



KCC 이사회에 대한 트러스톤자산운용의 공개 주주서한

2026. 02.

트러스톤자산운용

본 자료는 당사가 특정 기업 및 관련 사안에 관하여 제언과 의견을 제시하기 위한 목적으로 작성되었습니다. 본 자료에 포함된 정보, 분석, 추정, 전망 및 의견은 작성 시점에 당사가 신뢰할 만하다고 판단하는 공개 자료 및 가정에 근거하였으나, 그 정확성·완전성·적시성에 대하여 명시적 또는 묵시적으로 어떠한 보증도 하지 않습니다. 본 자료는 투자, 법률, 세무 등 전문적 자문 또는 특정 금융상품의 매매를 권유하기 위한 것이 아니며, 독자는 본 자료를 참고함에 있어 독립적인 판단과 책임 하에 결정하여야 합니다. 당사는 본 자료의 사용 또는 이에 근거한 의사결정으로 인해 발생하는 직·간접적 손해에 대하여 어떠한 책임도 부담하지 않습니다. 또한 본 자료의 내용 및 의견은 사전 통지 없이 변경될 수 있습니다. 본 자료에 대한 저작권 및 기타 권리는 당사에 있으며, 출처 표기 없는 무단 전재·복제·배포·변형·2차적 저작물 작성 등은 금지됩니다.

본 자료는 2025년 02월 06일 기준의 시장 상황과 가용한 데이터를 바탕으로 작성되었습니다.

Executive Summary (1)



당사는 KCC의 주식 166,225주 (발행주식총수의 1.87%)를 보유하고 있는 주주입니다.

견조한 펀더멘털에도 불구하고, KCC의 현재 주가는 NAV 대비 약 55% 할인된 수준에서 거래되고 있으며, KCC가 보유하고 있는 상장주식의 지분가치는 5.4조원에 달하여 KCC의 시가총액인 4.1조원을 상회하고 있습니다. 또한 지난 10년간 KCC의 누적 TSR은 52.5%로 코스피의 누적 TSR 223.5%를 대폭 하회하고 있습니다. 당사는 이러한 KCC 저평가의 핵심요인은 과도한 비핵심자산 보유로 인한 비효율적인 자본배분과 과도한 자사주 보유에 대한 시장의 희석화 우려에 있다고 판단합니다.

이에, 당사는 주주로서 KCC의 기업가치 상승을 위해 기업의 실무진, 이사회와 꾸준히 소통해 왔으며, 1차 비공개 주주서한(24.11.4)과 수차례의 비공개 미팅을 통해 기업가치 제고를 위한 제언을 제공해왔습니다.

하지만, KCC가 2025년 9월 24일 공시한 자기주식 활용 계획(자사주 기초 교환사채 발행, 사내근로복지기금 출연 계획 포함)은 시장의 신뢰를 저버리는 결정이었다고 판단합니다. 비록 곧바로 이 계획을 철회하였지만, 당사는 시장의 신뢰 회복이 선행되어야 한다고 판단하여 2차 비공개 주주서한(26.1.13)을 통해 1)비핵심자산인 삼성물산 주식에 대한 유동화 계획 공유, 2)임직원 보상용 보유분을 제외한 자사주의 소각 계획 수립, 3)주주환원정책의 재수립을 이사회에서 논의하여 주시기를 요청한 바 있습니다.

당사는 이사회 심도 있는 논의 결과를 기대하였지만, KCC 이사회 답변에서는 구체적인 실행 의지는 확인할 수 없었고, 원론적인 답변 뿐이었습니다. 이에, 당사는 당사의 견해를 다른 주주와 공유함과 동시에 KCC의 이사회가 다음의 사항들을 심도 있게 논의하여 26년 3월 11일까지 공개적인 서면 답변을 해 주실 것을 요청합니다.

- **비핵심 자산이며, 즉각적인 유동화가 가능한 삼성물산 지분에 대한 유동화 계획 수립:** 즉각적인 유동화 계획을 수립하고 있지 않다면, 그 이유를 구체적으로 답변해 주실 것을 요청하며, 이사회가 판단하는 삼성물산 지분의 적정가치는 얼마인지 밝혀 주실 것을 요청합니다.
- **임직원 보상용을 제외한 자사주의 소각 계획 수립:** 발행주식의 17.2%에 해당하는 자사주를 특별한 계획 없이 보유하고 있는 것은 시장의 우려를 증폭시킬 뿐 아니라 이사회 직무유기입니다. 특히 KCC의 주가가 순자산가치의 0.46배에 거래되고 있는 것을 고려하면 이를 자본조달에 활용하는 것도 어렵습니다. 회사 역시 지난 Momentive 인수 때 보유 자사주의 활용이 아닌 차입금을 통한 인수대금을 마련하였으므로 해당 상황에 대한 같은 인식을 공유하고 있다고 보입니다. 따라서 자사주의 소각계획을 즉시 수립하여 주실 것을 요청합니다.
- **주주환원 정책 재수립:** 현재의 주주환원정책은 별도 재무제표의 영업이익을 기준으로 하고 있어 KCC의 기업가치의 핵심동력인 모멘티브의 실적을 주주환원 재원에서 배제하는 결과를 불러옵니다. 많은 주주들이 실리콘 사업의 성장성을 보고 투자했으나 현재의 정책은 자회사의 성과를 주주들과 공유하지 않는 정책이기에, 주주환원정책의 기준을 연결 재무제표로 재수립해주시기를 요청합니다. 연결 당기순이익에서 금융평가손익을 조정한 '조정 연결 당기순이익'을 주주환원에 사용한다면 예측가능성을 제고할 수 있습니다.

동시에 당사는 당사의 견해를 다른 주주들과 공유하고 KCC의 주주가치 제고를 위해 3월 정기주주총회에 다음 주주제안을 상정하고자 합니다.

1. 정관 변경의 건: 권고적 주주제안 신설의 건
2. (권고적주주제안) 비효율적인 자본배치 해결을 위해 비핵심자산인 삼성물산 주식 유동화
3. (권고적주주제안) 임직원 보상용 보유분을 제외한 자사주의 소각
4. (권고적주주제안) 주주환원정책의 재수립 (별도 → 연결)
(현행: 최소배당금 + 별도 영업이익 1,000억원 초과분의 10%의 추가배당금)

KCC 개요



(Base Date : 2026.02.06)

KCC	
시가총액 (십억원)	4,110.0
현재주가 (원)	462,500
총발행주식수	8,886,471
PBR (3Q25, TTM)	0.41x
ROE (3Q25, TTM)	18.78%
섹터구분	화학
3개월 간 일평균 거래대금 (십억원)	12.05

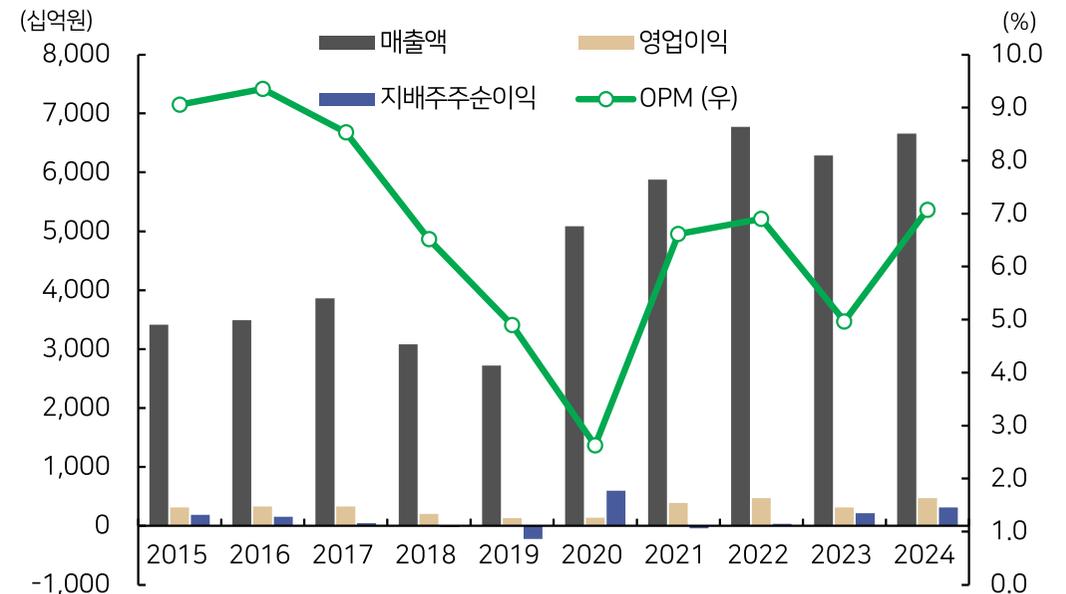
주요 주주	지분율 (%)
정몽진 외 13인	35.6
국민연금공단	12.5
자사주	17.3

▶ KCC 주가추이



Source : QuantiWise, Truston Asset Management

▶ 손익 추이



KCC에 대한 트러스트자산운용의 주주관계 History



당사는 KCC의 기업가치 상승을 위해 두 건의 주주서한과 수 차례의 비공개 미팅을 통해 꾸준히 이사회와 소통해왔습니다.



