

CJ CGV 등 쏟아지는 대형 유상증자 이슈

여름학기 10기 3조

서론

유상증자는 기업이 신주를 발행해 자본금을 증가를 통해 자금을 조달하는 방법 중 하나다. 유상증자는 기업의 재무상태를 개선하는 데 기여하며, 기업의 성장을 위해 필요한 자금 조달 등 기업의 성장에 있어 중요한 역할을 한다. 그러나 유상증자는 목적과 그 유형에 따라 시장에서 악재로 작용하는 부작용이 있을 수 있으므로 투자 시 상황에 따른 신중한 결정이 필요하다.

본 이슈토의는 최근 CJ CGV 등 대기업들의 유상증자 이슈에 대해 설명하고 CJ CGV와 SK이노베이션의 유상증자 후의 주가 추이를 비교하고 유상증자의 긍정적인 부분과 부정적인 부분에 대해 언급한 뒤 시장 반응과 개선방향을 도출하고자 한다.

1. 2023년 대기업들의 유상증자 이슈

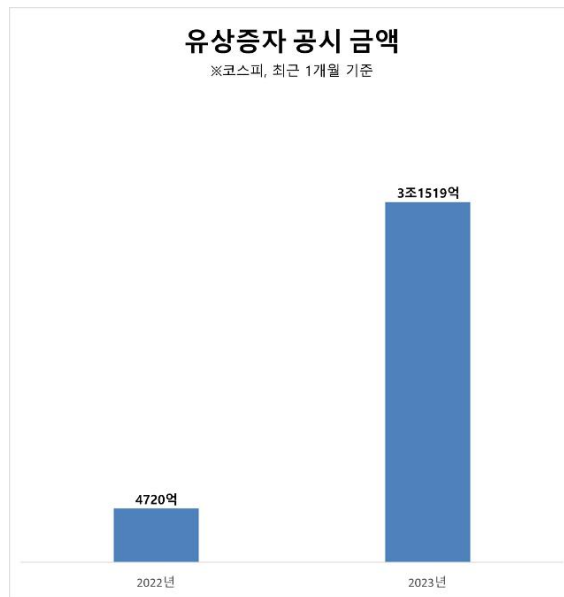
A. 유상증자, 글로벌금리인상 사이클

지난 1년 간 글로벌 인플레이션에 대응하기 위한 방안으로 미국이 기준금리를 인상하며 세계 경제는 글로벌 금리인상 사이클에 진입했다. 이로 인해 한국도 2020년 5월 0.5%에서 2023년 1월 3.5%까지 기준 금리 인상을 단행했으며 이는 현재까지 유지되고 있다.

변경일자		기준금리
2023	01월 13일	3.50
2022	11월 24일	3.25
2022	10월 12일	3.00
2022	08월 25일	2.50
2022	07월 13일	2.25
2022	05월 26일	1.75
2022	04월 14일	1.50
2022	01월 14일	1.25
2021	11월 25일	1.00
2021	08월 26일	0.75
2020	05월 28일	0.50

그림 1한국은행, 2020년 ~ 2023년 한국 기준금리 변화

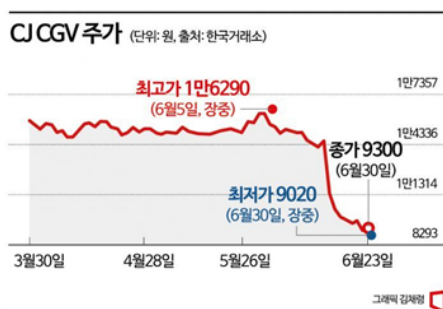
기준금리 인상으로 인해 대출금리가 급등했고 채권 발행이 어려워지며 국내 기업들 사이에서 유상증자를 통해 자금을 조달하는 경우가 크게 늘어나고 있다.



