

# 태광산업의 주주분들과 태광산업에게 보내는 서한

---

- 황제경영, 이제 그만! -

## **Part 1. 태양산업의 본질적 가치 대비 저평가된 주주가치**

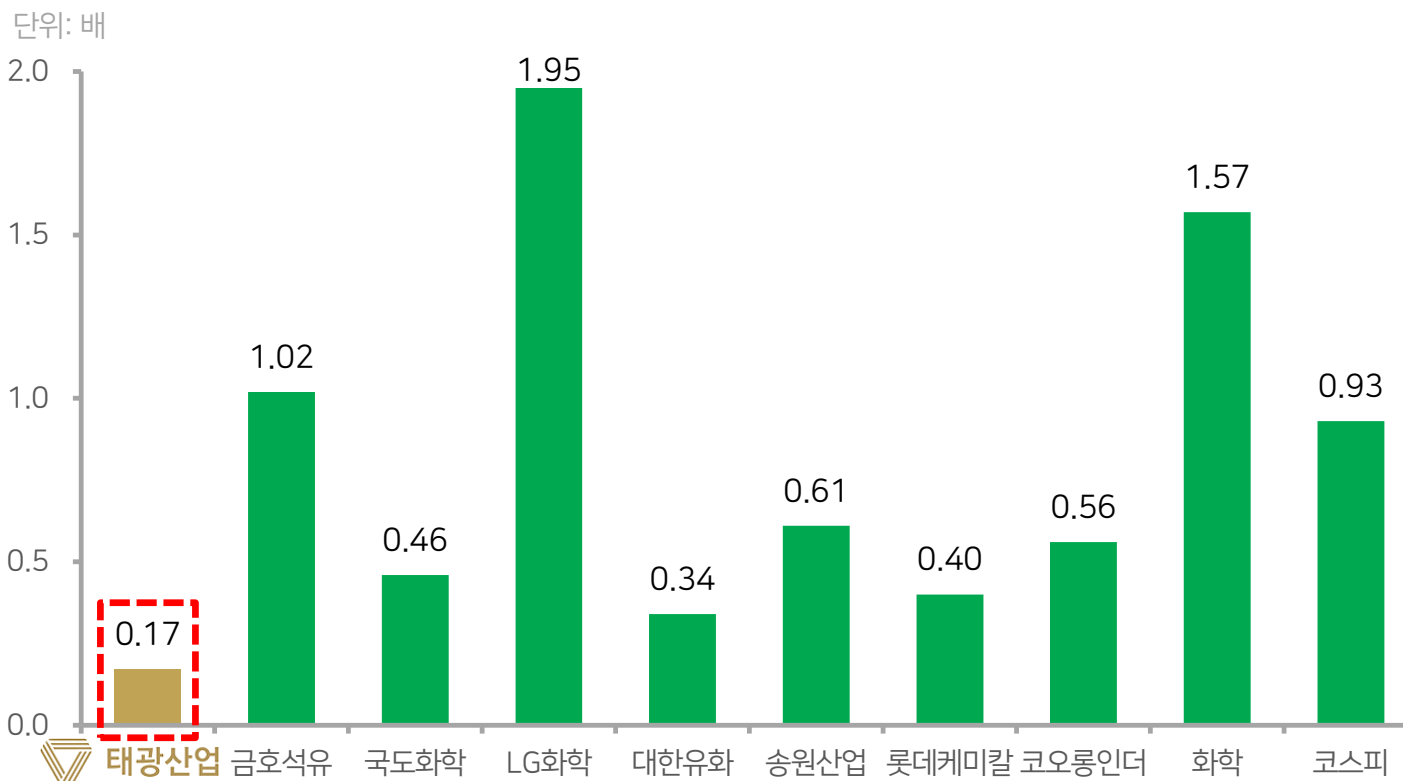
---

# 주가순자산배율(PBR) 비교

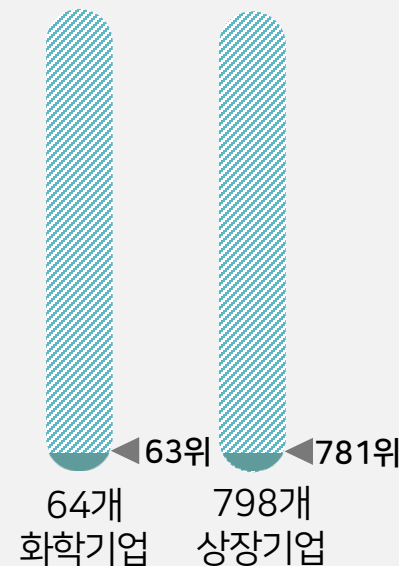
## 태광산업의 낮은 PBR

- PBR(주가순자산비율) = 태광산업의 순자산 대비 주주가치
- 태광산업의 PBR은 22년 3분기 기준 0.17배, 태광산업의 장부상 가치보다 주식 가치가 훨씬 낮음
- 코스피 전체 상장기업 798개 중 781위, 코스피 상장 화학 기업 64개 중 63위

## ▶ 2022년 3분기 기준 태광산업 및 경쟁사의 PBR



## 국내 기업 중 태광산업의 PBR 순위



# 주가순자산배율(PBR) 비교

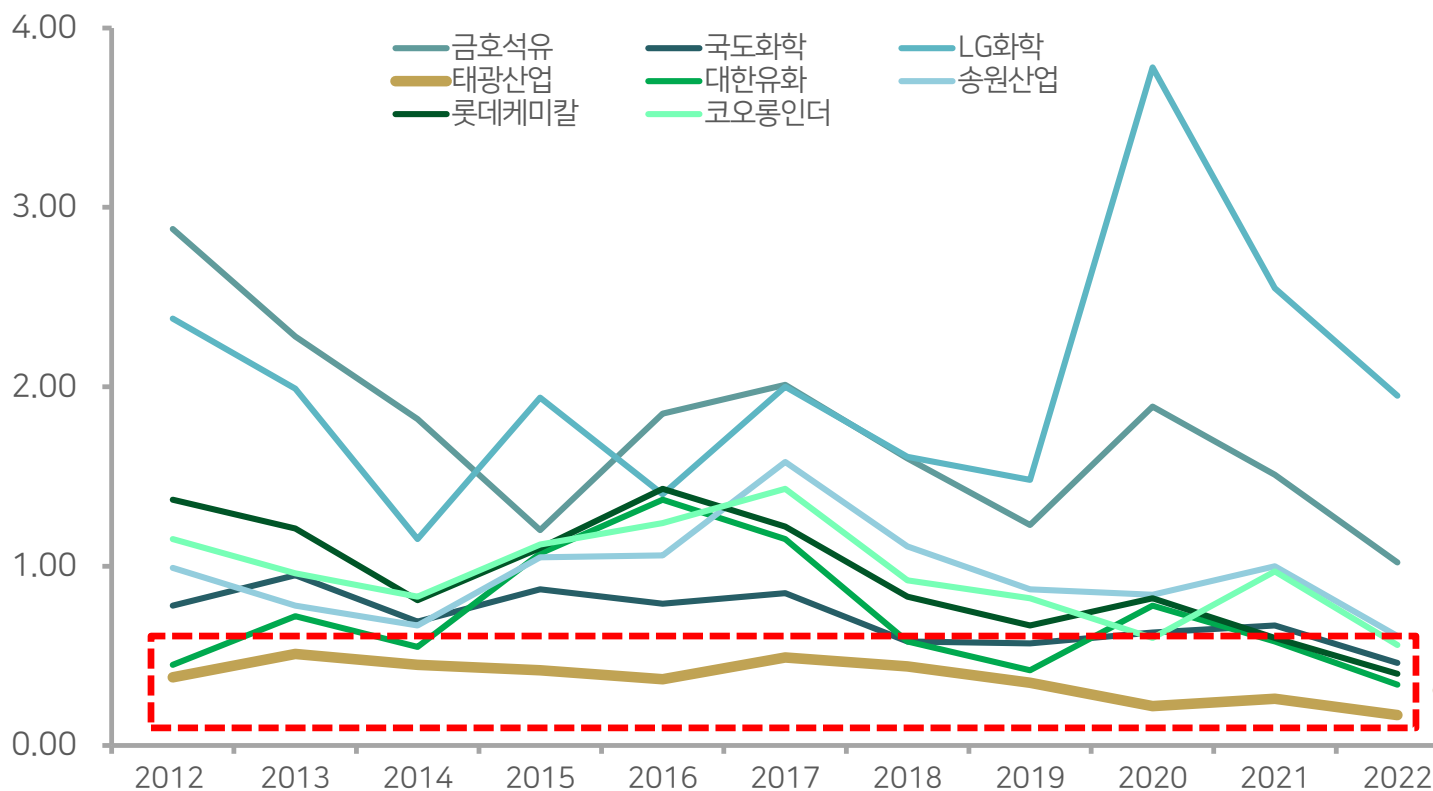


## 태광산업의 낮은 PBR

- 태광산업의 PEER 그룹의 주가순자산배율은 평균 0.77배, 최솟값 0.34배, 최댓값 1.95배
- 어떤 비교대상군에서도 **태광산업의 주주가치는 타사 대비 약 20% 미만의 가치로 평가절하**