1차 주주서한 핵심 요구사항

즉각적인 이자비용 절감	<ul style="list-style-type: none"> 상장 유가증권 매각 또는 담보로 하는 대출 등의 방안을 통해 인수금융 조기 상환 요구
비영업용 자산 유동화	<ul style="list-style-type: none"> 2.9조원에 이르는 11사의 상장 유가증권 유동화 제안
Momentive 상장 시 주주 보상안	<ul style="list-style-type: none"> 구주매각 대금의 일부 배당 등의 형태로 보상안 수립 요청
보유자사주 소각 계획	<ul style="list-style-type: none"> 17.2% 보유한 자사주 소각 요청
주주환원 정책 수립	<ul style="list-style-type: none"> 배당 예측 가능한 정형화된 재무지표 산출기준 요청

2차 주주서한 핵심 요구사항

삼성물산 주식 유동화 계획 공개	<ul style="list-style-type: none"> EB 발행, 주식담보대출, PRS 계약 등을 통한 유동화 고금리 차입금 상환 및 재무구조 개선
자사주 소각 계획 마련	<ul style="list-style-type: none"> 임직원 보상용(RSU 제도) 제외하고 소각
주주환원정책 재수립	<ul style="list-style-type: none"> 별도 재무제표 → 연결재무제표 기준으로 변경 조정연결당기순이익의 35% 이상 주주환원

| 귀사의 대응

제안에 원론적 공감만을 표명,
기업가치 상승을 위한 구체적 실행방안 여전히 부재

01

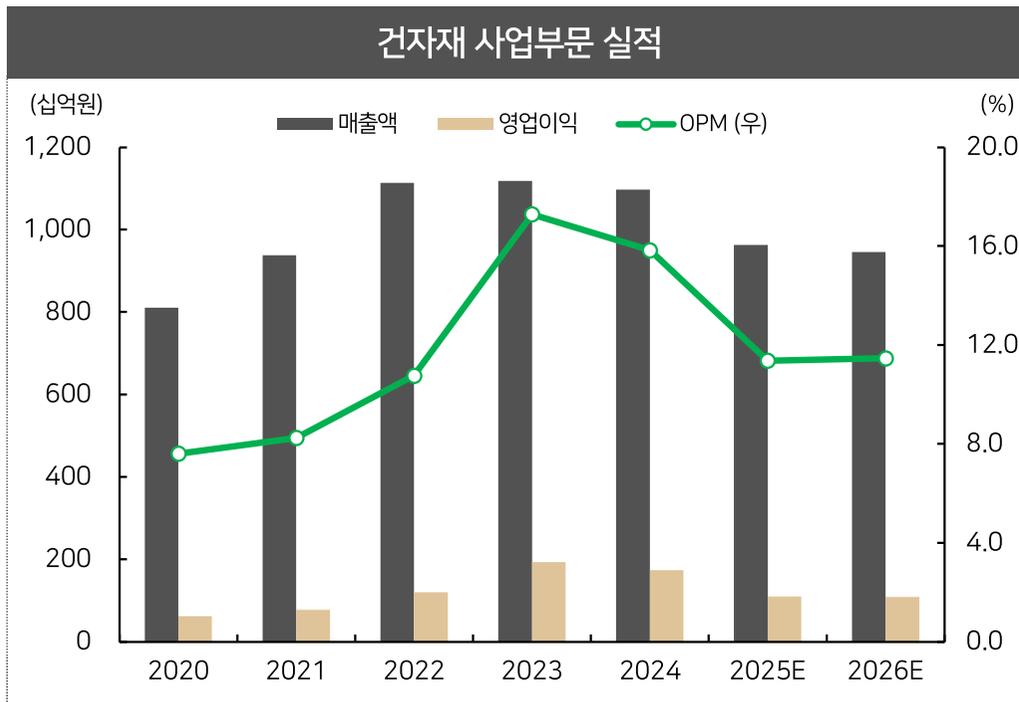
현황 분석



국내 건자재 점유율 1위, 제도적 수혜 확보

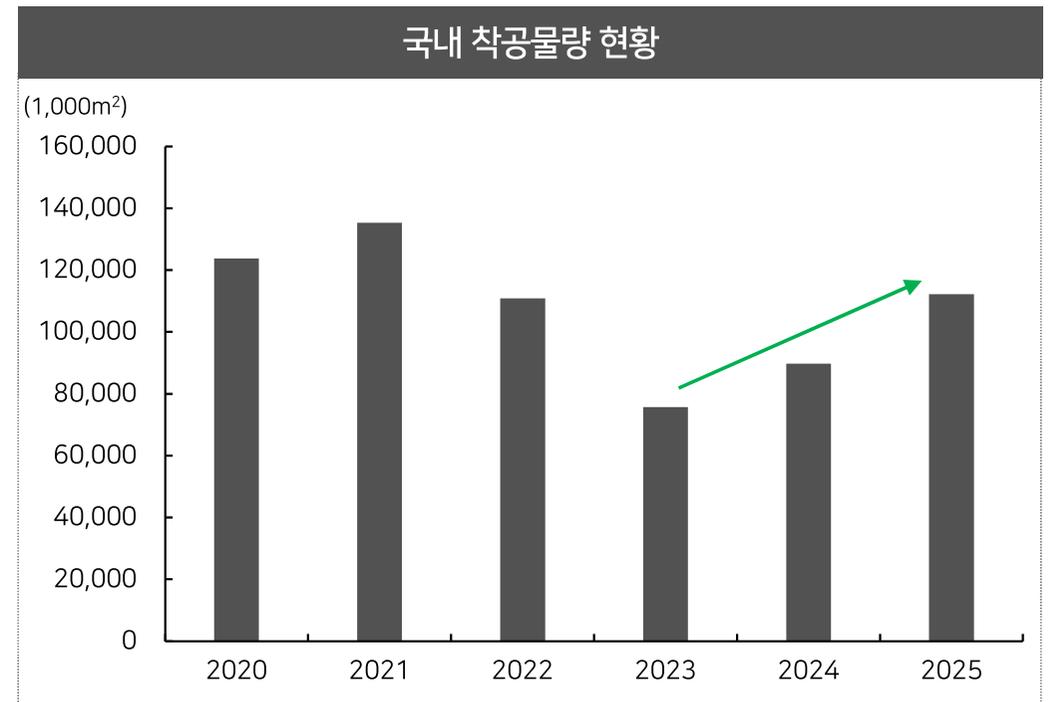


- KCC는 국내 건자재 시장 점유율 58%⁽¹⁾의 1위 사업자입니다.
- 국내 건설 투자 부진이 장기화되고 있음에도 불구하고, KCC는 제품 믹스 개선과 국내 건자재 시장 내 선도적 지위를 바탕으로 견고한 실적을 유지하고 있습니다.
- 또한, 건축법규 강화에 따른 단열 기준 상향으로 내·외벽 단열재가 유기단열재(스티로폼, 우레탄 등)에서 무기단열재(글라스울, 미네랄울 등)로 전환 중이기 때문에, 해당 부문에서의 구조적 수혜가 기대되는 상황입니다.



Source : KCC, Truston Asset Management

Note: (1) 공시된 특정 제품군에 대한 시장점유율: 석고보드, 찬장타일, 마이톤, 글라스울, 미네랄울.

