



2026년 7월 14일

수 신 : 태광산업(주) 경영진 및 독립이사
발 신 : 트러스트자산운용(주)
제 목 : 태광산업 경영진 및 독립이사회에 보내는 주주서한

안녕하십니까 태광산업 경영진 및 독립이사 여러분.

귀사의 2대주주 트러스트 - OK 캐피탈의 대표자 트러스트자산운용입니다.

먼저, 주주로서 귀사가 발표한 기업가치제고계획에 강한 유감을 표합니다. 귀사가 발표한 기업가치제고계획(이하 “보고서”)은 귀사의 극단적 저평가 상태를 해소할 정량적 목표와 이행 의지가 전무한 부실한 보고서라고 판단합니다. 본 주주는 경영진 및 독립이사회에 본 계획의 전면 재검토를 요구합니다.

경영진 및 독립이사회는 각각 본 서한에 대한 회신을 30일 이내에 해줄 것을 요구합니다.

1. 주주정책의 부재에 대한 심각성을 인지하십시오.

귀사는 보고서를 통해 귀사의 PBR 이 0.22배로 동종업계 0.54배의 절반도 되지 않을 정도로 낮다는 점을 인지하면서도, 그 원인을 수익성/성장성에 대한 낮은 기대 때문이라고 분석하며¹ 주주정책에 대한 언급을 회피하고 있습니다.

¹ 귀사가 지난 2026년 6월 30일 공시한 「기업가치제고계획」에 따르면, 귀사의 PBR 은 0.22배로 “‘1.0’배를 하회하며 동종업계 대비 낮은 수준”에 머물러 있습니다. 귀사는 그 원인에 대해 “수익성 및 성장성에 대한 낮은 기대가 반영된 결과”라고 분석한 바 있습니다.

그러나 한국거래소의 「기업가치 제고 계획 가이드라인 해설서(2026. 03)」에 따르면, “기업은 PBR 분해식을 활용하여 저평가의 원인이 PER 과 ROE 중 어느 요인에 기인한 것인지 진단할 수 있으며, 이 중 PER 은 주주 자본비용, 기대성장률, 배당성향에 의해 결정된다”고 명시하고 있습니다.

이와 같은 가이드라인에 비추어 볼 때, 금번 귀사의 원인 진단은 기업가치 저평가의 핵심 요인인 '주주자본 비용'에 대한 인식과 '배당성향'에 대한 합리적인 분석을 의도적으로 누락하거나 회피한 것이 아닌지 의구심을 지우기 어렵습니다.

귀사는 PBR 저평가의 원인을 수익성이라고 분석하고 있지만, 귀사의 ROE 는 2.1%로 동종업계 1.8%보다 오히려 높습니다². 과거 10년 중 가장 높은 수익성(ROE 8.7%)을 보였던 2021년에도 귀사의 PBR 은 0.5배를 넘지 않았습니다.

수익성이 귀사의 본질적 문제가 아니라는 것은 귀사의 과거 주가추이를 돌이켜보아도 알 수 있는 사실입니다. 최근 5년간의 수익성 추세를 동종업계와 비교해보면 귀사의 저평가가 수익성에 기인한 것이 아님이 보다 명확해집니다.

귀사의 낮은 수익성은 원인이 아니라 결과에 가깝습니다. 2021년 이후 화학 업황이 둔화되는 가운데 태광산업의 순이익률은 동종업계 대비 양호했지만, ROE 는 동종업계 평균을 하회합니다. 귀사의 낮은 수익성은 자본의 과잉에서 기인한 것으로, 귀사의 주주환원의 부재 그리고 과도한 현금 유보로 인한 것입니다.

시장에서 귀사의 주주가치를 저평가 하는 이유는 귀사가 수익을 주주들과 공유하지 않기 때문입니다.

당사를 포함한 주주들은 귀사가 주주들과 수익을 공유할 의지가 없다고 의심하고 있습니다. 이는 귀사가 지난 32년 동안 배당을 동결해왔으며, 귀사를 포함한 태광그룹이 상장사에게는 주주 적대적 주주정책을 펼쳐왔기 때문입니다.

동일 그룹 내 비상장사에는 적극적인 주주환원성향을 보이면서도, 상장회사에만 극도로 인색한 주주환원을 보인다면 경영진이 상장회사의 주가를 고의적으로 누르려한다는 의심을 받기에 충분합니다³.

귀사가 귀사의 주가를 고의적으로 누를 의도가 없다면, 귀사의 저평가의 본질적 원인인 주주정책에 대한 부재를 보고서를 통해 해소할 것을 요구합니다. 귀사가 매출 5조

² 귀사가 보고서 6페이지에서 분석한 바와 같이, 태광산업의 2025년 ROE 는 2.1%인 반면 동종업계 평균의 ROE 는 1.8%로 동종업계 수준을 상회합니다.

