



BYC 주주에게 보내는 공개 서한

-속옷 속에 숨겨둔 부동산-

BYC는 극심한 저평가 상태

현재 BYC PBR 0.6배, 부동산 공정가치와 추정시가 고려시 BYC PBR 0.18배, 0.12배로 극심한 저평가

저평가의 원인은 5가지, BYC 경영진은 이에 공감하면서도 문제해결 의지 없어 소수주주 이익이 침해됨
트러스톤은 BYC 저평가 해소를 위해 5가지 방안을 제시

저평가의 원인 ① - 투자재원의 비효율적 배치

BYC 엄청나게 많은 부동산 보유중



하지만, BYC 부동산의 수익률
시중은행 예금금리를 하회

이에, BYC 경영진
자산의 효율적 배치에 대한 의지 있는지 의구심

저평가 해결방안 ① - 부동산자산의 효율적 활용

1) 저수익 부동산 자산을 매각하여 자사주 매입후 소각

저수익 부동산 자산을 매각하여 자사주 매입·소각
→ EPS 상승 효과로 주당가치 견인

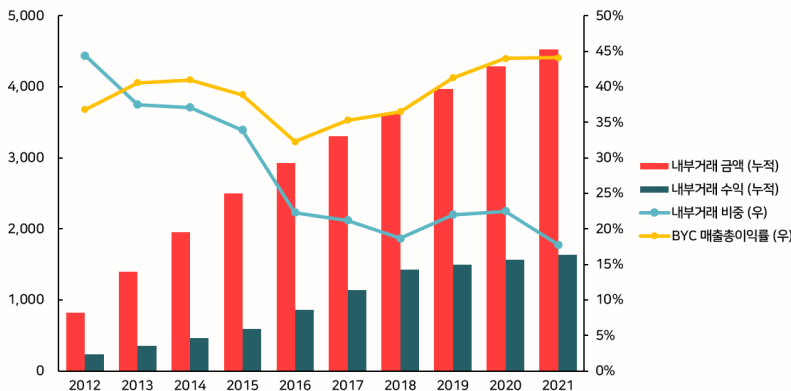
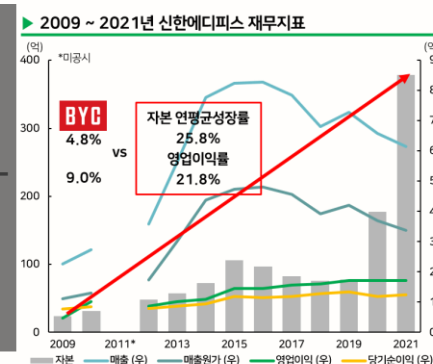
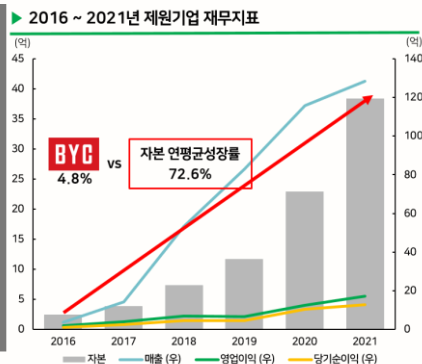
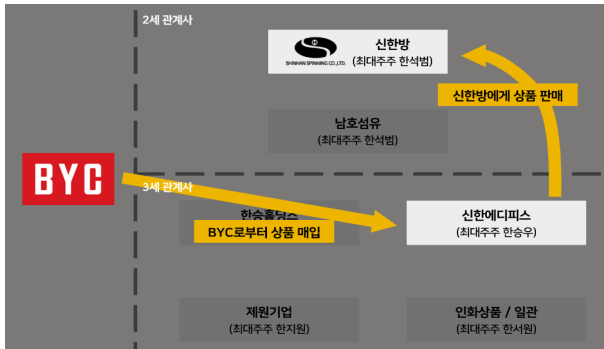
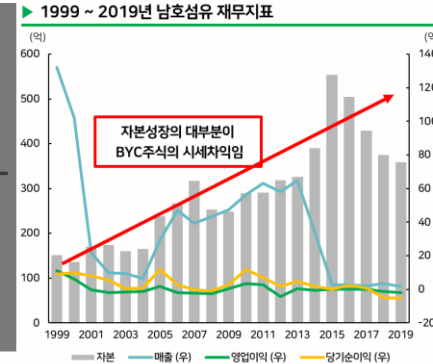
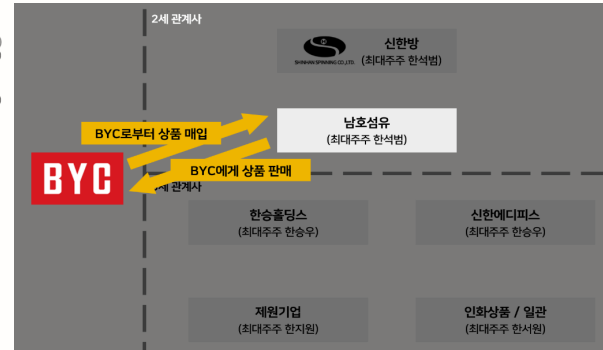
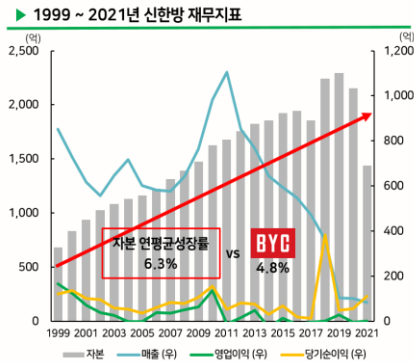
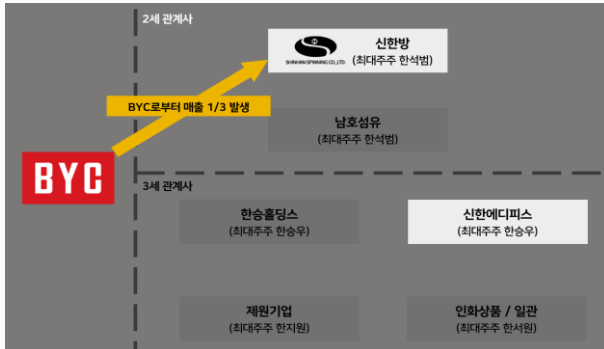
2) 부동산자산의 공모리츠화

부동산 자산을 공모리츠화하여 효율적으로 활용
이를 통해 안정적인 수익 확보,
리츠를 통해 1주당 4만원이 넘는 배당 가능

요약 (Executive Summary)



저평가의 원인 ② - 특수관계자간 내부거래에 관한 부당성 의혹



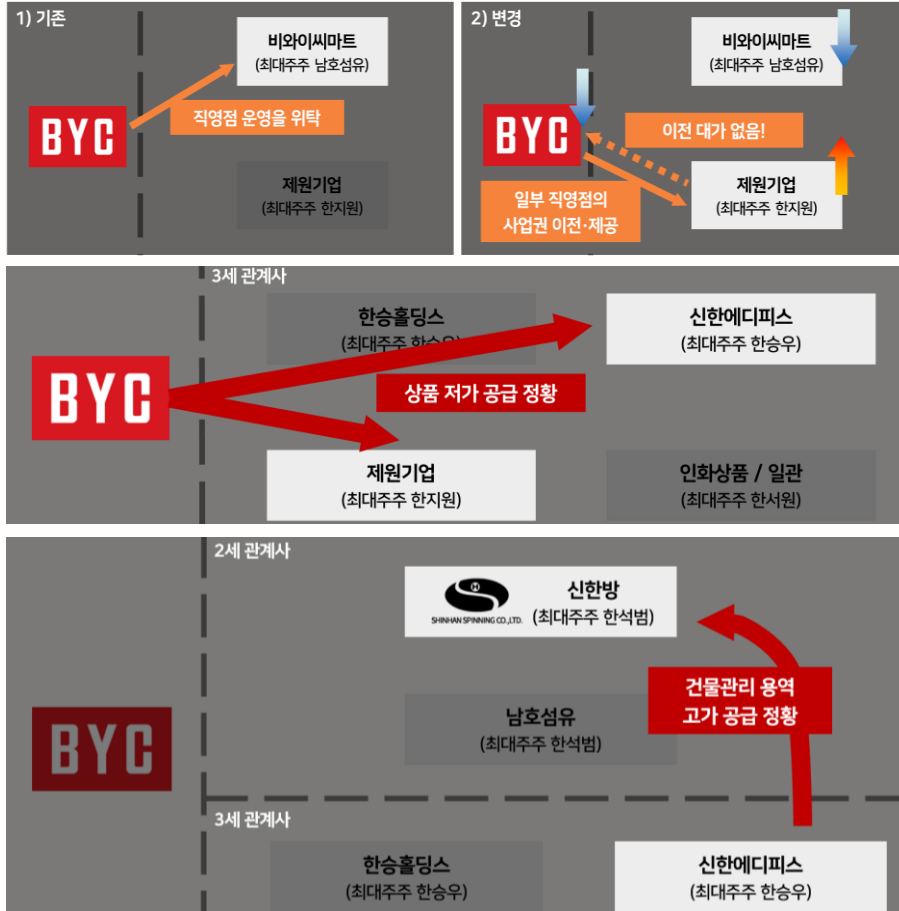
1. (제원기업과의 '21년부터 건물관리 용역 제외)
모든 내부거래에 이사회 결의 없음 → **상법 제398조 위반!**

2. BYC 내부거래 비중과 매출총이익률: 역의 상관관계

3. BYC와 대주주 특수관계자간의 부당내부거래로 인한 **BYC 소수주주의 주주가치 훼손이 의심됨**

→ 자세한 내용은 본문 참조!

저평가의 원인 ② - 회계장부 열람 통해 파악한 부당내부거래 의혹



1) 직영점 운영사업권의 (무상)제공을 통한 부당지원 정황이 의심됨

- 일부 직영점의 사업권 무상 이전·제공
→ 부당이익·사업기회 제공 및 배임 의혹

2) 제품 공급단가 조정을 통한 부당지원 정황이 의심됨

- 제3자 공급가격보다 낮은 가격
→ 부당이익 제공 및 배임 의혹

3) 신한에디피스와 신한방의 건물관리용역 고가 거래 정황이 의심됨

- 지나치게 높은 가격으로 건물관리 용역 체결: 부당이익 제공 정황
→ 2세 관계사의 3세 관계사 부당지원 정황

부당이익 제공 정황 및 배임 의혹에 관한 경영진의 납득할만한 설명이나 추가자료 제공 필요
 경영진의 납득할만한 설명이나 자료제공 없다면 업무상 배임 고발 등 필요한 법적 조치 진행 고려
 → 자세한 내용은 본문 참조!

저평가 해결방안 ② - 내부거래의 공정성 의혹 해소와 부당 내부거래 근절

감사위원회 위원이 되는 이사 김광중 선임의 건을 주주총회 안건으로 상정하고, 신규 이사회에 내부거래 투명성과 공정성 제고 요구



감사위원회 위원 후보
김광중

- 연세대학교 법학과
- 2007 ~ 현재 법무법인(유) 한결 변호사
- 2014~15, 2019 국민연금공단 기금운용본부 자문
- 2019~ (사)한국기업거버넌스포럼 감사
- 2020~22 국민연금공단 수탁자책임활동 자문
- 2020~ 금융위원회 법령해석심의위원

주주총회 상정 안건

감사위원회 위원이 되는 이사 선임의 건

신규 이사회 요구사항

1. 김광중 후보의 내부거래위원회 위원장 취임
2. 내부거래 투명성과 공정성 제고



BYC 대주주
18,738주(3%)

VS



트러스톤자산운용
18,738주(3%)



개인 및 소수주주
30,317주(4.9%)

합산 7.9% 확보

감사위원회 위원이 되는 이사 김광중 선임의 건이 통과되기 위해서는 개인 및 소수주주의 30,317주(4.9%)가 필요

저평가의 원인 ③ - 주주환원정책의 부재

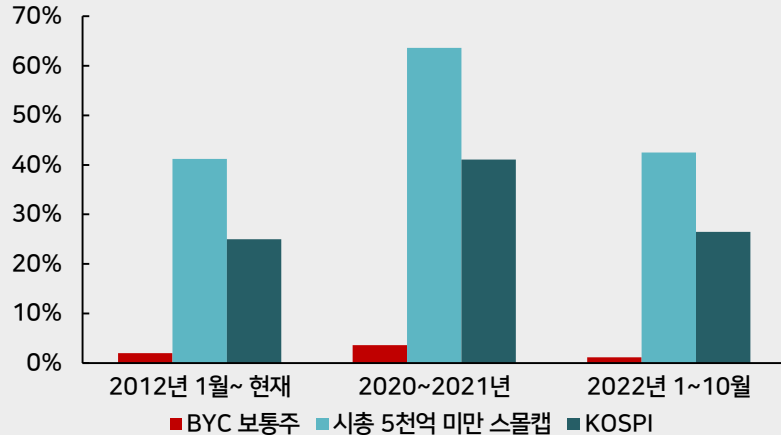
주주환원정책의 부재가 투자자들의 예측가능성 ↓
 동종업계와 시장평균을 모두 하회하는 BYC의 배당성향

저평가 해결방안 ③ - 주주환원정책 수립

주주환원을 50% (배당성향 40% + 자사주매입 및 소각 10%)
 주주환원정책 수립 요구

저평가의 원인 ④ - 지나치게 낮은 주식유동성

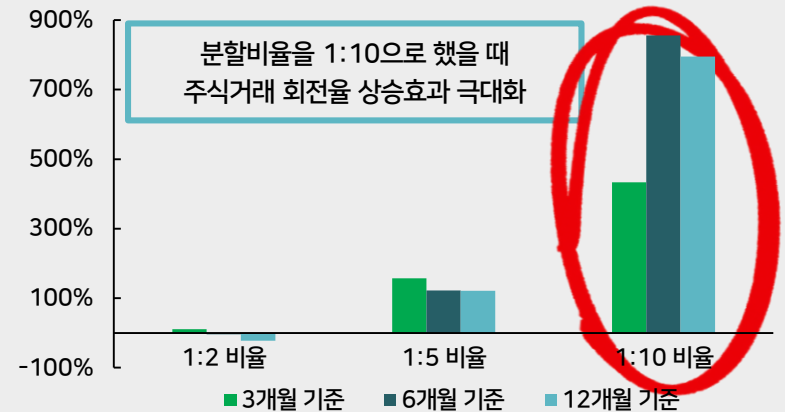
< BYC, 스몰캡, KOSPI 주식거래 회전율 >



BYC의 주식유동성은 코스피 최하위권
 낮은 거래 회전율은 유동성 리스크를 ↑

저평가 해결방안 ④ - 주식유동성 확대

< 액면분할 비율에 따른 주식거래 회전율 평균 증감율 >



분할비율을 1:10으로 했을 때
 주식거래 회전율 상승효과 극대화

1:10 비율의 액면분할을 통해
 주식거래회전율을 높여 유동성리스크 해소

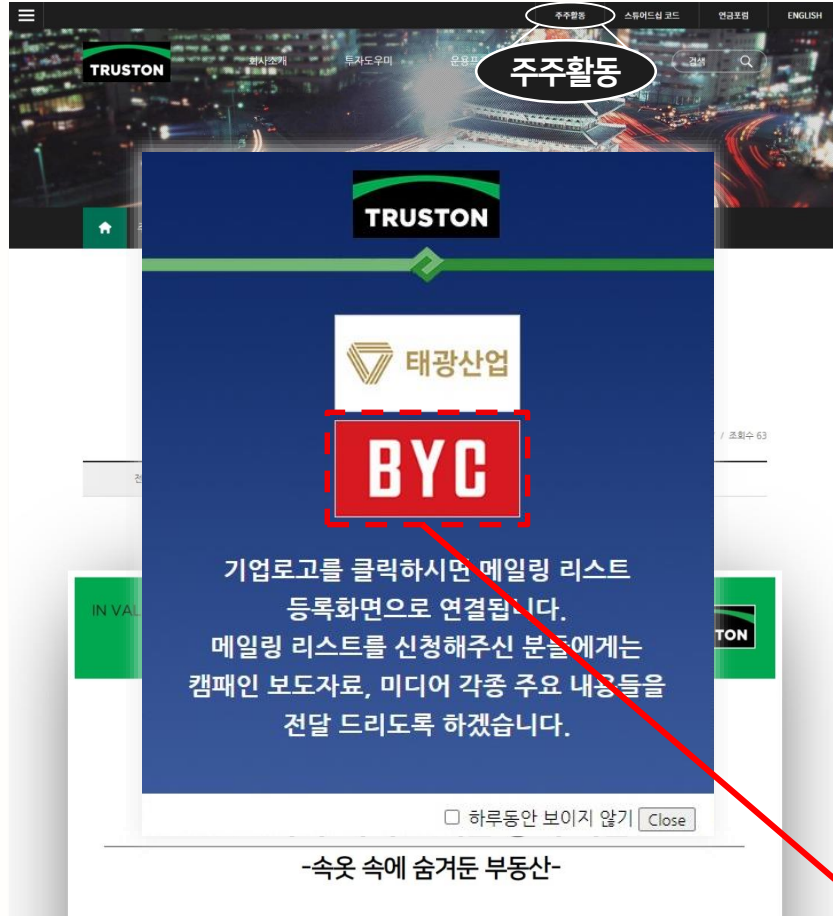
저평가의 원인 ⑤ - 시장과의 커뮤니케이션 부재

폐쇄적인 IR 활동
 6년간 작성된 애널리스트 리포트 0개
 지난 10년간 애널리스트 리포트 단 3개 발행됨

저평가 해결방안 ⑤ - 자본시장과의 친화도 제고

정기적인 IR활동을 통한 자본시장과의 친화도 제고
 자본배치결정 비롯 이사회 각종 결정사항
 이사회가 주주에게 상세히 설명

트러스톤자산운용 홈페이지



비사이드코리아 BYC 캠페인 페이지



홈페이지 게시 및 메일링(활동상황 공유) 등을 통해 앞으로 주주분들과 더 활발히 소통할 예정

의결권의 위임, 행사 또는 불행사를 권유하거나 의결권을 확보하기 위한 목적의 캠페인 소개가 아니라 일반적인 정보 제공만을 위한 목적임

1. 트러스트자산운용 소개
2. BYC 소개
 - 연혁
 - BYC 사업부문 소개 - 섬유사업, 건설임대사업
 - 기업가치 저평가와 그 원인
 - 원인 1) 투자재원의 비효율적 배치
 - 원인 2) 특수관계자간 내부거래에 관한 부당성 의혹
 - 원인 3) 주주환원정책의 부재
 - 원인 4) 지나치게 낮은 주식유동성
 - 원인 5) 시장과의 커뮤니케이션 부재
3. BYC 저평가 해소를 위한 해결방안 5가지
 - 방안 1) 내부거래의 공정성 의혹 해소와 부당 내부거래 근절
 - 방안 2) 부동산자산의 효율적 활용
 - 방안 3) 주주환원정책 수립
 - 방안 4) 주식유동성 확대
 - 방안 5) 자본시장과의 친화도 제고
4. 주주행동: History & 주주제안 관련 추후 일정
5. 캠페인 참여방법

24년 역사

'98년 4월 설립

트러스톤인 총 87명

주식 운용인력 19명
 채권 운용인력 4명
 대체투자 운용인력 9명
 기타 운용관련인력 9명
 그외 인력 46명

운용자산 8.6조원

주식 4조 469억원
 채권 1조 1,109억원
 대체투자 2조 6,658억원
 기타 7,901억원

금융감독당국
 징계 없음

(설립 이후 총 24년간)

※ 기준일 : 2022. 12. 31.

액티브 주식형 연도별 성과

(GIPS 기준) (단위:%)

연도별	KOSPI대비 초과 수익률
1 2004	4.89
2 2005	23.39
3 2006	7.61
4 2007	19.59
5 2008	2.91
6 2009	10.48
7 2010	2.12
8 2011	2.59
9 2012	5.51
10 2013	8.00
11 2014	-2.31
12 2015	-3.24
13 2016	1.23
14 2017	2.95
15 2018	2.07
16 2019	4.52
17 2020	-3.00
18 2021	2.89

※ GIPS : 미 CFA협회에서 제정하여 보급한 국제운용성과기준

사회적 책임

수익의 1~3% 사회 환원



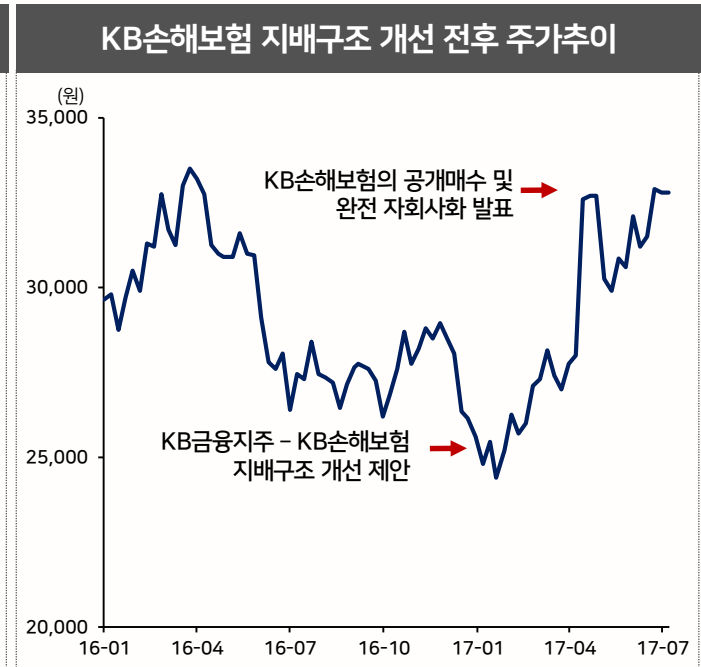
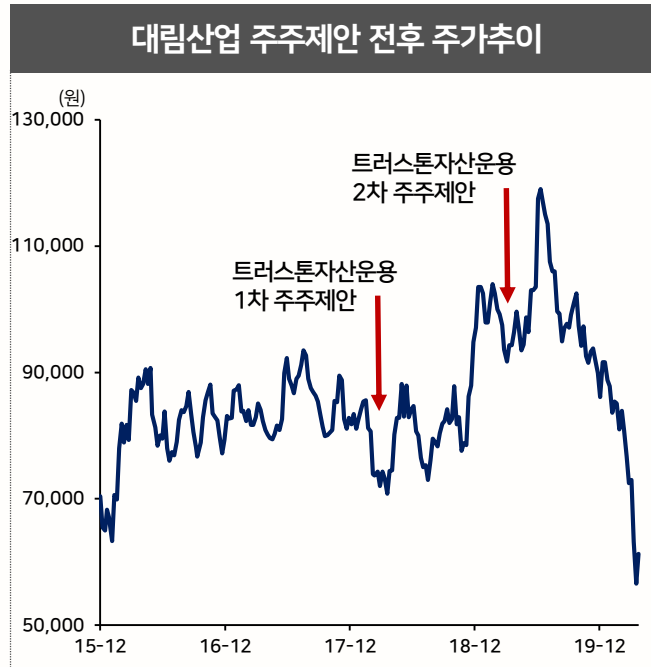
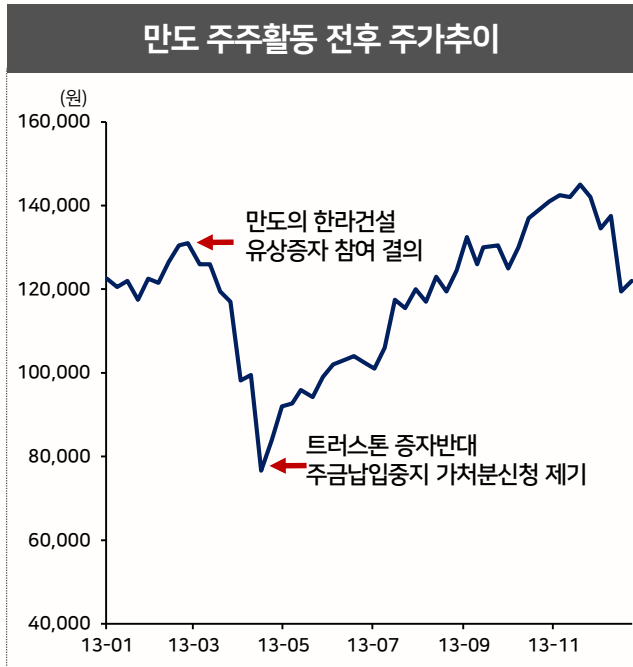
자본시장 생태계 조성 기여

