 경우가 발생해 옴
- ❖ 이에, 물적분할로 인한 모회사 소액주주의 손실을 최소화하고, 물적분할 후 상장된 신설 자회사의 가치 상승 혜택을 누릴 수 있도록 분할신설회사가 모집하는 신주를 분할된 회사의 소액주주들에게 우선 배정하는 방안을 담은 복수의 자본시장법 개정안이 발의됨

‘분할신설법인의 신주를 분할되는 법인 주주에 우선 배정’ 하는 내용을 담은 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안

이정문 의원 등 12인 (2025.2.12)	천준호 의원 등 11인 (2025.2.10)	강준현 의원 등 10인 (2024.12.10)	윤한홍 의원 등 16인 (2024.12.3)	김용만 의원 등 10인 (2024.11.29)
물적분할로 신설된 법인이 증권시장에 상장하는 경우 기존 상장법인의 주주에게 모집주식 총수의 35% 이상을 우선 배정하도록 의무화하고, 이를 위반할 경우 제재 조항 추가	분할로 설립되는 회사를 증권시장에 상장시키기 위해 신주를 모집하는 경우 모집하는 신주의 100분의 60 이상을 분할되는 회사의 소액주주들에게 우선 배정하도록 함	분할로 설립되는 회사를 증권시장에 상장시키기 위해 신주를 모집하는 경우 모집하는 신주의 100분의 70 이상을 분할되는 회사의 소액주주들에게 우선 배정하도록 함	물적분할로 설립된 분할신설법인이 상장 목적으로 모집하거나 매출하는 주식 총수의 100분의 20 이내에서 분할된 법인의 일반주주에게 우선적으로 배정할 수 있도록 함	분할로 설립되는 회사를 증권시장에 상장시키기 위해 신주를 모집하는 경우 모집하는 신주의 100분의 25 이상을 분할되는 회사의 소액주주 중 물적분할 당시 주식매수를 청구하지 아니한 소액주주들에게 우선 배정하도록 하는 신주인수권을 부여

자료: 국회, 한화투자증권 리서치센터



자본시장과 금융투자업에 관한 법률 상장회사 합병 시 공정가액으로 평가 [한화리서치센터]

- ❖ 자본시장법 시행령이 구체적인 합병가액 산식을 직접적으로 규율하여 기업 간 자율적 교섭에 따른 구조 개선을 저해한다는 비판이 예전부터 제기되어 왔고, 이에 지난 2024년 11월부터는 비계열회사 간 합병을 합병가액 산식의 적용 대상에서 제외함
- ❖ 이후 국민의힘과 더불어민주당 모두 (계열회사를 포함해) 상장회사의 합병 시 일반 소액주주들의 이익을 해치지 않는 공정한 가치 평가가 가능하도록 하는 내용을 담은 법 개정안을 발의함

2024년 11월 26일부터 시행된 개정 자본시장법 시행령

개정 전 ^{주1}	2024.11.26 개정 후
제176조의5(합병의 요건·방법 등) ① 주권상장법인이 다른 법인과 합병하려는 경우에는 다음 각 호의 방법에 따라 산정한 합병가액에 따라야 한다. 이 경우 주권상장법인이 제1호 또는 제2호가목 본문에 따른 가격을 산정할 수 없는 경우에는 제2호나목에 따른 가격으로 하여야 한다. (생략)	제176조의5(합병의 요건·방법 등) ① 주권상장법인(기업인수목적회사는 제외한다)이 그 계열회사(계열회사가 아닌 법인 중 합병을 위한 이사회 결의일부터 최근 1년 이내에 계열회사의 관계에 있었던 법인을 포함한다. 이하 이 조에서 같다)와 합병하려는 경우 또는 주권상장법인인 기업인수목적회사가 다른 법인과 합병하려는 경우에는 다음 각 호의 방법에 따라 산정한 합병가액에 따라야 한다. 이 경우 주권상장법인이 제1호 또는 제2호가목 본문에 따른 가격을 산정할 수 없는 경우에는 제2호나목에 따른 가격으로 하여야 한다. (생략)

주1: 합병가액 산식 - 상장회사의 경우 이사회 결의일과 합병 계약일 중 앞선 날의 전일을 기준으로, 최근 1개월간 평균종가, 최근 1주일간 평균종가, 최근일 종가를 거래량으로 가중평균한 후 산술평균. 계열회사 간 합병의 경우 기준시가의 ±10%, 비계열회사 간 합병의 경우 ±30% 내에서 합병가액 할인·할증 가능
자료: 법제처, 한화투자증권 리서치센터

자본시장법 개정안 주요 내용^{주2}

윤한홍 의원 등 16인 (2024.12.3)	• 상장회사는 합병가액 결정 시 주가, 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려하여 공정한 가액으로 결정하여야 함 • 상장회사의 이사회는 합병 등의 목적 및 기대효과, 가액의 적정성 등에 대한 의견서를 작성하여 공시하는 등 주주의 정당한 이익 보호를 위해 노력하여야 함 • 상장회사는 합병 등을 하는 경우 외부의 전문평가기관으로부터 합병 등에 관한 평가를 받아 공시하여야 함
이정문 의원 등 12인 (2025.2.12)	• 합병 등의 가액 산정 시 투자자의 이익을 해치지 않는 공정한 가치 평가 의무를 부과 • 합병 가액이 불공정하게 결정된 경우 기업 및 경영진의 연대 배상 책임을 명시 • 계열회사 간 합병 시 주주가 법원에 검사인 선임을 청구할 수 있는 권한 부여
박상혁 의원 등 10인 (2024.12.17)	• 상장회사가 계열회사의 관계에 있는 법인과 합병하는 경우 소수주주가 주주총회의 합병 승인 전에 법원에 검사인 선임을 청구할 수 있도록 하는 등 관련 규정을 신설

주2: (시행령이 아니라) 법률 제165조의4를 개정하는 것임
자료: 국회, 한화투자증권 리서치센터



소득세법 배당소득 분리과세

[한화리서치센터]

- ❖ 지난 4월, 이소영 더불어민주당 의원은 배당성향 35% 이상 상장회사로부터의 배당소득을 종합소득에서 분리과세하는 내용의 소득세법 개정안을 발의함
- ❖ 이재명 대통령 당선인이 지난 6월 11일, “배당을 촉진하기 위한 세제 개편이나 제도 개편을 준비하고 있다” 고 밝힘에 따라, 이소영 의원이 발의한 소득세법 개정안 통과에 대한 기대가 힘을 얻고 있음

소득세법 일부개정법률안(이소영 의원 등 10인 2025.4.24 발의)

현행	개정안
- 배당소득에 대해 15.4%(지방세 포함) 세율로 원천징수를 하고 있음 - 연간 이자·배당소득이 2,000만원을 넘는 경우 종합소득에 합산해 누진과세(최고 49.5%) 적용	- 배당성향이 35% 이상인 상장법인으로부터의 배당소득에 대해서는 종합소득에서 분리하여 별도의 세율을 적용 - 2,000만원 이하인 경우 14% (지방세 포함 시 15.4%) - 2,000만원 초과 3억원 이하인 경우 20% (지방세 포함 시 22%) - 3억원 초과인 경우 25% (지방세 포함 시 27.5%)

자료: 국회, 한화투자증권 리서치센터





상속세 및 증여세법 PBR 0.8 이하 주식 평가 방식 변경 [1/2]

[한화리서치센터]

- ❖ 이소영 더불어민주당 의원은 상장회사의 시세가 순자산가치의 80%에 미치지 못하는 경우에는(즉, PBR이 0.8 이하인 경우에는) 상장주식이라 하더라도 비상장주식의 평가방법과 같이 자산과 수익 등을 고려하여 평가하되 그 하한선을 순자산가치의 80%로 정하는 것을 골자로 하는 상속세 및 증여세법 개정안을 지난 5월 발의함

상속세 및 증여세법 일부개정법률안(이소영 의원 등 10인 2025.5.9 발의) 제안 배경 및 개정 주요 내용

제안 배경

- 현행 법령에 따라 상속세나 증여세가 부과되는 재산의 가액을 평가할 때, 상장된 유가증권의 경우에는 상속개시일 또는 증여일을 평가기준일로 하여 그 기준일로부터 각 2개월 동안의 평균 시세가액을 그 재산의 가치로 평가하고 있음
 - 이에 따라 상장주식의 경우, 주가가 높을수록 세금이 증가하고 주가가 낮을수록 세금이 낮아지게 되어, 낮은 주가가 상속·증여에 더 유리한 상황이 발생하게 됨
 - 최대주주는 통상적으로 중요한 의사결정권을 행사할 수 있는데, 경영권 승계작업이 진행 중인 기업들의 경우 사업적 목적 외의 석연치 않은 계열사 간 주식매매 및 유상증자, 합병, 분할 등을 통해 주가 저평가를 유도한다는 비판을 받아옴
- 한국 자본시장에서 주가순자산비율(PBR) 1 미만의 저평가 주식이 넘쳐나는 원인으로 지목되고 있음

개정 주요 내용

- 상장회사의 시세가 순자산가치의 80%에 미치지 못하는 경우에는 상장주식이라 하더라도 비상장주식의 평가방법과 같이 자산과 수익 등을 고려하여 평가하되 그 하한선은 순자산가치의 80%로 정함
 - 현행법 하에서 비상장주식은 자산 및 수익 등을 고려하여 평가하고 있는데, 순자산가치와 순이익가치를 2 대 3 혹은 3 대 2의 비율로 가중평가하고 있음
 - 이 경우 그 평가가액이 순자산가치의 80%보다 낮은 경우에는 자산가치의 80%를 평가가액의 하한선으로 정하고 있음
- 상장회사 최대주주의 상속·증여세 20% 가산세율을 삭제하여 상장주식의 시세가 정상적으로 형성되는 경우에는 세금 부담을 경감
- 부득이하게 세금의 현금 납부가 곤란한 경우에는 상장주식에 대해서도 물납을 허용

자료: 국회, 한화투자증권 리서치센터



상속세 및 증여세법 PBR 0.8 이하 주식 평가 방식 변경 (2/2)

[한화리서치센터]

❖ 그러나, 이 ‘PBR 0.8배법’에 대하여 다음과 같은 문제점이 지적되고 있음

상속세 및 증여세법 일부개정법률안(이소영 의원 등 10인 2025.5.9 발의)의 문제점

업종·기업별 고유 특성 미고려

- 산업의 특성에 따라 낮은 PBR을 피하기 힘든 업종이 있음
 - 금융자산 기반으로 운영되는 은행·보험 등의 금융업, 공장 부지·생산 설비 등 대규모 자산을 보유하지만 성장성이 제한적인 전통 제조업은 PBR이 낮을 수 밖에 없음
 - 반면, 유·무형자산의 정확한 가치 측정이 어렵지만 신생 기업인 플랫폼 기업이나, 적은 자산 대비 성장 기대치가 큰 바이오 기업 등의 경우 PBR이 대체로 높음

과잉 규제

- 5월 말 기준 특수목적법인 등을 제외한 국내 상장회사 2,496개사 중 PBR이 0.8배 미만인 곳은 42.8%(1,069개사)로, 상장회사 5곳 중 2곳이 적용 대상
- PBR 0.8배 미만인 기업들이 의도적으로 주가를 누른다는 근거도 빈약함. PBR이 낮다는 이유만으로 패널티를 부과하는 해외 사례도 없음
- 0.5 이하 수준으로 극단적으로 PBR이 낮은 경우에는 물려받을 재산보다 세금이 더 많아지는, 소위 ‘배보다 배꼽이 더 큰’ 상황도 발생 가능

인센티브 왜곡

- 이미 PBR 0.8을 상회하는 기업 입장에서는 적극적으로 기업 가치를 더 끌어올릴 유인이 없고, PBR이 0.8에 다소 미치지 못하는 기업의 입장에서도 ‘0.8까지만 올리고 그 이상은 가치를 상향하지 않겠다’는 인센티브를 가지게 될 수 있음