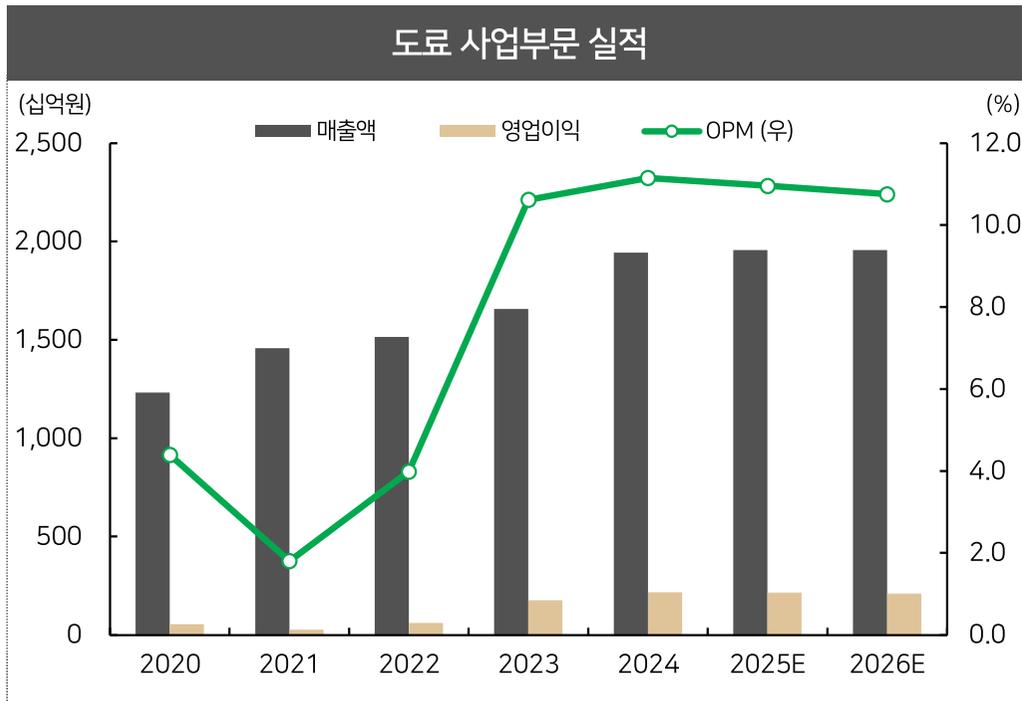


Source : 국토교통부, Truston Asset Management

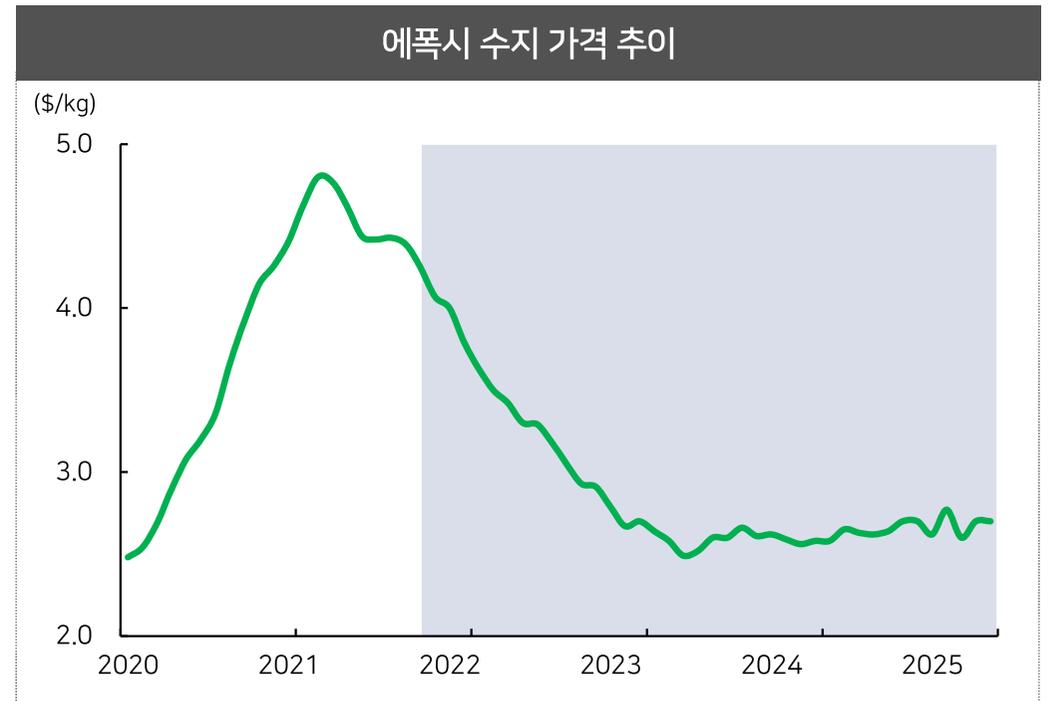
국내 도료 시장 점유율 1위, 전방산업 성장중



- KCC는 국내 도료 시장 점유율 약 35%로 업계 1위를 유지하고 있으며, 자동차·조선 등 주요 전방 산업(매출 비중 각각 30%, 25%)의 호황에 따른 직접적인 수혜를 누리고 있습니다.
- 특히 2021년 이후 원재료인 에폭시 수지 가격이 하락하며 안정 국면에 진입함에 따라, 도료 부문의 견고한 실적 흐름이 지속되고 있습니다.



Source : KCC, Truston Asset Management

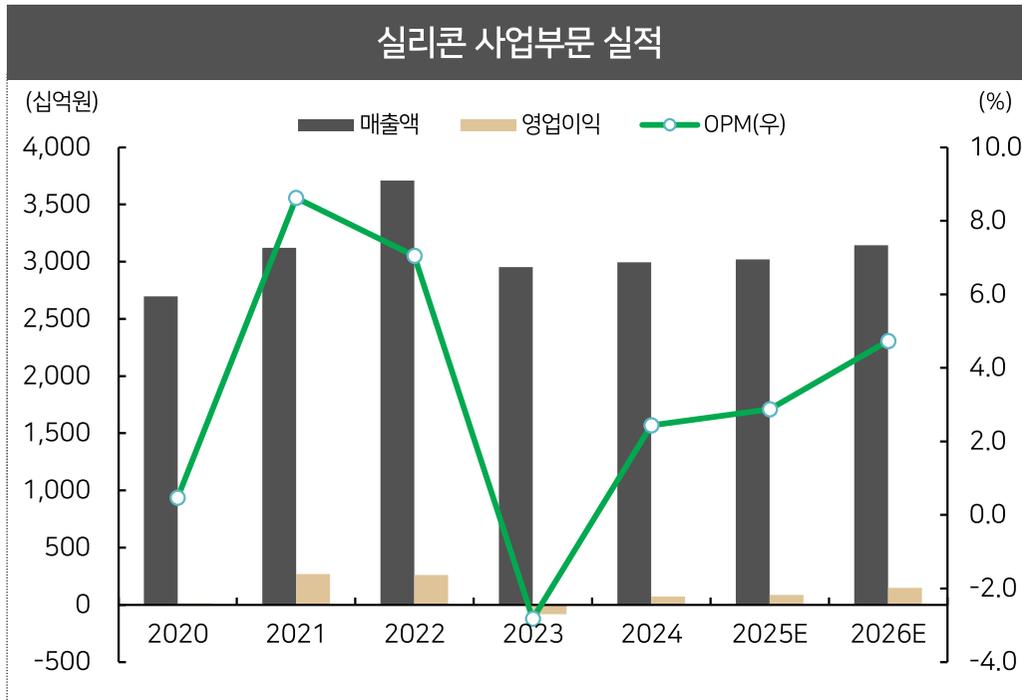


Source : KCC, Business AnalytiQ, Truston Asset Management

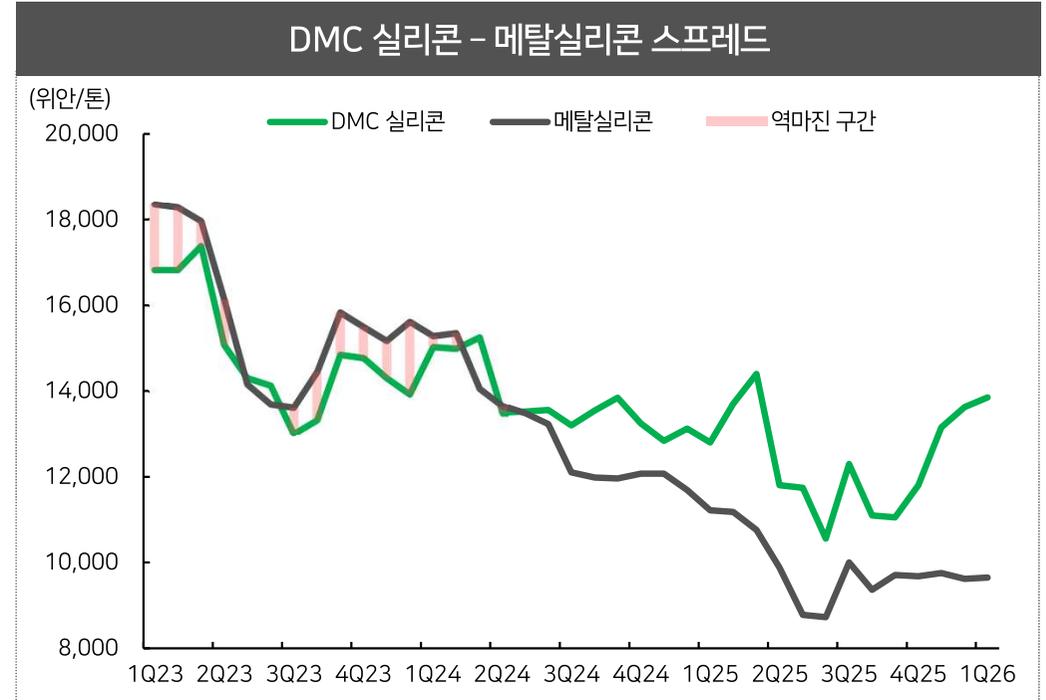
제품 믹스, 수익성 개선에 따라 실리콘 부문 회복중



- 실리콘 제품은 자동차·우주항공 등 첨단 산업의 고성장을 견인하는 핵심 소재로 자리잡았습니다.
- 2025~2026년에는 제한적인 글로벌 신증설과 중국의 본격적인 구조조정, Dow 실리콘 공장 폐쇄의 영향 등 실리콘 시장 개선과 관련된 이슈가 지속적으로 이어지고 있습니다.
- 또한, 과거 실적의 부담 요인이었던 원재료와의 역마진 문제도 완화되고 있어 향후 실리콘 부문의 실적 턴어라운드가 이루어질 것으로 판단하고 있습니다.
- KCC는 고수익 스페셜티 실리콘 중심으로 포트폴리오 재편을 진행 중인 만큼, 중장기적으로 제품 믹스 개선에 따른 수익성 개선도 기대됩니다.



Source : KCC, Truston Asset Management



Source : KCC, SunSirs, Truston Asset Management

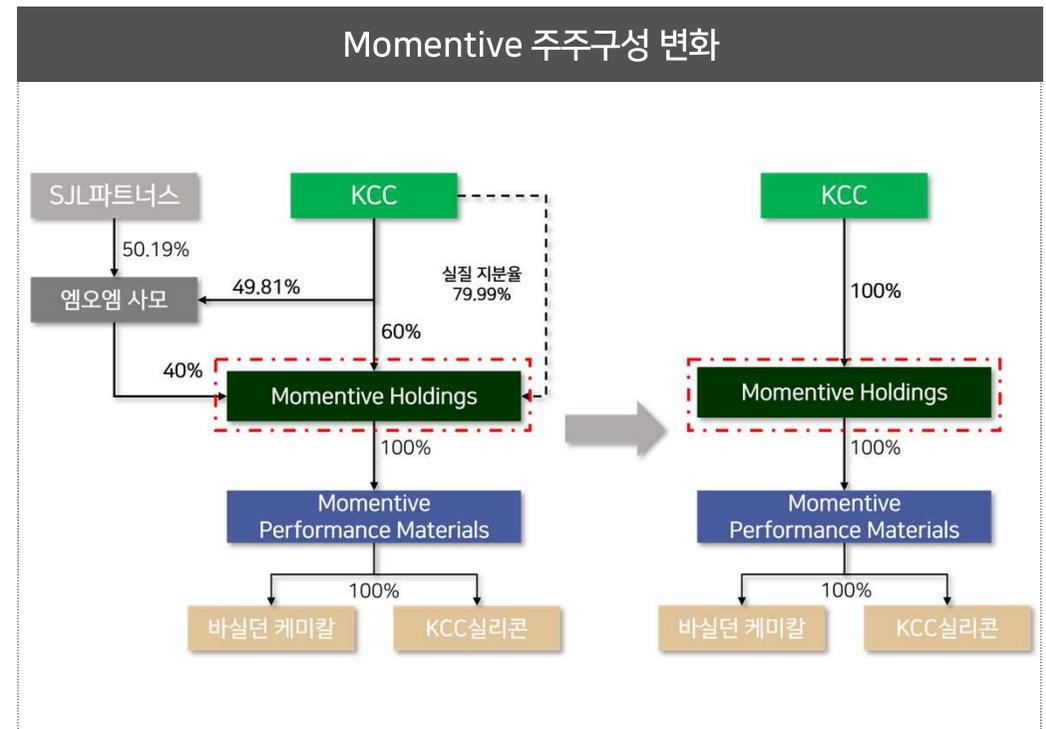
KCC의 글로벌 성장 동력, Momentive



- KCC는 2018년 11월 글로벌 실리콘 시장 3위 기업인 Momentive를 인수하며, 전자재·도료 중심의 사업 구조에서 실리콘 중심의 정밀화학 기업으로 발돋움하였습니다.
- 그 결과 실리콘 부문 매출 비중은 인수 당시 11%에서 2025년 기준 47%까지 확대되었습니다.
- 또한 2024년에는 재무적 투자자(FI) 지분을 전량 인수하여, 2024년 5월 이후 Momentive 지분의 100%를 보유하고 있습니다.