스타트업 엑셀러레이터 투자
 공유 오피스 지원

연금포럼

'14년 9월 설립
 연금 가입자들을 위한
 비영리 교육 단체
 연 평균 **300회** 이상 강연

- 2013년 만도의 한라건설 유상증자 참여에 대해 반대 및 주금납입증지 가치분신청
- 2018, 2019년 대림산업 주주제안 통해 배당성향 확대 및 가이드라인 제시 건의
- 2017년 KB금융지주 경영진 미팅 통해 KB손해보험 지배구조 개선 제안



Source : QuantiWise, 트러스톤자산운용



BYC, Beyond Your Clothes

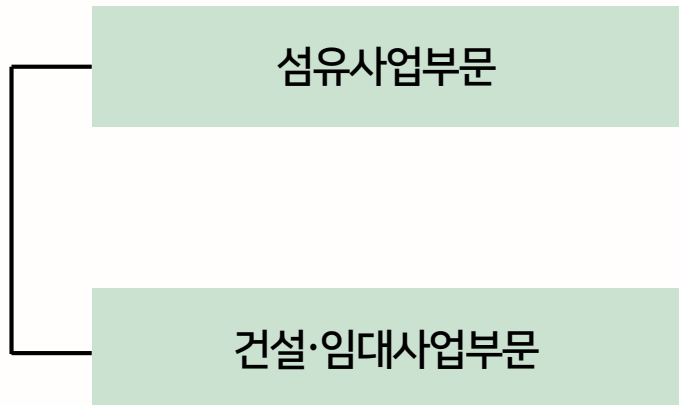
▶ BYC 소개

“BYC, Beyond Your Clothes”



- 1946년 설립된 대한민국 최초의 속옷 회사
- 1975년 한국 유가증권시장에 상장
- 섬유사업 이외 건설 및 임대사업에도 진출

▶ BYC 사업부문



섬유사업부문

- 내의 제품의 규격화와 표준화를 국내에 정착
- 최초, 최고 기술로 대한민국 국민에게 가장 사랑받는 속옷 브랜드로 성장

건설·임대사업부문

- 시공·시행사로 건설 개발에 참여
- 국내 다수의 입지에 보유한 부동산을 바탕으로 임대사업 영위

1946년 설립 이후 지속적으로 변화 시도

- 섬유/내의 분야의 전통강자인 BYC는 오래된 브랜드 이미지를 탈피하기 위해 노력 중
- 1996년 BYC 상호 변경 후 2000년대 들어 꾸준히 새로운 브랜드 런칭 중

▶ BYC 주요연혁



과거의 BYC



현재의 BYC



▶ BYC 섬유사업부문



- 국내 직영 대형 매장 52개와 가맹점 520여개 보유
- 속옷브랜드에서 탈피해 이지웨어 브랜드 출시
- 최근 걸그룹 오마이걸 멤버 아린을 전속모델로 발탁하여 젊은 층 공략 중



보디히트 출시

추운 겨울에도 패션 트렌드와 따뜻함을 동시에 충족시켜주는 발열내의 브랜드



보디드라이 출시

땀을 빠르게 흡수, 건조시켜 여름에도 시원함과 쾌적함 그리고 트렌디함을 유지시켜주는 이너웨어 브랜드



아린 전속모델 발탁

2020년 3월 걸그룹 오마이걸의 아린이 BYC의 모델로 발탁되면서 젊은 층의 관심을 받음.

▶ BYC 건설·임대사업부문



임대업

전국 주요도시의
핵심상권 입지 부동산의 임대



건설·분양업

다수의 오피스텔 및 상업용건물과
지식산업센터 개발에 시공·시행사로 참여



상업용건물 X 34



오피스텔 및
상업용건물 X 4



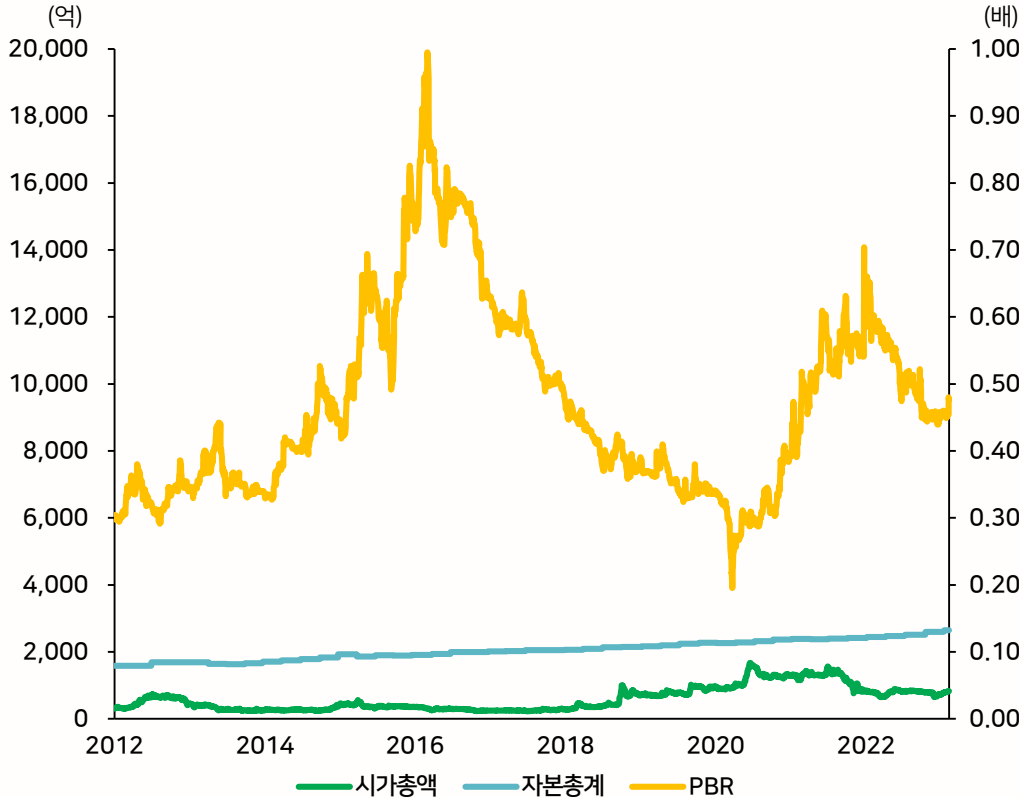
지식산업센터 X 1

- 전국 각지 핵심상권 입지(39개소)에 상업용건물(34개소), 오피스텔(4개소) 및 지식산업센터(1개소) 소유
- 대림동 본사부지 15,205㎡(6,200평) 개발 예정
- 연간 400억원대 임대수익, 견고한 사업성 유지

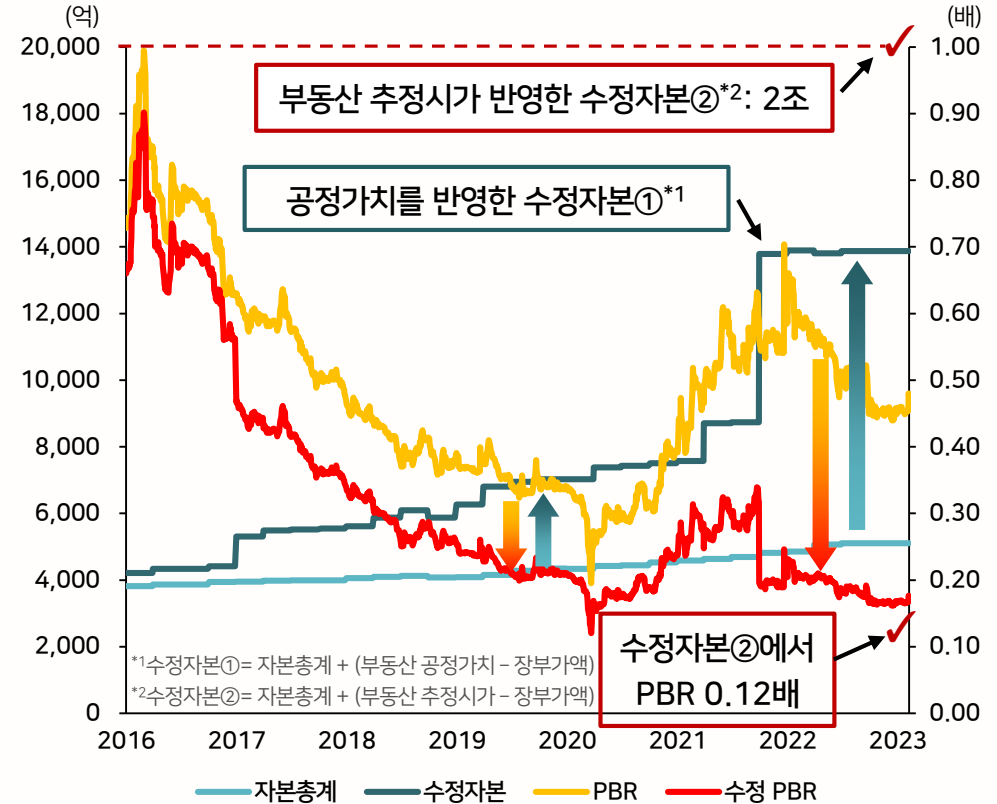
BYC 기업가치의 저평가 원인

- ① 투자재원의 비효율적 배치
- ② 특수관계자간 내부거래에 관한 부당성 의혹
 - ③ 주주환원 정책의 부재
 - ④ 지나치게 낮은 주식 유동성
 - ⑤ 시장과의 커뮤니케이션 부재

▶ BYC 시가총액, 자본총계 비교



▶ BYC 시가총액, 수정자본 비교



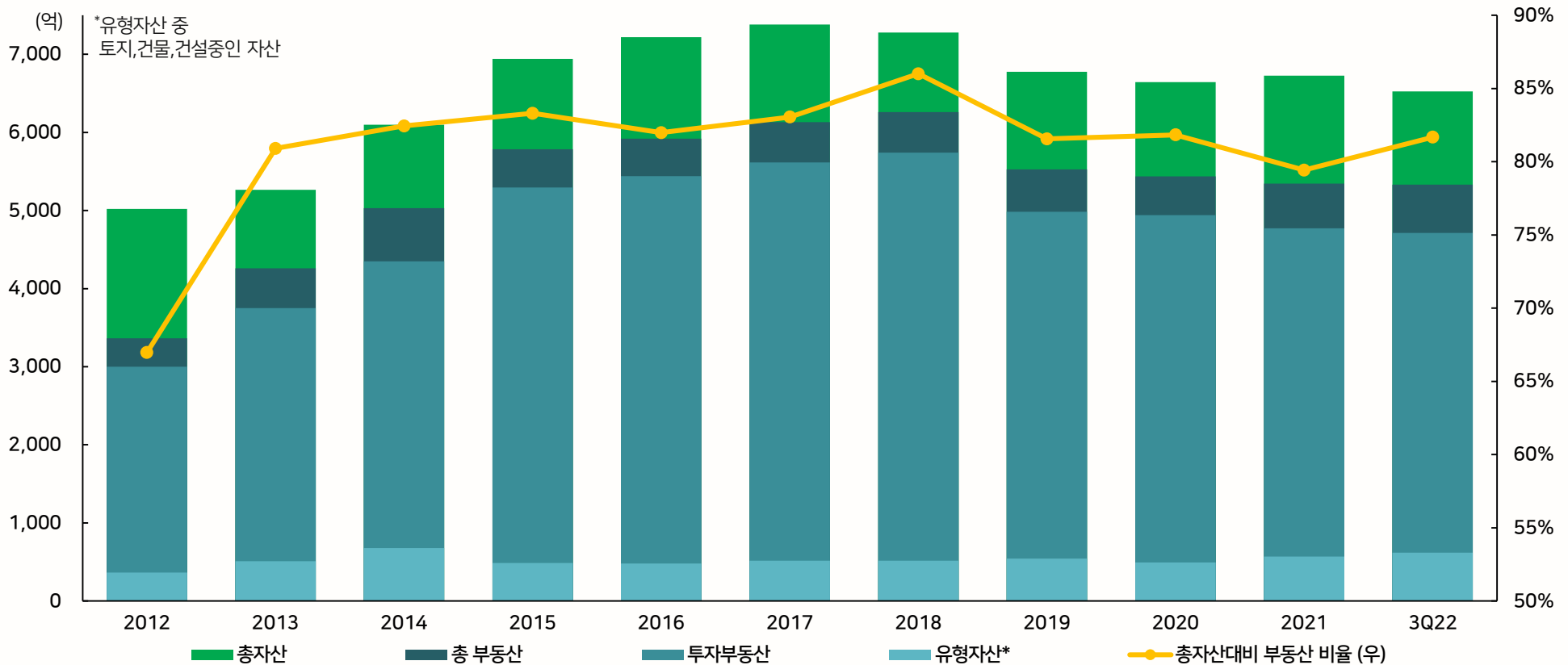
- BYC 주식은 역사적으로 PBR^{*3}(자본총계 대비 시가총액의 비율) 1을 넘은 적 없음
- 현재 시점에서 BYC 부동산의 공정가치 반영시 PBR 0.18배(1/3 수준)이며, 추정시가 2조 반영시 PBR이 0.12배(1/4수준)로 극심한 저평가 상태임

^{*3} 보통주의 시가총액을 기준으로 한 PBR비율
Source : 전자공시시스템, QuantiWise, 트러스톤자산운용

부동산이 BYC의 자산 대부분을 차지



▶ 2012~2022년 3분기 BYC의 부동산 가액 및 자산 대비 비중 (별도 재무제표 기준)



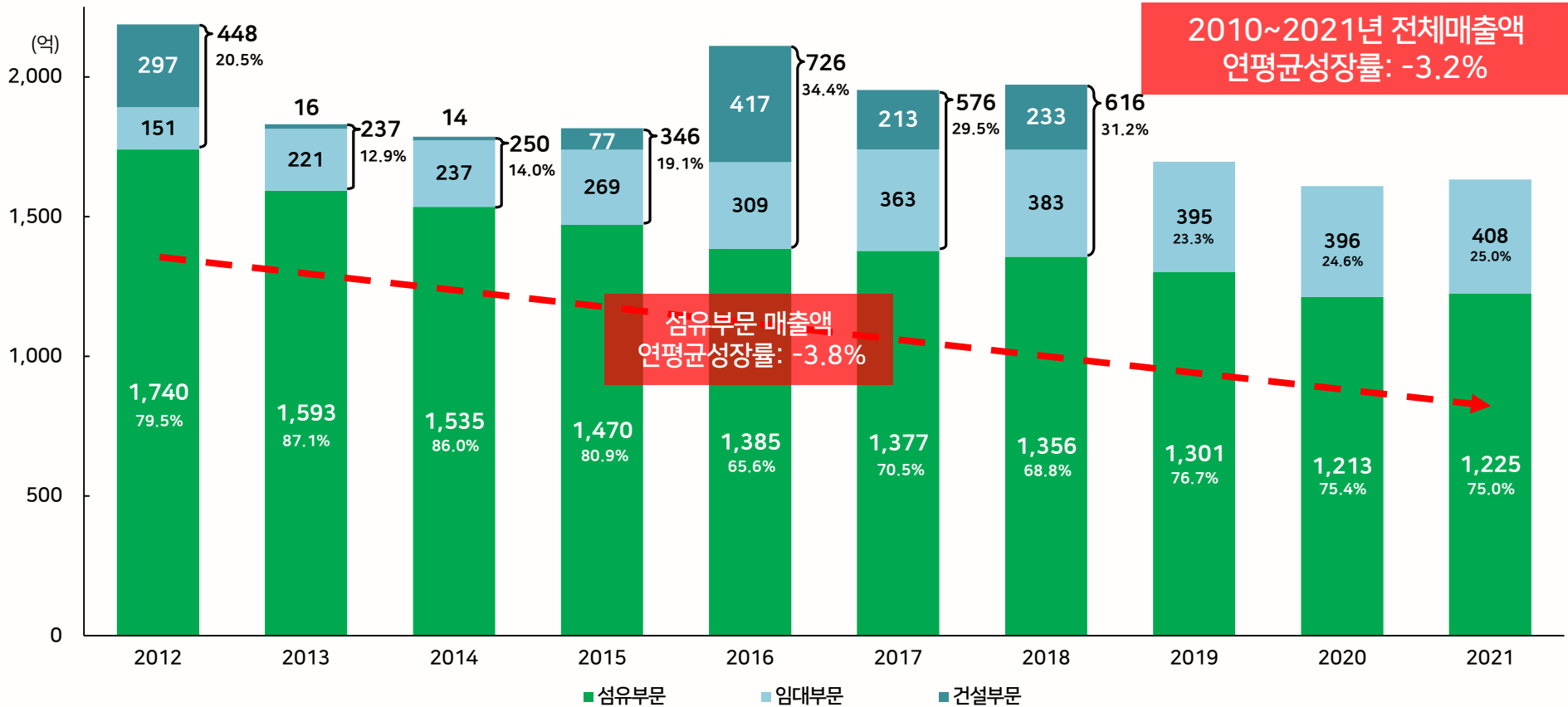
- BYC 부동산 장부가액 **5,300억** vs 공정가치 **1.4조*** vs 당사 추정가치 **2조**
- 지난 10년간 BYC 자산 내 부동산 비중 80%
- 당사 추정가치 2조 기준 BYC 자산 내 부동산 비중 91%

*투자부동산 공정가치 1.16조와 유형자산 중 토지, 건물 등의 공정가치 2,500억 합계액

Source : 전자공시시스템, 트러스톤자산운용

매출 기여도: 섬유부문 우위

▶ 2012~2021년 BYC의 사업부문별 매출 (별도 재무제표 기준)

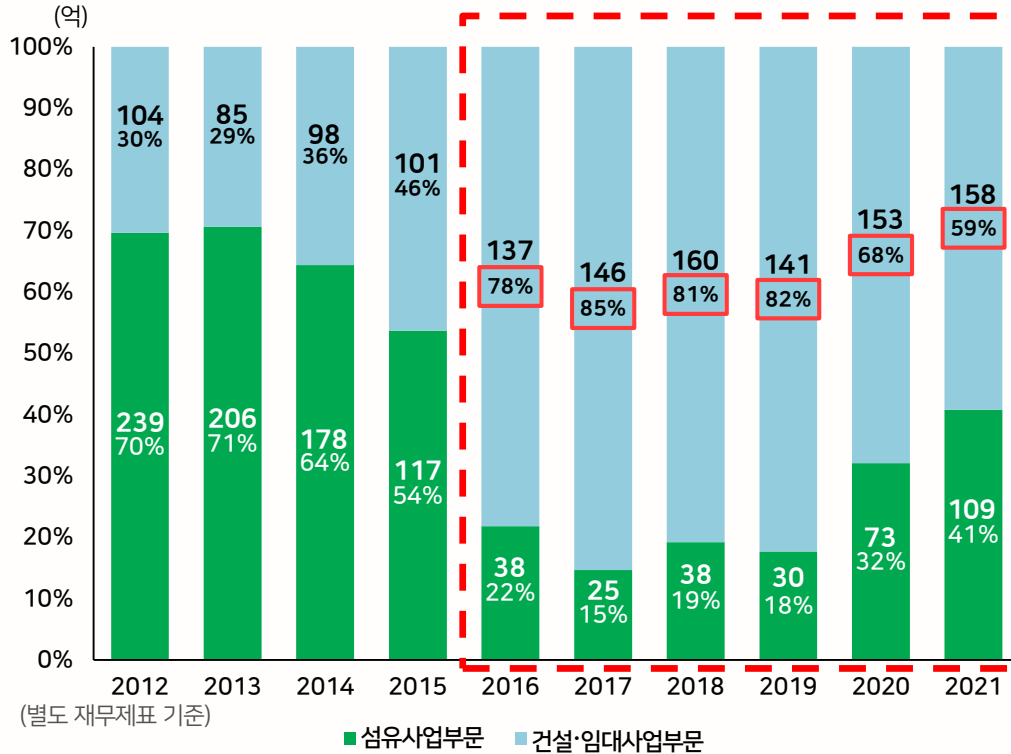


- 지난 10년간 매출액 연성장률은 -3.2%, 역성장의 주원인은 섬유부문의 부진
- 임대부문 매출 비중 2012년 6.9% → 2021년 25%
- 매출 내 비중은 아직 섬유부문이 압도적

