

2026.05.21

Industry Report



저PBR 방치할 경우, M&A 표적이 된다

김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장

02-709-2650

seankim@ds-sec.co.kr

DS INVESTMENT
& SECURITIES



03	한국판 「베어 허그」 허용 정부안 핵심 — M&A를 통한 초저평가 상장사 퇴출 메커니즘	19	자산 재평가 공시 의무화 원가법에서 공정가치로 — 영향권 종목 스크리닝
06	미국·일본 M&A 공시 프로세스 비교 한국 공시의 한계와 「진지한 인수 제안」의 정의	22	M&A 시 공정가액 산정·외부평가 의무화 이마트·신세계푸드 공개매수와 포괄적 주식교환
08	일본 「적대적 M&A 양지화」 사례 Shibaura · Makino · Seven&I — 베어허그가 바꾼 일본 M&A 시장	24	중복상장 원칙금지 신규 중복상장 억제 — 정부안 + 당사 추가 제안
12	M&A 제안을 통한 저평가 해소 시나리오 동국홀딩스 예시 — 작동 메커니즘과 주요 쟁점	25	일본 중복상장 해소 사례 NTT 도코모 · 히타치 — TOB 프리미엄과 모회사 리레이팅
15	저PBR Naming & Shaming 도입 KRX 밸류업 홈페이지 상시 공표 + 영향권 종목군 분석	30	한국 시사점 「자발적 해소 인센티브」 도입 시 시장 반응 전망

한국판 '베어 허그' 허용

▪ Bear Hug - '만년 저평가된 기업의 이사회에 거절하기 어려운 높은 인수가격을 제시하고 이를 공개하게 하는 M&A 압박 전술'

▪ 사실상 민주당이 주도권을 쥐고 금융위원회가 가이드라인을 제정하여 '공시 제도' 개정 추진

- (현재) M&A 제안이 있는 경우 이사회가 이 사실을 모르거나 지배주주 입장만 대변하여 제안을 무조건 적대시하고 경영권 방어에 집중
- (개선) 저성과·부실 기업이 적대적 M&A가 이뤄질 수 있는 환경 조성
- 1) M&A 시 전체 주주의 이익 극대화 관점에서 의사 결정해야 함(이미1차 상법개정 주주충실 의무로 기도입)
- 2) 제안자는 M&A 제안 단계에서 인수배경·추진경과 등에 대한 공시(인수목적, 인수가격 및 선정근거, 자금조달 방안 등 기재) (단순 관심표명은 제외)
- 3) 이사회는 주주 충실의무 기반해서 매수가격 공정성 검토
- 4) 최종적으로 이사회 입장 공시 의무

Bear Hug - 거절하기 어려운 인수제안 전략



자료: WSJ, DS투자증권 리서치센터

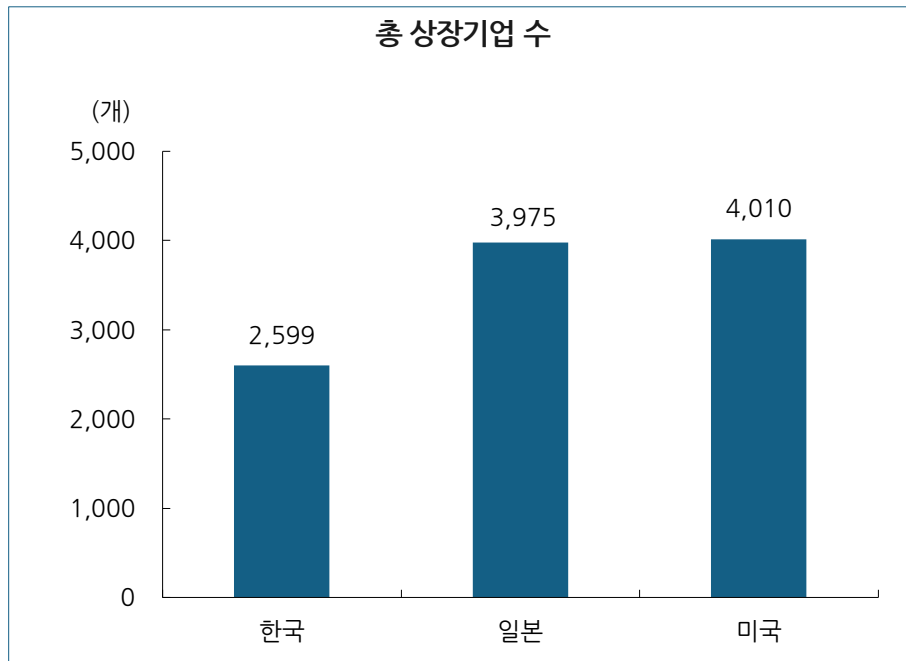
금융위원회 자본시장 체질개선 방안 가이드라인 (6월 이후 법 개정)

제도명	현행	개선
M&A를 통한 저성과 기업 퇴출 유도	<ul style="list-style-type: none"> - M&A 제안 있을 경우 이사회가 지배주주 입장 대변 - 제안을 무조건 적대시 하고 경영권 방어 	<ol style="list-style-type: none"> 1) M&A시 전체 주주의 이익 극대화 관점에서 의사 결정하도록 행위규범 2) M&A 제안 단계에서 일반주주에 인수배경·추진경과 등에 대한 공시 3) M&A 진행 단계에서 이사회가 주주 충실 의무 기반하여 매수가격 공정성 검토입장을 공시하도록 의무화

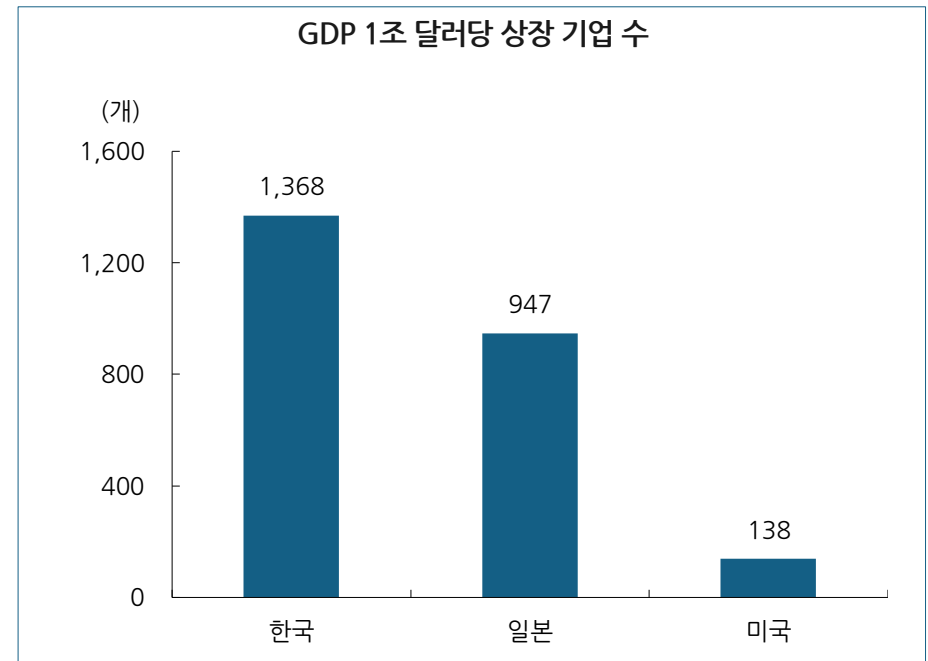
자료: 금융위원회, DS투자증권 리서치센터

최근 당국에서 M&A를 통한 초저평가 상장사 퇴출 필요성 강조

- 정부 여당 합의하에 금융위원회 상장 폐지 요건 강화 추진 중
- 거래소 이사장 ‘경제 규모와 자본 시장 규모에 비해 상장사 과도하게 많은 편’이라고 밝혀
- GDP 1조 달러 당 상장사 수는 일본과 미국 대비 압도적으로 높아
 - 1조 달러당 한국의 상장 기업 수는 1,368개로 미국의 10배 수준
- 현재 정부 여당은 일본, 미국과 같이 시장의 자정 작용을 목표로 정책 추진한다는 입장



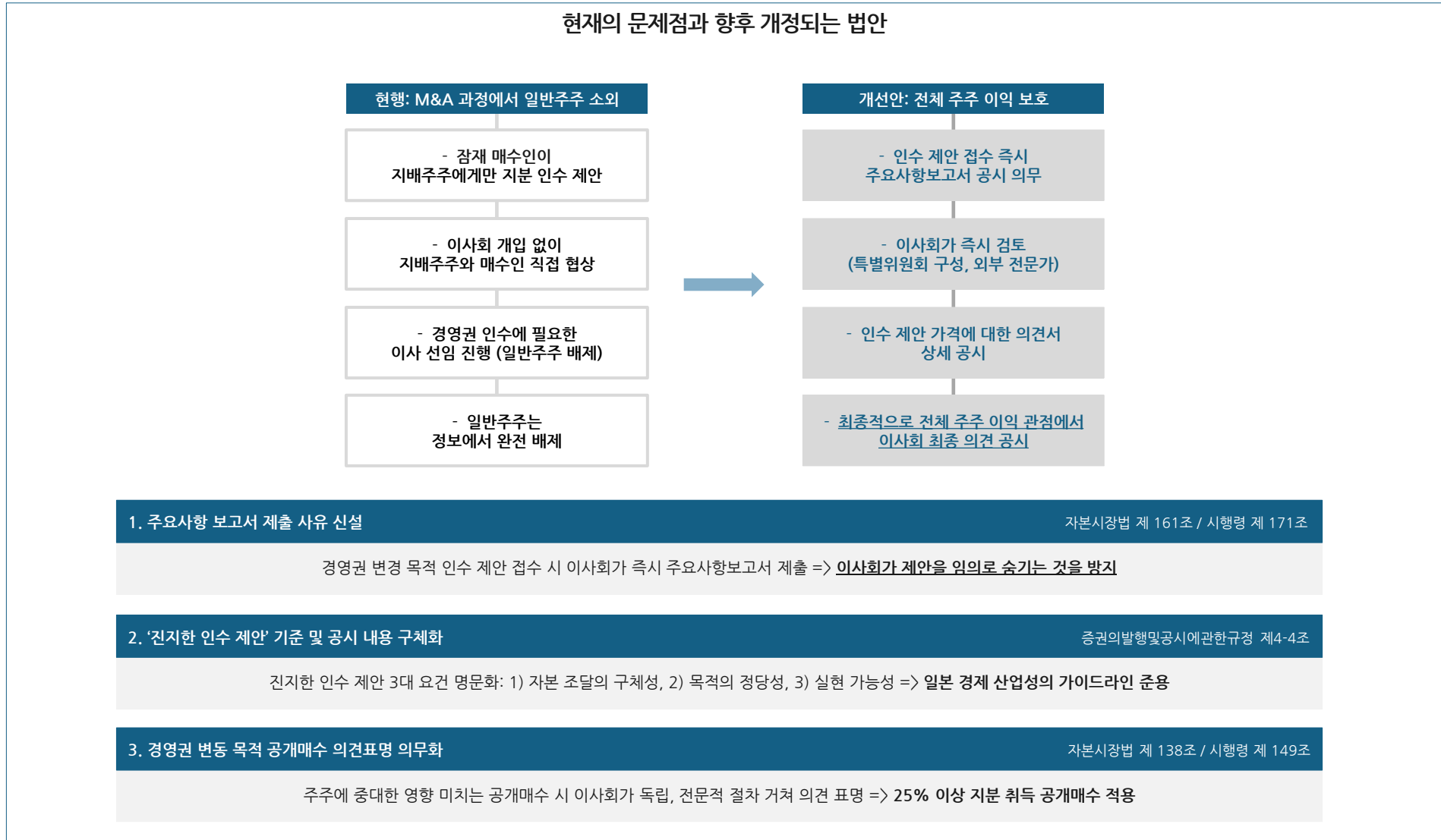
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

