



포퓰가은 극중트인 정책변화는 무엇을 남기고 있나

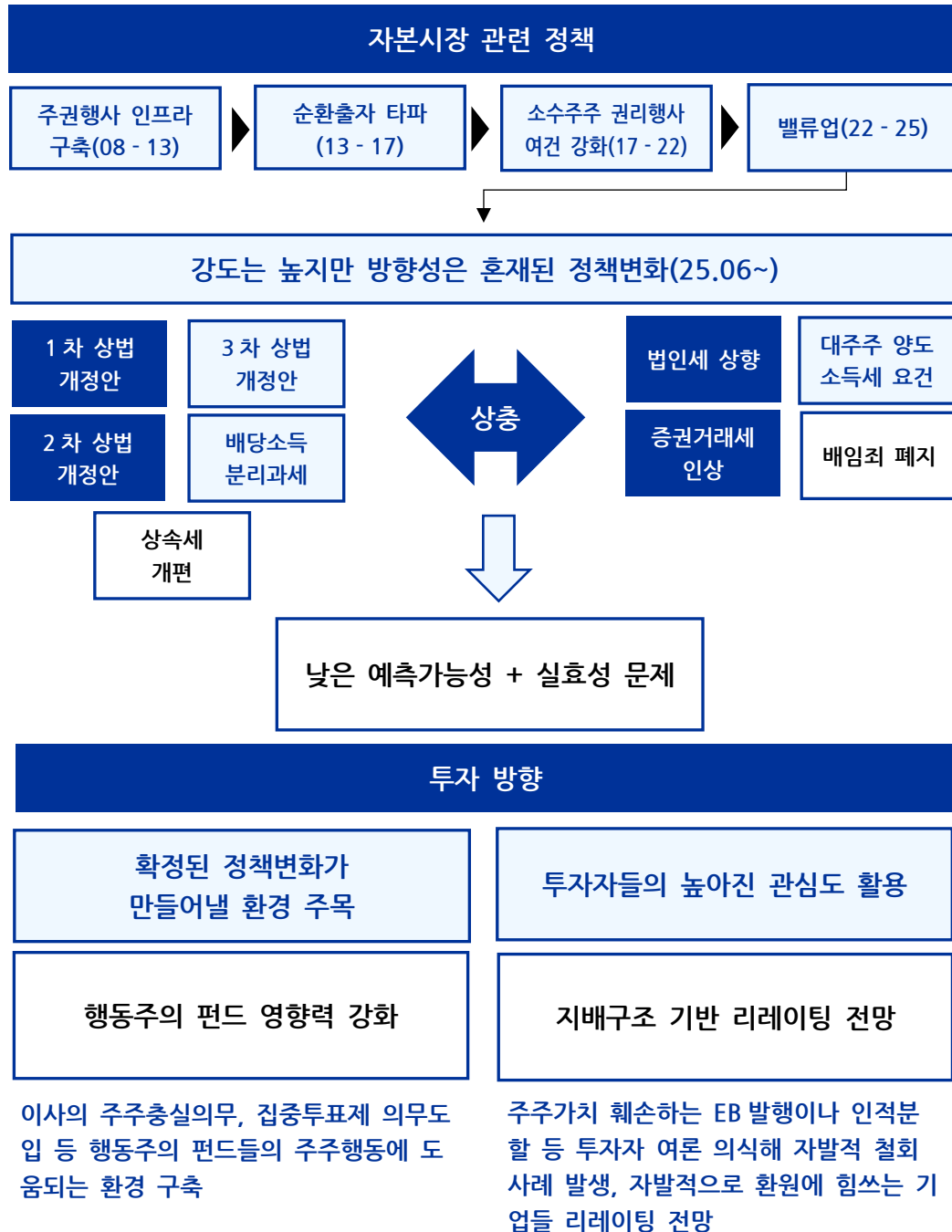
코스닥벤처팀
미드/스몰캡 허준서
02)368-6175
pos03066@eugenefn.com

코스닥벤처팀
미드/스몰캡 이채은
02)368-6143
chaeun.lee@eugenefn.com

Contents

I. 주주환원 시대, 투자 방향은	4
거버넌스 개선 정책변화 흐름, 예측가능성 낮아	4
II. 정책변화, 어디까지 왔고 어디까지 가야하나	11
정책은 큰 흐름에서 꾸준히 개선돼 왔다	11
강도는 가장 높지만..	15
III. 그래서 우리는 어떻게 투자해야 하나	27
이미 바뀐 것과 알아서 바뀔 것에 주목해보자	27
기업분석	35
코웨이(021240)	
솔루엠(248070)	
휴메딕스(200670)	
비츠로셀(082920)	
감성코퍼레이션(036620)	

폭풍 같은 정책변화는 무엇을 남기고 있나



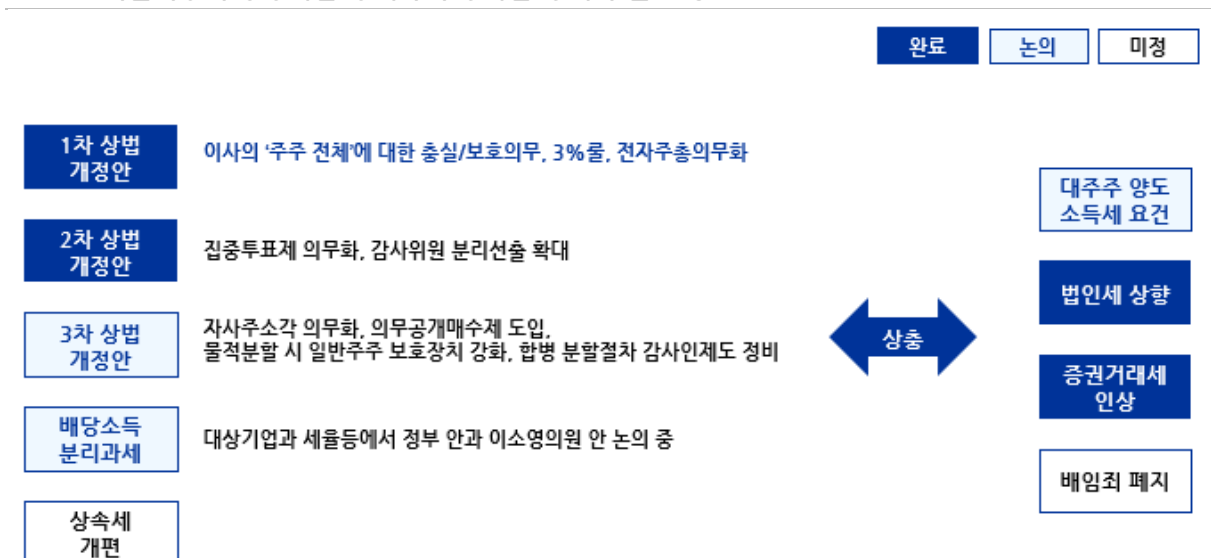
I. 주주환원 시대, 투자 방향은

거버넌스 개선 정책변화 흐름, 예측가능성 낮아

확정된 정책변화가 바꿀 환경과 투자자들의 관심도를 활용해야

신정부 출범 이후 자본시장과 관련된 여러 정책변화가 일어나고 있다. 상법개정, 배당소득분리과세 등, 기업이 축적한 부를 주주에게 적극적으로 나눌 수 있는 환경을 구축하는 것이 목표다. 현재까지 확정된 것은 1 차 상법개정안과 공포를 앞둔 2 차 상법개정안이다. 논의중인 정책들은 3 차상법개정안, 배당소득분리과세 세부요건 확정 등이 있다. 다만 정책의 방향이 일관되지 못하다는 한계가 있다고 판단한다. 정책을 레버리지 수단으로 하는 투자는 무엇보다 정책의 연속성이 중요하다. 하지만 대주주 양도소득세 부과시 대주주의 기준설정과 관련한 노이즈, 법인세 상향조정 및 증권거래세 인상, 배임죄 폐지와 같은 방향은 직간접적으로 자본시장 활성화에 악영향을 미칠 법안들이다. 긍정적인 법안과 부정적인 법안들이 상충하고 있는 현재, 정책 연속성이 의심되는 환경이 조성되고 있다.

도표 1. 자본시장에 긍정적인 정책과 부정적인 정책이 혼조 중

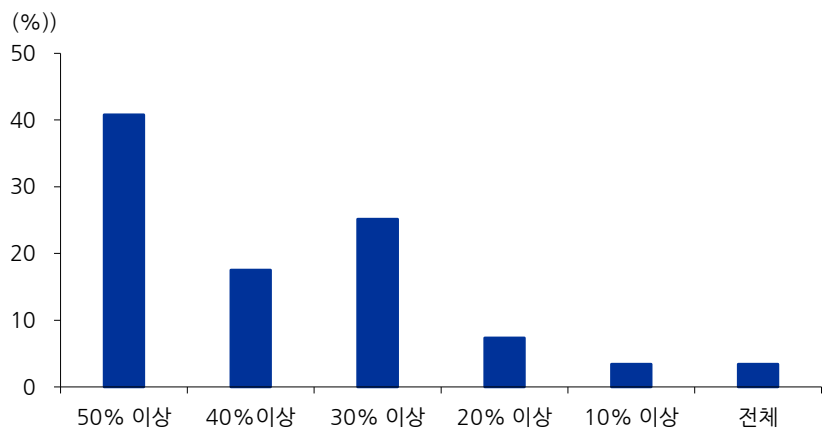


자료: 언론종합, 유진투자증권

특히 현재 논의중에 있다는 사실 자체가 기대감을 형성해 시장이 이를 반영하고 있는 정책들은 파급효과와 그로 인한 기대수익률을 점검해볼 필요가 있다. 자사주 소각 의무화와 배당소득 분리과세가 그렇다. 현재 논의중인 3 차상법개정은 자사주의 의무소각과 의무공개매수제, 물적분할 시 일반주주 보호장치 강화, 합병 분할절차 감사인제도 정비등을 다루고 있다. 의무공개매수제와 물적분할 및 합병 분할절차 관련된 제도 변화는 향후 기업의 자본조달 및 M&A 과정에서 소액주주의 권익이 침해당하는 사례를 획기적으로 줄일 수 있을 것으로 기대되지만 자사주 의무소각 정책이 투자자들의 수익 관점에서 현재와 같은 기대감이 지속 가능할지는 의문이다.

자사주소각이 주가 상승에 도움이 되는 것은 자명하다. 기업가치가 추가적으로 성장하지 않는다는 가정에서도 주식수의 감소는 산술적으로 주당 가격을 상승시키기 때문이다. 특히 배당과 관련된 세제가 불합리한 현재, 자사주 매입과 소각은 세제 부담 없이 최대주주의 지분을 늘림과 동시에 주당가격을 상승시킬 수 있는 가장 효율적인 수단이다. 문제는 시장이 해당 기대감을 이미 반영하고 있다는데 있다. 자사주 의무소각과 관련된 법안은 2025년 7월 8일 발의됐다. 발의 전인 7월 7일부터 10월 22일까지의 시가총액 1천억원 이상 기업들 중 자기주식 비중이 높은 기업들(도표 3)의 기간수익률은 도표 2와 같다. 시가총액 대비 자기주식 비중이 높은 기업들일수록 기간수익률이 높다. 특히 전체주식 대비 자기주식의 비중이 50% 이상인 기업의 경우 전량 소각으로 기대할 수 있는 산술적인 기대수익률이 100%인 점에서 이미 절반 가까이 해당 모멘텀을 반영하고 있다고 분석하는 것이 타당하다.

도표2. 자사주 비중에 따른 기업집단 기간수익률 평균(25.07.07 - 25.10.22)



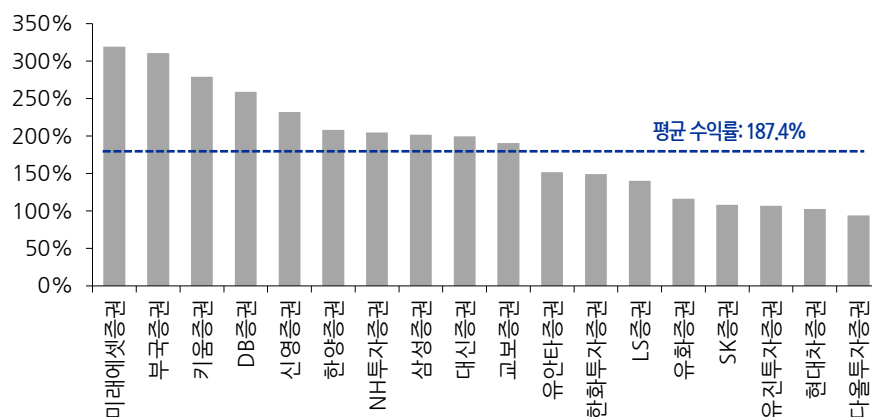
자료: 유진투자증권

도표 3. 시가총액 1,000 억원 이상 상장기업 중 자기주식 비중이 높은 기업들의 수익률과 자사주 비중

	시가총액 (십억원)	수정주가 (원, 25.07.07)	수정주가 (원, 25.10.22)	수익률 (%)	자기주식수 (주)	총 주식수 (주)	비중 (%)
인포바인	221.9	42,200	69,500	64.7	1,730,052	3,192,883	54.2
신영증권	2273.7	118,300	138,300	16.9	8,729,975	16,440,000	53.1
일성아이에스	316.5	24,350	23,800	(2.3)	6,484,327	13,300,000	48.8
조광피혁	405.6	61,800	61,000	(1.3)	3,096,215	6,649,138	46.6
텔코웨어	141.3	13,950	15,290	9.6	4,076,074	9,240,077	44.1
맥커스	379.6	15,000	26,800	78.7	5,472,904	14,163,092	38.6
미래에셋생명	1486.9	6,670	8,400	25.9	67,662,949	177,016,189	38.2
부국증권	698.9	41,000	67,400	64.4	4,467,104	13,369,886	33.4
대동전자	157.8	15,040	15,040	0.0	3,500,000	10,490,447	33.4
SNT 다이나믹스	2055.0	48,550	61,800	27.3	10,858,846	33,252,697	32.7
대한제강	354.0	16,310	15,120	(7.3)	7,230,999	23,414,397	30.9
샘표	146.1	45,600	50,800	11.4	860,332	2,875,800	29.9
대웅	1279.1	22,800	22,000	(3.5)	17,251,270	58,141,980	29.7
한샘	1033.1	44,500	43,900	(1.3)	6,933,606	23,533,928	29.5
네오위즈홀딩스	196.8	26,500	22,900	(13.6)	2,428,656	8,593,846	28.3
롯데지주	3016.1	28,000	28,750	2.7	28,937,804	105,714,840	27.4
셀바이오텍	113.4	13,100	12,060	(7.9)	2,556,100	9,400,000	27.2
한국경제 TV	116.1	5,580	5,160	(7.5)	6,096,984	22,500,000	27.1
신대양제지	458.2	13,060	11,370	(12.9)	10,748,432	40,297,820	26.7
INVENI	361.8	58,000	60,300	4.0	1,561,000	6,000,000	26.0
코텍	153.8	9,220	8,660	(6.1)	4,592,353	17,761,589	25.9
조선선재	130.8	99,700	104,000	4.3	319,911	1,257,651	25.4
빅슬론	112.6	6,050	5,850	(3.3)	4,853,855	19,238,905	25.2
SK	16385.6	194,700	226,000	16.1	17,982,485	73,068,838	24.6
디씨엠	135.0	13,790	11,840	(14.1)	2,792,816	11,400,000	24.5
태광산업	918.6	1,074,000	825,000	(23.2)	271,769	1,113,400	24.4
크레비스	142.2	13,810	12,770	(7.5)	2,702,573	11,138,180	24.3
대신증권	1421.7	24,550	28,000	14.1	20,113,911	86,773,400	23.2
에스텍	154.9	16,690	14,200	(14.9)	2,500,000	10,910,000	22.9
모토닉	295.7	10,250	10,540	2.8	6,422,376	28,050,000	22.9
신원	203.1	1,741	1,836	5.5	25,000,000	110,625,832	22.6
노루홀딩스	327.0	22,400	24,600	9.8	3,042,629	13,534,710	22.5
푸른저축은행	155.7	9,360	10,320	10.3	3,364,680	15,082,800	22.3
대교	173.2	2,390	2,045	(14.4)	23,215,906	104,129,840	22.3
퍼시스	543.4	45,100	47,250	4.8	2,551,048	11,500,000	22.2
덴타움	613.2	63,200	55,400	(12.3)	2,444,939	11,068,830	22.1
서울가스	316.5	59,500	63,300	6.4	1,067,208	5,000,000	21.3
에스에프에이	869.0	22,900	24,200	5.7	7,574,906	35,908,760	21.1
아세아	729.5	322,500	350,000	8.5	433,999	2,084,140	20.8
동양	233.0	653	976	49.5	49,051,981	239,610,363	20.5
한국화장품제조	239.3	53,800	52,800	(1.9)	906,993	4,532,000	20.0
방림	214.7	4,395	5,340	21.5	8,038,687	40,202,158	20.0

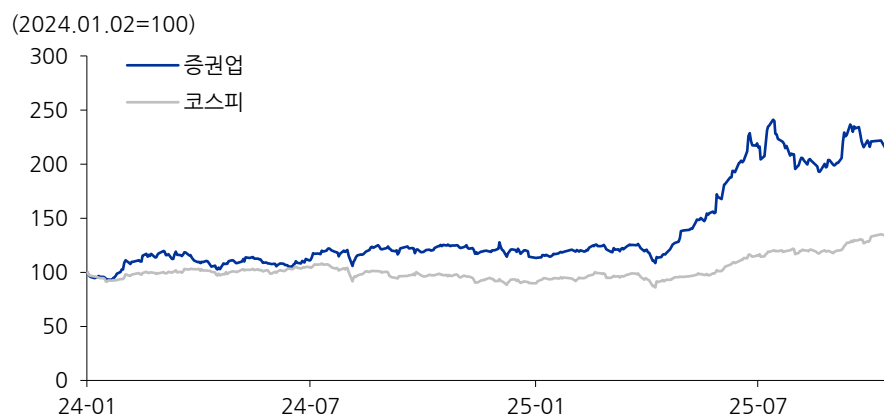
자료:

도표4. 증권업종의 2024년 연초 대비 수익률



자료: 유진투자증권

도표5. 증권업 지수, 코스피 지수 대비 아웃퍼폼

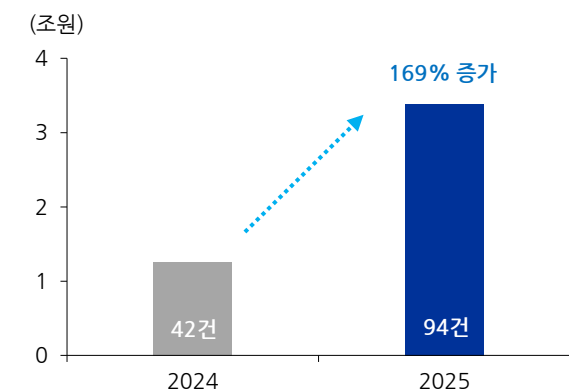


자료: 유진투자증권

자사주소각 의무화 법안이 발의된 이후 기업들의 EB 활용이 증가한점도 해당 정책 모멘텀의 지속가능성에 우려를 제기한다. 방식은 보유한 자기주식을 담보로 EB(교환사채)를 발행하는 경우가 대부분인데 기업은 즉각적으로 현금을 확보하고 행사권자는 향후 이자와 원금을 상환받거나 권리 행사를 통해 보통주로 교환이 가능하다. 행사권자의 권리행사 시 당연히 매입했던 자기주식이 보통주로 시장에 유통되니 주식수의 감소로 주당가격을 상승시킬 수 있는 모멘텀은 사라진다.