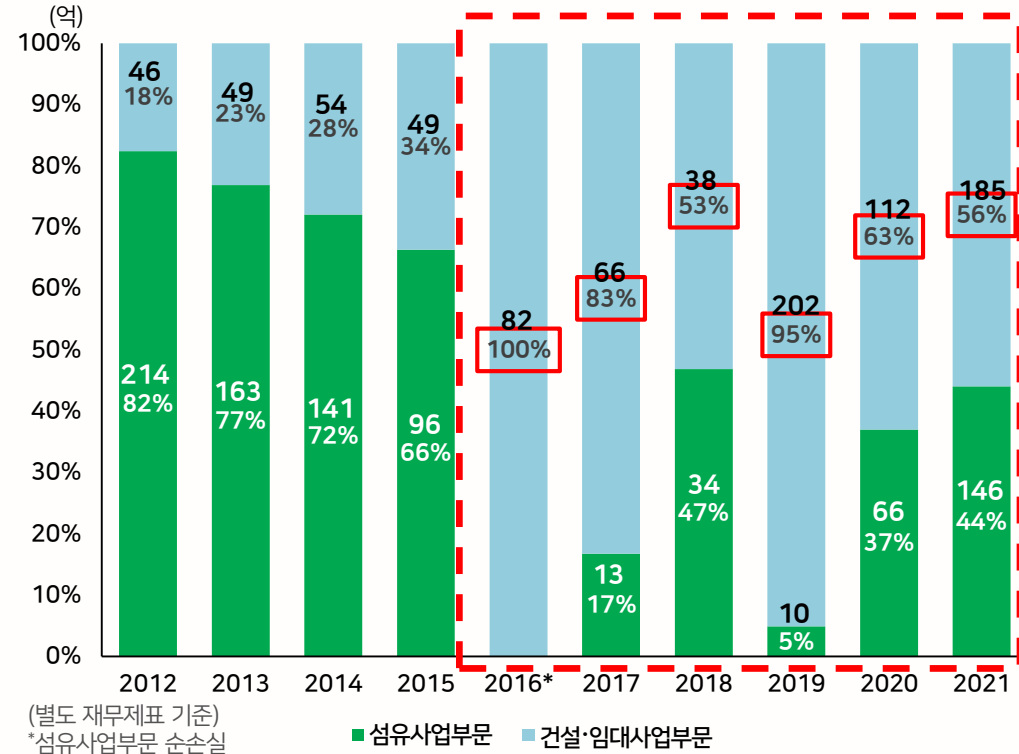
영업이익·당기순이익 기여도: 건설·임대부문 '16년부터 역전



▶ 2012~2021년 BYC의 사업부문별 영업이익 비중



▶ 2012~2021년 BYC의 사업부문별 당기순이익 비중

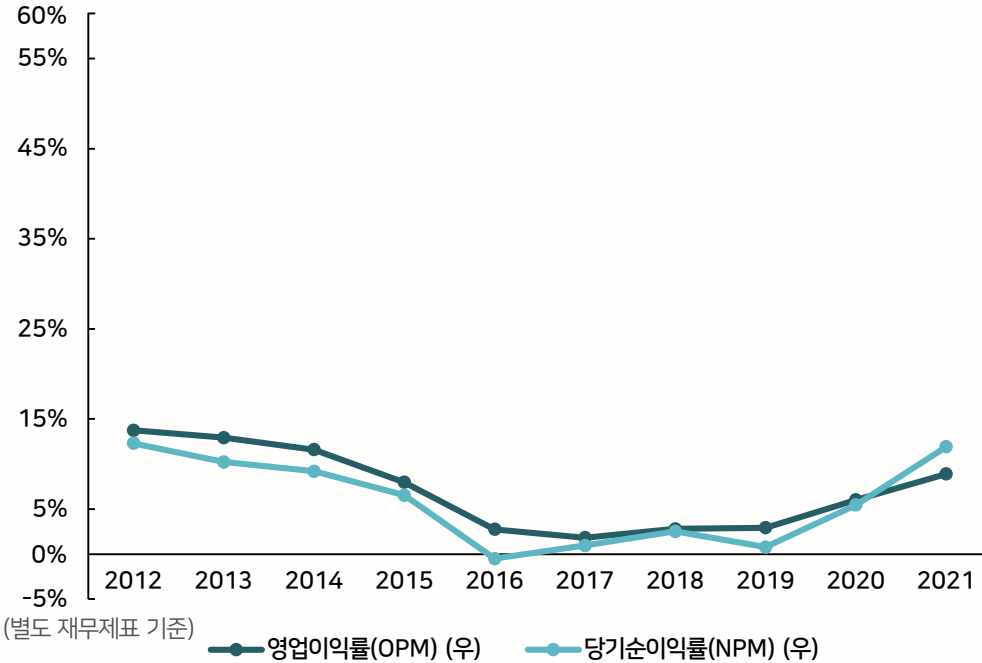


- 그러나, 건설·임대사업부문의 영업이익 기여도는 2016년부터 역전
- 건설·임대사업을 통해 더 많은 이윤을 창출

부문간 수익성도 현격하게 차이남

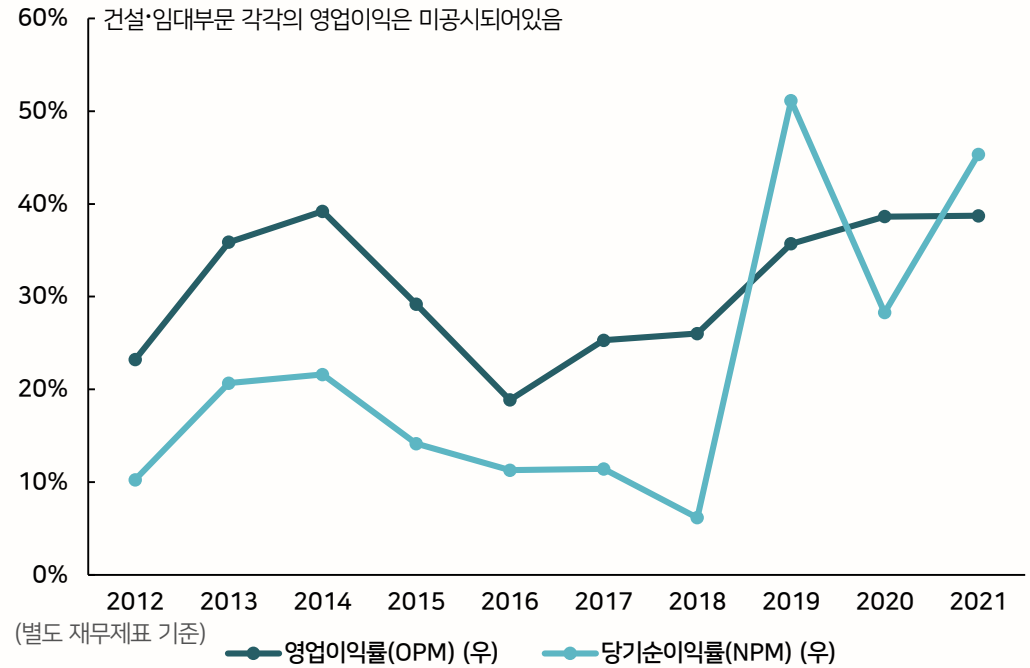


▶ 섬유사업부문의 2012~2021년 수익성지표



영업이익률(OPM): 1.8~13.7%
 당기순이익률(NPM): -0.5~12.3%

▶ 건설·임대사업부문의 2012~2021년 수익성지표



영업이익률(OPM): 23.2~39.3%
 당기순이익률(NPM): 6.3~45.4%

자산 구성, 성장성과 수익성 등을 고려하면 BYC는 부동산 투자를 주력으로 하는 회사

부동산 추정가치 1조 9,204억 ~ 2조 348억



- 15,205m²(4,600평) 대지면적
- 오피스텔, 근린생활시설 등 예정

본사부지
추정개발가치
4,538 ~ 5,682억

**1조 9,204억
~ 2조 348억**

상업용건물

대지면적: 51,835m²
건물연면적: 286,711m²

6,880억

오피스텔 및
상업용건물

대지면적: 10,471m²
건물연면적: 114,189m²

2,662억

지식산업센터

대지면적: 11,722m²
건물연면적: 95,844m²

5,124억

그 외 부동산 추정가치
1조 4,666억

본사부지 추정개발가치 4,538억~5,682억



< 본사부지 사진 >



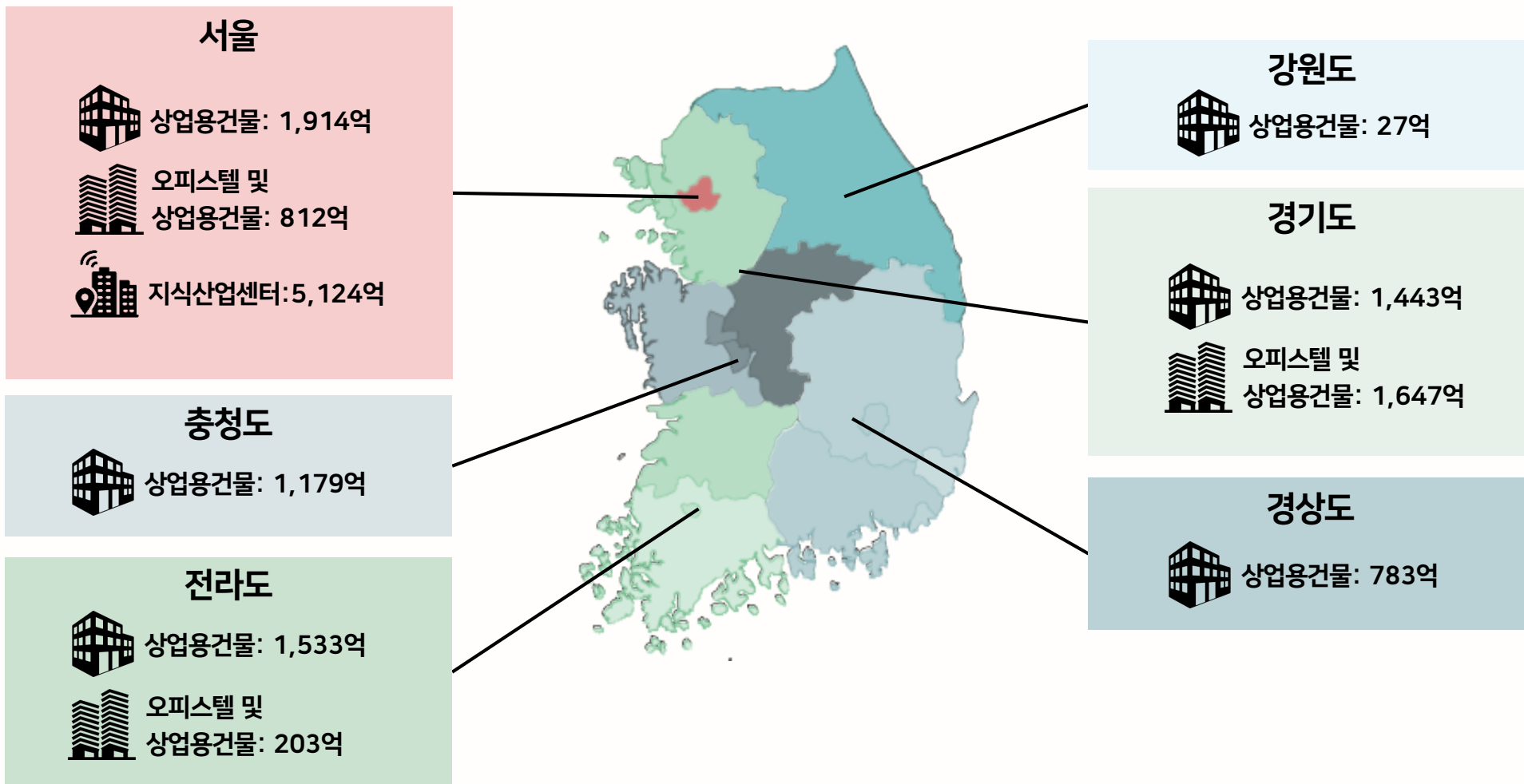
<개발계획 결정(변경)도>

- ▶ 서울시 영등포구 '20. 12. BYC 본사부지 15,205m²(4,600평) 포함된 지구단위계획개발 결정(변경) 및 지형도면 고시
- ▶ 본사부지 개발가치 추정에 사용한 가정

항목	가정	비고
공급평당 단가	760 ~ 1,060만원/m ²	- 최근 3년간 영등포구, 금천구 오피스텔 등 상업시설 분양가 기반으로 추정 - 900만원/m ² 이상의 분양가는 부동산 호황 가정
기부채납	대지면적의 10%	
용적률	500 ~ 700%	- 본사부지 용적률 대부분 630%, 일부 360% - 2021년 12월 용적률 700% 인가한 사례도 존재
공사비	186만원/m ²	- 한국부동산원 건물신축단가표에 따른 공사비와 최근 원자재비 상승 고려 - 시행/시공 동시진행시 175~197만원 수준, 그 평균치인 186만원 적용
판관비	6%	- 시공사에서 지출하는 일반적인 판관비율 적용
토지비용	26.3억원	- 본사부지 장부가액 기준

본사부지 제외한 부동산의 추정가치 1조 4,666억원

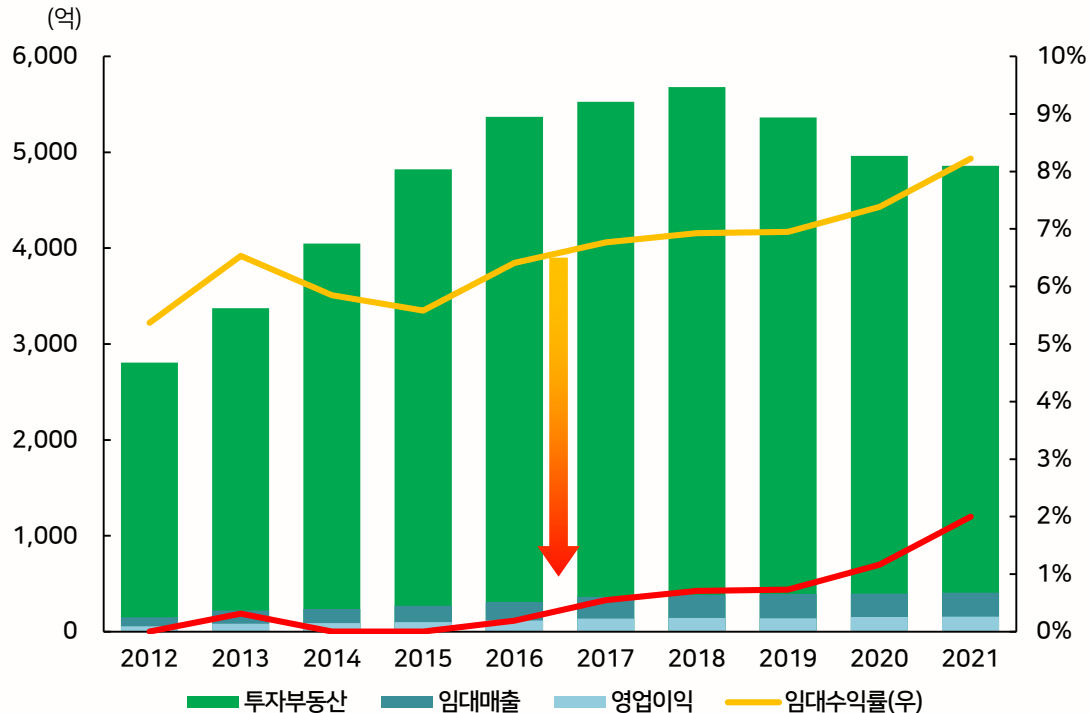
▶ 지역별 부동산 현황 (당사추정, 본사부지 개발 건 제외)



BYC 부동산의 실질수익률 2%, 영업이익률도 낮은 수준



▶ 2012~2021년 자산대비 임대수익률 및 임대부문 영업이익



▶ 국내상장리츠, BYC 임대사업부문 영업이익률 비교



국내 대표 상장리츠
약 60%

VS

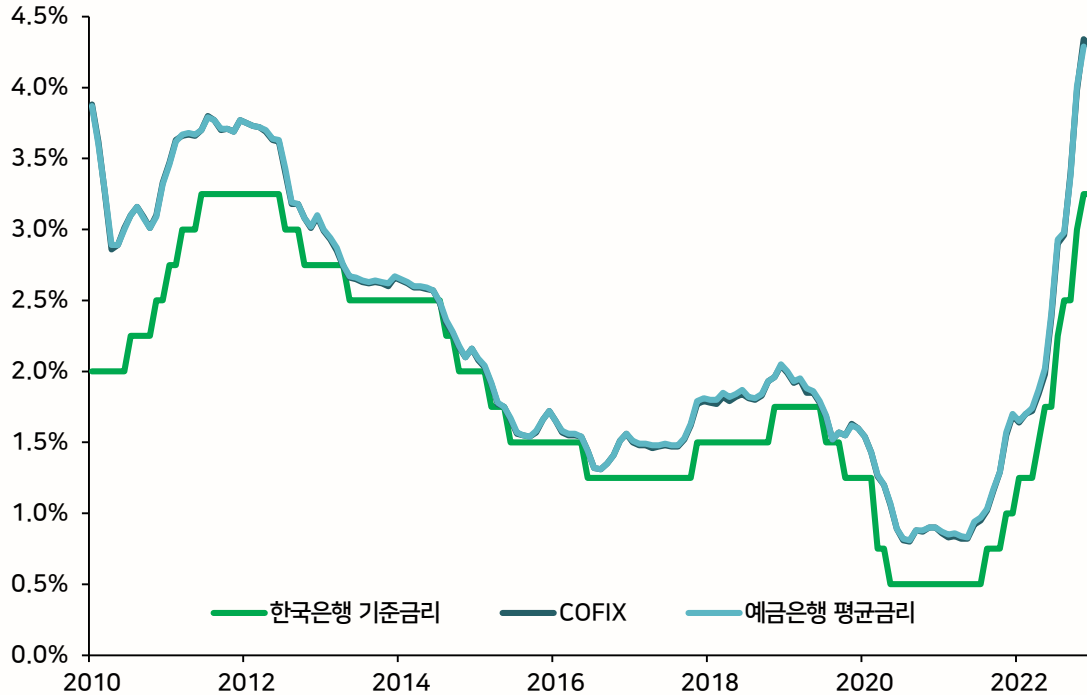


BYC
약 38%*

*2019~2021년 BYC 임대사업 평균 영업이익률

- 현재 BYC 임대수익률: 5~8%, 당사 추정가치 2조원 대입시 (실질)임대수익률: 2%
- 국내 상장리츠 영업이익률 약 60% 수준 대비 BYC 임대사업 영업이익률 약 38%로 현저히 낮은 수준

▶ 국내 기준금리 및 수신금리 추이자료



투자 가이드라인 X



투자재원의 효율적 배치 X

부동산 임대수익률(매출 2%) X 임대매출의 영업이익률 38%

부동산 영업이익률은 0.8%로 매우 낮은 수준

- 이익률이 시중은행 정기예금 이자율을 한참 하회 → BYC 부동산은 저수익자산
- 투자판단의 가이드라인이나 기준이 없고, 투자재원의 효율적 배치가 전혀 이루어지지 않음

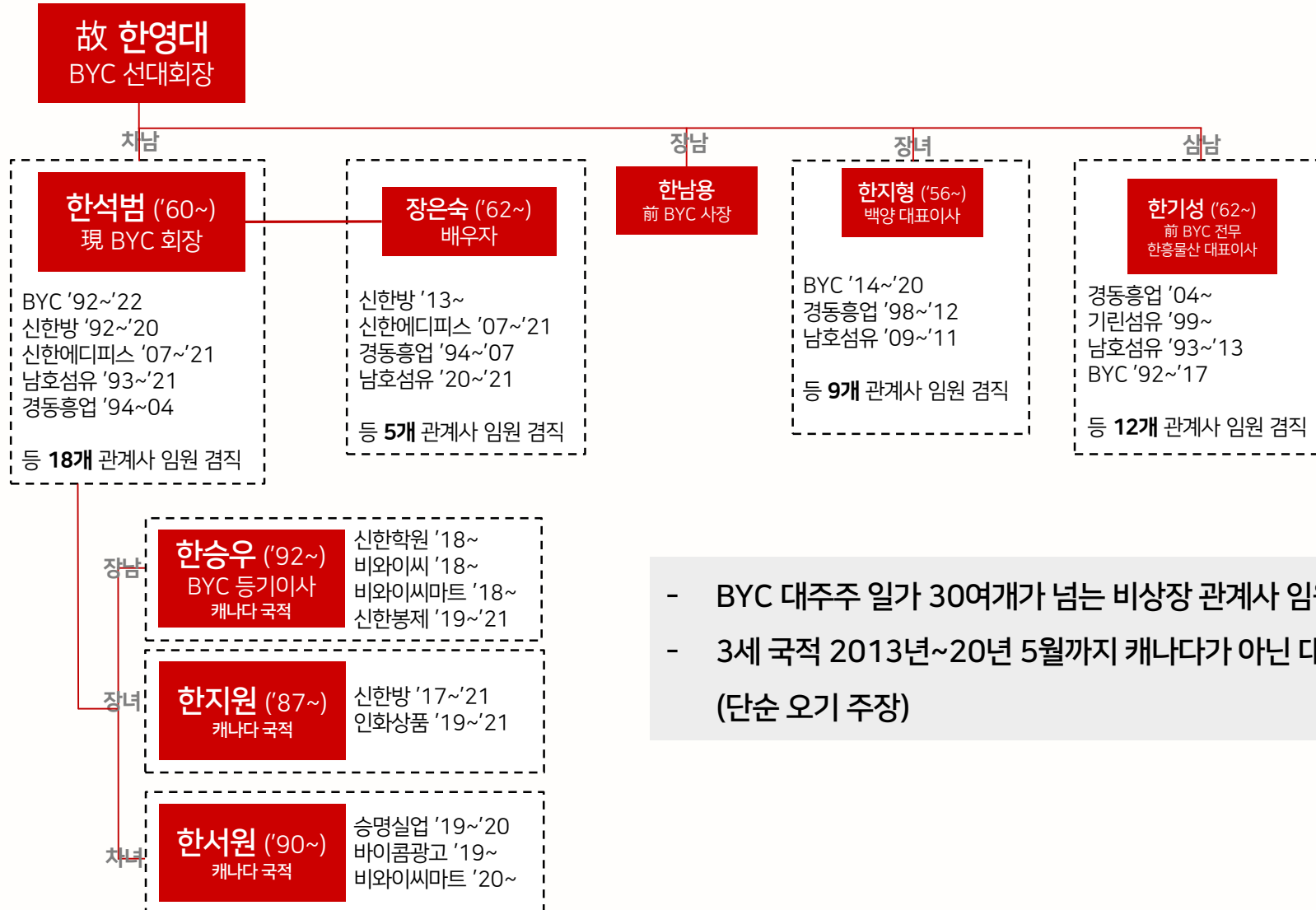
BYC 기업가치의 저평가 원인

- ① 투자재원의 비효율적 배치
- ② 특수관계자간 내부거래에 관한 부당성 의혹
 - ③ 주주환원 정책의 부재
 - ④ 지나치게 낮은 주식 유동성
 - ⑤ 시장과의 커뮤니케이션 부재

② 특수관계자간 내부거래에 관한 부당성 의혹

- BYC 대주주 일가 지분도와 지분변화
- 3세 관계사들의 지분 취득자금
- 신한방 (한승홀딩스)
- 신한에디피스
- 남호섬유
- 제원기업
- 일관, 인화상품
- 내부거래로 인한 소수주주 이익 침해 의구심
- 부당내부거래로 인한 법률리스크
- 회계장부 열람 통해 파악한 부당내부거래

▶ 관계도 및 임원 겸직 현황

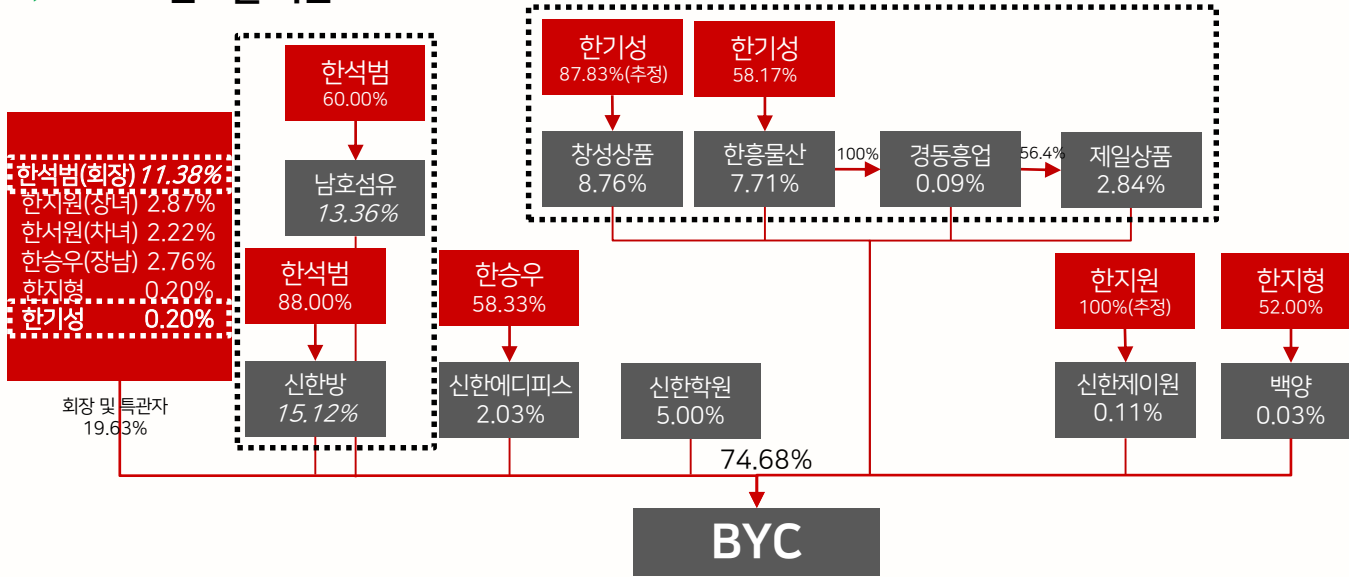


- BYC 대주주 일가 30여개가 넘는 비상장 관계사 임원 겸직중
- 3세 국적 2013년~20년 5월까지 캐나다가 아닌 대한민국으로 공시 (단순 오기 주장)

