유안타증권 元大證券

KOSPI200 수시변경 전략

Passive / Quant Issue



고경범
02 3770 3625
gyeongbeom.ko@yuantakorea.com

공시의 힘

공시의 힘 – 금양의 관리종목 지정 리스크

금양의 관리종목 지정 리스크와, KOSPI200 수시변경 가능성을 고민할 시점으로 판단. 동사의 유상증자 철회(1/17)에 대한 불성실공시에 대한 심의는 전일(2/20) 완료되었을 것으로 판단되며, 결과는 2/25일 야간 이전에 발표될 것으로 예상.

중요성과 고의 항목의 2가지 차원, 최근 1년 이내 벌점에서 금양의 유상증자 철회 벌점은 5점 수준으로 추정.

지난 몽골 광산 개발 정정 공시 벌점 10점을 합산, 15점 이상으로 관리종목 지정 우려(불성실공시 유인의 관리종목 지정은 1거래일 정지 후 거래 가능).

순탄치 않아 보이는 감사의 험로

불성실 공시 법인 지정 이슈를 극복하더라도 결산 사업보고서 감사가 도래. 동사 유상증자 신고서가 제지된 배경으로는 24.3월 과거 2개년(FY22, FY23)의 사업보고서 재작성 이슈가 크게 작용한 것으로 보임.

동사의 유상증자 목적은 2차 전지 기장 공장 신축 자금 조달에 있음. 유상증자 실패로 공장 신축을 위한 자금 조달은 최대주주의 수증으로 진행. 12월 초 류광지 회장의 지분이 금양의 자사주 12.5%로 인계, 류 회장의 지분율은 22.1%까지 하락. 이번 자사주 처분으로 +2,132억원을 조달.

반면, 류광지 회장과 지분율이 100%인 최대주주 특수관계법인이 금양에 대여해 주고 있는 자금을 감하고, 금양의 주식으로 받는 채무상계 출자로 단기 차입금은 -3,000억원 감소.

2차 전지 공장 신축 관련, 24년 이후 부채 수준은 크게 급증. 24.3Q 기준 부채비율은 1,285%까지 기록. 이번 자금 조달로 부채비율은 579%로 감소하지만, 이는 타 이자비용이 없다는 전제로 4Q 수치는 더 높을 것.

공장 신축 미지급금 외에도 최대주주/특수관계인의 단기 차입금이 크게 증가. 채무상계 출자 이후 해당 차입금은 1,673억원으로 감소. 최대주주 지분율이 26.6%로 감소해 경영권 방어를 위해 추가적인 자사주 수증/처분의 카드는 제한적이고, 추가적인 출자가 없다면 잔여 자금 조달 수준은 단기차입금의 채무상계 수준에 불과할 것.

KOSPI200 수시변경 – 태광산업의 편입 가능성

금양이 불성실 공시 등의 관리종목으로 지정된다면 KOSPI200 지수에서 편출. 소재 섹터의 편입 후보군인 태광산업이 대체 편입될 것으로 판단.

동사의 높은 자사주 지분율, 낮은 유동물량으로 지수 편입 모멘텀이 강할 수 있는 점을 감안 필요. 유동물량이 다소 낮은 종목의 수시변경 편입은 패시브 자금의 실질적인 반영보다는 발표 모멘텀에 입각한 조기 Exit가 합리적. 금양의 불성실 공시와 태광산업의 외국인 수급 유입을 확인할 필요.

공시의 힘 – 금양의 관리종목 지정 리스크

금양의 관리종목 지정 리스크와, KOSPI200 수시변경 가능성을 고민할 시점으로 생각한다. 동사의 유상증자 철회(1/17)에 대한 불성실공시에 대한 심의는 전일(2/20) 완료되었을 것으로 판단되며, 결과는 2/25일 야간 이전에 발표될 것으로 예상한다.

불성실 공시 지정예고에 대한 이의 신청은 2/6 기한으로 종료되었고, 이후 과정은 심의 기한(10거래일 이내)과 결정 기한(3거래일 이내)의 절차가 소요되기 때문이다.

[표 1] 금양 유상증자 철회 관련 불성실 공시 심사 Timeline 예상

일 정	내 용	소 요
1/22 (수)	불성실 공시 법인 지정 예고	
2/6 (목)	상장사 이의 신청 기한	7거래일 이내
2/20 (목)	위원회 이의 신청 심의	10거래일 이내
2/25 (화)	결정 기한 (불성실공시 법인 지정 여부, 벌점, 제재금 부과 등)	3거래일 이내

자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

불성실 공시 위반 심의는 크게 중요성과 동기 항목에서 평가된다. 중요성 평가 항목은 중대 위반, 통상 위반, 경미 위반 등으로 분류되는데, 영업정지나 감사 의견 등 풍문, 보도 등의 해명 요구 공시 수준의 사안은 중대 위반 항목으로 평가된다. 금양의 유상증자 철회는 증자 항목으로서 '통상 위반'으로 평가될 것으로 본다.