Momentive 딜 타임라인		
Year	이벤트	상세 내용
2018년 11월	인수 발표	KCC, Wonik QnC, SJL Partners로 구성된 컨소시엄이 Momentive 인수 발표
2019년 5월	딜 완료	Momentive의 실리콘, 퀴츠 사업 부문을 약 31억 달러(한화 3.5조원)에 인수
2020년 1월	퀴츠부문 분할	퀴츠 부문(Momentive Technologies)은 분할되어 현재 원익 QnC가 보유하고 있으며, KCC는 실리콘 사업부 보유
2021-2022	수익성 확대	글로벌 실리콘 가격 상승의 수혜를 받아 2,600억 원 이상의 영업이익의 창출
2023년 6월	IPO 추진	SJL Partners의 엑시트 위해 NYSE 상장 준비
2023년 11월	IPO 철회	실리콘 업황 둔화와 금리 상승에 따른 IPO 시장 경색으로 상장 연기
2024년 5월	KCC, FI 지분 20% 인수	KCC는 FI인 SJL Partners로부터 잔여 지분 20%를 약 4,000억원에 인수. Momentive를 100% 자회사로 편입

Source : 언론보도, Truston Asset Management



Source : KCC, Truston Asset Management

견고한 펀더멘털, 왜곡된 밸류에이션



- KCC는 견조한 펀더멘털을 보유하고 있음에도 불구하고, 현재 주가는 NAV 대비 약 55% 할인된 수준에서 거래되고 있습니다.
- KCC가 보유한 비영업 목적 상장주식의 지분가치 합계만으로도 KCC 전체 시가총액을 상회하는 구조입니다.
- 결과적으로, KCC의 영업가치는 현재 주가에 충분히 반영되지 못하고 있는 것으로 판단됩니다.

KCC의 NAV 대비 Discount		
Category	Item	Value (십억원)
영업가치 ⁽¹⁾	건자재	588
	도료	1,183
	실리콘	4,241
	소계 (A)	6,012
비영업가치	상장 주식	5,434
	비상장 주식	62
	투자부동산	1,038
	소계 (B)	6,534
순차입금	현금 및 단기금융자산	1,148
	이자발생부채	4,565
	순차입금 (C)	3,417
NAV (A) + (B) + (C)		9,129
발행주식수		8,886,471
주당 NAV (KRW)		1,027,281
주가 (KRW)		462,500
NAV 대비 할인율		55.0%

KCC 보유 상장 주식 지분가치				
(십억원)	Ticker	지분율 (%)	취득가	지분가치
삼성물산	028260	10.0	1,081	4,926
HD한국조선해양 ⁽²⁾	009540	1.0	173	282
HDC현대산업개발	294870	2.4	55	33
KCC건설	021320	36.0	31	46
현대코퍼레이션	011760	12.0	18	39
노루홀딩스	000320	9.9	35	30
KCC글라스	344820	3.6	65	16
HL홀딩스	060980	4.3	27	17
현대코퍼레이션홀딩스	227840	12.0	25	14
HDC	012630	1.8	6	20
HL D&I	014790	9.8	50	11
현대모비스	012330	0.0	0	0
소계			1,531	5,434

Source : KCC, DART, Bloomberg, Truston Asset Management

Note: (1) 동종 기업 비교 '27E EBITDA 기준 EV/EBITDA

건자재: LX하우시스, 현대리바트의 평균 4.0x / 도료: 5.0x / 실리콘: Shin-Etsu Chemical 9.1x

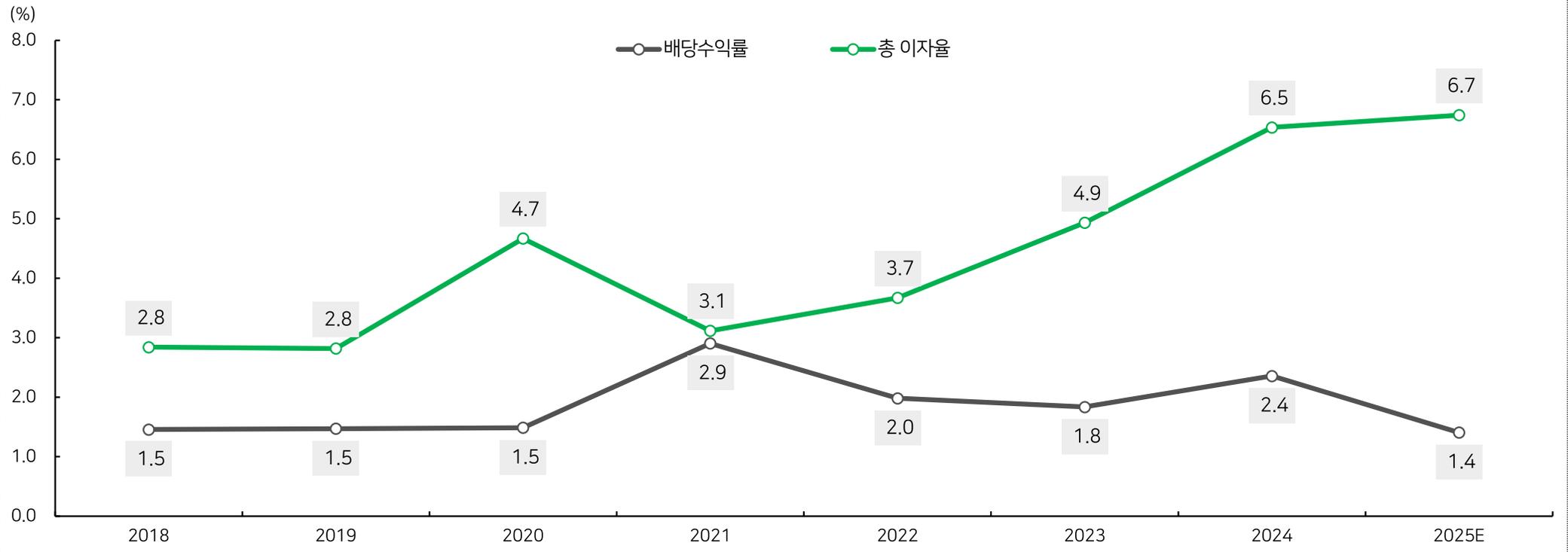
(2) 현재 보유 지분율은 3.9% 이지만, 2.9%에 대한 교환사채 교환을 가정함. (행사가격 429,650원)

저수익 상장주식 vs 고금리 차입금: 주주가치 훼손 구조



- 상장 주식을 계속 보유하고 있는 것은 비효율적인 자산배분으로, 현재 KCC의 가장 큰 디스카운트 요인입니다.
- 상장 주식에서 발생하는 배당수익으로는 이자비용이 총당 불가능합니다. (상장 주식 배당수익률 < 인수금융부채 금리)
- 고금리 차입금 하에 저수익 자산을 보유하는 구조는 주주가치에 지속적으로 부정적 영향을 끼치고 있습니다.
- 미실현 손익의 변동성에 따른 EPS 불확실성 또한 무시할 수 없는 리스크로 작용하고 있습니다.

보유 상장주식 배당수익률 vs 총 이자율



Source : QuantiWise, KCC, Truston Asset Management

Note: [배당수익률 = 수취하는 배당금 합계 / 기말 상장주식 지분가치], [총 이자율 = 연간 이자비용 / 이자발생부채 평균]

발행주식의 17.24%에 이르는 자사주



- KCC는 자사주 1,532,300주, 17.24%를 보유중인 가운데, 2025년 9월 중에 자기주식 활용계획을 공시했습니다.
- KCC가 공시한 내용은 시장에 큰 충격을 주었습니다. 전체 자사주의 17.24% 중 실제 소각은 3.9%에 불과했으며, 나머지 13.3%를 교환사채(EB) 발행 및 사내근로복지기금 출연으로 활용하겠다는 계획은 주주가치에 반하는 결정이었습니다. 그 결과, 단 하루만에 KCC의 시가총액이 11.8% 증발한 것은 시장 신뢰의 훼손의 방증이었다고 판단 됩니다. 비록 1주일 후 자기주식 활용계획을 전면 철회하였지만 한 번 훼손된 신뢰는 쉽게 회복될 수 없습니다.
- KCC는 비공개 주주서한 답신을 통해 **“현재까지 정부 정책 기조가 명확히 정립되지 않은 상황에서 제도 변화에 따른 시장 변동성이 확대될 수 있”**으며 **“변동성을 최소화할 수 있는 방향으로 자기주식 활용 방안을 검토하고 있다”**고 밝혔습니다. 하지만 자사주를 특별한 계획 없이 보유하고 있는 것은 오히려 변동성을 더 확대시킨다고 당사는 평가합니다. 특히 KCC의 주가가 순자산가치의 0.46배에 거래되고 있는 것을 고려하면 이를 M&A에 활용하는 것도 어렵습니다. 회사 역시 지난 Momentive 인수 때 보유 자사주의 활용이 아닌 차입금을 통한 인수대금을 마련하였으므로 해당 상황에 대한 같은 인식을 공유하고 있다고 보입니다.