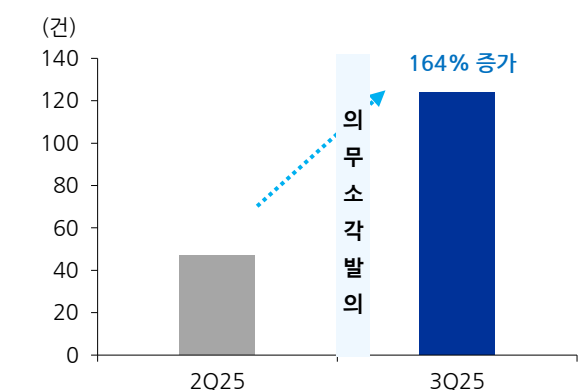
올해 1월부터 10월까지 발행된 EB의 규모는 총 3조 3,866억원, 발행건수는 94건인데 각각 지난해 동기간 대비 각각 169%, 123% 증가했다. 자사주 의무소각 법안이 발의 시점인 7월 8일을 전후로 2025년 2분기 EB 권리행사 건수는 47건이었는데 반해 다음 분기인 2025년 3분기는 124건으로 직전분기 대비 164% 증가했다. 행사금액도 3,690억원으로 동기간 16.9% 증가했는데 소각으로 이어져 주주가치를 증가시킬 수 있는 자본이 그만큼 사라진 것이다. 정책당국의 메시지가 EB 활용을 촉발시킨 셈이다. 시장 환경이 이렇다면 매입 자사주의 의무소각이 통과 및 공포된 후 기업들의 자발적인 자사주 매입은 줄어들고 분석하는 것이 합리적이다. 이런 상황에서 현재 자사주 의무소각 법안의 논의 방향이 기보유 자사주 전량을 의무소각 대상으로 하지 않고 자본금의 10%를 초과할 경우로 조정하는 등 해당 모멘텀은 손익비 관점에서 즉각적인 수익성으로 이어지지 않을 확률이 높다.

도표 6. EB 발행 증가(1월 - 10월)



자료: 한국예탁결제원, 유진투자증권

도표 7. EB 권리 행사 증가



자료: 한국예탁결제원, 유진투자증권

정책 방향의 불확실성과 예측가능성 높은 방향성의 기반영, 낮은 모멘텀 지속가능성을 고려했을 때 우리는 이미 확정된 정책의 파급효과에 주목해야한다. 1 차상법개정안과 2 차상법개정안은 주주행동이 더욱 활발하게 일어날 수 있는 환경을 보장해주는 법안들이고 이는 행동주의 펀드들을 중심으로 한 거버넌스 개선을 기대해볼 수 있게 하는 변화다.

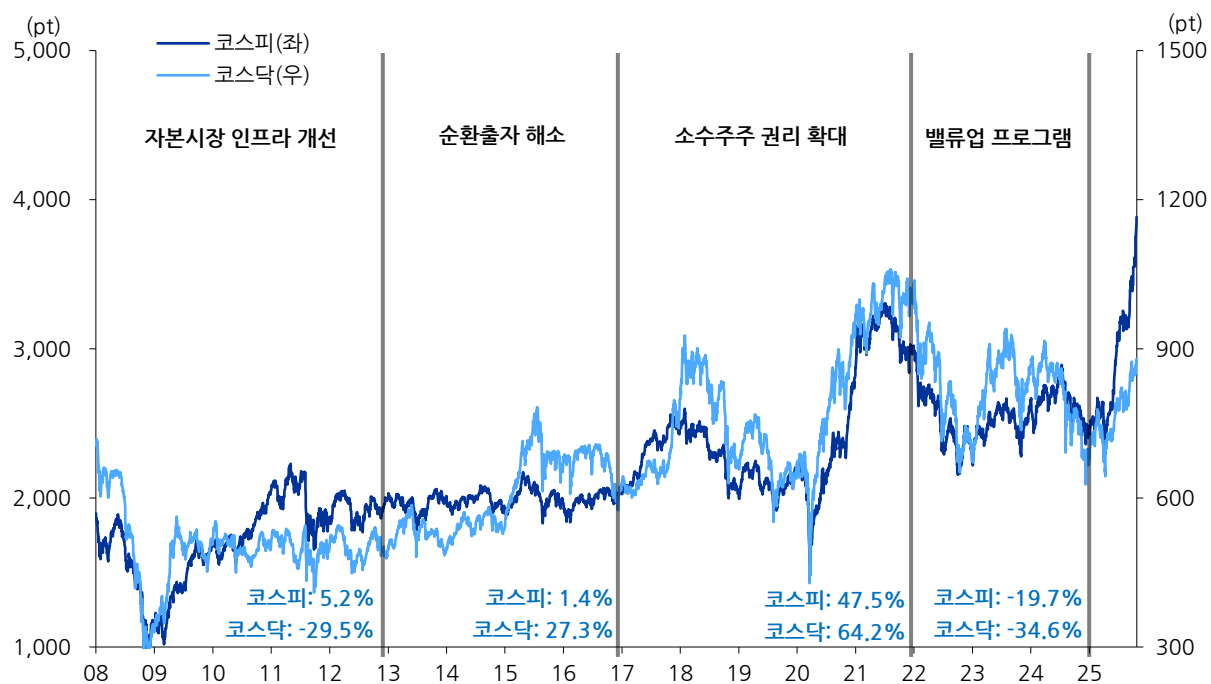
또한 지난 정부부터 지속된 지배구조 및 기업가치 상승에 대한 아젠다로 인해 투자자들의 기업가치 제고와 관련된 관심도가 어느때보다 높다. 금투세 도입 유예, 대주주 양도소득세 관련 노이즈 현행 유지로 확정, 개별기업의 무리한 EB 발행 철회, 인적분할 철회 등 주주의 이해관계를 침해하는 의사결정이 기업과 정부를 막론하고 점점 어려워지는 환경이다. 해당 흐름 속 **자발적으로 기업가치 개선을 위해 예측가능성 높은 IR 활동이나 주주환원 계획을 발표하는 기업들을** 주목해야한다고 판단한다. 이들은 의무소각 정책 등 강제성이 높아진 환경에서도 시장기대치 이상의 기업가치 제고를 자발적으로 지속할 가능성이 높기 때문이다.

II. 정책변화, 어디까지 왔고 어디까지 가야하나

정책은 큰 흐름에서 꾸준히 개선돼 왔다

현정부에서 진행중인 정책변화는 전혀 새로운 논의로 느껴질 정도로 그 강도가 높다. 하지만 시계열을 살펴보면 자본시장과 관련된 정책들은 역대 정부에서 꾸준히 개선돼 왔으며 주주권 행사를 위한 인프라 구축부터 지배구조 개혁, 소수 주주 권리 확보 등 다양한 영역에서 의미있는 변화가 일어났다. 역대 정부마다 명확한 방향성을 가지고 빌드업을 해온 것을 확인 할 수 있으며 즉각적인 지수의 상승을 이끌지는 못했지만 큰 흐름에서 한국 주식시장의 거버넌스가 개선되고 있다는 사실에 주목할 필요가 있다. 올해의 지수 상승엔 해당 정책변화들이 누적된 영향도 있다고 판단한다.

도표8. 역대 정부 재임기간 자본시장 관련 정책 키워드와 지수 변동성



자료: 언론종합, 유진투자증권

자본시장 '인프라' 현대화(이명박)

이명박 정부(2008 - 2013)의 정책변화는 '자본시장 인프라의 현대화'로 요약할 수 있다. 큰 틀에서 1) 회계 공시 기준의 국제화, 2) 자본시장 법체계의 통합, 3) 전자주주권 행사 인프라 구축으로 구분할 수 있다.

2011년부터 상장사의 K-IFRS 를 전면 의무화했다(2007년 확정). 이로 인해 회계제도의 국제적 투명성을 확보했고 상장사들의 재무상황을 글로벌 피어그룹과 비교할 수 있는 토대가 마련됐다. 해외자본과의 호환성을 확보할 수 있었다는 점에서 의의가 있다. 또한 기존에 각기 적용되던 증권/파생/투자/중개시장 관련 법규정을 일원화한 자본시장법이 시행됐으며 예탁결제원을 통한 전자투표 플랫폼을 구축했다. 인터넷으로 의결권 행사가 가능해졌고 후에 전자주총을 할 수 있는 토대를 마련했다는 점에 의의가 있다. 이는 2011년 상법 개정을 통해 이사회, 주주권 절차 현대화 등 회사법 패키지를 통해 반영됐다. 소수주주 입장에서는 주주권을 행사할 수 있는 진입장벽이 크게 낮아진 사건이었다.

도표9. 이명박 정부의 주주환원 관련 주요 정책

구분	시기	내용
이명박 (‘08~’13)	2009-01	■ 상법개정: 전자투표 근거조항 신설 - 이후 전자투표제도화의 근거조항이 됨
	2009-02	■ 자본시장과 금융투자업에 대한 법률 시행 - 증권/파생/투자중개 규율 통합, 자본시장법 체제로 전환
	2010-09	■ 한국 예탁결제원 전자투표 시스템 가동 시작
	2011-03	■ 상법개정안 국회 통과: IT 도입확대(전자방식 활용), 주주권 이사회 제도 현대화, 소수주주 보호 강화 등 ■ 시행은 1년뒤인 2012-04-15 부터
▶ 자본시장법 전면 시행으로 시장규율 통합 및 상법개정과 시행령 통한 전자투표등 주주권 행사 인프라와 지배구조 현대화		

자료: 유진투자증권

순환출자 정밀타격, 모범적인 지배구조란 이런 것이다(박근혜)

박근혜 정부(2013-2017)의 키워드는 순환출자 구조 타파다. 2014 년 공정거래법 개정으로 신규 순환출자 금지를 시행했다. 당시 순환출자는 가공 의결권 양산으로 재벌구조 하 오너일가들이 적은 지분으로 유의적인 지배력을 행사하는 문제를 가지고 있었다. SK - 소비린 사태 등의 교훈으로 대기업 집단도 순환출자 구조 해소에 대한 니즈가 있었던 것은 사실이나 당시 정부 정책방향은 스튜어드십 코드 도입, 지배구조보고서 공시제도 출발과 함께 이뤄지며 소수주주의 권리까지 보장할 수 있는 모범적 지배구조를 확립하는 토대를 마련했다고 보는 것이 타당하다.

도표 10. 박근혜 정부의 주주환원 관련 주요 정책

구분	시기	내용
박근혜 (‘13~’17)	2014-07-05	■ 공정거래법(MRFTA) 개정: 신규 순환출자 금지 ■ 대규모 기업집단의 신규 순환출자와 기존고리 강화 금지 규정 도입, 이후 기존고리 해소 의무화 법안 도입
	2014-11-10	■ 기업 지배구조 코드(안) 초안 공개, 정부와 유관기관 주도의 모범규준 성격의 코드안 마련, 지배구조 논의 본격화
	2015-07-06	■ 국회통과
	2015-07-31	■ 공포, 2016-08-01 시행: 금융회사의 지배구조에 관한 법률 제정 ■ 금융회사 이사회구성/내부통제기준/대주주 적격성 점검 등 법률 일원화
	2016-12-19	■ 한국형 스튜어드십 코드 발표
▶ 대규모 기업집단의 순환출자 정밀타격, 지배구조에 대한 모범규준 성격 안 마련		

자료: 유진투자증권

소수주주의 권리에 주목, 다중대표소송과 3%를 도입(문재인)

문재인 정부(2017-2022)의 정책방향 키워드는 소수주주의 권익 신장이다. 현재 이뤄지고 있는 상법 개정과 같이 상법 대 개정을 통해 다중대표소송과 감사위원 분리선출을 도입했으면 분리선출간 최대주주의 의결권을 3%로 제한하는 3%를 정비, 소수주주권행사 요건 완화 등을 포함했다. 다중대표 소송을 통해 모회사 주주가 자회사 이사 상대로 소를 제기할 수 있게 됐으며 감사위원 분리선출과 선출간 최대주주 및 특수관계자 의결권 3% 제한은 향후 한국형 행동주의의 모범 사례인 얼라인 - SM 엔터테인먼트 사례를 만든 결정적인 요인이 됐다.

도표 11. 문재인 정부의 주주환원 관련 주요 정책

구분	시기	내용
문재인 (‘17~’22)	2018-07-30	■ 국민연금, 스튜어드십 코드 채택
	2020-06-11	■ 법무부, 상법개정안 발표(정부안), 다중대표소송, 감사위원분리선출 및 3% 를 적용
	2020-12-09	■ 국회통과, 2020-12-29 공포, 시행은 1년뒤 부터 ■ 다중대표소송 신설: 모회사 주주가 자회사 이사 상대로 소 제기 가능 ■ 감사위원 분리선출 및 3% 를 적용: 감사위원이 2인 이상일 경우 1인은 반드시 분리선출 해야 하며 분리선출간 최대주주 및 특관계자의 의결권은 3% 로 제한 ■ 소수주주요건 일부 완화: 주주제안권의 행사조건을 지분 3%에서 1%보유(자본금 1천억원 이상의 경우 0.5%)로 추가 신설
▶ 다중대표소송, 감사위원분리선출간 3%의결권 제한, 소수주주권 요건 강화 등 최대주주(오너일가) 견제와 소수주주권 강화		

자료: 유진투자증권

자발적 기업가치 제고계획과 모니터링으로 예측가능성 확보(윤석열)

윤석열 정부의 핵심 키워드는 지난해 가장 뜨거웠던 '밸류업'이다. 다소 추상적이긴 하지만 기업가치 제고계획 공시 가이드라인 발표와 밸류업 지수 발표, 인센티브 도입 등으로 자발적 참여를 독려했다. 2025년 10월 현재 총 166개의(코스피 128개사, 코스닥 38개사) 기업이 기업가치 제고계획을 공시했으며 거래소 주관으로 월간 기업가치 제고 현황을 발간하여 모니터링 중이다. 다수 대기업 참여로 시장 체질개선의 신호탄이 된 것에 의의가 있으며 투자자 입장에서는 개별 기업의 경영 및 성장에 대한 예측가능성이 높아졌다는 점에 의의가 있다. 특히 유사한 제도를 직전에 시행하고 증시가 상승했던 일본의 사례와 함께 주목받으며 한국 시장에 대한 관심도를 높혔다는 점도 유의미하다.

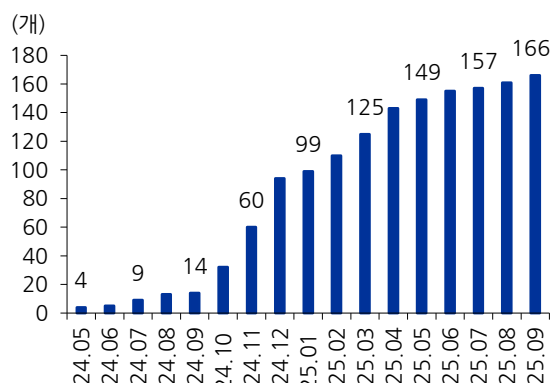
도표 12. 윤석열 정부의 주주환원 관련 주요 정책

구분	시기	내용
윤석열 (‘22~’25)	2024-01-09	■ 금융위 업무계획에 기업 밸류업 프로그램 운영 명시
	2024-05-22	■ 밸류업 계획 수립, 공시 가이드라인(안) 공개 ■ 자율공시 권고, 장기목표, 투자, 주주환원, 사업재편 계획 제시 등
	2025-02-12	■ 밸류업 우수 기업 선정 기준(안), 우수기업 인센티브제도 설계 전단계로 해석
	2025-05-27	■ 밸류업 프로그램 시행 1주년 백서 발간, 모니터링과 트레이킹
	2025-08-55	■ 월간 기업가치제고 현황 정례 공개

▶ 기업의 중장기적 성장/경영 계획 발표 독려 및 시장 모니터링 통해 투자자의 예측가능성 제고

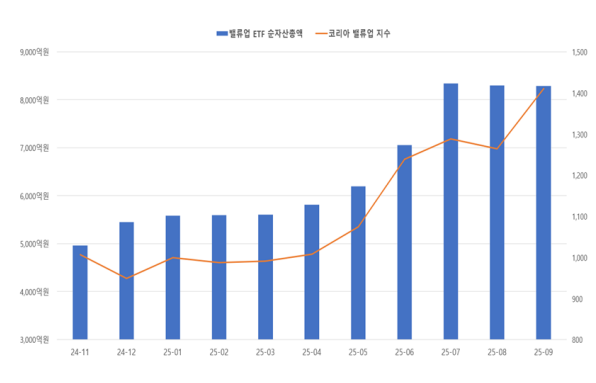
자료: 유진투자증권

도표 13. 기업가치 제고계획 공시 기업 수(누적)



자료: KRX, 유진투자증권

도표 14. 밸류업 지수 및 밸류업 ETF 순자산 총액



자료: KRX, 유진투자증권

강도는 가장 높지만..