新정부 지배구조 규제 도입 예상 Roadmap

[한화리서치센터]

- ❖ 주주에 대한 이사의 충실의무 명문화와 전자주주총회 도입을 담은 상법 개정안은 이르면 6월 내로 통과 가능할 것으로 전망됨
- ❖ 이재명 대통령 당선인이 지난 6월 11일, “배당을 촉진하기 위한 세제 개편이나 제도 개편을 준비하고 있다”고 밝힘에 따라, 배당소득 분리과세도 이르면 올해 3분기 내로 시행 가능할 것으로 전망됨
- ❖ 물적분할로 인한 모회사 주주권익 훼손은 수 년 간 지적되어 온 문제이고, 2022년부터 여타 관련 법규들이 개정 및 시행되어 왔기 때문에 분할신설법인의 신주를 분할되는 회사 주주에 우선 배정하는 내용의 자본시장법 개정안도 이르면 올해 4분기 내 시행 가능할 것으로 기대됨
- ❖ 이후 후속 상법 개정안 발의를 통해 자기주식의 원칙적 소각 의무화, 집중투표제 도입 의무화, 분리선출되는 감사위원의 수 확대 등이 추진 될 것이라 예상하며 자본시장법 개정을 통한 M&A 의무공개매수 제도 등도 내년에는 시행 가능성 있다고 판단됨

지배구조 규제 도입 예상 Roadmap

2025년 6월	2025년 3분기	2025년 4분기	2026년 상반기	2026년 하반기 이후
• 상법 개정안 통과 - 주주에 대한 충실의무 - 전자주주총회 도입	• 소득세법 개정안 통과 - 배당소득 분리과세	• 자본시장법 개정안 통과 - 분할신설법인의 신주를 분할되는 법인 주주에 우선 배정	• (후속) 상법 개정안 통과 - 집중투표제 의무화 - 자기주식 (원칙적) 소각 의무화	• (후속) 상법 개정안 통과 - 분리선출 감사위원 수 확대 • 자본시장법 개정안 통과 - M&A 의무공개매수 제도 - 상장회사 합병 시 공정가액으로 평가

Memo.

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

Horizontal lines for memo content.



대선 딛고 날아오를 지배구조 규제,
그리고 수혜 종목



II

규제 강화 수혜 종목

상법 개정, 배당소득 분리과세

대선 딛고 날아오를 지배구조 규제,
그리고 수혜 종목



상법 개정 수혜 종목

배당소득 분리과세 수혜 종목



상법 개정 수혜 종목 8가지 선정 기준 & 해당 종목 사례

[한화리서치센터]

상법 개정 수혜 종목 8가지 선정 기준 및 해당 종목 사례

선정 기준	해당 종목 사례
1. 지배구조 관련 논란이 많은 기업	영원무역홀딩스, 사조산업
2. 경영권 분쟁이 진행 중이거나 최근 일단락된 기업	콜마홀딩스, 금호석유화학
3. 해외로부터의 대규모 수주에 주로 의존하는 기업	HD현대, 두산에너빌리티
4. 내부거래 비중이 낮은 기업	고려아연, HL만도
5. 과거에는 10년 이상 연속으로 배당을 하였으나 (업황 악화 등으로) 최근에는 배당을 중단한 기업	삼성중공업, 자화전자
6. 자기주식을 소각할 가능성이 높은 기업	신영증권, 태광산업
7. 최근 상장 자회사를 상장폐지한 후 완전 자회사로 편입하였거나 향후 그러할 가능성이 있는 기업	동원산업, 세아홀딩스
8. 기관투자자 또는 소액주주연대가 주주제안 등을 통해 최근 주주관여 활동을 했던 기업	KISCO홀딩스, 코웨이

자료: 한화투자증권 리서치센터





상법 개정 수혜 종목 1. 지배구조 관련 논란이 많은 기업

[한화리서치센터]

❖ 상법 개정안이 통과되면 주주에 대한 이사의 충실의무 이행을 위해 지배구조 이슈 완화·해소에 더욱 노력해야 할 것임

영원무역홀딩스 (009970)

PBR ^{주1}	0.67	ROE ^{주2}	10.2
-------------------	------	-------------------	------

- 2024년 기준 매출액 4.3조원, 영업이익 5,170억원(영업이익률 12%)이며 2024년 말 기준 현금및현금성자산이 1.3조원에 육박하는 기업이나, PBR이 지속적으로 낮은 종목이었음
- 비상장회사 와이엠에스에이(YMSA)가 영원무역홀딩스의 지분을 보유한 옥상옥 구조, 일상 영업 및 증여 과정에서의 성리학 회장 자녀 부당지원 의혹, YMSA의 높은 내부거래 비중 등 영원그룹의 지배구조 관련 각종 논란이 저평가의 주요 원인

→상법 개정 시 옥상옥 구조 해소, 부당지원행위 중단, 내부거래 비중 축소 등을 이행해야 할 압력이 생기므로 저평가 완화 기대

사조산업 (007160)

PBR	0.59	ROE	8.9
-----	------	-----	-----

- 최근 상법 개정 기대감으로 단기에 주가가 급등하였으나 종전에는 극도로 저평가 되어있던 종목이었음
- 사조산업 및 계열회사가 소유한 토지 및 건물 자산에 대해 취득 이후 재평가를 실시하지 않고 있다는 점, 일감 몰아주기를 통한 지배력 확대와 편법 승계 의혹, 사조산업→사조대림→사조오양→사조산업으로 이어지는 순환출자고리 등 사조그룹의 지배구조 관련 각종 논란이 저평가의 주요 원인

→상법 개정 시 주가 부양을 위한 자산재평가, 순환출자고리 해소 등 가능성 있음

주1: 2025년 6월 17일 기준 / 주2: 2025년 1분기 말 기준, 단위는 % (이하 동일하므로 생략)
자료: 한화투자증권 리서치센터



상법 개정 수혜 종목 2. 경영권 분쟁이 진행 중이거나 최근 일단락된 기업

[한화리서치센터]

❖ 경영권 분쟁이 한창 진행 중일 때는 실적 개선이나 소액주주가치 제고 등에 상대적으로 소홀해질 수 있음. 그러나 분쟁이 종결되어 경영이 정상화되고 나면 매출액 확대, 수익성 개선, 주주환원 등에 더 신경 쓰게 될 것임

콜마홀딩스 (024720)

PBR	0.70	ROE	4.1
-----	------	-----	-----

- 창업주의 2세인 남매 간 경영권 분쟁이 점화된 상황
 - 콜마홀딩스의 연결 실적 중 가장 높은 비중을 차지하는 종속회사는 콜마비엔에이치인데 (콜마홀딩스의 지분율 44.63%) 2025년 1분기 콜마비엔에이치가 부진한 실적을 냈고 이에 따라 지주회사인 콜마홀딩스의 연결 매출액과 영업이익도 전년 동기 대비 역성장
 - 창업자인 윤동한 회장의 장남 윤상현 부회장이 콜마홀딩스를 총괄하고 있고 윤 회장의 장녀(이자 윤 부회장의 동생인) 윤여원 대표가 콜마비엔에이치를 이끌고 있음
 - 콜마홀딩스는 수익성 악화, 주가 하락 등을 지적하며 콜마비엔에이치에 윤상현 부회장 등 신규 사내이사를 선임하고자 주주총회 소집 절차를 진행하고 있으나 콜마비엔에이치는 이에 강하게 반발하고 있음
- 한편, 콜마그룹 운동한 회장이 지난 5월 30일 장남 윤상현 부회장에 대하여 증여한 콜마홀딩스 지분을 반환해달라는 소송을 낸 것으로 알려져, 경영권 분쟁이 격화되고 있음

→ 5년 전과 비교 시 콜마홀딩스와 콜마비엔에이치 모두 주가가 거의 1/2~1/3 수준까지 떨어짐. 현 시점에서는 전년 동기 대비 부진한 실적과 경영권 분쟁의 초기 단계라는 점이 리스크 요인일 수 있으나 추후 분쟁이 봉합되고 나면 상승 여력이 크다고 판단됨

금호석유화학 (011780)

PBR	0.57	ROE	8.2
-----	------	-----	-----

- 박철완 전 상무가 일으켰던 경영권 분쟁이 일단락됨
 - 박철완 전 상무는 故박정구 금호그룹 회장의 장남이자 박찬구 금호석유화학그룹 회장의 조카로, 현재 금호석유화학에 대해 9.51%의 지분을 보유한 최대주주임
 - 앞서 박 전 상무는 2021년 주주총회에서 자신을 사내이사로 선임하는 안건 등을 제안했다가 부결되었고 이후 해임되었으며, 2024년 주주총회에는 차파트너스에 권리를 위임해 자기주식 소각, 감사위원이 되는 사외이사 선임 등 주주제안에 나섰으나 이 역시 통과되지 못함
 - 최근 박 전 상무와 차파트너스 간 지분 공동 보유 계약 해지, 박 전 상무의 누나 3명의 금호석유화학 지분 매도에 더하여 박 전 상무가 올해 주주총회에 불참하면서 그간 박찬구 회장을 상대로 일으킨 분쟁이 사실상 종결되었다고 보는 시각이 중론
 - 2025년 주주총회에서는 박 회장의 아들 박준경 사장이 사내이사로 재선임됨

→ 약 4년 간 이어진 경영권 분쟁이 마무리되며 경영이 안정화되는 시기와 주주가치 제고에 대한 사회적 요구가 강화되는 시기가 맞물리며 유의미한 기업가치 제고 노력 기대됨



상법 개정 수혜 종목 3. 해외로부터의 대규모 수주에 주로 의존하는 기업

[한화리서치센터]

- ❖ 국내 법제도의 영향에서 비교적 자유롭기 때문에, 규제 강화로 인한 일시적인 경영 둔화를 겪을 수 있는 다른 기업들보다 상대적으로 유리함
 - ✓ 주주에 대한 이사의 충실의무 도입이 이사의 책임을 묻는 소송, 외부 자본으로부터의 경영권 공격, 소액주주 관여활동 등의 증가로 이어질 수 있는데, 기업들이 이에 대한 대응책을 마련하는 동안에는 자금 조달, 사업구조 개편, 신사업 추진 등에 소원해질 수 있고 이는 IR 활동의 둔화, 주식 거래량의 감소 등을 일시적으로 야기할 수 있음
 - ✓ 그러나 해외 수주가 주 매출원인 기업의 경우 상대적으로 국내 규제 대응 때문에 경영에 차질을 빚을 가능성이 제한적임

HD현대 (267250)

PBR	1.14	ROE	9.8
-----	------	-----	-----

- 2018년 현대로보틱스가 사명을 '현대중공업지주' 로 바꾸고 공식 출범, 현대중공업지주는 2022년 3월 정기주총에서 사명을 'HD현대' 로 변경함
- 최근 장기 우상향 사이클에 진입한 것으로 판단되는 조선업, MRO사업, 전력기기 제조업을 영위하는 HD현대그룹의 계열회사들이 주로 해외에서 매출이 발생함
 - 2024년 매출 중 수출 비중: HD현대(69%), HD한국조선해양(89%), HD현대미포(89%), HD현대중공업(88%), HD현대마린솔루션(74%), HD현대일렉트릭(71%) 등
- 중복상장으로 지속적인 비판을 받고 있기 때문에 지배구조 개선을 위한 추가적인 조치를 취해야 할 것
 - HD한국조선해양, HD현대일렉트릭이 상장되어 있던 상태에서 2024년 HD현대마린솔루션까지 상장하여 비판 여론이 있었음
 - HD현대가 90%의 지분을 보유한 HD현대로보틱스가 현재는 비상장이나 만일 상장하게 될 경우 HD현대 가치에 부정적인 영향 미칠 수 있음