7월 13일 금융감독원에 따르면 유가증권시장에서 최근 한 달 동안 나온 유상증자 결정 공시는 10건이다. 조달 금액은 모두 3조1519억원에 달한다. 지난해 같은 기간과 비교하면 조달 공시 건수는 크게 차이 나진 않지만 금액은 568%나 늘었다.

B. 2023년 코스피 유상증자

대표적으로 최근 유상증자를 통해 자금을 조달한 기업은 CJ CGV와 SK 이노베이션이 있다. CJ CGV는 지난 20일 시가총액을 웃도는 규모인 5700억원 규모의 유상증자를 결정했다. 이후 CJ CGV의 주가는 7월 9일 현재까지 35% 하락했다. SK 이노베이션 역시 지난 23일 1조 1777억원의 대규모 유상증자를 공시했고 그 다음 거래일 26일 6%대 급락했다. 이후 6월 29일까지 20% 이상 하락했으나 SK 이노베이션의 주가는 CJ CGV와 다르게 현재 5% 수준 상승한 165000원 선에 머물고 있다.



C. CJ CGV와 SK 이노베이션, 논란의 이유

유상증자는 진행 목적과 방식 등 다양한 이슈에 따라 악재로 작용할 수도 호재로 작용할 수도 있다. 유상증자의 목적은 크게 채무상환과 투자금 확보 두가지가 있다. 일반적으로 채무 상환 목적의 유상증자는 주가에 악재로 작용하지만 미래를 위한 투자금 조달 목적의 유상증자일 경우 호재로 작용하기도 한다. 최근 유상증자를 진행한 **CJ CGV**와 **SK 이노베이션**의 최근 주가 추이에 차이가 있는 이유는 이들이 유상증자를 진행한 목적과 방식 때문이다. 이외에도 6월 유상증자를 공시했던 **KC코트렐**, **에스디바이오센서**, **삼부토건**, **이지스밸류리츠**, **인디에프**, **유니캠** 등의 주가 추이도 서로 다른 방향성을 보이고 있다.

이후 이어지는 글에서 좋은 유상증자와 나쁜 유상증자에 대해 설명한 뒤, **CJ CGV**와 **SK 이노베이션**의 유상증자 이후 주가추이와 두 기업 간 방향성의 차이에 대한 원인을 살펴볼 것이다.

본론

2. 좋은 유상증자와 나쁜 유상증자

(1) 좋은 유상증자

유상증자가 호재로 작용할지 악재로 작용할지는 기업이 유상증자를 하는 목적, 기업의 재무상태, 당시 주식 시장, 제3자 배정의 경우 어떤 투자자가 들어오는지 등에 따라 달라져 주가 상승 혹은 하락에 영향을 미친다.

우선, 좋은 유상증자는 투자자 입장에서 회사가 투자의 목적으로 자금을 필요로 하여, 향후 기업의 전망이 좋다면, 주가 상승의 요인으로 꼽을 수 있어 좋은 유상증자로 평가된다. 투자를 요하는 사업의 성공가능성이 높고, 증자에 나서는 기업만 유일한 독점적인 시장경쟁력을 가지고 있다면 호재로 통하는 것이다. 과거, 2011년 동일본 대지진으로 반도체 공급이 극히 달리는 상황에서 삼성전자가 반도체 공장 증설을 위해 유상증자를 한다면 이는 해당회사의 시장지배력 확대와 추가적인 순이익 확대를 기대할 수 있다는 신호로 작용되어 좋은 유상증자로 평가받는 것이다. 사업의 성장흐름 중에 생산능력이 늘어나지 않은 채 매출이 늘어나는 상황에서는 투자 목적으로 좋은 유상증자가 이루어진다. 비슷한 맥락으로, 유상증자의 원인이 되는 사업이 확실한 미래가치를 가지고, 기업의 장기전략과 맞아 떨어질 경우에도 긍정적인 영향을 기대할 수 있다. 2011년 상반기엔 휴대전화 부품업체의 신규투자가 이런 차원에서 긍정적인 평가를 받는다.