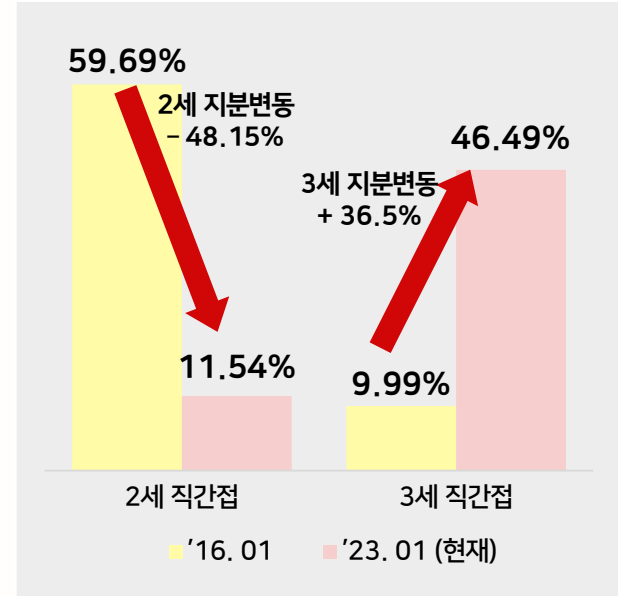
BYC 대주주 일가 지분변화



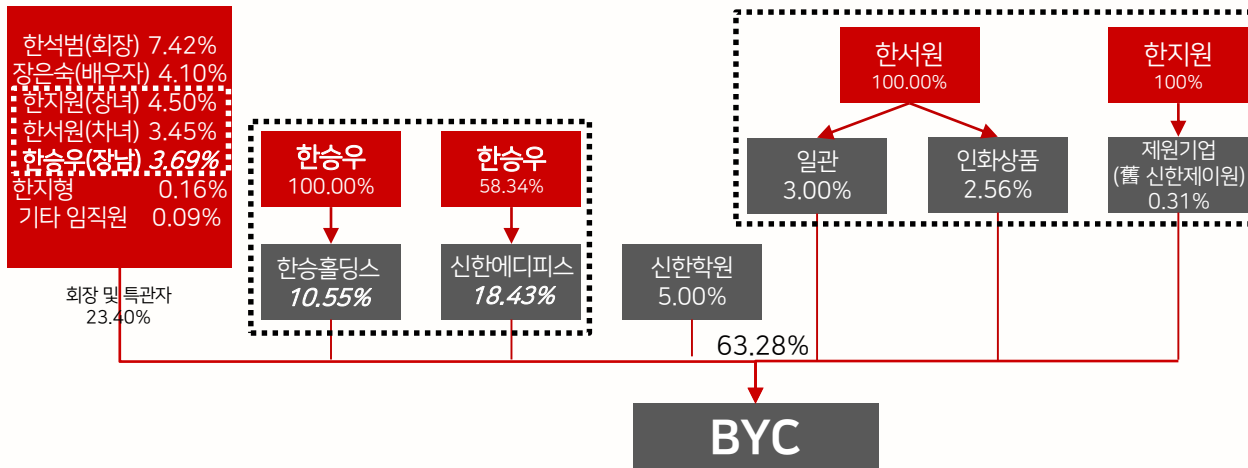
▶ 2016년 1월 지분도



▶ 2세 → 3세 지분율* 변동



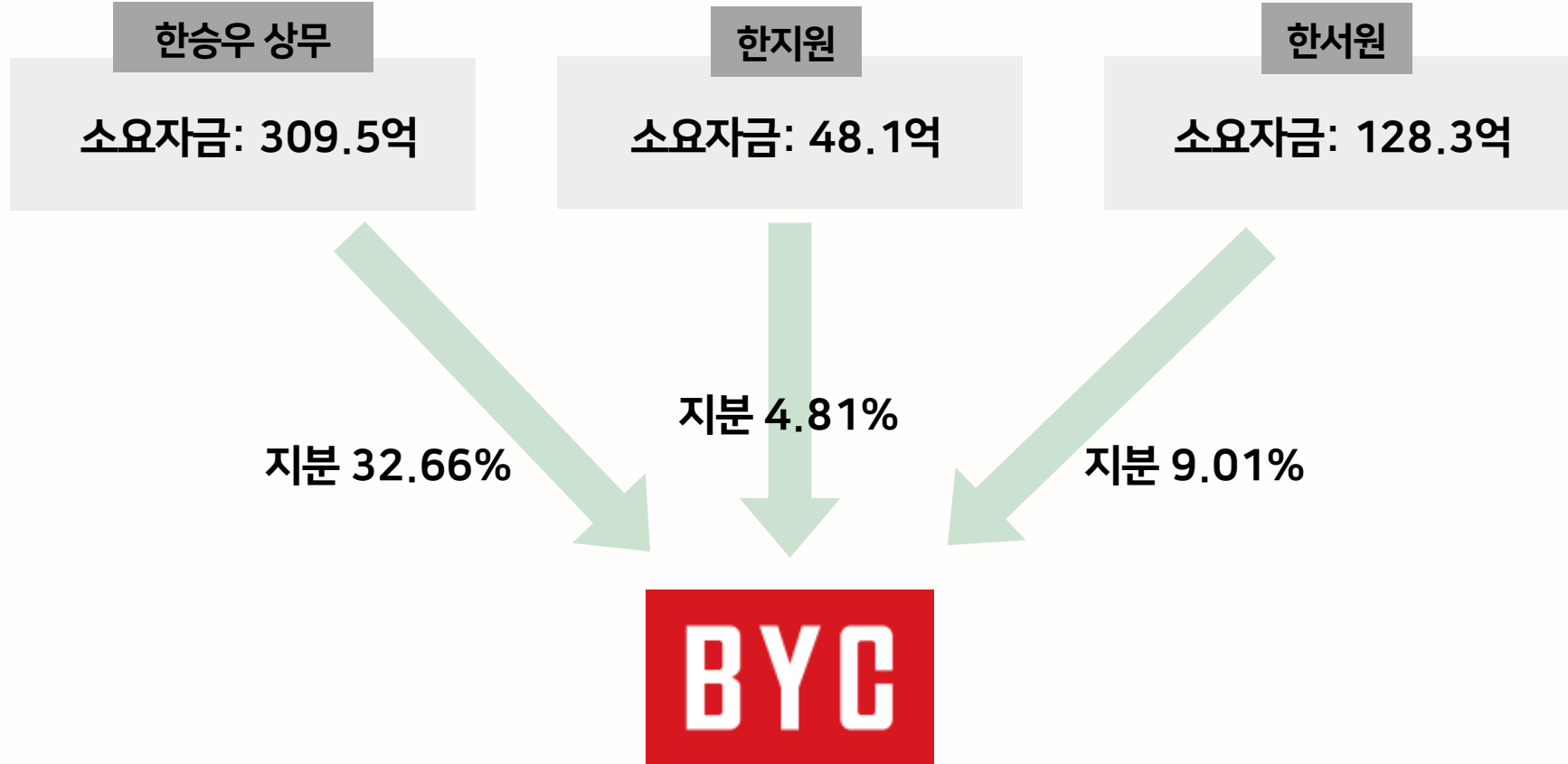
▶ 2023년 1월 지분도



- 2세 지분 대부분 3세에게 이전
- 이전방식: 증여 X, 2세 지분 매도 및 3세 지분 매수

3세 지분 36.13%*1 취득에 소요된 총 자금: 488억

▶ BYC 오너 3세 지분 취득 소요자금*2

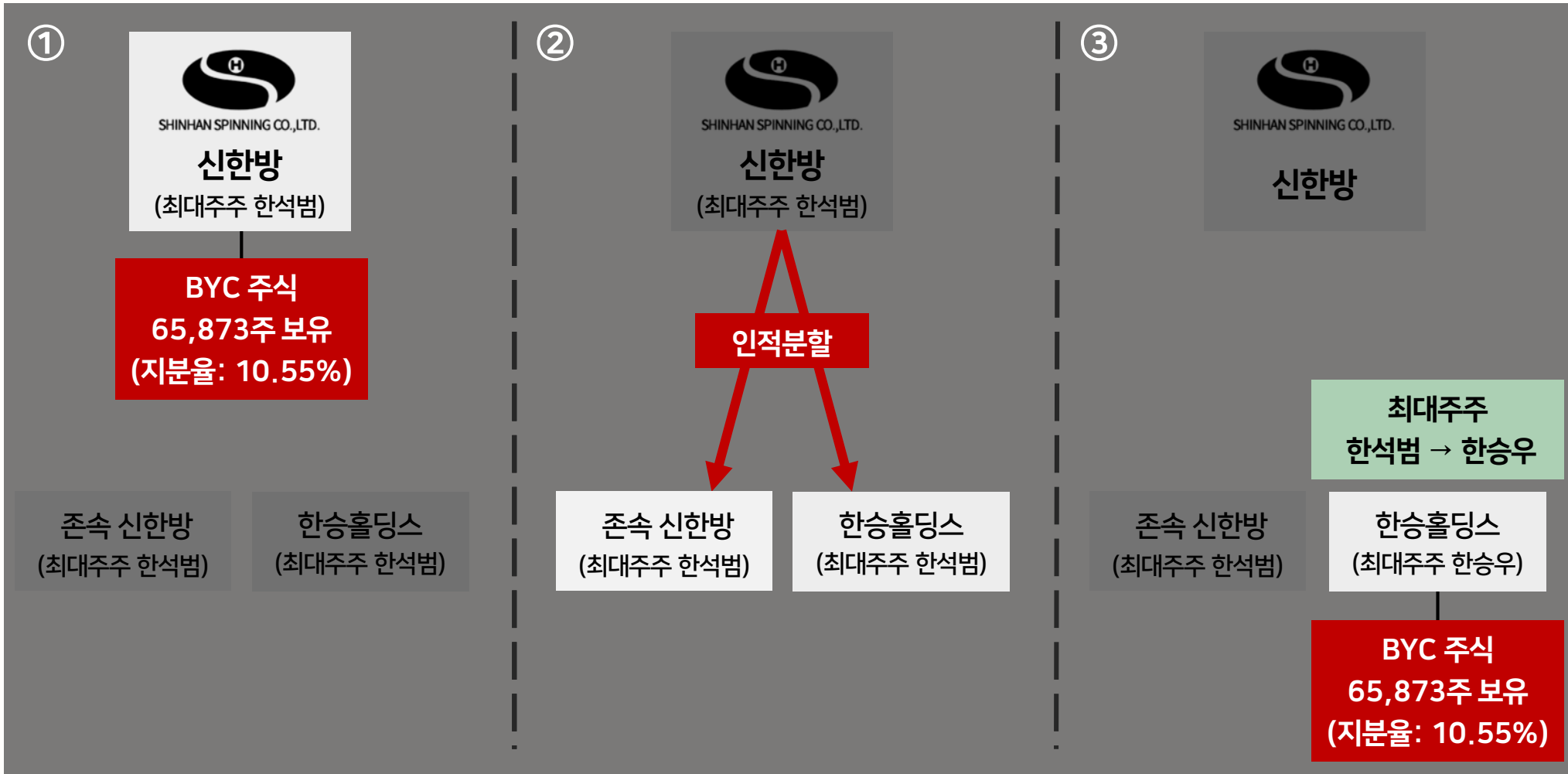


- 지분 최초 취득 시점부터 현재까지 3세가 직간접적으로 투입한 자금(취득지분율)은 한승우 상무 309.5억(22.11%), 한지원 48.1억(4.81%), 한서원 128.3억(9.01%)

*1 신한방 인적분할 통해 신설된 지분 10.55% 제외

*2 3세가 지배하는 관계사 포함

신한방① BYC 지분 10.55% 인적분할 통해 승계 완료



- ① 한석범 회장이 최대주주인 신한방, BYC 지분 10.55% 보유
- ② 신한방의 인적분할로 신설된 한승홀딩스가 BYC 지분 10.55% 전량을 포함하여 자산(투자주식) 395억원, 부채 0원 승계
- ③ 한승홀딩스 최대주주가 한석범에서 한승우 상무로 변경

한승홀딩스 지분 이전 과정 들여다볼 필요 있음

신한방② BYC 공사매출 발생시마다 수익성 훼손



▶ 2010~2021년 BYC 건설·임대부문 수익성지표

단위:억	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
건설·임대사업부문												
매출	529	261	448	237	250	346	726	577	615	395	396	408
영업이익	81	51	104	85	98	101	137	146	160	141	153	158
OPM	15.4%	19.4%	23.2%	36.0%	39.3%	29.1%	18.9%	25.4%	26.0%	35.6%	38.7%	38.7%
순이익	35	12	46	49	54	49	82	66	38	202	112	185
NPM	6.7%	4.5%	10.2%	20.7%	21.7%	14.1%	11.3%	11.4%	6.3%	51.2%	28.2%	45.4%
분양매출	405	118	171	16	14	27	226	② '17~'18 임대 영업이익 추정		① '19~'21 평균 임대 영업이익률 = 37.7%		
임대매출	94	99	151	221	237	269	309	363	383	395	396	408
영업이익	공사매출이 발생할때마다 훼손되는 수익성 OPM&NPM ↓							137*	144*	141	153	158
OPM								37.7%*	37.7%*	35.6%	38.7%	38.7%
공사매출	30	44	126				50	190	213	233	③ 공사매출의 영업이익률 4.4 ~ 6.6%*	
영업이익								9*	16*			
OPM								4.4%*	6.6%*			