### ▶ 태광산업 및 경쟁사의 10년간 PBR 추이

단위: 배



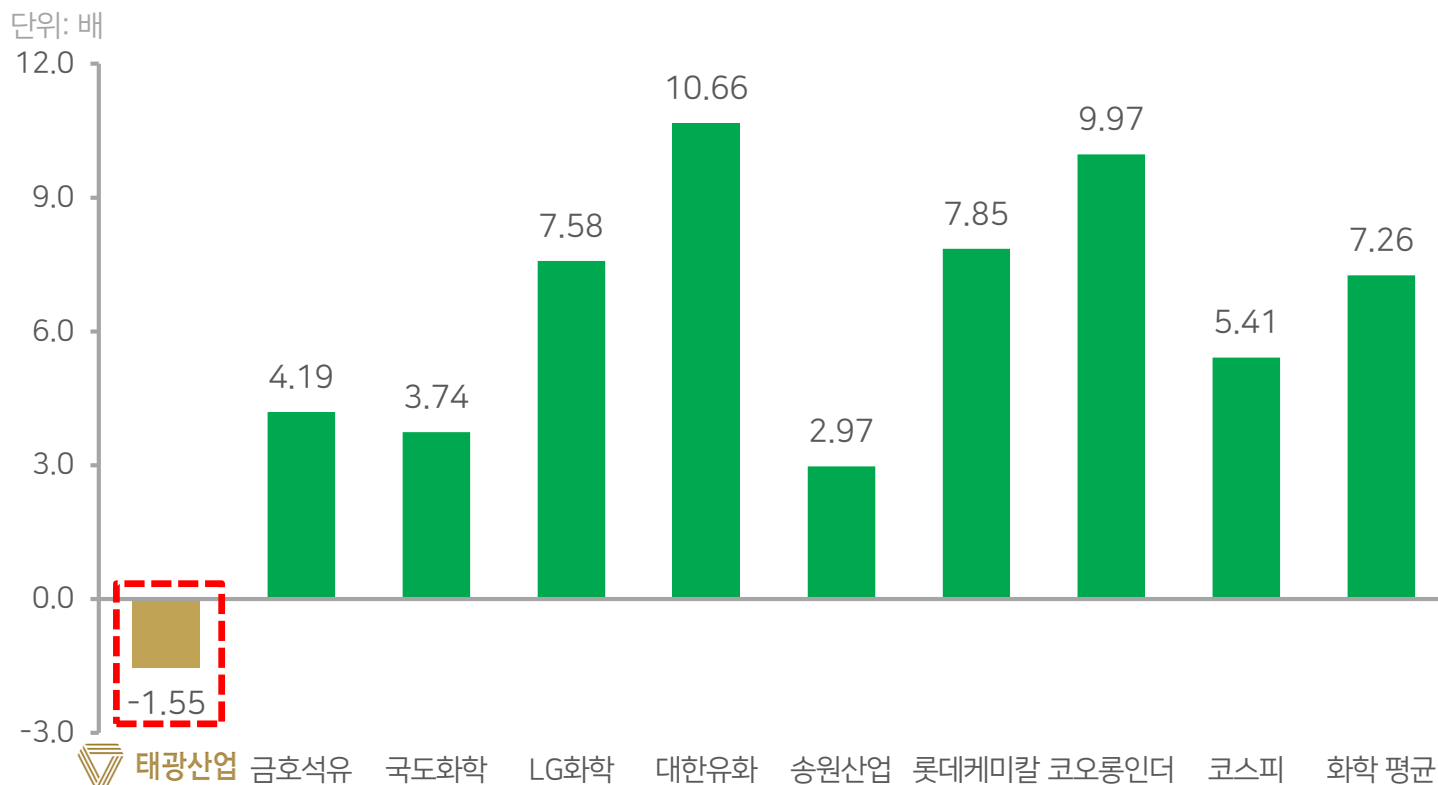
**!**  
**타사 대비**  
**20% 미만의 가치로**  
**저평가**

 태광산업

## 태광산업의 낮은 EV/EBITDA

- EV(기업가치)는 기업의 시가총액에서 순현금을 뺀 금액이며, M&A 시장에서 특정 기업 인수에 필요한 금액
- EBITDA(법인세·이자·감가상각비차감전영업이익)은 기업 인수시 대상 기업을 통해 얻을 수 있는 이익
- EV/EBITDA 비율을 통해 특정 기업 인수 후 인수비용 회수까지 걸리는 시간 예측 가능

## ▶ 2022년 3분기 기준 태광산업 및 경쟁사의 EV/EBITDA



정상적 밸류에이션

과도한 현금성 자산으로 기업가치 저평가

## 인수비용이 들지 않는 태광산업

- 태광산업의 EV/EBITDA 비율이 낮은 이유는 **EV(인수비용)가 마이너스**이기 때문
- [EV(인수비용) = 시가총액 - 순현금]** 이므로, 기업 내부에 순현금이 과도한 태광산업은 EV가 마이너스일 수밖에 없음
- 즉, 태광산업을 인수하면 **인수비용을 치루고도 남는 대규모의 현금이익**을 얻게 됨

### 태광산업 인수자가 얻을 수 있는 이익규모



## 태광산업 주가 저평가의 결과



### 1. 코리아 디스카운트의 극단적 단면

- 기업을 인수하면 인수비용을 지급하고도 2조가 넘는 황금알이 든 기업



### 2. 국내 자본시장 신뢰도 저하에 크게 일조

- 태광산업의 저평가는 태광산업만에 국한되지 않음



### 3. 신주발행자본 조달 불가

- 주가의 극심한 저평가로 신주발행을 통한 자본 조달이 불가능한 경영 약점

## Part 2. 견고한 태광산업의 주력사업

---

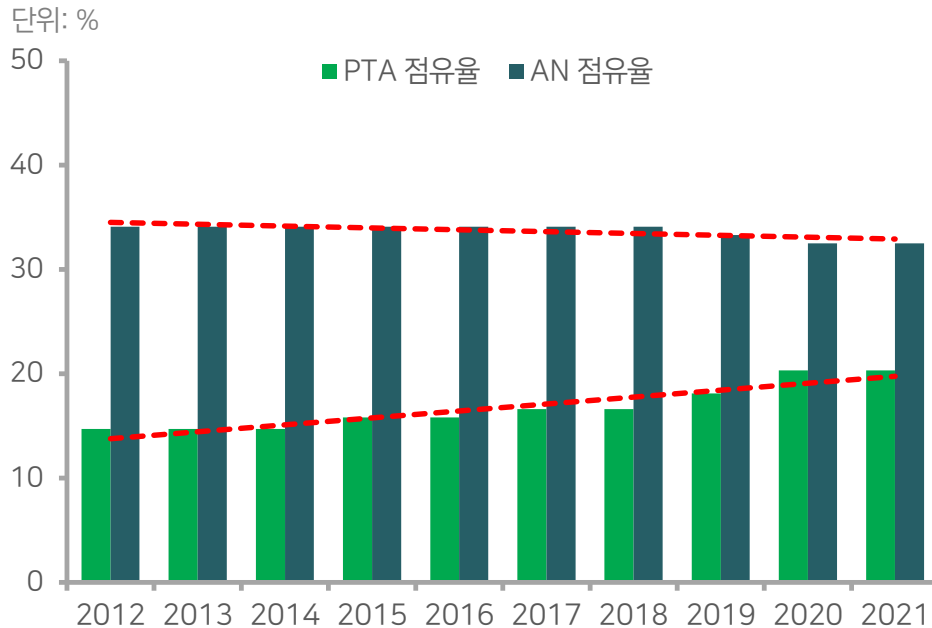


# 한결같은 태광산업의 지난 10년



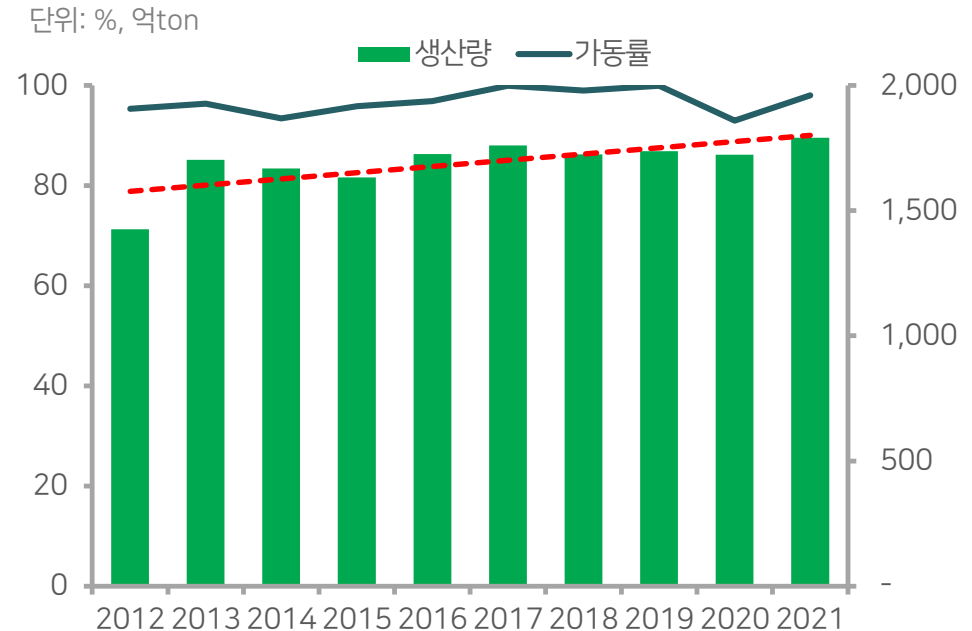
## 안정적으로 유지되는 점유율과 생산량

### ▶ 주요 제품 시장점유율



- 매출의 75%를 담당하는 주력 제품의 시장 점유율 굳건
- PTA 점유율은 연평균 3%의 꾸준한 성장세
- AN 점유율은  $33.3 \pm 0.7\%$ 로 안정적