보통 유상증자를 하게 되면 할인된 가치로 거래가 되는데 새로운 투자자와의 계약 관계를 기반으로 하는 3자 배정은 할인율이 크지 않기에 그나마 주주배정을 하는 것보다 주당가치 희석을 줄일 수 있다. 특히, 코스닥기업의 경우 전략적인 투자자영입 차원에서 제3자배정이 많은 편이기에 어떤

기업이 '3자'로 주주로 편입이 되느냐에 따라 호재와 악재가 구분되기도 한다. 반도체 부품을 생산하는 업체가 삼성전자에 제3자배정을 했다면 이는 주가를 수직 상승시키는 호재가 되는 것이 그 예이다.

기업의 입장에서 보면, 유상증자는 원금과 이자상환의 부담이 없기에 투자목적으로 자금이 필요할 시 기업이 지는 부담이 적어지는 만큼 주주들의 부담도 줄어든다고 볼 수 있다. 돈이 필요한 기업이 자금을 확보하는 데는 은행대출, 채권발행, 자본금조달 등 크게 세가지 방법이 있다. 자본금 조달 즉, 유상증자는 은행대출과 채권발행에 비해 원금과 이자 상환의 부담이 없다. 주식은 시중에서 끊임없이 유통되며 기업에 자금을 조달하는 반면, 보유주식에 대해 회사가 지는 책임은 회계연도마다 자율적으로 결정하는 배당금 지급 뿐이다.

자본금은 상환의무가 없기 때문에 특히 중장기적인 전략사업에 투자할 때 유용하다. 만기를 정해 돈을 빌릴 경우 성과도 이 이전에 내야 한다는 부담이 있지만 증자의 경우 발행만 순조롭게 이뤄진다면 이후 자금운용에 여유를 가질 수 있다. 여기에 자본금은 회사의 안정성을 담보하는 지표이기 때문에 증자는 기업신용도를 제고하는 효과도 가져온다. 기업의 건전성을 살피는 주요지표 중 부채비율의 측면에서도 우량기업으로 평가되는 등 재무구조를 안정적으로 만들 수 있는 방법이기 때문에 좋은 유상증자로 평가되어 주가에 호재로 작용할 수 있다.

(2) 나쁜 유상증자

대부분의 기업이 유상증자를 한다는 소식은 좋은 소식이 아닌 경우가 많다. 증시가 좋으면서 최근 성과가 좋은 기업이 더 큰 성과를 위해 3자 배정으로 유상증자를 필요한 만큼 해야 한다는 다양한 조건을 수반해야만 좋은 유상증자라고 평가된다.

나쁜 유상증자는 기업 자체의 유보금이 부족하거나 대출이 여의치 않을 때, 높은 이자로 인해 채권 발행이 힘들 때 유상증자를 결정하게 된다는 점을 보아 실제로는 돈을 벌지 못하는 기업이 부진한 실적을 증자로 보충해 건전성을 유지하려고 할 때 나타난다. 투자자 입장에서, 유상증자의 결과가 회사가 발행한 전체 주식 수가 늘어나는 것이기에 동일한 시가총액을 가진 회사의 주식 숫자가 늘어나면 주당 단가, 즉 주가는 떨어지게 된다. 주당가치를 희석시키기에 기존에 유상증자를 결심한 회사에 투자 중이던 주주들이 간접적인 피해를 입는다. 특히나, 증시 분위기가 안 좋을 땐 투자보다 현금을 선호하는 흐름이 지배적이나 투자를 확충하자는 유상증자는 기업이 부채를 갚지 못할 정도로 수익을 못 내고 있다는 뜻이기에 시장의 흐름에 따라가기 역부족임을 보이는 것이다.