→ 호황에 접어든 업종에 속한 계열회사들의 해외 매출 비중이 높아 국내 규제 강화의 영향에서 상대적으로 자유로움. 덧붙여, HD현대는 지주회사로서 중복상장 논란이 지속적으로 제기되어 왔기 때문에 상법 개정 후 주주환원 강화, 독립적인 사외이사 선임 등 지배구조 개선 의지를 보여주어야 하는 상황

두산에너지 (034020)

PBR	5.07	ROE	-3.7
-----	------	-----	------

- 해외로부터 수주를 받는 사업구조로, 2024년 매출 중 수출 비중이 약 76%에 달함
- 전세계적으로 최근에 기존 원전의 수명 연장과 신규 대형 원전 건설에 대한 수요가 높고 SMR 시장도 확대되고 있어 수 년 간 매출 호조 예상
- 최근 수주
 - 사우디전력공사와 8,900억원 규모의 PP12(Power Plant 12) 가스복합발전소 건설 공사 계약 (2025.3)
 - 프로젝트 디벨로퍼(개발사업자)인 한국전력공사 컨소시엄과 사우디 루마1, 나이라야1 가스복합발전소 건설 공사 계약: 2.2조원 규모, EPC 방식, 2028년까지 준공 예정 (2025.3)
 - 베트남 최대 국영기업인 베트남 국가산업에너지그룹(PVN)과 약 9,000억원 규모의 오몬4 가스복합발전소 건설 공사 계약 체결. 2028년 준공 예정 (2025.6)

→ 해외 시장 중심으로 사업을 수행하기 때문에 국내 규제 강화의 영향이 제한적이며, 원전 산업 수퍼사이클 진입에 힘입어 외형 성장 뿐 아니라 수익성까지 달성하는 진정한 의미의 주주가치 제고 가능할 것으로 전망



상법 개정 수혜 종목 4 내부거래 비중이 낮은 기업

[한화리서치센터]

- ❖ 원재료 · 부품 · 인력 등을 외부 공급망으로부터 조달하고, Non-captive 매출이 높은 기업이 상대적으로 상법 개정의 수혜를 받을 것이라 판단
- ✓ 계열회사로부터 특정한 제품 · 용역을 합리적인 수준보다 비싸게 매입하는 기업은 개정 상법 시행 후 주주로부터 책임 추궁을 당할 가능성이 높음
- ✓ 또한 외부 고객으로부터 나오는 매출은 미미하고 계열회사로부터 발생하는 매출에 의존하는 기업의 경우 주력 제품과 서비스의 품질 · 경쟁력이 외부 고객향 매출 비중이 높은 기업에 비해 열위에 있을 가능성이 높음. 덧붙여, 앞서 설명한 바와 같이 제품 · 용역을 매입해 주는 상대 계열회사가 개정 상법 시행 후에는 종전 수준의 매출 규모를 보장해 주기 힘들

고려아연 (010130)^{주1}

PBR	1.97	ROE	8.8
-----	------	-----	-----

- 고려아연은 2025년 1분기 매출액 3조 8,328억원(YoY 61.4% 증가, 분기 기준 역대 최고), 영업이익은 2,711억원(YoY 46.9% 증가)을 기록함
 - 메탈 가격 상승, 환율 상승, 희소 금속 판매량 증가, 신사업 확장 등이 실적 호조의 주요 원인이며 특히 안티모니, 인듐, 비스무스 등 희토류가 포함된 전략 광물 부문의 매출이 3.5배 이상 증가
- 매입 측면에서 원재료를 대부분 해외에서 조달하고, 매출 측면에서 주요 고객이 계열회사가 아닌 외부 고객임
 - 고려아연의 주요 원재료는 아연 제련 원료인 아연정광과 연 제련 원료인 연 정광인데, 이는 대부분 수입함
 - 국내 주요 고객은 삼성전자, SK하이닉스, LG에너지솔루션, 한국엔컴퍼니, 휴스틸 등이며, 2024년 매출 기준 해외 매출이 국내 매출의 2배 수준임

HL만도 (204320)^{주2}

PBR	0.63	ROE	4.5
-----	------	-----	-----

- ASS'Y PAD, ECU ASS'Y, IBJ/OBJ Sub ASS'Y, Base ASS'Y 등 주요 원재료와 관련하여 매입액 기준 50% 이상을 해외로부터 조달하며, 주요 매입처와 특수관계가 없다고 명시
- Non-captive 매출 비중 높음
 - 국내 주요 매출처는 현대자동차, 기아자동차, 현대모비스, 현대위아이며, 해당 고객으로부터 나오는 매출액은 2024년 기준 약 44%를 차지
 - GM Group을 포함한 북미 거점 OEM이 매출액의 약 27% 를 차지
 - BMW, VW, Renault, Fiat, Volvo 등 유럽 OEM의 지속적인 수주를 통하여 유럽 시장 매출도 점진적으로 확대 중

주1: 추후 경영권 분쟁 종결에 따른 상승 여력도 있다고 판단됨

주2: 2024년 사업연도 기준

자료: 한화투자증권 리서치센터



상법 개정 수혜 종목 5. 과거에는 10년 이상 연속 배당하였으나 최근 배당 중단한 기업 [한화리서치센터]

❖ 업황이 살아나거나 실적이 회복되면 배당을 재개할 가능성이 높음

삼성중공업 (010140)

PBR	3.35	ROE	9.6
-----	------	-----	-----

- 2002년부터 2014년까지 13개년 연속 꾸준히 배당을 실시하였으나 2015년 이후 국제 유가 하락, 해양 플랜트 사업 부진 등 조선업계가 큰 불황을 겪으면서 2015년부터 현재까지는 배당을 하지 않고 있음
- 그러나 트럼프 당선과 맞물려 최근 조선업이 호황을 맞으며 삼성중공업의 매출은 2022년 6조원, 2023년 8조원, 2024년 10조원으로 가파르게 성장
 - 당기순이익 또한 2022년 6,274억원 손실, 2023년 1,556억원 손실이었으나 2024년 539억원 이익 내며 흑자 전환

→ 이익잉여금이 아직 결손 상태이긴 하나 조선업 훈풍, 상법 개정 시 주주환원에 대한 사회적 요구 증대 등과 궤를 맞추어 배당을 재개할 가능성 높음

자화전자 (033240)

PBR	0.81	ROE	5.1
-----	------	-----	-----

- 스마트폰과 소형 모바일 기기 등에 탑재되는 고사양 카메라 모듈용 핵심 부품을 제조하는 업체
 - 자화전자가 생산하는 폴디드줌, 손떨림보정부품(OIS^{주1}), Auto Focus 액추에이터는 카메라의 자동초점 장치와 진동모터, 손떨림방지장치에 이용됨
 - 전기자 전장 부품 수요 확대, 고사양 스마트폰 수요 확대 등이 자화전자 가치 상승에 기여할 수 있는 요인
- 1999년부터 2018년까지 무려 20년동안 매년 배당을 해왔지만 2019년부터는 배당을 중단한 상태. 그러나 머지않아 배당을 재개할 가능성 높아짐
 - 작년부터 실적 턴어라운드: 2024년 연결 기준 매출액 6,811억원(YoY 35.3% 증가), 영업이익 450억원(흑전), 당기순이익 166억원(흑전)
 - 올해 2월에는 약 59억원 규모의 자기주식 소각도 결정

→ 원래 주주환원을 충실히 이행하던 기업이었으나 일시적인 업황 악화로 배당을 중단하고 실적 개선에 집중함. 그 결과 실적도 회복하고 연간 영업손익이 흑자 전환한 것을 확인한 즉시 자기주식 소각까지 결정함. 상법 개정 시 주주환원에 적극적으로 임할 종목이라 예상됨

주1: Optical Image Stabilization
자료: 한화투자증권 리서치센터



상법 개정 수혜 종목 6. 자기주식을 소각할 가능성이 높은 기업

[한화리서치센터]

- ❖ 자기주식을 상당량 매입한 후 장기간 보유하고 있는 기업의 경우 (아직 자기주식 소각 의무화가 포함되지 않은) 상법 개정안 통과 후 자기주식을 소각하라는 투자자들의 압력이 더 거세질 것
- ❖ 만일 자기주식의 원칙적 소각을 의무화하는 후속 상법 개정안까지 통과되면 자기주식 비중이 높은 기업들의 상승 여력 큼

신영증권 (001720)

PBR	1.01	ROE	6.8
-----	------	-----	-----

- 2025년 3월 말 기준 자기주식 비중이 53.1%에 달함
 - 3월 결산법인인 신영증권은 20년 전인 2005년 3월 말에도 자기주식 비중이 22.6%로 높은 수준이었고, 2019년 3월 말 31.4%, 2021년 3월 말 34.5%, 2023년 3월 말 36.2%로 꾸준히 자기주식 비중을 확대해 옴
 - 그러나 자기주식을 소각한 이력은 없음

→ 新정부가 자기주식의 원칙적 소각 의무화를 검토하고 있는 상황에서 최근 주가가 급등하였음. 신영증권 총수일가가 경영권 보호 등의 목적으로 계속 자기주식을 보유하기를 원한다고 해도 후속 상법 개정으로 자기주식 소각이 의무화 되면 보유한 자기주식의 비중이 워낙 높은 만큼 상승여력도 상당할 것으로 예상됨

태광산업 (003240)

PBR	0.30	ROE	7.6
-----	------	-----	-----

- 자기주식 보유 비중이 24.4%에 달함
- 트러스트자산운용의 주주관여 활동으로 점진적인 지배구조 개선이 이루어지고 있음
 - 트러스트자산운용은 2024년 태광산업 정기주총에 김우진 서울대학교 교수, 안효성 회계법인 세종 상무를 사외이사 후보로, 정안식 영업본부장을 사내이사 후보로 추천했고 이는 모두 가결됨
 - 또한 지난 2024년 11월에는 트러스트자산운용과 김우진 교수가 제안한, SK브로드밴드 주식 양도 금액의 일부를 주주환원 정책에 활용하자는 권고를 받아들여 보유하고 있던 SK브로드밴드 지분 전량을 7,776억원에 SK텔레콤에 양도하기로 의결함
 - 트러스트자산운용은 2025년 3월, 공개 주주서한을 통해 태광산업의 경영 정상화와 주주가치 제고 등을 위해 이호진 전 회장의 경영 복귀를 위한 임시주총 개최를 요청함. 지난해 주주총회 이후 태광산업 경영진·이사회와 함께 자기주식 매입·소각, 중장기 배당 정책 등 다양한 방안을 논의했으나 지난 2월 성희용 대표가 일선상의 이유로 사임하면서 회사 측과의 소통이 중단되었다는 것이 트러스트 측의 설명

→ 자기주식 비중이 매우 높은 편인데다 상법 개정 후 기관투자자가 자기주식 소각 요구 등을 포함해 주주관여 활동의 강도를 상향할 것임



상법 개정 수혜 종목 7. 상장 자회사 상폐 후 완전 자회사로 편입했거나 그럴 가능성이 있는 기업 [한화리서치센터]

❖ 비상장 자회사를 중복상장하면 지주회사의 가치가 대개 하락하는데, 그렇다면 역으로 상장 자회사를 상장폐지한 후 완전 자회사로 편입하거나 압도적으로 높은 지분율로 보유하게 되면 지주회사의 가치가 높아질 것

동원산업 (006040)

PBR	0.68	ROE	9.3
-----	------	-----	-----

- 동원산업과 동원F&B는 지난 2025년 4월 이사회를 열어 포괄적 주식교환 계약을 의결함
 - 이를 통해 지주회사인 동원산업이 계열회사인 동원F&B를 100% 자회사로 편입하게 되며, 동원F&B는 추후 상장폐지 예정. 기존 동원F&B에 대한 동원산업의 지분율은 74.38%
 - 동원홀푸드, 스타키스트(Starkist), 스카사(S.C.A SA) 등 식품 관련 계열회사를 '글로벌 식품 사업군'으로 묶어 그룹 식품사업의 해외 매출 비중을 2024년 기준 22%에서 2030년까지 40%로 상향한다는 목표

