

2020년 12월 14일

주식회사 엘지 이사회 귀중

구광모  
권영수  
하범종  
이장규  
한중수  
조성욱  
김상헌

이사회 귀중,

잘 아시는 바와 같이, 화이트박스 어드바이저 엘엘씨 (Whitebox Advisors LLC)(계열사와 통칭하여, 이하 “화이트박스” 또는 “저희”)는 주식회사 엘지(이하 “LG” 또는 “회사”)에 상당한 지분을 보유하고 있습니다. 저희는 지난 2년간 여러 차례 이사회 및 경영진과 건설적이고 비공개적인 방식으로 접촉하기 위해 노력했던 장기 주주입니다. 그러나 저희의 의견과 시각이 거둬 목살되거나 무시되었다는 점이 매우 실망스럽습니다.

저희는 (주)엘지하우시스, LG엠엠에이주식회사, (주)실리콘웍스, (주)LG상사 및 (주)판토스에 대해 LG가 직접적 그리고 간접적으로 보유한 자회사 지분을 인적분할해 신규 지주회사를 설립하는 2020년 11월 26일자 LG의 회사분할결정 (“인적분할”) 발표와 관련하여 본 서신을 보내게 되었습니다. 이번 계열분리로 LG의 현재 순자산가치(“NAV”)의 약 2%가 빠져나갈 것입니다. 나아가, 인적분할로 인해 LG의 현금 잔고 1조8,000억원 중 9%가 분사될 것입니다. 저희는 이번 분할의 이유가 구분준 고문이 일가의 전통에 따라 사업 분가를 하는 과정에서 그를 지원하는 데 있다는 사실에 큰 실망감을 느꼈습니다.<sup>1</sup> LG의 엄청난 NAV 할인율과 주주 이익에 명백하게 반하는 분할의 이유를 고려할 때 저희는 인적분할 결정에 대해 깊은 우려를 갖고 있습니다.

저희는 다음과 같은 이유로 형편없이 계획된 계열분리에 반대합니다.

<sup>1</sup> “LG, 계열분리 위한 신규 지주회사 설립 나선다(LG to set up new holding company for affiliates split-off)”, 연합뉴스, 2020년 11월 27일

1. 인적분할을 통해 LG의 소액주주에게 어떤 유의미한 가치를 창출할 수 있을지가 불분명합니다. 대안으로 자산을 주주에게 직접 분배할 경우 회사가 제안하는 안에 따라 발생할 것으로 예상되는 2.4%와 비교하여 7.7%의 주주수익률이 예측됩니다.
2. 인적분할은 LG의 주식이 자산 대비 전례 없는 할인율에 거래되고 있어서 주주들의 수익이 낮다는 가장 급박한 문제를 해결하는 것과는 아무런 관련이 없습니다. 지난 3년간 LG의 기초자산가격은 33% 상승한 반면 주가는 12% 하락한 것으로 추정됩니다.
3. 인적분할을 단행하겠다는 결정은 LG의 기업 지배구조에도 부정적인 영향을 미칩니다. 명백히 유리한 대안이 있음에도 불구하고, 저희의 관점에서, 이사회는 가족 승계 문제를 해결하기 위해 소액주주를 희생시키는 계획을 만장일치로 승인하였습니다.

여러 분석 및 공개된 보고서에 따르면, 이번 계열분리는 지배주주 간에 (시장가치를 할인하여) 자산을 이전하는 것이 주된 목적으로 보이며, 이사회 및 경영진의 최우선 순위여야 할 ‘모든 주주를 위한 가치 창출’로부터 시간과 자원 모두를 분산시켰습니다. 저희는 이러한 행위가 ‘기업 시민’으로서 LG의 역할이 주주에게 ‘진정한 신뢰와 사랑’을 받고, ‘주주 가치 증대를 위해 다양한 방안을 실행’하는 것이라는 LG가 선언한 경영철학과 일치하지 않는다고 생각합니다.<sup>2</sup>

**저희는 인적분할이 소액주주나 LG를 위한 가치 창출을 하지 못할 것이라고 생각합니다.**

분할은 분할된 자산이 규모가 큰 대기업의 일부일 때보다 독립된 실체일 때 더 가치가 있거나, 존속회사가 분할을 통해 충분히 효율적인 지배구조를 갖추는 경우 (이를 지지하는 투자자들이 가치를 창출할 것으로 판단할 때) 주주에게 가치를 창출합니다. 이번 LG의 분할에는 성공 가능성이 예측되고 충분한 지지층이 있는 계열분리의 특징이 없습니다.