CJ CGV의 경우에도 대규모 유상증자 발표 기준일 당시 시가총액이 약 7,000억원이었으나, 유상증자를 통한 조달 자금액이 약 1조 200억원에 달한다. 총 주식 4772만주인데 유상증자 주식 7470만 주로 원래 주식 수 대비 1.5배를 유상증자한다는 대규모 유상증자를 감행했다. 또한, 신주 예정 발행가가 7,630원으로 당시 CJ CGV 주가가 1만 4500원임을 고려했을 때 전일 종가의 53%수준으로 발행을 하여 엄청난 악재로 평가되고 있다. 유상증자를 통해 확보된 대부분의 자금의 목적이 부채 상환에 쓰일 것으로 보이기에 나쁜 유상증자의 결과로 주가가 폭락했다. 1조원 규모 유상증자 발표 이후 3거래일 연속 주가가 하락했고, 1만 5000원이었던 주가는 1만원권이 붕괴되어 현재 유상증자로 할인된 금액인 7,630원에 가까운 8,700원(7/7 증가 기준)으로 폭락하였다.

3. CJ CGV와 SK이노베이션 유상증자 후 주가 추이

6/20일 CJ CGV의 유상증자 공시 이후 시장은 상당히 부정적으로 반응했다. 다음날 21일 주가는 11,440원(-21.10%)으로 급락한 뒤, 22일과 23일에도 각각 -8.22%, -5.24% 기록하며 15년 만에 1만원 선이 붕괴되었다. 유상증자 발표 이후 주가는 7/7일 종가기준 8,700원(-40.00%)으로 연일 52주 신저가를 경신하며 하락세가 이어지고 있다. CJ CGV의 주가가 8,000원 대로 진입한 것은 상장 이후 처음이다. SK이노베이션 역시 6/23일 유상증자 공시 이후 다음 거래일인 26일 -6.08% 하락했다. 그러나 CJ CGV와 달리 6/29일 158,000원(-13.47%)까지 떨어진 이후 4거래일 동안 +5.79% 상승하며 다소 반등한 흐름이다.

그래프 1) CJ CGV 주가 추이



그래프 2) SK이노베이션 주가 추이



주: 종가기준, 빨강 표식은 유상증자 공시일

4. 사례 적용

SK이노베이션의 유상증자는 기존 주식 수 9,372만주 대비 8.7%인 보통주 819만주이며, 예정 발행가는 143,800원(공시 당일 종가 182,600원 대비 약 21% 할인)으로 총 1.18조원 규모이다. 이에 신주가 발행되더라도 희석 효과는 상대적으로 크지 않을 것으로 보인다. 자금 조달 목적은 시설자금 4,185억원, 타법인 증권 취득자금 4,092억원, 채무상환자금 3,500억원이다. 시설 자금은 배터리 및 신규 Green 사업 관련 R&D 시설 투자에 사용될 예정이며, 타법인 증권 취득자금은 구체적으로 무탄소 에너지(수소, 암모니아 등), 차세대 폐기물 가스화, 탄소 포집(CCUS, Carbon capture, utilization and storage) 사업 개발 및 기술 투자 나뉘어 사용될 예정이다. 채무상환 비중이 약 67%였던 CJ CGV와 달리 SK이노베이션의 비중은 약 30% 수준에 불과하지만, 2021년 대비 1Q23 연결기준 순차입금(10조→17.2조)과 부채비율(152.52%→193.41%)이 다소 증가한 점을 고려했을 때 안정적인