[표 2-1] 공시 위반의 중요성 평가

구 분	내 용
중대 위반	풍문, 보도 등의 해명 – 부도, 영업정지, 파산, 회생절차, 감사 부적정, 의견거절, 자본잠식 등
통상 위반	증자, 감자, 주식 소각, 자사주 취득/처분, 주식 관련 사채 발행 결정 등
경미 위반	공시 유보 기간 경과, 해제 등

자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

동기 항목은 상장사의 고의 여부를 판단하는 영역이다. 고의, 중대 과실, 통상 과실, 경미한 과실의 4단계로 평가된다. 이번 사안은 금융감독원의 정정 요구에 대한 대응도 평가될 수 있지만, 일반적으로 철회 수준은 '통상 과실' 수준으로 판단된다.

[표 2-2] 공시 위반의 동기 평가

구 분	내 용
고의	의도적 위반, 불법 행위
중대 과실	현저한 주의 의무 위반, 의도적 위반으로 추정되는 행위
통상 과실	일반적인 주의 의무 위반
경미 과실	경미한 위반이거나 참작할 사유가 존재할 경우

자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

중요성과 고의 항목의 2가지 차원에서의 단계별로 기본 벌점이 정해진다. 앞서 언급한 항목에서 보면 금양의 유상증자 철회는 4점에서 시작하는 것이 기본 출발점으로 판단한다.

[표 2-3] 불성실 공시 심의 기준

구 분	고의 과실	중대 과실	통상 과실	경미 과실
중대 위반	10	8	6	4
통상 위반	8	6	4	2
경미 위반	6	4	2	0

자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

일반적으로 불성실 공시 지정 예고에서 보면, 일부 기업의 경우는 벌점 없이 유예가 되거나 제재금으로 경감되기도 한다. 가중, 감경 사유에 대한 평가가 적용되기 때문이다. 일반 상장사들이 대체로 공시 위반 사실이 없기 때문에 벌점이 감해지거나 유예된다.

반대로, 벌점 수준이 높은 종목들도 발견되는데, 특히 최근 1년 이내 불성실공시 법인으로 지정된 이력이 있을 경우 1점이 가중되고, 다른 항목의 가감 평가도 적용된다.

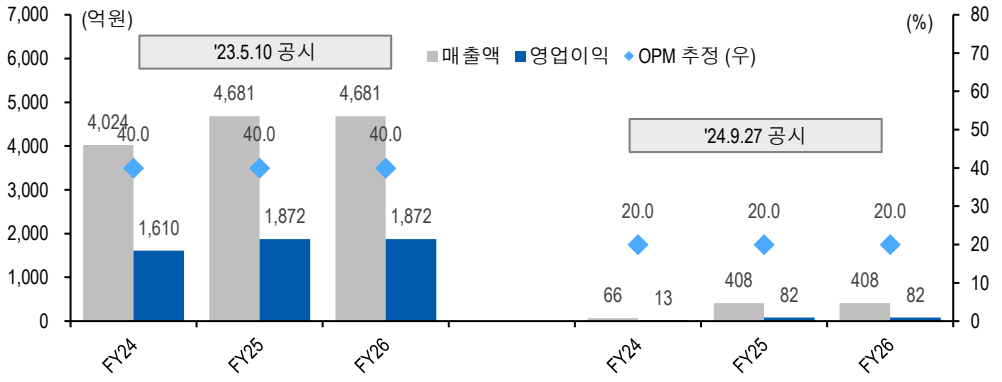
[표 2-4] 주요 가중, 감경 사유

구 분	내 용	
가중	최근 1년 이내 불성실공시법인 지정횟수가 2회 이상인 경우	+2
	최근 1년 이내 불성실공시법인으로 지정(1회)된 경우	+1
	최근 1년 이내 불성실공시법인으로 지정예고 되거나 불성실공시와 관련하여 주의 등의 조치를 받은 경우	+0.5
	은폐 또는 축소를 위해 허위자료를 제출하거나 자료제출을 거부한 경우	+1
감경	최근 3년 이내 불성실공시법인으로 지정된 사실이 없는 경우	-1

자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

금양은 작년 10/29일 몽골 광산개발 사업에 대한 정정 공시로 벌점 10점이 부과된 이력이 있다. 당시 2차 전지 모멘텀이 강한 시장에서 주요 정광인 텅스텐보다 채굴 이력이 없는 리튬 개발을 강조한 점, 채굴량과 이익률에 대한 과대 평가에 대해 고의적인 부분도 평가된 것으로 생각된다.

[차트 1] 몽골 광산 개발사업 생산 관련 정정 공시



자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

중요한 것은 이 벌점으로 인해 이번 유상증자 철회가 1년 이내 벌점 부과이력으로 추가 1점이 배정될 가능성이 높은 점이다. 과거 최근 1년간 불성실 공시법인으로 지정된 종목의 유상증자 1건 철회 건을 보면 대체로 6점 이상을 초과했다.

24.1월 파멥신의 경우, 4.5점이 부과되었지만, 이미 과거 11점이 부과되어 15점을 초과하게 되었다. 19.7월 크로바하이텍의 경우, 불성실 공시 사유보다 이미 4개월 전 상장폐지 사유가 발생해 해당 이슈가 크게 감안되지 않은 것으로 판단한다.

