

[지주회사]

현대차그룹 지배구조

지배구조 변환 단지 기대감? or 가시화?

2017/03/22

■ 현대차그룹 지배구조 변환의 당위성 But 가시화 될까?

현대차그룹 지배구조는 현대모비스-현대차-기아차-현대모비스로 이어지는 순환 출자 구조를 가지고 있다. 그런데 아쉬운 점은 정의선 부회장이 현대차그룹 지배권의 근간이 되는 현대모비스, 현대차, 기아차 등에 대한 지분을 충분히 가지고 있지 않다는 것이다. 이에 따라 경영권 승계 관점에서는 지배구조 변환이 반드시 필요 하지만 승계에 대하여 관심이 없으면 안 하면 되는 것이다.

다시 말해서 이런 지배구조 취약성 때문에 정의선 부회장이 향후 오너가 되든지 아니면 전문경영인이 되든지 선택만이 남아있다고 보면 될 것이다. 즉, 향후 전문경영인이 되고 싶다면 그룹 지배구조 변환은 일어나지 않을 것이며, 오너가 되고 싶다면 경영권 승계를 할 수 있는 그룹 지배구조 변환이 가시화 될 것이다.

한편, 더불어민주당이 대기업 기존 순환출자 고리를 금지하는 공정거래법 개정안을 발의하였기 때문에 만약 이 법안이 통과된다면 현대차그룹의 경우 그룹 지배구조 근간이 순환출자이므로 그룹 지배구조 변환이 일어나지 않는다면 지배력 약화가 불가피 할 것으로 예상된다.

■ 현대차그룹 지배구조 변환 시나리오

1) 순환출자 해소를 고려하지 않은 지배구조 변환

2) 순환출자 해소 관점에서의 지배구조 변환

현대차그룹이 지주회사로 전환하기 위해서는 현대모비스, 현대차, 기아차 3개 회사를 투자부문과 사업부문으로 인적분할 한 이후 3개 회사의 투자부문을 합병해야 한다. 이렇게 되면 순환출자가 해소하는 동시에 현대차그룹홀딩스의 경우 순환출자 지분만큼 각각의 사업부문 자회사를 거느리게 된다. 그 다음 절차는 현대글로벌비스와 현대차그룹홀딩스의 합병 또는 정의선 부회장 보유 현대글로벌비스 지분을 현대차그룹홀딩스에 현물출자 하여 정의선 부회장이 지주회사인 현대차그룹홀딩스에 대한 지배권을 강화하는 것이다.

■ 현대차그룹 지배구조 관련 수혜주

만약 현대차그룹 지배구조 변환이 3개 회사 인적분할 형태로 가시화 된다면 현대차, 현대모비스, 기아차의 경우 자산가치 등의 리레이팅 관점에서 수혜가 가능할 것이며, 최종적으로는 현대글로벌비스를 그룹 지배력을 확대하는데 활용될 것이므로 수혜가 예상된다.

Analyst 이상헌

(2122-9198)

value3@hi-ib.com

조경진

(2122-9209)

kjcho@hi-ib.com

■ 현대차그룹 지배구조의 취약성

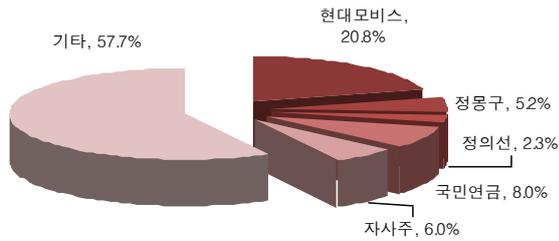
현대차그룹의 실질적인 지주회사 역할을 하고 있는 현대차 주주구성을 살펴보면, 현대모비스 20.8%, 정몽구 5.2%, 정의선 2.3%, 국민연금 8.0%, 자사주 6.0%, 기타 57.7% 등으로 분포되어 있다. 또한 현대차 1대주주인 현대모비스의 주주구성을 살펴보면 기아차 16.9%, 정몽구 7.0%, 현대제철 5.7%, 현대글로비스 0.7%, 국민연금 9.0%, 자사주 2.8%, 기타 58.1% 등으로 분포되어 있다. 그리고 현대모비스 1대주주인 기아차의 주주구성을 살펴보면 현대차 33.9%, 정의선 1.7%, 국민연금 7.1%, 자사주 1.1%, 기타 56.2% 등으로 분포되어 있다.

