

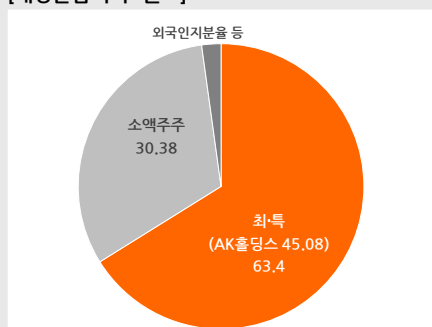


ESG & Transition

태광산업의 애경산업 인수 관련

▶ Analyst 박세연 shannon@hanwha.com 02 3772 7406

[애경산업 주주 분포]



[태광 산업의 EB발행과 관련한 법원판결(9/10)]

▶ (배경) 태광산업은 애경산업 인수 관련 자사주 24.4%를 활용해 3,186억원 규모의 교환사채(EB)를 발행. 이 과정에서 트러스톤 등 일부 주주들은 주주 가치 희석을 유발할 우려가 있다며 법적 분쟁을 시작

▶ (서울중앙지법(9/10)): 트러스톤의 EB 발행금지 가처분 신청을 기각. “발행이 특정 주주만을 위한 행위라고 단정하기 어렵고, 이사의 충실의무는 전체 주주 균형을 고려해 판단해야 한다”는 점을 강조. 발행 자체의 부당성은 인정하지 않음.

→ 주주 가치 훼손 여부는 EB 발행 자체의 부당성보다는, 태광산업이 인수 후 실제로 어떤 성과를 내느냐에 따라 사후적으로 판단될 것

태광산업의 애경산업 인수는 두 그룹간 시너지 창출을 위한 전략적 거래이지만, 소액주주가 경영권 프리미엄 혜택에서 배제될 수 있다는 일각의 '우려'가 제기되고 있습니다.

태광산업, 애경산업 인수를 위한 우선협상대상자로 선정(사실)

태광산업은 사업 다각화 일환으로 애경산업 경영권 지분 63.38% 인수를 추진. 약 4,500억원대 수준으로 알려짐→양사 모두 아직 정확한 거래 금액을 공시하지 않음. 양사간 주식매매계약 체결 시점에 공개 예정

전략적 거래: 태광의 사업 다각화와 애경그룹의 재무 위기 해소

·**태광산업**: '25년 상반기 영업손실 83억원을 기록. 3년 연속 영업적자. 석유화학과 섬유 중심의 사업 모델에서 신성장 사업으로의 전환을 모색→사업구조를 B2B→B2C로 전환하고, 애경산업의 브랜드 자산과 K-뷰티 시장의 글로벌 확산 수혜를 누릴 수 있음

·**애경산업**: '25년 상반기 영업이익 172억원(YoY -49.3%), 영업이익률 5.3%. AK홀딩스(모기업)는 제주항공 참사와 애경케미칼 실적 부진 등으로 부채 비율 악화(233.9%(20년)→328.7%(24년)) 유동성 해결 필요→태광그룹의 자금력을 확보하여 방침에 따라 R&D 투자를 확대할 수 있음

만약, 대주주 지분에 한정된 거래라면, '우려'될 일→아직 확정X

언론에 따르면, '애경그룹 오너일가(AK홀딩스 등) 보유한 애경산업 지분 약 63%가 매각 대상'이라고 알려짐→거래대상이 오너그룹 지분에 한정. 만약 인수가 이대로 진행될 경우, 대주주(63%)만 경영권 프리미엄 혜택을 누리고, 소액주주(30.38%)는 기회에서 배제될 수 있음. 소액주주의 기회비용은 약 914억원(8,023,372주 기준, 9/12 종가 적용)정도 추정. 아직 피해를 단정하기 어렵지만 이익침해의 가능성 및 우려가 존재. 아직까지 우리나라에 의무공개매수제도가 없기 때문에 법적으로는 가능한 상황