재무구조를 확보하려는 의도가 있다. 이번 유상증자(1.18조원)와 더불어 SK온 pre-IPO(1.7조원)를 고려하면 순부채는 상당히 감소할 것으로 예상된다. 유상증자의 주요 목적이 자회사 SK온의 자금조달이 아닌 자체 미래 신사업 성장동력 투자 재원 마련에 초점이 맞춰져 있어 중장기적인 관점에서 긍정적이다. 현재 SK이노베이션이 추구하는 ‘카본 투 그린(Carbon to Green)’ 전략을 가속화하여 2025년에 예정된 SK온의 IPO에 맞춰 새로운 성장 동력이 필요하기 때문이다. 또한, 연결기준 보유 현금도 SK온에 집중되어 있고 이는 대부분 자회사 자체 그린 사업에 사용될 계획과 달리, SK이노베이션의 보유 현금도 1조 미만이라서 증자를 통해 확보하는 것이다. 한편 일각에선 이를 위해 유상증자로 해결했다는 아쉬운 평가도 존재한다. 1) 단기적인 주주가치 훼손이 불가피한 점, 2) 캠퍼스 조성을 위해 임대 또는 기존 건물이 아닌 유상증자를 활용한 점, 3) 신사업 투자에 대한 본격화되는 시점도 해당 업계 경쟁사들을 고려했을 때 2026년 전후로 예상되어 주가 재평가까지 시간이 소요된다는 점 등이 있다. 이에 대해 SK이노베이션은 주주가치 제고를 위해 자사주 소각, 주식 교환(SK이노베이션↔SK온), IPO 이후 구주매출을 통한 특별 배당, SK온 수익성 및 기업가치 재평가 노력 등 여러 방안을 검토 중이다.

표 1) SK이노베이션의 자금 조달 목적

(단위 : 억원)

우선순위	자금 용도	세부 내용	자금의 사용 시기	금액
1	타법인증권 취득자금	수소/암모니아 등 무탄소 에너지 공급을 위한 기술 확보 및 사업 개발	’24년	924
		생활 폐기물 가스화를 통한 저탄소 에너지 생산 기술 투자 및 상업화 관련 투자	’24년	2,244
		탄소 배출이 불가피한 산업 대상 탄소 포집 저장 관련 기술 확보 및 사업 개발	’23~’24년	924
2	시설자금	배터리 및 신규 Green 사업 관련 R&D Infra 확충 및 강화 위한 부천대장지구 그린캠퍼스 조성	’23~’25년	4,185
3	채무상환자금	재무구조 개선	’23~’24년	3,500
합 계			’23~’25년	11,777

출처: DART

반면, 발행주식 규모와 가격, 조달 자금 활용계획 등을 종합했을 때 CJ CGV에 대한 시장의 평가는 SK이노베이션과 다른 분위기이다. CJ CGV는 대규모 유상증자와 함께 ‘NEXT CGV’ 사업 전략을 발표했다. NEXT CGV에 관해 세부적으로 살펴보면, 1) ATP(평균티켓가격)를 견인하는 특별관(IMAX, 4DX 등) 확산, OOH(Out-of-Home, 옥외미디어) 매체 확대를 통한 광고 수익 극대화 등의 기존사업 혁신 전략과 2) 콘텐츠 역량 강화 및 CJ올리브네트웍스 사업 시너지 강화라는 미래사업 진화 전략을 내세웠다. 이러한 과정으로 나아가기 위한 발판으로 대규모 유상증자와 현물출자라는 결단을 내렸다. 그럼에도 CJ CGV의 주가가 급락하고, 비판이 이어지는 이유는 유상증자의 주요 목적이 부정적인 시그널을 나타내는 부채를 갚기 위한 자본확충 및 재무구조 개선인 뿐만 아니라, 기존 주주들에게 일방적인 부담을 안긴 채 최대 주주인 CJ의 지분율을 유지하기 위해 일종의 꼼수를 썼다는 것이다.