* 당사 추정치

①2019 ~ 2021년의 평균 임대 영업이익률은 37.7%, ②이를 임대매출과 공사매출만 발생한 2017 ~ 2018년에 적용

③이를 통해 알 수 있는 공사매출 (추정)영업이익률은 4.4 ~ 6.6%



지하이시티 지식산업센터

- 지하이시티 지식산업센터 개발을 통해 BYC는 순손실을 봤을 가능성 높음
- 반면, 신한방은 104.5%의 수익률을 올림



시공사

공사 수주액
505.7억

영업이익
22 ~ 33억*

순이익
순손실 가능성 ↑



시행사

분양수익
1,189억

분양원가: 581.8억
수익률: 104.5%

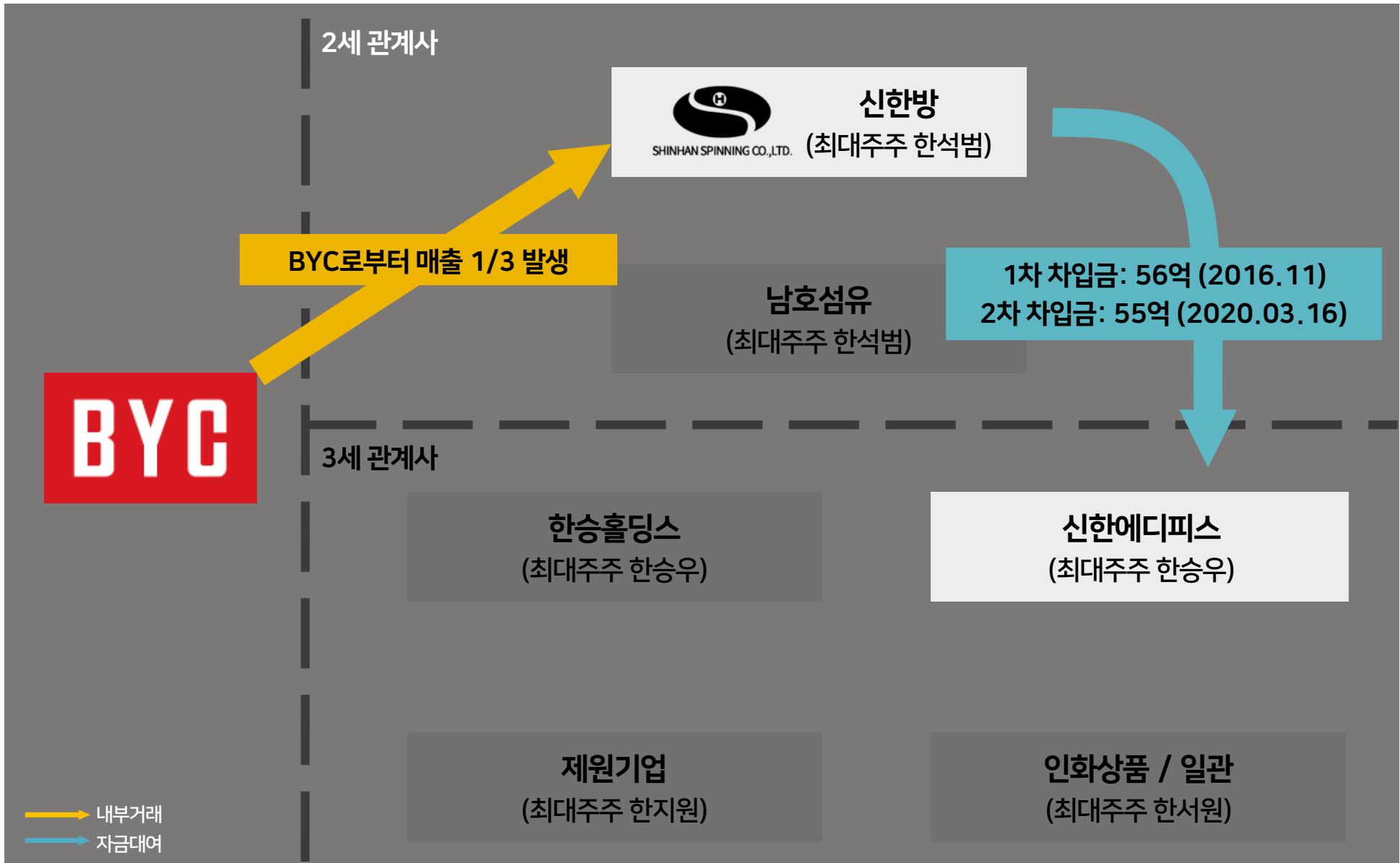
순이익
607.8억



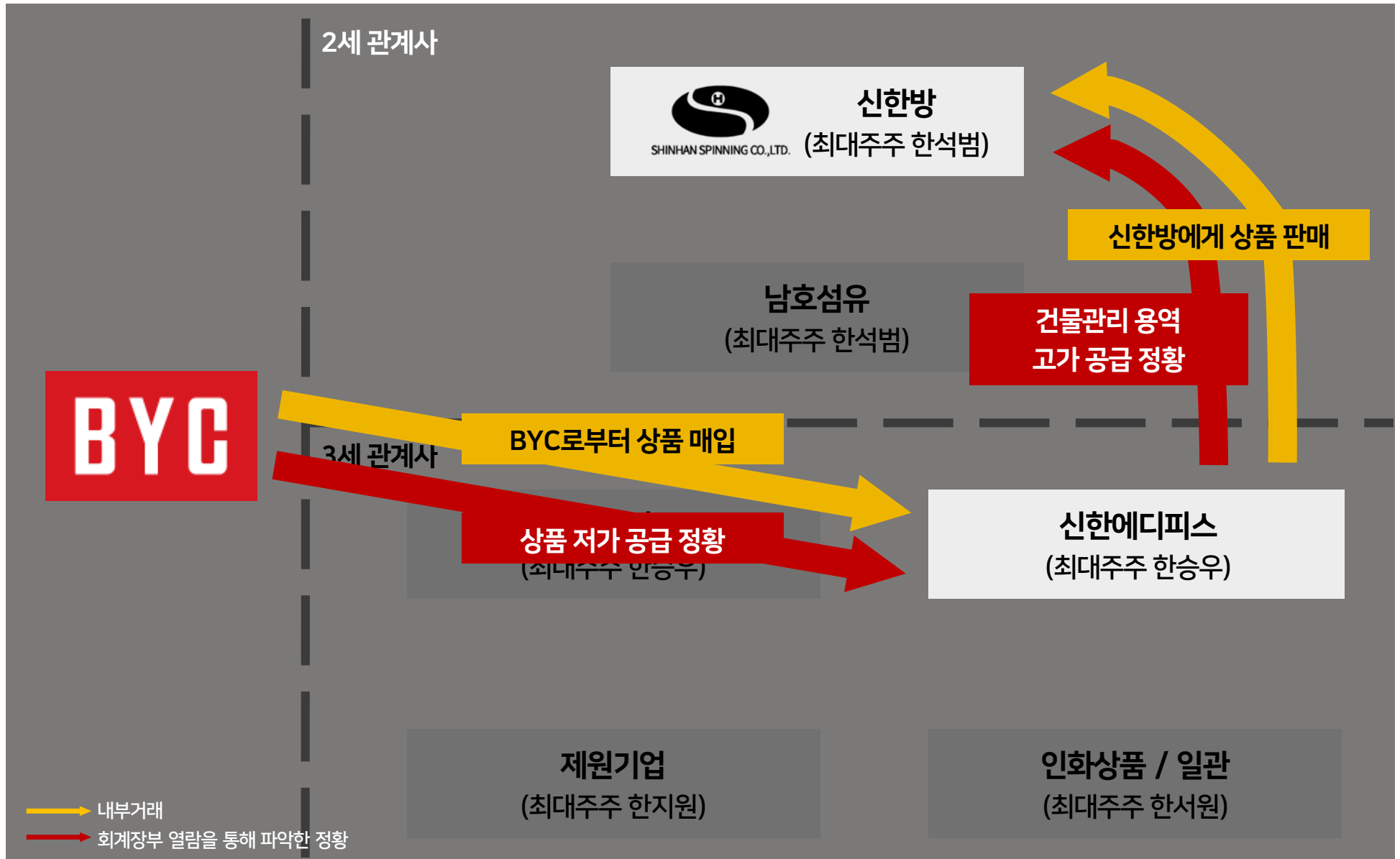
*당사가 추정한 공사매출의 영업이익률(OPM)을 통해 계산한 값

Source : 전자공시시스템, 트러스톤자산운용

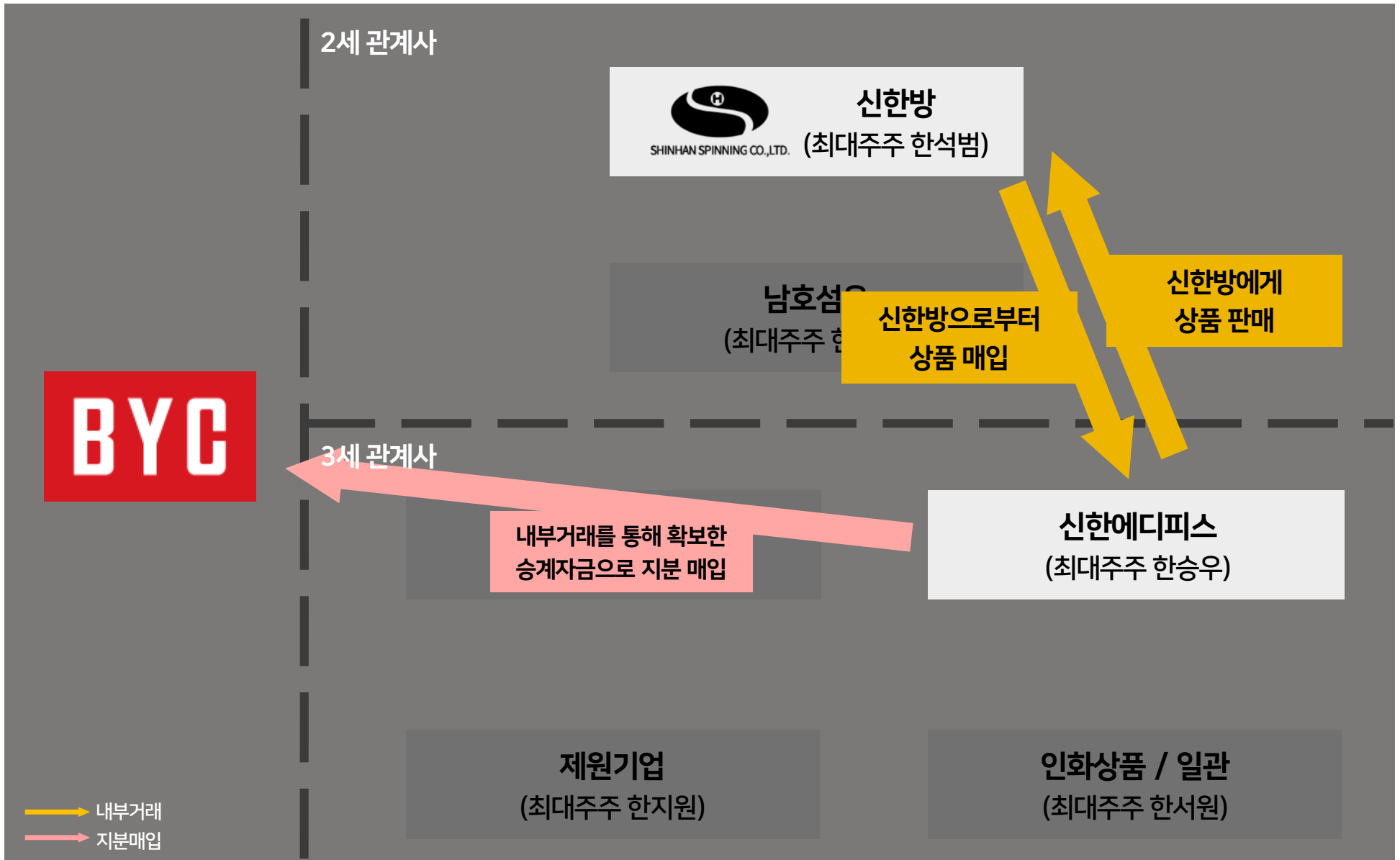
신한방③ BYC와 내부거래로 축적한 자본을 신한에디피스에 대여



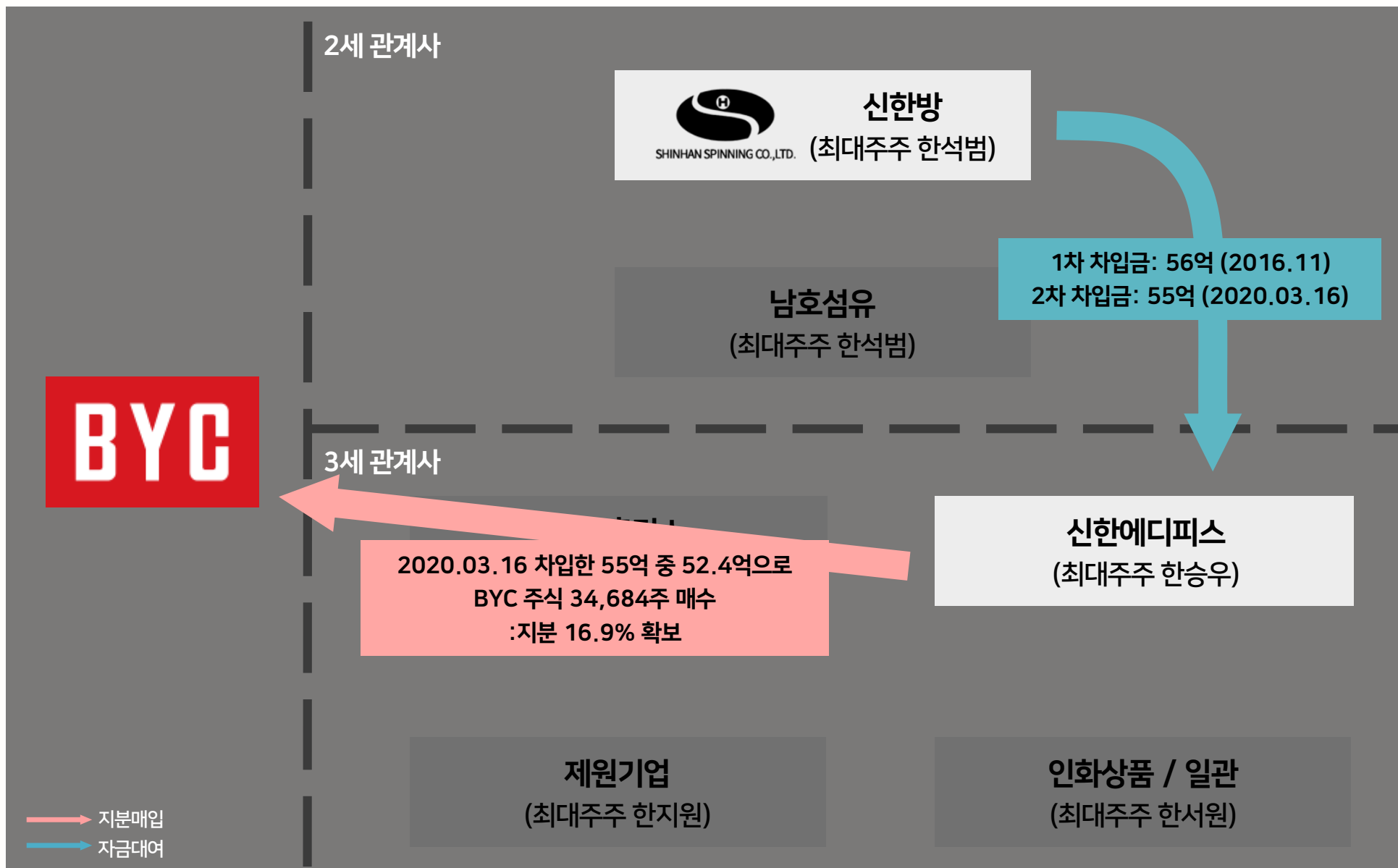
신한에디피스① BYC-신한에디피스-신한방 구조로 내부거래



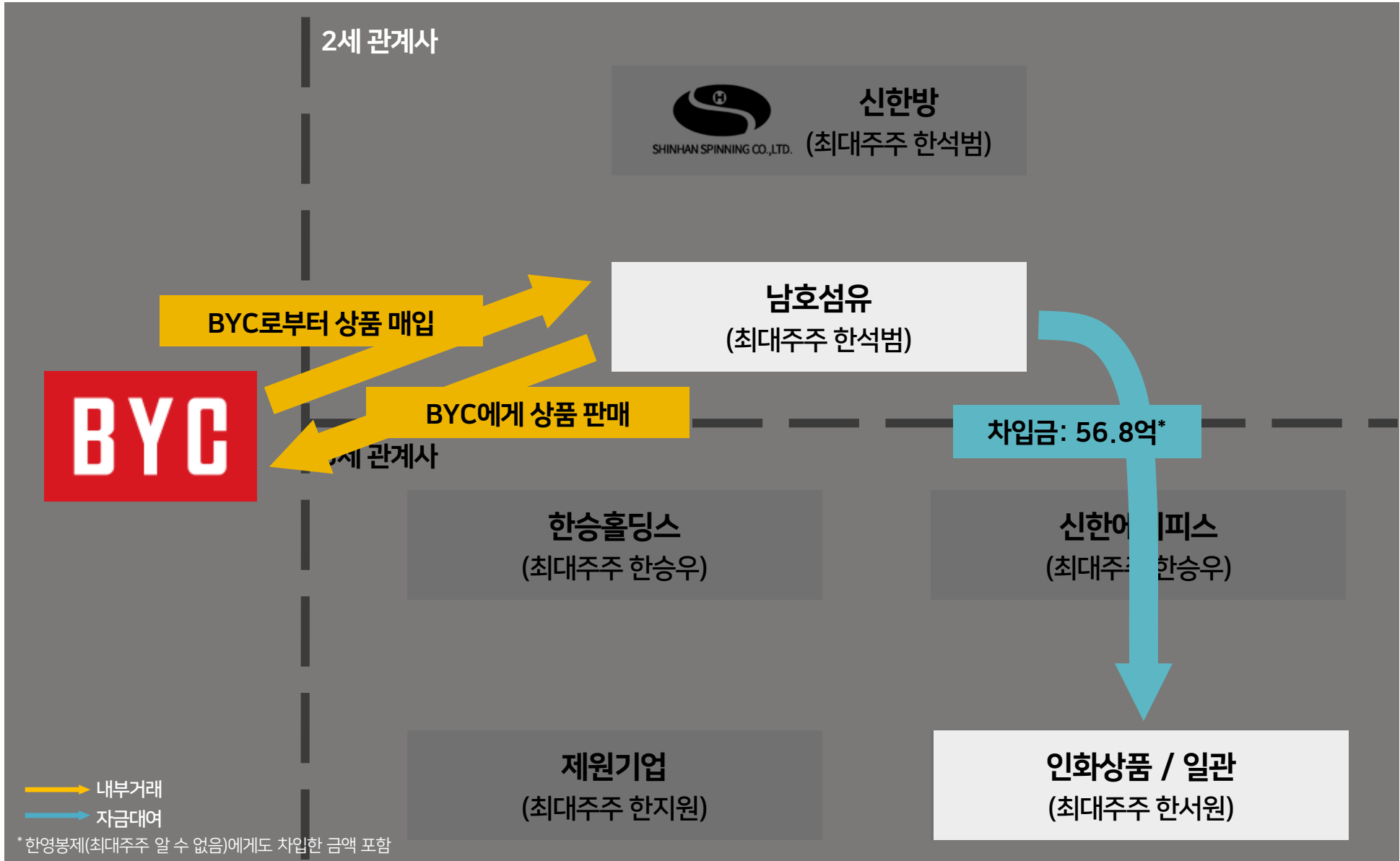
신한에디피스② 내부거래 통해 축적한 자본으로 BYC 지분 취득



신한에디피스③ 신한방에서 차입한 자금으로 BYC 지분 취득

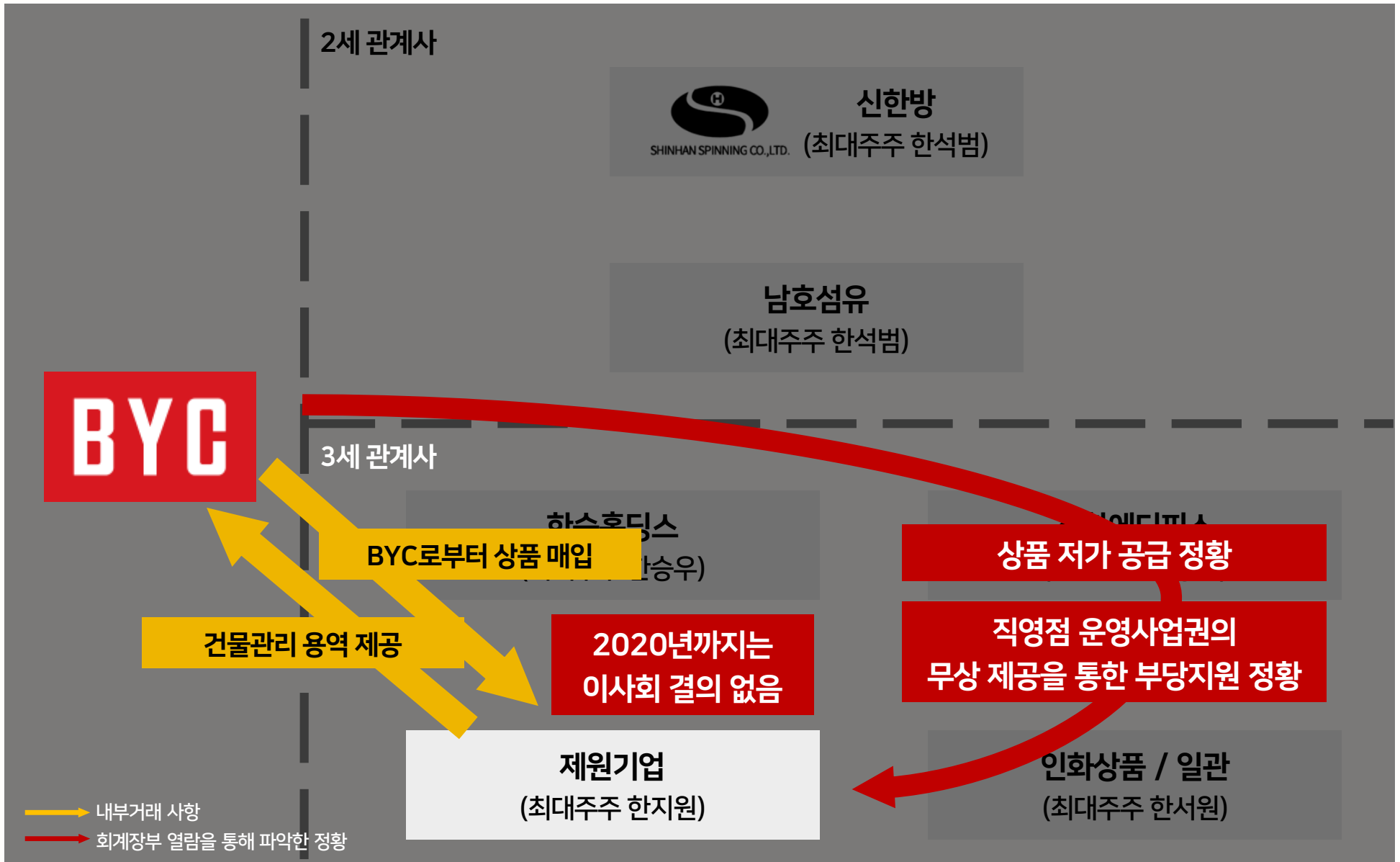


남호섬유: 내부거래 통해 쌓인 자본을 인화상품에 대여

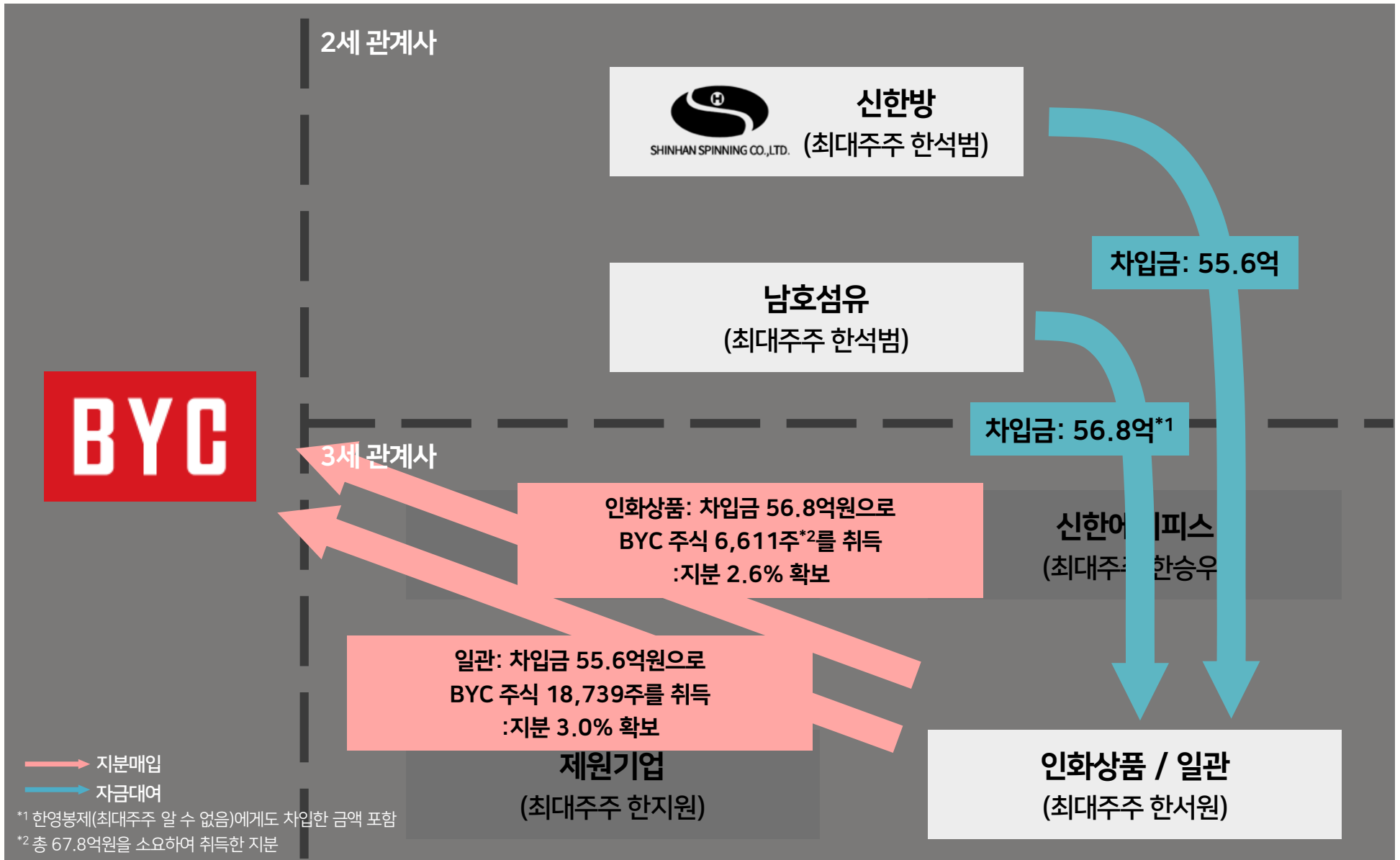


* 한영봉제(최대주주 알 수 없음)에게도 차입한 금액 포함

제원기업: BYC 대리점 운영(상품거래), 건물관리 용역 통한 내부거래



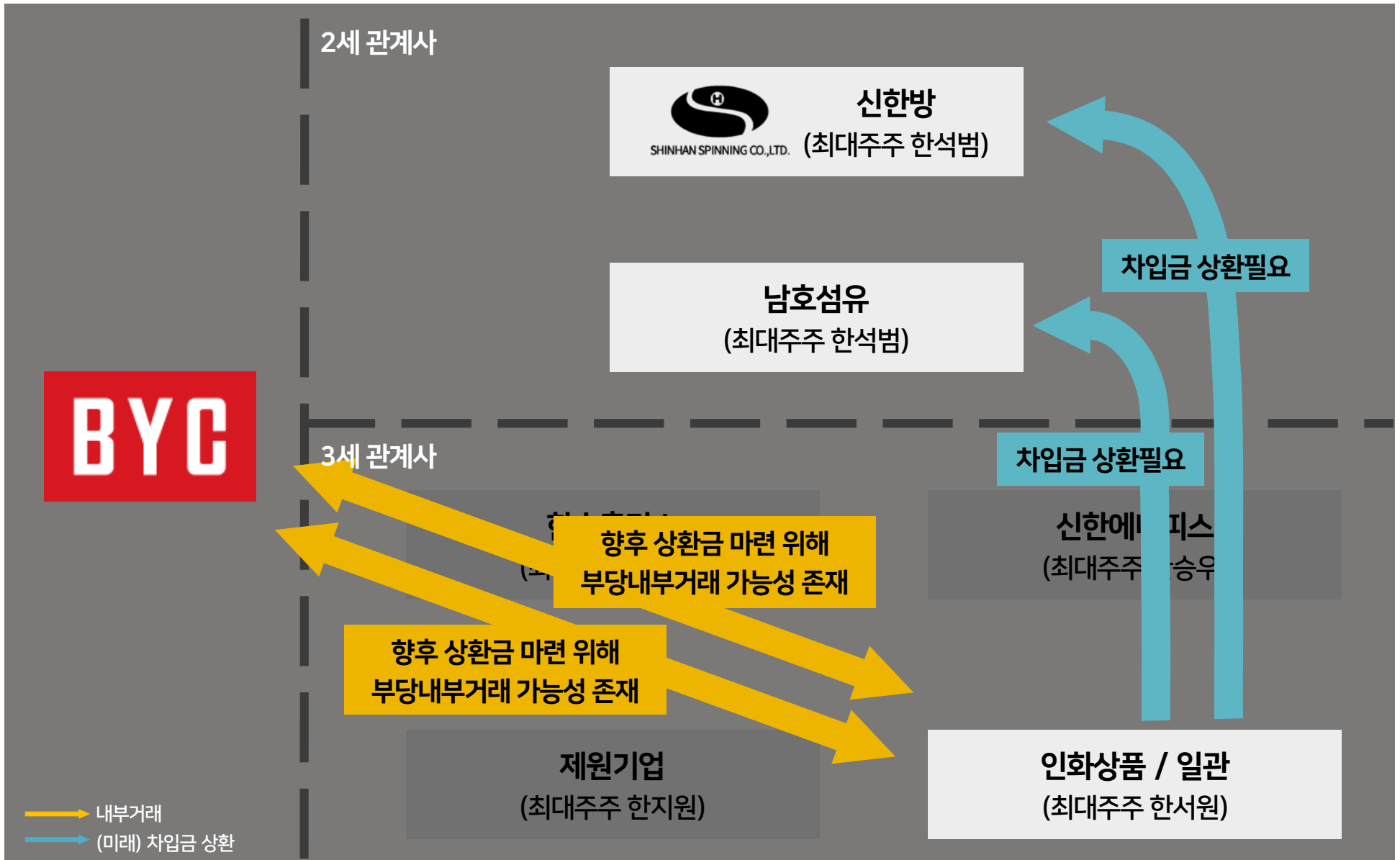
인화상품·일관① 신한방·남호섬유에서 차입해 BYC 지분 취득



*1 한영봉제(최대주주 알 수 없음)에게도 차입한 금액 포함

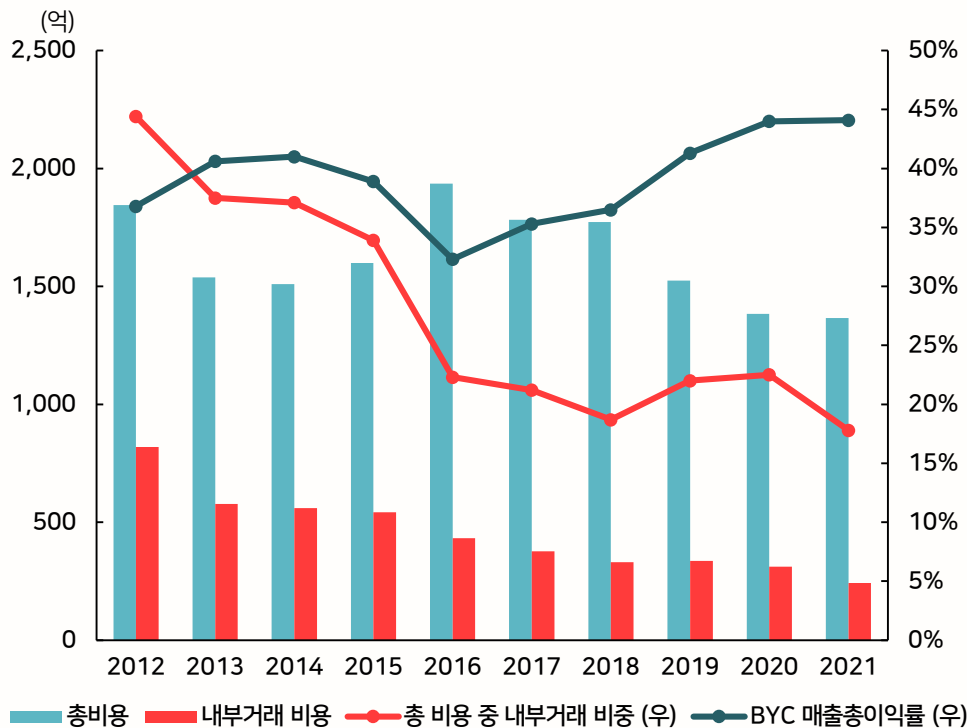
*2 총 67.8억원을 소요하여 취득한 지분

인화상품·일관② 상환금 마련 위해 향후 부당내부거래 가능성 존재

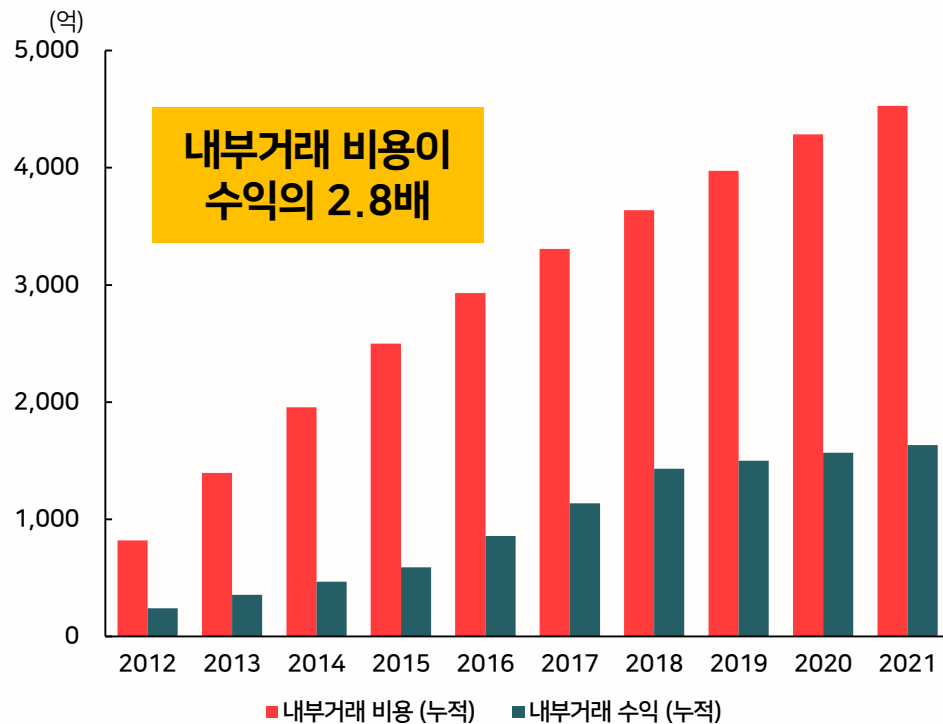


특수관계자에게 지급한 비용, 수익 대비 약 2.8배

▶ 2012 ~ 2021년 내부거래 비용에 따른 매출총이익률



▶ 2012 ~ 2021년 내부거래 비용, 내부거래 수익



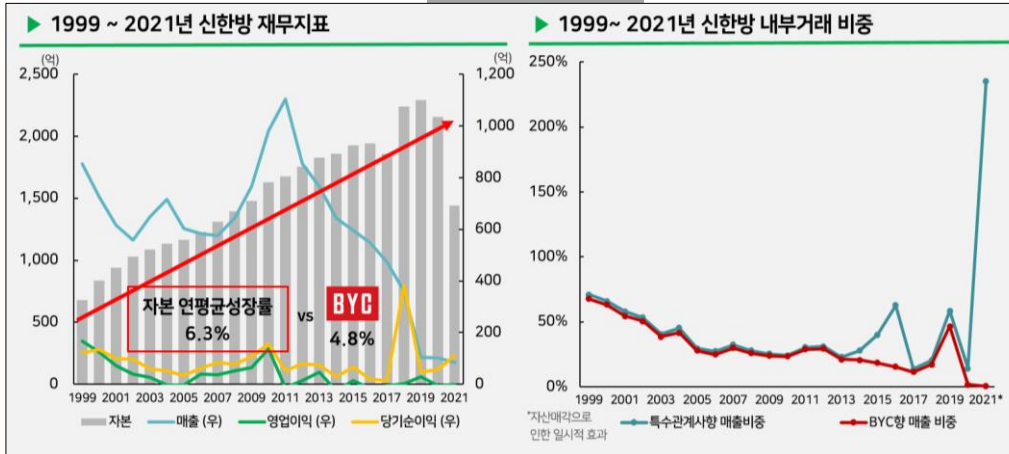
- 지난 10년간 특수관계자로부터 얻은 수익 약 1,633억 vs 지급한 비용 약 4,529억 → 비용이 수익의 2.8배
- 내부거래 비중이 낮아진 2016년부터 매출총이익률 개선 → 역의 상관관계