### ▶ 생산실적 및 가동률



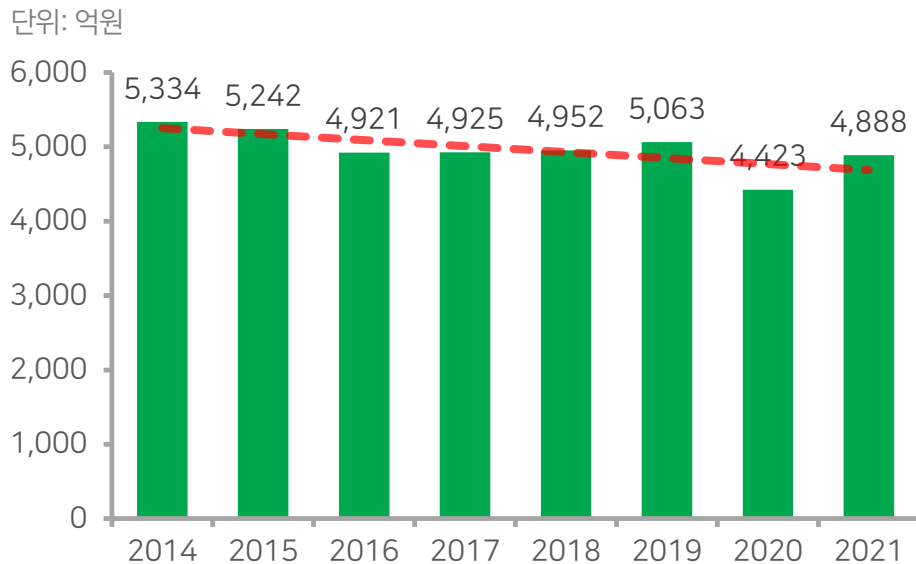
- 세계적인 경기 침체에도 한결같은 생산량과 가동률
- 석유화학 제품 생산공장 가동률은 10년간 평균 97% 이상, 최소 93%를 나타냄

# 한결같은 태광산업의 지난 10년



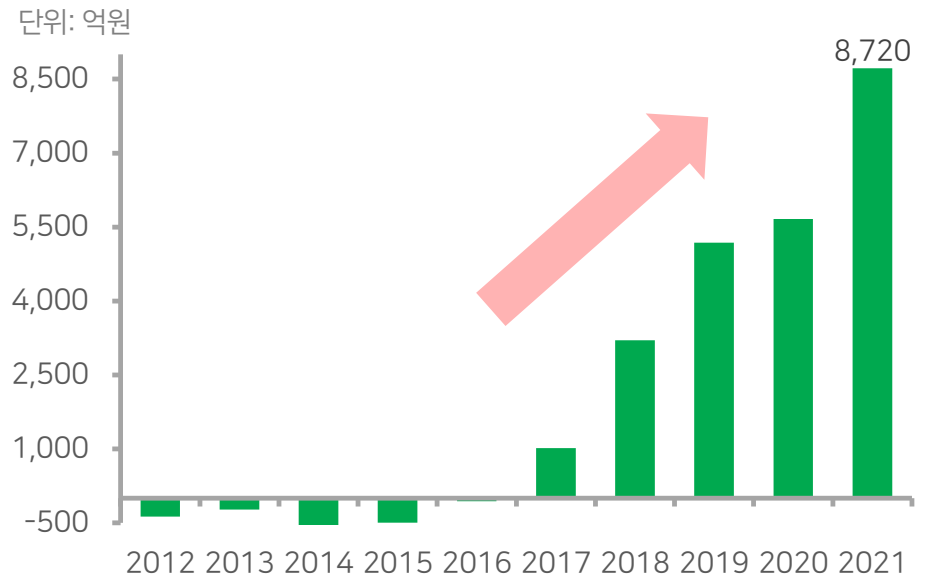
## 안정적 비용구조와 상승하는 누적 영업이익

### ▶ 원재료비를 차감한 비용



원재료비를 차감한 태광산업의 비용은  
지난 10년간의 물가상승에도 불구하고  
2014년 5,300억 이후 **연평균 1.5% 감소세**

### ▶ 누적 별도 영업이익



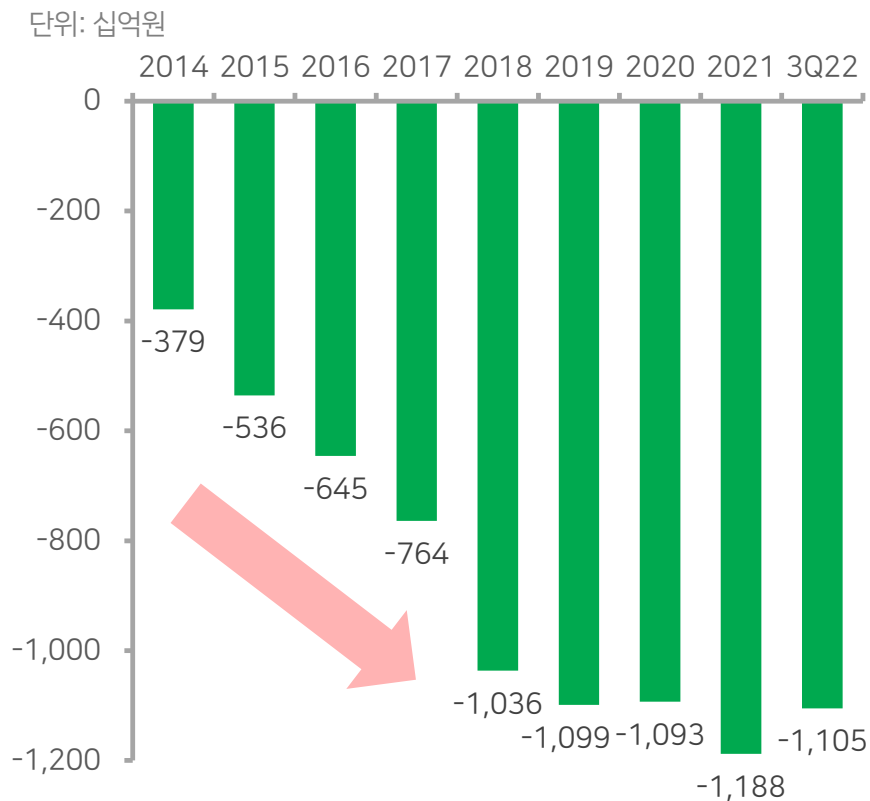
**8,720**  
억원

**지난 10년간 누적 영업이익 약 8,000억원**으로  
안정적인 판매량, 생산량, 낮은 비용구조라는  
태광산업의 경쟁력 증명

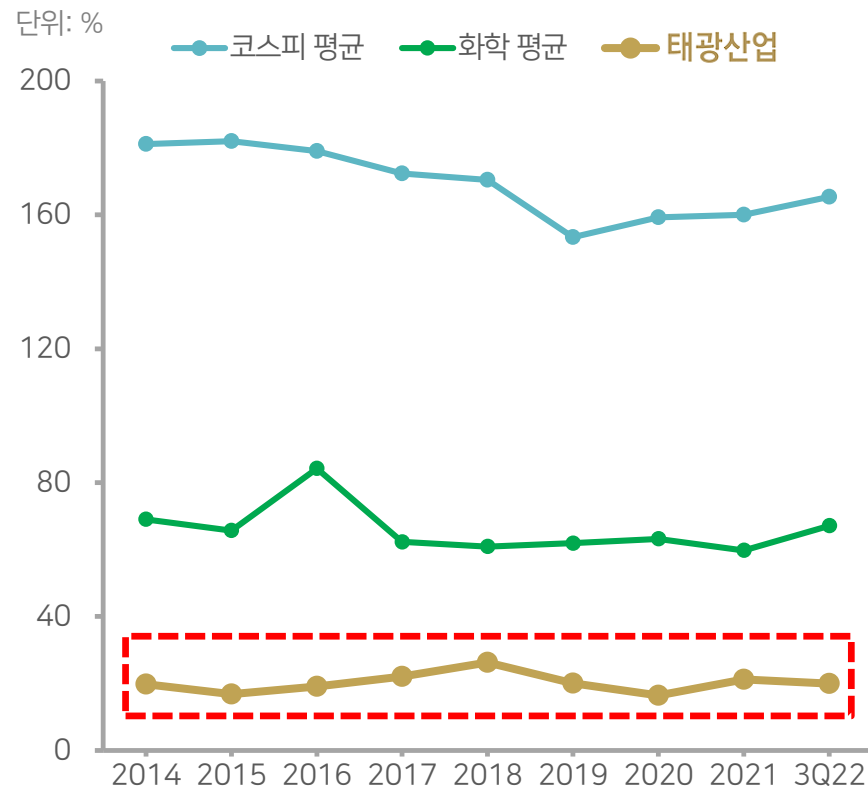
## 태광산업의 견고한 재무안정성

- 별도 기준 부채비율은 2014년 이래로 30%를 넘은 적이 없으며 **2022년 3분기 기준 19.95%**에 불과
- 부채에서 다량의 단기환금성자산 및 투자부동산을 제외한 **순부채비율 또한 매우 낮은 안정적 재무구조**

