

KISCO홀딩스, 비합리적 자본배분 정책으로 주주가치 훼손하는 일 멈춰야

* KISCO홀딩스:

- 2013년 이후 5년간 연평균 지배기업 소유지분 증가율 3.3% vs 지배주주 순현금잔고 증가율 18%
- 자회사 한국철강 최근 5년간 연평균 자기자본 증가율 0.9% vs 순현금잔고 증가율 20%
- 자회사 환영철강 최근 5년간 연평균 자기자본 증가율 3.4% vs 순현금잔고 증가율 18%

* PBR 0.26배, 순현금은 주가의 2.3배. (자사주 매입 시 공짜로 인수하고, 추가로 현금을 받는 셈)

* 주가 저평가는 대주주 장세홍의 부당한 자본배분 때문: 명백한 저평가시 자사주 매입소각은 주주가치 창출하는 가장 쉽고도, 당연히 해야 할 경영의사결정

* 정기주총 감사위원 선임의 건의 경우 '3% 룰' 때문에 소액주주들의 승리 가능성 높아: 중요한 것은 소액주주들의 참여도

2013년 이후부터 2018년까지 최근 5년간 KISCO홀딩스의 지배기업 소유지분은 6,627억원에서 7,789억원으로 연평균 3.3% 증가하는데 그친 반면, 지배주주 순현금성자산은 2,068억원에서 4,785억원으로 연평균 18%씩 증가했습니다. 자본 증가율은 국내 상장사 중 최하위 수준인데, 현금성자산 증가율은 국내 상장사 중 최상위 수준입니다.

연결 자회사인 한국철강의 경우(지분율 40.81%) 5년간 연평균 자기자본 증가율 0.9%인 반면, 동기간 현금성 자산 증가율은 20%입니다. 또다른 연결 자회사인 환영철강의 경우(지분율83.5%) 연평균 자기자본 증가율이 3.4%인 반면, 동기간 현금성 자산 증가율은 18%입니다.

현금성 자산 증가율이 국내 상장사 중 최상위 수준으로 높은 것은 산업의 매력도(높은 산업 집중도와 국내의 공급부족으로 철근가격 협상력이 높음)와 원가경쟁력이라는 회사의 경제적 해자 때문입니다. 이로 인해 영업활동 현금유입이 높은 반면, 설비 확장 없이 유지보수 투자만 하여 Capex가 제한적이고 높은 잉여현금흐름을 창출합니다. 2013년 이후 누계 감가상각액은 3,312억인 반면 동기간 CAPEX는 1,304억에 그쳤습니다.

자기자본의 효율성이 예금 금리 수준으로 낮은 이유는 과도한 순현금 보유 때문입니다. 2018년 말 연결 기준 지배주주 순현금은 4,785억 원으로 지배기업 소유지분 대비 61%에 달합니다. 한마디로 공간에 쌀이 썩어가는 데도 쌓아 두기만 하는 것과 같습니다. 회사에 쌓여 있는 현금을 투자할 곳이 없다면 마땅히 주주에게 환원하고 자본효율성을 높이는 것이 지극히 이치에 맞는 자본배분 방법입니다.

주가가 명백히 저평가 될 시에는 자사주 매입소각을 해야 하고, 주가가 가치를 반영한 상태에서는 배당으로 환원하는 것이 기본입니다.

경영진의 불합리한 자본배분 때문에 PBR은 0.26배로 저평가 상태입니다. (3월 21일 종가 13,600원 기준) 또 주당 지배주주 순현금은 31,283원으로 주가의 2.3배입니다. 이는 회사 전체를 현재가에 인수하면, 회사를 공짜로 인수하고 추가로 현금을 1.3배 더 받을 수 있다는 뜻입니다.

KISCO홀딩스는 훌륭한 영업 가치를 보유한 회사입니다. 철근산업은 상위 5개사가 MS 약 84%를 차지하고 있으며, 최근 10년간 철근의 국내 명목소비는 생산량보다 평균 6% 많은 순수입 상태입니다. 또한 경쟁사대비 높은 원가경쟁력으로 경제적 해자를 보유하고 있습니다.

그러나 경영진의 후진적인 자본배분 정책 때문에 주주가치가 훼손되고 있습니다. 밸류파트너스 자산운용을 포함한 여러 주주들이 지속적인 자사주매입 및 소각, 배당증대 등의 제안을 하였으나 묵살당했습니다. 설상가상으로, 3월 29일에 있을 정기주주총회에서 작년까지 시행하던 전자투표 제도를 폐지하여 주주들의 의결권참여 기회를 닫아버렸습니다.

KISCO홀딩스는 상장사임에도 불구하고 대주주와 경영진이 독단적으로 행동하는 것은 명백히 신의성실의 의무에 위배되는 것입니다. 경영진에 대한 감시와 견제 역할을 해야 하는 감사위원들은 현재 아무런 역할을 하지 않고 있습니다.

잘못된 자본배분 정책이 변하지 않는 한, 날이 갈수록 회사의 자본효율성은 떨어질 것입니다. 이제라도 주주들이 적극적인 의결권 행사 등을 통해 KISCO홀딩스가 올바른 방향으로 변화할 수 있도록 행동해야 할 때입니다.

밸류파트너스는 DART 전자공시 사이트를 이용하여 주주들에게 의결권 위임을 권유하는 참고 문서를 제출하였습니다. 주주총회에 직접 참석이 어려운 주주들은 밸류파트너스에 의결권을 위임하는 방법으로 의결권을 행사할 수 있습니다. 이번 정기주총 감사위원 선임의 건의 경우, 대주주가 행사할 수 있는 의결권이 3%로 제한되기 때문에 소액주주들의 승리 가능성이 높습니다. 따라서 소액주주들의 참여도가 중요해질 것으로 예상됩니다.