주요관계사 재무지표: BYC 대비 가파른 속도로 성장

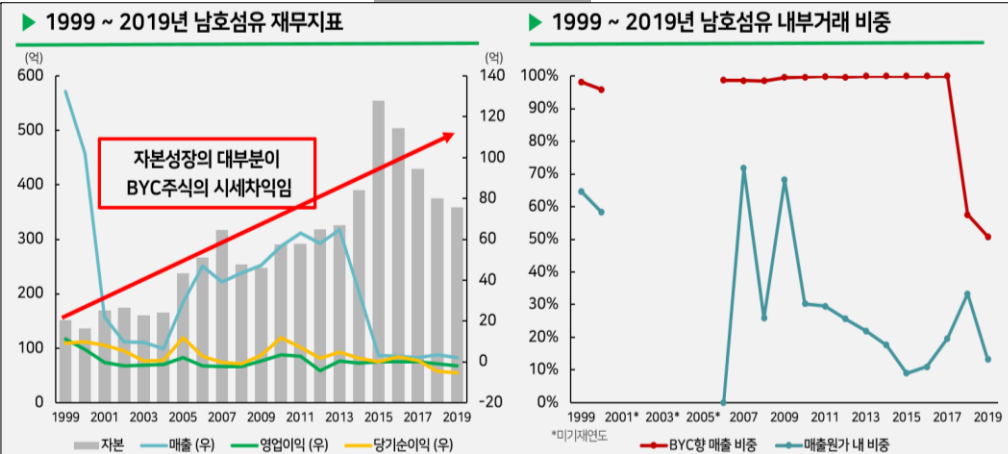


▶ 관계사별 재무지표

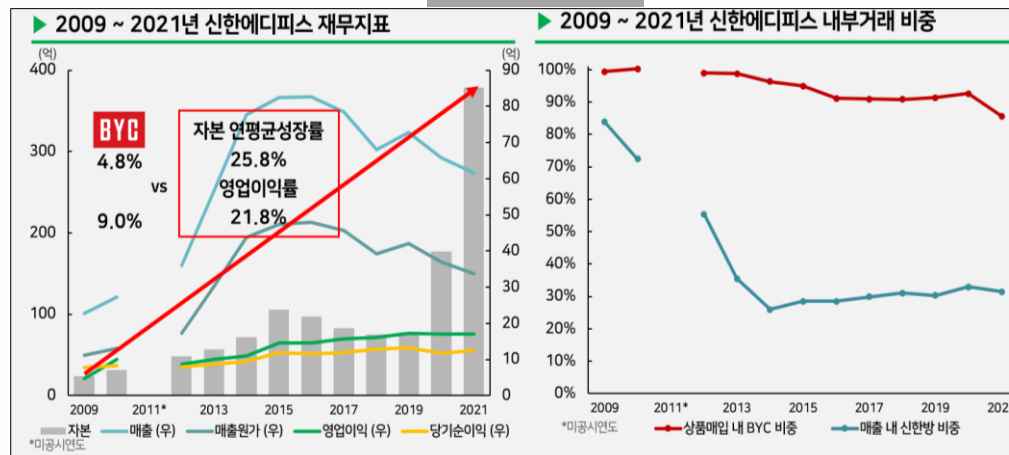
신한방



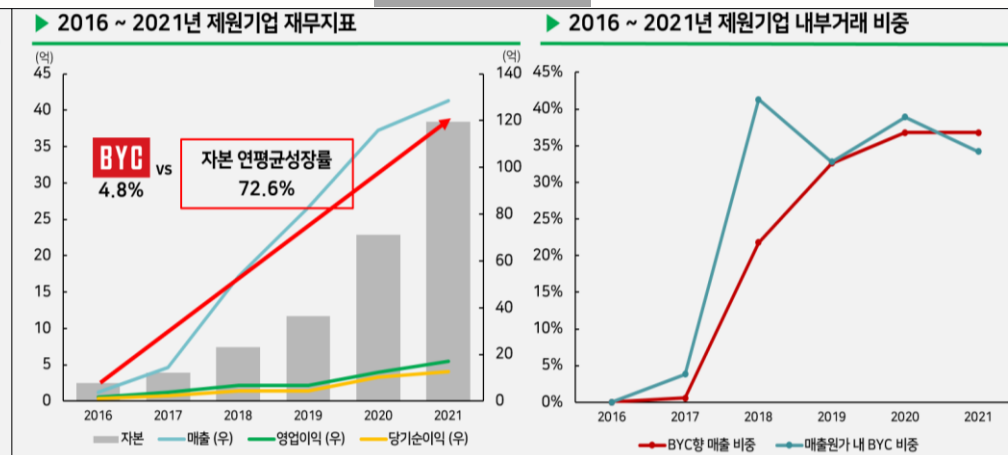
남호섬유



신한에디피스



제원기업

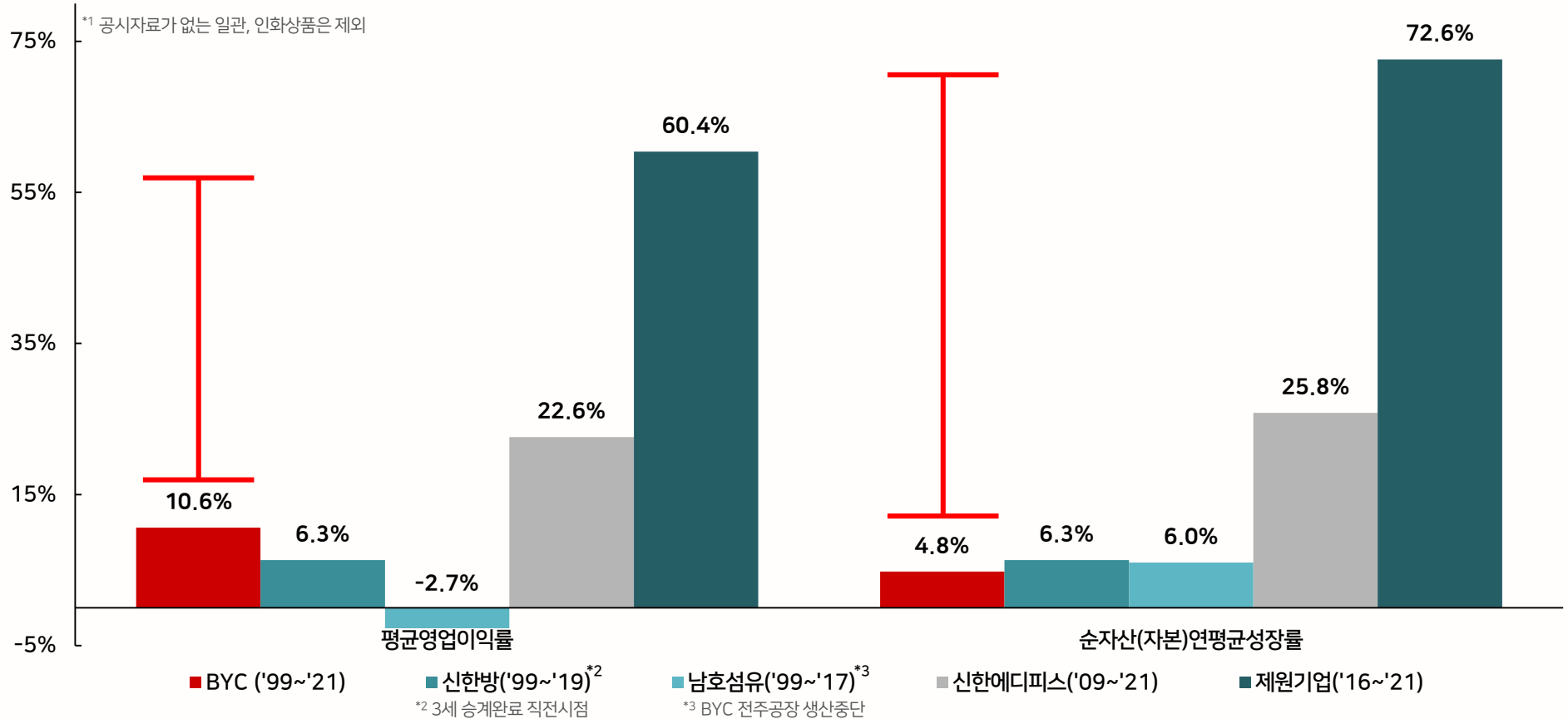


주요관계사 수익지표와 자본성장률 모두 BYC에 비해 높은 수준

부당내부거래로 인해 소수주주의 이익이 침해되었다는 합리적 의심



▶ BYC와 특수관계사*1 수익지표 및 순자산 성장률 비교



- 자본(순자산) 연평균 성장률: BYC 4.8%, 신한에디피스:25.8%, 제원기업: 72.6%
- 저가/고가 거래, 일감 몰아주기 등 부당내부거래 통한 부 축적 의혹, 이 과정에서 소수주주 이익 침해되었다는 합리적 의심



상법 제398조상 1) 이사/특수관계자가 지배력을 행사하는 회사와 거래하는 경우,
2) 이해상충이 있는 이사는 사전에 설명하고, 회사와 이사/특수관계사간 이해상충을 방지해야 함

1) 이사 및 특수관계자가 지배력을 행사하는 회사

- 감사보고서가 공시된 기업들 중 신한방, 신한에디피스, 남호섬유, 제원기업, 비와이씨마트, 승명실업, 아이피피, 신한봉제가 해당
- 공시 되지 않는 관계사 중 위 규정에 해당하는 관계사가 더 있을 수 있음

2) 이해상충이 있는 이사들(한석범 회장과 한승우 상무)

위 관계사들과 거래시, 이해상충이 있는 이사들은 본인의 이해관계 및 거래의 중요사항을 이사회에 설명할 의무가 있음.
이사회는 다른 옵션이 없는지, BYC에게 이득이 되는 거래인지 검토할 의무가 있음

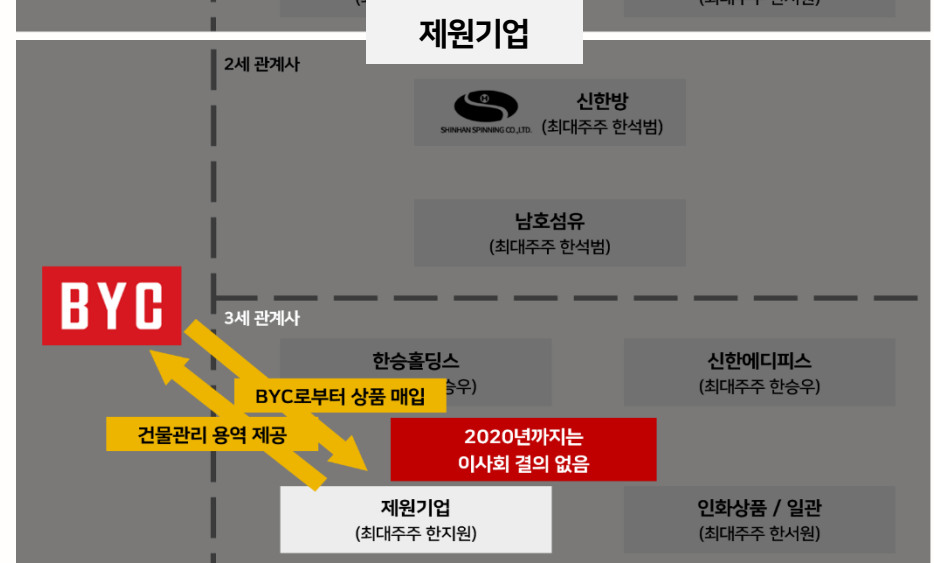
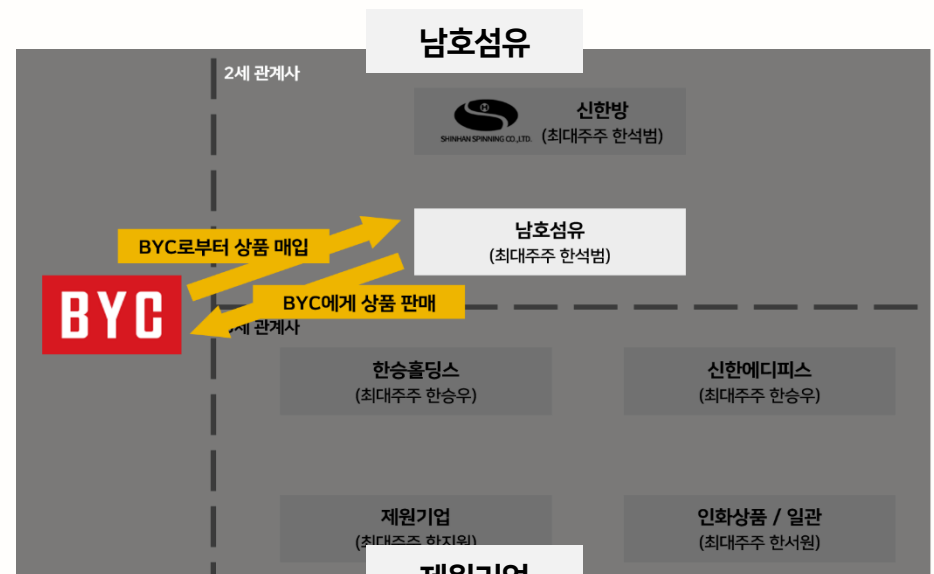
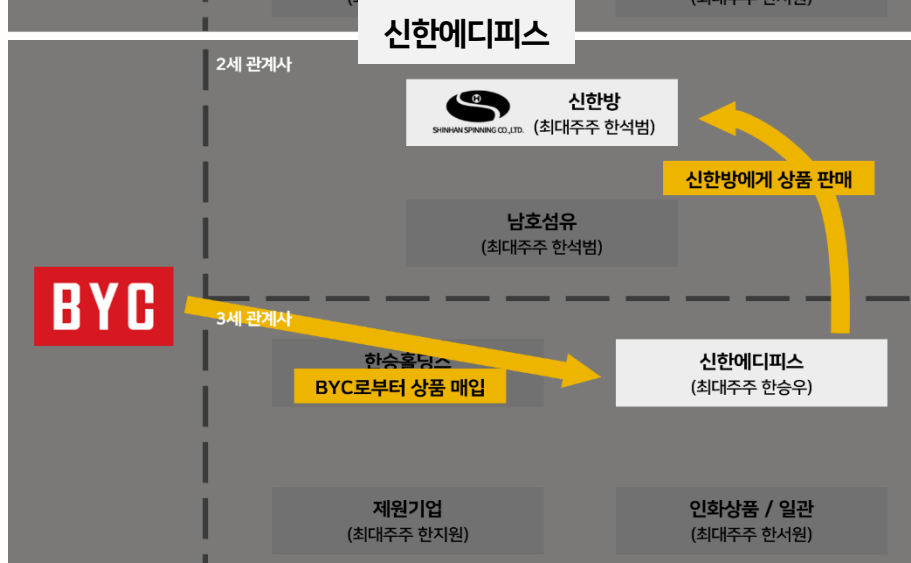
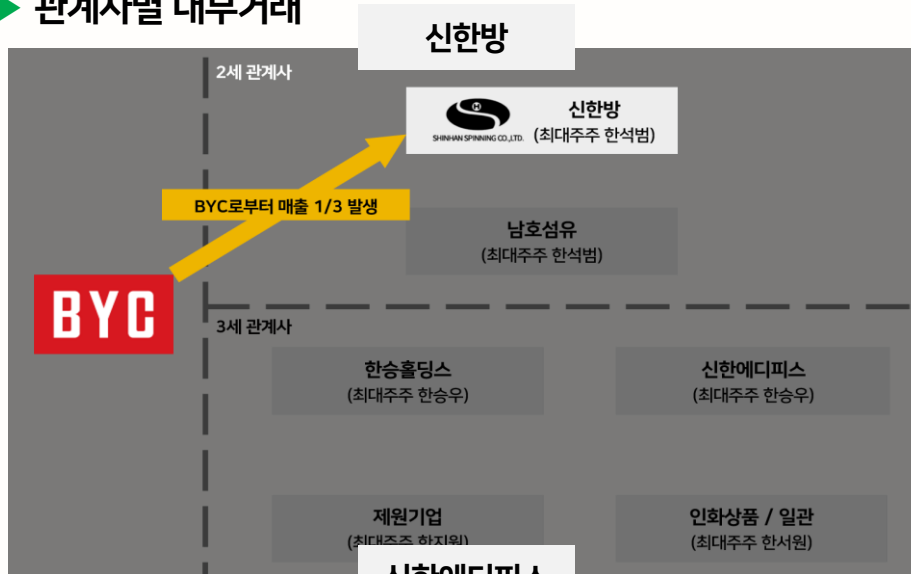
의무 미이행시, 이해상충이 있는 이사와 선관주의의무 또는 충실의무를 위반한 이사진들은
회사에 대한 **손해배상책임을 부담**, 경우에 따라 **배임죄** 성립 가능
배임액 5억원 이상시 **특경법** 적용, 취업제한 규정에 의해 **경영참여가 불가**할 수 있음

- BYC 내부거래는 적법성과 공정성(적정성) 모두가 결여된 부당한 내부거래
- 이러한 법률리스크가 BYC 기업가치를 크게 훼손 중

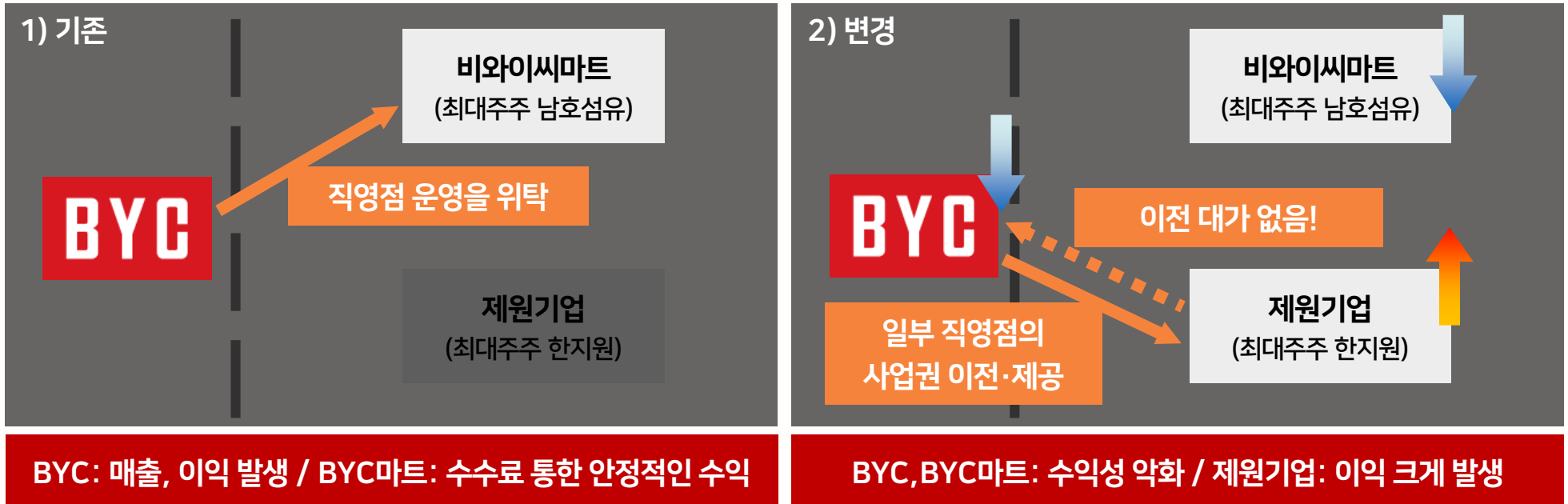
주요관계사 내부거래: 이사회 결의 없이 이루어진 위법한 내부거래



▶ 관계사별 내부거래



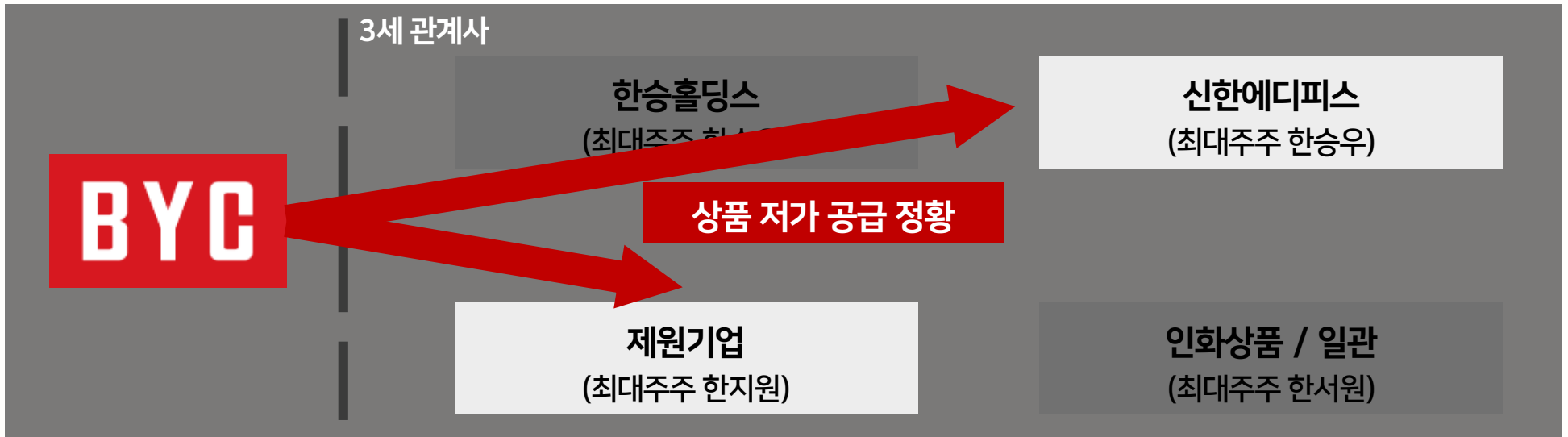
(제원기업과의 '21년부터 건물관리 용역 제외) 모든 내부거래가 이사회 결의 없이 이루어져 상법 제398조 위반!