M&A를 통한 초저평가 상장사 퇴출 메커니즘 활성화

6월 이후 자본시장법 개정안 발의 통해 공시 제도 변경



자료: 금융위원회, DS투자증권 리서치센터

미국/일본 M&A 제안 공시 프로세스

■ 미국은 제안을 받은 직후 또는 이사회가 공식적인 결정을 내린 직후 공시

- 자금 조달 계획 등의 실현 가능성과 구체성이 있는 M&A 제안은 Form 8K를 통해 4 영업일 내에 공시
- 목적은 Insider Trading 방지와 모든 투자자에게 균등한 정보 제공
- 10 영업일 내에 외부 자문 기관 의견을 포함한 2차 의견 공시 의무

■ 일본은 3 단계를 거침

- 인수 제안을 받은 개별 이사 혹은 경영진은 지체 없이 이사회에 보고
- 이사회가 3가지 기준으로 '진지한 제안' 여부 판단 - 1) 구체성(자금 조달), 2) 목적의 정당성, 3) 실현 가능성

단계	공시 서류	기한	내용
초기 이벤트 발생	Form 8-K	이벤트 후 4영업일 이내	중대한 제안 수령 사실 공시
이사회 공식 입장	Rule 14e-2	10영업일 이내	이사회 찬성/반대/중립 초기 의견. Fairness Opinion 포함. 정보 불충분 시 유보 가능
이사회 최종 결정	Schedule 14D-9	입장 표명과 동시	이사회 의 최종 결정과 결정의 이유

자료: 미국 SEC, DS투자증권 리서치센터

단계	공시 서류	기한	내용
초기 이벤트 발생	적시 공시 (TDnet)	이사회 공식 대응 결정 시	중대한 제안 수령 사실 공시
이사회 공식 입장 표명	의견 표명 보고서	10영업일 이내	이사회 찬성/반대/중립 의견. 제3자 기관 Fairness Opinion 첨부. 금융 상품거래법 제27조의10 근거
이사회 최종 의견 확정	정정 보고서	공개매수 마감 전 (수시 제출)	가격 인상·조건 변경·MBO 구조 수정 등 반영하여 최종 의견 확정 공시

자료: 일본 금융청, DS투자증권 리서치센터

반면 성의 없는 한국 기업들의 공시...

▪ 한국은 거래소 조회 공시 압박이 있을 때만 공시

- 한국 공시 제도는 '검토 중, 확정된 바 없음' 등의 유보 답변만 무한 반복 허용
- 외부 투자자는 관련 정보에 대해서 전혀 알 방법이 없음
- 인수제안 여부, 심지어 인수제안 가격을 아는 일부 내부자들이 주식 거래에 악용 가능

국내 기업들의 인수 관련 공시 예시 및 내부자 거래 사례

조회 공시요구(현저한 시황변동)에 대한 답변(미확정)

1. 제목	(주)신풍 발행주권의 현저한 시황변동 관련 조회공시 답변
2. 내용	<p>본 공시는 2025년 9월 23일 조회공시요구에 대한 답변(미확정) 공시의 재공시입니다.</p> <p><검토중인 사항></p> <p>- <u>당사의 최대주주는 최대주주 변경을 수반하는 주식양수도계약을 제안받고 지속적으로 검토하고 있으나, 현재까지 구체적으로 확정된 사항은 없습니다.</u></p> <p>당사는 추후 구체적인 내용이 확정되는 시점 또는 3개월 이내에 재공시하겠습니다</p> <p>(공시책임자) 상무이사 김학영 ※ 이 내용은 거래소의 조회요구(2024년 11월 26일 17:07)에 따른 공시 사항임</p> <p>- 2024. 11. 26 조회공시요구(현저한시황변동) - 2024. 11. 27 조회공시요구(현저한시황변동)에 대한 답변(미확정) - 2024. 12. 26 조회공시요구(현저한시황변동)에 대한 답변(미확정) - 2025. 3. 25 조회공시요구(현저한시황변동)에 대한 답변(미확정) - 2025. 6. 24 조회공시요구(현저한시황변동)에 대한 답변(미확정) - 2025. 9. 23 조회공시요구(현저한시황변동)에 대한 답변(미확정)</p>

마켓시그널 · IB&Deal

메가스터디 일가 잇딴 주식 매입 경영권 프리미엄 노렸나

손성은 대표 배우자 김정아씨, 23억 규모 장내매수

MBK파트너스에 지분 매각시 두 배 수익 전망

온라인 교육 1위 업체 메가스터디교육(215200) 매각 착수에 즈음해 오너 일가가 수차례에

걸쳐 지분을 매입한 것으로 확인됐다. 경영권 프리미엄을 통한 차익 실현을 노리고 소액주주

가 접근할 수 없는 정보를 활용한 게 아니냐는 의혹이 제기된다. 소액주주 주식매수청구권

제도 등 주주 권리를 보장하는 장치 마련이 필요하다는 지적이 나온다.

자료: Dart, 언론 종합, DS투자증권 리서치센터

일본 '적대적 M&A 양지화'

■ 2023년 8월 31일 공식 제정된 「기업인수 행동지침」을 기점으로 일본은 '적대적 M&A' 양지화

- 일본 M&A 시장을 '기존 경영진 중심 → 주주 중심 시장'으로 전환시킨 트리거
- 이전의 일본은 PBR 1배 이하 다수, 현금 쌓아두고도 비효율 경영, 경영진 보호 중심의 거버넌스라는 구조적 문제를 가졌음
- 동시에 적대적 인수가 거의 없고 경영진의 반대에 따라 딜이 종료되기도 하는 등 외부에서 기업을 변화시킬 메커니즘이 부재
- 이에 METI는 1)이사회가 직접 제안을 검토해야 하며, 2) 주주 이익을 최우선으로, 3) 가격/조건/판단 근거를 공개하라는 핵심 조항을 담은 해당 지침을 발표
- 이후 1)24년 이후 과거에 보기 힘든 '동의없는 매수' 성공 사례와, 2) 공개 압박형 딜이 증가했으며, 3) 경쟁 입찰 사례까지 증가

「기업인수 행동지침」		
구분	핵심 내용	
목적	인수 여부 판단 기준을 경영진 의사가 아닌 기업가치 및 주주이익 극대화 기준으로 재정의	도입 직후 시장 활성화 2024년 M&A 4,700건 / TOB 79 → 90건으로 증가 / 거래 금액 +8.0% YoY 2025년 M&A 5,115건 / 거래 금액 +74.7% YoY
인수 제안 대응	기업은 합리적인 인수 제안을 무시하거나 배제할 수 없으며, 검토·협상 절차를 수행해야 할 의무 존재	
비우호적 인수	대상 기업의 동의가 없는 경우에도 비우호적 공개매수(TOB)를 정당한 거래로 인정	
이사회 역할	이사회는 경영진 방어가 아닌 사외이사 중심으로 독립적이고 객관적인 기업가치 기준 평가 수행	
가격 및 경쟁 구조	단일 협상에 그치지 않고 추가 제안 및 경쟁입찰을 허용하여 가격 발견 기능 강화	
정보 공개	투자자 판단을 위해 인수 조건, 평가 과정, 의사결정 근거를 충분히 공시해야 함	
방어수단 제한	'poison pill' 등 경영권 방어는 기업가치 및 주주이익 보호 목적이 입증되는 경우에만 제한적으로 허용	
주주 권한	인수 수용 여부는 궁극적으로 주주가 가격과 조건을 기준으로 선택하도록 구조 설계	

자료: METI, 언론 종합, DS투자증권 리서치센터

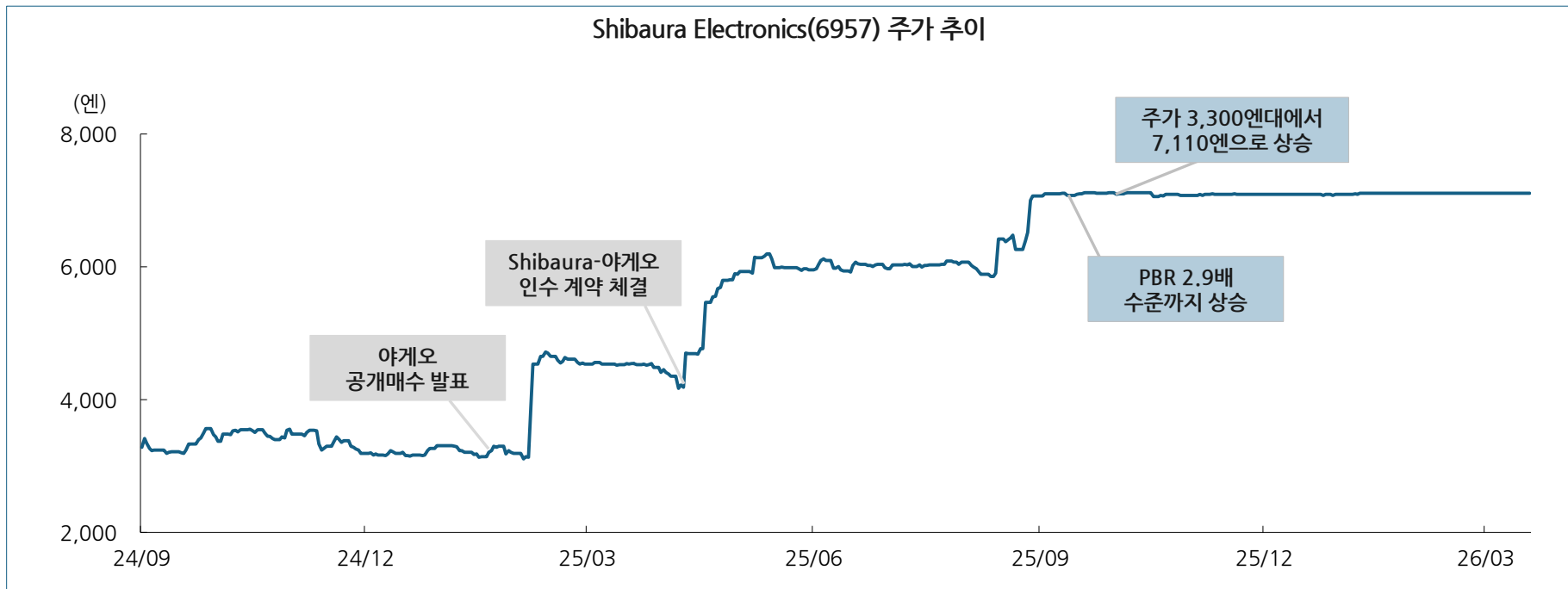
베어허그 일본 사례 – Shibaura Electronics (6957)

- 2025년 Shibaura Electronics(시바우라 전자) 주당 3,000엔 → 7,130엔으로 수직 상승

- Shibaura 전자는 PBR 매우 낮은 전자 부품 회사였음 → 대만 반도체 부품 기업 야게오가 주당 4,300엔에 적대적 공개 매수 선언
- 시바우라 경영진은 이에 맞서 일본 국내 기업 Minebea(미네베아)우군으로 끌어들였고 미네베아가 주당 4,500엔 제시하면서 경쟁 격화

- 이후 야게오와 미네베아가 번갈아 가며 가격을 올리는 경쟁 입찰 구도

- 4,300엔(야게오) → 4,500엔(미네베아) → 5,300엔(야게오) → 5,400엔(미네베아) → 6,200엔(미네베아, 야게오) → 7,130엔(미네베아가 최종 인수)
- 23년 METI 기업 인수 지침 이전이었다면 시바우라 이사회가 야게오의 첫 제안을 ‘적대적’이라며 무조건 거부했을 것



