

COMMENT Industry



Analyst
유승우
yswbest@sk.com
02-3773-9180

현대중공업 그룹: 시장 충격 없는 바람직한 지배구조 개편

현대삼호중공업이 ① 현대미포조선 지분을 보유한 투자회사와 ② 사업회사로 분할하는 동시에 투자회사는 현대중공업과 합병하는 방식으로 그룹 지배구조가 개편됨. 투자회사의 가치는 현재 현대미포조선 가치보다 프리미엄이 부여되었는데 정당했다는 판단임. 아울러 현대미포조선이 보유했던 현대중공업 지분은 현대중공업지주가 할인 없이 시가로 전량 매입하는 방법으로 진행되어 현대미포조선으로의 현금 유입이 발생함

현대삼호중공업 분할 후 현대중공업과의 합병

지난 8 월 22 일 장 마감 후 현대중공업 그룹은 지배구조 개편안을 발표했다. 현재 잔존하고 있는 이슈는 2 가지였는데, ① 손자회사(현대삼호중공업)의 국내 계열회사(현대미포조선) 주식 보유 제한(증손문제)과 ② 순환출자 고리 해소였다.

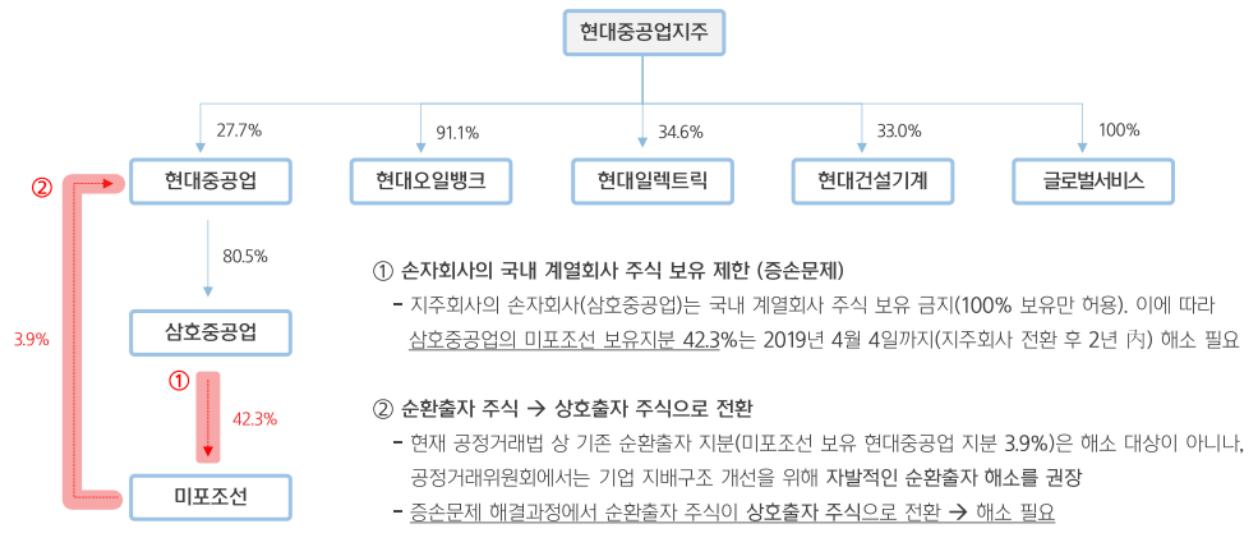
증손문제는 현대삼호중공업을 사업회사와 투자회사(현대미포조선 주식 보유)로 분할함과 동시에 투자회사를 현대중공업에 합병시키는 방식으로 해결했다. 현대중공업의 합병가치는 108,891 원/주로 산정되었고, 현대삼호중공업 투자회사의 합병가치는 55,001 원/주로 산정되었다. 현대삼호중공업 투자회사의 합병가치는 온전히 기존 현대삼호중공업이 보유했던 현대미포조선 지분 42.34%에 대한 가치이다. 현재 현대미포조선의 12 개월 Fwd BPS 인 119,507 원의 42.34%가 대략 50,599 원임을 감안하면 PBR로 1.09 배 정도를 부여 받은 것이다. 이는 현대미포조선의 현 주가 대비 프리미엄이 부여된 것이다. 현대미포조선은 업종 내에서 가장 우수한 펀더멘털을 보유한데다가 최근 북미 화학 수출 증대로 인한 컨테이너선 및 MR 탱커 수주 모멘텀까지 발생하고 있기 때문에 정당한 프리미엄으로 여겨진다.