[표 3] 불성실 공시 지정 이력 종목의 유상증자 철회 부과 벌점

구 분	내 용	지정 예고일	지정일	이전 벌점	부과 벌점	비고
A217620	디딤이앤에프	24.10.2	24.10.29	3.5	6.5	
A072520	제넨바이오	24.7.12	24.8.2	30.9	7.5	
A258830	세종메디칼	24.6.14	24.7.15	4.5	7	
A182400	엔케이맥스	24.5.17	24.6.13	34.4	5	
A208340	파멥신	23.12.27	24.1.22	11	4.5	4.5점 부과로 15점 초과
A066410	버킷스튜디오	23.5.19	23.6.15	8	6	
A219750	한국비티비	22.9.7	22.10.6	6	7.5	
A257370	피엔티엠에스	21.2.15	21.3.9	25	6.5	
A072520	제넨바이오	21.1.11	21.2.4	4.5	7.5	
A900100	뉴프라이드	20.5.6	20.5.26	3	8	
A121890	에스디시스템	20.1.29	20.2.25	5	9	
A043590	크로바하이텍	19.6.21	19.7.16	9	4.5	19.3월 상장폐지 사유발생
A106080	지투하이소닉	18.12.19	19.1.15	9	10	

자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

최근 1년간 누계 벌점이 15점 이상일 경우 관리종목으로 지정되는 것이 가장 중요한 이슈로 생각한다. 이번 유상증자 철회는 4+1점을 감안하면, 지난 몽골 광산 벌점과 합산되어 15점에 이르게 되어, 동사가 관리종목으로 지정될 수 있다.

[표 4] 금양의 이전 공시 위반과 합산되어 15 점 이상일 경우 관리종목 지정 가능성이 높음

일 정	내 용	단계	벌점
10/29	몽골 광산개발사업 생산/ 매출 지연 및 축소에 따른 예상 경영성과 정정	벌점 부과 완료	10
1/22	유상증자 철회	지정 예고	?
관리종목 지정 기준 – 불성실 공시			15점 이상

자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

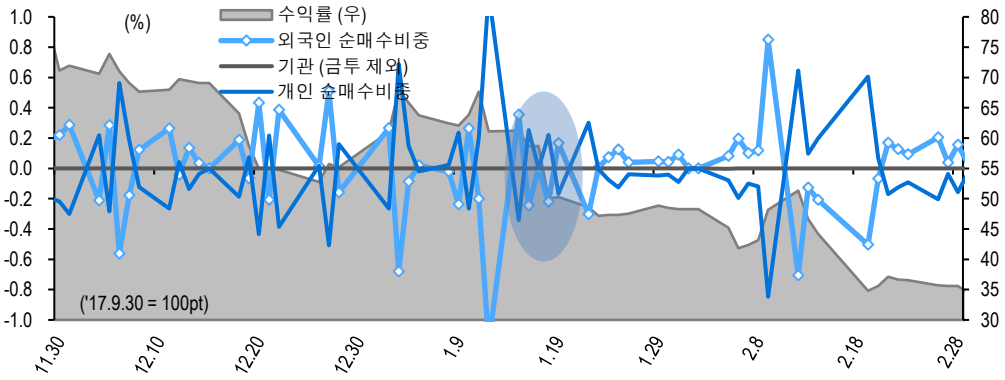
불성실 공시 유인의 관리종목 지정은 T+1일 1거래일만 거래정지가 되고, 거래가 재개되는 것이 특징적이다. 일반적인 관리종목 지정 Case가 대체로 장기간의 거래정지 조치가 수반되는 것과 대비된다. 다른 측면에서 보면, 불성실 공시 이슈의 관리종목 지정은 일반적인 관리종목 지정보다 용이할 수 있는 점을 유추할 수 있다.

[표 5] 불성실 공시 사유로 관리종목 지정된 종목

관리종목 지정일	종목	관리종목 지정일	종목
18.1.16	에스마크	14.2.18	디지텍시스템
17.9.22	일경산업개발	13.9.23	한진피앤씨
16.11.17	보타바이오	13.4.25	네이처셀
16.9.20	에이티테크놀러지	13.1.10	아큐텍
16.9.19	소리바다	12.12.27	트라이써클
16.8.10	와이오엠	12.12.13	네이처셀
16.1.28	인포피아	12.11.27	아큐텍
15.12.3	에이티세미콘	12.6.20	엔터기술
15.8.27	비아이이엠티	12.2.23	유아이에너지
15.6.12	리젠	12.1.31	에이프로테크놀로지
14.8.26	태창파로스	11.7.5	엘앤피아너스
14.8.7	승화프리텍	11.2.10	선팩테크
14.3.19	유니드코리아	10.3.12	맥스브로

자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

[차트 2] 18.1 월 에스마크 - 관리종목 지정되었지만, 1 거래일 정지 후 거래 재개 (관리종목은 유지)



자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

순탄치 않아 보이는 감사의 험로

불성실 공시 법인 지정 이슈를 극복하더라도 결산 사업보고서 감사가 얼마 남지 않았다. 동사의 유상증자 신고서가 제지된 배경으로는 작년 3월 과거 2개년의 사업보고서 재작성 이슈가 크게 작용한 것으로 보인다.

사업보고서 수정이 가해진 항목에 대한 금감원 심사, 감리가 진행될 경우, 주의나 경고, 과징금 부과, 사안에 따라 고발의 조치까지 연결될 수 있다.