2025.09.24 공시된 자기주식 활용계획 안내

1. 자기주식 소각

- 소각 예정 주식수 : 약 350,000주 (총발행주식의 약 3.9%)
- 소각 예정 시기 : 25년 4분기 ~ 26년 1분기

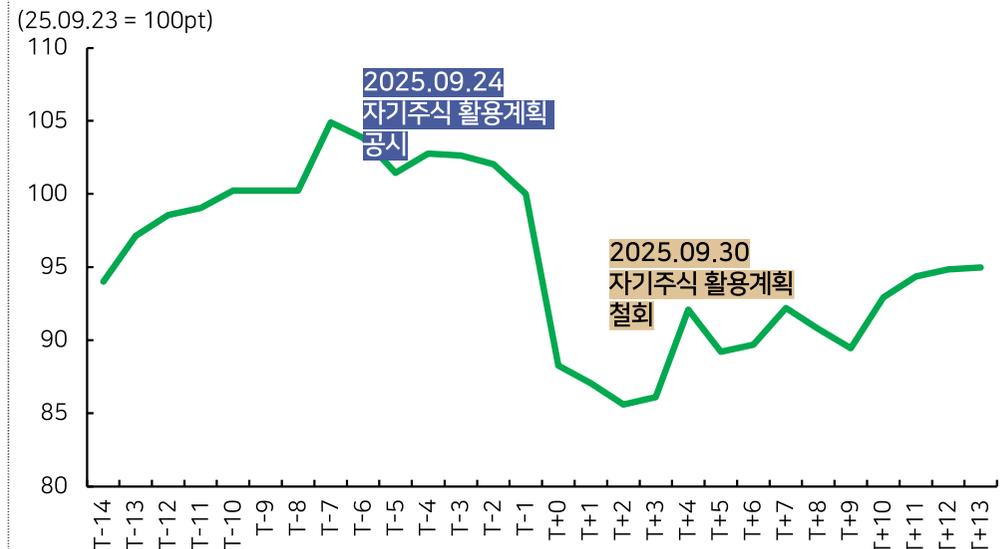
2. 교환사채(EB) 발행

- 교환 예정 주식수 : 약 882,300주 (총발행주식의 약 9.9%)
- 발행 예정 시기 : 25년 4분기

3. 사내근로복지기금 출연

- 출연 예정 주식수 : 약 300,000주 (총발행주식의 약 3.4%)
- 출연 예정 시기 : 25년 4분기 ~ 26년 1분기

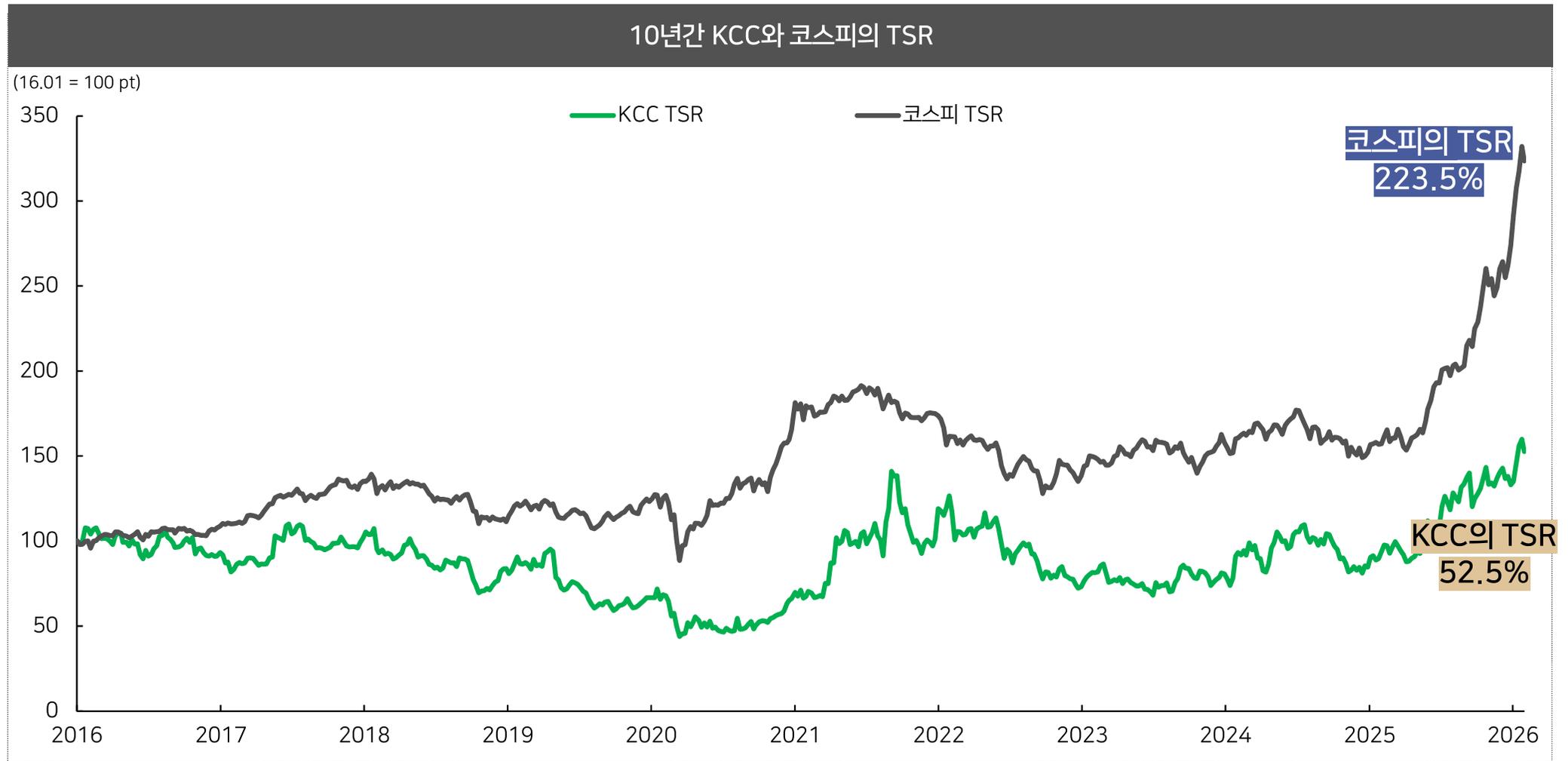
자기주식 활용계획 공시 이후 기업가치



10년간 누적 TSR은 52.5%에 불과



- 주주가치의 핵심지표인 TSR(Total Shareholder Return, 총주주수익률)로 비교하면, KCC의 성과는 처참한 수준입니다.
- 지난 10년간 KCC의 누적 TSR은 52.5%로 코스피의 누적 TSR 223.5%를 대폭 하회하고 있습니다.