### ▶ 순부채



### ▶ 부채비율





1. 주력사업 섬유화학제품의  
건고한 실적



2. 중장기적으로도 확실한  
현금 창출



3. 현금흐름을 강화시키는  
안정적 재무구조



태광산업 저평가의 원인은  
따로 있음

## Part 3. 태양산업 저평가의 이유

---

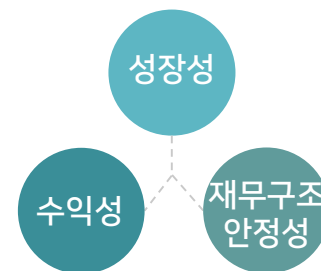
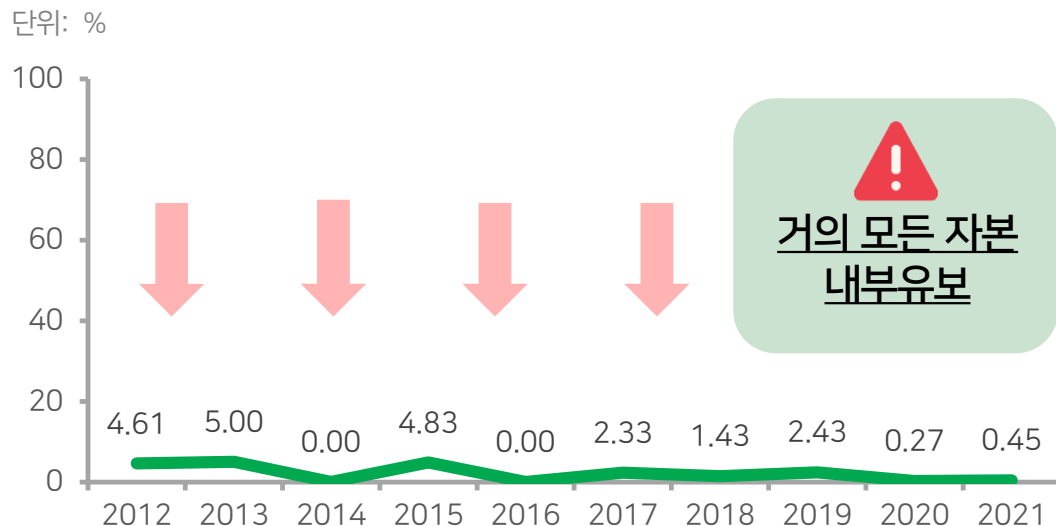
# 주주에게 손해를 강요하는 자본배치정책(Capital Allocation)



## 태광산업 주주-회사 간 자본배치정책의 문제점

- 주주-회사 간 자본배치정책은 자본을 주주로 하여금 직접 소유하게 할 지, 회사를 통하여 소유하게 할지를 결정
- 현재 태광산업의 배당성향은 0.3%에 불과하므로 태광산업은 회사의 거의 모든 자본(99.7%)을 내부에 유보
- 태광산업의 자본배치정책은 주주로 하여금 오직 회사를 통해서만 자본을 소유하도록 함