이사회는 계열분리가 기존 주주들이 분할된 두 개의 회사에 대하여 동일한 비율의 주식을 보유하게 되는 인적분할 방식이므로 주주들에게 손해가 발생할 가능성이 없다고 합니다. 그러나, 법률적인 관점에서 보면, 분할 후 두 회사 주식 가치의 총 합이 분할 전 LG의 주식 가치와 산술적으로 동일하다고 하더라도, 계열분리는 필연적으로 주주권의 질적 변형에 해당되어 기존 주주의 지위에 실질적인 영향을 미칠 것입니다.<sup>3</sup>

이번 분할의 경우, LG의 세 가지 사업 계열 전체에서 선택된 전혀 다른 사업 부문들이 모여 훨씬

<sup>2</sup> (주)엘지 2019 연차보고서, 의장 인사말

<sup>3</sup> 서울고등법원 2018 라 21299.

작고, 유동성이 적은 지주회사(“신설법인”)로 분리되며, 사실상 LG 자체의 축소판이 생겨날 것입니다. 신설법인은 자산의 75%가 서로 관계없는 상장회사 지분으로 구성된 지주회사가 될 것입니다. 나머지 자산가치는 비상장 사업 부문과 순현금으로 나뉘질 것입니다. 저희는 신설법인에서 뚜렷한 경쟁력, 전략, 업계 위상이나 주목할 만한 시장 기회를 찾아볼 수가 없습니다.

설령 신설법인에 대한 투자사례가 생긴다 하더라도, 상당수 투자자들은 유동성과 규모의 제약으로 인해 신설법인의 주식을 보유할 수 없을 것입니다. (주)엘지하우시스, (주)LG 상사 및 (주)실리콘웍스의 현재 거래가격과 LG엠엠에이주식회사의 장부가격을 토대로 보면 신설법인의 NAV는 1조 310억원(LG의 현재 NAV의 2%에 해당함)에 이를 것으로 추정됩니다.

아시는 바와 같이 특히 한국에서 지주회사는 NAV 보다 현격하게 낮은 수준에서 거래됩니다. LG의 경우에도 현재 NAV 대비 69% 수준으로 할인 거래되고 있습니다. 한국의 9대 대기업의 NAV 대비 할인율은 평균 59%입니다. 신설법인의 상대적 규모와 거래유동성을 감안할 때, 저희는 신설법인의 NAV 대비 할인율이 LG보다 더 클 것으로 생각합니다.

현재 LG의 할인 거래와 동일한 69%의 할인율을 지주회사에 적용하면, 신설법인의 시가총액은 3,190억원으로 추정됩니다. 이는 MSCI Korea Small Cap Index의 평균 및 중간 값보다 적습니다.<sup>4</sup> 만약 신설법인의 거래유동성이 LG와 비례한다면, 신설법인은 하루에 40만 달러를 거래하게 될 것입니다.