→ 중복상장 이슈를 해소하였다는 점이 상법 개정의 취지에 부합하고, 식품 사업의 해외 시장 진출도 국내 식품 시장 성장이 정체된 상황에서 방향성을 잘 정립했다고 판단됨

세아홀딩스 (058650)

PBR	0.41	ROE	3.1
-----	------	-----	-----

- 세아홀딩스는 세아특수강을 69.86%, 세아베스틸지주를 61.72% 보유하고 있으며 세아특수강과 세아베스틸지주는 모두 상장회사임
 - 세아홀딩스는 지배 목적의 주식 소유를 주된 사업 내용으로 하는 순수지주회사이고, 세아베스틸지주는 세아베스틸, 세아창원특수강, 세아항공방산소재 등의 종속회사를 보유함
 - 세아특수강과 세아베스틸지주 간 업종이 유사하고(특수강 제조업), 세아홀딩스의 양사에 대한 지분율이 60~70% 수준으로 매우 높음

→ 서로 유사·밀접한 업종에 종사하는 복수의 계열회사를 순수지주회사가 지배하고 있거나 지주회사-자회사 간 합병 시 사업 시너지를 기대할 수 있는 경우 (아직 공식적으로 밝혀진 계획은 없더라도) 상장 자회사를 De-list하고 완전 자회사로 편입할 잠재성이 있는 종목이라고 판단됨



상법 개정 수혜 종목 8. 기관투자자 · 소액주주연대가 주주관여 활동을 했던 기업

[한화리서치센터]

- ❖ 기관투자자나 소액주주연대가 지적인 지배구조 이슈가 완화·해소되면 사업 수행을 통한 현금 창출에는 큰 문제가 없는 기업이라고 판단할 수 있음
- ❖ 아울러, 해당 기관투자자나 소액주주연대가 지분을 보유하고 있는 한, 추후에도 지배구조 개선 요구가 다시금 제기될 가능성이 있음

KISCO홀딩스 (001940)

PBR	0.32	ROE	-1.65
-----	------	-----	-------

- 시가총액이 순현금에 훨씬 미치지 못하여 극도로 저평가된 종목으로 자주 언급되는 기업 (2025년 5월 기준 PBR 0.25)
 - KISCO홀딩스가 60.34%의 지분을 보유한 자회사 한국철강(104700)의 PBR도 2025년 5월 당시 0.37^{주1}로 매우 저조
- 심해섭 변호사를 주축으로 한 주주연대가 2023년 2월부터 KISCO홀딩스의 저평가 해소를 위한 주주 운동을 전개해 오고 있음

→ 주주연대가 저평가 해소 방안으로 제시하는 자기주식 매입 및 소각, 일반주주 대상 정기적 IR 개최, 최대주주의 퇴직금과 보수를 주가에 연동, KISCO홀딩스와 한국철강 중복상장으로 인한 이해관계 상충 해결, 감사위원 전원 분리 선임 및 전문성 있는 사외이사 선임 등이 상법 개정 후 더 강력한 추진력을 얻을 것임

큐웨이 (021240)

PBR	2.18	ROE	17.5
-----	------	-----	------

- 엘라인파트너스는 2025년 큐웨이 정기주총에 집중투표제 도입을 주주제안하였으나 부결됨
- 최근 엘라인파트너스의 이창환 대표는 거버넌스 개선 시 주가 상승이 기대되는 종목으로 큐웨이, 두산밥캣, 덴티움 등을 언급함

→ 엘라인파트너스가 지분을 보유하고 있는 한 주주관여활동이 지속될 것이며, 특히 상법이 개정되면 더욱 적극적으로 주주환원 강화, 거버넌스 선진화를 요구할 것임

주1: 6월 17일 기준 0.44로 상승
자료: 한화투자증권 리서치센터

대선 딛고 날아오를 지배구조 규제,
그리고 수혜 종목



상법 개정 수혜 종목

배당소득 분리과세 수혜 종목



소득세법 배당소득 분리과세

[한화리서치센터]

- ❖ 지난 4월, 이소영 더불어민주당 의원은 배당성향 35% 이상 상장회사로부터의 배당소득을 종합소득에서 분리과세하는 내용의 소득세법 개정안을 발의함
- ❖ 이재명 대통령 당선인이 지난 6월 11일, “배당을 촉진하기 위한 세제 개편이나 제도 개편을 준비하고 있다” 고 밝힘에 따라, 이소영 의원이 발의한 소득세법 개정안 통과에 대한 기대가 힘을 얻고 있음

소득세법 일부개정법률안(이소영 의원 등 10인 2025.4.24 발의)

현행	개정안
- 배당소득에 대해 15.4%(지방세 포함) 세율로 원천징수를 하고 있음 - 연간 이자·배당소득이 2,000만원을 넘는 경우 종합소득에 합산해 누진과세(최고 49.5%) 적용	- 배당성향이 35% 이상인 상장법인으로부터의 배당소득에 대해서는 종합소득에서 분리하여 별도의 세율을 적용 - 2,000만원 이하인 경우 14% (지방세 포함 시 15.4%) - 2,000만원 초과 3억원 이하인 경우 20% (지방세 포함 시 22%) - 3억원 초과인 경우 25% (지방세 포함 시 27.5%)

자료: 국회, 한화투자증권 리서치센터





배당소득 분리과세 수혜 종목 선정 기준 및 절차

[한화리서치센터]

- ❖ 이소영 의원 등 10인이 지난 4월 발의한 소득세법 개정안이 통과된다고 가정 시 수혜를 볼 수 있는 종목은 다음의 과정을 통해 선정됨
 - ✓ 1단계에서는 개정안에 담긴 배당성향 기준을 차용하되 일회성으로 배당을 늘린 것이 아닌 꾸준히 높은 배당성향을 유지한 기업을 선정하였고, 2단계는 지속적으로 배당 재원을 유지할 수 있을지 여부를 당기순손익 장기간 흑자 여부로 판단함
 - ✓ 3단계의 경우, 과거에 높은 배당성향을 유지한 것과 별개로, ‘향후에’ 지급할 배당에 관하여 최소 배당성향 또는 주당배당금의 하한을 대외적으로 선언하였는지 여부를 중요한 척도로 삼음

배당소득 분리과세 수혜 종목 선정 절차



- 1단계
 - 최근 5년 배당성향 35% 이상인 상장회사 선정
- 2단계
 - 1단계에서 선정된 기업 중 최근 10년 당기순손익 흑자인 기업 선정
- 3단계
 - ‘미래의’ 최소 배당성향 또는 주당배당금 하한을 선언·공시하였는지 여부 조사
- 4단계
 - 4년 이상 배당성향이 25~35% 구간에 있거나 10년 중 1개 연도만 당기순손실이 발생한 기업도 포함하여 3단계 실시 → 배당정책 등의 내용이 건실한 경우 포함

자료: 한화투자증권 리서치센터





배당소득 분리과세 수혜 종목 20개 선정 (1/2)

[한화리서치센터]

배당소득 분리과세 수혜 종목 20개

종목코드	기업명	상장시장	업종	배당정책 등
005940	NH투자증권	유가증권	금융 지원 서비스업	- 상시 기본배당 500원 지급하여 실적 하락 시에도 최소 배당수익 보장 - 기본배당 외 사업성과를 고려한 추가배당 통해 업계 최고의 주주환원 추진
024110	기업은행	유가증권	은행 및 저축기관	CET1주3 구간에 따라 최대 40%까지 점진적인 배당성향(별도 기준) 상향 추진
086790	하나금융지주	유가증권	기타 금융업	2027년까지 주주환원을 50% 달성
000810	삼성화재	유가증권	보험업	2028년 주주환원을 50% 목표
051600	한전KPS	유가증권	전기 및 통신 공사업	최소 배당성향 50% 명시
052690	한전기술	유가증권	건축기술, 엔지니어링 및 관련 기술 서비스업	2027년까지 최소 주주환원을 40% 목표
000080	하이트진로	유가증권	알코올음료 제조업	- 배당 기준: 배당성향 20% 이상 유지 (비경상적 손익 제외, 별도재무제표 기준) - 정책 적용기간: 3년 (2024~2026년 사업연도) - 주당 최저배당액: 주당 700원 액면 배당 (액면배당률 14%, 환원재원이 주당 700원 미만 시)
033780	KT&G	유가증권	담배 제조업	2024~2027년 현금배당 2.4조원 목표 - 비핵심자산 효율화를 통한 재원 유입 시 추가 주주환원 명시
237880	클리오	코스닥	기타 화학제품 제조업	- 환원재원: 각 사업연도 연결재무제표 기준 당기순이익의 20% 내외 - 환원방법: 현금배당, 주식배당 등 주주 이사회 및 주주총회 승인에 따름 - 주주친화정책 적용기간: 2023~2025년, 기간 종료 후 대외환경 및 사업계획 변화에 따라 재검토 예정
214370	케어젠	코스닥	기초 의약품 제조업	연결 기준 30% 이상의 배당성향을 유지할 계획

자료: 한화투자증권 리서치센터



배당소득 분리과세 수혜 종목 20개 선정 (2/2)

[한화리서치센터]

배당소득 분리과세 수혜 종목 20개

종목코드	기업명	상장시장	업종	배당정책 등
058470	리노공업	코스닥	전자부품 제조업	• 향후에도 매 사업연도 이익규모와 배당가능이익 범위 내에서 과거연도 배당성향 및 배당총액(당기순이익 30% 수준 배당성향 유지) 기준으로 배당을 실시할 계획
079900	전진건설로봇	유가증권	특수 목적용 기계 제조업	• 당해(2024년)부터 3년간 별도재무제표상 당기순이익의 50% 이상의 배당금을 지급함을 배당의 기본 원칙으로 삼고 있음
000270	기아	유가증권	자동차용 엔진 및 자동차 제조업	• 2025~2027년 간 TSR 35%, 배당성향 25% 이상, 최소 주당배당금 5,000원 목표
010130	고려아연	유가증권	1차 비철금속 제조업	• 기존 주주환원 정책: '별도 기준 배당성향 30% 이상 유지' → 2024~2026년 주주환원 정책: '연결 기준 3년 평균 총주주환원을 최소 40% 이상 유지'로 변경/상향
036570	엔씨소프트	유가증권	소프트웨어 개발 및 공급업	• 2025~2027년 기간 중 상법상 배당가능이익의 범위 내에서 매년 연결 당기순이익 (지배기업 소유주지분, 일회성 비경상손익 제외 산정)의 30%를 현금배당
307950	현대오토에버	유가증권	소프트웨어 개발 및 공급업	• 주주환원 정책: 배당성향 25~35% (추진일정: 2023.01.01~2027.12.31)
078000	텔코웨어	유가증권	자료처리, 호스팅, 포털 및 기타 인터넷 정보매개 서비스업	• 향후에도 연간 배당금총액이 연결당기순이익의 30% 이상 수준이 되도록 노력하되, 상법에 따른 배당가능이익 범위와 투자재원·재무구조를 고려해 조정될 수 있음
039570	HDC랩스	유가증권	전기 및 통신 공사업	• 적용기간: 2024~2026년 사업연도 (3개년) • 환원규모: (별도 기준) 배당성향 30% 이상 현금배당 • 최소배당금: 주당배당금 최소 400원 이상
443060	HD현대마린솔루션	유가증권	건축기술, 엔지니어링 및 관련 기술 서비스업	• 향후 3년간 (별도)당기순이익의 50~70% 수준의 배당정책 유지 • 향후 3년간 최소 DPS 3,000원 유지
030000	제일기획	유가증권	광고업	• 2023~2024년 주주환원 정책: M&A 등 대규모 투자와 운전자금, 사업환경 등을 종합적으로 고려하여 연결당기순이익 기준 배당성향 60% 내에서 결정주5