### ▶ 태광산업의 낮은 배당성향

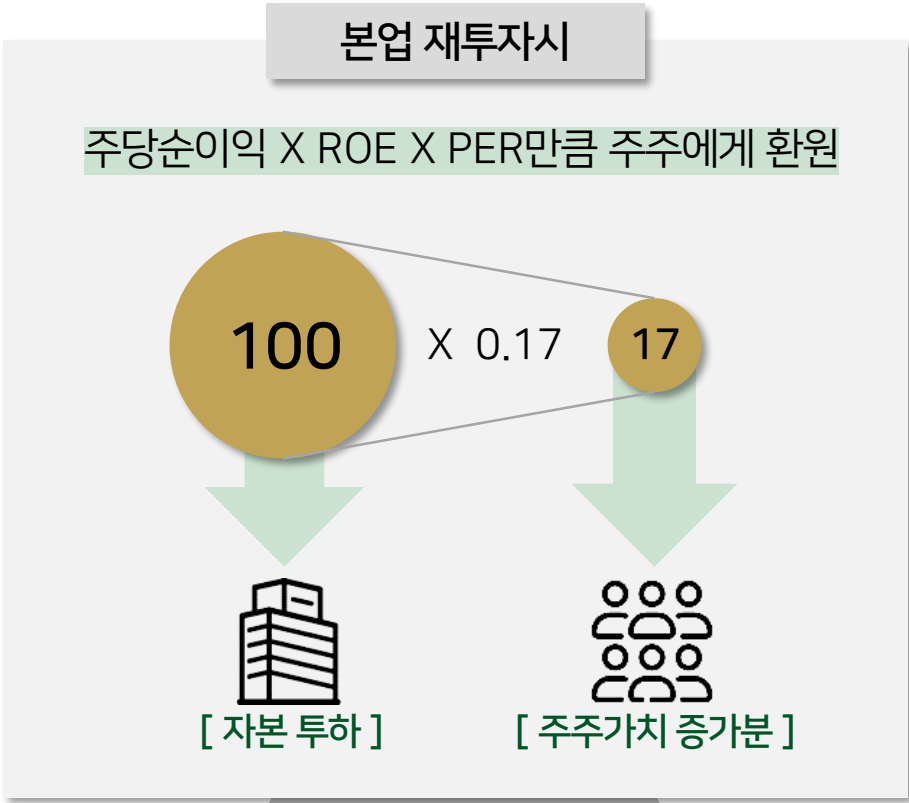


현재 태광산업의 낮은 수익성, 성장률, 높은 재무 안정성을 고려시 불필요한 수준의 자본배치

# 주주에게 손해를 강요하는 자본배치정책(Capital Allocation)

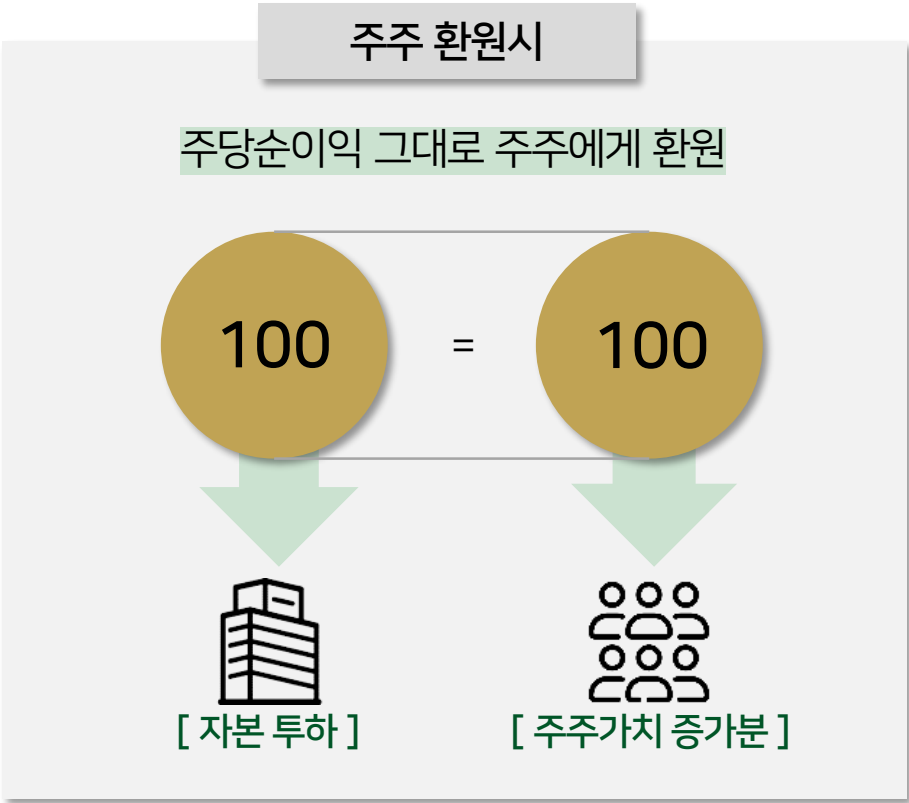


## 내부유보를 통한 재투자과 주주환원 결과 비교



! 평균 83% 손해

재투자자는 매해 주주에게  
손해를 강요하는 결정



배당 등 주주환원 정책으로  
주주가 스스로 자본 소유해야 함

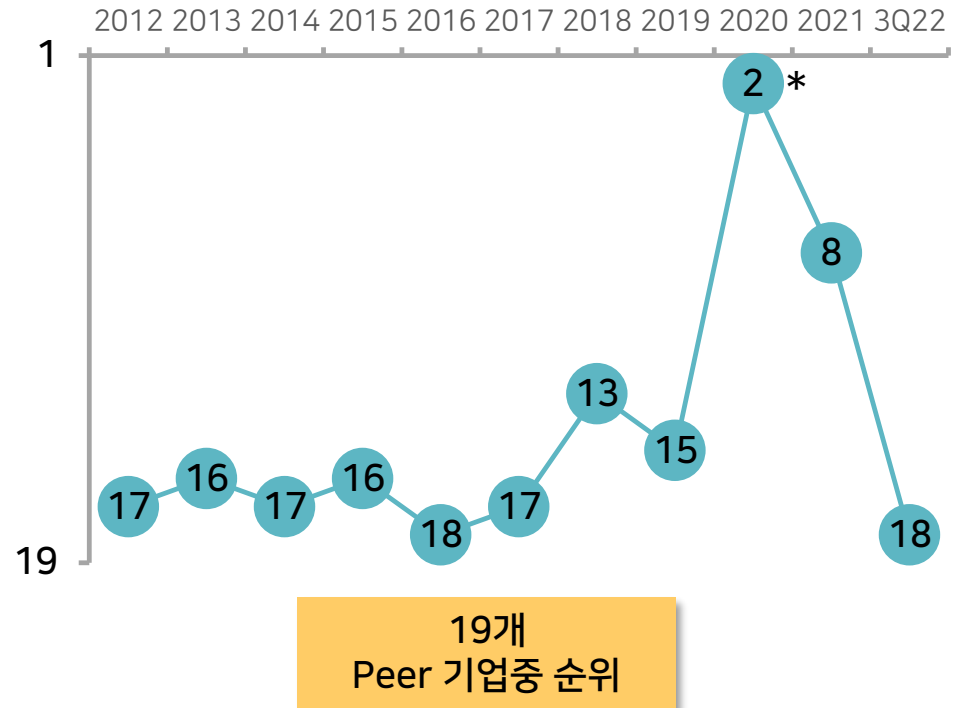
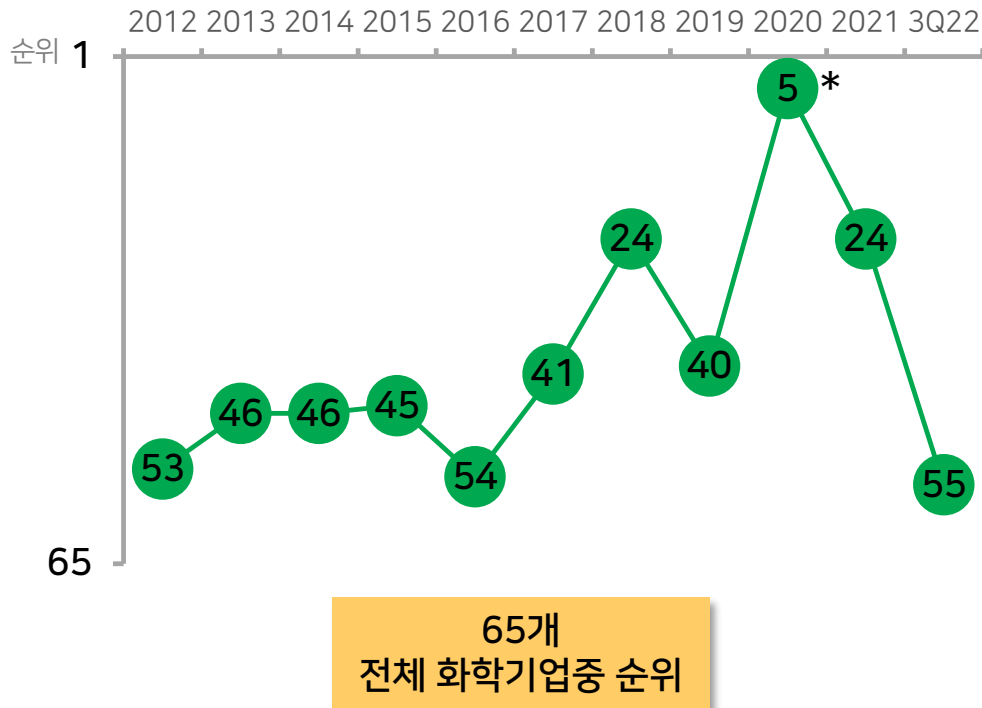
# 유보자산의 비효율적 활용 1: 목적 잃은 자산의 낮은 수익성



## 태광산업의 낮은 ROA

- ROA(총자산이익률)는 보유한 전체 자산으로 일정 기간 동안 얻은 이익을 나타내는 지표로 기업 전체의 투자성과 측정
- 태광산업의 ROA는 경쟁사 집단 중 하위 16,17위에 머무를 정도로 **매우 낮은 자산 수익성**

### ▶ 태광산업 및 경쟁사 ROA 순위





# 유보자산의 비효율적 활용 1: 목적 잃은 자산의 낮은 수익성

## 과도하게 높은 비영업자산 비율



태광산업

68%

화학 평균

39% → 태광산업 **2위**/65

Peer 평균

44% → 태광산업 **1위**/19



태광산업

78%

화학 평균

41% → 태광산업 **3위**/65

Peer 평균

26% → 태광산업 **1위**/19

본업과 관계 없는 과도한 비영업용 자산

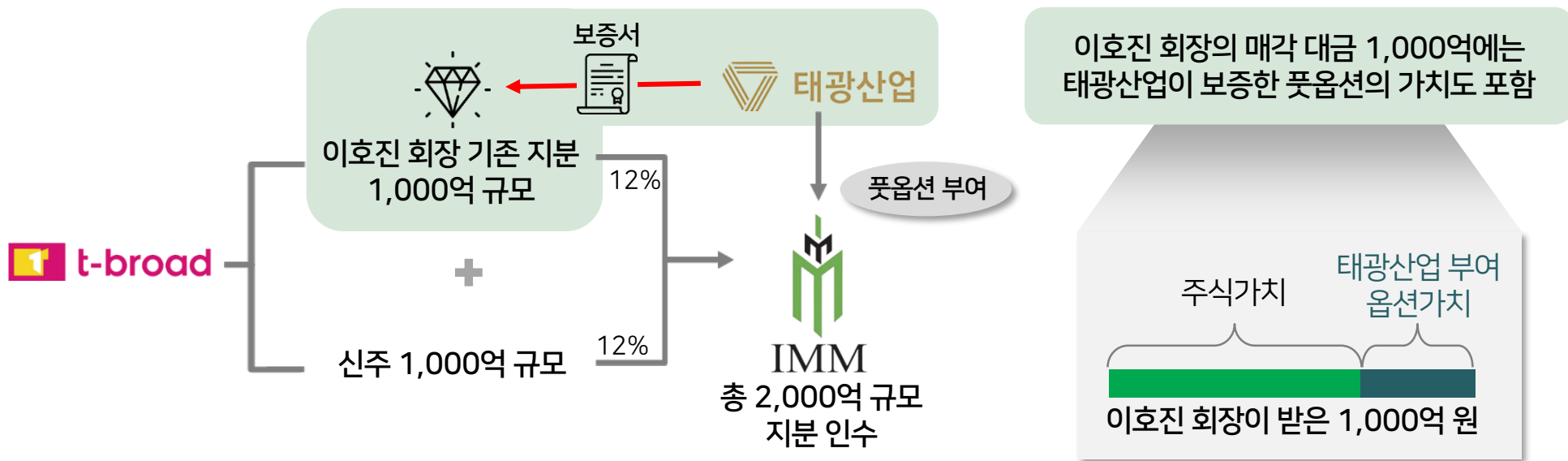


자산 효율성 저하  
경쟁사 대비 매우 낮은 ROA

# 유보자산의 비효율적 활용 2: 대주주 뒷바라지

## 2014년 티브로드 유상증자 풋옵션 사례

- 태광산업 계열사 티브로드는 상장 준비를 위해 사모펀드 IMM컨소시엄에 1,000억 규모의 유상증자 단행
- IMM컨소시엄은 신주뿐 아니라 이호진 전 회장이 보유하던 기존 발행 지분 역시 1,000억원에 인수
- 태광산업은 해당 지분에 풋옵션을 부여하여 매각을 보장하였으며, 이는 이호진 회장 개인의 매각을 보증해준 것