**표 1: 신설법인 추정가치**

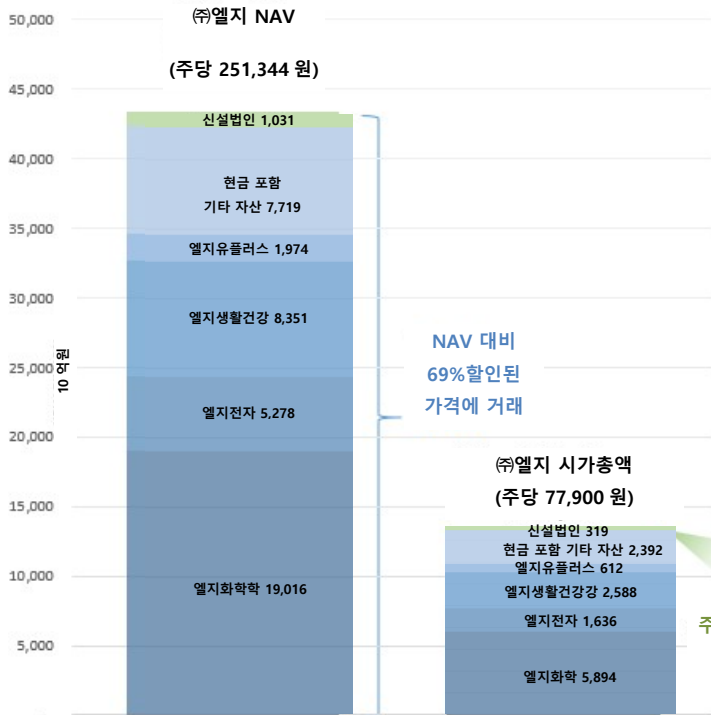
기업	티커	시장가치(10억원)	주당 가치(원)	NAV 대비 %
(주)엘지하우시스	108670.KS	253	3,318	25%
(주)엘지상사	001120.KS	239	3,137	23%
(주)실리콘웍스	108320.KQ	277	3,633	27%
엘지엠엠에이(주)	(장부가치)	115	1,512	11%
<b>총 기업가치</b>		<b>885</b>	<b>11,600</b>	86%
순 현금		146	1912	14%
<b>신설법인 총 가치(NAV)</b>		<b>1031</b>	<b>13,512</b>	100%
NAV 대비 목표 할인율		-69%	-69%	
<b>신설법인 시장가치</b>		<b>319</b>	<b>4,188</b>	

출처: (주)엘지, 블룸버그, 화이트박스 추정치. 2020년 12월 11일 기준 가격.

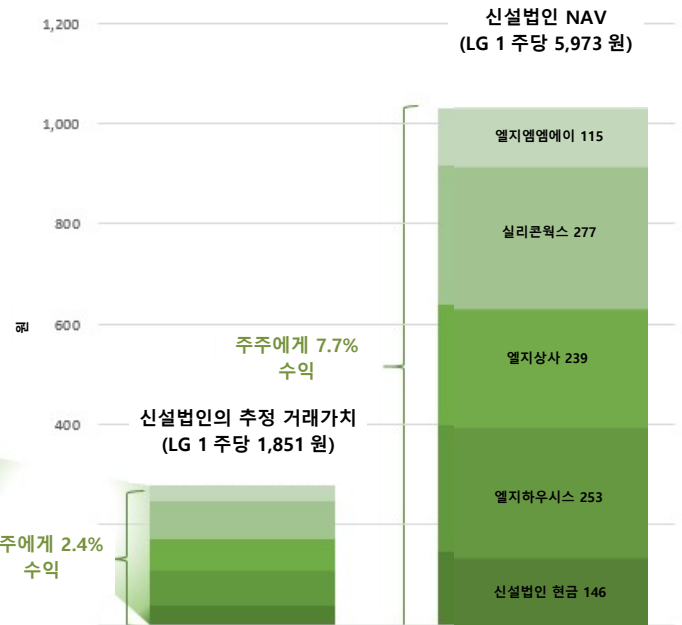
<sup>4</sup> MSCI Korea Small Cap의 평균 시가총액은 4억 2,188만 달러이며, 중간 값은 3억 2,720만 달러입니다(2020년 10월 30일 기준). 미 달러/원 환율 = 1,100 원.  
<https://www.msci.com/documents/10199/5062f82d-c0a4-40a8-a07d-b230d674b0e6>

새로운 지주회사 설립의 명백한 대안으로, 신설법인으로 분리가 예정된 자산을 주주에게 직접 분배하는 방안을 들 수 있습니다. (주)엘지하우시스, (주)LG상사 및 (주)실리콘웍스는 모두 상장기업이고, 현금을 배당금으로 분배할 수 있습니다. LG엠엠에이주식회사는 비상장 회사지만 MMA 분야의 최근 거래상황에 비추어 보면 이 자산도 기관 또는 사모펀드 인수자에게는 장부가치보다 훨씬 더 큰 가치가 있을 수 있습니다.<sup>5</sup> 시장가치가 1조 310억 달러로, 신설법인의 자산은 LG의 2019 회계연도 배당금의 약 3배 정도의 가치가 있습니다. 저희는 이러한 자산을 자물쇠로 닫힌 상자에 가두어 두는 결정은 주주들에게 돌아갈 수 있는 7,110억 원의 가치를 즉각 소멸시키는 것이라고 생각합니다.