³ 태광그룹의 상장 계열사인 태광산업, 대한화섬, 홍국화재의 10년 평균 배당성향은 1.3%에 불과하지만, 비상장 계열사인 홍국생명, 홍국증권, 고려저축은행, 홍국자산운용의 배당성향은 33%로 그 차이가 10배에 달합니다.

원, ROE 8%를 목표로 삼은 2030년에 코스피 평균 배당성향인 40%⁴를 목표로 할 것을 요구합니다. 2026년 배당성향 10%를 시작으로 2030년까지 배당성향을 40%까지 점진적으로 상향할 것을 요구합니다.

2. 주식의 유동성 부족에 대한 심각성을 인지하십시오.

귀사의 자기주식을 제외한 발행주식총수는 약 84만주, 최대주주 및 특수관계인을 제외한 유통주식수량은 약 23만주에 불과합니다. 이는 코스피 상장사 평균 발행주식수 7,300만주, 유통주식수량 4,200만주에 비해 1%에 불과한 수치입니다.

적은 유통주식수량은 유동성의 부족을 불러와 귀사의 일평균 거래회전율은 0.2%미만으로 코스피 평균 1.15%에 비해 1/5에 불과합니다.

귀사는 이러한 유동성의 부족을 귀사의 본질가치와 무관하다고 답합니다⁵. 귀사의 이러한 현실 인식은 상장 시장의 존재 의의를 부정하는 것으로서 상장사로서의 귀사의 적절성을 의심하게 만듭니다.

본래 상장, 비상장을 불문하고 모든 회사의 주식은 거래할 수 있습니다. 그럼에도 불구하고 많은 회사들이 상장을 하고 싶어하며, 상장주식이 비상장주식보다 가치평가에서 더 나은 평가를 받는 이유는 거래의 원활함, 즉 유동성에 있습니다.

당사는 귀사의 이사회가 유동성 부족에 대한 심각성을 인지하고, 5대 1 이상의 액면분할 혹은 무상증자 등의 방법을 통해 유동성 부족을 해결할 것을 요구합니다.

3. 자사주 활용에 대한 모순을 지적합니다.

귀사는 24.4%에 달하는 자기주식을 M&A에 사용하겠다고 말하지만, 당사는 귀사가 M&A를 핑계로 주가를 고의적으로 누를 의도에서 주주들을 적대하고 있는 것이 아닌지 의심합니다.

⁴ 25년 유가증권시장 평균 배당성향 39.84%

⁵ 보고서 13페이지 이하 액면분할 검토

자사주를 M&A 에 사용한다는 귀사의 말이 진심이라면, 자사주를 통해 조금이라도 더 많은 자금을 조달하기 위하여 귀사의 주주가치를 올리는 방법을 강구하는 것이 정상입니다.

그런데 앞서 보았듯 귀사는 주주정책도 내지 않고, 상장주식에 걸맞지 않는 유동성 문제를 해결할 생각도 없습니다. 자사주를 사용하겠다는 조달금액과 직결된 주주가치는 올리지 않겠다는 모순적인 태도를 보이고 있습니다.

자사주를 통한 자금조달이 필요성 및 적절성 측면에서 총 주주의 이익에 부합하는지도 의문입니다. 귀사 주가가 PBR 0.22배에 거래되고 있는 점을 고려할 때, 자사주를 M&A 에 활용하는 것은 기업의 실질 가치 대비 터무니없이 낮은 가격에 신주를 발행하는 것과 동일합니다.

터무니없이 낮은 가격에 신주를 발행하여 자금을 추가 조달할 만큼 귀사의 현금 유동성이 부족한 것도 아닙니다. 귀사의 2026년 6월 도산공원 빌딩 매수에 소요된 금액은 200억⁶, 흥국생명 사옥 매수에 지원한 금액은 512억⁷, 코트야드메리어트 남대문 매수에 소요된 금액은 500억⁸, 자회사나 다름없는 티시스를 통해 대주주의 특수관계인이 20%를 출자한 부동산 시행사 두 곳에 대여한 금액은 1,800억입니다⁹. 귀사가 지난 2년간 부동산을 사는데 소요한 현금만 3,012억입니다.

PBR 0.22배의 회사가 보유한 현금 3,012억을 부동산을 사는데 사용하면서, 2,500억¹⁰이 부족하여 신주를 발행하겠다는 것은 불필요한 지분을 희석을 초래하는 일이고, 기존 주주의 가치를 심각하게 훼손하는 일입니다.