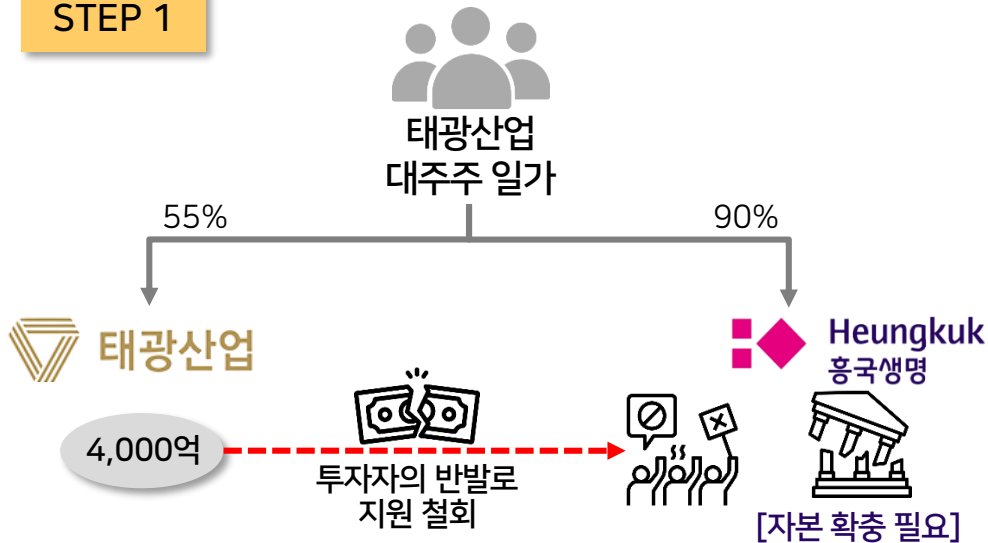


# 유보자산의 비효율적 활용 2: 대주주의 뒷바라지

## 흥국생명 유상증자 및 우회지원 사례

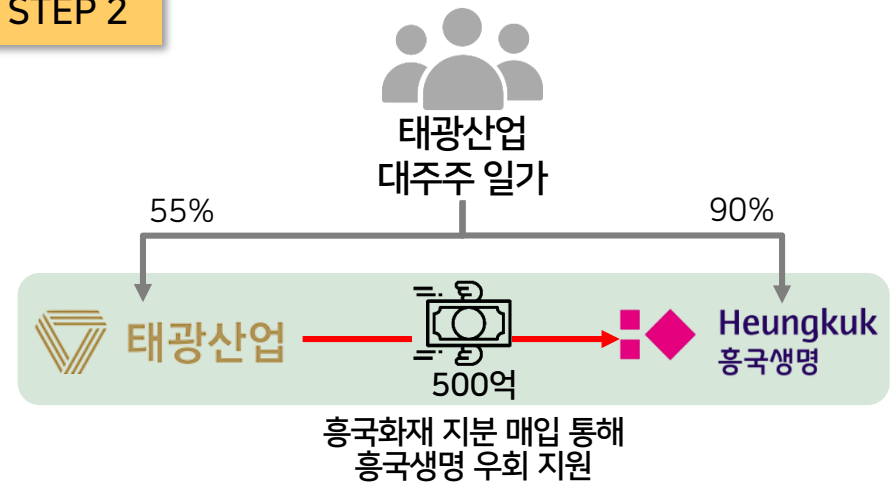
- 태광산업은 대주주 일가의 개인 회사인 흥국생명이 위기에 빠지자 4,000억 유상증자를 통한 지원 계획 밝힘
- 이후 유상증자는 철회했으나, 흥국생명이 보유한 흥국화재 주식 500억을 매입하며 흥국생명 우회지원
- 이는 20% 할증된 가격으로 매입한 금액이며, 태광산업의 유보 자산이 대주주 지원을 위해 함부로 쓰임

### STEP 1



⚠️ 대주주를 위한 희생이라는 비판에  
흥국생명 유상증자 철회

### STEP 2



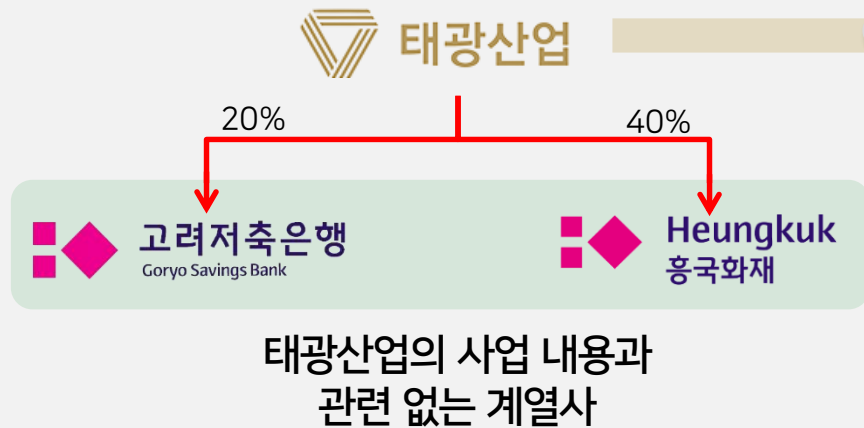
⚠️ 태광산업이 흥국생명의 계열사 흥국화재 주식을  
할증된 가격인 500억 상당 매입하여  
흥국생명 우회 지원

# 유보자산의 비효율적 활용 2: 대주주의 뒷바라지

## 고려저축은행, 흥국화재 등 금융사 지분 보유

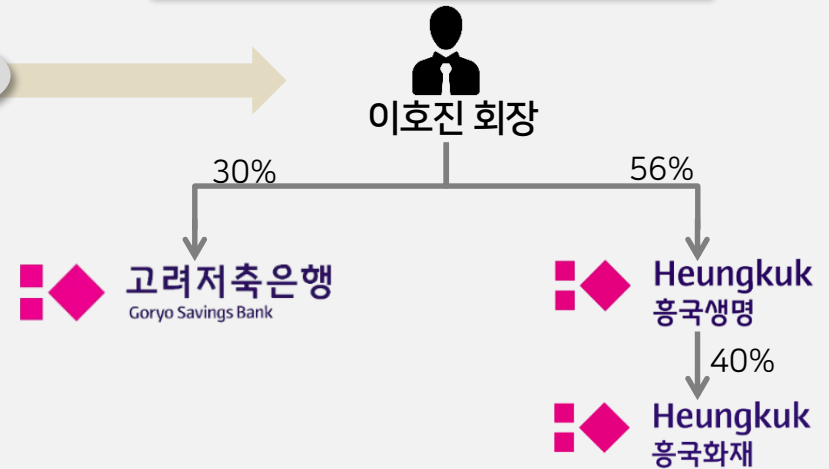
- 태광산업은 사업상 아무 연관성이 없는 고려저축은행 지분 약 20%, 흥국화재 지분 약 40%를 보유
- 태광산업이 금융계열사를 보유하며 얻는 대가는 자산규모 대비 매우 미미함에도 지분을 팔지 못하는 이유는 이호진 전 회장의 금융계열사 지배력을 보강하기 위함

### 태광산업의 금융사 지분 보유



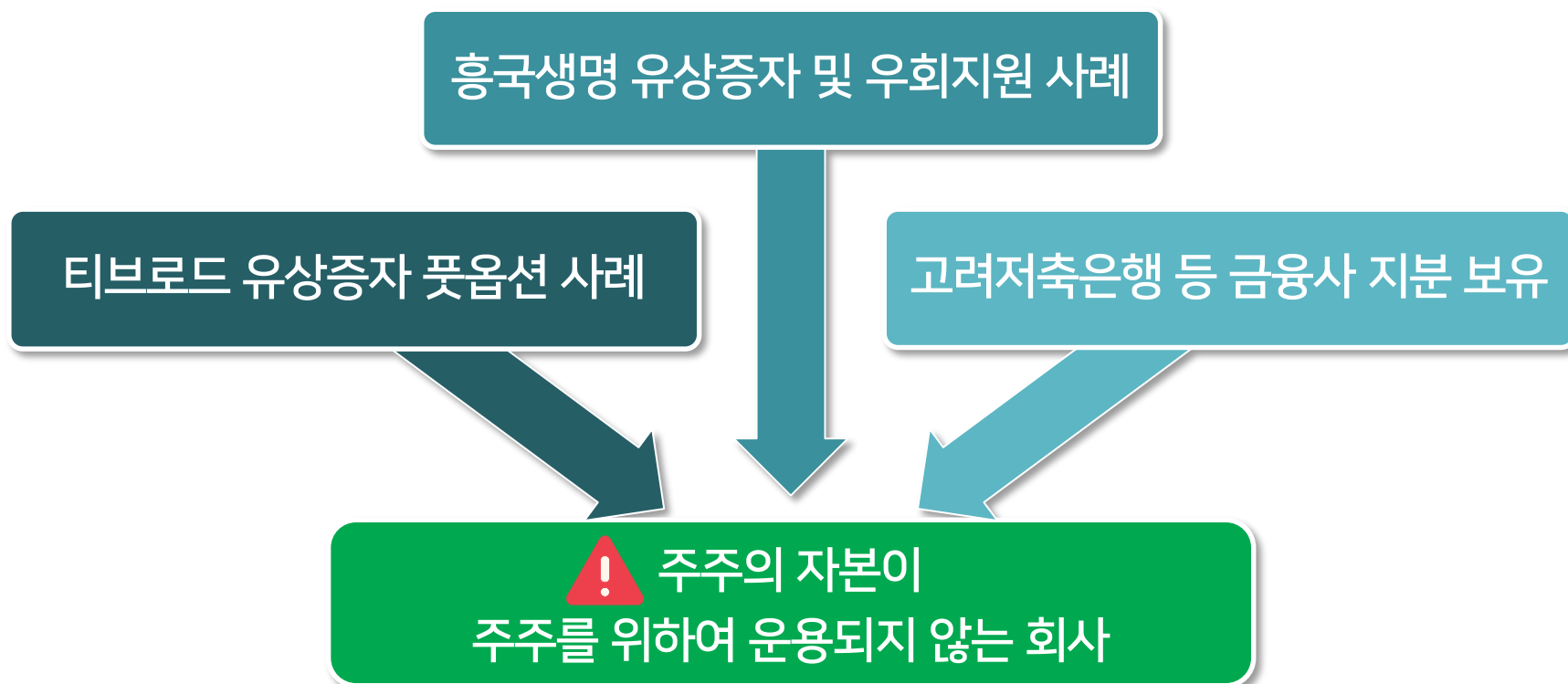
지원

### 이호진 회장의 금융사 지분 보유



태광산업의 금융사 지분 보유는  
이호진 회장 지배력 강화를 위한 것

유보자산을 통한 대주주 뒷바라지: 결론



## 과도하게 높은 주식 가격으로 낮은 회전을

- 태광산업의 1주당 거래가격은 22년 기준 약 70~100만원으로 전체 코스피 상장사중 3번째로 높음
- 과도하게 높은 주가는 유동성을 저해하며, 태광산업의 거래회전은 시총 1조원 이상 기업 269개 중 뒤에서 2순위
- 유동성 리스크는 자산가치의 할인 요소로 태광산업의 기업가치를 크게 감소시킴