**도표 1: LG의 NAV vs. 시가총액 세부내역**



**도표 2: 신설법인의 NAV vs. 시가총액 세부내역**



출처: (주)엘지, 블룸버그, 모건스탠리, 화이트박스 추정치. 2020년 12월 11일 기준 가격.

LG 입장에서는 계열분리로 일부 비전략적인 자산을 처분할 수 있을 것이나, 그로 인해 LG의 현금 9%, 배당금수익의 17% 및 로열티 수익의 3.6%에 해당하는 손해를 보게 될 것입니다. 즉, LG가 장래에 지주회사 차원에서 주주에게 가치를 창출할 수 있는 능력이 아무런 보상도 없이 약화된다는 의미입니다.

<sup>5</sup> 유사거래비교 배수 2019 EBITDA 8.5 를 적용하면 MMA 가치는 6,113 억원입니다.

표2: NAV의 2%를 분배함으로써, LG는 이익의 10%, 현금의 9%를 희생

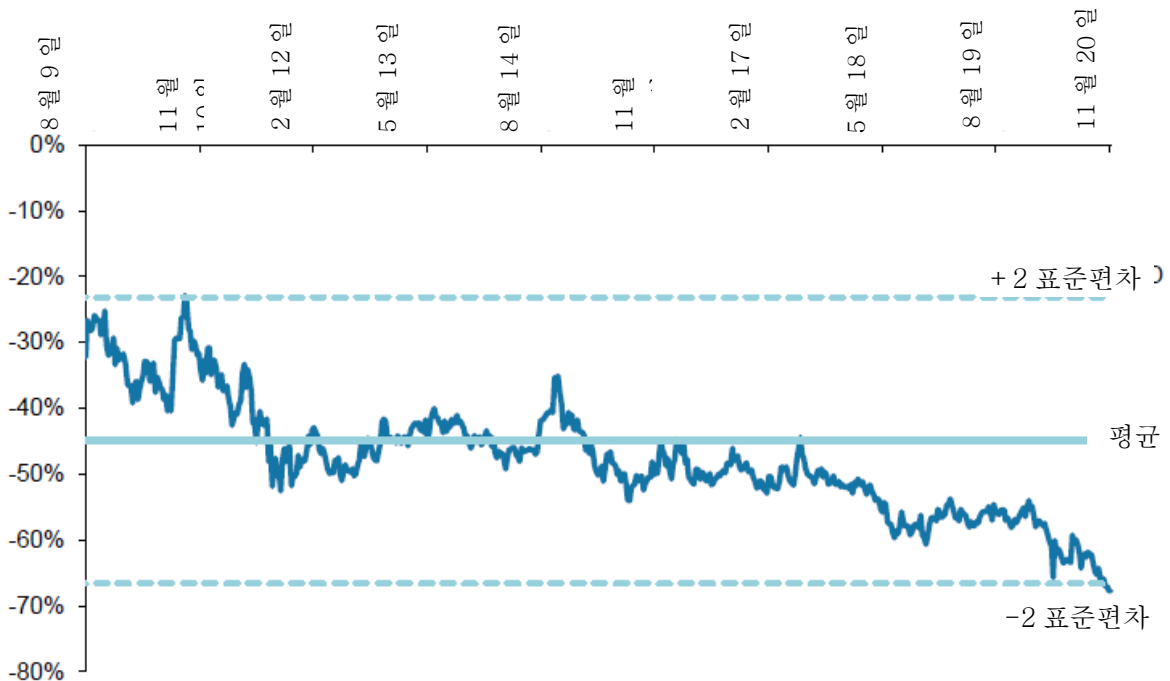
자산 이동(10억원)	현재	분할존속회사 전체 대비 %	분할신규회사 전체 대비 %
순자산가치	47,119.3	46,085.8 97.8%	1,030.7 2.2%
수익(2019회계연도)	874.7	785.3 89.8%	89.4 10.2%
- 배당금	476.2	396.6 83.3%	79.6 16.7%
- 로열티수익	270.6	260.7 96.3%	9.8 3.6%
- 임대소득	127.9	127.9 100.0%	0.0% 0.0%
현금	1,649.9	1,504.0 91.2%	145.9 8.8%

출처: ㈜엘지, 블룸버그, 화이트박스 추정치. 2020년 12월 11일 기준 가격.