이외에도 FY23 사업보고서의 계속기업 불확실성에 대한 기재와, 2개년 연속 내부 회계관리제도 비적정 의견 등도 금번 동사의 사업보고서 감사도 순탄치는 않을 것으로 생각된다.

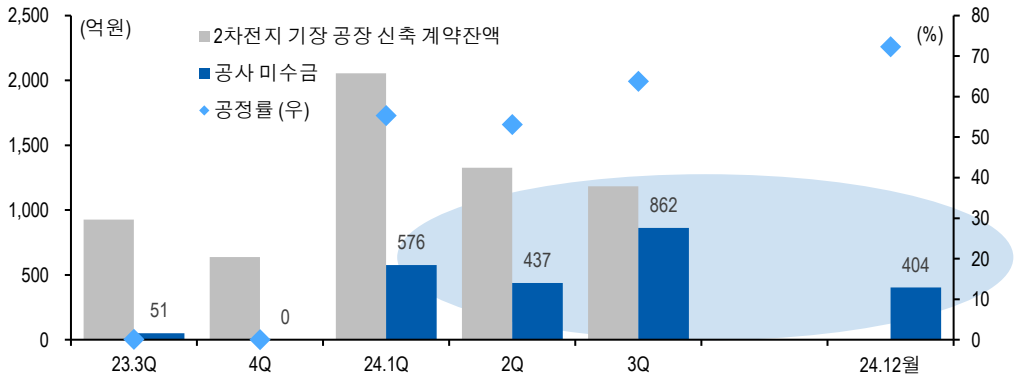
[표 6] 유상증자 정정의 배경으로 시사되는 금양의 사업보고서 재작성 - 금감원 심사, 감리의 대상

내 용	
FY23 계속 기업 불확실성 기재	삼일회계법인
FY23 내부 회계관리제도 비적정 의견	삼일회계법인
FY22 사업보고서 재작성 (24.3.13)	삼일회계법인 (지정감사)
FY22 감사보고서 수정 – 내부회계관리제도 비적정 의견 (24.3.13)	안경회계법인
금감원 심사, 감리	주의, 경고, 과징금 부과, 고발 가능

자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

동사의 유상증자 목적은 2차 전지 기장 공장 신축 자금 조달에 있었다. 일반적으로 최대주주 지분율이 상승되는 유상증자임에도 불구하고, 이번 증자는 블록딜 매각 등과 병행해 최대주주인 류광지 회장의 지분의 -6.7%p(증자 진행 전 36.3%→진행 최종목표 29.1%) 낮출 계획에 있었다. 경영권보다 공장 신축에 무게를 둔 것으로 평가할 수 있다.

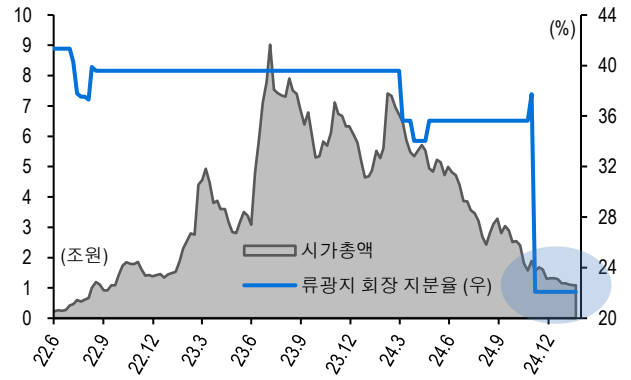
[차트 3] 금양 2 차전지 공장 신축 관련, 동부건설의 미수금 현황.



주: 24.12 월 미수금은 보도자료 기준. 공정률은 24.10 월 기준. 자료 : 동부건설, KRX, 유안타증권 리서치센터

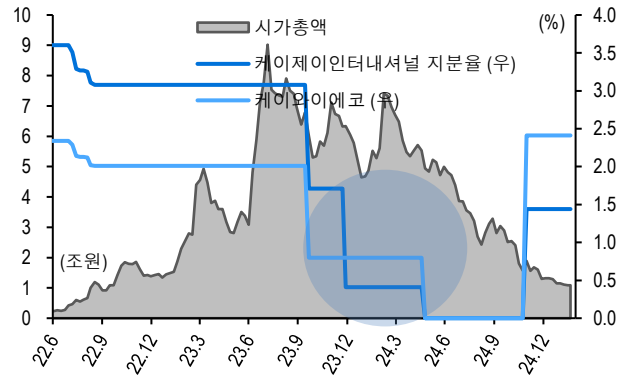
유상증자 실패로 공장 신축을 위한 자금 조달은 최대주주의 수증으로 진행되었다. 12월 초 류광지 회장의 지분이 금양의 자사주 12.5%로 인계되었고, 류 회장의 지분율은 22.1%까지 하락했다.