무엇보다 더욱 놀라운 점은 1) 기존 발행 주식 수(4,773만주)의 무려 1.5배에 달하는 7,450만주를 새로 발행한다는 것과 2) 신주 예정 발행가가 7,630원(공시 당일 종가 14,500원 대비 약 53% 할인)이라는 것이다. 일반적으로 유상증자는 발행 주식 수의 10~30% 정도, 현 주가의 10~30% 할인된 범위에서 발행가가 결정된다는 점을 고려하면 상당히 이례적인 사례로 볼 수 있다. 주주배정 유상증자 5,700억원 중 약 2,700억이 지분율 48.50%를 보유한 최대 주주인 CJ에 배정되었으나, CJ는 600억원 규모로 참여한다고 밝혔다. 이에 대해 CJ가 지분 100%를 보유한 CJ올리브네트웍스의 주식 약

4,500억원에 대해 현물출자를 추가로 실행하였다. 만일 CJ올리브네트웍스의 기업가치가 4,500억원과 유사하게 인정받는다면, CJ의 예상 지분율은 약 45%로 유상증자 이후에도 지분율을 방어할 수 있게 된다.

또한, 코로나 이후에도 OTT(Over The Top, 넷플릭스 등 온라인 동영상 서비스)에 밀려 영화 산업이 여전히 불투명한 점과 더불어 2019년에 비해 40% 상승한 티켓 가격(평균 1만원→1만4천원)도 소비자들의 불만을 자아내고 있다.

CJ CGV는 유상증자로 수혈한 5,700억원 중 3,800억원을 채무상환자금 목적으로 사용할 것이라고 밝혔다. 1Q23의 부채비율은 912%로 자본확충 이후 부채비율은 240%로 낮아질 것으로 추정되며, 금융비용 역시 코로나 이전 2019년 수준(19년:564억→22년:809억→증자 이후:505억)으로 개선될 것으로 보인다. 2020년 7월 2,209억원 규모의 유상증자, 2021년 6월과 2022년 7월에 실시한 각각 3,000억원, 4,000억원 규모의 후순위 전환사채 발행 등 코로나 이후 연이은 유상증자, 전환사채, 신종자본증권 발행 등과 맞물려 이번 대규모 유상증자와 현물출자로 주주들의 피로감은 극에 달한 상황이다.

표 2) CJ CGV의 자금 조달 목적

(단위: 백만원)

구분	사용용도	사용 우선순위	합계	2023년	2024년	2025년
운영자금	영화 상영 부금 등	1	90,000	20,000	70,000	-
시설자금	특별관 확장, 공간플랫폼 구축 등	2	100,000	5,000	80,000	15,000
채무상환자금	차입금 상환	3	380,000	380,000	-	-
합 계	-	-	570,000	405,000	150,000	15,000

출처: DART

결론

5.시장반응 및 개선방향

(1) 시장반응

기업엔 묘수, 투자자엔 꿈수

이번 CJ 유상증자와 같은 사례에서 가장 안타까운 점은 바로 투자자의 신뢰를 잃었다는 점이다. 최근 기습적인 대규모 유상증자로 거센 후폭풍에 휘말린 CJ그룹이 관련 정관을 일부 개정하는 등 사전에 치밀하게 준비해온 것으로 밝혀졌다. 기존 발행 주식 수를 훌쩍 웃도는 증자를 추진하면서도 시장과 전혀

소통이 없었다는 점에서 **CJ**를 향한 비판이 거세다. **CJ**그룹은 2017년에도 비슷한 논란으로 입방아에 올랐기 때문에 이번 정관 개정도 우연이 아니라는 해석이다.

CJ CGV가 현물출자 방식으로 유상증자에 나서며 투자자의 비판이 더 커지고 있다. **CJ CGV**의 모회사인 **CJ**는 이번 유상증자에 600억원만 출자하고, 대신 자회사 **CJ올리브네트웍스**를 현물 출자해 현금 유출을 최소화하는 방안을 택했다. 이를 통해 **CJ** 입장에서는 자회사였던 **CJ올리브네트웍스**가 손자회사로 바뀔 뿐 큰 현금 부담 없이 **CJ CGV** 재무 구조 건전성을 높일 수 있었다. 그러면서도 지배력을 유지하는 효과를 내게 됐다. **CJ CGV**가 시너지 효과를 내기 어려운 IT 서비스 업체를, 그것도 높은 밸류를 부여해 인수한 것이 기업 경쟁력에 무슨 도움이 되겠느냐는 비판이 팽배하다.