→의무공개매수제도 도입이 시급한 이유를 보여주는 사례가 될 것. 이미 국회에서 관련 법안 논의(매수 범위(50%+1주 vs 100%)와 예외조항 등 구체적인 형태 논의)가 진행 중인 만큼, '26년 상반기 도입 가능성을 전제로 형태를 지켜볼 필요가 있음(민주당 다수 발의 법안이 100% 의무공개매수를 규정)

[참고] 태광 산업의 EB 발행 관련 법원 판결

분쟁의 발화점 : 자사주 현금화 vs 소각 딜레마

2025년 6월 27일, 태광산업은 애경산업 인수 등 신사업 투자를 위해 자사주(24.41%) 전량을 대상으로 3,186억 원 규모의 교환사채(EB) 발행을 공식적으로 결의했다.

트리스톤자산운용 등 일부 주주는 '자사주 소각을 통해 주당 가치를 높일 수 있었음에도 불구하고, EB 발행으로 유통주가 늘어나 주가 하락 등 주주 가치 하락을 우려했다'며 반발하며 법적 분쟁(가처분, 이사 책임소송 등)에 나섰다.

EB 발행은 신주 발행과 달리 회계상 자본 희석은 없지만, 유통 주식 수가 늘어나 주가 하락 압력 등 시장의 우려를 낳는다.

금융감독원도 EB 발행 관련 공시 투명성(발행 상대방 누락 등)을 지적해 정정 명령을 내렸다.

법원, EB 발행금지 가처분 신청 기각, 결국 시간이 증명

확정적 피해의 부재,
태광산업의 인수 후 성과에
달려있어

서울중앙지법은 9월 10일 트리스톤의 EB 발행금지 가처분 신청을 기각하며 다음과 같이 판시했다.

"EB 발행이 특정 주주만을 위한 행위라고 단정하기 어렵고, 이사의 충실의무는 전체 주주의 균형을 고려해 판단해야 한다."

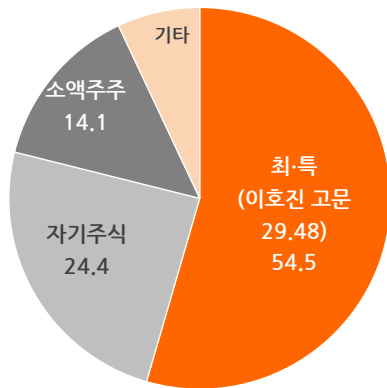
법원은 개별 주주의 선호보다는 전체 주주 이익의 균형점을 찾는 것이 이사회의 핵심 책무라는 원칙을 확인시켜주었다.

금융감독원 또한 공시의 투명성 문제를 지적했고, 피해가능성을 인정했을 뿐, 소액주주에게 '확정적' 피해가 발생했다고 판단하지는 않았다.

주주 가치 훼손 여부는 EB 발행 자체의 부당성보다는 태광산업이 인수 후 실제로 어떤 성과를 내느냐에 따라 사후적으로 판단될 문제로 남게되었다.

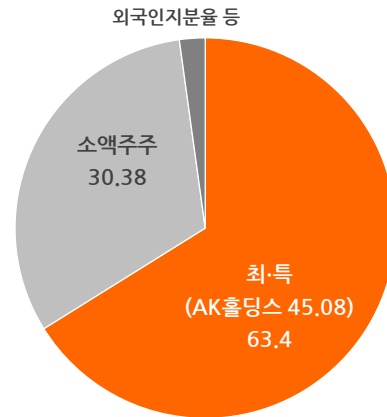
EB 발행이 주주가치를 훼손했는지, 성공적인 사업 다각화의 마중물이 되었는지는 시간이 증명할 것이다.