코스피 5 천시대를 위한 Step by Step(이재명)

현재까지 확정된 정책은 1 차 상법 개정안과 2 차상법 개정안(공포 이전)이다. 각각에 포함된 내용은 이사의 '전체 주주'에 대한 충실의무 명시, 3%를 확대 적용과 전자주총의 단계적 의무화(1 차상법개정안), 자산2조원 이상 상장사의 집중투표제 의무화, 감사위원 분리선출 확대(2 차상법 개정안)가 있다. 모두 주주행동주의를 강화할 수 있는 수단들이다.

도표 15. 이재명 정부의 주주환원 관련 주요 정책

구분	시기	내용
이재명 (25~)	2025-07-03	- 제1차 상법 일부 개정안 국회 통과 - 이사의 주주 전체에 대한 충실 보호의무 명문화 - 사외이사의 명칭을 독립이사로 변경, 역할 강화 - 감사위원 선임시 최대주주 의결권 3% 제한 실질화 - 전자주총의 단계적 의무화
	2025-07-22	- 제1차 개정법률 공포 - 공포 후 1년뒤 시행 예정
	2025-08-25	- 제2차 상법 일부 개정안 국회 통과 - 대규모 상장회사(자산 2조원 이상) 집중투표제 도입 의무화 - 감사위원 분리선출 대상 확대(1인 -> 2인) - 공포 후 1년 뒤 시행 예정

자료: 유진투자증권

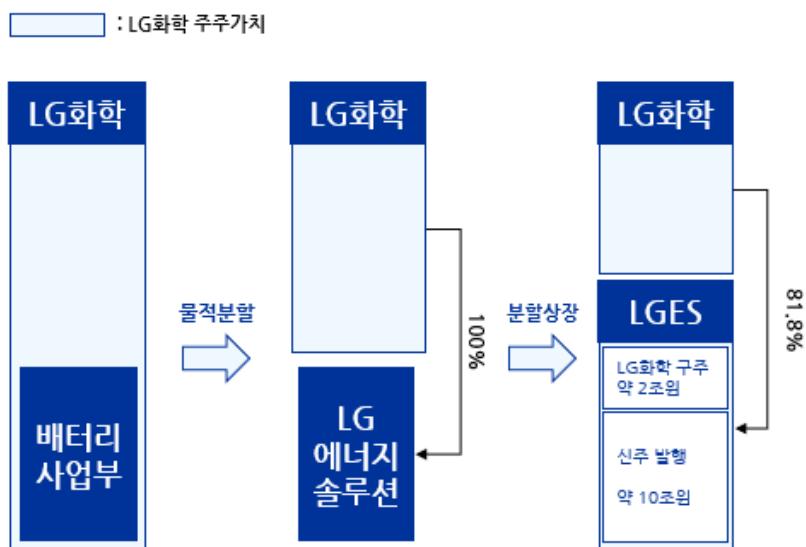
논의 중에 있는 사안은 배당소득 분리과세와 자사주 의무소각, 의무공개매수제, 합병 분할절차 감사인제도 정비 등이 있다. 의무공개매수제와 합병 분할절차 감사인 제도 정비의 경우 M&A 과정에서 지배주주 지분이 받는 경영권 프리미엄과 소액주주의 가격 차이 해소에 도움이 될 수 있고 합병 분할절차 감사인 제도 정비의 경우 합병/분할 과정에서 소액주주의 주권이 침해되는 경우를 완화시킬 수 있을 것으로 전망한다. 특히 분할의 경우 물적분할과 인적분할의 종류를 불문하고 물적분할 후 재상장 과정에서 분할 전 회사 주주의 가치가 하락하는 상황이 발생했고(LG 화학 - LG 에너지솔루션) 인적분할의 경우 실질적 사업회사와 지주 회사간의 합병비율 조정으로 기존주주의 이해관계에 영향을 미치는 경우(파마리서치)가 있었기에 향후 해당 사례들을 줄일 수 있다는 점에서 긍정적이다.

도표 16. LG 에너지솔루션 시가총액 추이와 물적분할 및 상장 이벤트 타임라인



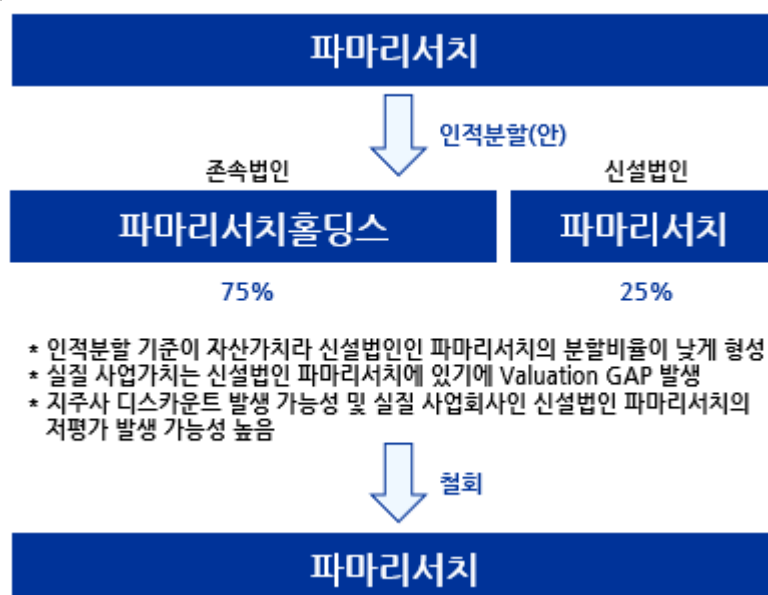
자료: 유진투자증권

도표 17. LG 에너지솔루션 물적분할 후 상장 과정에서 줄어든 LG 화학 주주가치



자료: 유진투자증권

도표 18. 파마리서치 인적분할(안)



자료: 유진투자증권

배당소득 분리과세는 현재 정부안이 분리과세 대상 기업과 분리과세 세율 등을 조율하고 있다. 비교할 수 있는 파라미터로 더불어민주당 이소영의원이 2025 년 4 월 발의한 법안이 있어 해당 안을 기준으로 투자자들의 여론이 조성중인 상태 다. 현행 배당소득 분리과세는 이자소득과 합쳐 2 천만원 이하일 경우 15.4%의 분리과세율을 적용하고 있지만 2 천만원을 초과할 시 종합소득과 합산해 누진세 율이 적용된다(최대 49.5%). 대주주 입장에서는 2 천만원을 초과하는 배당을 할 경우 배당액의 절반을 세금으로 부담해야 하는데 이 분리과세율의 상한을 35% 로 줄여 배당의사결정권자인 최대주주의 배당을 유도하는 방식이다.

도표 19. 배당소득 분리과세 관련 정부안 vs 이소영 의원안

구분	정부안 (2025 년 세법 개정안)	이소영 의원안 (더불어민주당, 2025 년 4 월 발의)
적용 대상 기업 요건	① 전년 대비 현금배당액이 감소하지 않을 것 & ② A 또는 B 중 하나 A. 배당성향 40% 이상(우수상) B. 배당성향 25% 이상 및 직전 3 년 평균 대비 5% 이상 배당 증가 상장법인(노력상)	배당성향 35% 이상인 상장법인
분리과세 세율	(2 천만원 이하) 14%, (3 억원 이하) 20%	
	(3 억원 초과) 35%	(3 억원 초과) 25%
적용시기	2026 년 사업연도에 귀속되는 배당금부터 적용 (즉, 2027 년 결산배당부터 적용)	2026 년부터 지급되는 모든 배당금에 적용
법률	조세특례법(3 년 한시법)	소득세법(한시법 X)

자료: 유진투자증권

하나의 철학으로 이뤄지고 있는 것은 아닌 듯하다

강제성이 높은 정책들로 인해 역대 정부 중 가장 강도높은 정책변화가 이뤄지고 있다. 하지만 하나의 철학으로 이뤄지고 있는 것은 아니라고 판단한다. 노이즈가 발생하고 있기 때문이다. 주주가치를 올릴 수 있는 방향의 대책점에 있는 정책들도 동시에 진행중이다. 대주주 양도소득세 부과 조건 하향과 법인세 상향조정, 증권거래세 인상 등은 자본시장에 긍정적인 정책은 아니다. 대주주 양도소득세 기준을 낮추는 것은 투자자들의 조세 회피 의사결정(연말 매도)을 야기시켜 주주 명부가 확정되는 연말 기준 최대주주의 지배력을 더욱 공고히 만드는 요소다. 전체주주의 이익을 동일하게 여기며 이사에 대한 주주총실의무를 명시하고 집중투표제 도입 등으로 소수주주의 행사권을 강화시키는 내용과 대책된다. 주주권을 행사할 소액주주의 규모를 줄이는 효과가 있기 때문이다. 대주주 양도소득세 부과 조건 하향은 수급 측면에서 비정상적 매도세를 불러일으키는 것은 물론 개별 주주의 지분율을 제한하는 요소가 있어 다양한 주주의 의견을 수용하기 어려운 환경을 야기한다.

또한 법인세 인상은 개별 기업의 세부담을 가중시켜 주주의 몫인 당기순이익의 파이를 줄이는 효과가 있다. 배임죄 폐지는 대리인 문제가 필수적으로 발생하는 주식회사체제 하에서 경영진의 도덕적 해이를 강화한다. 뿐만 아니라 소수주주들이 이사를 대상으로 주주권을 행사하는 과정에서 주주총실의무를 다하지 않은 상황은 '확보할 수 있는 이익을 확보하지 않은' 케이스로 배임죄 소송이 가능하다. 배임죄가 폐지될 경우 주주들 입장에서 자신들의 피해를 적극적으로 물을 수 있는 수단이 사라진다.

왕도는 정해져 있다, 돌아갈 필요 있을까?

왕도는 사실 정해져 있다. 지난번 자료를 통해 성공적으로 리레이팅 받은 일본이 시행한 정책들과 우리나라의 정책을 비교했었다. 결론은 우리나라는 일본이 시행한 정책을 이미 시행했거나 더 우월한 환경에 있다는 것. 그럼에도 디스카운트 받는 가장 큰 이유는 재벌 구조라는 특수성 하에서 소액주주와 대주주의 이해관계가 일치하지 않기 때문이다. 일본의 경우 세계대전 이후 미군정에 의한 재벌해체가 있었기에 제도적 뒷받침이 지수의 리레이팅을 이끈 반면, 국내의 경우 제도적 개선에도 재벌과 소액주주의 이해관계가 여전히 일치하지 않는 문제가 남아 있다. 일본처럼 재벌을 해체시키는 것이 불가능하다면 재벌 입장에서 레버리지 수단을 활용해 대주주와 소액주주의 이해관계를 일치시키는 것이 필요하다.

도표 20. 한일간의 기업가치 제고 관련 정책/제도 비교

구분	일본	한국
기관투자자 역할 강화	• 스튜어드십 코드 (2014, 2017 1 차 개정, 2020 2 차 개정) -7 대원칙 발표('14), 의결권 행사결과 공시 의무화('17) -대리투표 자문회사 활용 가이드라인 추가('20)	• 스튜어드십 코드 (2016) -7 대원칙 발표, 의결권 행사 지침 권고, 활동 보고 자율 공시
법적 개선	• 회사법 개정 (2014, 2019 개정) -사외이사 1 명 이상 의무화(대기업 대상,'14) -사외이사 미선임시 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 2 조원 이상 기업) -사외이사 선임 시 주주 권리 강화(3% 의결권 제한 폐지)
지배구조 가이드라인	• 기업지배구조 코드 (2015, 2018 1 차 개정, 2021 2 차 개정) -사외이사 1/3 이상 권고, ESG 공시 강조('18), 영문 공시 의무화('21)	• 기업지배구조 모범규준 개정 (2016) -사외이사 비율 권고(상장사 1 명 이상), ESG 는 선택적 권고(개정 계획)
개인 투자 활성화	• 신 NISA (2024) -투자 수익 전액 비과세 (1,800 만엔 한도 내)	• ISA (2016) -연간 납입 한도 현재 2 천만원(서민형 4 천만원), 추진 개정안 4 천만원(서민형 5 천만원) -비과세 순이익 200 만 원(서민형 400 만원), 추진 개정안(500 만원)
자본효율성 제고	• 자본비용 및 주가 의식 경영 (2023) -자본효율성(ROE, ROIC) 제고 전략 설명 -PBR 1 배 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 150 개 기업 지수	• KRX 밸류업 지수 (2024) -저 PBR 개선 기업 지수화

자료: 유진투자증권

재벌집단의 레버리지 수단은 명확하다. 상속 및 증여 과정에서의 높은 세부담, 배당을 유보하는 것이 더 이득인 환경 등이다. 이를 활용해야 한다. 이사의 주주 충실의무, 배당소득분리과세, 자사주의무소각 등 강도높은 정책개선이 이어지고 있지만 코리안 디스카운트를 해소할 수 있는 핵심 키워드 중 하나인 상속세 완화는 논의의 강도가 상대적으로 약하다. 현재 발의된 상속세완화와 관련된 법률은 배우자 공제 관련이 대부분이며 자본시장과 관련한 법안은 더불어민주당 이소영 의원의 상속세 및 증여세 법 일부 개정법률안(25.05.09)와 국민의힘 유상범 의원의 상속세 및 증여세 법 일부 개정법률안(25.07.22)이 있다.

도표 21. 현행 상속세 및 증여세법과 발의된 개정 법률안

상속세

피상속인이 상속받은 자산에 부과되는 세금
(상속인의 사망이 전제)

세율

- 1억원 이하: 10%
- 1억원 초과 5억원 이하: 20%
- 5억원 초과 10억원 이하: 30%
- 10억원 초과 30억원 이하: 40%
- 30억원 초과: 50%
- 최대주주 및 특관자 지분 상속시: 20% 가산세율 적용

공제

- 기본공제: 상속인마다 5천만원 공제
- 배우자공제: 배우자는 10억원까지 공제
- 가업상속공제: 중소기업 가업승계목적 상속 시 최대 500억원 까지 공제
- 기타 공제: 청년상속인 공제, 부채 공제 등

증여세

자산을 무상으로 타인에게 증여한 경우
증여자자산에 부과되는 세금

세율

- 1억원 이하: 10%
- 1억원 초과 5억원 이하: 20%
- 5억원 초과 10억원 이하: 30%
- 10억원 초과 30억원 이하: 40%
- 30억원 초과: 50%
- 최대주주 및 특관자 지분 증여시: 20% 가산세율 적용

공제

- 기본공제: 증여자마다 1억원 공제
- 배우자공제: 배우자는 5억원까지 공제
- 직계존속 공제: 자녀 -> 부모 증여시 10억원까지 공제
- 증여세 면세 한도: 1억원 이하 증여 공제 후 세금 부과

개정(안)

이소영(더불어민주당)

- 최대주주 가산세율 폐지
- 상장주식 가액 순자산가치 80% 미만일 경우 자산가치 + 수익가치 합산 방식으로 평가

유상범(국민의힘)

- 최고세율 30%로 인하
1억원 초과 5억원 이하: 15%
5억원 초과 10억원 이하: 20%
10억원 초과: 30%
- 최대주주 주식 할증평가제도 삭제
- 상장주식 평가 기준 자산가치 + 수익기준 도입

자료: 유진투자증권

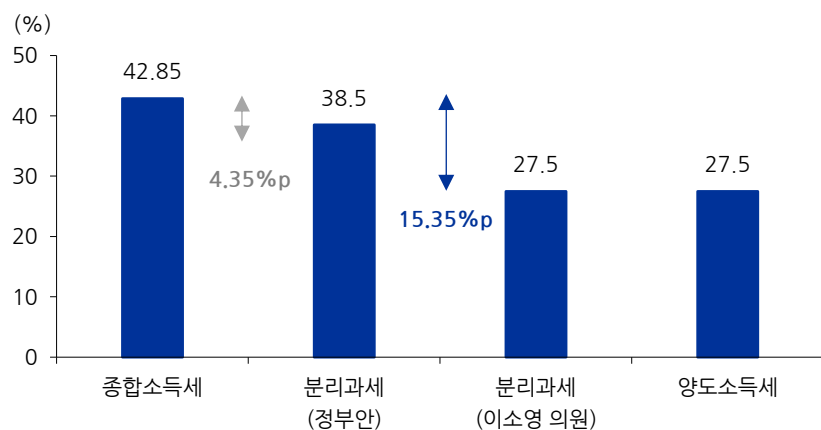
지분을 상속하고 증여하는 것은 개인의 일생에 한번 일어나는 이벤트다. 이것으로 세수를 확보하기 위해 책정된 비합리적으로 높은 세율이 어떤 기회비용을 부담하고 있는지에 대한 분석이 필요하다. 기업의 연속 경영 차원에서도 상속세를 조정하는 것은 필수적이다. 상속/증여 재산의 절반을 세금으로 납부해야 하는 환경은 두번의 승계과정에서 산술적인 기업의 외형을 75% 감소시킨다. 창업주 및 지배주주 입장에서는 지속가능한 경영을 생각하기 어려운 환경이다. 현재 대기업집단들은 3 세에서 4 세 경영까지 상속이 이뤄진 상태다. 그 과정에서 높은 세율을 회피하는 동안 국내 자본시장은 순환출자와 인적분할, 터널링 이슈 등을 발생시켰다.

지정학적 이슈로 인해 모든 산업의 핵심경쟁력이 대두되고 있고 그간 한국 기업들의 장점이었던 공정수행능력 뿐 아니라 제조업에서도 대체불가능한 소재 개발 등 스페셜티의 중요성이 대두되고 있는 상황이다. 지속가능한 경영환경을 보장 받는 것이 어느때보다 중요한 상황이고 100 년기업, 200 년기업이 탄생할 수 있도록 경영자들에게 비전과 꿈을 가질 수 있는 환경을 만들어줄 필요가 있다.