자료: Bloomberg, MyAlpha, DS투자증권 리서치센터

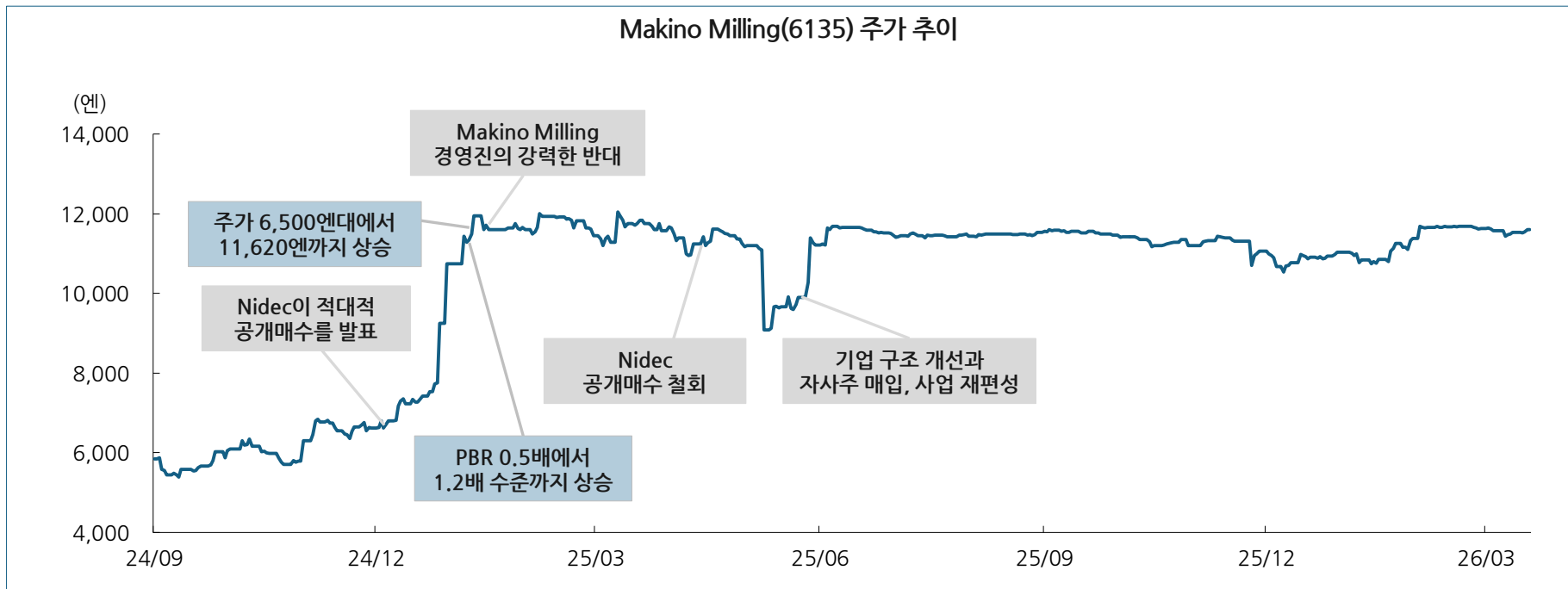
베어허그 일본 사례 – Makino Milling (6135)

▪ 2025년 Makino Milling 주당 6,000엔 → 11,571엔

- 공작기계 제조사 Makino Milling에 대해 일본 최대 모터 기업 Nidec이 주당 11,000엔 적대적 공개 매수 선언
- 마키노 이사회는 이에 맞서 ‘포이즌 필 (Poison Pill, 신주 저가에 살 수 있는 권리)’을 통해 시간을 번 뒤 MBK를 백기사로 찾음

▪ MBK가 주당 11,571엔 제시하면서 이사회는 MBK 선택

- MBK가 Nidec보다 높은 가격 제시하면서 Makino 이사회는 MBK 선택
- 이 case가 흥미로운 점은 여기서 ‘포이즌 필’이 경영권 방어용이 아닌 ‘더 좋은 조건을 끌어내는 협상 도구’로 활용됐다는 점



자료: Bloomberg, MyAlpha, DS투자증권 리서치센터

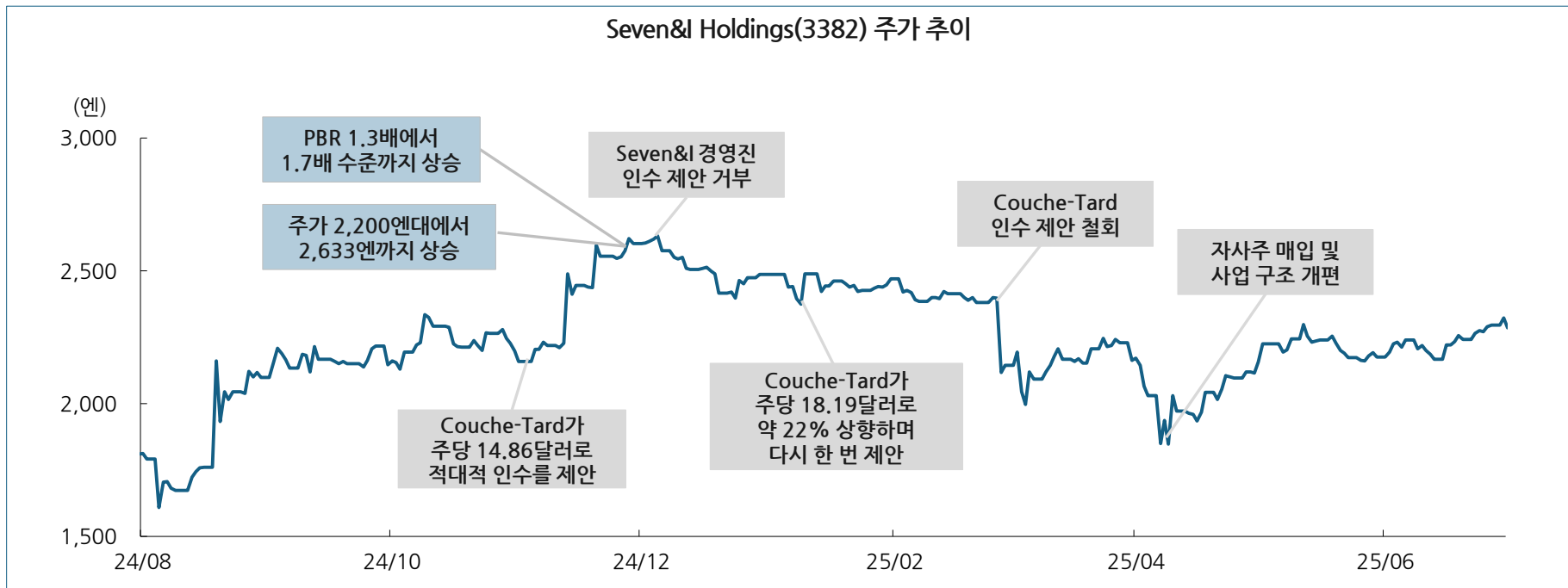
베어허그 일본 사례 – Seven&I Holdings (3382)

2024년 Seven&I 주당 1,800엔 → 2,400엔

- 24년 캐나다 글로벌 편의점 체인 Couche-Tard가 주당 2,100엔의 비구속적 인수 제안 (현금 지급 인수 제안)
- 과거 일본이었다면 '외국 기업의 적대적 제안'이라며 이사회가 즉각 거부했겠지만,
- 지침에 따라 Seven & I 이사회는 공시하고 검토한 후 거절하면서 MBO (경영진 자체 매수)를 역제안
- 즉각 Couche-Tard는 주당 2,700엔으로 상향 조정

Couche-Tard가 자금 조달 실패로 Deal은 실패한 것처럼 보이나 긍정적 구조 변화 Case

- Couche-Tard 자금 조달 실패로 Deal은 무산
- 다만 Seven&I 측은 경영진 교체, 비핵심 사업 분할, 자사주 매입 130억 달러 등 대규모 구조개혁 발표



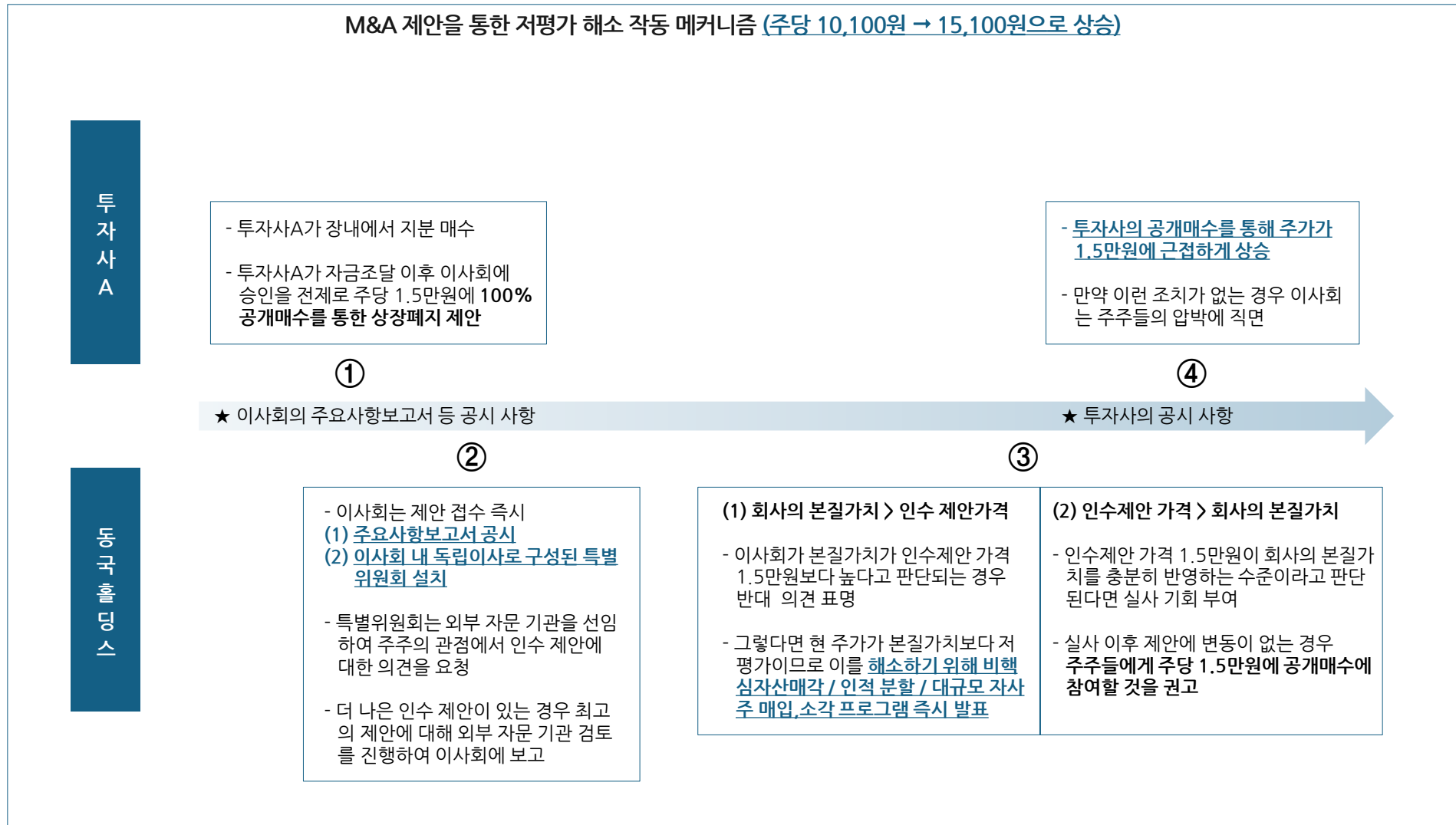
자료: Bloomberg, MyAlpha, DS투자증권 리서치센터

예시) M&A 제안을 통한 저평가 해소 시나리오 - 동국홀딩스

동국홀딩스 내재 가치				
(십억원, 배)	금액	적용 멀티플	가치	비고
영업 가치 (a)			247	
철강부문 EBITDA	6.0	3.5	21	건설 수요 정체 지속 국면에서 수출 다변화로 하방 방어 가정
운송부문 EBITDA	36.0	4.5	162	25년 D&A 구조 유지 가정
무역부문 EBITDA	15.0	3.5	53	DKI-DKC 중계무역. DKC 그룹 내부 물량 중심 구조로 하방 안정. 보수적 멀티플 적용
기타+지주 EBITDA	11.0	1.0	11	연결 내부거래 조정 반영. 지주사 본사비용 상쇄 후 잔여가치만 인정
(%, 십억원)	지분율	시가총액	NAV	비고
비영업 가치 (b)			129	상장 자회사 50% 할인
동국제강	37%	518	194	전일 증가 기준
동국씨엠	37%	171	64	전일 증가 기준
비상장 자회사 (c)			35	부동산/펀드/소수지분 부문은 장부가 50% 할인
순차입금 (d)			-60	현금성 예치금 포함 실질 순차입금 기준
Target 시가총액			469	(a)+(b)+(c)-(d)
1주당 인수 제안가 (원)			15,100	
1개월 가중평균 주가 (원)			10,100	
괴리율 (%)			49.5	