[차트 4] 유상증자 실패 후, 공장 신축을 위한 수증으로 최대주주 지분은 22.1%



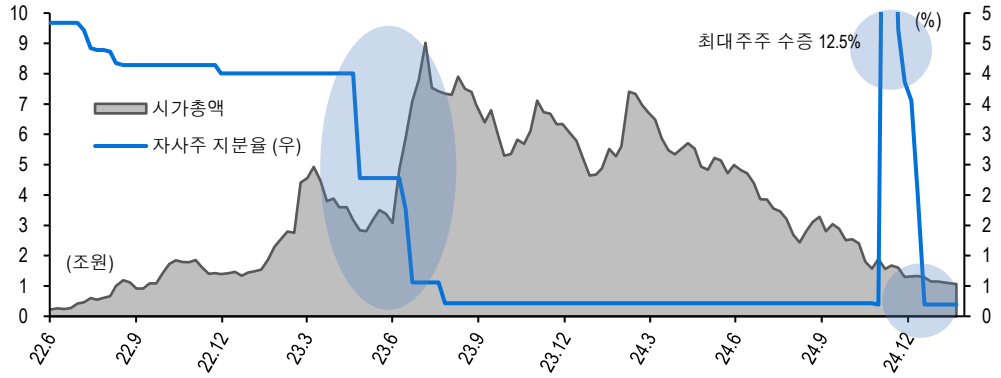
자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

[차트 5] 최대주주 특수관계 법인의 지분 - 과거 청산 이후 채무 상계출자로 증가



자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

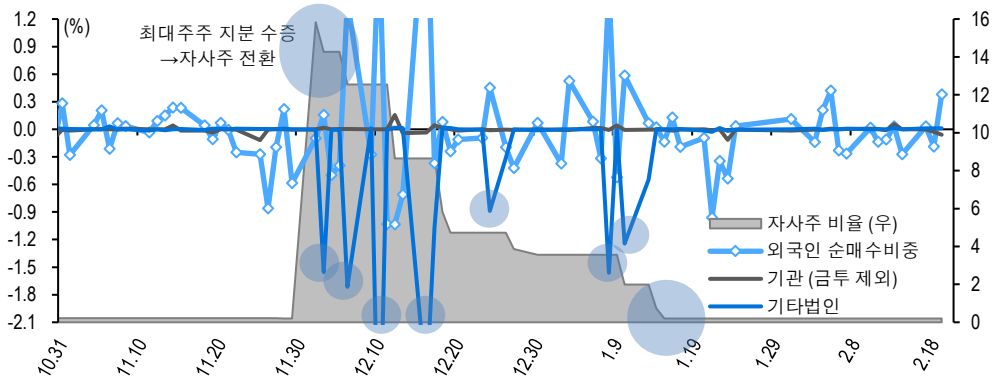
[차트 6] 23년 주가 급등 국면에서 자사주는 대부분 처분. 최근 수증으로 급증 후 다시 급감.



자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

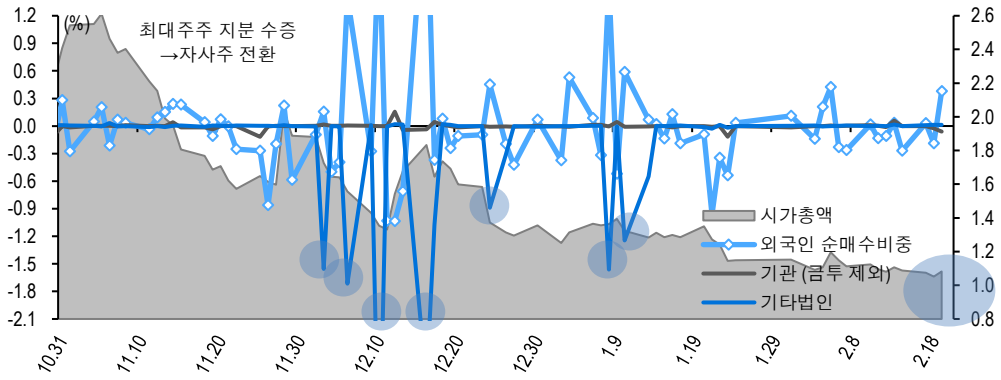
수증된 자사주는 외국인에게 블록딜로 매각되었다. 12월 초 자사주 지분율 추이를 보면, 상당 수준의 물량임에도 불구하고, 관련 처분이 단기간에 진행된 것이 확인된다.

[차트 7] 자사주 지분은 외국인에 블록딜로 인계. 단기간에 상당 수준의 물량이 처분



자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

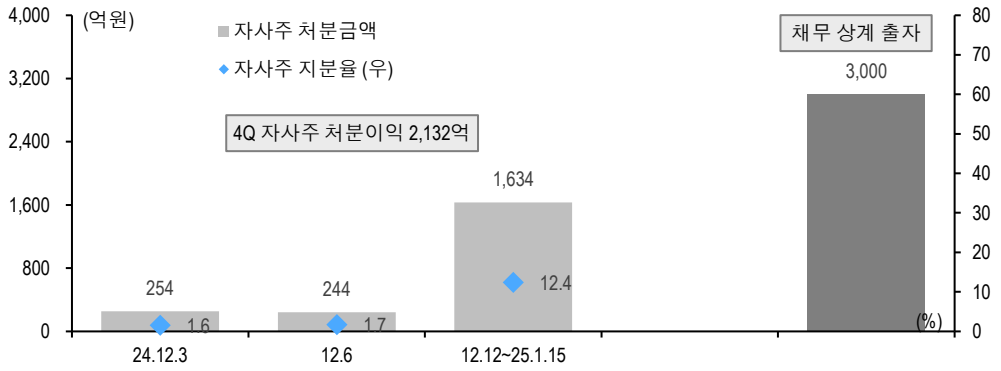
[차트 8] 자사주 처분 시점의 시가총액 변화



자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

금양의 유상증자 실패 이후 자금 조달은 2가지 플로우로 진행된 것으로 확인된다. 동사는 이번 자사주 처분으로 +2,132억원의 자금을 조달할 수 있었다. 반면, 류광지 회장과 지분율이 100%인 최대주주 특수관계법인이 금양에 대여해 주고 있는 단기 차입금을 감하고, 금양의 주식으로 받는 채무상계 출자로 단기 차입금은 -3,000억원 감소했다.