LG의 가장 급박한 문제는 자사의 주식이 전례 없는 할인율에 거래된다는 사실입니다.

과거 수 차례 언급한 바와 같이, LG의 최우선 순위는 기업가치 할인의 확대로 인해 손실된 주주 가치를 회복하는 것이어야 합니다. LG는 현재 자산의 총 가치 대비 69%의 할인율에 거래되고 있으며, 이는 지난 10여년의 기간 중 가장 높은 수준입니다.

도표3: LG의 NAV 대비 할인율 추이

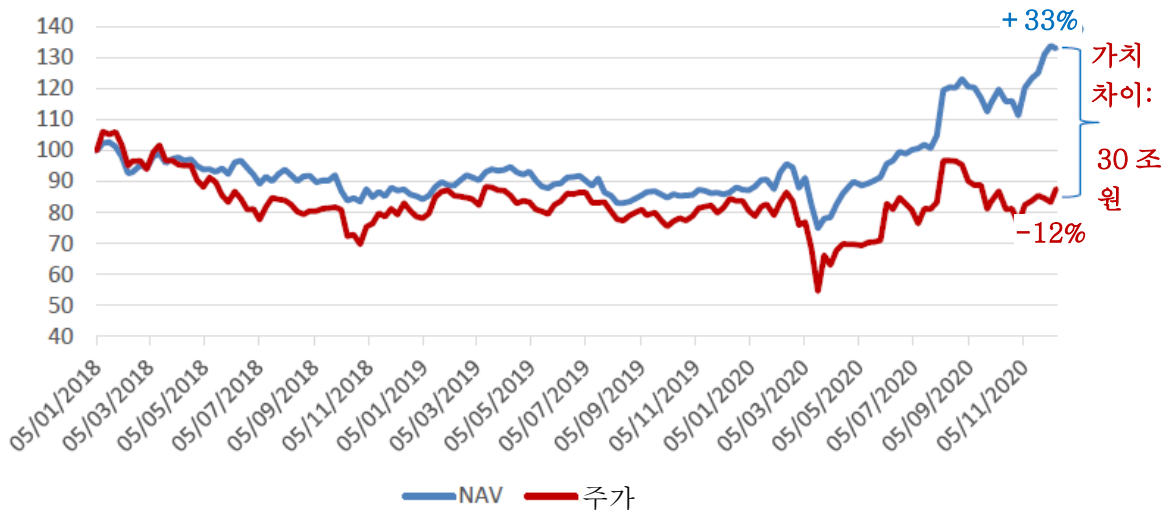


출처: 블룸버그, 모건스탠리

2020년 주요 상장 자회사들인 (주)엘지화학(이하 “LG화학”), (주)엘지전자(이하 “LG전자”) 및 엘지생활건강(“LG생진”)의 주가가 각각 160%, 35%, 24% 오르면서 엄청난 성공을 거두고 LG가 중국 내 건물을 3,000억원에, 엘지씨엔에스에 대한 35% 지분을 1조원에 매각하여 많은 이익을 얻었음에도 불구하고 LG 주가는 금요일 증가 기준 9% 상승하는 데 그쳤습니다. 이는 LG 자산 가치가 강력하게 자리매김하고 있음에도 불구하고, LG의 소액주주들이 얻은 이익은 미미한 수준에 그쳤다는 뜻입니다.

2018년 1월 이후 지난 3년간, 만약 투자자가 100달러 상당의 LG 주식을 매수했다면 현재 그 주식의 가치는 고작 88달러일 것입니다. 만약 투자자가 100달러 상당의 LG 기초자산을 구입했다면, 현재 그 가치는 133달러일 것으로 추정됩니다. 이에 LG의 순자산가치가 33조원에서 44조원으로 33% 증가했음에도 불구하고 LG의 시가총액이 16조원에서 14조원으로 줄어들면서 주주들은 보유 주식 가치가 12% 줄어드는 손해를 봤습니다. 놀랍게도 현재 LG의 자산가치와 시가총액 사이에는 30조5,000억원의 간극이 있습니다. 이것은 위기이고, 이사회와 경영진이 전력을 기울여야 할 사안입니다.