자료: 한화투자증권 리서치센터

대선 딛고 날아오를 지배구조 규제,
그리고 수혜 종목



III

지주회사 투자 유의사항

비상장 자회사 상장 및 매각

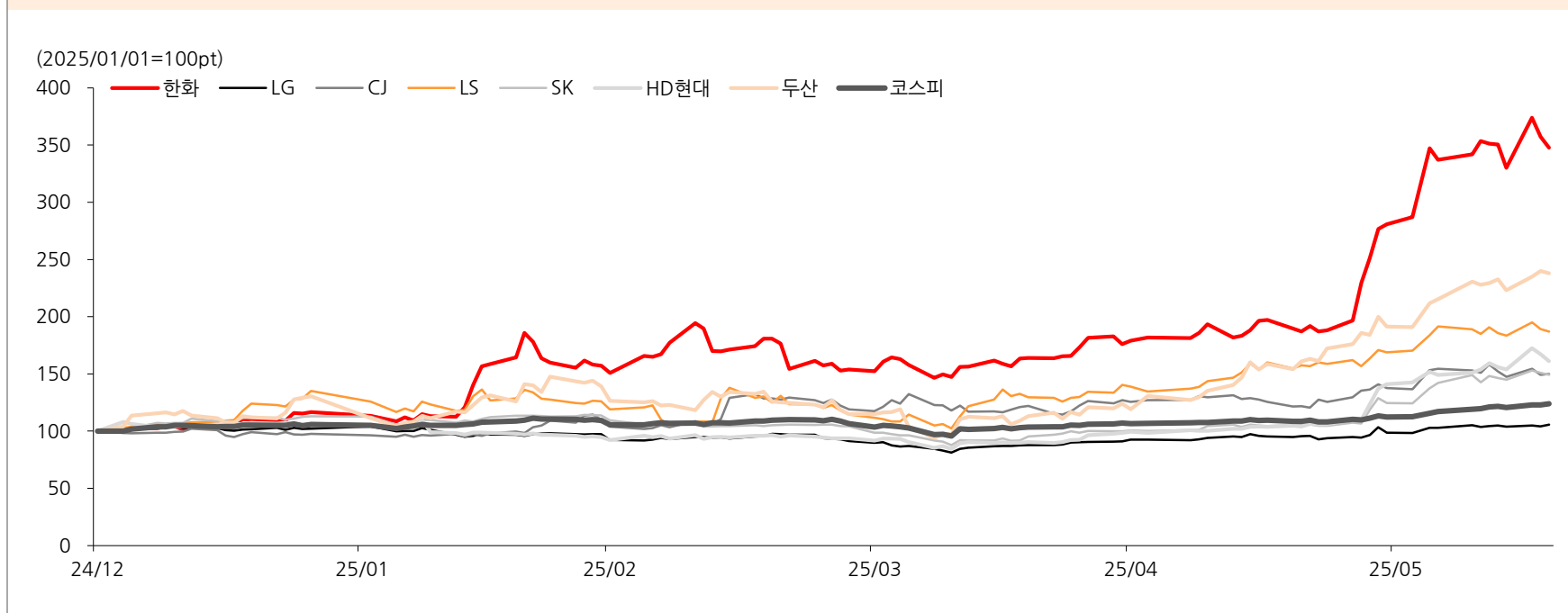


지주 섹터, 상법 개정 수혜 기대감으로 급등

[한화리서치센터]

- ❖ 3월 13일 상법 개정안 국회 본회의 통과 후 4월 1일 정부의 거부권 행사, 4월 4일 윤석열 전 대통령에 대한 탄핵 인용, 4월 17일 국회 재의결에서 부결, 6월 3일 더불어민주당 이재명 후보 당선, 6월 5일 이정문 의원 상법 개정안 재발의 등의 과정을 거치며 상법 개정에 대한 확신과 기대감도 고조되었으며, 이에 따라 최근 약 2개월 간 지주 섹터에 속한 종목들은 괄목할 만한 기세로 상승함

주요 지주회사 시장가치 추이



자료: Quatiwise, 한화투자증권 리서치센터



그러나, 자회사의 상장과 매각은 지주회사 가치에 영향 줄 수 있어...

[한화리서치센터]

- ❖ 비상장 자회사의 상장 또는 매각은 지주회사 시장가치에 영향을 주기 때문에 상장 지주회사에 투자하기 전, 비상장 자회사들의 향후 거취에 대해 검토해 보는 것이 바람직함

지주회사 투자 유의사항

보편적인 Valuation

- 지주회사의 가치는 보통 SOTP(Sum of the Parts) 방식에 따라 자체 사업 가치, 보유하고 있는 각 자회사의 가치를 합산하여 산정됨
 - 상장 자회사의 경우 통상 50~70% 범위에서 할인율이 적용됨
 - 비상장 자회사의 가치는 보통은 할인 적용 없이 산입됨

지주회사 가치 하락 요인

- 상장 자회사의 경우 각 자회사의 주가가 하락하여 시가총액이 감소하면 이에 비례하여 지주회사의 가치도 하락함
- 비상장 자회사의 경우 Peer 기업의 가치가 하락하거나, 해당 비상장 자회사를 중복상장 시키거나, 성장성이 기대되는 비상장 자회사를 매력적이지 못한 가격에 매각하게 되면 지주회사 가치에 하방 압력을 가할 수 있음

비상장 자회사의 상장·매각 가능성 판단 기준

- 특정 지주회사가 비상장 자회사에 대하여 재무적 투자자(FI)와 특정 기간까지 상장을 약속한 경우
- 과거에 자회사 상장을 추진했다가 철회 또는 중단한 이력이 있는 경우
- 실적 부진 장기화 또는 대규모 투자 등으로 인해 자금 조달이 시급한 상황에 처해 있는 경우

자료: 한화투자증권 리서치센터



지주회사별 상장 또는 매각 가능성 있는 비상장 자회사

[한화리서치센터]

❖ 앞서 언급한 판단 기준에 따라 순자산 기준 대형 지주회사들 중, 상장 또는 매각 가능성이 있는 비상장 자회사를 보유한 사례를 정리함

지주회사별 향후 상장 또는 매각 가능성이 있는 비상장 자회사

지주회사	비상장 자회사	지주회사	비상장 자회사
SK(034730)	SK에코플랜트, SK실트론	두산(000150)	두산모빌리티이노베이션, 두산로지스틱스솔루션
POSCO홀딩스(005490)	포스코이앤씨	롯데지주(004990)	롯데글로벌로지스, 롯데바이오로직스, 코리아세븐
SK이노베이션(096770)	SK온, SK엔무브	LS(006260)	LS전선, LS엠트론, LS MnM, LS아이앤디, LS이링크
HD현대(267250)	HD현대오일뱅크, HD현대로보틱스, HD현대사이트솔루션	SK디스커버리(006120)	SK플라즈마
SK스퀘어(402340)	티맵모빌리티, 콘텐츠웨이브, 11번가, 원스토어	하림지주(003380)	제일사료
CJ(001040)	CJ올리브영	DL(000210)	DL에너지, 글래드호텔앤리조트
HD한국조선해양(009540)	HD현대삼호		

자료: 한화투자증권 리서치센터



SK에코플랜트

향후 1~2년 내 상장 가능성 있음

- 지난 2022년 Pre-IPO 투자 유치 과정에서 상환전환우선주 4,000억원과 전환우선주(CPS) 6,000억원 발행, 2026년 7월까지 상장하겠다는 계약 조항 포함
 - 주주 전원 동의 시, 2028년 7월까지 상장 기한 연장 가능
- 기한 내 IPO 불발 및 지주회사 SK의 매도청구권 미행사 시 CPS 투자자들에게 배당금 지급 의무: 배당률은 첫 해 5%이며 이후 매년 3%p씩 증가
- 장외시장에서 약 2.7조원 가치로 거래되고 있음

기업가치	2.7조원	지주회사 지분율	62.15%	지주회사 순자산 중 비중	2.1%
------	-------	----------	--------	---------------	------

SK실트론

경영권 매각 진행 중, 이르면 3분기 내 Deal 마무리 전망

- 2025년 6월 현재 국내외 사모펀드를 포함해 5~6곳이 SK실트론 경영권 인수를 위한 예비 실사 진행 중
- 6월 중으로 Short List 선정이 끝나면 세부 조건 협의와 최종 우선협상대상자 선정을 거쳐 이르면 올해 3분기 내에 Deal Closing 가능할 것으로 전망됨
- 업계에서는 SK실트론의 지분 가치를 기존 사업인 실리콘 웨이퍼(Si Wafer) 사업만 약 5조원(100% 지분 기준)으로 추정하고 있음
 - 여기에 미래 사업인 실리콘카바이드 웨이퍼(SiC Wafer) 사업의 가치를 어떻게 측정하느냐가 변수로 남아 있음

기업가치	5조원	지주회사 지분율	51.00%	지주회사 순자산 중 비중	3.2%
------	-----	----------	--------	---------------	------

자료: 전자공시시스템, 언론 보도, 장외시장, 한화투자증권 리서치센터



지주회사: POSCO홀딩스(005490) 비상장 자회사: 포스코이앤씨

[한화리서치센터]

포스코이앤씨

가까운 미래는 아니더라도 추후 상장 가능성 있음

- 지난 20여 년 간 꾸준히 상장 가능성 제기된 건설회사
- 2009년 상장 추진했다가 철회, 2020년 IPO 거론되었으나 이후 별다른 소식은 없음
- 장외시장에서 약 7,400억원 가치로 거래되고 있음

기업가치

7,400억원

지주회사
지분율

52.80%

지주회사 순자산 중 비중

0.6%

자료: 전자공시시스템, 언론 보도, 장외시장, 한화투자증권 리서치센터





지주회사: SK이노베이션(096770) 비상장 자회사: SK온, SK엔무브

[한화리서치센터]

SK온

당초 2026년 상장 계획이었으나 2028년으로 상장 목표 시점을 조정

- SK온은 2022년 국내·해외 투자자 컨소시엄에서 각각 1조 6,000억원, 1조 2,000억원을 조달하며 2026년까지 상장하기로 함
- 기한 내에 IPO를 완료하지 못하면 투자자들이 동반매도청구권(드래그얼롱) 또는 풋옵션을 행사할 수 있음
- 부진한 업황이 장기화되면서 SK온의 실적 회복이 지연되고 있는 가운데 2028년으로 상장 시점 타진 중

기업가치	32.2조원	지주회사 지분율	86.98%	지주회사 순자산 중 비중	76.8%
------	--------	----------	--------	---------------	-------

SK엔무브

가까운 미래는 아니더라도 추후 상장 가능성 있음

- 2013년, 2015년, 2018년 등 세 차례 상장에 실패하고 올해 네번째로 IPO에 도전하였으나 지난 5월, 한국거래소가 SK엔무브가 중복상장에 해당하니 기존 주주를 보호할 방안을 마련하라는 입장을 전달한 뒤 상장 절차에 제동이 걸렸고, 결국 상장 작업이 전면 중단됨
- 2021년 IMM크레딧솔루션에 SK엔무브 주식 1,600만주를 당시 가격으로 약 1조 2,000억 원에 매각할 때 SK엔무브의 5년 내 상장 & 내부수익률(IRR) 5.7% 이상 달성 조건이 있었음
- 만일 SK엔무브가 2026년 내 상장하지 못하면 SK이노베이션은 IMM크레딧솔루션에 1조 6,000억 원을 지급해야 하는 상황