Source : QuantiWise, Truston Asset Management

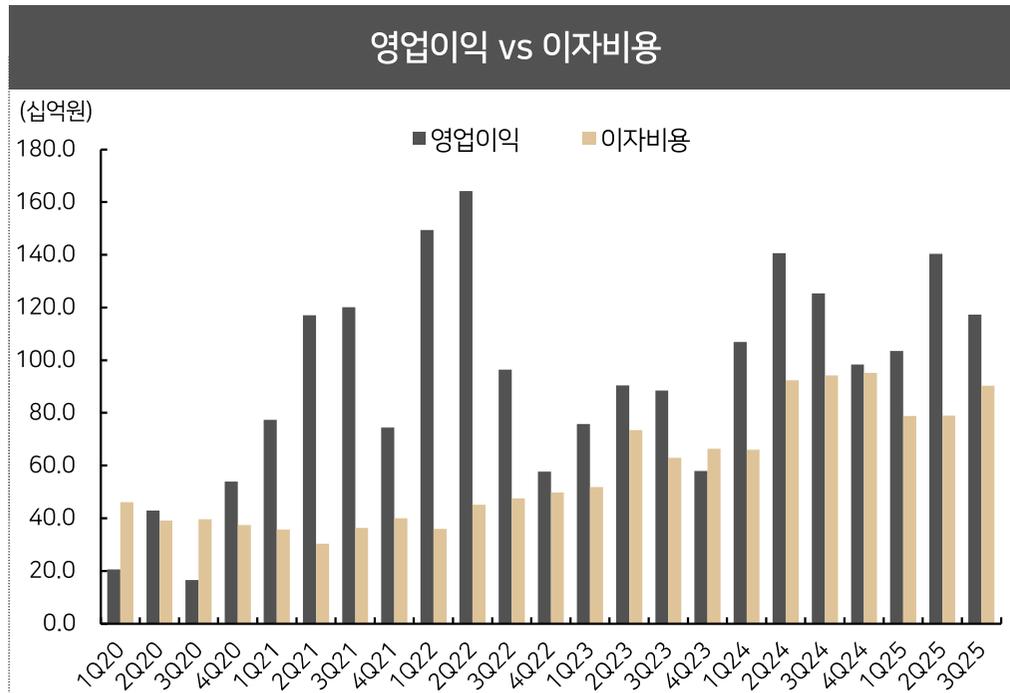
02

KCC 주주가치 제고를 위한 트러스톤자산운용의 제안

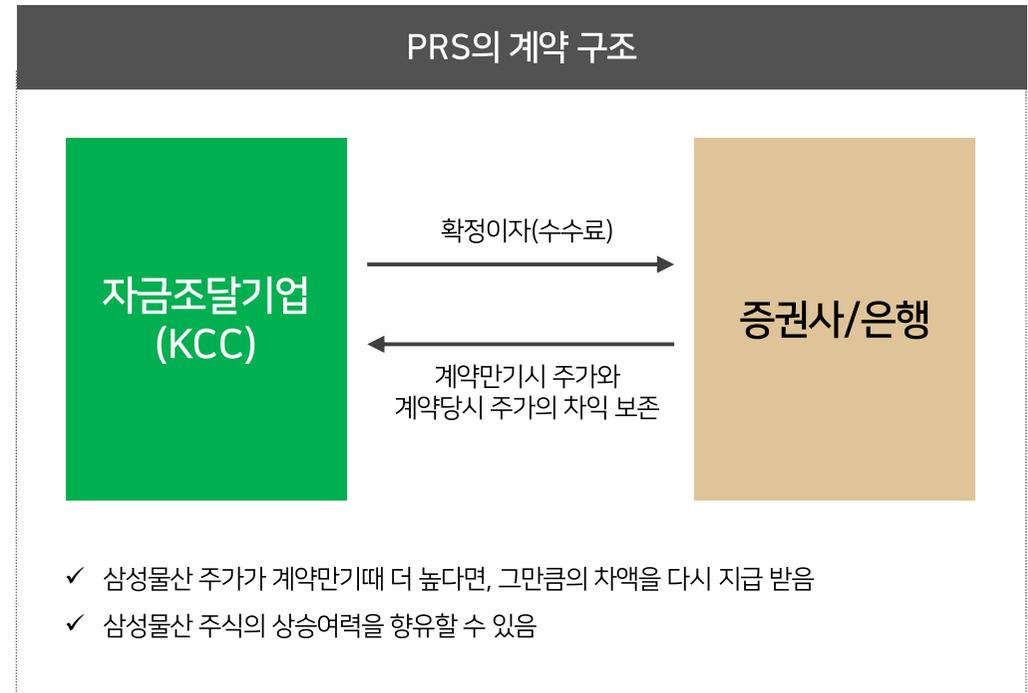


① 비핵심자산 삼성물산 지분에 대한 유동화

- 당사는 KCC가 NAV대비 55% 할인 거래되고 있는 이유는 KCC의 현 시가총액을 상회하는 약 4.9조원에 달하는 삼성물산 지분 보유에 있다고 보고 있습니다. 유동화가 가능한 막대한 비핵심자산을 유지하고 있는 동시에 고금리 차입금을 유지하고 있는 점, 삼성물산 지분가치 변동에 따라 손익 변동성이 심하게 발생하는 점 또한 KCC의 할인 요인입니다.
- 삼성물산 주식에 대해 KCC 이사회가 검토할 수 있는 구체적인 방안을 다음과 같이 제시합니다.
 - 시장 매각: 삼성물산 지분을 블록으로 매도
 - 교환사채(EB) 발행: 삼성물산 지분을 교환사채를 발행할 경우, 현재 지분가치 대비 10~30%의 프리미엄으로 발행되기 때문에 더 큰 금액의 조달이 가능하며, 교환권이 행사되기 전까지는 배당권이 유지되기 때문에 교환사채의 쿠폰이자비용도 일부 충당 가능합니다.
 - PRS(Price Return Swap) 계약: PRS 계약을 통해, 삼성물산 주식의 상승여력은 향유하면서도, 필요한 자금을 효율적으로 조달할 수 있습니다.



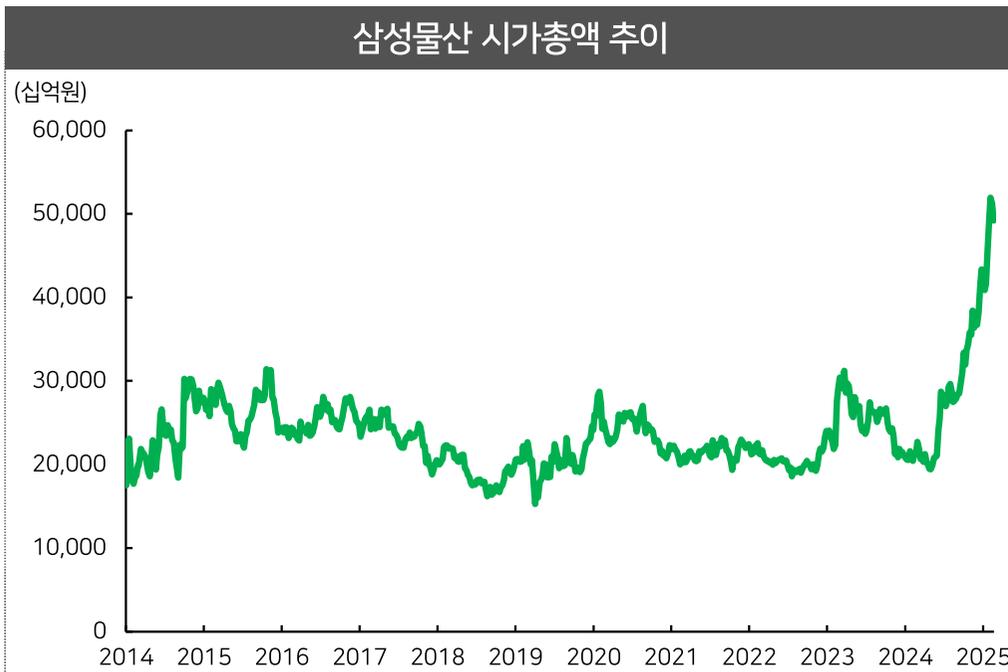
Source : QuantiWise, Truston Asset Management



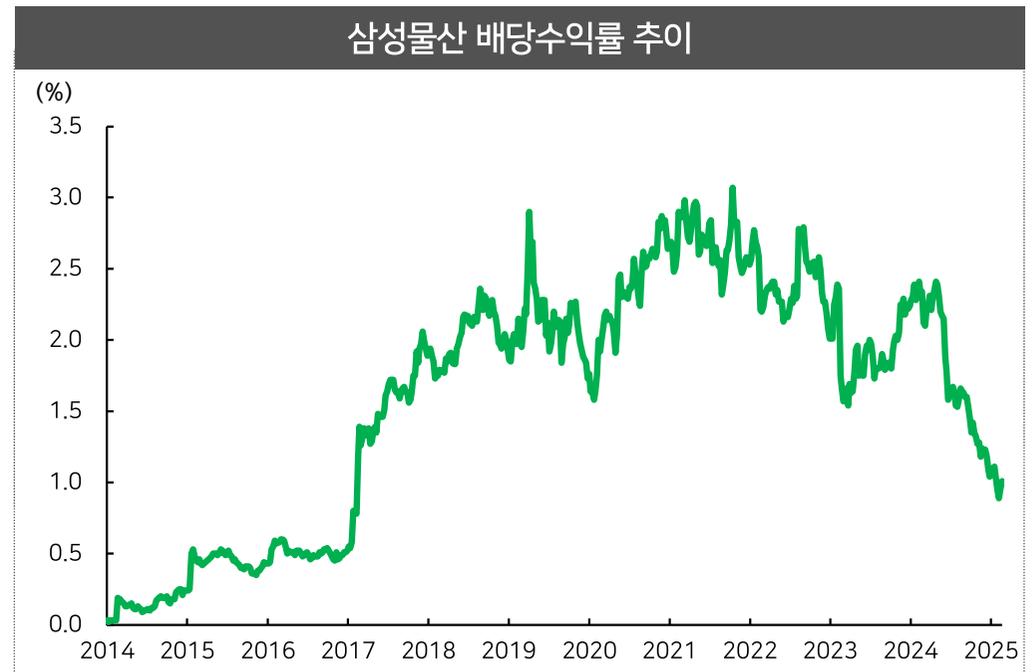
Source : Truston Asset Management

① 비핵심자산 삼성물산 지분에 대한 유동화 (계속)

- KCC 측은 비공개 주주서한의 답변을 통해 삼성물산 지분은 “단순한 금융자산이 아닌, 회사의 중장기 비전과 자본배분 전략을 종합적으로 고려하여 활용 여부를 판단해야 하는 전략적 자산으로 인식” 하고 있어 삼성물산 지분에 대한 유동화 계획을 표명하기 어렵다고 답변하였습니다.
- 또한, “내부적으로 목표 가격 수준과 적정 시장 환경을 설정한 후”, 해당 조건이 충족될 경우 유동화를 검토할 수 있다고 답변하였습니다. 과거 2016년, 외국계 금융사를 통해 삼성물산 주식을 유동화하기 위한 다양한 방안을 검토하고 있다는 내용이 보도되었는데, 당시와 비교하면 현재의 주가는 더 높은 상황이기 때문에 더 큰 자금을 조달할 수 있는 상황입니다.
- 그렇다면 과연 과거 삼성물산의 유동화를 계획할 때와 지금의 상황이 어떻게 다른 지에 대한 의문이 생길 수 밖에 없습니다.
- 당사는 KCC 이사회가 삼성물산의 지분투자를 통해 회사의 어떤 중장기 비전과 자본배분 전략을 추구하고 있는지, 그리고 삼성물산 지분의 적절한 Fair Value를 얼마로 보는지 주주와 공유할 것을 요청 드립니다.