자료: 동국홀딩스, DS투자증권 리서치센터 추정

예시) M&A 제안을 통한 저평가 해소 시나리오 - 동국홀딩스



★ 이사회의 주요사항보고서 등 공시 사항

➔

★ 투자사의 공시 사항

자료: DS투자증권 리서치센터

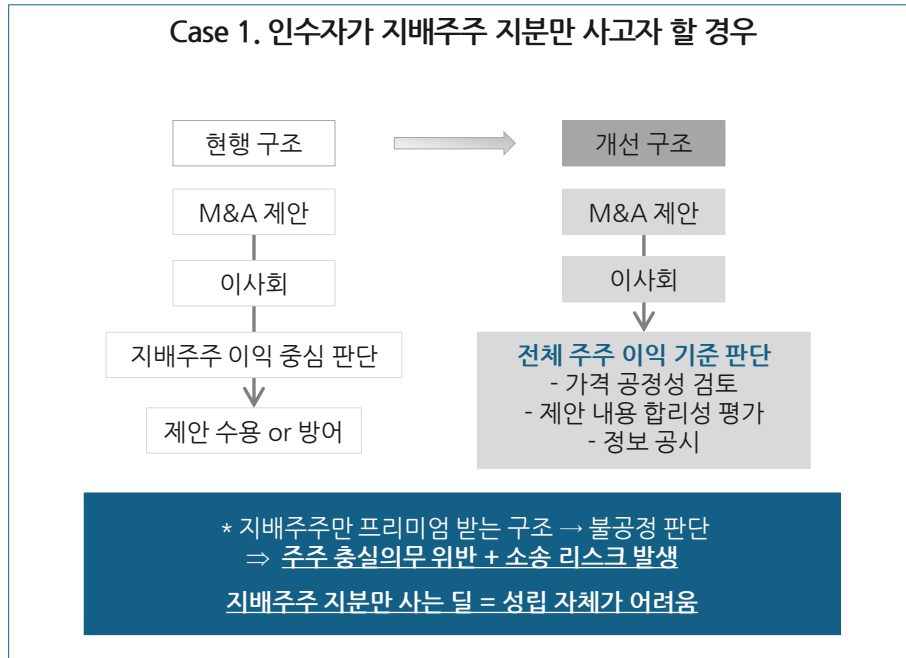
대주주 지분만 사겠다는 제안이 들어오는 경우

Case 1. 인수자가 지배주주 지분만 사려고 하는 경우

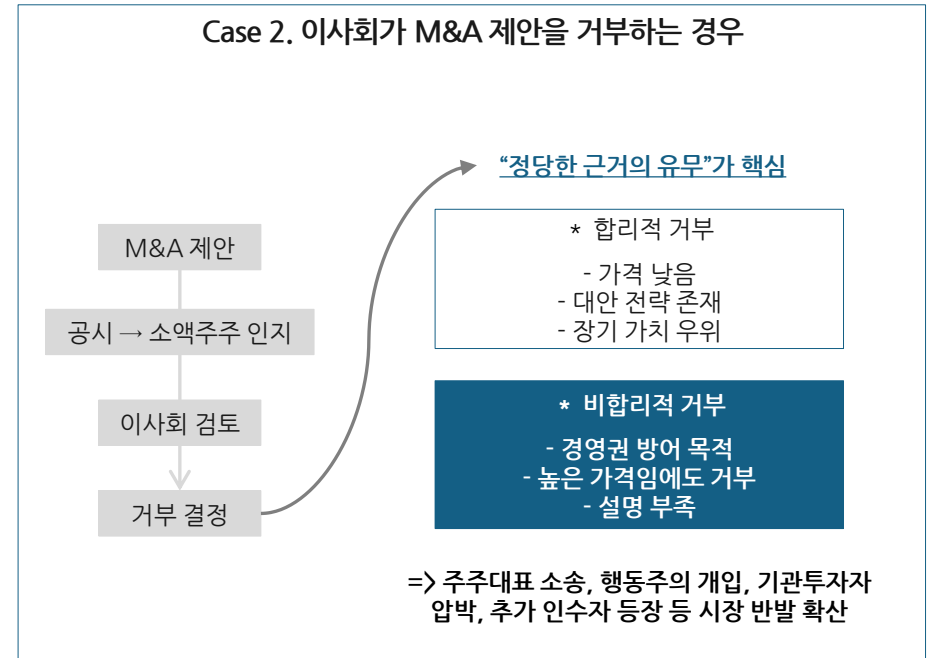
- 지금까지는 인수자가 지배주주 지분만을 고가로 매수 제안 할 경우 이사회는 묵인 할 수 있었음(의무공개 매수 제도가 없기 때문에 가능)
- 제도 변경 후 '지배주주 지분만 매수를 제안할 경우' 가격, 구조, 대상 등을 공시하여 소액주주도 인지하도록 의무화
- 최종적으로 이사회는 "이 딜이 전체 주주에게 공정한가?"를 기준으로 판단해야 함 - 주주충실의무 위반과 소송 리스크로 인해 이러한 제안은 승인이 거의 불가능

Case 2. 이사회가 무작정 M&A 제안을 거부하는 경우

- '정당한 근거의 유무'가 중요할 것. 정당한 근거가 없을 시 큰 리스크 부담
- 가격이 낮거나, 장기 가치가 더 높을 경우엔 합리적 거부로 인정 → 또는 공개 입찰에 참여하려는 인수 대상을 찾으면 OK
- 다만 1)경영권 방어 목적이거나, 2)충분히 가격이 높음에도 거부하거나, 3)설명이 부실할 경우 주주 충실 의무 위반과 대규모 소송 리스크 직면



자료: DS투자증권 리서치센터



자료: DS투자증권 리서치센터

저PBR 기업에 대한 Naming & Shaming 도입

▪ 저PBR 기업가치 제고 노력

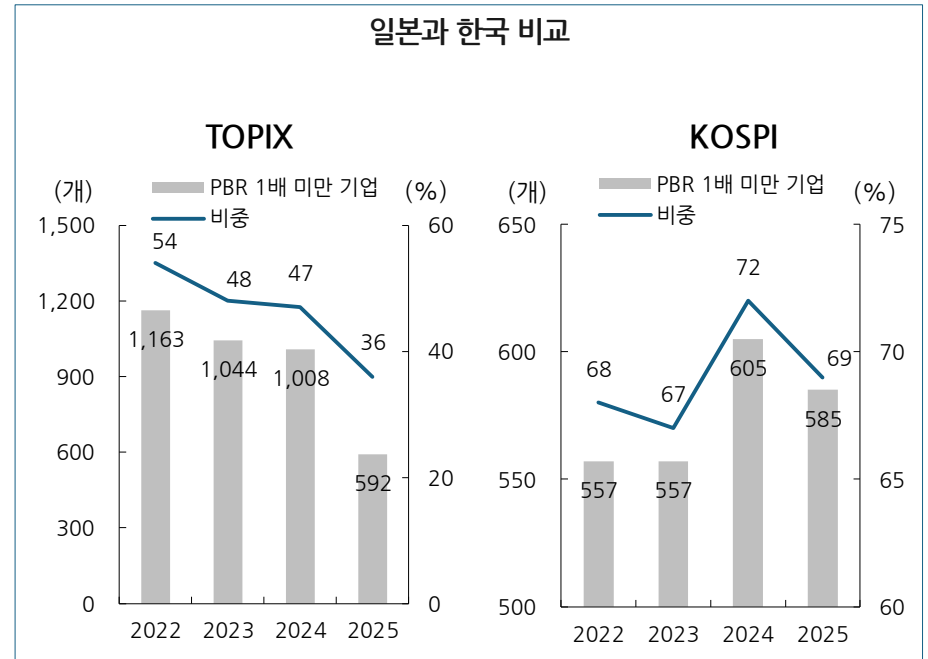
- (현행) 낮은 PBR에도 불구하고 대주주 이익을 위해 주가가 낮더라도 방치
- (개선 방안) 저 PBR 기업 리스트 KRX 밸류업 홈페이지에 상시 공표, 종목명에 '저PBR' 태그(Naming & Shaming)
- 기준: PBR이 동일업종 내 2반기 연속 하위 20%, 4·10월마다 선정
- 기업가치 제고계획 공시를 수행한 경우 공표·태그표출을 일정기간 면제

▪ 일본은 23년 이후 PBR 1배 미만 기업 급격히 감소

- 한국은 PBR 1배 미만 기업 비중은 일본의 2배

제도명	현행	개선
저 PBR 기업가치 제고 노력 유도	대주주 이익을 위해 저 PBR 방치	<ul style="list-style-type: none"> - KRX 밸류업 홈페이지에 상시 공표 종목명에 저PBR 태그(naming & shaming) - 기업가치 제고 계획 공시 수행한 경우 일정기간 태그 표출 면제

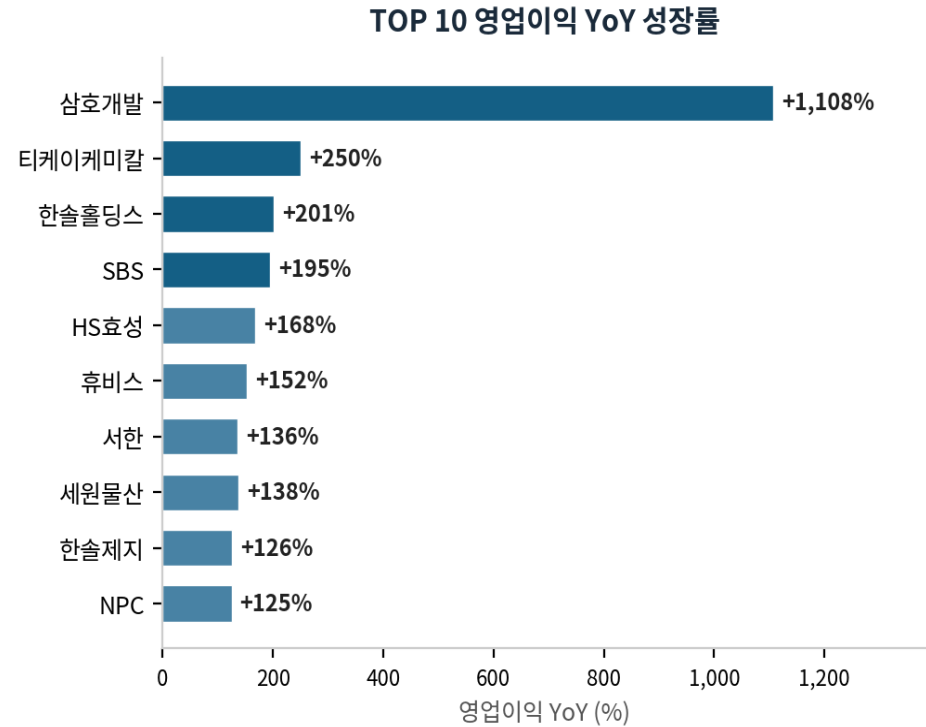
자료: 금융위원회, DS투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 언론보도, DS투자증권 리서치센터