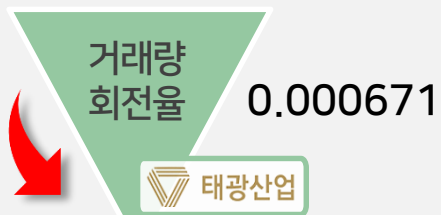
### 코스피 상장사 주가 순위



전체 코스피 상장사  
약 900여개 중  
태광산업 3위



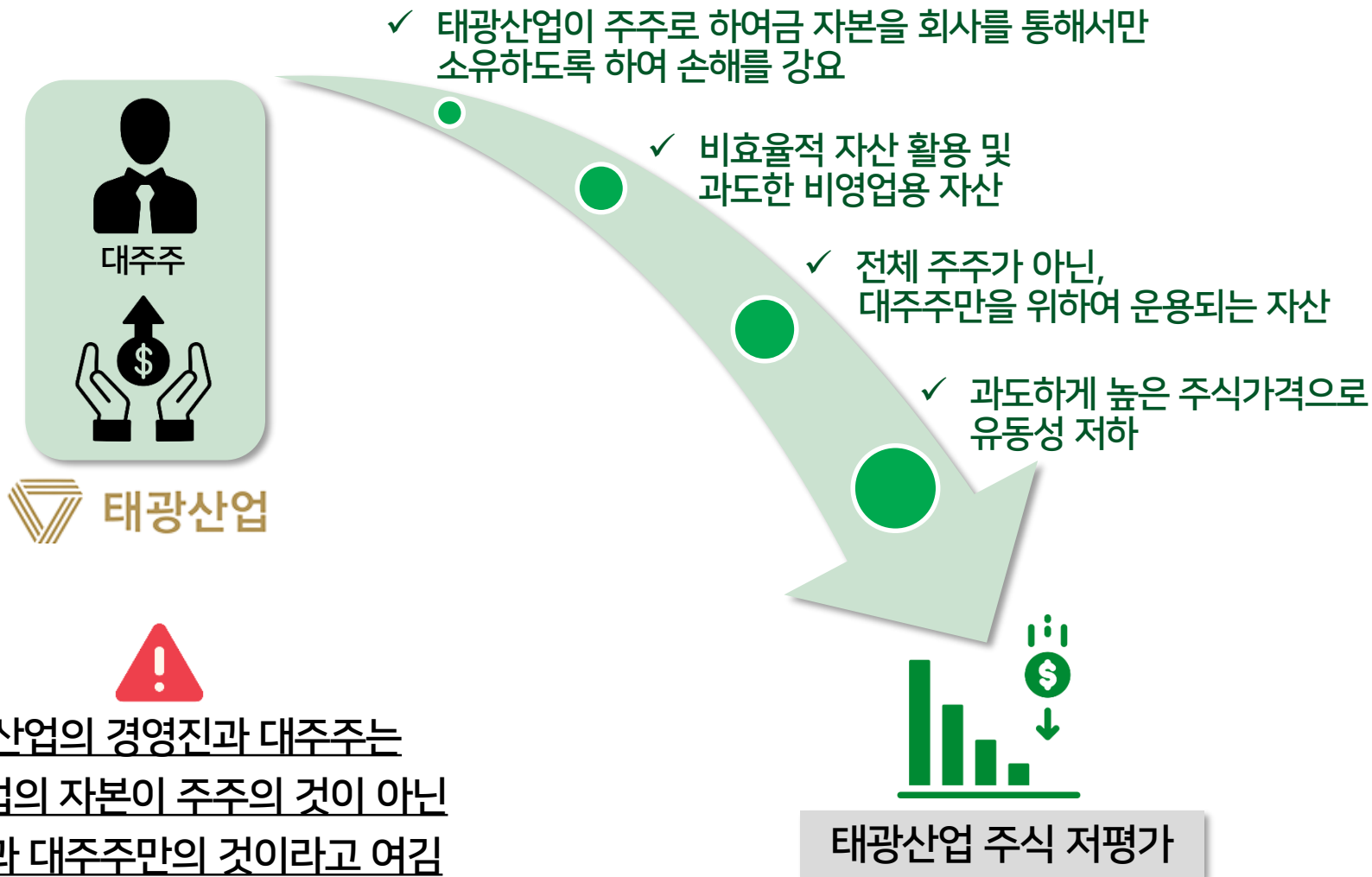
### 1조이상 상장사 거래회전율 순위



시가총액 1조원  
이상 기업 269개 중  
태광산업 하위 2위

⚠  
액면분할을 통한  
유동성 개선 필요

## 태광산업의 저평가 원인



## Part 4. 저평가의 해결방안 - 트러스톤의 제언

---

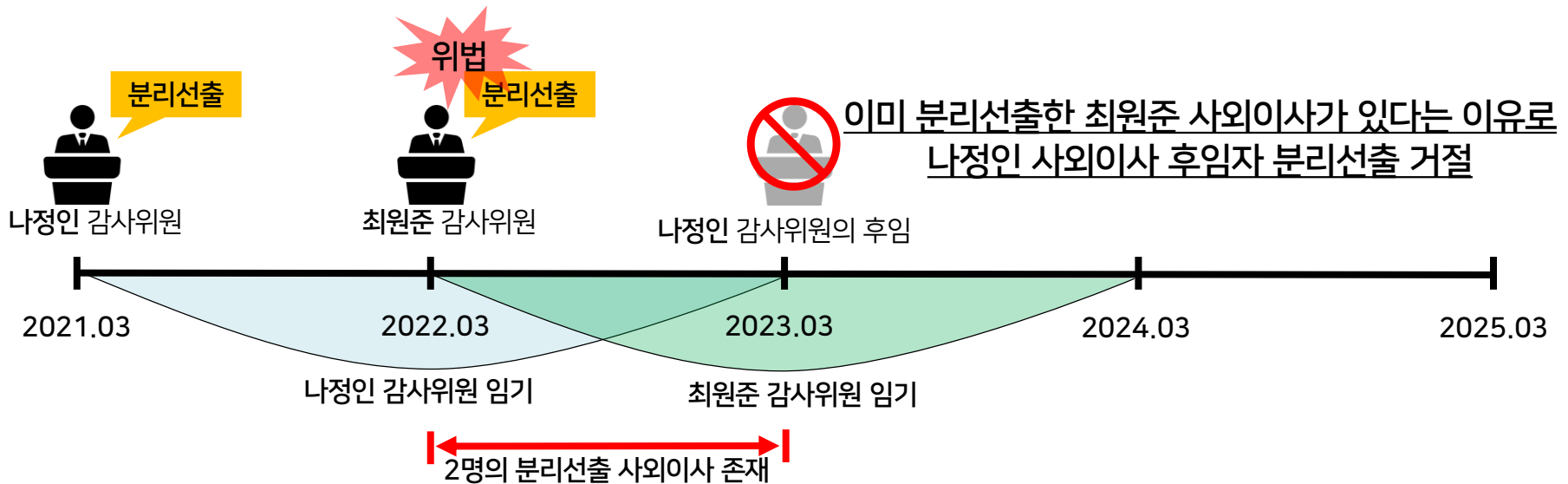


## - 대주주를 위한 사외이사 방어막 쌓기, 이를 위해 22년 위법하게 선출된 사외이사

제안사항: 분리선출 방식을 통하여 감사위원이 되는 사외이사/기타비상무이사를 선임

### 제안 이유

- 분리선출제도란 대주주의 독단 경영 방지를 위해 1인의 감사위원이 되는 사외이사를 3% rule(3%를 초과하는 지분을 보유한 주주의 의결권 행사 제한)을 적용하여 일반 사외이사와 분리해서 선출하는 제도
- 태광산업은 분리선출 이사 수를 고무줄처럼 변경하여 소수주주 대변 사외이사의 선임을 막음



### 상법 제542조의 12

- 분리선출 이사 수는 1명
- 정관으로 변경 가능

법무부 상사법무과의 유권해석을 통해 확인한 바, 최원준 사외이사는 법령과 정관에 위반하여 선임되었으며 분리선출 지위 인정 불가 → 신규 선임 필요

# 독립성과 전문성이 있는 사외이사 후보제안



제안사항: 감사위원이 되는 사외이사/기타비상무이사 후보로 조인식 전 국민연금 CIO 직무대리 제안(분리선출)

## 제안 이유

- 현재 태광산업 사내이사진은 독립성, 자본배치에 대한 전문성, 전체 주주를 위한 충실성 부재
- 트러스톤 추천 후보는 기존 태광산업 사내이사 견제가 가능하도록 이사회 역할에 대한 확고한 의식 보유



## 조인식

감사위원이 되는 사외이사 겸  
기타비상무이사 후보

- 서울대학교 경제학 학사
- GOIZUETA Business School (Emory university) MBA
- 한양대학교 경영학 박사
- 2022.02~ 법무법인(유) 광장 고문
- 2019.01~2021.12 NH농협생명 부사장, CIO
- 2011.10~2018.07 국민연금 기금운용본부 CIO 직무대리
- 2004.01-2021.09 한국무역보험공사 자금운용팀 팀장