기업가치	5조원~6조원	지주회사 지분율	70.00%	지주회사 순자산 중 비중	10.6%
------	---------	----------	--------	---------------	-------

자료: 전자공시시스템, 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터



지주회사: HD현대(267250) 비상장 자회사: HD현대오일뱅크, HD현대로보틱스, HD현대사이트솔루션 [한화리서치센터]

HD현대오일뱅크

가까운 미래는 아니더라도 추후 상장 가능성 있음

- 2012년 처음 IPO에 도전했지만 유럽발 재정 위기 탓에 증시가 얼어붙으며 2개월 만에 철회
- 2018년에는 자회사 셀베이스오일의 이익 과대계상과 관련해 금융당국의 감리를 받았으며, 미·중 무역 분쟁 장기화, 공급과잉으로 인한 유가 급락 등으로 상장을 철회하게 되었음
- 2022년에는 직전 연도 호실적을 앞세워 세번째로 상장에 도전하였으나 당시 Peer 기업 저평가와 국내 증시 부진이 겹치며 무산됨
- 최근 3년(2022~2024) 영업이익이 급감한 데다, 올해 관세 전쟁을 비롯한 국제 정세 불안으로 유가가 4년 만에 최저가로 떨어져 실적 부진이 이어질 것으로 관측되고 있음. Peer 기업 S-Oil도 최근 수 년 간 가치가 하락함
- 기업가치를 적절히 평가 받기에 좋지 않은 상황이라 IPO를 당장은 추진하기 어려운 상황이나 과거 3차례 IPO에 도전했던 이력이 있어, 추후 상장 추진할 수 있음

기업 가치	3.9조원	지주회사 지분율	73.85%	지주회사 순자산 중 비중	10.7%
-------	-------	----------	--------	---------------	-------

HD현대로보틱스

향후 1~2년 내 상장 가능성 있음

- 최근 한국거래소는 물적분할한 신설 자회사를 5년 이내에 상장하는 경우 모회사가 충분한 주주보호 노력을 기울였는지 등을 중점심사하는 이른바 ‘물적분할 5년 Rule’을 시행 중. HD현대로보틱스는 지난 2020년 5월에 물적분할로 신설된 HD현대의 자회사로, 올해 5월부터 5년 Rule의 규제를 벗어날 수 있게 됨
- 그러나 Peer 업체인 두산로보틱스의 주가가 최근 1년 간 하락세를 나타내고 있고, 지난해 HD현대마린솔루션 상장과 관련하여 지주회사 HD현대에 대해 거센 비판이 제기된 바 있기 때문에, 당장 올해보다는 내년부터 상장을 추진할 가능성이 높다고 점쳐지고 있음

기업 가치	1.7조원	지주회사 지분율	90.00%	지주회사 순자산 중 비중	5.7%
-------	-------	----------	--------	---------------	------

HD현대사이트솔루션

가까운 미래는 아니더라도 추후 상장 가능성 있음

- 회사 측은 2023년 7월 실적발표 컨퍼런스콜에서 “수 년 안에 상장할 계획이지만 구체적으로 말하기 어려운 상황”이라는 입장을 밝힘

기업 가치	8,800억원	지주회사 지분율	80.22%	지주회사 순자산 중 비중	2.6%
-------	---------	----------	--------	---------------	------

자료: 전자공시시스템, 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터



지주회사: SK스퀘어(402340) 비상장 자회사: 티맵모빌리티, 콘텐츠웨이브, 11번가, 원스토어 [한화리서치센터]

티맵모빌리티

빠르면 올해 하반기부터 상장을 추진할 계획

- 티맵모빌리티는 2020년 12월 SK텔레콤의 모빌리티 사업부가 분할되면서 설립됨. SK스퀘어가 2021년 11월 SK텔레콤으로부터 인적분할 되면서 SK스퀘어가 최대주주가 됨
- 티맵모빌리티는 2021년에 어필마캐피탈과 이스트브릿지파트너스로부터 약 4,000억원을 투자 받으면서 2025년 상장 추진을 약속한 것으로 알려짐
- 티맵모빌리티는 최근 부진한 실적을 내는 종속기업들을 매각하고 있음
 - 2024년 12월에는 우티 지분 49%를 569억원에 우버에 매각
 - 2025년 6월에는 법인 전문 운전대행 서비스 기업 ‘굿서비스’의 지분 전량을 140억원에 매각하기로 결정
 - 2025년 5월에는 자회사 서울공항리무진 지분 100%를 사모펀드 스타인베스트먼트에 매각하는 주식매매계약(SPA)을 체결, 매각 금액은 약 600억원

기업가치

2.2조원

지주회사
지분율

60.09%

지주회사 순자산
중 비중

6.3%

콘텐츠웨이브

종전에 F로부터 투자 받을 때 상장을 염두에 두었으나 현재는 티빙과의 합병이 우선과제이며, 합병 이후 상장 추진 가능성 있음

- 티빙의 최대주주는 CJ ENM(48.9%), 콘텐츠웨이브의 최대주주는 SK스퀘어(36.7%)인데 지난해 말 공정거래위원회에 임원 겸임 기업결합 심사를 신청했고, 지난 2025년 6월 10일에 조건부 승인을 득함
 - 두 회사가 내년 12월 31일까지 현행 요금제를 유지해야 한다는 조건
- 앞서 콘텐츠웨이브는 2019년에 미래에셋벤처투자자와 SKS PE를 대상으로 5년 만기 사모 CB를 발행하면서 4년 내 기업공개 작업에 착수하고 5년 내 상장을 완료하기로 합의했었음. 그러나 미래에셋벤처투자자와 SKS PE는 콘텐츠웨이브에 투자한 자금을 지난 2024년 12월에 회수함
- 한편, 2024년 11월 SK스퀘어와 CJ ENM이 콘텐츠웨이브에 투자한 2,500억 원은 기존 전환사채 상황에 쓰인 것으로 전해졌는데, 이 상황은 티빙과 콘텐츠웨이브 간 합병에 있어 중요한 단계로 평가 받음

기업가치

2조원

지주회사
지분율

36.68%

지주회사 순자산
중 비중

3.5%

자료: 전자공시시스템, 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터



11번가

2023년 9월까지 상장 기한이었으나 성사되지 못하였고 현재 매각 대상자 물색 중

- SK스퀘어는 2018년 9월 투자자들과 주주 간 계약을 통해 5,000억 원 규모의 투자금을 유치(국민연금 3,500억 원, H&Q코리아 1,000억 원, MG새마을금고 500억 원 등). 이 때 상장 기한인 2023년 9월까지 상장이 완료되지 않을 경우 투자자들의 주식을 사겠다는 콜옵션을 계약에 포함하는 한편 만일 SK스퀘어가 콜옵션을 포기하면 투자자는 동반매도청구권(드래그얼롱)을 행사해 경영권을 보유한 SK스퀘어의 지분까지 함께 매각할 수 있도록 함
- 그러나 SK스퀘어는 11번가의 상장을 기한 내 성사시키지 못했고 같은해 11월 SK스퀘어는 콜옵션을 포기함. 2024년 8월 기준 SK스퀘어는 11번가의 상장 실패로 약 2,800억 원 규모의 드래그얼롱 손실을 입은 것으로 추산됨
- 2025년 6월 현재, 기프트콘 사업 분할 매각을 위해 원매자들과 접촉 중인 것으로 알려짐

기업가치	5,000억원	지주회사 지분율	80.26%	지주회사 순자산 중 비중	1.9%
------	---------	----------	--------	---------------	------

원스토어

2022년 상장을 추진하다가 중단한 이력이 있으며 적절한 시기에 상장을 재추진하려는 계획임

- 2022년 기관투자자 대상 수요 예측 결과가 기대치에 못 미치며 상장 절차를 중단한 바 있음. 부진한 실적 대비 높은 공모가 책정, 국내 앱마켓 시장점유율 정체와 성장성에 대한 의문 등이 원인이었음
- 전동진 원스토어 前 대표는 앞서 해외 진출을 통한 실적 개선, 2028년 IPO 재도전 등을 목표로 삼았음
- 2024년 12월, SK텔레콤 · SK스퀘어 출신 전략 · 투자 전문가 박태영 대표를 신규 선임함. 관계자는 “적절한 시기에 IPO를 한다는 기조는 유지하고 있다. 신규 CEO 취임 후 조금 더 구체적인 구상이 나올 예정” 이라고 설명함

기업가치	9,200억원	지주회사 지분율	45.78%	지주회사 순자산 중 비중	2.0%
------	---------	----------	--------	---------------	------

자료: 전자공시시스템, 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터



CJ올리브영

2022년 상장 철회 이래 상장 가능성 꾸준히 제기되어 왔으나 최근에는 합병 시나리오에 무게가 실리는 상황

- 글렌우드PE는 2021년에 Pre-IPO로 CJ올리브영에 4,140억원을 투자하며 지분 22.6%를 확보함. 2024년 5월, 글렌우드PE가 보유 중이던 CJ올리브영 지분(22.6%)의 절반인 11.3%는 CJ올리브영이 자기주식 형태로 사들이고, 재무적 투자자 신한은행이 참여한 SPC인 한국뷰티파이오니어가 나머지 11.3%를 인수함. 거래금액은 총 7,800억원
- 올해 4월, CJ올리브영은 한국뷰티파이오니어가 보유한 자기주식 11.3%를 조기 인수하기로 함
- 한편, CJ올리브영은 2021년 11월 미래에셋과 모건스탠리를 상장 주관사로 선정하고 2022년에 기업공개(IPO)를 추진하였으나 2022년 증시 상황이 좋지 않아 적정 가치를 인정 받기 어려워지면서 상장 절차를 중단한 적이 있음
- CJ올리브영의 최대주주는 지주회사 CJ(51.15%)이며 이재현 회장의 장남 이선호 CJ제일제당 경영리더가 11.04%, 장녀 이경후 CJ ENM 경영리더가 4.21%를 보유. 이 회장의 동생 이재환 전 CJ그룹 부회장(4.64%)과 그 자녀 이소혜·이호준(각각 2.83%)도 지분을 보유 중
- 예전에는 CJ올리브영이 상장을 하고 총수일가 3세들이 구주 매출을 통해 마련한 자금으로 지주회사 CJ 주식을 확보할 것이라는 예상이 보편적이었으나, 최근 올리브영의 기업가치가 크게 증가하고 CJ 올리브영이 자기주식 비중을 늘림에 따라 지주회사 CJ와의 합병이 더 유리할 수 있다는 분석이 나옴
 - 지주회사 CJ가 CJ올리브영을 흡수합병하고 CJ올리브영 주주들은 합병의 대가로 올리브영 주식과 CJ 지분을 교환하게 되는 상황에서는 올리브영의 기업가치가 커질수록 주주들이 받을 수 있는 지주회사 CJ 지분이 늘어남. 상장을 통해 승계 자금을 마련하는 것보다 합병으로 직접 지주회사 지분을 확보하는 게 더 유리할 수 있음
 - 게다가 CJ올리브영이 만일 현재 보유한 자기주식을 소각할 경우 총수일가의 지분율은 더 높아지게 됨

기업가치

5조원~6조원

지주회사 지분율

51.15%

지주회사 순자산 중 비중

15.9%



지주회사: HD한국조선해양(009540) 비상장 자회사: HD현대삼호

[한화리서치센터]

HD현대삼호

향후 3~4년 내 상장 가능성 있음

- 지난 2023년 초, HD한국조선해양은 HD현대삼호 IPO를 추진했다가 철회한 바 있음
 - 5년이 넘는 기간 동안 상장을 준비해 왔지만 당시 중국의 저가 선박 공급이 늘어나면서 조선업황이 악화하는 등 시장 상황이 좋지 못했음
- 2023년 소액주주들은 집단적으로 상장 반대 운동에 나서기도 함
 - HD현대중공업 재상장으로 HD한국조선해양 주가가 크게 하락했던 점을 들어 HD현대삼호 상장을 반대함
- HD현대삼호 측은 상장과 관련해 구체적으로 논의 중인 사항은 없다고 밝혔으나 최근 조선업 훈풍에 힘입어 실적과 수주잔고 등이 호조를 보이고 있어 추후 상장을 재추진할 가능성 있다고 판단됨