TOP 10 — 숫자가 말하는 것

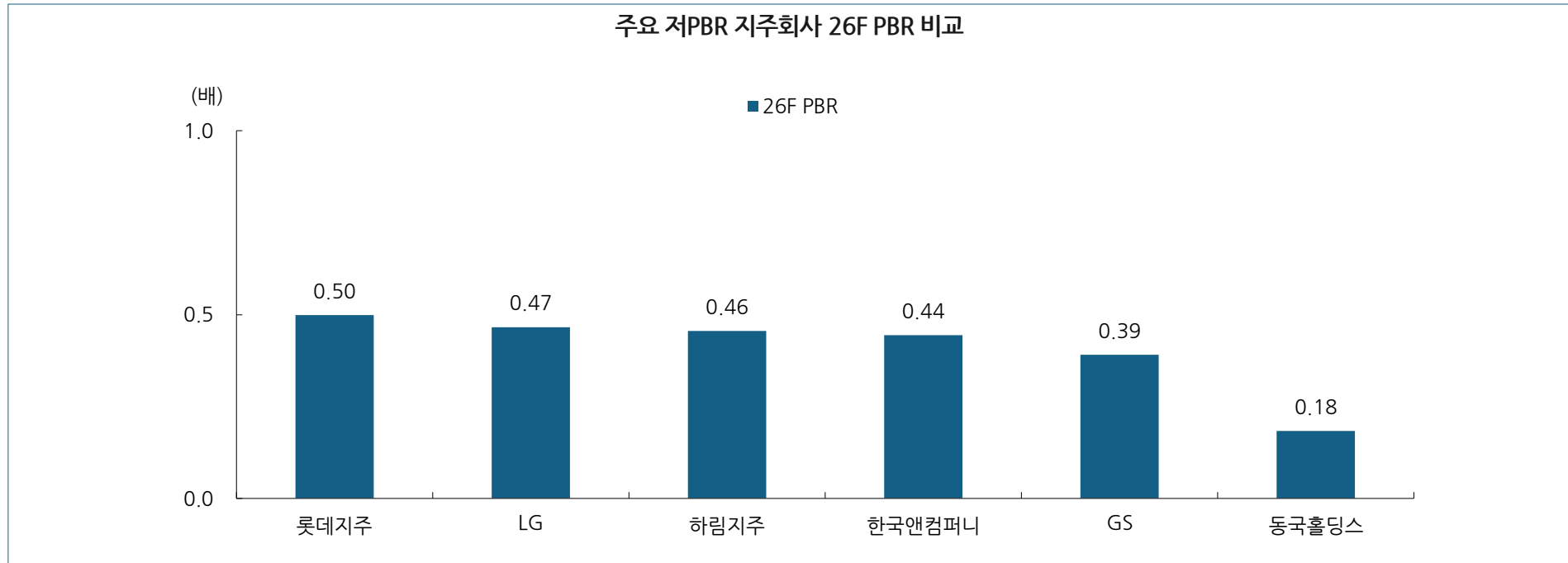
#	종목명	PBR	YoY	52주	배당
1	삼호개발	0.39	+1,108%	+25%	5.3%
2	티케이케미칼	0.17	흑전	+62%	-
3	한솔홀딩스	0.26	+201%	+36%	-
4	SBS	0.31	흑전	-20%	-
5	HS효성	0.39	+168%	+42%	-
6	휴비스	0.26	흑전	+52%	-
7	서한	0.27	+136%	+30%	4.9%
8	세원물산	0.26	+138%	+51%	-
9	한솔제지	0.29	+126%	+8%	-
10	NPC	0.28	+125%	+0%	-



핵심 인사이트

- 333개 저PBR 종목 중 PBR 0.4x 이하, 시총 1,000억+, 영업이익 흑자 기준 스크리닝
- TOP 10 평균 영업이익 YoY +319% — 1위 삼호개발은 12억→145억으로 +1,108% 급증
- 흑자전환 3종목: 티케이케미칼(PBR 0.17배 최저), SBS, 휴비스
- 고배당: 삼호개발 5.3%, 서한 4.9% — 건설업 수주 활발 + 주주환원 의지 명확

주요 저PBR 지주회사 26F PBR 비교



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

저PBR — P/B(TTM) 기준 낮은 순

상위 시총 저PBR 유니버스 726종목 중 PBR > 0 기준

	종목명	PBR
1	티와이홀딩스	0.14
2	무림SP	0.16
3	크리스탈신소재	0.16
4	유니드비티플러스	0.16
5	유성기업	0.17
6	티케이케미칼	0.17
7	핸즈코퍼레이션	0.17
8	무림페이퍼	0.19
9	동일제강	0.19
10	동국씨엠	0.19
11	성창기업지주	0.19
12	대한방직	0.20
13	동일산업	0.20
14	대원	0.20
15	서한	0.20
16	롯데하이마트	0.20
17	윌비스	0.20
18	넥스텐앤롤코리아	0.21
19	롯데쇼핑	0.21
20	동국홀딩스	0.21
21	KG에코솔루션	0.21
22	한진	0.21
23	이건산업	0.21
24	대한화섬	0.21
25	남성	0.22
26	더테크놀로지	0.22
27	KD	0.22
28	리드코프	0.22
29	한국전자홀딩스	0.22
30	AK홀딩스	0.23
31	디에이치엑스컴퍼니	0.23
32	조광페인트	0.23
33	로스웰	0.23
34	문배철강	0.23

자료: DS투자증권 리서치센터

자산 재평가 기준의 숫자는 재무제표 주식에 공시 의무화

▪ 재평가 기준 자산가치 공시

- (현행) 일부 기업들이 자산가치 상승에도 불구하고 시가(공정가치)로 재평가하지 않아 기업가치 왜곡(상장사 95%가 원가법 적용)
- (개선 방안) 주요 자산 재평가로 장부가치-공정가치 차이를 재무제표 주식공시 의무화

▪ 금융위는 향후 토지 외에 자산까지 범위 확대 추진

- 토지에 대해 공시지가 활용한 주식공시 의무화 추진
- 공정가치 평가 용이성 등 고려하여 의무대상 자산군 범위 확대 검토

자본시장 체질개선 방안 보도자료 중 '재평가 기준 자산가치 공시 도입' 내용 정리

제도명	현행	개선
재평가 기준 자산가치 공시 도입	<ul style="list-style-type: none"> - 일부 기업들 자산가치 시가로 재평가 하지 않음 - 대다수 상장사(95%)는 원가법으로 평가 - 회사가 보유한 자산의 실질 가치 변동을 올바르게 반영하는데 한계 	<ul style="list-style-type: none"> - 자산재평가 후 장부가치-공정가치 차이 재무제표 주식에 공시 의무화 - 주된 저평가 대상인 토지에 대해 공시지가(매년 1월 산정)를 활용한 주식 공시 의무화 - 향후 공정가치 평가 용이성 고려하여 의무대상 자산군 범위 확대 검토

자료: 금융위원회, DS투자증권 리서치센터

부동산, 토지 외에 기타 자산으로 범위 확대 추진

▪ 대표적 예시 하림지주

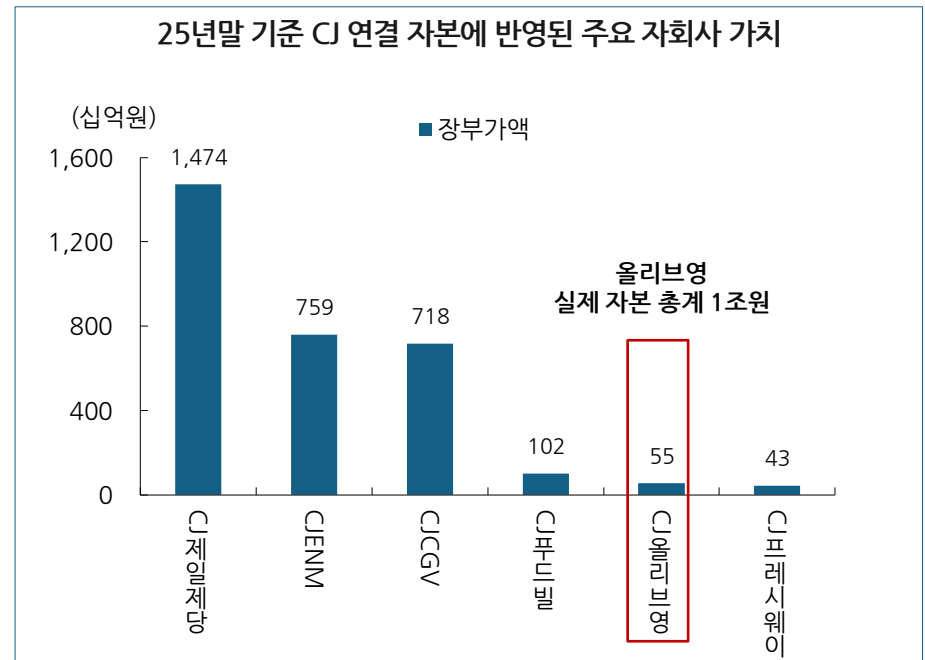
- 하림지주: 양재동 부지 장부가액 4,955억원 ↔ 예상 평가액 1조 6천억원
- 최초 매입 시점(2016년) 대비 장부가액 변화가 없는 상황

▪ 대상 자산을 기존 토지 등의 부동산에서 기타 자산으로까지 확대 추진

- CJ: 올리브영 가치 원가법으로 550억원 반영 ↔ 25년 말 실제 자본 총계 1조원
- K-IFRS 상 종속기업 투자주식은 정관 상 원가법 또는 지분법 평가 허용
- 다만 비상장 자회사를 원가로 묻어두는 것이 저 PBR 핵심 원인 중 하나
- 향후 자회사 공정가치 공시까지 이어질 전망

구분	내용
주소	서초구 양재동 225번지 일대 약 86,000㎡ (26,015평)
최초매입가/시점	4,525억원 / 2016년
장부가액	4,955억원
예상 평가액	최소 1조 6천억원

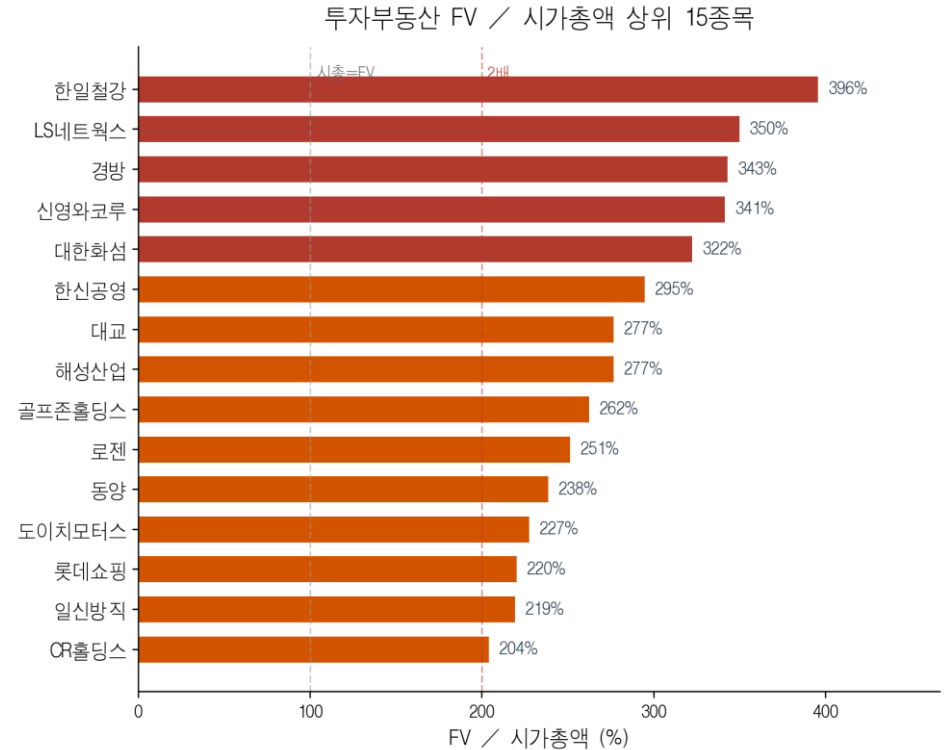
자료: DS투자증권 리서치센터 추정



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

시가 총액 대비 비영업용 자산의 감정가액 규모가 큰 회사들

종목명	PBR	시총(억)	FV(억)	FV/시총
한일철강	0.57	1,184	4,684	396%
LS네트웍스	0.47	2,845	9,951	350%
경방	0.31	2,876	9,862	343%
신영와코루	0.39	1,541	5,259	341%
대한화섬	0.21	1,713	5,522	322%
한신공영	0.25	1,730	5,096	295%
대교	0.43	1,434	3,968	277%
해성산업	0.31	2,735	7,564	277%
골프존홀딩스	0.26	2,163	5,675	262%
로젠	0.27	1,275	3,203	251%
동양	0.23	2,375	5,662	238%
도이치모터스	0.33	1,285	2,923	227%
롯데쇼핑	0.21	31,033	68,283	220%
일신방직	0.31	3,288	7,204	219%
CR홀딩스	0.36	2,342	4,776	204%