[그림1] 태광산업 주식분포



자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 애경산업 주식분포



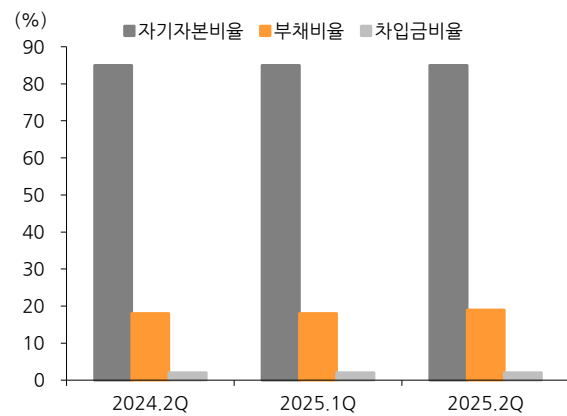
자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 태광산업 '25년 실적(연결)

구분	'24년	'25년		동기 대비 (C)-(A)	전기 대비 (C)-(B)
	2분기 (A)	1분기 (B)	2분기 (C)		
매출액	5,546	5,075	4,646	△900	△429
영업이익 (%)	69 1%	27 1%	△189 △4%	△258 △5%	△216 △5%
EBITDA (%)	171 3%	126 2%	△91 △2%	△262 △5%	△217 △4%
세전이익 (%)	596 11%	822 16%	△222 △5%	△818 △16%	△1,044 △21%
당기순이익 (%)	496 9%	758 15%	△255 △5%	△751 △14%	△1,013 △20%

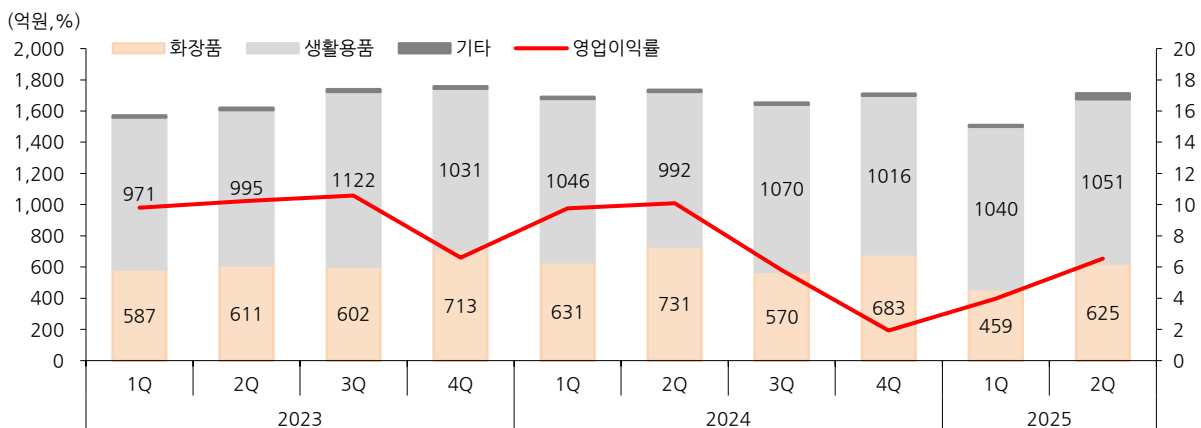
자료: 태광산업, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 태광산업 주요 재무지표