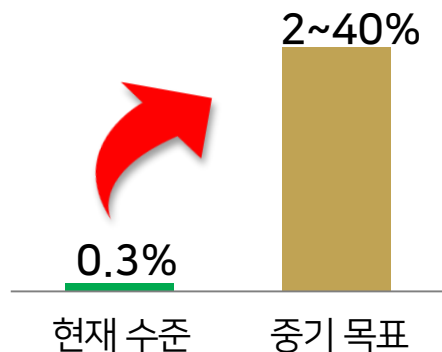
지배구조에 대한 올바른 의식과 실행의지



자산운용과 재무 관련 전문성

## - 중기 주주환원정책 수립 및 자사주를 통한 자본 주주환원

제안사항 1: 중기 배당성향을 당기 별도순이익 기준 최소 20% ~ 최대 40%로 설정 및 이행



- ! 최근 2년간 태광산업의 배당성향은 0.3%에 불과
- ! 낮은 수익성, 낮은 성장률, 높은 재무 안정성의 태광산업에서 불필요한 수준
- ✓ [주주-회사 간의 신뢰]를 위해 주주에게로 자본환원

제안사항 2: 주주가치 저평가를 고려, 한시적인 자사주 매입, 소각 정책 수립 및 이행  
소각 규모 당기 별도순이익 기준 10%



- ! 현재 태광산업에는 저수익 현금성 자산 과다
  - ✓ 해당 자산을 자사주 매입소각에 활용하여 주가 부양
- 자사주 소각 규모

10%

당기 별도순이익

# 주주가 올바른 결정을 할 수 있도록 IR등을 통한 정보제공

제안사항 : 일반주주 대상 정기적 IR 등으로 경영목표, 사업현황 등을 자본시장 주주들에게 상세히 설명할 것

현재 태광산업의 불충분한 정보 제공



- 지난 10년간 기관투자자 대상 컨퍼런스콜 제외 일반 주주 대상 기업설명회(IR)는 진행되지 않음
- 국내 시가총액 1조 이상, 자산규모 4조 이상 상장기업 중 유일하게 최근 3년간 기업분석보고서 (증권사 애널리스트 리포트)가 발행되지 않음



경영 관련 의사결정 주주에게 상세 설명

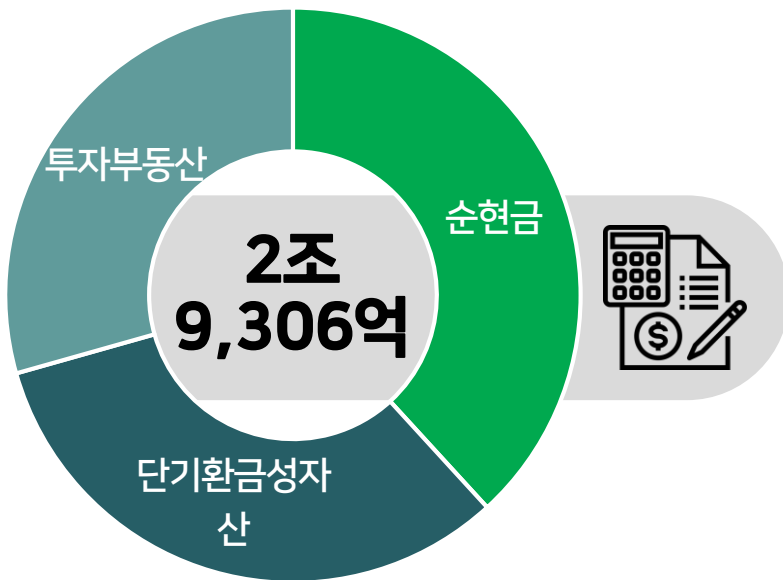


- 자본배치결정 비롯 이사회 각종 결정사항 이사회가 주주에게 상세히 설명
- 현재의 불충분한 정보 제공 및 IR 개선

# 회사 내 자산의 수익성 점검 및 저수익 자산 처분

제안사항: 금융자산, 타회사 보유 지분, 투자부동산 등의 보유 필요성 및 수익성을 점검하고 불필요한 자산 처분할 것

## ▶ 현재 태광산업의 현금성 자산



### 순현금 .....

- 공정가치측정 금융자산 6,884억원
- 단기금융상품 544억원
- 현금 및 현금성자산 3,768억원

### 단기환금성자산 ....

- 보유상장주식 1,660억원
- SK브로드밴드 주식 7,840억원

### 투자부동산.....

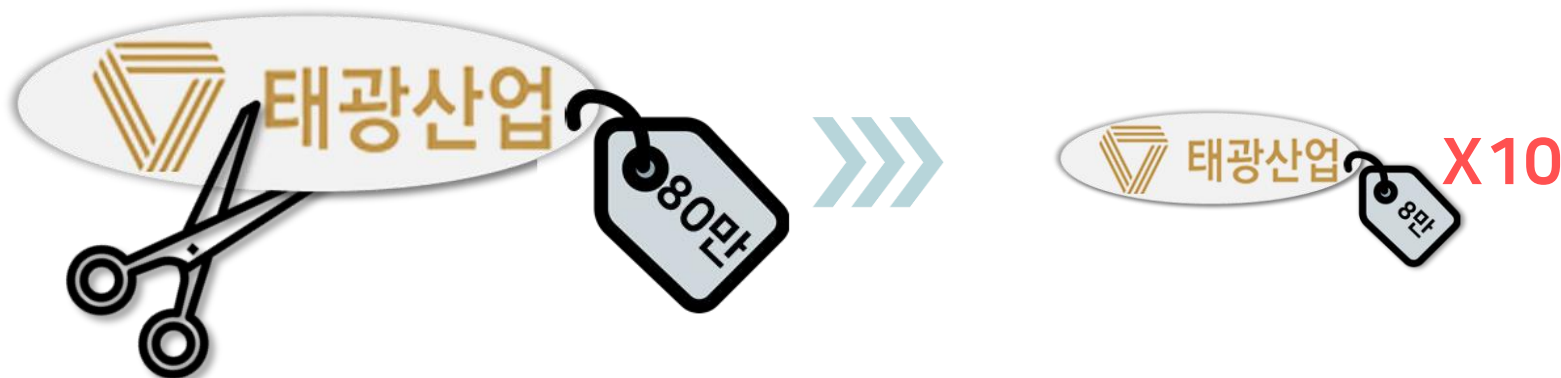
- 장부가치 2,239억 원
- 공정가치 8,610억 원



- 회사 내 자산 점검하여 저수익자산 매각 등을 통해 수익성 높은 자산으로 변환
- 본업과 관계 없으며 보유 필요성 낮은 자산 처리

# 액면분할을 통한 주식 유동성 제고

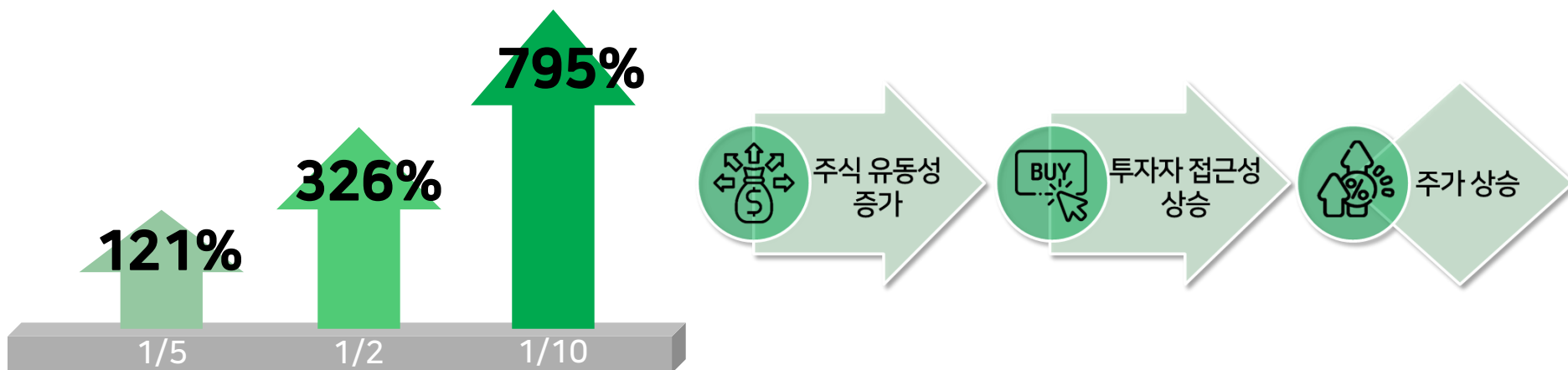
제안사항: 액면가를 현재의 1/10로 하는 액면분할을 실시할 것



## 제안 이유

- 태광산업 주식의 거래회전율은 시가총액 1조원 이상 기업 269개 중 뒤에서 2순위
- 낮은 유동성은 태광산업의 저평가 원인 중 하나

## ▶ 저유동성 기업의 액면분할 이후 거래량 증가 사례\*



\* 2018년부터 현재까지 주식 액면분할을 한 기업들 중 월평균 회전율이 10 이하인 저유동성 기업들의 거래회전율 증가율 평균