실효성이 있는 방식의 배당소득과 분리과세도 필수적이다. 한국시장의 배당성향은(31.4%) 글로벌 평균(50.4%) 대비 현저히 낮은데 배당관련 의사결정을 하는 지배주주 입장에서 배당을 하지 않는 환경이 더 유리하기 때문이다. 이들 입장에서는 높은 급여나 내부거래 등 기업 내부의 현금을 전체 주주와 나누지 않으면서 유출할 수 있는 방법이 있다. 다만 터널링과 관련된 규제가 점점 높아지고 있고 행동주의 펀드를 필두로 한 주주들의 관심도도 높아지고 있는 환경이라 유의미한 수준의 세율 감소는 지배주주의 배당 의사결정을 높인다고 보는 것이 합리적이다. 지배주주 입장에서 배당을 하는 것이 더 유리한 환경을 조성하는 것이 중요하며 결국 배당은 지배주주가 소액주주와 이익을 함께 나누는 방식이기 때문에 전체시장의 환원성격을 개선하는데 그 효과가 더 클 것으로 전망한다.

국내 행동주의 펀드인 얼라인파트너스는 현재 논의중인 배당소득 분리과세 정부안은 효과가 미미할 것으로 분석했다. 실효세율에서 종합소득세와 큰 차이가 없어 세수확보와 배당확대 측면에서 모두 효과가 떨어지기 때문이다. 정부안은 3억원 초과 배당액에 대해서 38.5%의 실효세율을 적용하는데 현행 대주주 양도소득세율인 27.5%보다 종합과세 실효세율인 42.85%에 가깝기 때문이다. 반면 이소영 의원안의 경우 분리과세 최고세율이 27.5%로 양도소득세와 같은 세율이기 때문에 종합과세 대비 15.35%의 유의미한 절세 인센티브를 부여한다. 지난해 증가했던 감액배당으로 우리는 절세 인센티브가 기업들의 배당을 촉진시키는 것을 경험했다. 이 경우 기업들이 배당성향을 높일 수 있는 환경이 조성되며 시뮬레이션 결과 줄어든 세율에도 불구하고 늘어난 배당액으로 증가할 세수는 0.15 조원이다(배당성향 0.6%p 증가 가정, 개인 대주주 징수 하락분 0.14 조원 만회). 세율의 하락에도 과세대상 소득의 증가로 실질 세수는 증가한다. 실제로 높은 배당소득세를 적용 받는 납세자가 지배주주 및 재벌에만 해당 하지도 않는다. 금융소득종합과세 기준이 2천만원으로 고정된 것이 2013년인데 12년간 정책이 유지되는 동안 금융소득 종합과세 대상 투자자는 13만 7,558명에서 33만 6,246 명으로 2.4 배 증가했다.

도표 22. 배당소득 관련 정책들의 최고세율(실효세율 적용) 비교



자료: 얼라인파트너스 인용, 유진투자증권

이외에도 현재 논의중인 배당소득 분리과세안은 과세 기준이 세금을 부담하는 사람의 소득을 기준으로 정해지는 것이 아니라 개별 기업의 배당성향 및 현금배당증가율 등을 중심으로 논의되고 있어 실효성에는 의문이 있다. 해당기준은 과거 박근혜 정부 시절 한시적으로 실행했다 실패했던 배당소득 분리과세의 분류 기준을 답습하고 있다는 점에서 효과가 떨어질 것으로 보인다. 세제혜택을 레버리지 수단으로 배당확대를 유도하기 위해서, 보다 간소화된 기준이 필요하다. 과거 미국에서는 2003년 5월 배당소득세의 최고세율을 35%에서 15%로 인하했는데 주요 상장사의 배당액이 전년 비 20% 늘었던 사례가 있다. 국내의 경우도 지난해 늘어났던 감액배당이 좋은 근거다. 감액배당은 자본잉여금의 이익잉여금 전입 후 하는 배당에 대해서 과세하지 않는 제도다. 지난해 감액배당을 실시한 상장사는 71 곳으로 2023년 36곳 2022년 26곳 대비 최고수준을 기록했다. 이는 배당 의사결정권자인 지배주주가 배당에 인색한 이유가 높은 세율이라는 것을 반증한다.

도표 23. 박근혜 정부 당시 한시적 배당소득 분리과세 정책

시기	2015년 7월 - 2017년 12월
요건	1) 전년비 현금배당액이 감소하지 않고, 2) 배당성향이 40%이상이거나 3) 직전 3년 평균 대비 배당액이 5%이상 증가하는 상장법인 주식 대상
세율	2천만원 이하 - 14% 분리과세 2천만원 이상 - 25% 분리과세
결과	실패, 상장사 배당 유의미하게 증가하지 않았으며 한시적 시행기간 이후 폐지
원인	- 분리과세 대상이 되는 기업의 요건이 복잡해 시장 전체로 배당 확대 분위기가 확산되지 못함 - 배당의 가장 큰 특성은 하방 경직성, 한번 확대한 배당은 주주들의 요구로 다시 줄이기 어려움, 지속가능한 정책이 아닌 한시적 시행이었기에 기업들 입장에서 참여 유인 크지 않음

자료: 유진투자증권

Ⅲ. 그래서 우리는 어떻게 투자해야 하나

이미 바뀐 것과 알아서 바뀔 것에 주목해보자

행동주의 영향력 강화될 것으로 전망

행동주의 펀드들의 영향력이 이전보다 더 강화될 것으로 전망한다. 이미 통과 및 공포로 확정된 정책들은 주주권을 행사하기 편리한 환경을 조성하고 있기 때문이다. 시장은 이미 2020년 통과된 상법개정안(3%를, 다중대표소송, 소수주주요건 완화)이 2년의 시간을 지나 SM 엔터테인먼트 대상 행동주의를 성공시키는 것을 학습했다. 통과 후 시행이 확정된 집중투표제와 이사의 주주충실의무 명시도 향후 행동주의 펀드들의 활동에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대한다. 해외 자본 행동주의 펀드들의 활동도 활발해질 것으로 전망한다. 다만 과거 IMF 이후 2000년대까지 이어졌던 먹튀식 행동주의를 답습하지는 않을 것으로 판단한다. 이미 시장이 경험한 부분이고 무엇보다 한국형 행동주의 펀드들의 모범사례까지 체감한 상황에서 단순 외국계 헤지펀드들의 매수 소식만으로 주가가 오르면 과거 사례가 반복될 것이라 보는 것은 기우에 가깝다.

도표 24. 과거 외국계 행동주의 펀드의 먹튀식 행동주의 사례

시기	행동주의펀드	대상기업	당시 시가총액(십억원)	성공여부	상세	진행기간
1999	타이거펀드	SKT	6,652.00	○	타이거펀드 시세차익 6,300 억원	약 1 년
2003	소버린	SK 그룹	1,179.40	○	소버린 시세차익 7,558 억원(600% 이상 수익)	약 2 년
2006	칼아이건	KT&G	8,544.00	○	칼아이건 시세차익 1,500 억원(44% 이상 수익)	약 1 년
2015	엘리엇 매니지먼트	삼성물산	8,100.00	△	엘리엇, <u>합병과정에서 별도 보상금 수령</u> 에도 현재까지 법정 소송 진행중	진행중
2018		현대차	35,244.20	X	엘리엇 지분매각 후 철수	약 1 년 반

자료: 유진투자증권

도표 25. 2021 년 이후 국내 행동주의 펀드들의 사례

시기	행동주의 펀드	대상기업	당시 시가총액 (십억원)	내용
21.08	VIP 자산운용	아세아	278.3	주주환원을 40% 이상 상향, 중장기 주주정책 공시, 기취득 자사주 소각
21.12	트러스트자산운용	BYC	268.0	이사회투명성 확대, 배당확대, 액면분할, 무상증자
22.02	안다자산운용	SK 케미칼	2,264.3	SK 바이오사이언스 지분 매각
22.02	얼라인파트너스	SM 엔터테인먼트	1,556.5	라이크기획 계약종료, 사외이사 확대
22.10	FCP	KT&G	11,958.2	배당확대, 인삼공사 분리상장, 비핵심사업정리 사외이사 선임
22.11	안다자산운용		12,960.4	배당확대, 인삼공사 분할, 사외이사선임
22.12	트러스트자산운용	태광산업	813.9	홍국생명 유상증자 참여 반대
23.01	얼라인파트너스	JB 금융지주	1,768.9	배당확대, 사외이사 선임 등
		KB 금융지주	23,634.3	
		하나금융지주	14,617.6	
		신한금융지주	20,809.3	
		우리금융지주	9,246.4	
		DGB 금융지주	1,248.3	
		BNK 금융지주	2,242.4	
23.01	KCGI	오스템임플란트	2,782.0	이사회 독립성 강화, 내부통제 강화, 주주환원 강화
23.02	차파트너스	남양유업	381.6	감사선임, 현금배당, 액면분할

자료: 유진투자증권

이미 1 차 상법개정안의 이사의 주주충실의무를 명문화한 주주서한이 발송되는 등 행동주의 펀드들은 개정된 정책을 활용할 준비를 하고 있다. 최근 롯데렌탈 대상 VIP 자산운용의 주주서한이 그 첫번째 예시다. 유상증자 과정에서 소수주주의 권리가 침해되는 사례가 발생했고, 해당 의사결정이 어떤 식으로 기존 주주의 이해관계를 침해했는지를 밝히는 주주서한에서 이사에 대한 주주충실의무를 명시하는 내용이 포함됐다. 해당 법안은 공포 1 년후 시행이기 때문에 직접적으로 적용이 되지는 않겠지만 법의 개정이 펀드들의 활동반경을 더 넓힐 수 있다는 점을 시사한다.

도표 26. 개정상법 내 이사의 주주충실의무를 명시한 주주서한 발송(VIP 자산운용)

소액주주 보호를 위해 사외이사의 결단과 행동이 필요할 때

백복인 전 KT&G 대표이사, 박수경 듀오정보 대표이사, 유승원 고려대학교 교수, 최정욱 전 인천지방국세청장 등 롯데렌탈 사외이사들이 각자의 분야에서 전문성과 독립성을 인정받아온 인사들인 만큼, 이번 유상증자가 전체 주주에게 미칠 중대한 영향을 누구보다 깊이 이해하고 있을 것이라고 생각합니다.

저희는 그간 사외이사들과의 직접적인 논의를 통해 합리적인 해법을 모색하고자 했지만, 회사 측은 사외이사와의 면담 요청조차 받아들이지 않았습니다. 어제 상법개정안이 국무회의에서 의결되었습니다. 지금이 바로 각 이사가 자신에게 부여된 충실의무를 자각하고, 그 책임을 행동으로 증명해야 할 시점입니다.

이번 유상증자가 그대로 강행된다면, 이사 개개인 역시 법적 책임에서 자유로울 수 없으며, 주주와 시장의 비판을 피하기 어려울 것입니다. 사외이사의 존재 이유는 바로 이러한 위기 상황에서 회사의 독립성과 전체 주주의 권리를 지켜내는 데 있습니다.

저희는 이번 사안이 단순히 롯데렌탈만의 문제가 아니라 상법 개정의 실효성을 가능하게 하는 첫 시험대라고 생각합니다. 어제 국무회의에서 의결된 개정 상법은 그간 반복돼 온 대주주 중심의 의사결정과 소액주주의 권리 침해 관행에 제동을 걸겠다는 입법 취지를 담고 있습니다. 그러나 법이 바뀌어도, 기업이 여전히 대주주의 이익을 앞세워 소액주주의 이익을 일방적으로 훼손하는 결정을 밀어붙인다면 '결국 법을 개정해도 현실은 달라지지 않는다'는 냉소적인 회의론이 시장 전반에 퍼질 수 밖에 없습니다.

태광산업 자사주 교환사채 발행을 중단시킨 김우진 사외이사처럼 롯데렌탈 사외이사들이 주주가치를 지키는 용기있는 선택을 보여줄 것을 간곡히 부탁드립니다.

감사합니다.

VIP자산운용 대표 김민국 드림

자료: VIP 자산운용 유진투자증권

도표 27. 롯데렌탈의 유상증자 사례



상법 제 382조의 3

1. 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사 및 주주를 위하여 그 직무를 충실하게 수행해야 한다.
2. 이사는 그 직무를 수행함에 있어 총 주주의 이익을 보호해야 하고, 전체 주주의 이익을 공정하게 대우해야 한다.

자료: 유진투자증권

탐라인의 견조한 성장세와 현금 창출 능력이 높으면서 집중투표제 의무도입의 영향을 받을 코웨이와 최근 얼라인파트너스의 지분 취득으로 기존주주인 VIP 자산운용을 포함해 최대주주 수준의 기관투자자 지분율을 기록한 솔루엠, 환원여력이 충분히 쌓이고 있는 휴메딕스를 주목해보자.

각 기업의 자발적 기업가치 제고계획을 주목

자발적인 노력으로 주주환원 DNA가 높은 기업들도 주목해야한다. 현재 시장 전반 거버넌스 개선에 대한 시장의 관심도가 어느때보다 뜨겁기 때문이다. 대주주 양도소득세 기준 원상복귀, 주주권익을 침해하는 인적분할이나 자사주 담보 EB 발행이 철회되는 등의 사례는 주주들의 높은 관심을 보여준다. 태광산업의 자금 활용목적이 없는 EB 발행 철회, KCC의 EB 발행 철회, 파마리서치의 인적분할 철회 등 사례가 이를 뒷받침한다. 광동제약의 EB 발행 철회 등 금융당국이 직접 정명령을 내린 케이스도 있으나 앞선 3개의 사례는 투자자들의 여론을 의식해 자발적으로 철회된 것에 의의가 있다.

기존 주주의 이해관계에 정면으로 반하는 정책과 의사결정들이 과거보다 빠르게 이슈화되고 투자자들의 여론에 부딪혀 철회되는 흐름은 시장을 대하는 주주들의 수준도 성장했다는 것을 의미한다. 논의의 연장선상에서 투자자들이 알아서 잘 하는 기업에 멀티플 프리미엄을 부여할 것이라고 전망한다. 이미 해당분야의 아웃라이어인 메리츠금융지주의 주가 상승이 모범적인 사례다

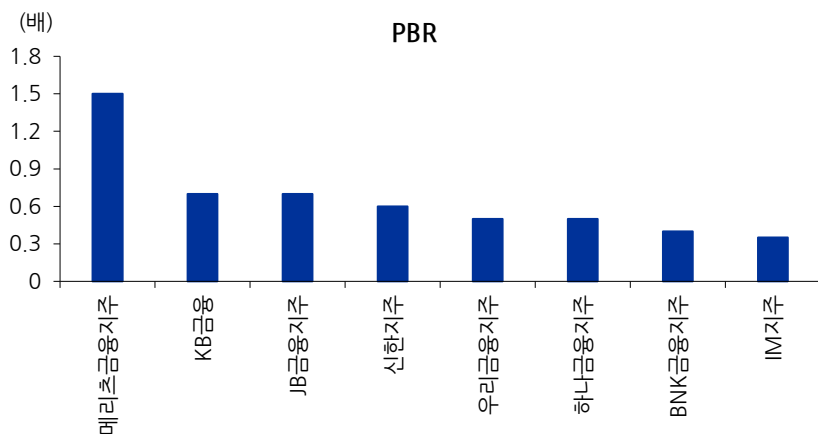
도표 28. 메리츠금융지주 주가 추이



자료: 유진투자증권

메리츠금융지주는 경쟁 금융지주사에 비해 높은 멀티플을 부여받고 있다. 12MF PBR 은 1.5 배로 동종업계 평균인 0.6 배의 두배를 상회한다. 멀티플을 구성하는 요소는 다양하기에 단정짓기 어려운 부분이 있지만 **메리츠금융지주가 할증된 멀티플을 부여받는 이유는 명확하다. 상장사 중 최고 수준의 주주환원이다.** 2023년부터 연결 당기순이익의 절반을 주주환원자금으로 사용하고 있는데 명확한 정책 방향과 오랜 기간 쌓아온 환원에 대한 신뢰는 회사의 주가를 하방지지하는 요건이 된다.

도표 29. 8대 금융지주의 12MF PBR 비교



자료: 유진투자증권

도표 30. 메리츠금융지주 2025 회계연도 주주환원 이행현황

구분	내용
정책	- 내부 투자수익률과 주주환원 수익률을 비교하여 중기 주주환원정책 결정 2023 회계연도부터 3개년 간 지주 연결 당기순이익의 50% 주주환원 결정('22.11월 발표)
실행	자사주 매입/소각 수익률과 현금배당 수익률 간의 경합이며, 주가 저평가 수준에 따라 결정 = MAX(자사주 매입소각 수익률, 요구수익률)
이행현황	25년 6월말 기준 fwd PER은 8.0배, 자사주 매입소각 수익률은 약 12.5%로, 요구수익률 10%를 상회 - 따라서 자사주 매입 소각 중심의 주주환원정책 진행중

자료: 메리츠금융지주, 유진투자증권

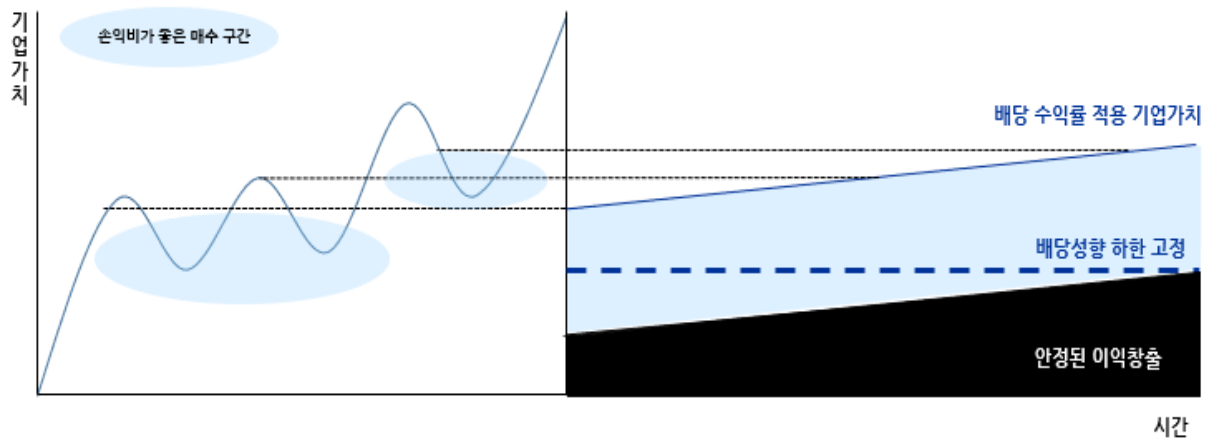
도표 31. 메리츠금융지주 회차별 자사주 매입·소각

No	매입금액	매입 수량(주)	매입 기간(신탁계약 기간)	소각일
1	4,000 억	8,701,000	23.3.17-24.3.15	24.3.29
2	2,402 억	3,951,000	23.9.21-24.3.29	24.4.5
3	5,002 억	6,090,941	24.3.22-25.3.21	25.3.21
4	5,001 억	4,614,700	24.9.26-25.3.28	25.4.14
5	5,500 억	4,792,700	25.3.26-26.3.25	25.8.29
6	7,000 억	-	25.8.20-26.3.31	취득중

자료: 메리츠금융지주, 유진투자증권

주식투자가 제공하는 수익은 매수와 매도를 통한 시세차익뿐 아니라 배당 및 무상증자 등으로 얻을 수 있는 분배금 수익이 있다. 회사의 총주주 환원율이 신뢰자본을 근거로 고정되어 있는 상태에서 주가가 하락한다면 해당시점의 투자수익률이 올라가는 구조기 때문에 환원을 공격적으로 하는 회사들의 멀티플은 동종업계 경쟁사 대비 하방이 지지된다. 성장성으로 계산할 수 있는 멀티플도 별도로 고려하면 동종업계 경쟁사 대비 밸류프리미엄을 받게 되는 것이다. 향후 자발적인 주주환원으로 신뢰자본을 축적할 수 있는 기업들에 주목해야 되는 이유다. 이들은 동종업계 경쟁사 대비 높은 멀티플을 정당화하며 지속가능한 사업을 전개할 수 있는 DNA를 가지고 있다.