- 기존 위탁운영하던 점포를 제원기업에 이전시킴으로써 BYC의 매출·이익 감소 추정
- BYC마트: 수수료 발생 원천인 지점들이 제원기업 소속으로 넘어감에 따라 수익성 악화 추정
- 제원기업: 지점 사업권 얻어 큰 폭의 이익 증가 추정
- BYC의 사업권 이전에 대한 이사회 결의 없음! & 사업권 이전·제공에 대한 권리금 등 어떠한 대가도 확인할 수 없음
- 부당이익·사업기회 제공 및 배임 의혹
- 이에 대한 경영진의 납득할만한 설명 및 추가 자료 필요

BYC 경영진의 납득할만한 설명 및 추가 자료 제공 없을 경우 경영진에 대한 업무상 배임 고발 등 필요한 법적 조치 진행 고려
운영사업권 (무상)이전·제공에 관한 독립적인 감사와 검토를 위해 감사위원(이사) 후보 추천

회계장부 열람 통해 파악한 부당내부거래 의혹② 제품 공급단가 조정

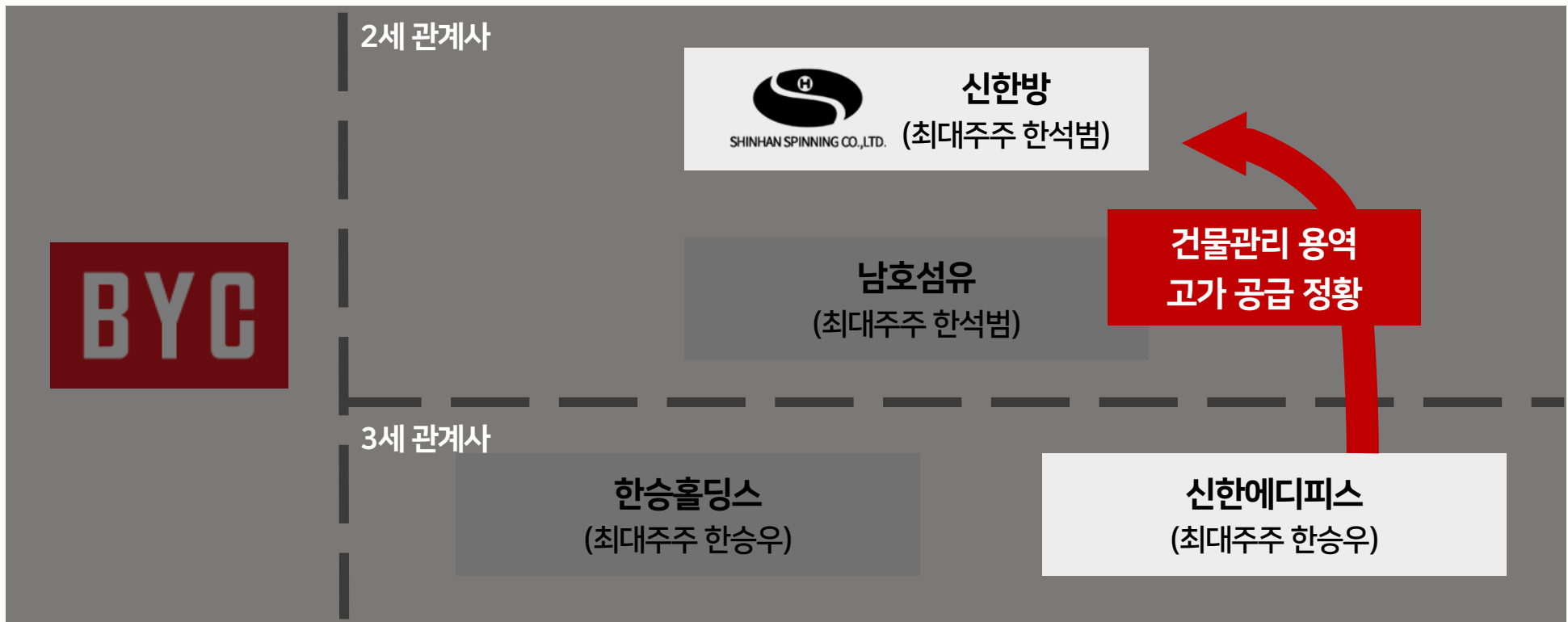


연도	201X	201X	201X	201X
특수관계자	...	신한에디피스		제원기업
...
제3자 단가 (100%) 대비 공급단가	...	71.3 ~ 91.1%	71.6 ~ 91.7%	77.7 ~ 91.7%
...

일부 사업연도의 특정거래내역 중 제3자 대비 신한에디피스와 제원기업에게 유리한 단가로 제품을 공급한 사실 발견

- 제3자보다 낮은 가격으로 특수관계자에게 제품을 공급함으로써 부당이익 제공 및 배임 의혹
- 이에 대한 경영진의 납득할만한 설명 및 추가 자료 필요

BYC 경영진의 납득할만한 설명 및 추가 자료 제공 없을 경우 경영진에 대한 업무상 배임 고발 등 필요한 법적 조치 진행 고려
특수관계자 내부거래에 관한 독립적인 감사와 검토를 위해 감사위원(이사) 후보 추천



- 신한에디피스 용역수입은 대부분 신한방과의 건물관리용역에서 발생함
- 신한에디피스 용역수입 매출총이익률 무려 50% 수준
- BYC와의 내부거래로 부를 축적한 2세 관계사가 다른 3세 관계사와 건물관리 용역거래를 고가로 체결한 정황 의심됨
- 이를 통해 2세 관계사가 3세 관계사를 부당지원하고 3세 관계사는 그 부당지원을 통해 부를 축적한 부당이익 제공 정황 의심됨

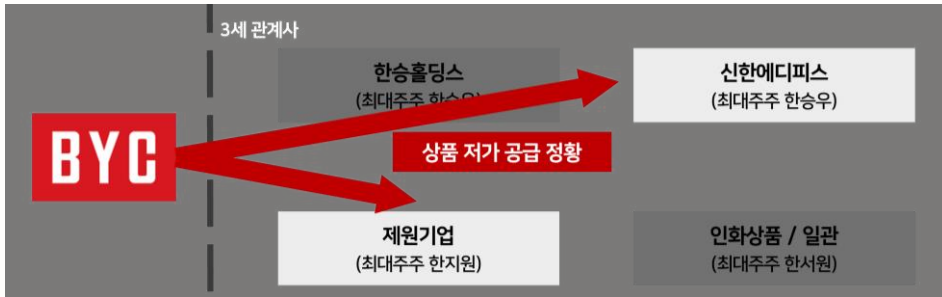
BYC 내부거래의 부당성을 보여주는 간접증거

회계장부 열람 통해 파악한 부당지원 정황 및 배임 의혹 정리



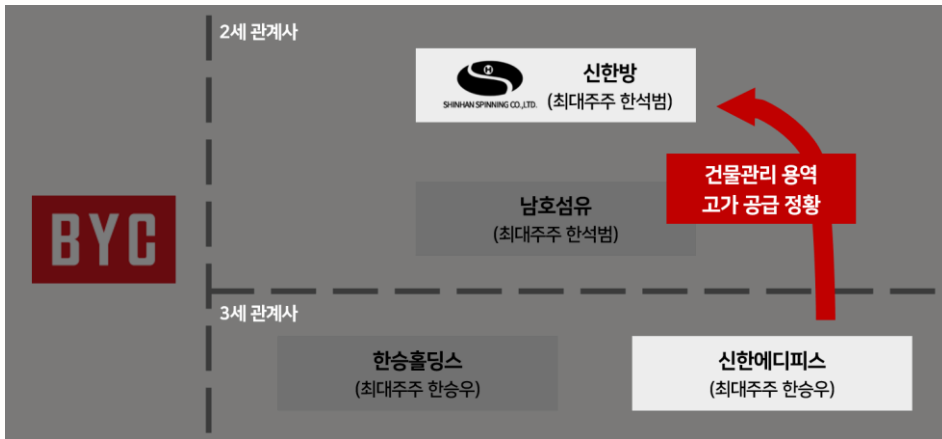
1) 직영점 운영사업권의 (무상)제공을 통한 부당지원 정황

- 기존: 비와이씨마트에게 직영점 운영 위탁
- 변경: 일부 지점 제원기업 소속 대리점으로 변경
- 이사회 결의 없고, 권리금 등 어떠한 대가도 확인할 수 없음
- 일부 직영점의 사업권 무상 이전·제공: 부당이익·사업기회 제공 및 배임 의혹



2) 제품 공급단가 조정을 통한 부당지원 정황

- BYC 동일 제품에 대해 거래처별 다른 공급단가 적용
- 일부 사업연도의 특정 거래내역들 중 제3자보다 신한에디피스 와 제원기업에게 유리한 단가로 제품 공급한 사실 발견
- 제3자 공급가격보다 낮은 가격: 부당이익 제공 및 배임 의혹



3) 신한에디피스와 신한방의 건물관리용역 고가 거래 정황

- 신한에디피스 용역수입: 대부분 신한방과 건물관리용역
- 신한에디피스 용역수입 매출총이익률 50% 수준
- 지나치게 높은 가격으로 건물관리 용역 체결: 부당이익 제공 정황
- 2세 관계사의 3세 관계사 부당지원 정황

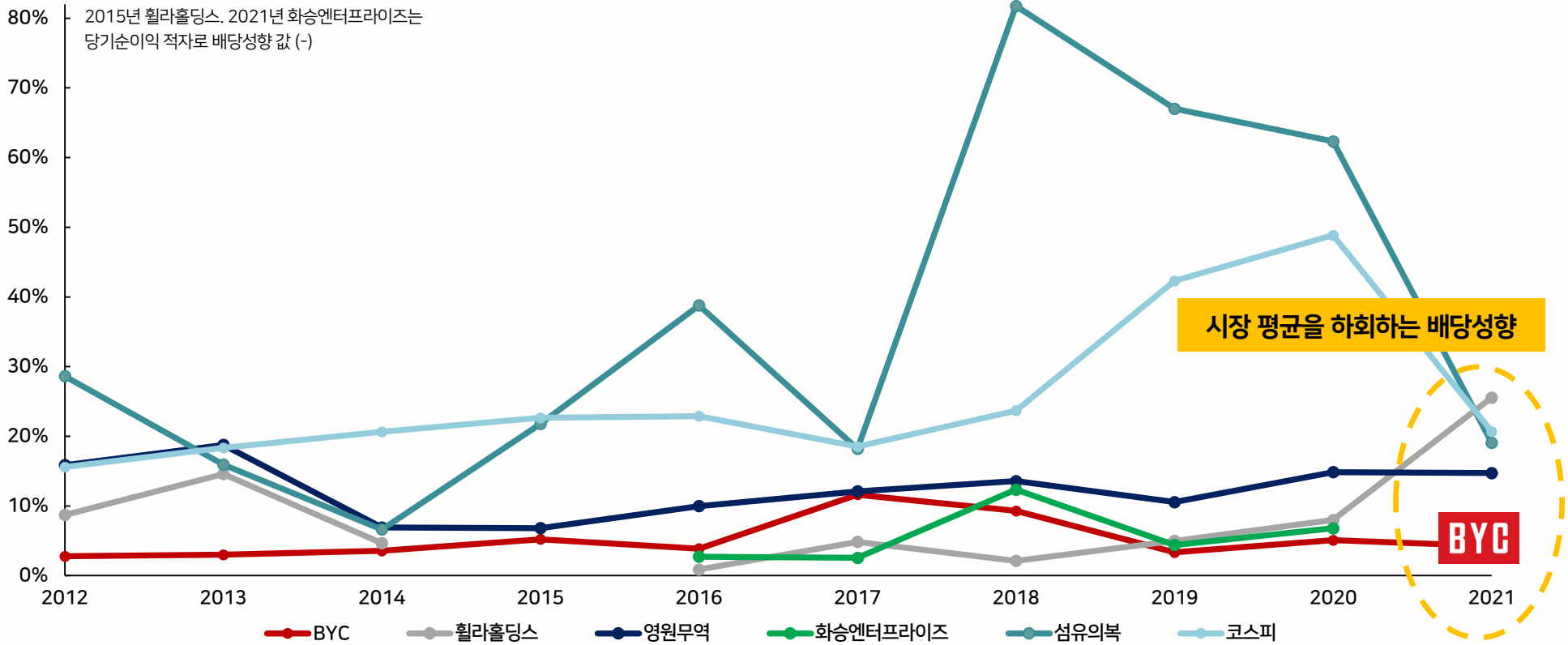
BYC 경영진의 납득할만한 설명 및 추가 자료 제공 없을 경우 경영진에 대한 업무상 배임 고발 등 필요한 법적 조치 진행 고려

BYC 기업가치의 저평가 원인

- ① 투자재원의 비효율적 배치
- ② 특수관계자간 내부거래에 관한 부당성 의혹
- ③ 주주환원 정책의 부재
- ④ 지나치게 낮은 주식 유동성
- ⑤ 시장과의 커뮤니케이션 부재

배당정책을 포함한 주주환원정책의 부재

▶ 10개년간 BYC, 동종업계 및 시장평균 배당성향 추이





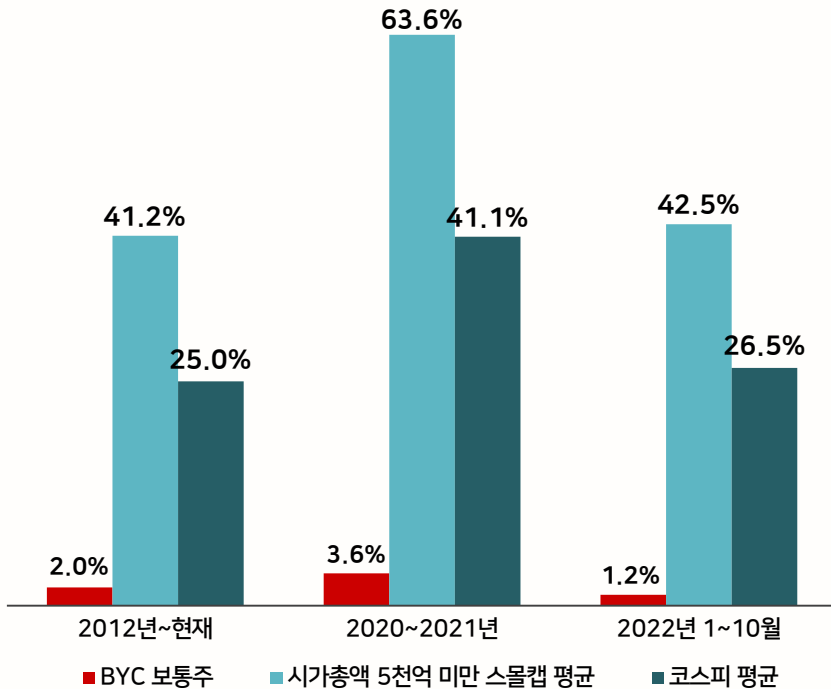
회사의 이윤은 이윤창출에 기여한 구성원에게 분배되어야 함
주주(자본의 기여자)에게 돌아갈 과실은 배당

배당정책 부재 → 예측가능성 ↓
시장평균을 하회하는 낮은 배당성향
BYC 기업가치 저평가의 원인

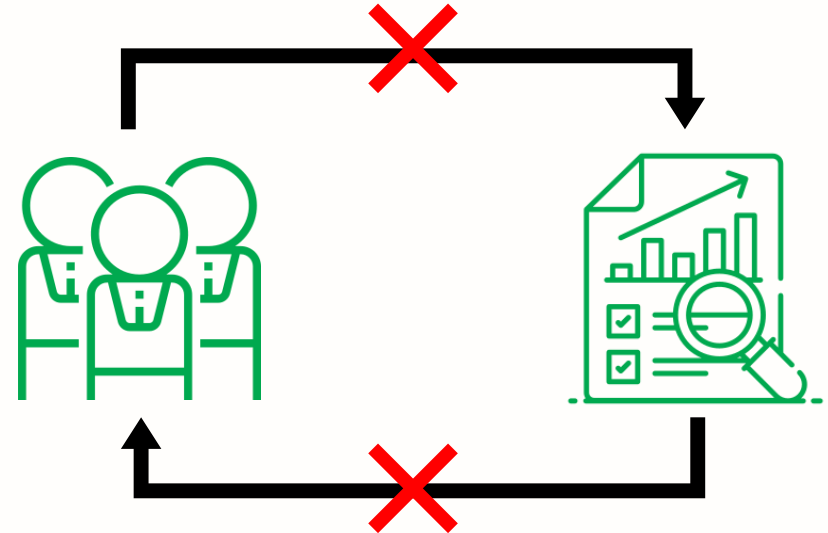
극심한 저유동성 & 시장과의 커뮤니케이션 부재도 저평가 원인

▶ BYC, 스몰캡, 코스피의 기간별 평균 주식거래 회전율*

*주식거래 회전율이란 상장주식수 대비 월 몇%의 주식이 매매 되었는지를 보여주는 수치임.



▶ BYC의 시장 커뮤니케이션 활동 부재



< 코스피 796개 기업중 763위 >

BYC 주식의 현저하게 낮은 유동성을 보여줌.
지나치게 낮은 주식유동성으로 인한 유동성 위험을 BYC 주가의
저평가 원인 중 하나라고 보고 있음

< 6년간 BYC에 대하여 작성된 증권사 리포트는 0개 >

6년간 어떤 애널리스트도 BYC의 주식에 대한
리서치 내지 기업탐방을 수행한 적이 없음.
시장과의 커뮤니케이션 부재도 BYC 주가의 또다른 저평가원인임.

BYC
속옷 속에
숨겨둔 부동산



트러스톤자산운용이 제시하는 BYC 저평가 해결방안

1. 내부거래의 공정성 의혹 해소와 부당 내부거래 근절

- ▶ 독립적이고 중립적인 감사위원회 위원이 되는 이사의 선임 및 내부거래위원회 위원장 취임
- ▶ 향후 내부거래 투명성과 공정성 제고

2. 저수익 부동산의 효율적 활용 - 공모리츠화

- ▶ 저수익 자산 매각 후 자사주 매입자금으로 활용
- ▶ 투자부동산의 공모리츠화

3. 주주환원정책

- ▶ 중장기 배당정책을 포함한 주주환원정책 수립: 주주환원율 50%
- ▶ 자기주식의 매입과 소각

4. 주식유동성 확대 - 액면분할

- ▶ 거래회전을 높이기 위해 1:10 비율로 액면분할

5. 자본시장과의 친화도 제고

- ▶ 사업계획 및 투자계획을 시장과 소통
- ▶ 시장과의 소통을 위한 IR활동 계획 수립

해결방안 1. 내부거래의 공정성 의혹 해소와 부당 내부거래 근절

▶ 아직 해결되지 않은 내부거래 공정성 의혹



저가/고가 거래 일감몰아주기 등 부당 내부거래

3세 관계사

본사부지 개발사업 예정되어
내부거래의 공정성 의혹 해소 더욱 필요

▶ 감사위원회 위원이 되는 이사 김광중 선임의 건



감사위원회 위원 후보
김광중

- 연세대학교 법학과
- 2007 ~ 현재 법무법인(유) 한결 변호사
- 2014~15, 2019 국민연금공단 기금운용본부 자문
- 2019~ (사)한국기업거버넌스포럼 감사
- 2020~22 국민연금공단 수탁자책임활동 자문
- 2020~ 금융위원회 법령해석심의위원

주주총회 상정 안건

감사위원회 위원이 되는 이사 선임의 건

신규 이사회 요구사항

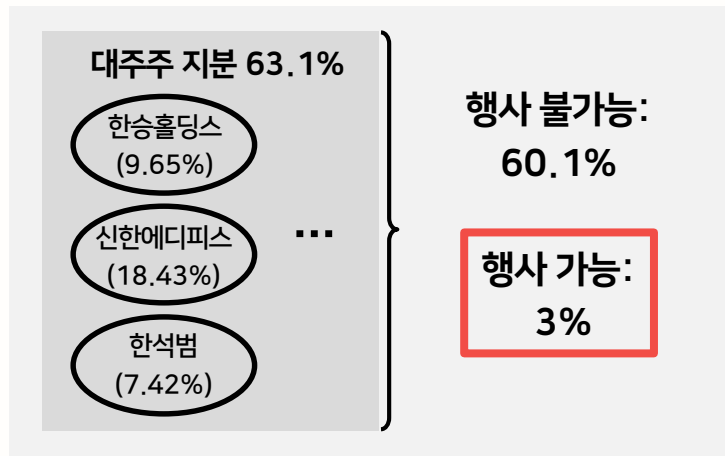
1. 김광중 후보의 내부거래위원회 위원장 취임
2. 내부거래 투명성과 공정성 제고

▶ 감사위원회 위원 선출시 3% Rule 적용

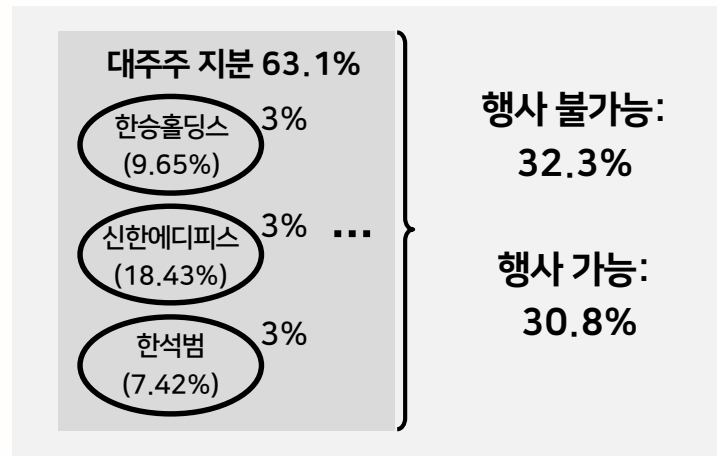
3% Rule이란?