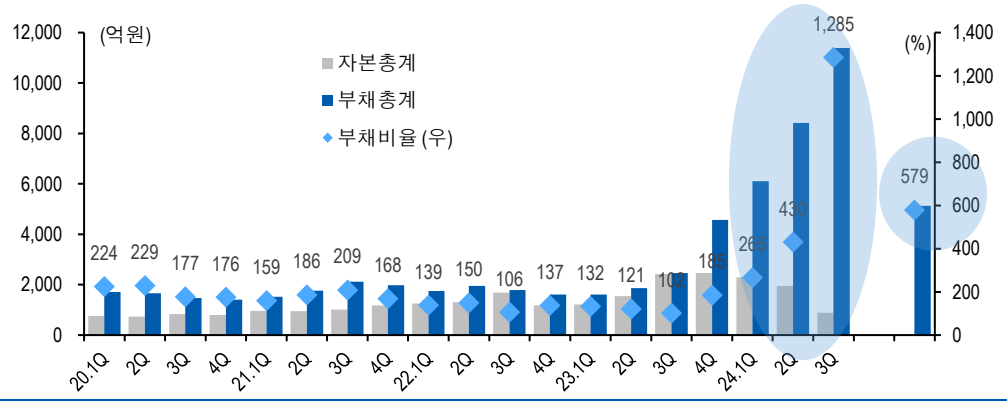
[차트 9] 유상증자 실패 후 자금 조달 - 자사 처분익 +2,132 억, 최대주주/특수관계인의 채무상계 출자로 -3,000 억 차입금 감소



자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

2차 전지 공장 신축 관련, 24년 이후 부채 수준은 크게 급증하는 것이 확인된다. 24.3Q 기준 부채비율은 1,285%까지 기록했다. 이번 자금 조달로 부채비율은 579%로 감소하지만, 이는 타이자비용이 없다는 전제로, 더 높을 것으로 판단된다. 계속사업 존속에 대한 부분이 감사 과정에서 언급될 소지가 있어 보인다.

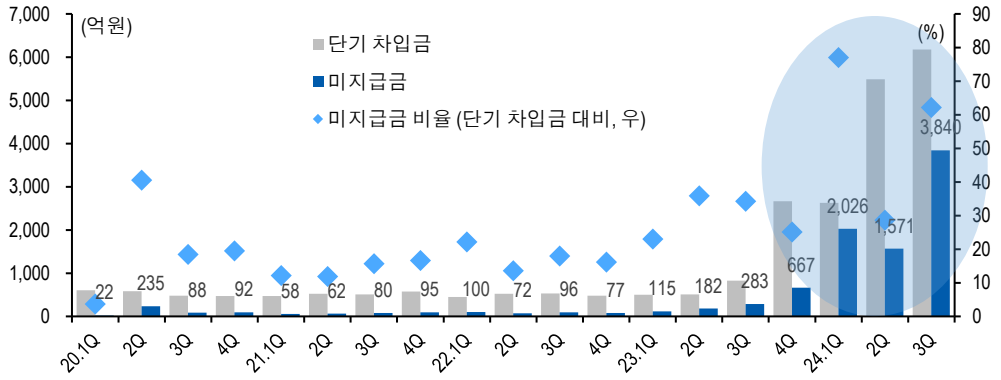
[차트 10] 24.3Q 부채비율은 1,285%. 이자비용이 전무하다는 가정에서 금번 조달로 579%로 감소하지만 매우 높은 수준.



자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

2차 전지 공장 신축 관련 자금 등은 미지급금으로 분류되지만, 높은 단기 차입금 수준도 확인된다.