**도표3: 30조원의 가치 차이**



출처: 블룸버그, 모건 스탠리

**이러한 자산 분할결정은 기업 지배구조에 대한 의구심을 낳습니다.**

ESG(환경보호·사회공헌·윤리경영) 정책이 전세계 투자자의 우선 순위가 되고 재벌의 지배구조가 주목을 받고 있는 시점에, 이사회가 차선책인 승계를 위한 지배구조개편 계획, 특히 뚜렷한 전략적 혹은 재무적 근거가 없는 계획을 만장일치로 승인한 이유가 무엇인지 묻습니다.

저희는 이사회 회의록을 통해 이사회가 실무진의 검토자료, LG경제연구원 및 외부 법률 전문가의 검토 결과 등을 검토한 후 7명의 이사 전원이 만장일치로 인적분할 계획을 승인한 것으로 알고 있습니다. 자료들을 토대로 의사록은 이사의 선관주의의무 위반 가능성과 관련해 아무런 문제가 없으며, 이번 분할이 외부 매각 등 다른 방안과 비교해서도 회사와 주주 이익 관점에서 가장 최선의 방안으로 판단된다고 기재하고 있습니다. 저희는 이사회가 이사들 공동의 판단력과 독립성에 의구심을 불러 일으키는 결론을 내렸다고 생각합니다.

저희는 제시된 자료들이 어떻게 인적분할에 대한 시장의 부정적 반응을 예상하지 못했는지 이해할 수가 없습니다. 분할계획 발표 후 3 거래일 동안, LG 주식은 KOSPI 지수를 6.3% 밑도는 실적을 보였습니다. 이는 8,000억원의 가치와 맞먹는 손실에 해당합니다.

저희는 더욱이 이사회가 어떻게 다른 방안들이 인적분할보다 많은 가치를 창출하지 못할 것이라는 결론을 내렸는지 이해가 되지 않습니다. 만일 신설법인의 자산을 주주들에게 직접 배분한다면, 신설지주회사의 3배에 달하는 가치가 있을 것으로 추정됩니다. 그리고 신설법인 자산을 제3자에게 매각할 경우, LG는 자산가치에 의미 있는 프리미엄을 실현할 수 있을 것이라고 예상합니다.

인적분할 계획에서 가장 실망스러운 부분은 코로나-19로 인한 불확실성 속에서도 이사회가 지체 없이 결정을 내렸다는 점인데 이는 분할계획이 회사 입장에서 시급한 우선순위였음을 나타냅니다. 그에 반해 LG의 자본운용계획은 소액주주에게 미치는 중요성과 LG의 심각한 가치격차 해소 가능성에도 불구하고 반복적으로 지연되어 왔습니다.

## 결론

분할계획이 LG 전체에 미치는 영향이 비교적 크지 않다 하더라도 인적분할의 의도, 대안을 일축한 점 그리고 소액주주와의 소통 부족은 더 큰 문제의 징후입니다. 즉 동종 기업 중 가장 훌륭한 기업 지배구조로 평판이 난 ‘한국의 신사’ LG가 소액주주보다 가족을 우선시하는 거래를 제안한 것은 ‘코리아 디스카운트(Korean Discount)’가 지속되는 이유라는 점입니다.

투자자 신뢰는 회복되어야 합니다.

- LG는 이번 분할 계획을 즉각 중단하고, 모든 주주에게 가치를 극대화하는 분할을 제안해야 합니다.

- 이사회는 모든 주주가 동등하고 공평하게 대우받을 수 있도록 회사의 중대한 기업 행위 및 특수관계인간 거래를 평가하기 위해 소액주주를 대표하는 이해충돌이 없는 이사진으로 구성된 지배구조 위원회를 설립하여야 합니다.
- 이사회는 전세계 주요 상장회사 중 자산가치 대비 가장 큰 폭의 할인율에 거래되는 저평가 문제를 즉시 해결하기 위해 자본운용계획 도입을 우선적으로 진행해야 합니다.

LG 이사회와의 소통이 부족했기 때문에(수 차례의 연락에도 불구하고), 저희는 이 서한을 공개할 수밖에 없었습니다. 다른 주주 및 규제당국 또한 ESG 정책 등 우선순위에 비추어 이번 분할을 평가하고 행동해야 합니다.

[ 서 명 ]

사이먼 왁슬리 (Simon Waxley)  
Head of Equity, Whitebox Advisors LLC