핵심 인사이트

- PBR 0.8x 이하 · 시총 1,000억+ · FV/시총 50%+로 스크리닝한 60개 종목의 평균 PBR은 0.39배
- 장부가-공정가치 괴리 합산 약 11.4조원 — FV/시총 중앙값 96%, 15개 종목은 200% 초과
- 극단 사례: 한일철강(396%) · LS네트웍스(350%) · 경방(343%) — 부동산만으로 시총의 3배 이상
- FV/BV 극단: 대한화섬 6.4배 · 신영와코루 5.5배 · 롯데쇼핑 4.2배 — 원가모형이 만든 장부 위의 착시

M&A시 공정가액 산정 및 외부평가 의무화

▪ M&A시 공정가액 산정 및 외부평가 의무화

- (현행) 계열사간 합병시 상장사의 합병가액을 주가에 기초하여 합병가액 조정 가능
- (개선 방안) 합병, 분할, 중요 자산·영업 양수도, 포괄적 주식교환·이전 추진시 공정가액 산정 및 외부평가 의무화
- 공정가액은 주가, 자산가치, 수익가치 등 종합적 고려해 산정
- 관련 자본시장법 개정안 기발의 되었고 사실상 여야 합의

▪ 대표적 예시: 이마트의 신세계푸드 완전 자회사화

- 이마트는 공개매수 후 자발적 상장폐지 실패하여 포괄적 주식교환 진행 중

자본시장 체질개선 방안 보도자료 중 'M&A시 공정가액 산정 및 외부평가 의무화' 내용 정리

제도명	현행	개선
M&A시 공정가액 산정 및 외부평가 의무화	- 합병가액이 시가로 결정돼 합병가액 조정 가능	- 합병 추진 시 공정가액 산정 및 외부평가 의무화 - 공정가액은 주가, 자산가치, 수익가치 종합 고려

자료: 금융위원회, DS투자증권 리서치센터

이마트의 신세계푸드 공개매수 후 포괄적 주식교환

■ 이마트, 신세계푸드 공개매수 및 포괄적 주식교환으로 완전자회사 추진

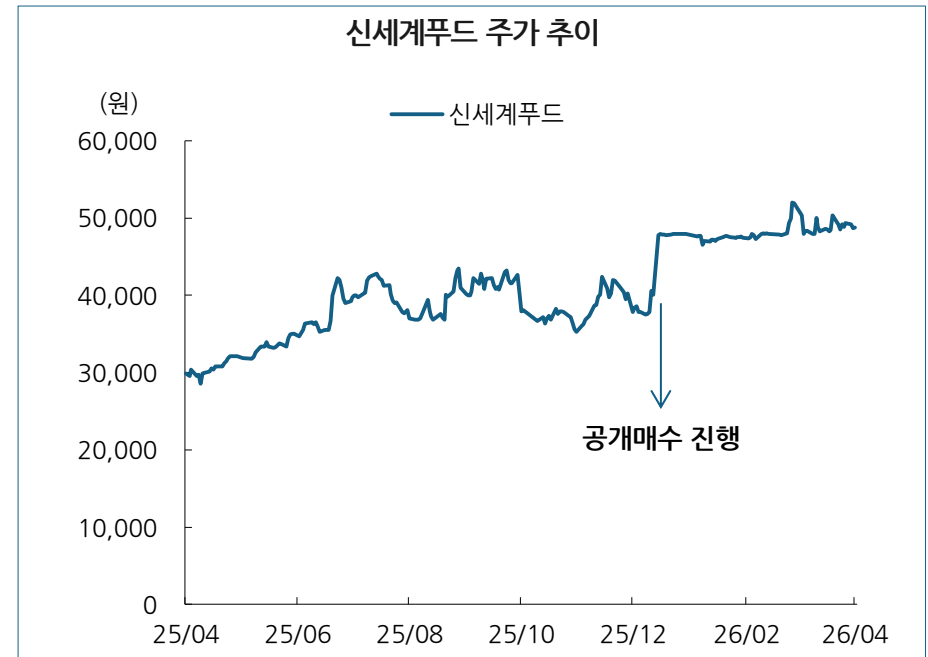
- 이마트가 55.4%를 보유한 신세계 푸드를 주당 48,120원에 공개매수 진행 (발표 전일 종가 대비 20% 프리미엄)
- 공개매수가 PBR 0.57배 수준으로 소액주주 반발 → 목표 지분율 95%대비 낮은 66.45% 확보
- 자사주 포함 73.1% 확보로 주주총회 특별요건 충족 → 추가 공개매수 없이 포괄적 주식교환 추진

■ 6월 8일까지 잔여 지분에 대해서는 주식 교환 추진 → 다만 관련 법안 현재 소위 심의 중

- 주식 교환가액이 50,191원으로 PBR 0.59배 수준에 불과
- 1,200억원 규모의 급식사업부 매각에 따른 현금 유입 있었으나 반영 전 재무제표 기준으로 교환가액을 산정
- 금감원은 3월 30일 '투자판단 관련 주요 사항 등과 관련하여 중요한 누락 또는 허위 기재가 있다'며 포괄적 주식교환 증권신고서 정정명령 부과
- **만약 6월 8일 전 자본시장법개정 및 시행시 1) 자산, 수익 가치 포함시켜야 하며, 2) 외부 평가기관에 판단까지 받아야 함**

이마트의 신세계푸드 공개매수, 포괄적 주식교환 개요	
공개매수	
가격	48,120원
PBR	0.57배
포괄적 주식교환	
가격	50,191원
PBR	0.59배

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터



자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

중복상장 원칙금지

중복상장 원칙금지

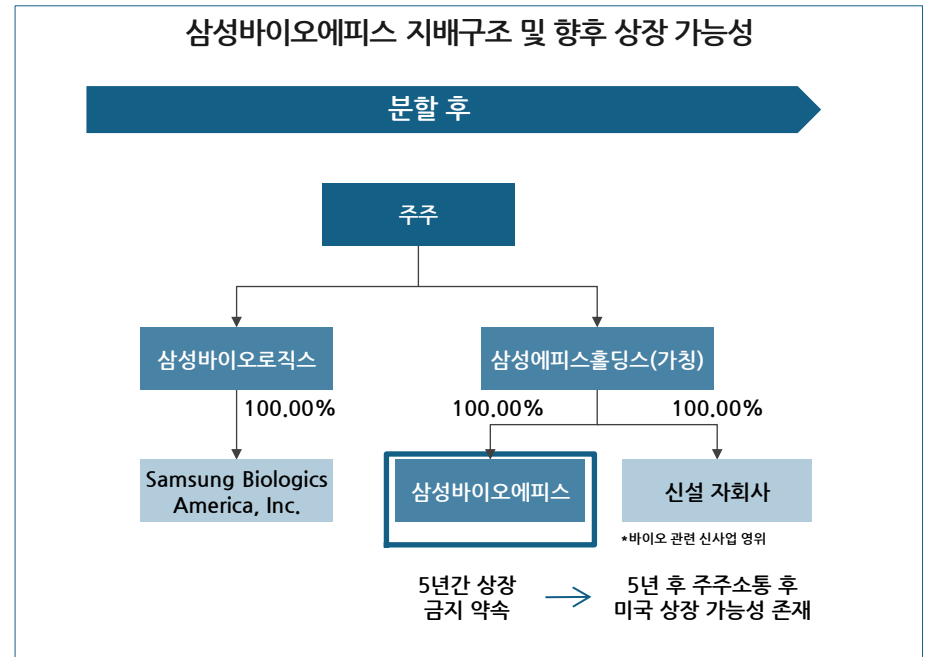
- (현행) 해외 주요국 대비 중복상장 비중 높은 편으로 중복상장이 핵심사업 분리, 대주주 지배력 강화로 이어진 경향
- (개선 방안) 중복상장에 따른 모회사 일반주주 권익 침해 방지장치 마련
- 1) 한국거래소 상장심사 시 중복상장 원칙금지 → 일반주주 동의, 국내상장 필요성 등 종합하여 예외적 경우만 허용
- 2) 자회사 중복상장 시 모회사 이사회에 주주 충실의무부여 가능 → 중복상장 추진 시 이사회가 일반주주 관점에서 영향평가 및 공시 의무 부과
- 모회사 주주 관점에서 중복상장이 부정적이면 실질적으로 추진 제한 / 해외 중복 상장 시에도 적용 가능

지켜볼 예시: 삼성바이오에피스

- 5년 후 삼성바이오에피스가 해외 상장을 노릴 경우 에피스홀딩스 주주 관점에서 영향평가 공시 의무 발생
- 에피스홀딩스 주주 입장에서는 미국 상장을 통해 상당한 가치를 인정 받는 것을 선호할 수 있음

제도명	현행	개선
중복상장 원칙금지	<ul style="list-style-type: none"> - 중복상장 비중 해외대비 높은 편 - 중복상장이 핵심사업 분리, 대주주 지배력 강화로 이어짐 	<ul style="list-style-type: none"> - 중복상장 원칙 금지 (일반주주 동의 등 예외만 허용) - 자회사 중복상장 시 모회사 이사회에 주주충실의무 부여 (해외 상장 시에도 동일)

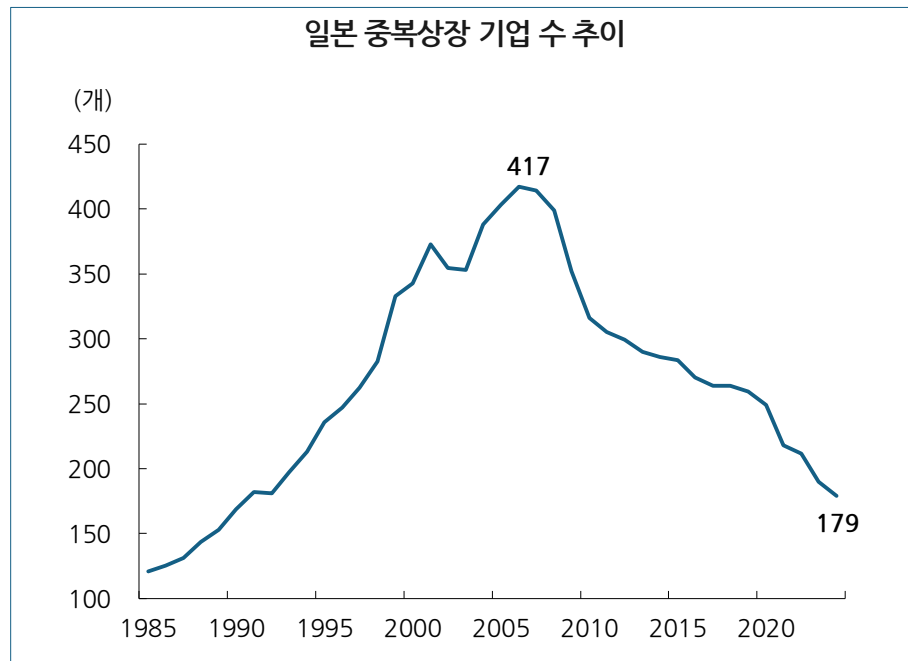
자료: 금융위원회, DS투자증권 리서치센터



자료: 삼성바이오로직스, DS투자증권 리서치센터

일본 증시 30년만의 PBR 1배 회복

- 도쿄증권거래소의 단 한 줄 요구 — "PBR 1배 미만이면 개선 계획을 공시하라, 미이행 시 명단 공개"
- 3,800개 상장사가 움직이기 시작 — 자사주 매입, 자회사 흡수, 자진 상장폐지, 정책보유주 매각이 동시 진행
- 프라임 시장 유지 요건 강화와 GPIF 의결권 행사가 압박을 가중
- 2024년, 30년 만의 PBR 1배 회복 — ROE 9.1%, 배당성향 35%, 정책보유주 6조엔 축소를 통한 구조적 재평가 국면 진입