[차트 11] 공장 신축 관련 자금 외에도 단기 차입금 수준도 매우 크게 증가

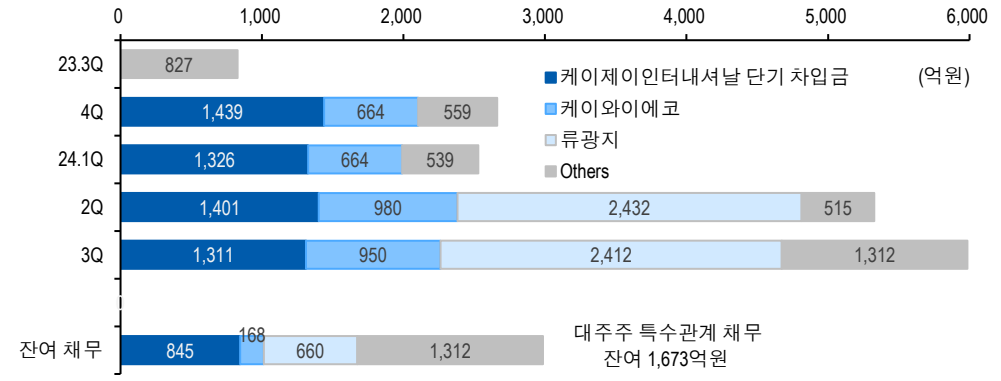


자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

해당 물량에서 대부분 최대주주 류광지 회장과 특수관계인의 차입 규모가 급증한 것으로 확인된다. 다른 금융권 대출 금리가 높은 수준인 점에서 상대적 저리 대출의 명분은 존재하지만, 이는 대출 수준이 높은 점을 방증하며, 최대주주 관계 법인이 차입금 수준을 제고시키는 부분으로도 해석될 수 있다.

채무 상계 출자 이후 최대주주/특수관계인의 단기 차입금 1,673억원으로 감소한다. 차입금 개선이 될 수 있지만, 최대주주 지분율이 26.6%로 감소한 수준은 경영권 방어를 위해 자사주 처분의 카드는 사용하지 못할 것으로 판단된다. 추가적인 출자가 없이, 현재 수준이라면 앞으로 남은 자금 조달의 카드는 해당 수준에 불과할 것이다.

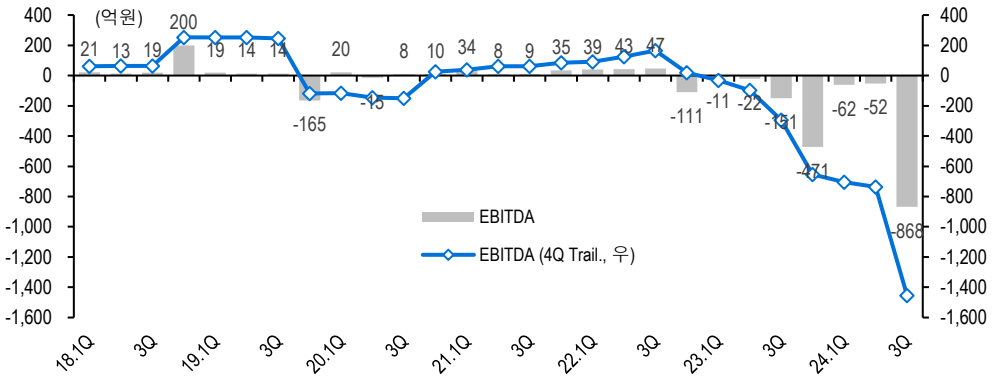
[차트 12] 단기 차입금 증가 대부분은 최대주주와 특수관계인의 대여금액



자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

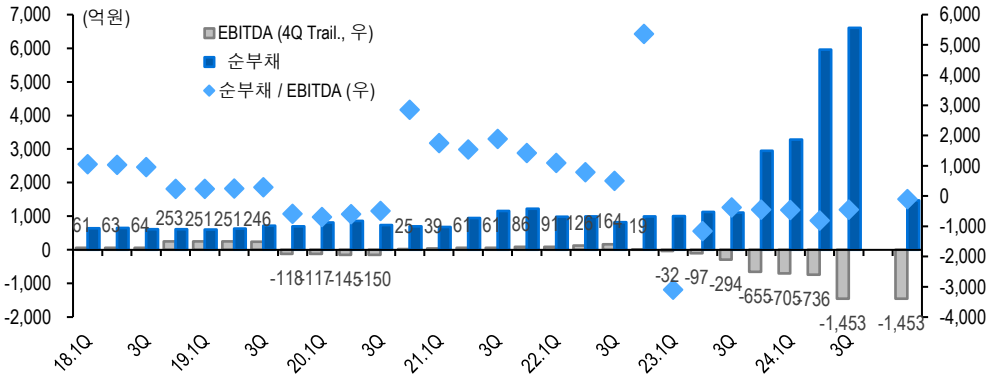
결국 자금 조달은 기존 발포제 사업 등에서 이익 개선이 확인되어야 하는데 순부채 대비 이익 트렌드는 매우 부진한 상황이다. 금번 사업보고서에서 동사의 감사가 쉽지 않아 보이는 이유다.