도표 32. 장기간 신뢰가 쌓인 배당성향은 주가 하락시 손익비가 좋은 매수구간을 제공



자료: 유진투자증권

기업들의 사업구조가 복잡해져 업종 간의 경계가 모호해지고 있고 지배구조 개선 등의 정책기대감이 형성되는 환경이다. 과거처럼 개별기업의 적정 멀티플을 산정할 때 회사가 속해 있는 업종의 평균 멀티플과 실적의 성장세만을 고려한 방식이 유효하던 시대가 지나가고 있다. 중소형주 중 최고수준의 주주환원 계획을 가지고 있는 **감성코퍼레이션**과 ROE에 대한 높은 이해를 바탕으로 기업가치 재고계획을 발표한 **비츠로셀**을 주목한다.

기업분석

[코웨이\(021240\)](#)

NR

메타인지가 높은 코웨이

[솔루엠\(248070\)](#)

NR

폭풍전야

[휴메딕스\(200670\)](#)

NR

한 걸음만 더

[비츠로셀\(082920\)](#)

BUY(유지) / TP 49,000 원

목표 ROE 25%의 의미

[감성코퍼레이션\(036620\)](#)

NR

환원으로 리레이팅 하는거 보여줄게

코웨이 (005930)

메타인지가 높은 코웨이

투자의견

NR

목표주가

- 원

현재주가

89,200 원(10/31)

시가총액

6,414(십억원)

미드/스몰캡 허준서_02)368-6175_pos03066@eugenefn.com

- 국내 및 동남아시아 권역 중심 생활가전 렌탈 업체, 현재 성장 모멘텀은 말레이시아 시장
- 최대주주는 넷마블(특수관계자 포함 25.77%)이며 높은 외국인 지분율(59.6%)이 특징, 행동주의 펀드인 얼라인파트너스가 2.9%를 보유하고 있으며 집중투표제 도입 및 행동주의 전개 중
- 36기 정기 주주총회 안건으로 집중투표제 도입이 채택됐으나 총회 결과 부결, 2차 상법개정안이 연내 공포된다는 가정 시 집중투표제의 실제 도입은 2027년이 될 것으로 전망(통상적으로 공포 1년 후 시행), 동사의 이사 총수는 2025년 기준 9명으로 집중투표제 도입 시 인원구성에 변동 생길 가능성 확대
- 기업가치 제고계획 발표, 2027년 매출 5조원달성, 당기순이익의 40%를 주주환원 재원으로 사용 등이 포함
- 현재 코웨이는 2021년부터 상승한 금융리스 비중으로 인해 현금 창출능력이 낮은 상태, 주주환원 자금은 부채 파이낸싱으로 조달하고 있지만 반기보고서 기준 부채비율은 94.3%로 안정적인 상황이며 순부채/EBIT 비율의 상한을 2.5배로 제시해 해당 구조의 지속가능성에 대한 경영진의 이해도 높은 것으로 판단

주가(원,10/31)	89,200
시가총액(십억원)	6,414

발행주식수	71,909천주
52주 최고가	114,700원
최저가	60,200원
52주 일간 Beta	0.38
60일 일평균거래대금	148억원
외국인 지분율	59.8%
배당수익률(2024A)	3.93%

주주구성	
넷마블(외 7인)	25.8%
국민연금공단(외 1인)	6.6%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-29.4	-59.0	-19.1
절대기준	-9.4	1.7	41.6

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	NR	-	-
목표주가	-	-	-
영업이익(25)	-	-	-
영업이익(26)	-	-	-

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	3,664	3,856	3,967	4,310
영업이익	640	677	731	795
세전손익	659	683	661	784
당기순이익	465	458	471	565
EPS(원)	6,307	6,203	6,382	7,662
증감률(%)	15.0	-1.6	2.9	20.1
PER(배)	11.8	9.0	9.0	8.7
ROE(%)	27.4	21.7	19.0	19.4
PBR(배)	2.8	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	5.3	4.4	4.6	5.0

자료: 유진투자증권

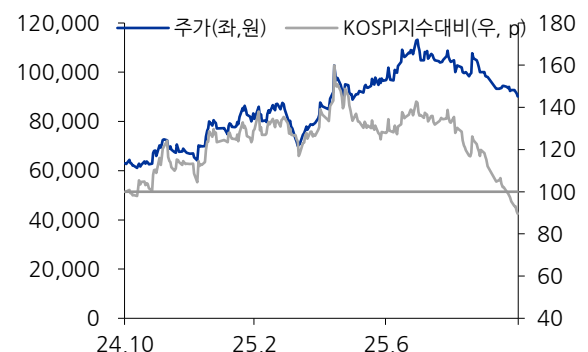
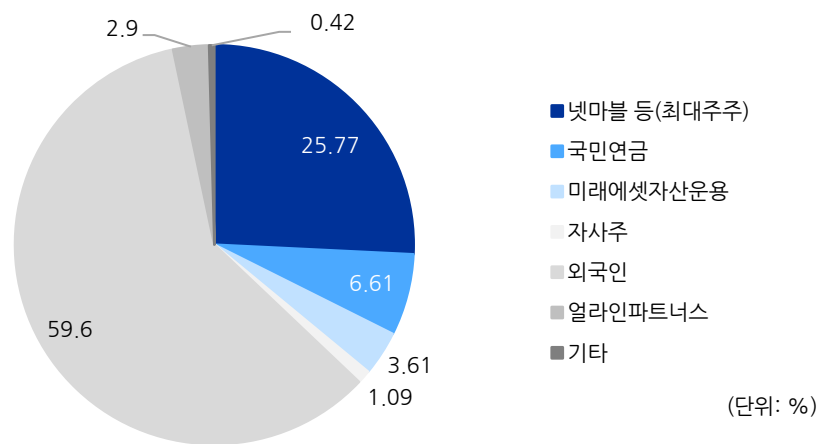


도표 33. 코웨이 지분구조



자료: 코웨이, 유진투자증권

도표 34. 코웨이 기업가치 제고계획 내용

구분	내용
매출성장	2027 년 5 조원 초과 달성 목표
주주환원을 상향	연결 당기순이익의 40% 목표
자본구조	Net Debt/EBIT 비율 최대 2.5 배
거버넌스 선진화	지배구조 핵심지표 준수를 87%, 이사회 독립성, 전문성 강화

자료: 코웨이, 유진투자증권

도표 35. 얼라인파트너스 주장

구분	내용
이사회 독립성	최대주주 넷마블의 지분인수과정인 SPA 계약 중 이사회 대부분 임명
환원율 상황	MBK 최대주주 시절 TSR 90%에 미치지 못하는 환원율(20% -> 40%)
이해상충 문제	배당확대 시 즉각 수령 가능한 소수주주 대비 넷마블 대비 수령해야하는 방준혁 의장의 수령액 낮음 - 배당소득세 고려시 배당확대 유인 더 낮음 * 코웨이 및 넷마블 양사를 통해 급여 수령하는 것으로 현금 조달 중
본업에 집중	화장품, 코인 등 코웨이 본업과 관련 없는 넷마블의 이해관계에 따른 투자사례 존재
거버넌스 개선	전자투표제, 집중투표제 미도입

자료: 얼라인파트너스, 유진투자증권

도표 36. 코웨이 이사회 현황

	직책	최대주주(넷마블)지명여부	비고
방준혁	사내이사(의장)	○	넷마블 창업자
서장원	사내이사(CEO)	○	넷마블 CIO
김순태	사내이사(CFO)	X	
김진배	사외이사	○	
윤부현	사외이사	○	
김규호	사외이사	○	
이길연	사외이사	△	
김정호	사외이사	△	
김태홍	사외이사	△	

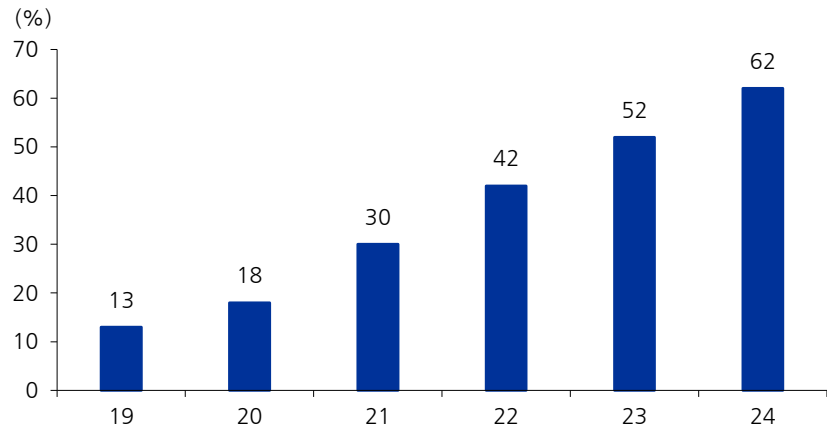
자료: 코웨이, 유진투자증권

도표 37. 36기 주주총회(2025.02) 의안과 결과

의안	내용	제안주체	이사회	알라인 파트너스	결과
제1호	제36기 재무제표, 연결재무제표 및 이익잉여금처분계산서 승인의 건	코웨이 이사회	찬성	찬성	가결
제2호	정관 일부 변경의 건				
제2-1호	집중투표제 도입(주주제안)	알라인 파트너스	반대	찬성	부결
제2-2호	집중투표제 도입시 사내이사/사외이사 구분 적용 ※ 제2-1호 의안 부결 시 제2-2호 의안은 자동으로 폐기됨	코웨이 이사회	찬성	반대	폐기
제2-3호	사업 목적 추가	코웨이 이사회	찬성	찬성	가결
제2-4호	배당 기준일 변경	코웨이 이사회	찬성	찬성	가결
제3호	이사 선임의 건(사외이사 3인)				
제3-1호	사외이사 김정호	코웨이 이사회	찬성	반대	가결
제3-2호	사외이사 김태홍	코웨이 이사회	찬성	반대	가결
제3-3호	사외이사 이길연	코웨이 이사회	찬성	찬성	가결
제3-4호	사외이사 이남우(주주제안) ⇒ 후보자 자진사퇴에 따라 폐기	알라인 파트너스	안건폐기		
제4호	감사위원회 위원 선임의 건				
제4-1호	사외이사인 감사위원회 위원 김태홍	코웨이 이사회	찬성	반대	가결
제4-2호	사외이사인 감사위원회 위원 이길연	코웨이 이사회	찬성	찬성	가결
제4-3호	사외이사인 감사위원회 위원 이남우(주주제안) ⇒ 후보자 자진사퇴에 따라 폐기 ※ 제3호 의안에서 사외이사로 선임되지 않은 후보자에 관한 의안은 자동으로 폐기	알라인 파트너스	안건폐기		
제5호 의안	이사 보수한도 승인의 건	코웨이 이사회	찬성	찬성	가결
제6호 의안	자기주식 소각을 위한 자본금 감소의 건	코웨이 이사회	찬성	찬성	가결

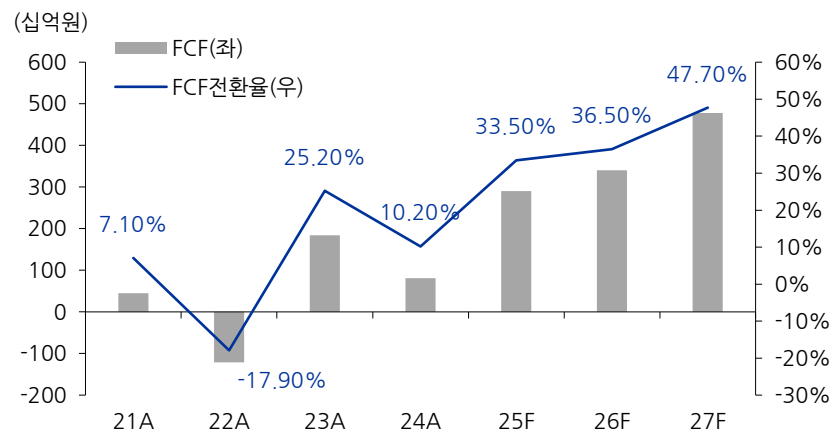
자료: 코웨이, 유진투자증권

도표 38. 약정계정 중 금융리스 계정 비율 증가중



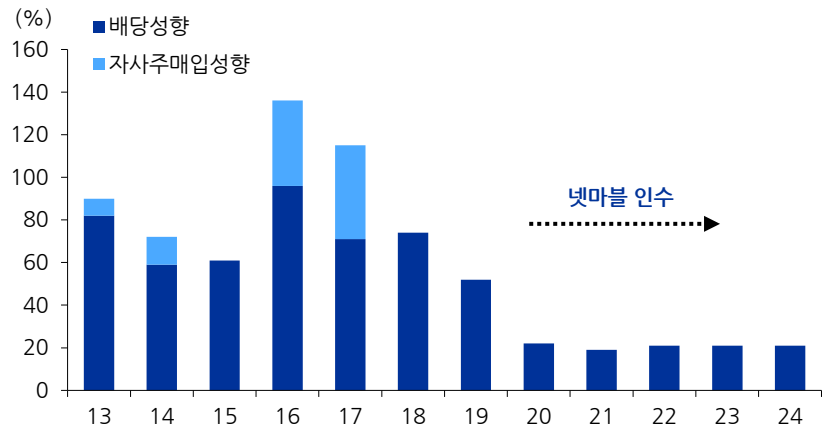
자료: 코웨이, 얼라인파트너스, 유진투자증권

도표 39. 금융리스 계정 확대에 따른 FCF 약화 및 향후 전망



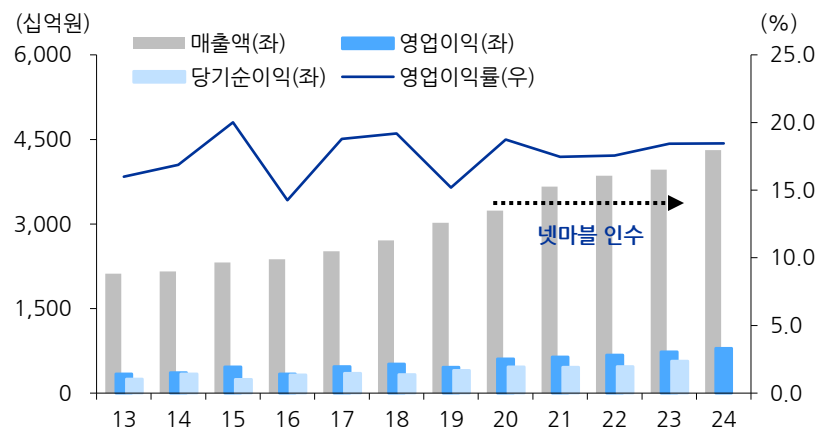
자료: 코웨이, 얼라인파트너스, 유진투자증권

도표40. 넷마블 인수 후 낮아진 주주환원율



자료: 코웨이, 유진투자증권

도표41. 넷마블 인수 후 외형 증가 및 안정적 수익성 기록



자료: 코웨이, 유진투자증권

솔루엠 (005930)

폭풍전야

투자의견

NR

목표주가

- 원

현재주가

17,900 원(10/31)

시가총액

856(십억원)

미드/스몰캡 허준서_02)368-6175_pos03066@eugenefn.com

- 파워모듈, ESL(전자가격표시기)등 전기전자 업체, 성장동력은 유럽과 북미를 중심으로한 ESL 사업 확장성
- 얼라인파트너스 지분 취득(8.04%)으로 기존 투자자 중 행동주의 펀드인 VIP자산운용(7.99%)과 합산 지분 16.03%, 최대주주및 특수관계인 비중 16.3%로 국민연금 보유분인 6.23% 고려했을 때 지배주주는 타 투자자들에게 경영권 영향을 받을 수 있는 지분구조
- 지배구조 핵심지표 준수율은 20%로 전자투표, 배당관련 예측가능성, 집중투표제등 시행하고 있지 않으며 10기 주주총회에서 집중투표제 도입 안건에 올랐으나 부결, 25년 반기보고서 기준 이사 총수는 5명으로 집중투표제 도입 시 이사 선임간 유의적인 변화 가능성 높음
- 1,120억원 규모 상환전환우선주(RCPS)발행, 최대주주 콜옵션 및 경영방향에 동의하는 조건 포함, 발행 대상자인 SPC의 전량 전환권 행사 시 지분율은 10.9% 수준. 가족간 부동산 거래 및 지인채용 등 경영권에 긍정적이지 않은 여론 형성중인 상태이며, 최근 얼라인파트너스는 취득목적을 경영권 영향으로 변경한 상태
- 행동주의 펀드들의 지분매입과 메자닌 투자자 유입등 지분관련 이벤트 발생한 상태, 변화된 정책환경 속 추이 주목

주가(원,10/31)	17,900
시가총액(십억원)	856

발행주식수	47,816천주
52주 최고가	21,750원
최저가	13,870원
52주 일간 Beta	0.92
60일 일평균거래대금	56억원
외국인 지분율	21.3%
배당수익률(2024A)	0.0%