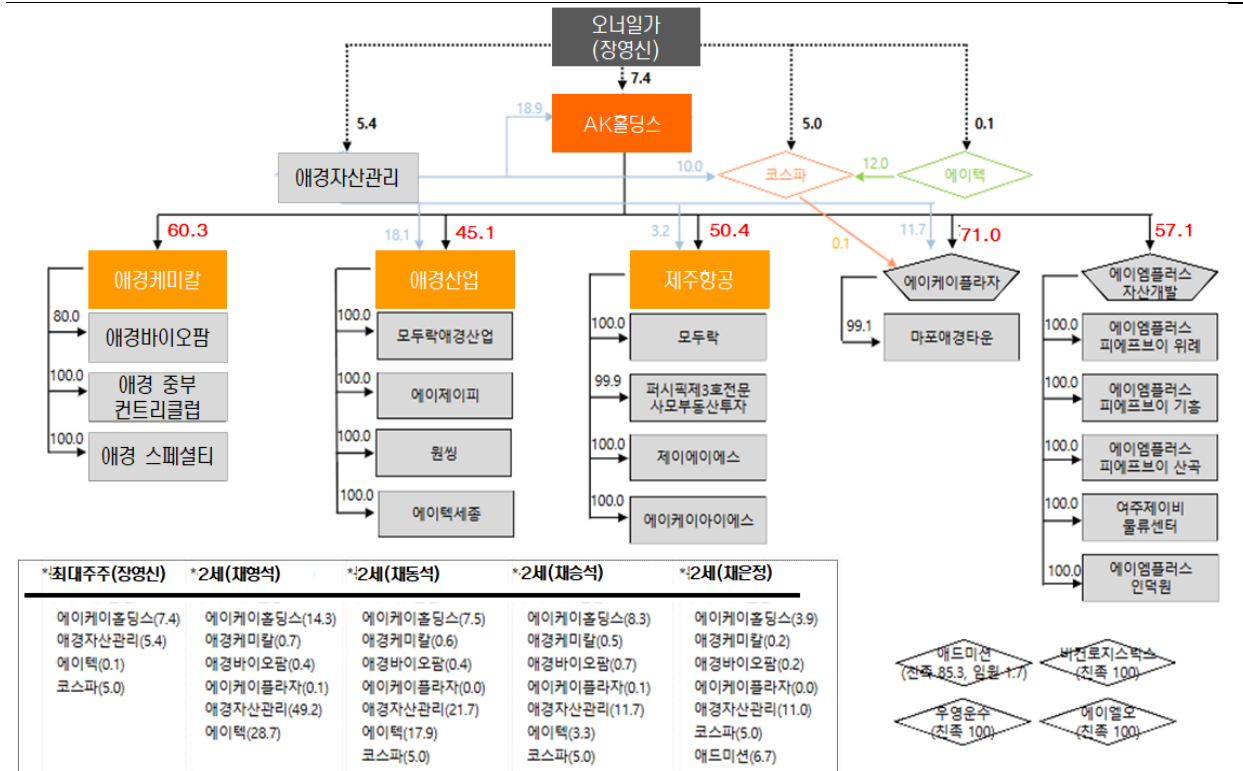
자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 애경산업, 분기별 성과→'25년 2Q 매출액 1,713억 원, 영업이익 112억 원(QoQ 각각 +13.4%, +84.6%)



자료: 애경산업, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] AK홀딩스 그룹 지분도 → AK홀딩스, 지배력 집중(주요 계열사의 50% 이상 지분 확보)



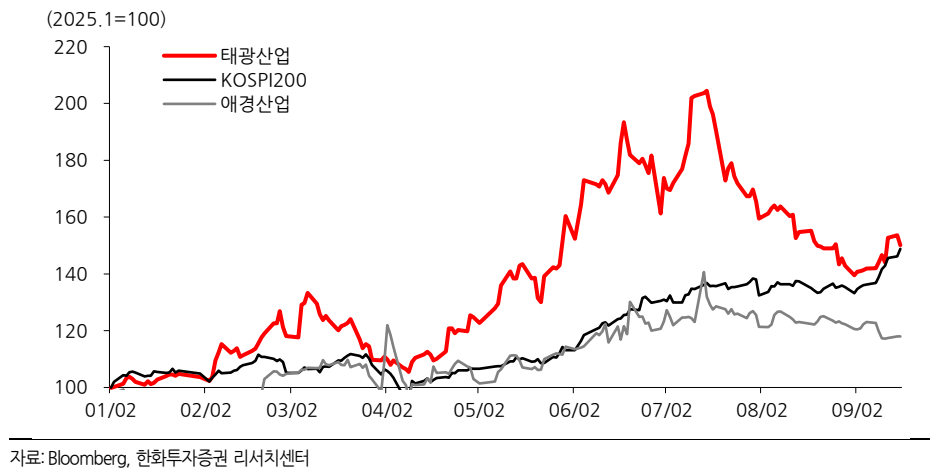
자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 의무공개매수 도입 관련 국회 발의 법안 → 민주당에서 발의된 5 개가 잔여주식 전량(100%) 의무공개매수를 규정