[차트 13] 주사업인 발포제 사업의 이익은 부진한 수준



자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

[차트 14] 이익 적자 대비 순부채 수준은 매우 높은 상황

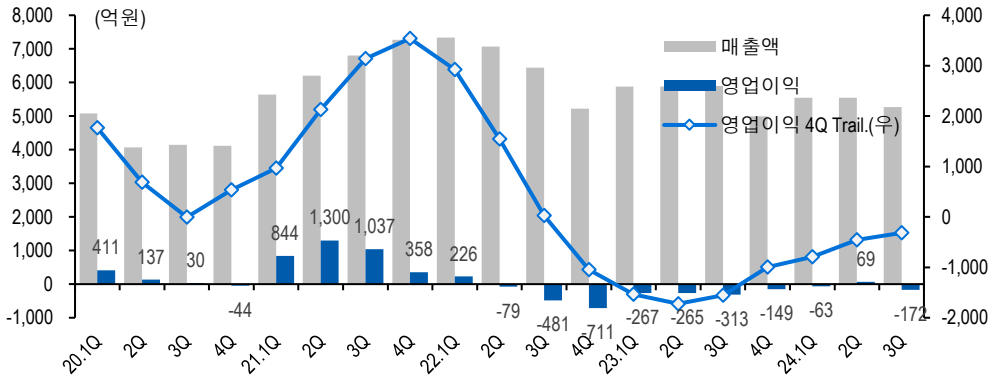


자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

KOSPI200 수시변경 – 태광산업의 편입 가능성

만약 금양이 불성실 공시 등의 관리종목으로 지정된다면 KOSPI200 지수에서는 편출된다. 대체종목이 편입 되어야 하는데, 소재 섹터의 편입 후보군인 태광산업이 편입될 것으로 판단한다. 동사의 이익 트렌드는 좋은 흐름으로 평가할 수 없는 것이 사실이다.

[차트 15] 금양이 관리종목으로 지정될 경우 태광산업이 편입될 것. 이익 트렌드는 부진한 흐름.

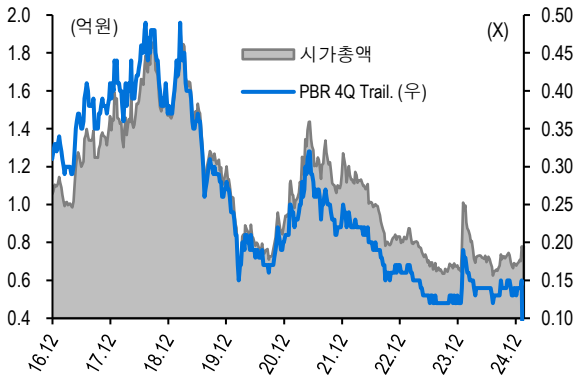


자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

동사의 높은 자사주 지분율 등으로 유동물량이 높지 않기 때문에 지수 편입 모멘텀이 강할 수 있는 점이 감안 되어야 한다. 당사 패시브가 추정하는 매입 수요는 +55억원인데, 3월 재개될 공매도 수요 등에 의해 PBS의 선반영이 강할 수 있다.

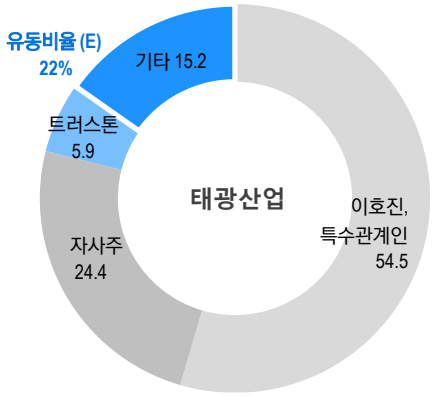
유동물량이 다소 낮은 종목의 수시변경 편입은 패시브 자금의 실질적인 반영보다는 발표 모멘텀에 입각한 조기 Exit가 합리적으로 생각된다. 금양의 불성실 공시 등에 주목해야 하고, 외국인 수급 유입을 확인할 필요가 있다고 본다.

[차트 16] 절대적 저평가 국면 지속은 부진한 이익에 기반



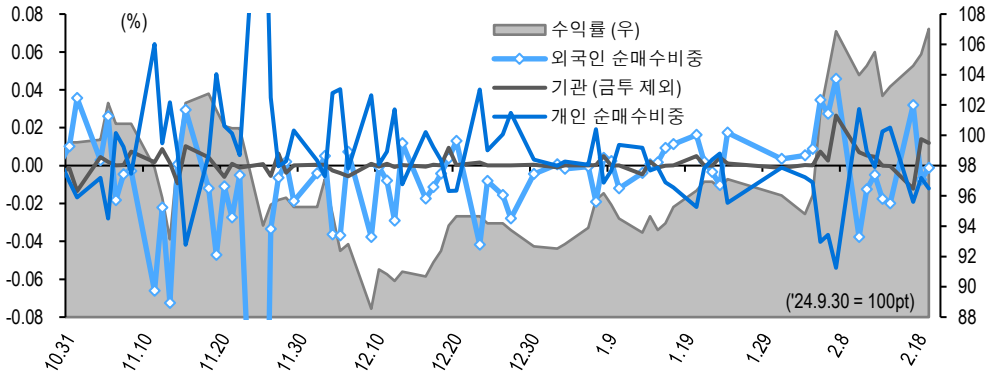
자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

[차트 17] 높은 자사주 물량과 낮은 유동물량



자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

[차트 18] 태광산업 수급 추이 - 낮은 유동물량으로 수시편입 모멘텀이 강할 수 있음.



자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

[표 7] KOSPI200 수시변경 예상 (억원, %, X)

구분	Code	종목	평균 거래대금	시가총액	비중	기관 순매수	거래대금 대비	시가총액 대비	1M 수익률	3M 수익률
편입	A003240	태광산업	5	7,950	0.01	55	10.77	0.69	13.2	8.3
편출	A001570	금양	242	10,670	-0.05	-191	-0.79	-1.79	-20.9	-43.3

자료 : FnGuide, 유안타증권 리서치센터

• 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함(작성자: 고경범).
• 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.