한편 이번 사태 이후, **NH투자증권**은 7일 **CJ**가 실적 부진과 **CJ CGV** 증자 참여 등으로 투자심리가 위축됐다고 목표주가를 9만5천원에서 7만6천원으로 낮추고 투자 의견을 보유로 제시한 바 있다.

부채 상환 등을 위한 대규모 유상증자를 추진하는 것은 부실 경영의 책임을 회피하고 그 책임을 결국 주주에게 전가하며 기업과 주주 가치를 심각하게 훼손하는 조치이다. 미국이었다면 기존 주주의 이익을 일방적으로 훼손하는 유상증자를 결정한 이사회를 상대로 한 주주대표소송이 진행되었을 수도 있는 일인데, 상법상 회사에 손해가 있을 때만 소송을 할 수 있는 한국에서나 일어나는 일인 셈이다.

(2) 개선방향

CJ CGV는 어떻게 나아가야 할 것인가?

CJ CGV는 유상증자 이후 기존사업 혁신, **CJ올리브네트웍스**와 시너지 등 구체적인 성과가 필요하다. 이와 대해, 현재 **CJ** 측은 활로를 모색하겠다는 계획이다. **CJ** 관계자는 이번 유상증자 참여는 단순히 악화에 따른 자금 수혈이 아니라, "**CGV**가 1998년 외환위기라는 어려운 여건에 출발해 한국 영화의 전성기를 견인한 것처럼, 앞으로는 극장의 미래를 제시하는 미래공간사업자로 거듭나려 한다"고 설명한 바 있다.

관련 업계에서도 유상증자 이후의 **CJ**그룹의 행보에 주목도가 높아지는 양상인데, 유상증자 이후의 방향성에 대해 함께 지켜보아야 할 것이다. 더불어, 증시를 주도하는 대기업이라면 앞으로는 '신의성실' 차원에서라도 개미 투자자들의 피해 최소화를 위한 대책을 강구할 필요가 있다.

앞으로 다른 기업의 유상증자는 어떻게 진행되어야 할까?

바로 투자자들에 대한 정확한 정보 제공이다. 유상증자를 하면 기업의 발행주식수가 증가하므로, 주당 이익이 감소하고 주가가 하락할 가능성이 있다. 그래서 기업은 유상증자를 결정하기 전에 이사회에서 의결하고, 공시시스템을 통해 공시해야 하며, 공시 내용에는 유상증자의 목적, 규모, 방식,

가격, 일정 등이 포함되어 있다. 더불어, 유상증자 발표 직후에는 지분 가치 희석 효과로 해당 기업의 주가가 흔들릴 수 있기에, 주주가치 제고안을 함께 발표하며 주주들을 달래는 것이 통상적이다.

하지만, **CGV**의 유상증자는 이런 부분과는 다소 달랐다. 지분 가치 희석의 몫을 고스란히 감당해야 할 주주들을 위한 보호 방안은 부재했으며, **IR** 자료에 명시된 수익 개선안도 ‘누적절감 금융비용, 미래 신사업 투자 활용’이라는 한 문장에 그쳐 있었다. 반면, **SK이노베이션**은 유상증자 발표와 함께 김준 부회장의 주주서한에서 주식교환 권한 부여, 구주매출을 통한 특별배당, 자사주 소각 등의 주주가치 제고안을 검토하겠다는 대안을 제시했다.

따라서 기업은 투자자들이 기업의 유상증자 이슈를 미리 알고 대응하긴 어렵겠지만, 공시 자료를 바탕으로 의사결정을 내리고 경우에 따라 손실을 피할 수 있도록 함으로써, 투자자와의 신뢰 유지를 위해 노력해야 할 것이다.