주주구성	
전성호(외 16인)	16.3%
얼라인파트너스자산운용(외 2인)	9.2%
브이아이피자산운용(외 1인)	8.0%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-17.3	-51.7	-67.3
절대기준	2.6	8.9	-6.6

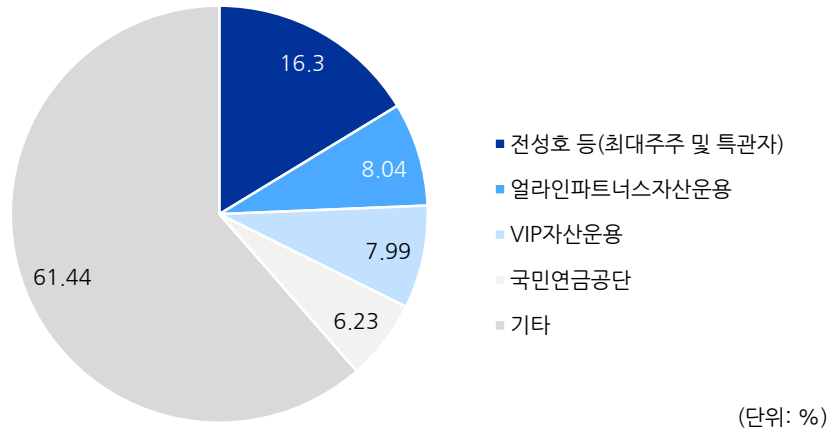
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	NR		
목표주가	-		
영업이익(25)			
영업이익(26)			

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	1,153	1,695	1,951	1,594
영업이익	27	76	155	69
세전손익	26	50	143	59
당기순이익	13	45	119	38
EPS(원)	272	909	2,388	754
증감률(%)	-72.3	234.2	162.7	-68.4
PER(배)	82.3	18.4	11.3	24.3
ROE(%)	6.9	16.3	34.6	9.0
PBR(배)	4.2	2.9	3.3	2.1
EV/EBITDA(배)	23.5	11.5	7.3	10.9

자료: 유진투자증권



도표 42. 솔루엠 지분구조



자료: 솔루엠, 유진투자증권

도표 43. 솔루엠 지배구조 핵심지표 준수율 20%

핵심지표	(공시대상기간) 준수여부	(직전 공시대상기간) 준수여부
주주총회 4 주 전에 소집공고 실시	X	X
전자투표 실시	X	X
주주총회의 집중일 이외 개최	X	O
현금 배당관련 예측가능성 제공	X	X
배당정책 및 배당실시 계획을 연 1 회 이상 주주에게 통지	X	X
최고경영자 승계정책 마련 및 운영	X	X
위험관리 등 내부통제정책 마련 및 운영	X	X
사외이사가 이사회 의장인지 여부	X	X
집중투표제 채택	X	X
기업가치 훼손 또는 주주권익 침해에 책임이 있는 자의 임원 선임을 방지하기 위한 정책 수립 여부	O	O
이사회 구성원 모두 단일성(性)이 아님	X	X
독립적인 내부감사부서 (내부감사업무 지원 조직)의 설치	X	X
내부감사기구에 회계 또는 재무 전문가 존재 여부	O	X
내부감사기구가 분기별 1 회 이상 경영진 참석 없이 외부감사인과 회의 개최	X	O
경영 관련 중요정보에 내부감사기구가 접근할 수 있는 절차 마련 여부	O	O

자료: 솔루엠, 유진투자증권

도표 44. RCPS 발행 개요

구분	내용
발행규모	1,120 억원(1,027 억원 + 171 억원)
대상자	1,027 억원(소푸스제일차, 에이비알파제일차)
	171 억원(원신한 메자닌 제 1 호, 신한 메자닌 제 3 호)
전환가능주식	총 700 만주
전환가격	17,108 원
비고	- 최대주주 및 최대주주가 지정한 자에게 콜옵션 부여(최대주주 및 특관자 지분율까지 가능) - 전성호 대표와 발행대상자는 주요 경영사항 동의, 의결권행사 협력, 동반매각 청구권, 우선매수권 등 합의 - 모두 전환 시 SPC 지분 10.9% 확보 예정이며 전성호대표 지분은 13.1%로 하락

자료: 솔루엠, 유진투자증권

도표 45. 솔루엠 실적 추이

(십억원)	2022A	2023A	2024A	1Q25A	2Q25A
매출액	1694.5	1951.1	1594.4	397.4	402.6
YoY(%)	46.9	15.1	(18.3)	3.3	2.2
전자부품	1317.0	1127.3	1148.7	283.9	258.6
ICT	377.6	823.8	445.8	113.5	144.0
매출원가	1485.8	1636.7	1335.4	330.7	336.2
매출총이익	208.8	314.4	259.0	66.7	66.4
판관비	133.2	159.9	189.9	55.2	54.2
영업이익	75.6	154.5	69.1	11.5	12.2
YoY(%)	185.1	104.4	(55.3)	(43.5)	(40.6)
OPM(%)	4.5	7.9	4.3	2.9	3.0
영업외손익	(25.6)	(11.6)	(10.3)	(5.2)	3.2
세전이익	50.0	142.9	58.7	6.2	15.4
법인세비용	4.6	23.5	21.1	3.8	5.2
당기순이익	45.4	119.4	37.7	2.5	10.2

자료: 솔루엠, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

휴메딕스 (200670)

한 걸음만 더

투자의견

NR(신규)

목표주가

-

현재주가

50,300 원(10/31)

시가총액

565(십억원)

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

- 2023년 2월, 중장기 배당정책을 통해 향후 3개년 주당 배당금을 직전 사업 연도 배당금 대비 최소 0%에서 최대 30%까지 상향, 반기배당과 결산배당을 진행하여 연 2회 배당 지급할 것을 발표
- 2024년 연간 배당금은 2023년 대비 20% 증가하여 총 약 65억원 규모의 배당 실시. 발표한 배당정책에 따르면, 2025년에는 최대 총 92억원의 배당 실시할 것으로 예상되며, 2025년 5월 50억원의 자사주 매입을 발표해 주주환원에 대한 의지 확인
- 다만 보유하고 있는 현금과 매출 대비 캐פק스를 고려하면, 보다 효율적인 자본 재배치가 이루어지고 있지 않아. 기업의 체력 대비 적극적인 주주환원을 펼치고 있지는 않아 추가적인 주주환원을 고려해볼만 한 상황
- 비교기업 대비 저평가 되어있는 동사의 기업 가치를 끌어올리기 위해서는 자본재배치에 대해 적극적으로 검토할 필요가 있으며, 배당 확대와 보유하고 있는 자사주의 소각 및 추가 매입 등이 동반된다면 리레이팅이 가능한 국면

주가(원,10/31)	50,300
시가총액(십억원)	565

발행주식수	11,230천주
52주 최고가	77,200원
최저가	25,400원
52주 일간 Beta	0.49
60일 일평균거래대금	104억원
외국인 지분율	4.6%
배당수익률(2024A)	0.71%

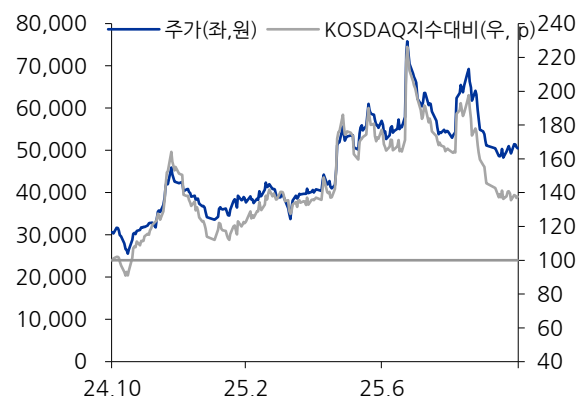
주주구성	
휴온스글로벌(외 11인)	37.5%
자사주(외 1인)	9.0%
브이아이피자산운용(외 1인)	6.7%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-13.4	0.1	43.2
절대기준	-6.5	25.6	64.4

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	NR	-	-
목표주가	-	-	-
영업이익(25)	-	-	-
영업이익(26)	-	-	-

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	111	123	152	162
영업이익	16	26	37	43
세전손익	12	24	34	47
당기순이익	10	21	25	39
EPS(원)	964	2,274	2,512	3,795
증감률(%)	-39	136%	10%	51%
PER(배)	24.8	12.2	13.4	11.1
ROE(%)	7.4	15.9	14.7	18.4
PBR(배)	1.8	1.8	1.8	1.9
EV/EBITDA(배)	7.8	5.3	5.6	6.0

자료: 유진투자증권



휴메딕스의 기업가치 제고 계획 점검

2023~2025 년 중장기 배당정책 수립

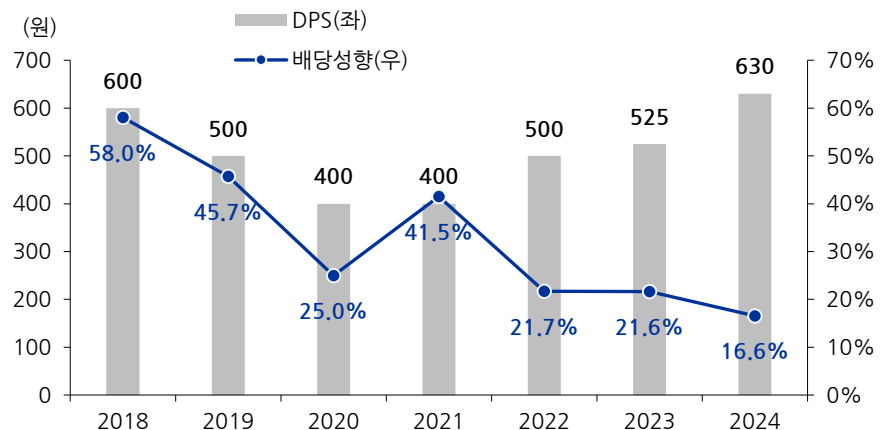
휴메딕스는 지난 2023년 2월 중장기 배당정책을 통해 향후 3개년 주당 배당금을 직전 사업 연도 배당금 대비 최소 0%에서 최대 30%까지 상향, 반기배당과 결산배당을 진행하여 연 2 회 배당 지급할 것을 발표했다. 2024년 연간 배당금 총액은 2023년 대비 20% 증가하여, 약 65억원의 배당을 통한 주주환원이 이루어졌다. 발표한 주주환원정책에 따르면 휴메딕스는 올해 주당배당금을 2024년 대비 최대 30% 상향할 수 있으며, 이때의 총 배당금은 약 92억원 규모이다. 배당뿐만 아니라 2025년 5월에는 50억원의 자사주 매입을 하며 주주환원에 대한 의지를 보여주고 있다.

도표 46. 휴온스그룹의 주주친화정책

휴온스그룹 주주친화정책	그룹 내 관련 기업
• 2023~2025년 중장기 배당정책 수립 - 주당 배당금 직전 사업연도 대비 최대 30% 상향 - 선배당액 확정 후 배당기준일 설정 최초 도입	휴온스글로벌, 휴온스, 휴메딕스
• 자사주 50억 규모 매입 결정(2025.05)	휴메딕스
• 5대1 무상감자 결정	휴엠앤씨
• 그룹사 맞춤형 전문경영인 체제 가동	휴온스글로벌 등

자료: 휴온스그룹, 유진투자증권

도표 47. 휴메딕스의 주당 배당금 및 배당성향 추이

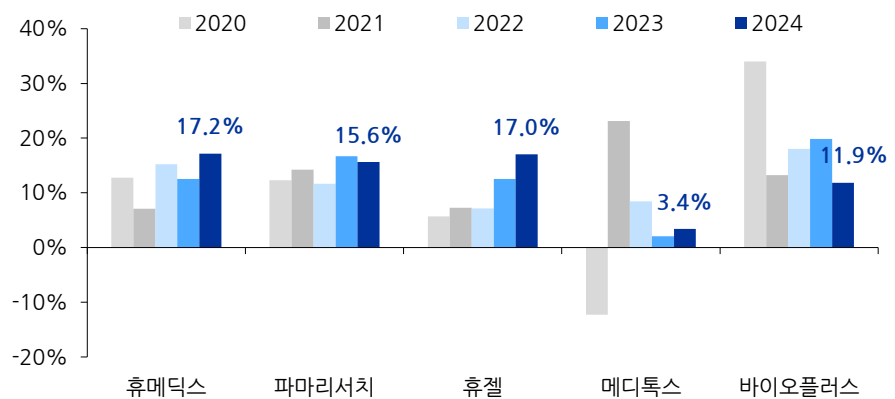


자료: Quantwise, 유진투자증권

체력은 충분하다

기업의 체력을 보기 위해서는 여러 지표를 확인해야 하지만 지속적인 배당 및 추가적인 자사주 매입이 가능한지 확인하기 위해서는 ROE를 유심히 살펴보아야 할 필요가 있다. ROE는 회사가 얼마나 효율적으로 자기자본을 활용해 이익을 냈는지 보여준다. 만약 ROE 변동폭이 크다면 평가손익이나, 자산매각 등 일회성 이익에 의존하고 있다거나, 수익성과 경영 효율성이 안정적이지 않다고 판단할 수 있다. 그러나 휴메딕스의 경우, 유사기업들과 비교해 보았을 때도 높은 ROE를 안정적으로 유지하고 있다. 질적인 측면을 고려해봤을 때도, 영업외 단의 이익에 의한 당기순이익의 성장 혹은 차입을 통한 재무 레버리지의 증가 등에 의한 ROE 상승이 아니라는 것을 확인할 수 있다.

도표 48. 휴메딕스 및 유사기업 ROE 추이



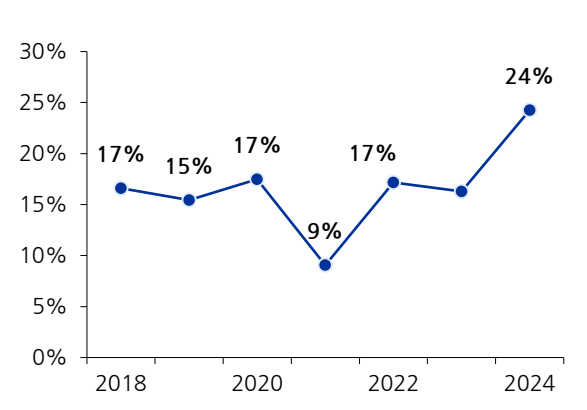
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 49. 휴메딕스와 유사기업 ROE 비교 (2024년 기준)

	당기순이익률	총자산회전율	재무레버리지	ROE
휴메딕스	24.3%	64.8%	109.3%	17.2%
파마리서치	25.4%	40.9%	150.3%	15.6%
휴젤	38.4%	39.7%	111.7%	17.0%
메디톡스	7.0%	37.2%	130.7%	3.4%
바이오플러스	26.4%	25.1%	178.9%	11.9%

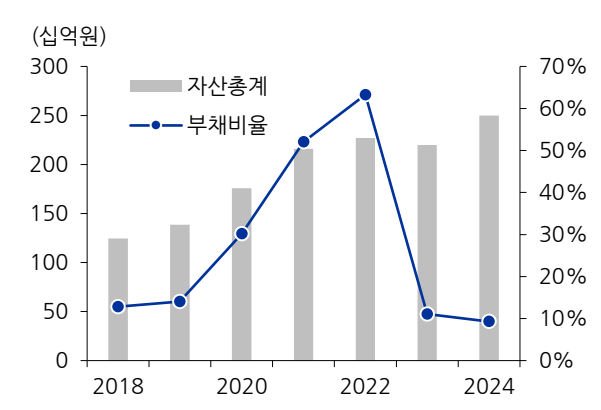
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 50. 당기순이익률 추이



자료: 휴메딕스, 유진투자증권

도표 51. 부채비율 추이



자료: 휴메딕스, 유진투자증권

도표 52. 휴메딕스 총자산회전율 및 현금순환주기

십억원	매출액	매출원가	총자산	총자산회전율	비교기업 평균	재고보유 일수	매출채권 회수일수	매입채무 지급일수	현금순환 주기	비교기업 평균
2018	64.8	39.1	128.3	50.5%	45.0%	85.2	79.9	58.7	106.4	182.7
2019	78.6	45.8	138.4	56.8%	46.0%	116.2	81.2	67.4	130.1	149.9
2020	98.5	59.0	175.6	56.1%	37.6%	78.5	117.8	68.1	128.2	154.8
2021	111.0	66.8	215.9	51.4%	33.3%	75.2	90.0	48.6	116.6	129.5
2022	123.2	68.5	227.1	54.2%	34.8%	64.6	112.6	72.9	104.2	143.8
2023	152.3	81.9	220.0	69.2%	39.2%	48.2	127.5	64.0	111.8	168.2
2024	161.9	86.9	249.8	64.8%	35.7%	50.5	110.9	46.2	115.2	148.4

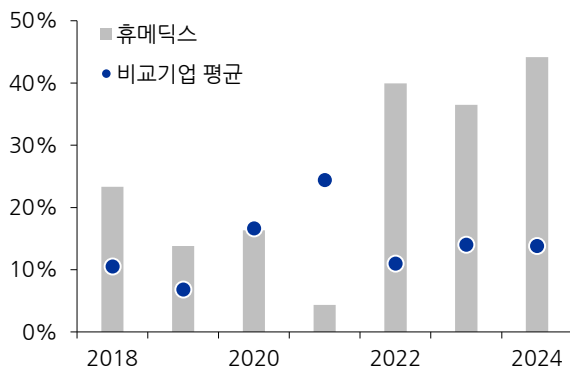
자료: Quantiwise, 유진투자증권

주) 비교기업: 파마리서치, 휴젤, 메디톡스, 바이오플러스

보다 적극적인 주주환원을 통한 자본재배치가 필요

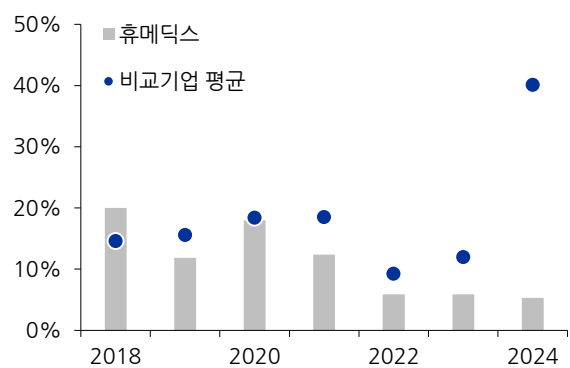
동사는 주주환원에 대한 장기적인 계획을 발표하였으나, 사실 기업의 체력에 비해서는 주주환원 규모가 크지 않은 상황이다. 동사의 2024 년 기준 총자산 대비 현금및현금성자산의 비율은 약 44% 수준으로, 비교 기업 평균이 14%인 것을 감안하면 현금 보유 비율이 상당히 높은 편이다. 그렇다고 보유하고 있는 현금을 유무형자산에 적극적으로 투자하고 있는 상황도 아니다. 즉, 자본의 효율적인 재배치가 이루어지고 있다고 보기는 어렵다. 현시점에서 비교기업 대비 저평가되어있는 동사의 기업 가치를 끌어올리기 위해서는 자본재배치에 대해 적극적으로 검토해볼만 한 상황이며, 정책 흐름에 맞추어 배당 확대와 보유하고 있는 자사주의 소각 및 추가 매입 등이 동반된다면 리레이팅이 가능한 국면이라고 판단한다.