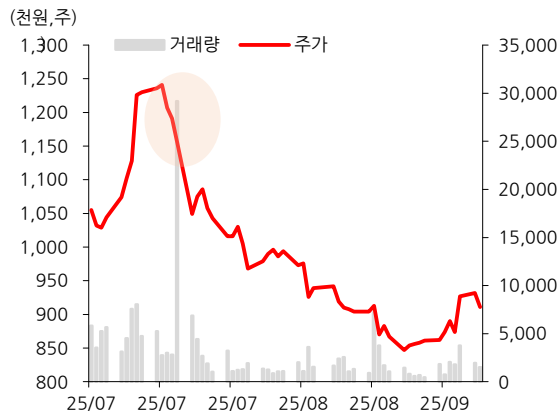
발의자	발의일	핵심 내용	공개매수 범위
강훈식 의원 (민주당)	2024.06.20	25% 이상 지분 취득시	잔여 주식 전량(100%)
강명구 의원 (국민의힘)	2024.10.24	25% 이상 지분 취득시	50%+1 주 (대통령령)
정태호 의원 (민주당)	2024.11.01	25% 이상 지분 취득시	50%+1 주까지
김남근 의원 (민주당)	2024.12.24	25% 이상 지분 취득시	잔여 전량+최근 1년 최고가
천준호 의원 (민주당)	2025.02.07	25% 이상 지분 취득시	잔여 전량
이정문 의원 (민주당)	2025.02.12	25% 이상 지분 취득시	잔여 전량+물적분할 보호
김현경 의원 (민주당)	2025.08.29	25% 이상 지분 취득시	잔여 전량+NAV 반영 가격

자료: 국회, 언론보도 한화투자증권 리서치센터

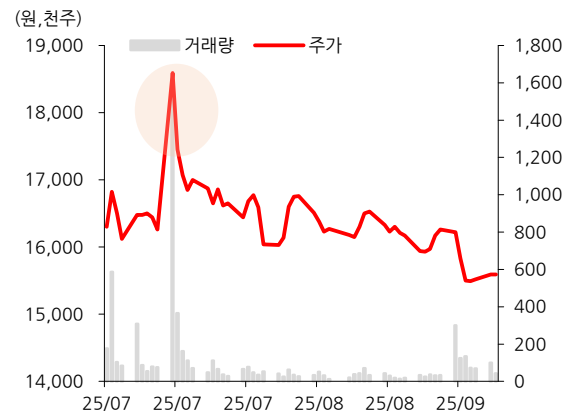
[그림7] 태광산업, 애경산업 주가수익률



[그림8] 태광산업 주가 및 거래량(7/1~현재)



[그림9] 애경산업 주가 및 거래량(7/1~현재)



[표2] 애경산업, 태광산업 등 주가 및 Valuation

기업명	시가총액 (십억원)	주가 (KRW)	주가수익률 (%)					P/E		P/B		ROE		EPS		
			1M	3M	6M	1Y	YTD	24년	25년	24년	25년	24년	25년	24년	25년	YoY
애경산업	411.7	15,590	-4.2	1.8	9.4	-10.1	17.9	8.2	14.3	0.8	0.0	10.8	0.0	1,612	1,094	-32%
태광산업	1,037.7	932,00	-0.8	-8.9	24.3	55.3	53.5	3.2	-	0.1	-	5.5	-	192,681	-	-
금호석화	2,974.1	112,400	3.8	-4.0	-1.0	-15.7	24.1	8.0	8.5	0.4	0.5	5.9	6.4	11,321	13,297	17%
LG 화학	20,718.9	293,500	3.9	40.8	27.1	-8.7	17.4	-28.3	-293.4	0.6	0.7	-2.1	-0.2	-8,825	-1,000	-89%
롯데케미칼	2,844.6	66,500	9.2	3.1	-10.3	-17.5	11.2	-1.5	-3.3	0.2	0.2	-11.4	-6.2	-39,988	-20,158	-50%
코오롱인더	1,071.9	38,950	9.1	17.7	22.9	15.2	43.5	8.3	14.0	0.2	0.3	3.1	2.3	3,256	2,781	-15%

주: 2025.09.16 기준

자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2025년 9월 17일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박세연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%