합병 비율은 1 대 0.5051006 으로 산정되었으며 분할비율 0.3493919 를 곱해 최종 분할합병비율은 0.1764781 로 산정되었다. 현대중공업 보유 현대삼호중공업 지분(80%)에 대해서는 분할합병 신주가 배정되지 않으며 주식매수청구로 인해 보유하게 되는 현대삼호중공업 자기주식에도 분할합병 신주가 배정되지 않는다. 결국, 단순합병보다 노이즈가 적은 방향으로 성공적인 지배구조 개편을 이뤄냈다고 판단한다.

현대중공업지주의 현대미포조선 보유 현대중공업 지분 매입

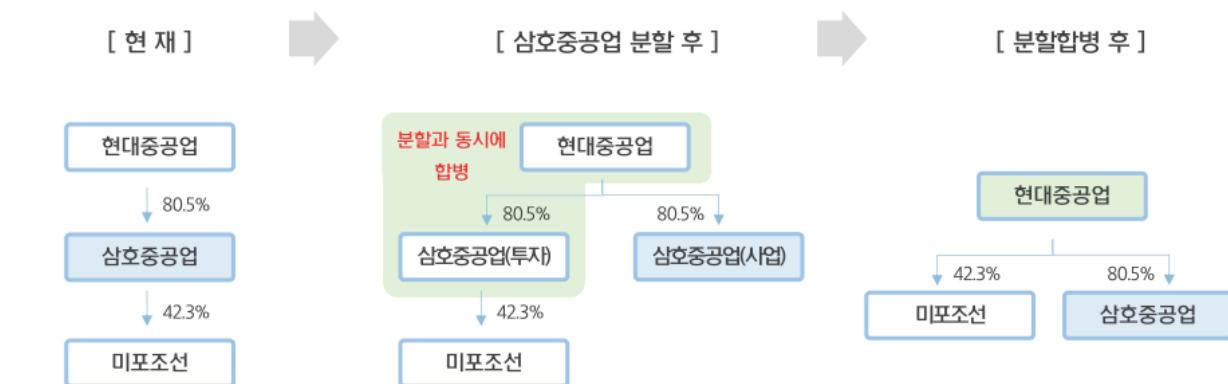
순환출자 문제는 현대중공업지주가 현대미포조선이 보유한 현대중공업 지분 3.9%를 매입하는 방식으로 해결했다. 3,183 억원 규모이며 현대중공업지주는 외부자금으로 비용을 충당할 예정이다(향후 현대오일뱅크 구주매출로 상환 계획). 할인 없이 8 월 22 일 종가인 117,000 원/주로 전량 매입하며 현대미포조선의 장부에 3,183 억원이 유입되는 효과가 발생한다. 하이투자증권 매각대금을 포함하여 새롭게 유입되는 현금의 사용 계획은 알려진 바는 없으나 모회사인 현대중공업이 올해 유상증자로 유동성이 확보된 만큼, 작년 장생포 부지 매각 사례처럼 현대미포조선의 현금이 현대중공업으로 유입될 가능성은 제한된다.

현대중공업 그룹 사업구조 재편 주요 내용



자료 : 현대중공업그룹

현대삼호중공업 분할 합병



자료 : 현대중공업그룹

합병가치 산정

| 현대중공업 | 주당 평가액 (원) | 평가금액 | 비고 |
|---------------|------------|-------|-------------|
| 1개월 가중평균 주가 | 106,029 | | 7/22 ~ 8/21 |
| 1주일 가중평균 주가 | 109,145 | | 8/15 ~ 8/21 |
| 당일 종가 | 111,500 | | 8/21 |
| 주당 합병가치(산술평균) | 108,891 | 7.53조 | 기준시가 |

자료 : 현대중공업그룹

부활합병비율

자료 : 현대중공업그룹

Compliance Notice

- 작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 - 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 - 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 - 당사는 본 보고서의 별도사항에 해당종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 - 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 - 투자판단 3 단계(6 개월 기준) 15% 이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15% 미만 → 매도