도표 53. 총자산 대비 현금및현금성자산 비율



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 54. 매출 대비 Capex 비율

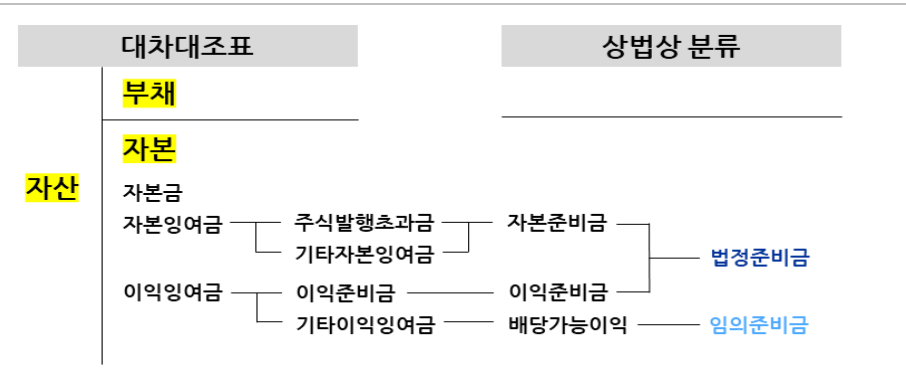


자료: Quantwise, 유진투자증권

1. 법정준비금의 이익잉여금 전입을 통한 배당 여력 확대

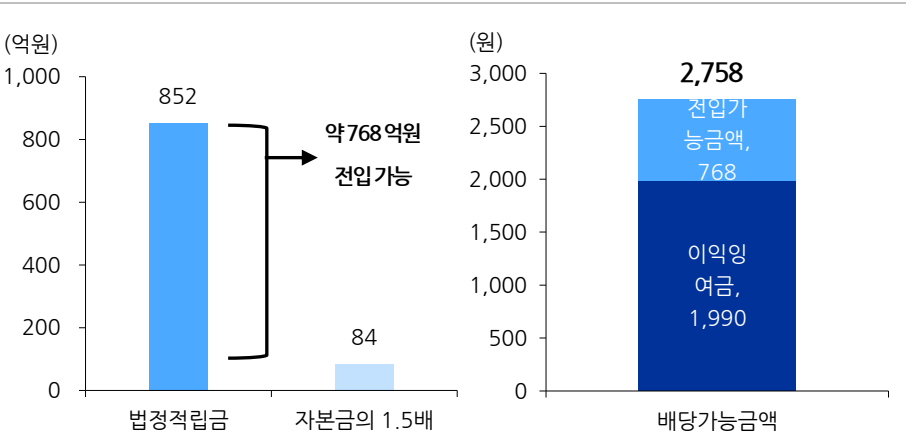
현재 논의되고 있는 배당소득 분리과세의 혜택을 받을 수 있는 기준은 1) 배당 성향 40% 이상 기업 or 2) 배당성향 25%이면서 직전 3 년 평균 대비 배당금 5% 이상 증가한 기업이다. 현재 동사의 배당성향은 16.55%로, 올해 배당성향을 40%로 증가시킨다면 2025 년 예상 실적기준으로 약 164 억원 규모의 배당이 이루어져야 한다. 이는 '25 년 2 분기 이익잉여금의 8% 수준으로 현재 보유하고 있는 이익잉여금으로도 충분히 대응 가능하다. 다만 자본준비금 및 이익준비금의 전입이 이루어진다면 배당 자원 추가 확보 및 세제 혜택 측면에서 부담을 덜 수 있다. 참고로, 법정준비금은 상법상 회사가 의무적으로 보유하고 있어야 하는 적립금이지만, 자본금의 1.5 배를 초과하는 경우 초과한 범위 내에서 이익잉여금으로 전입하여 배당 재원으로 활용할 수 있다. 이미 동사는 지난 5 월 임시주총을 통해 자본준비금 감소에 대한 안건을 통과시켰기 때문에 배당 여력 확대에 따른 추가 배당을 기대해볼만 한 상황이다.

도표 55. 상법상의 배당가능이익 정의



자료: 유진투자증권

도표 56. 휴메딕스 법정준비금의 이익잉여금 전입 후 배당가능금액(2Q25 기준)



자료: 휴메딕스, 유진투자증권

그러나 법정준비금을 감액하여 받는 배당에 대해서는 배당소득에 제외하였던 기존과 달리, 금번 세제개편안을 통해서 대주주에 한해 지분 취득가액 초과분은 배당소득세 과세가 이루어지도록 개정 방안이 발표되었다. 최대주주인 휴온스글로벌 등 특수관계인의 지분은 현재 약 37.5%이다. 세제개편이 확정될 경우 감액 배당에 의한 대주주의 세금 부담은 증가하나, 주당 취득가액이 높다면 (총 과세 소득=보유 주식수*(주당 배당액-주당 취득가액) 감액배당이 일반 배당에 비해서는 여전히 매력 있는 선택지가 될 수 있다.

2. 기보유한 자사주 소각

현재 동사는 약 9%의 자사주를 보유하고 있다. 보유하고 있는 자사주의 활용 방안에 대해서는 정해진 바가 없는 상황이나, 자사주 소각 의무화에 대한 목소리가 나오고 있는 상황에서 소각을 염두해둘 수밖에 없는 상황이다. 만약 보유하고 있는 자사주 1,008,819 주를 소각한다면 2025 년 예상 당기순이익 기준으로 보았을 때, 자사주 소각만으로도 약 10%의 주가 상승 여력이 존재한다.

도표 57. 자사주 소각 후 주가 상승 여력

전체 유통주식수	11,229,930
자기주식수(2025.9 월 기준)	1,008,819
당기순이익(십억원, 2025F)	41.1
자사주 소각 전 EPS	3,660
자사주 소각 후 EPS	4,021
자사주 소각 후 약 10% 상승 여력 존재	

자료: 휴메딕스, 유진투자증권

실적 및 Peer Valuation

도표 58. 휴메딕스 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F
매출액	41.2	45.9	37.4	37.5	40.1	43.0	43.1	45.4	161.9	171.6
yoy	14%	15%	-6%	2%	-3%	-6%	15%	21%	6%	6%
제품	33.0	37.2	30.8	29.9	33.4	35.5	33.4	35.4	130.8	137.7
필러	14.8	15.0	12.7	13.8	14.8	14.6	14.5	15.7	56.2	59.6
전문의약품	9.6	10.7	8.8	7.8	9.6	9.8	9.5	10.1	36.9	39.0
안과용제	3.6	4.0	3.6	3.3	2.7	2.9	3.2	3.1	14.5	11.9
관절염치료제	3.7	3.2	3.3	2.5	2.3	2.2	2.8	3.0	12.7	10.2
원료의약품	0.6	2.4	1.4	1.2	2.3	2.1	1.8	1.8	5.5	8.0
화장품	0.4	1.7	0.8	0.9	1.6	3.7	1.4	1.5	3.9	8.1
기타	0.2	0.3	0.2	0.3	0.1	0.3	0.3	0.3	1.0	0.9
상품	8.0	8.4	6.4	7.6	6.7	7.1	9.6	9.8	30.4	33.2
엘라비에리투오	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	1.0	3.5	4.0	0.0	9.0
기타	0.2	0.2	0.2	0.0	0.0	0.4	0.2	0.2	0.6	0.7
매출총이익	18.3	22.7	16.5	17.5	20.2	20.3	20.7	22.7	75.0	83.9
yoy	10%	21%	-15%	13%	10%	-10%	26%	29%	7%	12%
GPM	45%	49%	44%	47%	50%	47%	48%	50%	46%	49%
영업이익	10.6	13.1	9.2	10.2	11.4	10.8	10.8	11.3	43.1	44.3
yoy	14%	15%	-19%	94%	7%	-17%	17%	11%	9%	-3%
OPM	26%	28%	25%	27%	28%	25%	25%	25%	27%	26%
세전이익	11.1	14.8	8.7	13.7	15.5	9.9	12.0	12.7	48.4	50.2
당기순이익	9.3	11.9	6.8	11.3	13.4	7.9	9.6	10.2	39.3	41.1

도표 59. Peer Valuation

		휴메딕스	휴젤	파마리서치	메디톡스	바이오 플러스
종가(25.10.31 기준)		50,300	262,000	539,000	120,500	6,250
시가총액(십억원)		564.9	3,223.7	5,600.0	879.5	385.3
PER (배)	FY24A	11.1	22.4	29.4	52.5	29.4
	FY25F	12.5	20.0	31.5	35.9	12.9
	FY26F	10.0	15.7	23.5	21.7	11.3
PBR (배)	FY24A	1.9	3.8	5.1	1.8	3.1
	FY25F	2.0	3.1	8.7	1.7	2.2
	FY26F	1.7	2.6	6.5	1.5	1.9
EV/ EBITDA (배)	FY24A	6.0	14.7	16.9	21.6	16.6
	FY25F	7.7	12.1	22.4	20.3	11.4
	FY26F	6.7	10.1	16.3	13.7	9.3
ROE (%)	FY24A	18.4	17.5	18.9	3.4	10.8
	FY25F	17.0	17.9	29.7	4.9	18.6
	FY26F	18.5	18.9	31.0	7.5	17.4

자료: Bloomberg, 유진투자증권

비츠로셀 (082920)

목표 ROE 25%의 의미

투자의견

BUY(유지)

목표주가

49,000 원(유지)

현재주가

27,400(10/31)

시가총액

627(십억원)

미드/스몰캡 허준서_02)368-6175_pos03066@eugenefn.com

- 1차전지 제조 판매 업체, 성장동력은 스마트 미터와 유틸리티 시추, 방산(신관, 유도무기발사체). 기업가치제고계획 발표, 2030년 목표 매출액 6천억원 및 단계적 배당성향 상향을 포함하고 있으며 2030년 연결 ROE 25% 목표
- 타라인 성장세로 공헌이익률이 반영되기 시작하는 레버리지 구간 돌입했으며 중장기적 실적 성장세도 견조할 것으로 전망, 배당성향 목표가 높지 않아 목표 ROE 달성 위해선 추가적인 자본감축(주주환원) 있을 것으로 예상
- 3분기 매출액과 영업이익은 각각 590억원(+20.8% yoy), 160억원(+32.1% yoy)을 예상, 기준추정치 유지, 고온전지 팩업체 인수로 중장기적 실적성장 가시성 확보한 상태이며, 안정적 재무상황 및 현금흐름이 장점이 기업
- 2026년과 2027년 각각 전년과 동일한 수준 배당 가정 시 예상 ROE는 19.8%, 20.7%. 목표 ROE의 단계적 달성을 위해 각 1%p 개선을 가정했을 때 추가적인 자본감축은 각각 350억원, 300억원 예상, 현재시가총액의 5.5%, 4.7% 수준
- 이노바 인수과정에서도 추가적 자본조달없이 보유 현금으로 인수, 뛰어난 재무체력이 주주환원으로 이어질 때 벌어들일 시너지 효과 기대

주가(원,10/31)	27,400
시가총액(십억원)	627

발행주식수	22,872천주
52주 최고가	34,500원
최저가	17,790원
52주 일간 Beta	0.28
60일 일평균거래대금	33억원
외국인 지분율	30.4%
배당수익률(2025F)	1.7%

주주구성	
비츠로테크	37.1%
FIDELITY MANAGEMENT	10.0%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-12.6	-10.7	24.7
절대기준	-5.7	14.9	45.9

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	49,000	49,000	-
영업이익(25)	66.1	66.1	-
영업이익(26)	86.0	86.0	-

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	176.2	210.8	241.7	291.4
영업이익	37.7	51.9	66.1	86.0
세전손익	44.0	64.5	66.6	90.2
당기순이익	36.1	51.3	52.0	70.3
EPS(원)	1,595	2,241	2,272	3,075
증감률(%)	48.6	40.5	1.4	35.3
PER(배)	10.2	9.4	12.1	8.9
ROE(%)	17.3	19.9	17.1	19.8
PBR(배)	1.6	1.7	1.9	1.6
EV/EBITDA(배)	5.6	5.0	5.7	4.0

자료: 유진투자증권

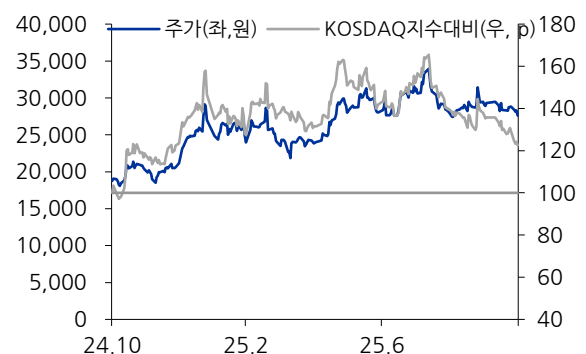
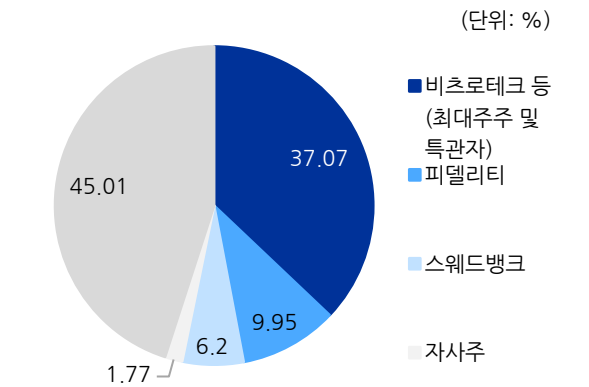


도표 60. 비츠로셀 기업가치 제고계획

구분	내용
매출/영업이익	2030년 장기목표 - 매출액: 6,000 억원 - 영업이익: 1,600 억원 - 영업이익률: 26.7%
주주환원	1. 2024-2026년 배당성향 최소 20% 이상 2. 2027년 이후 배당성향 25% 이상 검토 3. 6개월 평균주가 35,000원 초과시 단계적 무상증자 검토
ROE 제고	2030년 연결 ROE 25% 목표
기타	전방산업군별 시장점유율확대, 신규사업확장, ESG 강화 등

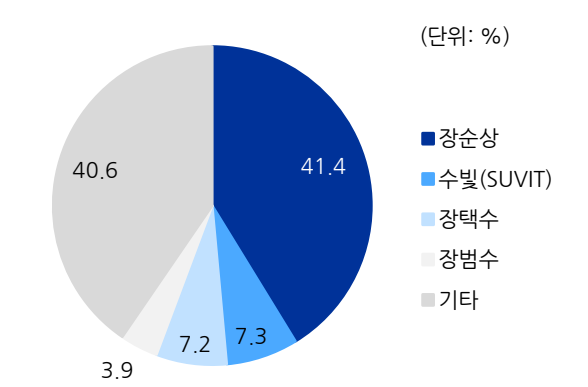
자료: 비츠로셀, 유진투자증권

도표 61. 비츠로셀 지배구조



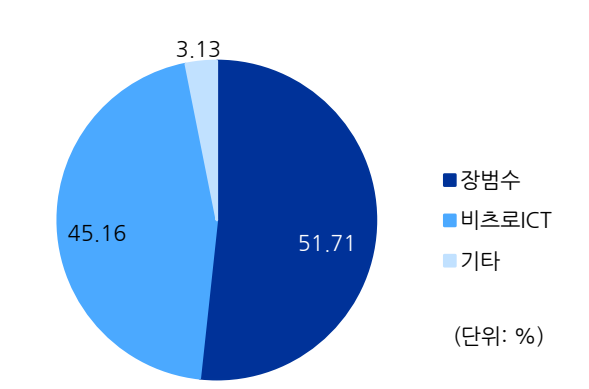
자료: 비츠로셀, 유진투자증권

도표 62. 비츠로테크 지배구조



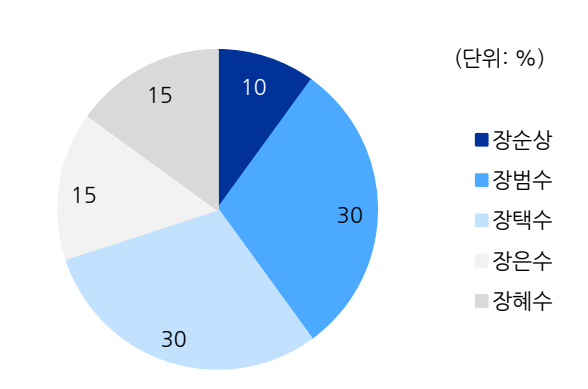
자료: 비츠로셀, 유진투자증권

도표 63. 비츠로밀텍 지배구조



자료: 비츠로셀, 유진투자증권

도표 64. 비츠로 ICT 지배구조



자료: 비츠로셀, 유진투자증권

도표 65. 비츠로셀 분기 실적 전망(연결)