기업가치

4조원~5조원

지주회사 지분을

96.65%

지주회사 순자산 중 비중

30.1%

자료: 전자공시시스템, 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터





두산모빌리티이노베이션

가까운 미래는 아니더라도 추후 상장 가능성 있음

- 수소 연료전지 드론 업체로, 군수·산업용으로 폭넓게 활용 가능한 멀티콥터와 VTOL^{주1} 드론 제품을 제공
- 2023년 두산로보틱스 상장 당시 두산그룹의 차기 상장 타자로 거론됨
- 도심항공교통(UAM^{주2})이 차세대 이동수단으로 주목 받고 있는 상황에서 미래 성장이 기대되는 기업

기업가치	2,100억원	지주회사 지분율	86.12%	지주회사 순자산 중 비중	1.5%
------	---------	----------	--------	---------------	------

두산로지스틱스솔루션

가까운 미래는 아니더라도 추후 상장 가능성 있음

- 물류 자동화 업체로, 2023년 8월에 나이키코리아 이천 Customer Service Center에 물류 자동화 솔루션을 공급하는 프로젝트를 체결하기도 함
- 두산모빌리티이노베이션과 더불어, 2023년 두산로보틱스 상장 당시 두산그룹의 차기 상장 타자로 거론됨
- 지난 2024년 4월, 지주회사 두산이 100% 자회사인 두산로지스틱스솔루션에 400억원 출자. 두산로지스틱스솔루션은 2022년까지 매출 성장세를 이어왔지만 좀처럼 흑자 전환에는 성공하지 못했고 2023년에는 매출마저 감소. 그러나 두산그룹의 사업다각화 핵심 계열회사인만큼 수익성을 개선해 IPO까지 추진할 것이라는 분석이 일반적

기업가치	1,100억원	지주회사 지분율	100%	지주회사 순자산 중 비중	0.9%
------	---------	----------	------	---------------	------

주1: Vertical Take-Off and Landing

주2: Urban Air Mobility

자료: 전자공시시스템, 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터



지주회사: 롯데지주(004990) 비상장 자회사: 롯데글로벌로지스, 롯데바이오로직스, 코리아세븐 [한화리서치센터]

롯데글로벌로지스

올해 상장을 추진했다가 철회하였으며 가까운 미래는 아니더라도 추후 재추진 가능성 있음

- 2025년 5월 2일, 롯데글로벌로지스는 KOSPI 상장 철회신고를 제출함
 - 롯데글로벌로지스 측은 “대내외 금융시장 환경의 불확실성 등으로 인해 회사의 가치를 적정하게 평가받기 어려운 상황 및 제반사항을 종합적으로 고려했다”고 설명
- 상장 철회 배경으로 기관 수요 예측 부진이 지목됨
 - 롯데글로벌로지스는 4월 24일부터 30일까지 기관투자자 대상 수요 예측을 진행하며 공모가 희망밴드 11,500~13,500원을 제시했지만 밴드 내에서 원하는 수요를 모으지 못했던 것으로 알려짐
- 회사는 향후 적정가치를 평가받을 수 있는 시점에 상장 재추진을 검토하겠다는 계획임
- 장외시장에서 약 4,200억원 가치로 거래되고 있음

기업 가치	4,200억원	지주회사 지분율	46.04 %	지주회사 순자산 중 비중	2.2%
-------	---------	----------	---------	---------------	------

롯데바이오로직스

유형자산 투자 때문에 자금 조달이 시급한 상황으로, 3~4년 내 상장 가능성 있음

- 이원직 前 대표는 지난 2023년 10월, 스페인 바르셀로나에서 열린 ‘CPHI Worldwide 2023’에서 “국내에 짓는 1·2공장은 자체 자금으로, 3공장은 상장을 통한 자금으로 지으려고 한다. 2027년이나 2028년에 상장하는 것을 고려하고 있다”고 발언
- 2024년 11월 이원직 대표 사임, 같은 해 12월 제임스박 前 GC Cell 대표가 롯데바이오로직스 신임 대표에 내정됨
- 롯데바이오로직스는 2023년부터 인천 송도에 36만리터 규모의 메가플랜트 건립을 추진 중
 - 총 3개 공장으로 구성되며 공사비는 4.6조원으로 추산
 - 롯데바이오로직스는 송도 1·2·3공장의 준공 시기로 각각 2025년, 2027년, 2030년을 목표로 삼고 있음
- 롯데바이오로직스는 지난 2022년 창립 이후 현재까지 롯데지주로부터 4,587억원을 지원 받음
 - 모두 롯데바이오로직스의 유상증자 참여로 출자가 이루어졌고 이 중 약 3,000억원이 송도 공장 건립에 사용된 것으로 알려짐
- 공장 건설을 위해 IPO를 통한 투자금 확보가 시급한 상황인데 업계에서는 송도 3공장 착공 전에 상장할 것으로 예상하고 있어, 박 대표 임기 내 IPO 추진 가능성 높음

기업 가치	4,700억원	지주회사 지분율	80.00 %	지주회사 순자산 중 비중	4.1%
-------	---------	----------	---------	---------------	------

코리아세븐

과거 IPO가 거론된 적이 있고 가까운 미래는 아니더라도 추후 재추진 가능성 있음

- 2019년 10월, 코리아세븐은 바이더웨이와 롯데피에스넷(ATM 서비스 회사) 흡수합병을 공시함
 - 2020년 1월 1일을 기일로 코리아세븐이 존속회사로 남고 바이더웨이와 롯데피에스넷은 소멸함
 - 합병법인 최대주주는 지분율 약 80%의 롯데지주였으며, 당시 시장에서는 코리아세븐 상장을 통해 롯데지주 가치를 끌어올리려는 포석이라고 해석함
- 그러나 2021년까지 차입 부담 확대, 실적 부진 등으로 IPO가 늦춰졌고, 2022년 적자 전환 이래 2024년까지 적자 폭이 확대됨

기업 가치	4,200억원	지주회사 지분율	92.33 %	지주회사 순자산 중 비중	4.3%
-------	---------	----------	---------	---------------	------

자료: 전자공시시스템, 언론 보도, 장외시장, 한화투자증권 리서치센터



지주회사: LS(006260) 비상장 자회사: LS전선, LS엠트론, LS MnM, LS아이앤디, LS이링크 [한화리서치센터]

LS전선

향후 2~3년 내 상장 가능성 있음. LS전선의 자회사(지주회사 LS의 손자회사) 상장 가능성도 있음

- 구분규 LS전선 대표이사는 지난해 9월, 여의도에서 열린 ‘밸류업 데이(Value-up Day)’ 행사에서 “LS전선의 기업공개를 심각하게 고민 중이다. 그 시점이 아주 먼 미래는 아니다”라고 발언
 - LS전선은 지난 2010년부터 상장을 준비해 왔으나 14년이 지난 현재까지도 구체적인 계획을 공개하지는 않은 상황
- LS전선의 자회사 중 LS에코에너지, 가온전선, LS머트리얼즈, LS마린솔루션 4개사가 주식시장에 상장되어 있는데, 최근에는 LS이브이코리아의 상장이 거론되고 있음
 - LS이브이코리아는 2017년 11월 1일에 LS전선의 하네스&모듈 사업 부문을 물적분할 방식으로 분리해 설립된 회사
 - LS이브이코리아는 2020년에 IPO를 추진했다가 COVID-19에 따른 주식시장 침체로 상장 절차를 철회했던 이력이 있음
 - 케이스톤파트너스는 2024년 4월 LS이브이코리아에 투자함. LS이브이코리아의 IPO 실패 시 케이스톤파트너스는 지분 16%에 대하여 제3자에 동반 매도할 수 있는 동반매도청구권을 행사할 수 있음

기업 가치	2.5조원	지주회사 지분율	92.31%	지주회사 순자산 중 비중	31.6%
-------	-------	----------	--------	---------------	-------

LS엠트론

향후 3~4년 내 상장 가능성 있음

- 2010년부터 상장 가능성이 언급되어 온 기업
- 2024년 3월, 구자은 LS그룹 회장이 “올해(2024년) LS이링크 IPO가 목표이고 (LS이링크와) LS MnM 상장(2027년 목표) 사이에 1~2개 정도의 계열회사 상장을 목표로 하고 있다”고 발언하였는데 당시 시장에서는 나머지 상장 후보로 매출액 1조원이 넘는 LS엠트론을 예상함

기업 가치	4,800억원	지주회사 지분율	100%	지주회사 순자산 중 비중	6.7%
-------	---------	----------	------	---------------	------

LS MnM

향후 1~2년 내 상장 가능성 있음

- LS그룹은 지난 2022년 LS MnM을 100% 자회사로 편입할 때 JKL파트너스로부터 인수자금을 투자 받으면서 LS MnM의 상장을 오는 2027년 8월까지 완료하겠다는 계약을 맺음
- JKL파트너스는 교환사채(EB)로 LS MnM에 투자했으며 지난해 12월 교환사채 전량을 주식으로 교환하면서 MnM의 지분 24.9%를 보유하게 됨
 - 투자금을 회수해야 하는 사모펀드 지분이 생긴 만큼 IPO를 통해 JKL파트너스가 Exit할 가능성이 제기되고 있음
- 다만 최근 1~2개월 사이, 자금 조달 필요성이나 실적 전망 측면에서 우선적으로 IPO를 추진해야 하는 에식스솔루션즈, LS이링크 등에 밀려 LS MnM의 상장이 늦춰질 수 있다는 분석이 나오고 있음

기업 가치	2.7조원	지주회사 지분율	75.10%	지주회사 순자산 중 비중	28.0%
-------	-------	----------	--------	---------------	-------

자료: 전자공시시스템, 언론 보도, 장외시장, 한화투자증권 리서치센터



지주회사: LS(006260) 비상장 자회사: LS전선, LS엠트론, LS MnM, LS아이앤디, LS이링크 [한화리서치센터]

LS아이앤디

아이앤디의 증손회사 에식스솔루션즈가 연내 상장 본격 추진하여
내년 상장을 목표로 하고 있음

- 에식스솔루션즈는 올해 초 Pre-IPO를 추진해 미래에셋자산운용과 KCGI 컨소시엄으로부터 약 2,950억원 조달
- 이후 2월 12일 상장 주관사 선정을 위한 제안요청서를 돌리며 상장 작업 본격화
 - 지난 3월 미래에셋증권과 한국투자증권을 상장 대표 주관사로, NH투자증권과 삼성증권을 공동 주관사로 선정
- 유가증권시장(KOSPI) 상장 목표이나 나스닥 상장도 검토 중
- 지주회사 LS → LS아이앤디 → 사이프러스인베스트먼트 → 슈퍼리어에식스 → 에식스솔루션즈로 이어지는 지분 구조 하에서, 슈퍼리어에식스는 LS그룹의 해외투자 사업을 담당하는데 LS아이앤디의 지난해 매출에서 해외투자 사업 부문이 차지하는 비율은 99.6%에 달함

기업가치	2,500억원	지주회사 지분율	95.09%	지주회사 순자산 중 비중	3.3%
------	---------	----------	--------	---------------	------