⁶ [태광산업/특수관계인에대한자금대여/2026.06.30](#). 태광산업이 티시스도산공원피에프브이(주)에 200억원 대여.

⁷ [태광산업/특수관계인에대한출자/2025.10.15](#). 태광산업이 흥국코어위탁관리부동산투자회사(주)에 512억원 출자

⁸ [태광산업/특수관계인에대한출자/2025.11.27](#). 태광산업이 태광제1호위탁관리부동산투자회사에 500억원 출자

⁹ [태광산업/대규모기업집단현황공시\[연1회공시및1/4분기용\(대표회사\)\]/2026.06.10](#). 티시스엠창피에프브이(주)에 이현준·이현나(최대주주 이호진의 자녀) 20%, 티시스 80% 출자. 티시스능동피에프브이(주)에 이현준·이현나 25.3%, 티시스 55.7% 출자.

¹⁰ 태광산업 자사주 전량 처분 가정

4. 회사 – 주주간 동업자 관계가 지속가능한지 의심한다.

회사와 주주는 동업자 관계에 있습니다. 그러나, 귀사가 지난 8년간 주주를 대하는 모습을 지켜보면 귀사가 소수주주들을 동업자 관계에 있다고 생각하는지가 의심됩니다. 상장시장의 주주들 역시 귀사와의 동업자 관계를 유지해야 하는지에 대한 고민을 할 것입니다.

당사가 지난 3월 정기주주총회에서 귀사에게 한 자진상장폐지 주주제안은 귀사가 주주와 동업자 관계를 유지할 생각이 없다면, 스스로 동업자 관계를 종료하라는 취지입니다. 귀사는 주주제안의 거부를 통해 스스로 동업자 관계를 종료할 의사는 없다고 하면서도 주주와 수익을 나눌 의사는 여전히 보이지 않습니다.

동업자 관계라는 기본 전제가 흔들린다면, 귀사가 약속하는 수익성 증가, 매출액 증가, M&A 를 통한 성장이 무의미합니다. 당사는 귀사가 주주정책을 포함한 기업가치제고계획을 할 의사가 없다고 판단된다면, 향후 임시주주총회 소집 등 귀사와의 동업자 관계를 종료할 수 있는 모든 방법을 검토할 것입니다.

5. 독립이사사회에게 요구한다

귀 독립이사사회는 지난 6월 18일 회신하신 서한에서 “주주와 회사의 입장을 균형 있게 고려하고, 경영진의 계획에 대한 질의와 검토를 통해 견제와 감시 역할을 수행할 것”이라고 밝힌 바 있습니다.

당사는 독립이사사회에게 다음의 2건을 공개적으로 질의하며, 독립이사사회가 공개적으로 회신할 것을 요구합니다.

첫째, 지난 6/30에 발표된 기업가치제고계획 중 1) 배당정책, 2) 액면분할, 3) 자사주 정책에 대하여 경영진의 초안에 대해 독립이사사회가 이견을 표명한 사실이 있는지를 질의합니다. 또한 논의 과정에서 이견이 있었다면, 어떠한 형태로 이견이 조율되어 초안과 최종안이 달라졌는지를 질의합니다.

둘째, 경영진의 무차입 경영 원칙에 대해 이사회와 논의하였는지 및 태광산업의 적절한 재무레버리지 수준에 대한 독립이사회의 입장에 대하여 질의합니다.

당사가 독립이사회에 위 2건의 공개적 질의를 하는 이유는 다음과 같습니다. 개정 상법은 경영진과 대주주로부터 독립된 이사회를 만들고, 이를 통해 대주주 및 경영진을 견제하고자 독립이사, 합산 3%를, 분리선출 강화 등의 제도를 도입하였습니다.

귀 독립이사회 역시 독립이사의 역할이 경영진의 의사결정을 단순히 승인하는데 그쳐서는 안 된다는 점을 인식하고 있다고 하였습니다. 본 건 기업가치제고계획, 무차입경영이라는 경영진의 의사결정에 대해 독립이사회가 어떤 역할을 하였는지를 알기 위하여 질의합니다.

당사는 금번 기업가치제고계획을 보고 귀 독립이사회가 회사와 주주에게 충실하며, 경영진을 감시한다는 독립이사 본연의 의무를 다하고 있는지에 대해 의심하며, 주주 - 이사간 신임관계가 계속하여 유지될 수 있을지에 대한 깊은 고민을 하고 있습니다.

기업가치제고계획의 전면 재검토에 대해 독립이사회가 위 2건의 질의의 취지를 고려하여 적극적인 의사 표명을 해줄 것을 요구합니다.

트러스트자산운용