(십억원)	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25F	4Q25F
매출액	37.6	54.2	48.8	70.2	53.9	56.5	59.0	72.2
YoY(%)	3.2	8.7	10.7	53.0	43.6	4.3	20.8	2.8
일차전지(bobbin)	29.0	32.3	28.1	29.2	31.1	30.2	31.4	30.9
일차전지(Wound)	0.9	4.1	0.8	7.8	3.0	3.1	3.1	3.2
고온전지	4.0	8.0	9.0	11.9	8.8	11.6	11.0	15.8
앰플전지	1.3	5.6	6.9	11.0	5.6	5.7	7.7	12.1
열전지	0.1	1.7	1.8	7.7	2.4	3.3	3.2	7.6
기타	2.3	2.5	2.2	2.7	3.1	2.8	2.6	2.6
매출원가	23.6	35.0	32.7	49.0	34.0	35.2	37.6	46.7
매출총이익	13.9	19.2	16.1	21.3	19.9	21.3	21.4	25.5
판관비	3.8	4.5	3.9	6.3	4.8	5.2	5.4	6.6
영업이익	10.1	14.7	12.1	15.0	15.1	16.1	16.0	18.9
YoY(%)	15.3	(3.9)	67.5	133.8	49.1	10.0	32.1	25.9
OPM	26.9	27.1	24.8	21.4	27.9	28.5	27.2	26.2
영업외손익	4.5	1.7	(1.9)	8.3	1.6	(3.1)	1.1	0.9
세전이익	14.6	16.3	10.3	23.3	16.6	13.1	17.1	19.8
법인세비용	2.6	3.7	2.1	4.7	3.6	2.9	3.8	4.3
당기순이익	12.0	12.6	8.1	18.6	13.0	10.2	13.3	15.5

자료: 비츠로셀, 유진투자증권

도표 66. 비츠로셀 연간 실적 전망(연결)

(십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	141.0	176.2	210.8	241.7	291.4	341.7
YoY(%)	24.5	25.0	19.6	14.6	20.6	17.3
일차전지(bobbin)	78.4	110.5	118.5	123.6	140.0	165.0
일차전지(Wound)	14.7	13.0	13.6	12.4	12.8	12.4
고온전지	30.0	30.2	32.8	47.2	70.4	78.6
앰플전지(열전지포함 ~23)	10.3	13.4	24.8	31.0	34.6	45.2
열전지			11.3	16.5	22.7	29.7
기타	7.6	9.0	9.7	11.1	10.8	10.8
매출원가	99.4	124.2	140.3	153.5	180.8	206.8
매출총이익	41.6	52.0	70.5	88.1	110.6	134.9
판관비	12.8	14.3	18.6	22.0	24.6	26.2
영업이익	28.8	37.7	51.9	66.1	86.0	108.7
YoY(%)	65.5	30.8	37.7	27.4	30.0	26.4
OPM	20.4	21.4	24.6	27.4	29.5	31.8
영업외손익	(0.3)	6.3	12.6	0.5	4.2	3.7
세전이익	28.5	44.0	64.5	66.6	90.2	112.4
법인세비용	5.4	8.0	13.2	14.6	19.8	24.7
당기순이익	23.1	36.1	51.3	52.0	70.3	87.7

비츠로셀(082920.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2022F
자산총계	256.3	317.9	370.2	434.9	517.0
유동자산	170.3	237.7	287.7	353.9	437.8
현금성자산	99.9	151.8	181.1	229.6	296.1
매출채권	27.3	35.8	41.7	48.9	55.9
재고자산	40.3	46.1	60.9	71.4	81.7
비유동자산	86.0	80.2	82.4	81.0	79.2
투자자산	10.4	13.2	18.5	19.3	20.1
유형자산	71.6	63.6	61.2	59.6	57.5
기타	4.0	3.3	2.7	2.1	1.6
부채총계	24.5	34.8	45.8	50.7	55.6
유동부채	22.4	32.8	42.5	47.4	52.2
매입채무	12.2	18.6	27.6	32.4	37.0
유동성이자부채	4.3	0.5	1.1	1.1	1.1
기타	5.9	13.7	13.9	14.0	14.1
비유동부채	2.2	2.0	3.2	3.3	3.3
비유동이자부채	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
기타	2.1	1.8	3.0	3.0	3.1
자본총계	231.7	283.0	324.4	384.2	461.4
지배지분	231.7	283.0	324.4	384.2	461.4
자본금	11.3	11.4	11.4	11.4	11.4
자본잉여금	35.2	39.5	39.5	39.5	39.5
이익잉여금	192.5	238.0	279.6	339.4	416.6
기타	(7.3)	(6.0)	(6.2)	(6.2)	(6.2)
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	231.7	283.0	324.4	384.2	461.4
총차입금	4.4	0.6	1.3	1.3	1.3
순차입금	(95.5)	(151.2)	(179.8)	(228.3)	(294.7)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2022F
영업현금	38.8	59.8	54.3	70.8	87.8
당기순이익	36.1	51.3	52.0	70.3	87.7
자산상각비	11.1	14.2	12.9	13.2	12.7
기타비현금성손익	8.8	8.9	7.3	0.1	0.1
운전자본증감	(11.4)	(9.3)	(9.7)	(12.8)	(12.6)
매출채권감소(증가)	(4.3)	(6.3)	(3.3)	(7.2)	(7.0)
재고자산감소(증가)	1.3	(6.5)	(14.8)	(10.5)	(10.3)
매입채무증가(감소)	(7.0)	4.7	6.1	4.8	4.7
기타	(1.4)	(1.2)	2.3	0.1	0.1
투자현금	(40.8)	(61.7)	(16.7)	(16.9)	(16.1)
단기투자자산감소	(26.6)	(52.6)	(0.3)	(5.1)	(5.3)
장기투자증권감소	2.1	1.0	3.3	0.0	0.0
설비투자	(10.0)	(4.1)	(10.0)	(11.0)	(10.0)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.3)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
재무현금	(8.1)	(5.8)	(9.7)	(10.5)	(10.5)
차입금증가	(0.7)	(0.1)	0.5	0.0	0.0
자본증가	(7.8)	(5.5)	(10.3)	(10.5)	(10.5)
배당금지급	4.2	5.5	10.3	10.5	10.5
현금 증감	(11.0)	(7.6)	27.8	43.4	61.2
기초현금	46.6	35.6	28.0	55.8	99.2
기말현금	35.6	28.0	55.8	99.2	160.4
Gross Cash flow	56.0	74.4	72.2	83.6	100.4
Gross Investment	25.6	18.4	26.1	24.6	23.4
Free Cash Flow	30.4	56.0	46.2	59.0	77.0

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2022F
매출액	176.2	210.8	241.7	291.4	341.7
증가율(%)	25.0	19.6	14.6	20.6	17.3
매출원가	124.2	140.3	153.5	180.8	206.8
매출총이익	52.0	70.5	88.1	110.6	134.9
판매 및 일반관리비	14.3	18.6	22.0	24.6	26.2
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	37.7	51.9	66.1	86.0	108.7
증가율(%)	30.8	37.7	27.4	30.0	26.4
EBITDA	48.8	66.1	79.0	99.2	121.4
증가율(%)	23.4	35.4	19.5	25.6	22.3
영업외손익	6.3	12.6	0.5	4.2	3.7
이자수익	1.1	3.2	3.3	4.0	4.0
이자비용	0.6	0.2	0.2	0.2	0.3
지분법손익	(0.1)	(0.3)	(0.2)	0.0	0.0
기타영업외손익	5.9	9.9	(2.5)	0.4	0.0
세전순이익	44.0	64.5	66.6	90.2	112.4
증가율(%)	54.4	46.5	3.2	35.4	24.7
법인세비용	8.0	13.2	14.6	19.8	24.7
당기순이익	36.1	51.3	52.0	70.3	87.7
증가율(%)	56.0	42.2	1.4	35.3	24.7
지배주주지분	36.1	51.3	52.0	70.3	87.7
증가율(%)	56.0	42.2	1.4	35.3	24.7
비지배지분	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
EPS(원)	1,595	2,241	2,272	3,075	3,834
증가율(%)	48.6	40.5	1.4	35.3	24.7
수정EPS(원)	1,595	2,241	2,272	3,075	3,834
증가율(%)	48.6	40.5	1.4	35.3	24.7

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,595	2,241	2,272	3,075	3,834
BPS	10,252	12,374	14,184	16,799	20,173
DPS	250	460	460	460	460
밸류에이션(배, %)					
PER	10.2	9.4	12.1	8.9	7.1
PBR	1.6	1.7	1.9	1.6	1.4
EV/ EBITDA	5.6	5.0	5.7	4.0	2.7
배당수익율	1.5	2.2	1.7	1.7	1.7
PCR	6.6	6.5	8.7	7.5	6.2
수익성(%)					
영업이익율	21.4	24.6	27.4	29.5	31.8
EBITDA이익율	27.7	31.4	32.7	34.0	35.5
순이익율	20.5	24.3	21.5	24.1	25.7
ROE	17.3	19.9	17.1	19.8	20.7
ROIC	22.9	30.9	37.4	44.6	52.6
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(41.2)	(53.4)	(55.4)	(59.4)	(63.9)
유동비율	761.7	724.0	676.6	746.3	838.3
이자보상배율	63.4	265.3	368.7	429.8	362.3
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	7.1	6.7	6.2	6.4	6.5
재고자산회전율	4.2	4.9	4.5	4.4	4.5
매입채무회전율	11.4	13.7	10.5	9.7	9.9

감성코퍼레이션 (005930)

환원으로 리레이팅 하는거 보여줄게

투자의견

NR

목표주가

- 원(유지)

현재주가

5,070 원(10/31)

시가총액

459(십억원)

미드/스몰캡 허준서_02)368-6175_pos03066@eugenefn.com

- 스노우피크의 어패럴 사업 라이선스 보유, 안정적인 국내 매출과 중국, 대만, 일본 등 해외시장이 성장동력
- 직전 년도 연결 당기순이익의 50%를 주주환원 재원으로 활용하는 기업가치 제고계획 보유, 중소형주 중 최고 수준의 주주환원 계획이며 올해 자사주 매입소각 규모는 약 150억원, 2024년 연결 당기순이익의 51.3%(초과달성)
- 상반기 주가 상승은 중국 진출 기대감을 반영, 다만 구체적인 중화권 사업계획 및 단기 모멘텀 부재에도 최근 시가총액 유지되는 원인은 주주환원이 잡아주는 바텀 라인의 규모
- 국내 상위권 아웃도어 어패럴의 사업규모는 평균적으로 4-5천억원 수준, 스노우피크 매출액과 마진율 고려 시 500억원 중반의 영업이익은 가시성 높은 수준, 예상 당기순이익의 절반인 200억원 중반이 예측가능한 주주환원 규모
- 해당 분석에 근거했을 때 시가총액 5천억원은 환원으로 인한 수익률 5%를 보장하는 수준이며 2025년 예상실적 기준 PER 20배, 과거 F&F와 텍시믹스의 중국 진출 모멘텀의 밸류에이션 상단이 20배 부근이지만 환원의 강도가 더 높은 동사는 밸류에이션 프리미엄 정당화될 것
- 중화권 진출 성공으로 인한 추가 주가 상승은 옵션 밸류, 이상적인 주주환원의 모범적인 사례가 경쟁기업 대비 높은 멀티플을 정당화시키는 사례

주가(원,10/31)	5,070
시가총액(십억원)	459

발행주식수	90,504천주
52주 최고가	6,940원
최저가	2,490원
52주 일간 Beta	0.78
60일 일평균거래대금	63억원
외국인 지분율	14.6%
배당수익률(2024A)	0.0%

주주구성	
김호선(외 5인)	29.5%
국민연금공단(외 1인)	5.1%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-21.9	14.3	18.3
절대기준	-14.9	39.9	39.5

	현재	직전	변동
투자의견	NR	-	-
목표주가	-	-	-
영업이익(25)	-	-	-
영업이익(26)	-	-	-

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	49	117	178	220
영업이익	1	16	32	36
세전손익	0	16	30	37
당기순이익	0	15	24	29
EPS(원)	4	180	268	322
증감률(%)	-1.05	44.00	0.49	0.20
PER(배)	577.1	10.4	11.8	9.6
ROE(%)	1.1	37.7	37.5	30.7
PBR(배)	5.9	3.3	3.7	2.5
EV/EBITDA(배)	49.9	8.6	7.5	6.1

자료: 유진투자증권

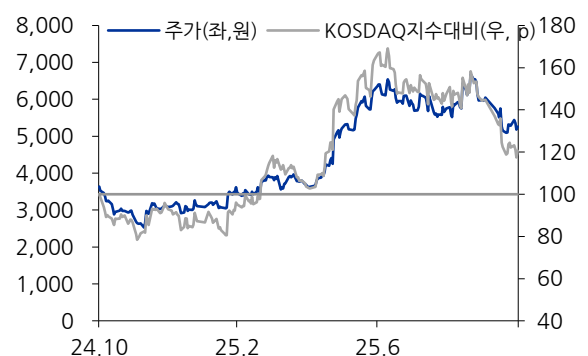
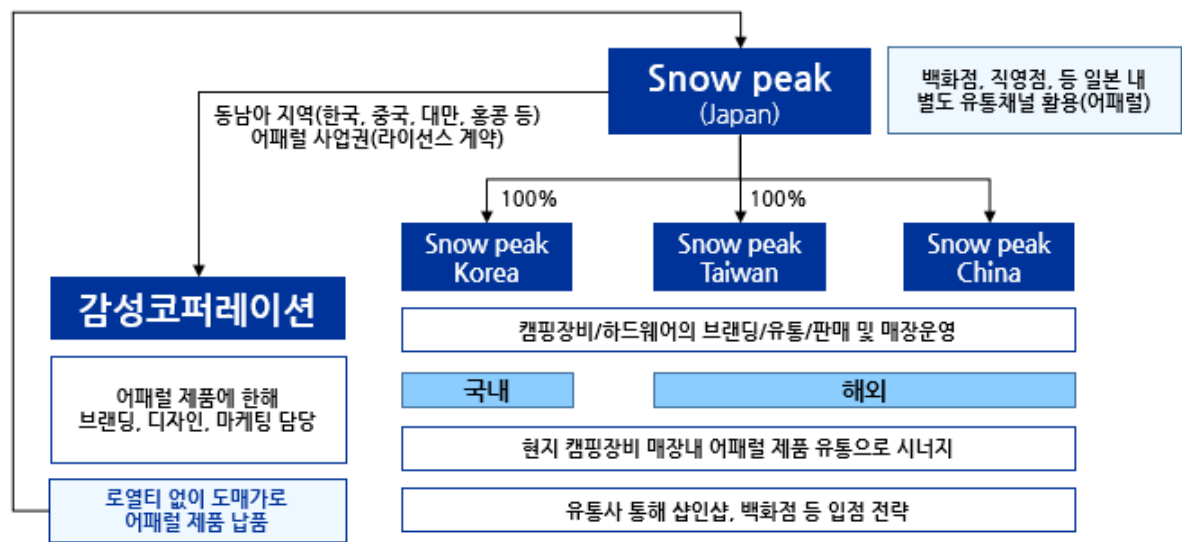


도표 67. 스노우피크와 감성코퍼레이션 사업 구조



자료: 유진투자증권

도표 68. 2024 년 아웃도어시장 역성장에 3 개사만 성장

(십억원, %, 개)	2024 매출액	2023 매출액	신장률	매장 수
노스페이스	1,109	1,062	4.4	313
디스커버리	473	509	-7.0	250
내셔널지오그래픽	435	469	-7.2	220
K2	392	427	-8.2	309
코오롱스포츠	374	396	-5.6	204
네파	323	335	-3.6	275
블랙야크	299	334	-10.5	268
아이더	262	273	-4.0	269
스노우피크	235	178	32.0	180
아크테릭스	171	121	41.3	55
컬럼비아	129	136	-5.1	102
밀레	82	93	-11.8	149
합	4,284	4,333	-1.1	2374

자료: 언론종합, 유진투자증권

도표 69. 감성코퍼레이션 주가 추이

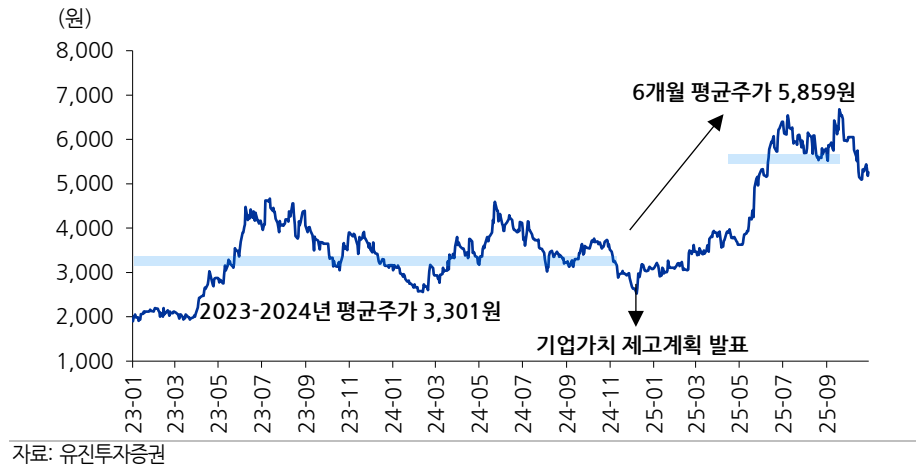


도표 70. 감성코퍼레이션 기업가치 제고계획

구분	내용
외형성장	2025-2027년까지 연평균 20%이상 매출성장 영업이익률 최소 현재수준 유지하며 수익성 개선
주주환원	2025-2027 직전년도 당기순이익 50%이상 주주환원 재원으로 사용

자료: 감성코퍼레이션, 유진투자증권

도표 71. 감성코퍼레이션 연간 실적 추정

(십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	117.4	177.9	220.4	270.5	333.1
YoY(%)	139.9	51.6	23.9	22.7	23.1
의류	97.1	160.5	209.2	262.8	326.4
모바일	20.3	17.4	11.2	7.7	6.7
매출원가	43.4	57.2	67.8	81.0	98.3
매출총이익	74.0	120.7	152.6	189.5	234.8
판매비	57.7	88.5	116.6	157.6	177.8
영업이익	16.2	32.2	36.1	31.9	57.0
YoY(%)	1300.5	98.5	11.8	(11.6)	78.9
OPM	13.8	18.1	16.4	11.8	17.1
영업외손익	(0.7)	(2.6)	0.9	0.2	0.8
세전이익	15.6	29.6	37.0	32.0	57.8
법인세비용	0.5	5.4	7.7	6.8	11.6
당기순이익	15.1	24.2	29.3	25.3	46.2

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 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 제 3자에게 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (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	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.09.30 기준)