자료: 노무라자본시장연구소, DS투자증권 리서치센터

항목	핵심 지표
그룹 가치	NAV 할인율, PBR, ROE
독립성	외부매출 비중
자본효율	ROIC, TSR
소수주주	배당, minority TSR
거버넌스	독립이사, special committee

자료: 언론종합, DS투자증권 리서치센터

중복상장 문제 해소 사례 - 일본

- 직접적인 규제나 금지보다는 법적 절차와 세제 인센티브를 정비하는 방식. 해소의 실행 비용을 낮춰 자연스럽게 정리되도록 유도
- 1) 스퀴즈아웃. 자회사를 없앨 수 있도록 회사법으로 다양하게 열어둔 상태
 - 포괄적 주식교환, 주식매도청구, 전부취득조항부종류주식, 액면병합 등 여러 방식으로 소액주주 정리 가능
 - 단주 처리 후 현금 지급으로 사실상 강제 퇴출 구조
 - 이 과정을 단순 매각이 아니라 ‘회사 구조개편’으로 인정하는 세제. 주주 과세이연 및 취득가액 승계가 가능하도록 함
- 2) 스핀오프. 자회사 주식을 주주들에게 나눠줌으로써 모회사랑 관계를 끊는 방식
 - 2017년 세법 개정을 통해 이런 분배를 해도 비과세 하도록 특례 도입
 - 다만 현재는 완전자회사 중심으로 적용. 실제로는 스퀴즈아웃을 보완하는 수단으로서의 역할

스퀴즈아웃: 법적 수단 + 세제 혜택		
구분	내용	효과
법적 수단	- 포괄적 주식교환 - 주식매도청구 - 전부취득조항부종류주식 - 액면병합	다양한 경로로 소액주주 정리 가능
주주 과세	조직재편으로 인정 시 과세이연	소액주주 즉시 과세 없음 → 저항 감소
법인 과세	적격 조직재편 시 장부가 승계	인수 시 세금 부담 없음
정책 성격	스퀴즈아웃을 ‘구조개편’ 으로 인정	실행 유인 강화

자료: 언론종합, DS투자증권 리서치센터

스핀오프: 제도 및 세제		
구분	내용	한계
구조	자회사 주식을 모회사 주주에게 현물 분배	-
세제	일정 요건 충족 시 비과세 (2017년 개정)	적용 범위 제한
적용 대상	주로 완전자회사	부분 지분에는 제한적
제도 성숙도	개선 진행 중	미국 대비 유연성 부족

자료: 일본 경제산업성, DS투자증권 리서치센터

일본의 중복상장 관리 우수 사례

기업 (모회사/자회사)	문제 상황	핵심 조치	결과
Roche / Chugai	외국 모회사 지배 → 소수주주 보호 우려	- 자회사 상장 유지 이유를 사업모델과 연결해 명확히 설명 - 독립 사외이사 중심 governance 구축 - 투자자-사외이사 직접 소통	중복상장 유지에도 불구하고 지배구조 디스카운트 최소화
Nippon Paint	지배주주 구조 → 가치 이전 우려	- 모회사와의 자본 관계를 활용해 M&A-아시아 확장 - 구조적 장점과 리스크 모두 공개	지배주주 구조를 성장 전략으로 전환 → 기업가치 크게 상승
Canon / CMJ	자회사 자금이 모회사에 묶여 있음	- 모회사 대여금 전액 회수 - 자금을 성장 투자에 재배치 - cash allocation 공개	자회사 가치 독립성 확보 → 자본 효율성 개선
Fujitsu	다수 상장 자회사 → 비효율 구조	- 비핵심 사업 carve-out (일부 매각/일부 독립/일부 유지) - 포트폴리오 재편	중복상장 구조 자체를 줄이는 방향 → 그룹 수익성 개선
NTT / NTT DATA	이중상장 → 의사결정 지연 + 이해상충	- 완전자회사화 (상장폐지)	중복상장 완전 해소 → 의사결정 속도 + 투자 집행력 개선
ITOCHU / DESCENTE	자회사 유지 기준 불명확	- 보유 필요성 정기 재검토 - 필요 시 매입·매각 실행	중복상장을 상시 평가 대상으로 전환, 실제로 완전자회사화 실행
ADEKA / Nihon Nohyaku	모회사 책임 회피 → governance 약화	- 모회사가 직접 governance 개선 개입 - 내부통제·이사회 구조 강화	소수주주 보호 수준 상승 → 거버넌스 디스카운트 완화
SoftBank / SoftBank	모회사와 거래 → 이해상충 리스크	- 사외이사 과반 구조 - 특별위원회로 내부거래 심사 - 의사결정 공개	내부거래 리스크 통제 → 투자자 신뢰 확보

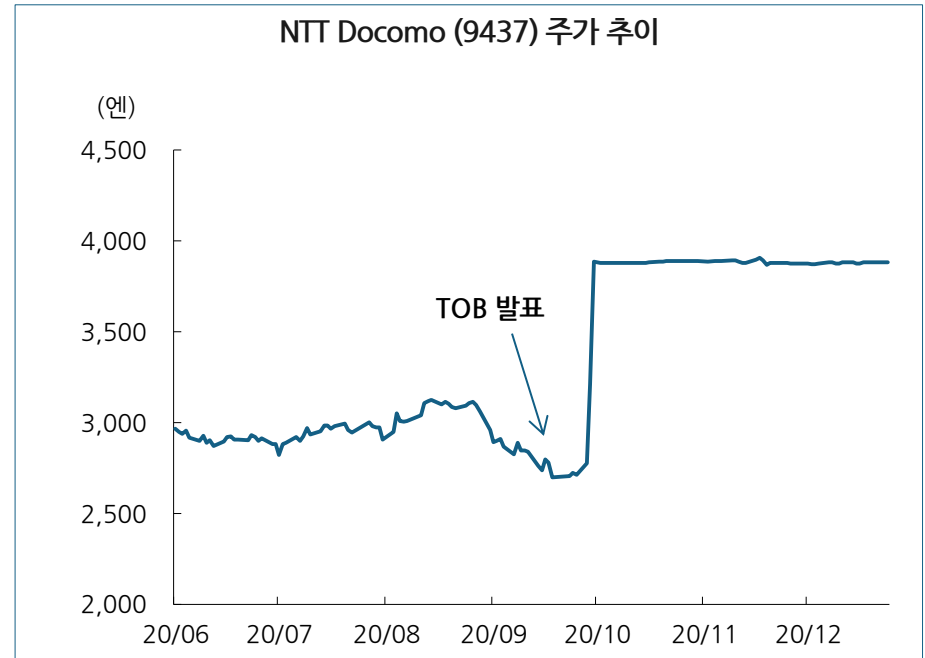
자료: JPX, DS투자증권 리서치센터

Case Study (1): NTT의 도코모 100% 자회사화

- 거래액 4.3조엔, 프리미엄 40.5%로 사상 최대 규모 TOB
- 딜 배경은 도코모(시총 12조엔)와 모회사 NTT(시총 8.7조엔) 간의 역전된 자본 구조 정상화 필요성
 - 도코모 이익의 약 1/3이 외부 주주에게 귀속 → 100% 자회사화 시 연 약 2,800억엔 추가 이익 귀속
 - 5G, IOWN 등 그룹 차원 전략 추진을 위한 의사결정 일원화 필요
- 이전부터 'PBR 1배 회복' 압박을 받던 통신·금융 자회사 인수의 신호탄
 - 사전 보도일 주가 +15.8% 급등, 익일 +20.9% 급등으로 TOB 가격에 즉시 수렴
 - 이후 NTT 데이터(2025년 5월)까지 동일한 패턴이 반복. 시장이 '다음 차례'를 선반영하는 행태 형성

구분	내용
발표일	2020년 9월 29일
발표 전 NTT 보유 지분	약 66.2% (잔여 33.8% 매수 대상)
TOB 가격	주당 3,900엔
프리미엄 (9.28 종가 대비)	약 40.5%
거래 규모	약 4.3조엔 (~\$40bn) - 일본 사상 최대
상장폐지일	2020년 12월 25일

자료: DS투자증권 리서치센터



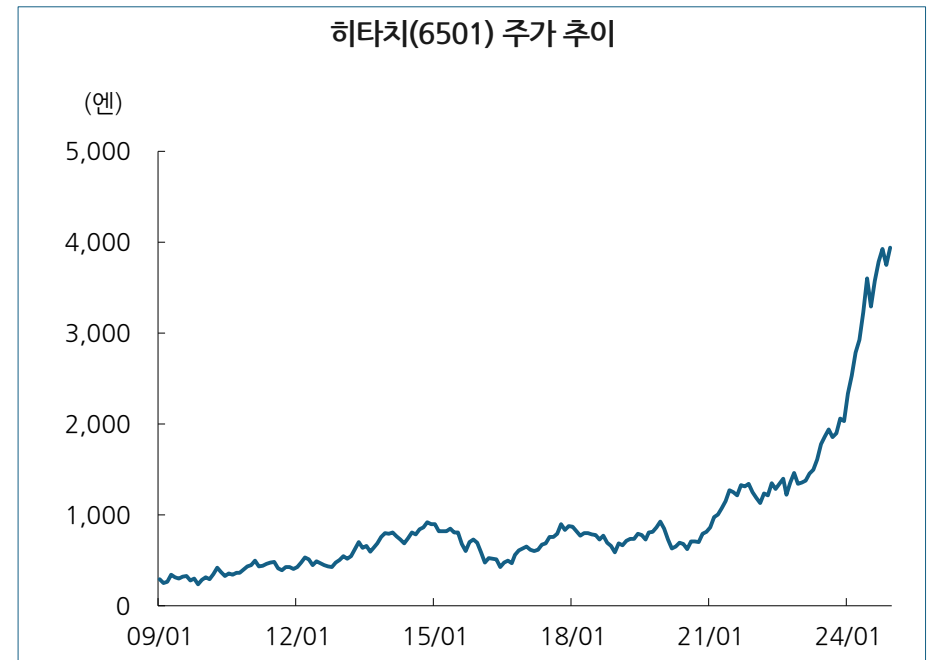
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

Case Study (2): Hitachi 자회사 정리, 시총 8배 리레이팅

- 10년에 걸친 구조개혁으로 상장 자회사 22개 → 4개로 축소, 시가총액 2010년 대비 8배 이상 상승
- 멀티플 리레이팅의 4대 동인: 이익 귀속 / Conglomerate Discount 해소 / 사업 시너지 / 거버넌스 신뢰도 ↑
 - 1) 자회사 영업이익이 모회사로 100% 귀속되며 연결 EPS 점진적 개선
 - 2) 복잡한 그룹 구조를 단순화하여 투자자의 가치 평가를 용이하게 함
 - 3) Lumada 등 그룹 전략에 자회사 자원 통합 가능
 - 4) 이해상충 구조를 해소하여 외국인과 기관 자금 유입
- ‘자회사 정리’가 단순한 구조조정이 아니라 장기적 멀티플 리레이팅의 트리거로 작동

시기	주요 액션
2009	사상 최대 적자(7,873억엔) → 카와무라 체제 구조개혁 착수
2008~2018	상장 자회사 22 → 4개, 연결 자회사 ~400 → 202개로 축소
2020	히타치메탈, 히타치건설기계 분리 결정
2021	히타치 그룹의 「IT·인프라 중심 디지털 기업」 전환 본격화
2024	1:5 주식분할 + 시총 16.9조엔으로 일본 시총 4위

자료: DS투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

기존 중복상장 해소를 위한 대책

- 2000년대 초반 공정거래법이 지주회사 전환을 장려하면서 대기업들이 앞다퉀 인적분할
- 무분별한 IPO와 공모가 부풀리기가 이 규제가 필요하게 만든 원인 제공자 중 하나
- SK, LG, 롯데, CJ, 한화 등 대부분의 대형 그룹사들이 이 경로로 현재의 중복상장 구조를 만들게 됨