감사위원회 위원(or 감사) 선임시 모든 주주의 지분 (의결권 없는 주식 제외) 중 3%까지만 의결권을 인정하는 소수주주 보호하기 위한 규정

1) 감사위원회 위원이 되는 기타비상무이사
: 대주주 지분은 합산하여 3% Rule 적용



2) 감사위원회 위원이 되는 사외이사
: 합산하지 않고 각 주주 3% Rule 적용



BYC의 경우 기타비상무이사 안건에서 대주주 지분 63.1% 중 60.1% 행사 불가!!

이사선임 표결 예상도



주식수 (발행주식총수 대비)	보유지분	기타비상무이사 선임 안건	
		의결권 행사 가능	의결권 행사 불가
대주주	393,870 (63.1%)	18,738 (3%)	375,132 (60.1%)
주요주주 (지분율 3% 이상)			
트러스트자산운용	54,055 (8.7%)	18,738 (3%)	35,317 (5.7%)
조문원(개인)	36,683 (5.9%)	18,738 (3%)	17,945 (2.9%)
소액주주	140,007 (22.4%)	140,007 (22.4%)	0 (0%)
합계	624,615 (100%)	196,221 (31.4%)	428,394 (68.6)

주주총회 보통결의 사항: 196,221주(31.4%) 중 49,055주(7.9%) 확보시 가결



BYC 대주주
18,738주(3%)

VS



트러스트자산운용
18,738주(3%)



개인 및 소수주주
30,317주(4.9%)

합산 7.9% 확보

트러스트톤 제외 소수주주 지분 158,745주(25.4%) 중 30,317주(4.9%) 확보시 선임 가능

해결방안 2. 저수익 부동산의 효율적 활용 - 매각 후 자사주 매입

▶ 저수익/비영업 부동산 일부 매각대금 자사주매입에 따른 주가 시뮬레이션

시가총액(억)	21년 당기순이익(억)	주식수(주)	주당가치(원)	주당순이익(원)	PER(배)
2,349	298.6	624,615	376,000	47,797	7.9

구분		자사주매입 평균단가 (현재주가대비)		
		120%	130%	140%
자사주 매입 소각액	1,000억	571,885	548,679	530,237
	1,500억	781,150	718,304	671,965
	2,000억	1,245,991	1,048,909	923,680

- 2조에 달하는 부동산 중 저수익/비영업 부동산 일부 매각하여 자사주 매입, 소각 활용시 주주가치 제고
- BYC 기업가치 디스카운트 요인인 주주환원 우려 해소 → 밸류에이션 멀티플 상승

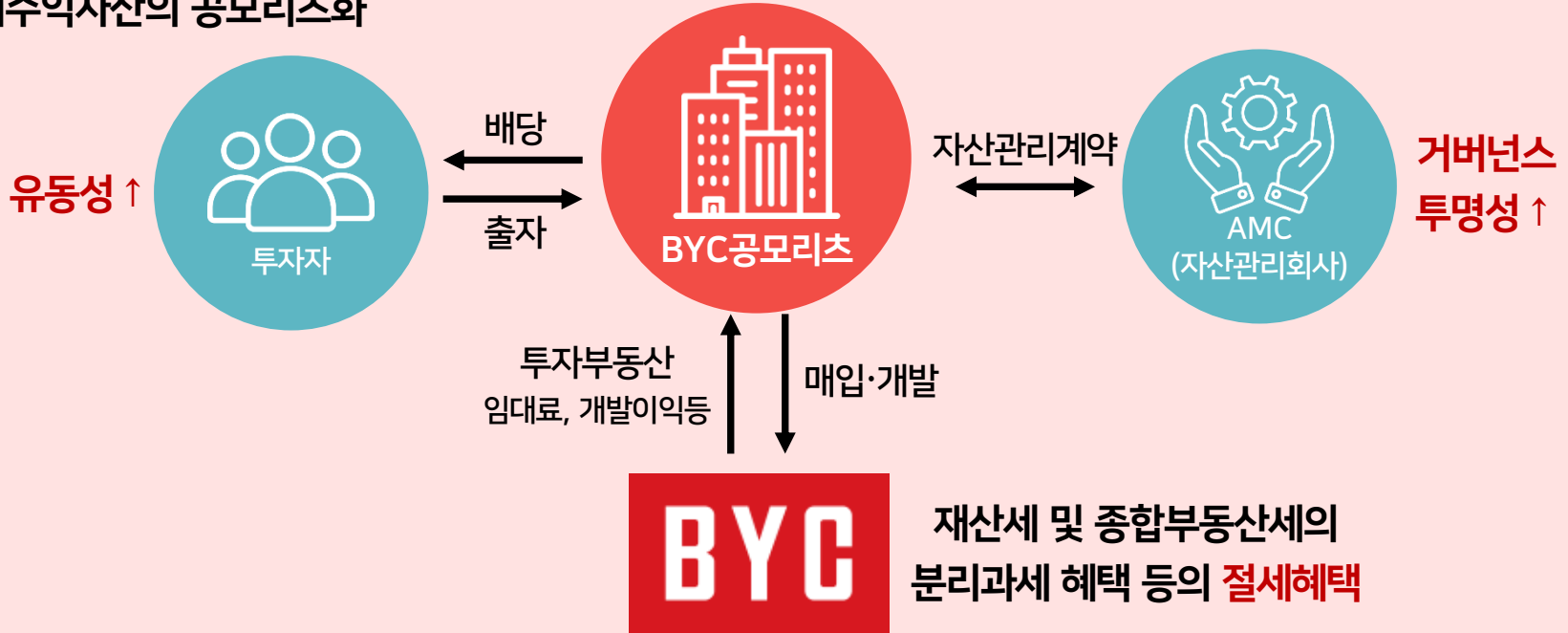
신규 이사회 요구사항



자사주매입

저수익/비영업 부동산 일부 매각 후 자사주 매입, 소각에 활용 요구

▶ 저수익자산의 공모리츠화



- 부동산의 비효율적 활용과 의사결정 및 운영상의 불투명성이 기업가치 저평가의 또다른 원인
- 부동산 공모리츠는 자산에 대한 통제권 유지하면서도 유동성과 효율성 확보, 거버넌스 투명성 확립 가능

신규 이사회 요구사항



장기적인 계획으로 BYC 부동산의 리츠화 추진을 통해
효율성·유동성 확보 & 거버넌스 투명성 확립 요구

BYC 투자부동산 리츠화 가정시 총배당금 350억, 주당배당금 4만원대



이리츠코크렘



이랜드 5개 매장
직·간접소유

2022년 9월말
투자부동산 장부가액: 6,745억
공정가치: 9,133억

이리츠코크렘 투자지표

단위: %	2018 ~ 2021 평균
영업이익률	76.4%
배당성향	169.3%

BYC



임대업



건설·분양업

2022년 9월말
부동산 장부가액*1: 5,300억
투자부동산 공정가치*2: 1.2조
당사 추정가치*1: 2조

*1 BYC의 투자부동산과 유형자산 중 토지, 건물 등 합산
*2 BYC의 투자부동산의 가치 반올림한 값

BYC 건설·임대부문 투자지표

단위: %	2018 ~ 2021 평균
영업이익률	34.8%
배당성향	5.5%

BYC 투자부동산 공모리츠 가정

단위: 억원	예상치
영업수익*3	540
영업이익*4	413
당기순이익*5	389

배당총액 (추정)*6 주당배당금 (추정)*7
350억! **41,696원!**

- 이리츠코크렘은 BYC보다 훨씬 적은 투자부동산을 활용해 훨씬 높은 수익을 올리고 주주들에게 배당을 하고 있음
- BYC 투자부동산의 리츠화 가정시 리츠에서 발생하는 총배당금은 350억!! 주당배당금은 41,696원!!

*3 BYC의 투자부동산의 공정가치 X 이리츠코크렘 공정가치 대비 수익률 4.65% *4 추정된 BYC 공모리츠 영업수익 540억 X 이리츠코크렘 4년평균 영업이익률 76.4%
*5 추정된 BYC 공모리츠 영업이익 413억 X [BYC 4년평균 당기순이익 / 영업이익 비율 94% (이자비용 거의 없는 BYC 특성 고려)]
*6 추정된 BYC 공모리츠 당기순이익 389억 X 배당성향 90%(리츠의 경우 배당 90% 이상 의무) *7 추정된 BYC 공모리츠 배당총액 350억 / BYC 보통주와 우선주 합한 총주식수 84만주

주주총회 상정 안건

▶ 현금배당의 건



2022년 추정 당기순이익*: 375억원

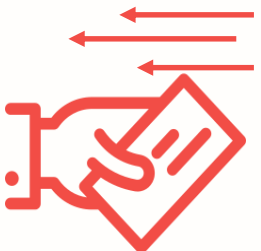
40%의 배당성향

2022년 배당금총액: 148억원

보통주 17,500원

우선주 18,000원

▶ 자기주식 취득의 건



2022년 추정 당기순이익*: 375억원

당기순이익의 10%

2022년 자사주 취득금액: 37.5억원

보통주 10,139주

발행주식총수의 1.6%

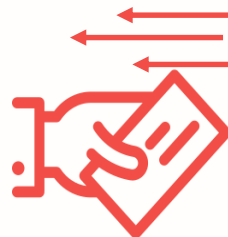
신규 이사회 요구사항

▶ 배당정책 포함한 주주환원정책 수립



- 주주환원을 50% 중장기적으로 유지
- 주주환원율= 배당성향 + 자기주식매입소각

▶ 자기주식의 매입과 소각

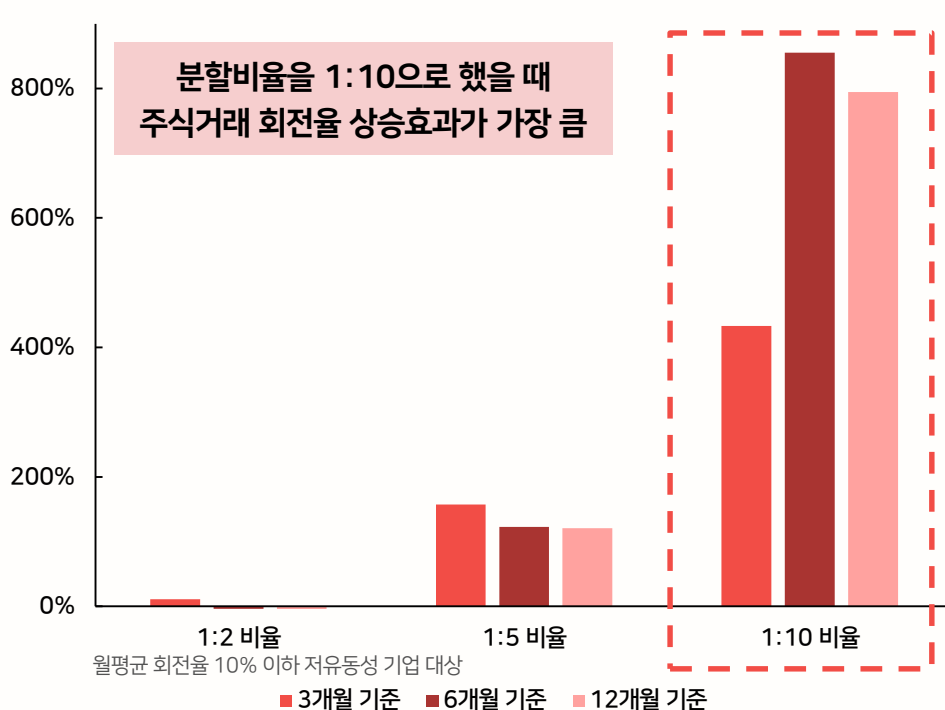


자기주식의 매입과 소각을 통해 발행주식수를 줄이고 주당 당기순이익(EPS)를 증가

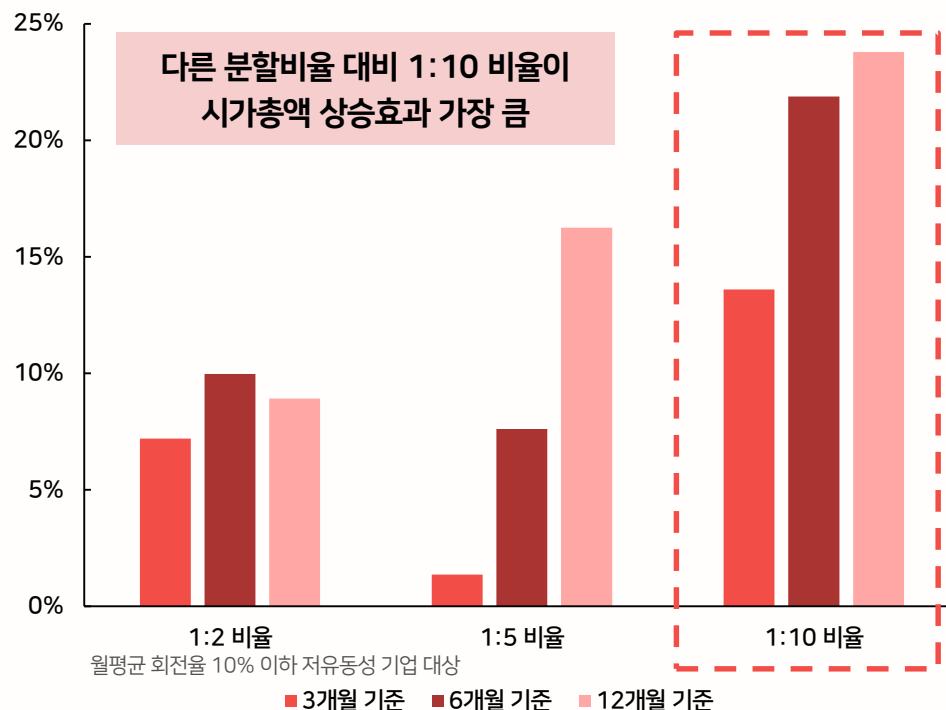


액면분할이 직접적으로 기업가치에 영향을 주는 요인은 아니지만, 저유동성의 주식의 경우에는 액면분할을 통한 거래 활성화가 유동성 리스크를 해결하여 기업가치의 제고로 이어질 수 있음

▶ 액면분할 비율에 따른 주식거래 회전을 평균 증감율



▶ 액면분할 비율에 따른 시가총액 평균 증감율



주주총회 상정 안건

1:10의 비율로 주식분할 및 정관 일부 변경

현재 BYC의 불충분한 정보 제공



- 지난 6년간 어떤 애널리스트도 리서치 내지 기업탐방 수행한 적 없음
- 지난 10년간 단 3개의 애널리스트 레포트만 발행됨



경영 관련 의사결정 주주에게 상세 설명



- 자본배치결정 비롯 이사회 각종 결정사항 이사회가 주주에게 상세히 설명
- 현재의 불충분한 정보 제공 및 IR 개선

신규 이사회 요구사항

정기적 IR 통해 시장과 소통하고 친화도 상승

1. 정관 일부 변경 및 주식분할 승인의 건

- 1:10 비율로 주식분할

2. 감사위원회 위원이 되는 이사 선임의 건

- 2-1) 감사위원회 위원이 되는 기타비상무이사 김광중 선임의 건
- 2-2) (BYC가 정관변경 등을 통해 위 의안을 상정하지 않을 경우)
감사위원회 위원이 되는 사외이사 김광중 선임의 건

3. 현금배당의 건

- 추정당기순이익 375억, 배당성향 40%
- 보통주 17,500원
- 우선주 18,000원
- 배당금총액 148억원

4. 자기주식 취득의 건

- 추정당기순이익 375억의 10%, 37.5억 취득예정금액(한도)
- 취득예상기간: 2023년 4월 2일 ~ 2023년 9월 29일

1. 김광중 이사의 내부거래위원회 위원장 취임
2. 내부거래 투명성과 공정성 제고
 - 2-1) 대주주 일가 특수관계사와 저가·고가거래/일감몰아주기 등 부당 내부지원 근절
 - 2-2) 대주주 일가 특수관계사의 본사부지 개발사업을 포함하여 모든 부동산 개발사업 참여 제한
3. 저수익 부동산의 효율적 활용
 - 3-1) 저수익 자산 매각 후 자사주 매입자금으로 활용
 - 3-2) 투자부동산의 공모리츠화
4. 주주환원정책 수립
 - 4-1) 중장기 배당정책을 포함한 주주환원정책 수립: 주주환원율 50%
 - 4-2) 자기주식 소각: 37.5억원
5. 정기적 IR 통한 자본시장 친화도 상승

- 21.02 일반투자 목적 대량보유 공시
- 21.03 BYC 경영진 비공개 미팅 (대표이사 고운성): 내부거래 문제제기와 요구사항 최초 전달
트러스톤 요구사항
 - 1) 실적에 악영향을 주는 내부거래 줄이고, 공정한 가격으로 진행되었는지 소명할 것
 - 2) 유동성확대 (액면분할, 무상증자)
 - 3) 배당정책 수립
 - 4) IR과 본사개발안 공유
- 21.06 BYC 대표이사 변경 (고운성 → 김대환)
- 21.08 BYC 경영진 비공개 미팅 (대표이사 김대환)
- 21.11 BYC 경영진 비공개 미팅 (대표이사 김대환): 문제 인식하고 있으나 단기간 개선 어렵다는 의견 수령
- 21.12 투자목적 경영참여로 변경 공시
- 22.02 BYC 경영진 비공개 미팅 (대표이사 김대환)
- 22.04 이사회이사록 열람등사 신청 → 22.09 법원 허가결정 → 22.10 이사회이사록 열람등사
- 22.10 회계장부 열람등사 → 현재 진행중
- 22.12 BYC 경영진에 대한 공개서한 발송
- 23.01 BYC 주주명부 열람등사

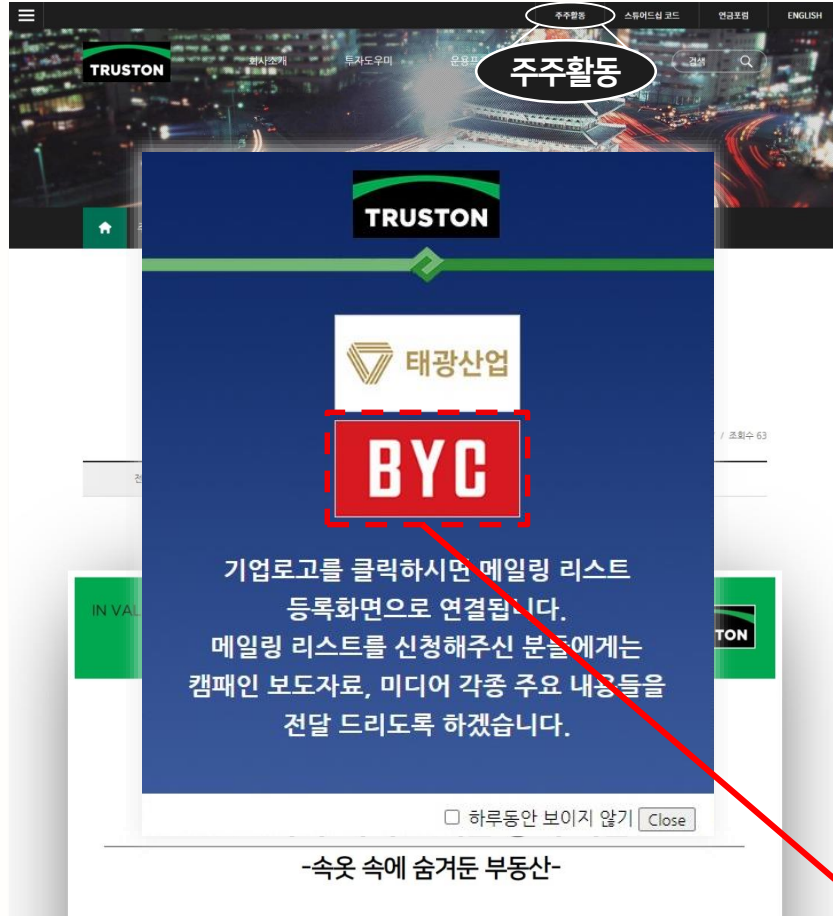
- | | |
|--------------|--|
| 23.02.10 | BYC에 주주제안 공문 발송 |
| 23.02 중순 | 주주제안 프레젠테이션 공개
(트러스톤자산운용 홈페이지 및 비사이드코리아 캠페인페이지) |
| 23.03 초순 | 정기주주총회 소집공고 |
| 23.03 초순 | 의결권대리행사권유 공시 |
| 23.03 중순 | 주주레터 발송 (위임장 및 안내서) |
| 23.03.24(예상) | BYC 정기주주총회 및 신규 이사회 출범 |

BYC
속옷 속에
숨겨둔 부동산



BYC 저평가 해소 캠페인 소개

트러스톤자산운용 홈페이지



비사이드코리아 BYC 캠페인 페이지



홈페이지 게시 및 메일링(활동상황 공유) 등을 통해 앞으로 주주분들과 더 활발히 소통할 예정

의결권의 위임, 행사 또는 불행사를 권유하거나 의결권을 확보하기 위한 목적의 캠페인 소개가 아니라 일반적인 정보 제공만을 위한 목적임

트러스톤자산운용(주)(이하 “트러스톤”)이 작성한 이 프레젠테이션은 독자분들을 상대로 의결권의 위임, 행사 또는 불행사를 권유하거나 의결권을 확보하기 위한 목적의 자료가 아니라, 일반적인 정보 제공만을 위한 목적으로 제작된 자료(이하 “본 자료”)입니다. 본 자료는 공개적으로 이용 가능한 정보와 BYC가 일부 제공한 자료에 의거하여 작성되었습니다. 트러스톤은 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 본 자료상 어떠한 오류, 누락 또는 본 자료를 사용하여 발생하는 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다.

본 자료는 트러스톤의 예측에 기초한 미래 전망 정보가 포함되어 있으며, 이러한 정보는 미래의 성과를 보장하는 것이 아니며 예측하기 어렵고 실제 결과를 실질적으로 다르게 만들 수 있는 요인을 포함하므로, 트러스톤의 미래 전망 정보와 중대하게 다른 결과가 초래될 가능성이 있습니다. 트러스톤은 미래 전망 정보의 정확성, 완전성 또는 신뢰성과 관련하여 명시적이든 묵시적이든 어떤 보증도 제공하지 않으며, 독자분들은 트러스톤의 미래 전망 정보에 의존해서는 안 됩니다.

본 자료는 저작권법에 의하여 보호받는 저작물로서, 별도의 저작권 표시 또는 출처를 명시한 경우를 제외하고는 원칙적으로 트러스톤에게 저작권이 있습니다. 트러스톤의 동의 없이는 어떠한 경우에도 본 자료를 복제, 전송, 인용, 배포할 수 없습니다.

트러스톤자산운용(주)

서울시 성동구 뚝섬로1길 10(성수동1가)(04779)

Tel | 02 6308 0500 Fax | 02 6308 0687

www.trustonasset.com