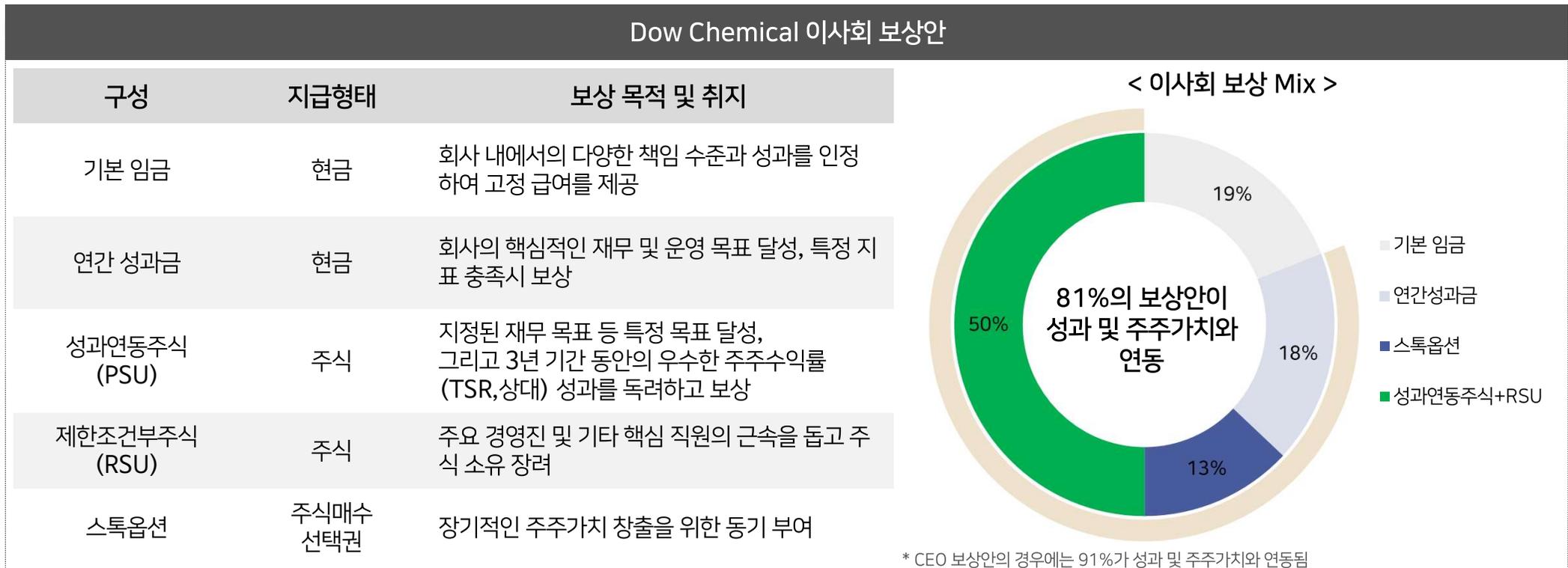
Source : QuantiWise, Truston Asset Management



Source : QuantiWise, Truston Asset Management

② 임직원 보상 활용 목적을 제외한 자사주 소각

- 당사는 KCC 자사주에 대한 시장의 우려를 불식시키기 위해서는 임직원 보상 활용 목적을 제외한 자사주에 대한 소각 계획을 수립하여 공시해야 한다고 판단합니다.
- 또한, 소각 이외에 임직원 보상 활용 목적을 위한 RSU(Restricted Stock Unit) 제도를 도입하는 것을 제안합니다.
 - RSU는 직원이 특정조건(근속연수 등)을 달성하면 회사가 주식을 무상으로 지급하는 보상 제도입니다.
 - 임직원에게 RSU로 주식을 지급하여 주주와 이해관계를 일치시킬 수 있는 장점이 있습니다.
- 최근 발의된 자사주 소각 의무화 법안도 임직원 성과 보상 목적의 활용은 허용하여 제도적인 정합성도 충족합니다.
- 글로벌 경쟁사의 경우에는 이사회 보수 중 50%를 주식의 형태로 지급하여 보수와 주주가치를 연동시키고 있습니다.



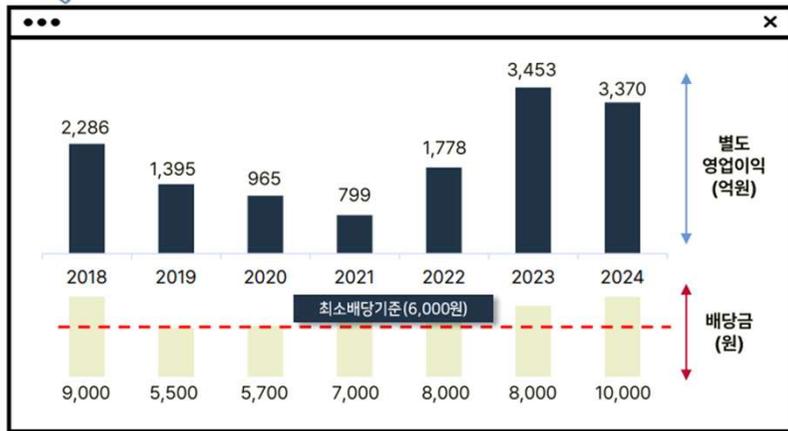
③ 주주환원정책 재수립

- KCC는 2025.07.04 에 기업가치제고계획을 발표하며 주주환원정책을 수립 하였습니다. 기존에 예측 가능한 주주환원정책 없었기 때문에, 주주환원정책을 수립한 점에 대해서는 환영하는 입장입니다.
- 하지만, 아쉬운 점은 주주환원정책이 별도 재무제표의 영업이익을 기준으로 하고 있는 점입니다. 이는 KCC의 기업가치의 핵심동력인 모멘티브의 실적을 주주환원 재원에서 배제하는 결과를 불러옵니다. 많은 주주들이 실리콘 사업의 성장성을 보고 투자했으나 현재의 정책은 자회사의 성과를 주주들과 공유하지 않는 정책이기에, 주주환원정책의 기준을 연결 재무제표로 재수립해주시기를 요청합니다.
- 모멘티브 인수를 위한 인수금융부채의 높은 금융비용은 고통은 주주와 함께 감내하고 있음에도, 모멘티브 사업부의 성과는 주주와 공유하지 않겠다는 것은 KCC의 가치를 제대로 평가받지 못하게 만드는 근본적인 원인 중 하나라고 판단합니다.
- 연결 당기순이익에서 금융평가손익을 조정한 '조정 연결 당기순이익'을 주주환원에 사용한다면 예측가능성을 제고할 수 있습니다.

KCC 기업가치제고계획 중



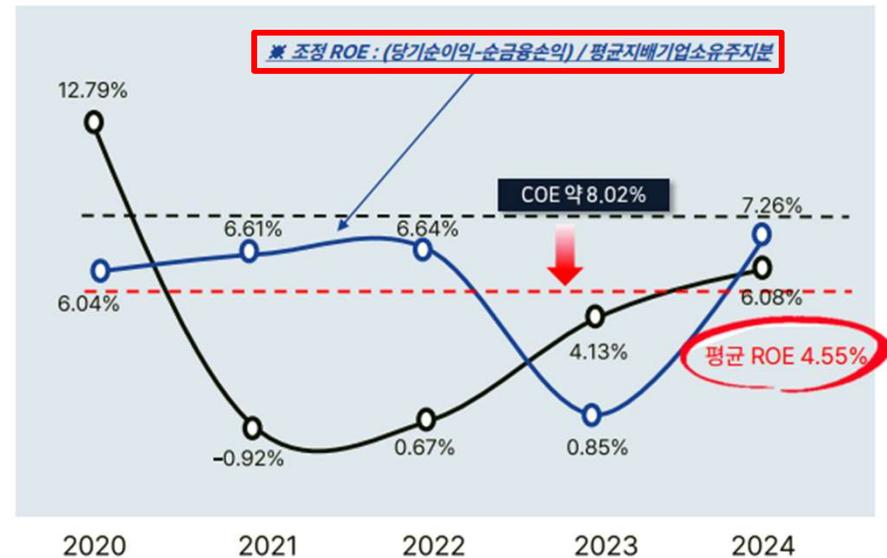
주주환원과 성장 투자의 최적 균형 추구



※참고. KCC 추가배당금 적용률 정책(안)

- I. 별도 영업이익 1,000억원 미만 : 최소배당금 지급
- II. 별도 영업이익 1,000억원 이상 : 최소배당금 + 추가배당금(별도 영업이익 x 10%) 지급

" 2023년 실리콘 실적 약화에 따라 조정 ROE 하락하였으나, 2024년 실적 전환됨 "



03

주주가치 제고효과 분석



삼성물산 지분 매각 시 주주가치 제고 효과 (NAV 할인율 축소)



당사의 ①번 제안에 기반하여 삼성물산 주식을 매각할 경우, +78.3%의 주주가치 상승이 예상됩니다.

- 현재 삼성물산 주식은 92.4% 할인되어 KCC 시가총액에 반영 되어 있습니다.
- 삼성물산 주식을 매각할 경우⁽¹⁾, 삼성물산 주식에 대한 할인율이 축소되면서 주주가치 상승이 기대됩니다.

삼성물산 주식 유동화시 NAV 할인율 축소 효과

Category	Item	Value (십억원)	Category	Item	Value (십억원)
영업가치 ⁽¹⁾	건자재	588	영업가치 ⁽¹⁾	건자재	588
	도료	1,183		도료	1,183
	실리콘	4,241		실리콘	4,241
	소계 (A)	6,012		소계 (A)	6,012
비영업가치	삼성물산	376	비영업가치	삼성물산	0
	HD한국조선해양	22		HD한국조선해양	22
	기타 상장주식	17		기타 상장주식	17
	비상장주식	62		비상장주식	62
	투자부동산	1,038		투자부동산	1,038
	소계 (B)	1,515		소계 (B)	1,139
순차입금	현금 및 단기금융자산	1,148	순차입금	현금 및 단기금융자산	4,744
	이자발생부채	4,565		이자발생부채	4,565
	순차입금 (C)	3,417		순차입금 (C)	178
현재 시가총액 (A) + (B) + (C)		4,110	NAV (A) + (B) + (C)		7,329
발행주식수		8,886,471	발행주식수		8,886,471
주가 (KRW)		462,500	주당 NAV (KRW)		824,751
삼성물산 및 보유 상장주식 할인율		92.4%	주주가치 상승		78.3%

Source : KCC, DART, Truston Asset Management
 Note: (1) 블록딜 할인율 = 10%, 양도소득세 = 25% 가정

삼성물산 지분 기초 EB 발행 시 이자비용 절감을 통한 주주가치 제고



당사의 ①번 제안에 기반하여 삼성물산 주식을 기초로 EB를 발행할 경우, +54.6%의 주주가치 상승이 예상됩니다.

- 고금리 인수금융 차입금을 저금리 EB로 리파이낸싱할 경우, 이자비용 절감 효과로 수익성이 개선됩니다.