5가지 대책 제안

1. NAV 할인율 의무 공시

: 분기마다 NAV 할인율을 표준화된 방식으로 공시하도록 강제

2. 자발적 해소에 대한 인센티브

기존 중복상장 기업이 자회사를 합병하거나 상장폐지하면 세제 혜택을 주는 방식

3. 구체적으로는 합병 시 발생하는 의제배당 과세를 전액 이연해주거나 합병 과정의 취득세·등록세를 면제하는 방향

4. 자회사 배당의 모회사 패스스루 의무화

자회사가 배당을 하면 모회사가 그 배당의 일정 비율 이상을 반드시 모회사 주주에게 다시 배당하도록 의무화

5. 자회사 상장 유지 부담금

NAV 할인율이 높을수록 부담금이 커지는 누진 구조로 설계. 이 재원을 소수주주 보호 기금으로 활용

시사점: 일본 사례가 한국 자본시장에 던지는 함의

한국은 일본 대비 중복상장 비중이 더 높은 구조 → 「자발적 해소 인센티브」 도입 시 일본보다 더 큰 폭의 시장 반응 가능

① 자회사 - TOB 프리미엄

- 모회사가 잔여 지분 매수 시 일본 평균 26~40%대 프리미엄
- 발표 당일 즉시 갭업, TOB 가격 부근에서 안정
- 시장은 「다음 차례」 자회사를 선반영하는 학습효과 형성
- 한국에서는 의무공개매수제도 미정착으로 추가 디스카운트 존재. 정책 시행 시 갭업 폭 더 클 가능성

② 모회사 - 멀티플 리레이팅

- 자회사 이익의 외부 누출 차단. 연결 EPS 점진적 개선
- Conglomerate Discount 해소 → 평가 단순화
- 거버넌스 신뢰도 상승으로 외국인·기관 자금 유입
- 히타치 사례: 시총 8배 이상(10년)

③ 한국 수혜 종목군

- 지주회사·자회사 동시상장 구조 보유 그룹사
- NAV 할인율이 큰 지주사
- 비핵심 자회사 보유한 사업 모회사
- 자발적 상장폐지·합병 가능성 있는 모자회사 페어

⇒ 당사 제안: 「자발적 해소 인센티브」가 시장 반응의 트리거

합병 시 세제 혜택

의제배당 과세 이연,
취득세·등록세 면제

자회사 배당 패스스루

자회사 배당의 일정 비율을
모회사 주주에게 의무 재배당

자회사 상장 유지 부담금

NAV 할인율 누진 부담금,
소수주주 보호 기금 활용

[APPENDIX] 저PBR × 투자부동산 주요값 업데이트

■ 핵심 포인트

- FV/시가총액 2배 이상 15개: 정책 이벤트 민감도 높음
- 롯데쇼핑은 절대 FV와 FV-장부가 괴리 최대
- 한일철강·경방·대한화섬은 소형 자산가치 압축 사례
- 정책 섹션은 확정/추진/시나리오를 분리해야 함

FV/시총 상위 종목						
구분	기준	내용				
대상 종목	60개	PBR 0.8 이하, 시총 1,000억 이상				
평균 PBR	0.39배	저평가 자산주 universe				
FV/시총 중앙값	95.50%	투자부동산 FV가 시총에 근접				
FV/시총 2배 이상	15개	정책 민감 상위 그룹				

종목	티커	PBR	시가총액 (억원)	FV	FV-장부	FV/시총
한일철강	002220	0.57	1,184	4,684	3,394	3.96x
LS네트웍스	000680	0.47	2,845	9,951	0	3.50x
경방	000050	0.31	2,876	9,862	4,040	3.43x
신영와코루	005800	0.39	1,541	5,259	4,297	3.41x
대한화섬	003830	0.21	1,713	5,522	4,657	3.22x
한신공영	004960	0.25	1,730	5,096	510	2.95x
대교	019680	0.43	1,434	3,968	2,741	2.77x
해성산업	034810	0.31	2,735	7,564	5,416	2.77x

자료: DS투자증권 리서치센터

주1: 60종목 합산 FV 287,931억, 시가총액 241,291억, FV-장부가 합산 113,886억 (2026.05.19 기준)

주2: FV는 복구 workbook의 공시 주석 기반 투자부동산 공평가치 수치. 즉시 매각가/NAV 실현가로 단정하지 않음

[APPENDIX] 전체 데이터: 저PBR 투자부동산 60개 종목

순	종목명	티커	PBR	시가총액 (억원)	장부가 (억원)	FV	괴리	FV/BV	FV/시총	대주주
1	한일철강	002220	0.57	1,184	1,290	4,684	3,394	3.63	3.96	51.38
2	LS네트웍스	000680	0.47	2,845	9,951	9,951	-	1.00	3.50	81.80
3	경방	000050	0.31	2,876	5,822	9,862	4,040	1.69	3.43	57.22
4	신영와코루	005800	0.39	1,541	962	5,259	4,297	5.47	3.41	53.06
5	대한화성	003830	0.21	1,713	865	5,522	4,657	6.38	3.22	61.72
6	한신공영	004960	0.25	1,730	4,586	5,096	510	1.11	2.95	36.76
7	대교	019680	0.43	1,434	1,227	3,968	2,741	3.23	2.77	66.56
8	해성산업	034810	0.31	2,735	2,148	7,564	5,416	3.52	2.77	55.02
9	골프존홀딩스	121440	0.26	2,163	3,168	5,675	2,507	1.79	2.62	55.35
10	로젠	033290	0.27	1,275	3,203	3,203	-	1.00	2.51	68.61
11	동양	001520	0.23	2,375	4,713	5,662	949	1.20	2.38	30.45
12	도이치모터스	067990	0.33	1,285	2,493	2,923	430	1.17	2.28	38.50
13	롯데쇼핑	023530	0.21	31,033	16,367	68,283	51,916	4.17	2.20	60.12
14	일신방직	003200	0.31	3,288	2,720	7,204	4,484	2.65	2.19	52.21
15	CR홀딩스	000480	0.36	2,342	4,397	4,776	379	1.09	2.04	70.89
16	서한	011370	0.20	1,105	2,121	2,121	-	1.00	1.92	11.26
17	YTN	040300	0.67	1,747	895	3,162	2,267	3.53	1.81	39.17
18	오로라	039830	0.60	1,674	1,278	2,928	1,650	2.29	1.75	46.50
19	DL	000210	0.37	10,520	10,612	17,194	6,582	1.62	1.63	49.34
20	대한제당	001790	0.45	2,579	1,653	3,889	2,236	2.35	1.51	48.24
21	KCC건설	021320	0.28	1,498	2,255	2,255	-	1.00	1.51	69.27
22	TP	007980	0.32	1,052	1,556	1,556	-	1.00	1.48	30.47
23	삼익약기	002450	0.33	1,103	438	1,434	996	3.27	1.30	45.05
24	동국제강	460860	0.26	4,911	6,164	6,263	99	1.02	1.28	33.71
25	KTis	058860	0.37	1,035	862	1,273	411	1.48	1.23	29.30
26	사조씨푸드	014710	0.54	1,343	596	1,640	1,044	2.75	1.22	81.68
27	신도리코	029530	0.47	5,867	3,849	6,550	2,701	1.70	1.12	48.69
28	HS화성	002460	0.31	1,411	1,499	1,516	17	1.01	1.07	41.86
29	HL D&I	014790	0.30	1,370	1,380	1,468	88	1.06	1.07	46.36
30	성도이엔지	037350	0.54	1,135	1,176	1,123	-53	0.95	0.99	35.40

자료: DS투자증권 리서치센터

주1: 시가총액 기준 1,000억 이상, 개별기업 이슈 크지 않다고 판단되는 기업 선별. FV/시총 2배 이상 15개 기업 음영 표시 (2026.05.19 기준)

주2: FV는 북구 workbook의 공시 주석 기반 투자부동산 공정가치 수치. 즉시 매각가/NAV 실현가로 단정하지 않음

주3: 장부가/FV/괴리=투자부동산 관련 금액, FV/BV=공정가치/장부가, FV/시총=공정가치/시가총액, 대주주=최대주주 보유 보통주 지분율(%), 정량 가격/시가총액(2026.03.20 기준)

[APPENDIX] 전체 데이터: 저PBR 투자부동산 60개 종목

순	종목명	티커	PBR	시가총액 (억원)	장부가 (억원)	FV	괴리	FV/BV	FV/시총	대주주
31	유성티엔에스	024800	0.26	1,376	1,267	1,267	-	1.00	0.92	61.98
32	제일파마홀딩스	002620	0.43	1,311	1,190	1,190	-	1.00	0.91	73.16
33	KG케미칼	001390	0.38	4,000	2,604	3,562	958	1.37	0.89	52.43
34	유수홀딩스	000700	0.55	1,698	1,430	1,490	60	1.04	0.88	49.92
35	SG세계물산	004060	0.4	1,196	867	989	122	1.14	0.83	50.61
36	초록뱀미디어	047820	0.41	1,114	917	917	-	1.00	0.82	44.75
37	KPX홀딩스	092230	0.31	3,692	2,093	2,772	679	1.32	0.75	48.44
38	플라리스AI파마	041910	0.76	1,046	776	776	-	1.00	0.74	29.50
39	CS홀딩스	000590	0.26	1,014	652	735	83	1.13	0.73	73.35
40	유진기업	023410	0.29	3,862	2,726	2,789	63	1.02	0.72	38.95
41	사조산업	007160	0.47	3,185	752	2,284	1,532	3.04	0.72	67.59
42	피제이전자	006140	0.76	1,138	624	781	157	1.25	0.69	69.86
43	AJ네트웍스	095570	0.51	2,448	1,649	1,649	-	1.00	0.67	55.53
44	선광	003100	0.34	1,574	303	1,023	720	3.38	0.65	57.61
45	콜마홀딩스	024720	0.51	3,557	1,484	2,307	823	1.55	0.65	48.43
46	계룡건설	013580	0.29	2,501	1,614	1,614	-	1.00	0.65	38.70
47	이마트	139480	0.24	30,549	15,052	19,052	4,000	1.27	0.62	28.85
48	서희건설	035890	0.29	3,730	2,255	2,255	-	1.00	0.61	59.84
49	세이브존I&C	067830	0.25	1,379	790	813	23	1.03	0.59	52.73
50	진양홀딩스	100250	0.47	1,805	689	1,057	368	1.53	0.59	67.34
51	GS건설	006360	0.56	27,215	15,596	15,596	-	1.00	0.57	23.64
52	SK디앤디	210980	0.43	2,476	1,338	1,397	59	1.04	0.56	31.32
53	영풍	000670	0.3	10,883	4,865	5,948	1,083	1.22	0.55	66.49
54	경동제약	011040	0.69	1,818	442	984	542	2.23	0.54	45.51
55	코오롱글로벌	003070	0.41	2,603	1,400	1,395	-5	1.00	0.54	76.22
56	HDC현대EP	089470	0.4	1,920	347	1,004	657	2.89	0.52	48.26
57	현대홈쇼핑	057050	0.4	10,104	4,690	4,865	175	1.04	0.48	57.36
58	중근당홀딩스	001630	0.38	2,455	1,166	1,166	-	1.00	0.48	47.87
59	광주신세계	037710	0.36	3,199	921	921	-	1.00	0.29	62.84
60	코오롱	002020	0.41	8,274	3,300	1,329	-1,971	0.40	0.16	51.70

자료: DS투자증권 리서치센터

주1: 시가총액 기준 1,000억 이상, 개별기업 이슈 크지 않다고 판단되는 기업 선별 (2026.05.19 기준)

주2: FV는 북구 workbook의 공시 주석 기반 투자부동산 공정가치 수치. 즉시 매각가/NAV 실현가로 단정하지 않음

주3: 장부가/FV/괴리=투자부동산 관련 금액, FV/BV=공정가치÷장부가, FV/시총=공정가치÷시가총액, 대주주=최대주주 보유 보통주 지분율(%), 정량 가격/시가총액(2026.03.20 기준)