LS이링크

지난해 상장 추진하였으나 연말에 상장예비심사 자진 철회. 그러나
사업 확장을 위해 1~2년 내 자금 조달을 재추진할 것으로 예상됨

- LS이링크는 2024년 8월 22일 한국거래소에 상장예비심사를 청구했으나 12월 말까지 결과가 나오지 않음. 당초 LS그룹은 2024년 안에 LS이링크 상장을 계획했으나 거래소 심사가 늦어지며 2024년 상장은 불발되었고 결국 12월 24일에 상장예심을 자진 철회
- LS이링크는 충전 인프라 구축을 넘어 플랫폼 운영, API 기반 결제시스템, 스마트 전력분배 알고리즘 개발 등 '전기차 충전 소프트웨어 플랫폼 기업'으로의 전환을 시도 중
 - 전기차 충전 수요의 폭증에 따라 전력 회사와 플랫폼 기업이 병존하는 구조는 글로벌 시장의 일반적인 흐름. 미국 테슬라는 자체 충전 네트워크를 플랫폼화했으며, 일본의 ENEOS 또한 석유 기반에서 EV 플랫폼 기업으로 빠르게 전환 중
 - LS이링크 역시 이 같은 흐름을 반영해 기존 LS 계열회사와의 포트폴리오 중복은 최소화하고 기술 독립화는 강화하는 중
- LS이링크는 국내 전기차 충전망 구축 뿐 아니라, 북미 공공충전망 프로젝트에 입찰 참여도 준비 중

기업가치	8,000억원	지주회사 지분율	50.00%	지주회사 순자산 중 비중	5.5%
------	---------	----------	--------	---------------	------

자료: 전자공시시스템, 언론 보도, 장외시장, 한화투자증권 리서치센터



지주회사: SK디스커버리(006120) 비상장 자회사: SK플라즈마

[한화리서치센터]

SK플라즈마

내년 상장 목표

- SK플라즈마는 혈액제제 사업을 영위하는 회사로, 2015년 3월 설립된 SK케미칼의 자회사. 2017년 말 SK케미칼의 지주회사 체제 전환으로 SK디스커버리의 자회사로 변동됨
- SK플라즈마는 2021년 1,100억원 규모의 제3자 배정 유상증자를 단행하면서 2026년까지 IPO를 완료하겠다고 약속한 바 있음
- 2023년 70억원의 영업이익을 내며 5년 만에 흑자 전환했고 글로벌 진출에 집중하며 성장 동력을 확보하는 데 주력하고 있으나 R&D 부문 투자가 부족하다는 지적이 있음
- 2024년 11월, SK플라즈마는 1,500억원 규모의 제3자 배정 유상증자를 결정
 - SK플라즈마는 한앤코20호 유한회사와 한국투자아이비케이씨혁신성장 사모투자 합자회사를 대상으로 기타주식 신주 425만1주를 발행
 - 한앤코20호 유한회사는 SK플라즈마의 지분 27.4%를 확보하며 2대주주에 올라서게 됨

기업가치

4,000억원~5,000억원

지주회사
지분율

55.66%

지주회사 순자산 중 비중

3.9%

자료: 전자공시시스템, 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터



지주회사 하림지주(003380) 비상장 자회사 제일사료

[한화리서치센터]

제일사료

가까운 미래는 아니더라도 추후 상장 가능성 있음

- 2011년 1월, 제일홀딩스의 사료사업 부문을 물적분할해 설립되었으며 축산용 배합사료 제조 및 판매가 주영업
- 참고로, 제일홀딩스는 하림그룹 최상위 지주회사였는데 2018년에 중간지주회사인 하림홀딩스를 흡수합병해 단일 지주회사 체제 수립
 - 합병 후 존속회사인 제일홀딩스 상호는 하림지주로 변경됨
- 2017~2018년 제일사료 상장을 추진한 적 있으나 2017년 5월에 하림그룹이 대기업집단으로 지정되며 편법 승계, 일감 몰아주기 관련 논란과 의혹이 거세게 일어나며 무산됨

기업가치

970억원

지주회사
지분율

88.11%

지주회사 순자산 중 비중

1.4%

자료: 전자공시시스템, 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터





DL에너지

경영권 매각 진행 중, 연내 주식매매계약(SPA) 체결 가능 전망

- 2024년 DL에너지 인수 우선협상대상자로 선정된 IPM자산운용이 인수 자금 모집 중. 거래 금액은 약 1조원 수준
 - 2013년 설립된 DL에너지는 DL(舊 대림산업)과 대림(舊 대림코퍼레이션)이 각각 70%, 30% 지분율로 보유한 회사
 - 글로벌 민자발전사업(IPP^{주1}) 개발 전문 기업으로 국내외 발전소의 투자 및 개발, 운영을 주력 사업으로 삼고 있음
 - 전통 화력 발전뿐 아니라 태양광, 풍력, 바이오매스 등 신재생에너지 분야로 사업을 확장 중. 이번 매각 대상에서는 석탄 발전 부문과 일부 LNG발전 부문이 제외된 것으로 알려짐
 - IPM자산운용은 글로벌 인프라 투자 전문그룹인 인프라파트너스매니지먼트(IPM)그룹의 한국 법인. 2018년 설립되어 런던, 샌프란시스코, 홍콩 등에 거점을 두고 있으며 신재생에너지와 환경 사업, 공공인프라 등 국내외 대체투자 자산 및 관련 기업에 투자하고 있음
- DL에너지는 최근 칠레 코크레인 화력발전소 운영 법인(Empresa Electrica Cochrane SpA) 지분 40%를 현지 투자업체에 전량 매각. 거래대금은 1,700억원 안팎으로 추정됨

기업가치	1조원	지주회사 지분율	70.00%	지주회사 순자산 중 비중	14.6%
------	-----	----------	--------	---------------	-------

글래드호텔앤리조트

글래드(GLAD) 호텔 매각 추진 중

- DL그룹은 글래드 여의도, 글래드 강남 코엑스센터, 메종 글래드 제주 등 글래드호텔앤리조트가 보유한 주요 호텔 3곳의 패키지 매각을 추진해 옴. 매각가는 약 6,500억원 수준
- 싱가포르투자청(GIC)을 배후에 둔 그라비티운용과 지난 2025년 2월부터 매각 협상을 진행 중이었으나 매각 조건을 두고 양측 간 이견이 좁혀지지 않으며 최근 우선협상 기간을 연장하지 않기로 함
- 과거 DL그룹은 호텔 사업을 신성장 동력으로 삼으려 했으나, 글래드호텔 브랜드를 보유했던 계열회사 에이플러스디가 공정위로부터 부당 내부거래 혐의로 고발되고, COVID-19 이후 호텔 산업의 리스크가 부각되자 사업 정리에 나섬
 - 이에 더해, 최근 건설 경기 악화로 인한 전반적인 사업 위축과 조직 슬림화 기조도 매각 결정에 영향을 미친 것으로 풀이됨

기업가치	6,500억원	지주회사 지분율	100%	지주회사 순자산 중 비중	13.6%
------	---------	----------	------	---------------	-------

주1: Independent Power Plant
자료: 전자공시시스템, 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터

Memo.

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

Horizontal lines for memo writing.



한화투자증권 리.서.치.센.터



리서치센터장

박영훈

Energy

02.3772.7614

houn0715@hanwha.com

[투자전략팀]

박승영	팀장	투자전략	3772-7679	park.seungyoung@hanwha.com
안현국	수석연구위원	퀀트	3772-7646	hg.ahn@hanwha.com
김수연	연구위원	시황	3772-7628	sooyeon.k@hanwha.com
임혜윤	연구위원	경제	3772-7728	hylim@hanwha.com
김성수	책임연구위원	채권	3772-7616	sungsoo.kim@hanwha.com
권병재	책임연구위원	EMP 전략	3772-7624	byeongjae.kwon@hanwha.com
최규호	책임연구위원	경제	3772-7720	choi.gh@hanwha.com
한시화	연구위원	차익거래	3772-7737	shhan1229@hanwha.com

[기업분석팀]

김소혜	팀장	인터넷/게임/미디어	3772-7404	sohye.kim@hanwha.com
김성래	수석연구위원	자동차/부품	3772-7751	sr.kim@hanwha.com
송유림	수석연구위원	건설/건자재/유틸리티	3772-7152	yurim.song@hanwha.com
박세연	수석연구위원	ESG	3772-7406	shannon@hanwha.com
김도하	연구위원	은행/보험	3772-7479	doha.kim@hanwha.com
김광진	연구위원	반도체	3772-7583	kwangjin.kim@hanwha.com
한유정	연구위원	음식료/화장품	3772-7693	yujung.han@hanwha.com
이진협	연구위원	유통/의류	3772-7638	jinhyeob.lee@hanwha.com
엄수진	연구위원	ESG	3772-7407	sujineom@hanwha.com
박수영	책임연구위원	엔터/레저/운송	3772-7634	suyoung.park.0202@hanwha.com
이용욱	책임연구위원	에너지/화학/2차전지	3772-7635	yw.lee@hanwha.com
배성조	책임연구위원	방산/우주/기계	3772-7611	seongjo.bae@hanwha.com
권지우	연구위원	은행/보험 RA	3772-7689	jiwoo.kwon@hanwha.com
고예진	연구위원	반도체/에너지/화학/2차전지/음식료/화장품/엔터/레저/운송 RA	3772-7701	yejinko@hanwha.com
김나우	연구위원	인터넷/게임/미디어/유통/의류/방산/우주/기계 RA	3772-7710	now.kim@hanwha.com
김예인	연구위원	ESG/건설/건자재/유틸리티/자동차/부품 RA	3772-8420	yein.kim@hanwha.com

[글로벌 리서치팀]

한상희, CFA	팀장	해외주식	3772-7695	sanghi.han@hanwha.com
정정영	연구위원	중국/신흥국 주식	3772-7473	jeongyoung@hanwha.com
강재구	연구위원	미국주식	3772-7581	jaekoo.kang@hanwha.com
김유민	책임연구위원	대체자산	3772-7392	yumin.kim@hanwha.com
임해인	책임연구위원	자산배분	3772-7799	haein.lim@hanwha.com
박제인	연구위원	해외/중국/신흥국/미국주식 RA	3772-7380	jane8314@hanwha.com

본 · 지점망

서울

본 사	02) 3772-7000	노 원 지 점	02) 931-2711
강 남 W M 센 터	02) 6975-2000	목 동 W M 센 터	02) 2654-2300
갤러리아WM센터	02) 3445-8700	송 파 지 점	02) 449-3677
금융플라자63지점	02) 308-6363	영 업 부	02) 3775-0775
금융플라자시청지점	02) 2021-6900	중 앙 지 점	02) 743-7311

인천/경기

분 당 지 점	031) 707-7114	일 산 지 점	031) 929-1313
송 도 I F E Z 지 점	032) 851-7233	평 촌 지 점	031) 381-6004
신 갈 지 점	031) 285-7233	평 택 지 점	031) 652-8668
안 성 지 점	031) 677-0233		

대전/충청

공 주 지 점	041) 856-7233	타 임 월 드 지 점	042) 488-7233
천 안 지 점	041) 563-2001	흥 성 지 점	041) 631-2200
청 주 지 점	043) 224-3300		

광주/전라

광 주 지 점	062) 713-5700	전 주 지 점	063) 710-1000
순 천 지 점	061) 724-6400		

제주

제 주 지 점	064) 800-7500
---------	---------------

대구/경북

대 구 W M 센 터	053) 741-3211	영 천 지 점	054) 331-5000
문 경 지 점	054) 550-3500	포 향 지 점	054) 231-4111
영 주 지 점	054) 633-8811		

부산/울산/경남

거 창 지 점	055) 943-3000	언 양 지 점	052) 262-9300
마 린 시 티 지 점	051) 751-8321	창 원 지 점	055) 285-2211
부 산 지 점	051) 465-7533	거 제 브 랜 치	055) 730-0400
울 산 W M 센 터	052) 265-0505		



한화투자증권

본사 02)3772-7000 (대) 서울시 영등포구 여의대로 56(여의도동)
고객지원센터 080-851-8282 주문전용 080-851-8200 ARS 080-852-1234