삼성물산 지분을 기초로 한 교환사채(EB) 발행에 따른 주주 가치 상승 효과 (십억원)		
삼성물산 EB 발행		비고
삼성물산 지분가치	4,926	-
EB 프리미엄	15.0%	평균적으로 10% ~ 30%의 프리미엄 적용
EB 조달 자금	5,665	-
차입금 리파이낸싱		비고
인수금융	751	25.07.04 이후 상환된 잔여 차입금 환율 1,402.2원 가정함
기타부채	3,814	3Q25 이자발생부채 - 인수금융 차입금
이자비용 절감액		비고
인수금융	44	인수금융부채의 금리는 현재 7.67% 수준, EB로 차환할 시 이자율은 1.75%
기타 부채	158	인수금융부채를 제외한 기타 부채의 평균 이자율은 5.8% 수준, EB로 차환할 시 이자율은 1.75%로
연간 이자비용 절감액	203	-
주주가치 상승 효과		비고
이자비용 절감 효과	2,245	2026년 예상 PER 8.7배를 적용해 연간 이자절감액 기준으로 산정됨
상승여력	54.6%	

자사주 소각 시 주주가치 제고 효과

당사의 ②번 제안에 기반하여 자사주 소각 및 RSU 제도 도입시 최소 +13.9%의 주주가치 상승이 예상됩니다.

- 자사주 소각 진행되지 않았고, 자사주 활용 계획 공시 여파로 향후 주주가치 희석 가능성에 대한 우려 확대된 상황입니다.
- 자사주 소각 시, 해당 우려가 사라지며 주가 리레이팅의 핵심 요인으로 작용 가능하다고 판단 됩니다.
- 훼손된 신뢰가 회복될 때 시장은 이를 긍정적인 요소로 반영할 것으로 예상합니다.

- 자사주 소각 시, 2026년 예상 주당순이익⁽¹⁾는 53,351원에서 64,467원으로 증가합니다.
- 이에 따른 주주가치는 최소 +13.9%의 상승 예상됩니다.
- RSU 도입으로 임원과 주주의 이해관계 정렬될 때에는 주주가치 추가 상승도 가능합니다.

Note (1) 시장 컨센서스 사용

시장은 소각되지 않은 자사주를 잠재적인 유통 물량으로 간주하여 기업가치를 할인하는 경향이 있음.

본 제안에 따른 주당순이익 상승 효과는 자사주의 영구적 소각을 통해, 시장이 우려하는 '잠재적 발행주식수' 기반의 할인 요인을 완전히 제거함으로써 발생하는 가치 증분을 의미함.

Appendix 1. 주주서한 이해를 돕기 위한 용어 설명



	본어	해석	상세 설명
TTM	Trailing Twelve Months	직전 12개월 : 가장 최근 보고된 4분기(1년) 동안의 누적 실적	
NAV	Net Asset Value	순자산가치	Σ (공정자산가치) - Σ (공정부채가치)
TSR	Total Shareholder Return	총주주수익률 : 주가 상승분과 배당을 포함한 총 수익률	$(\text{총수익} \div \text{기초 주가}) \times 100$
ROE	Return On Equity	자기자본이익률 : 기업이 주주에게서 받은 자본을 활용해 1년간 얼마나 많은 순이익을 냈는지 보여주는 대표적인 수익성 지표	$(\text{지배주주순이익} \div \text{전년도, 당해년도 지배주주자본의 평균}) \times 100$
BPS	Book-value Per Share	주당순자산가치 : 1주당 실제로 장부가치를 나타내는 지표	$\text{지배주주자본} \div (\text{보통주상장주식수} - \text{자기주식수})$
EPS	Earnings Per Share	주당순이익 : 기업의 1주당 순이익	$\text{지배주주순이익} \div (\text{보통주상장주식수} - \text{자기주식수})$
PBR	Price-to-Book Ratio	주가순자산비율 : 기업의 재무 상태 대비 주가 수준을 나타내는 대표적인 가치평가 지표	$\text{주가} \div \text{주당순자산(BPS)}$
PER	Price-to-Earnings Ratio	주가수익비율 : 기업의 수익성 기반 주가 수준을 나타내는 대표적인 가치평가 지표	$\text{주가} \div \text{주당순이익(EPS)}$
EV	Enterprise Value	기업가치 : 회사를 인수할 때 필요한 금액	$\text{시가총액} + \text{순차입금(이자발생부채} - \text{현금성자산)}$
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization	상각 전 영업이익 : 영업이익에 실제 현금 유출이 없는 상각비를 더하여 기업의 실제 현금 창출 능력을 보여주는 지표	$\text{영업이익} + \text{상각비}$

Appendix 2. 글로벌 Peer 밸류에이션



(2026년 2월 9일, 블룸버그 컨센서스 기준)

건자재												
	시가총액 (십억원)	EV ⁽¹⁾ (십억원)	ROE (%)		PBR (X)		PER (X)		EV/EBITDA (X)		EPS Growth (%)	
			FY 2026E	FY 2027E	FY 2026E	FY 2027E	FY 2026E	FY 2027E	FY 2026E	FY 2027E	FY 2026E	FY 2027E
KCC	4,310	3,945	6.5	5.6	0.5	0.5	9.7	11.7	4.5	4.3	-62.2	-16.9
LX하우시스	272	896	3.6	5.5	0.3	0.3	10.2	6.0	3.8	3.6	83.6	70.4
한샘	7,164	15,222	7.0	9.6	1.5	1.4	21.7	14.9	10.7	9.4	-14.3	45.9
현대리바트	142	252	3.8	4.9	0.3	0.3	8.7	6.5	4.5	4.1	33.2	34.5
LIXIL	5,045	9,940	2.3	4.2	0.9	0.9	41.0	22.4	9.0	8.1	108.3	83.3
Saint-Gobain	75,682	94,912	11.9	12.0	1.7	1.6	13.8	13.1	7.7	7.5	16.7	6.0
CRH	87,567	109,503	16.6	16.4	3.6	3.3	22.8	20.7	13.3	12.3	3.7	10.0

도료												
	시가총액 (십억원)	EV (십억원)	ROE (%)		PBR (X)		PER (X)		EV/EBITDA (X)		EPS Growth (%)	
			FY 2025E	FY 2026E	FY 2025E	FY 2026E	FY 2025E	FY 2026E	FY 2025E	FY 2026E	FY 2025E	FY 2026E
KCC	4,310	3,945	6.5	5.6	0.5	0.5	9.7	11.7	4.5	4.3	-62.2	-16.9
삼화페인트	258	370	4.9*	0.0*	0.7*	0.7*	31.8*	99.9*	8.3*	10.7*	-4.2*	-41.3*
Nippon Paint	23,227	32,245	10.4	11.0	1.5	1.4	14.7	13.2	10.9	10.1	30.1	11.0
Asian Paints	37,334	37,102	21.5	21.9	11.0	10.0	52.8	47.4	35.2	32.0	-1.6	11.4
Sherwin-Williams	131,081	149,476	60.5	61.1	18.2	16.6	30.2	26.7	21.4	19.6	6.6	12.2
PPG	41,470	49,020	23.4	24.1	3.6	3.4	15.8	14.5	11.6	11.0	6.0	8.9

실리콘												
	시가총액 (십억원)	EV (십억원)	ROE (%)		PBR (X)		PER (X)		EV/EBITDA (X)		EPS Growth (%)	
			FY 2025E	FY 2026E	FY 2025E	FY 2026E	FY 2025E	FY 2026E	FY 2025E	FY 2026E	FY 2025E	FY 2026E
KCC	4,310	3,945	6.5	5.6	0.5	0.5	9.7	11.7	4.5	4.3	-62.2	-16.9
Shin-Etsu Chemical	97,675	87,637	10.8	11.9	2.2	2.1	20.1	18.2	10.4	9.4	-13.3	10.4
Elkem	2,702	4,022	-2.6	3.0	0.7	0.7	적전	23.2	8.1	6.6	적전	흑전
Dow	32,765	57,943	-1.6	3.9	1.5	1.6	적전	50.5	11.0	8.7	적전	흑전
Wacker Chemie	6,786	8,934	-2.9	0.0	0.9	0.8	적전	774.7	9.4	8.3	적전	흑전

Source : Bloomberg, Truston Asset Management

Note: (1) KCC 보유한 상장주식을 블룸버그에서는 현금성자산으로 계상중임

*블룸버그 컨센서스 미존재, 2024년, 3Q25(ttm) Actual Data에 기반

Disclaimer



본 자료는 당사가 특정 기업 및 관련 사안에 관하여 제언과 의견을 제시하기 위한 목적으로 작성되었습니다. 본 자료에 포함된 정보, 분석, 추정, 전망 및 의견은 작성 시점에 당사가 신뢰할 만하다고 판단하는 공개 자료 및 가정에 근거하였으나, 그 정확성·완전성·적시성에 대하여 명시적 또는 묵시적으로 어떠한 보증도 하지 않습니다. 본 자료는 투자, 법률, 세무 등 전문적 자문 또는 특정 금융상품의 매매를 권유하기 위한 것이 아니며, 독자는 본 자료를 참고함에 있어 독립적인 판단과 책임 하에 결정하여야 합니다. 당사는 본 자료의 사용 또는 이에 근거한 의사결정으로 인해 발생하는 직·간접적 손해에 대하여 어떠한 책임도 부담하지 않습니다. 또한 본 자료의 내용 및 의견은 사전 통지 없이 변경될 수 있습니다. 본 자료에 대한 저작권 및 기타 권리는 당사에 있으며, 출처 표기 없는 무단 전재·복제·배포·변형·2차적 저작물 작성 등은 금지됩니다.

트러스톤자산운용(주)

서울시 성동구 뚝섬로1길 10(성수동1가)(04779)

Tel | 02 6308 0500 Fax | 02 6308 0687

www.trustonasset.com