이와 같이 현대차그룹 지배구조는 현대모비스-현대차-기아차-현대모비스로 이어지는 순환 출자 구조를 가지고 있다. 즉, 현대차 그룹의 주요 3사에 대하여 계열사들이 1대 주주 위치에 있다.

그러나 주요 3사에 대하여 정몽구 회장은 현대차 5.2%, 현대모비스 7.0% 만을, 정의선 부회장은 현대차 2.3%, 기아차 1.7% 만을 보유하고 있으면서 현대차그룹을 지배하는 형태이다. 더군다나 더불어민주당이 대기업 기존 순환출자 고리를 금지하는 공정거래법 개정안을 발의하였기 때문에 만약 이 법안이 통과된다면 현대차그룹의 경우 그룹 지배구조 근간이 순환출자이므로 그룹 지배구조 변환이 일어나지 않는다면 지배력 약화가 불가피 할 것으로 예상된다.

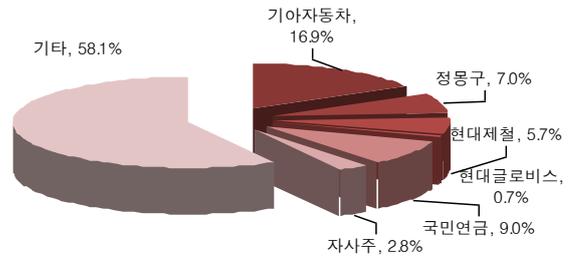
결국에는 향후 정의선 부회장이 전문경영인으로만 활약하기를 원한다면 현재의 체제를 유지하면 되는 것이고, 오히려 경영을 하고 싶으면 지배구조 변환을 가시화 시키면서 현대차그룹을 지배할 수 있도록 지배력을 확충해야 될 것이다. 어찌되었든 그룹 지배구조에 대한 빠른 의사결정으로 작금의 사태처럼 사업적인 리스크로 전이되는 것을 막아야 할 뿐만 아니라 그룹의 성장동력을 가시화 시켜야 한다.

<그림 1>현대차 주주 분포



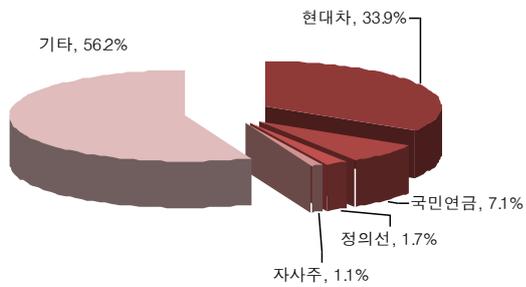
자료: 현대차, 하이투자증권

<그림 2>현대모비스 주주 분포



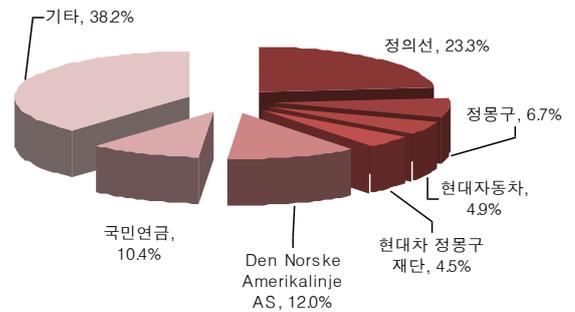
자료: 현대모비스, 하이투자증권

<그림 3>기아차 주주 분포



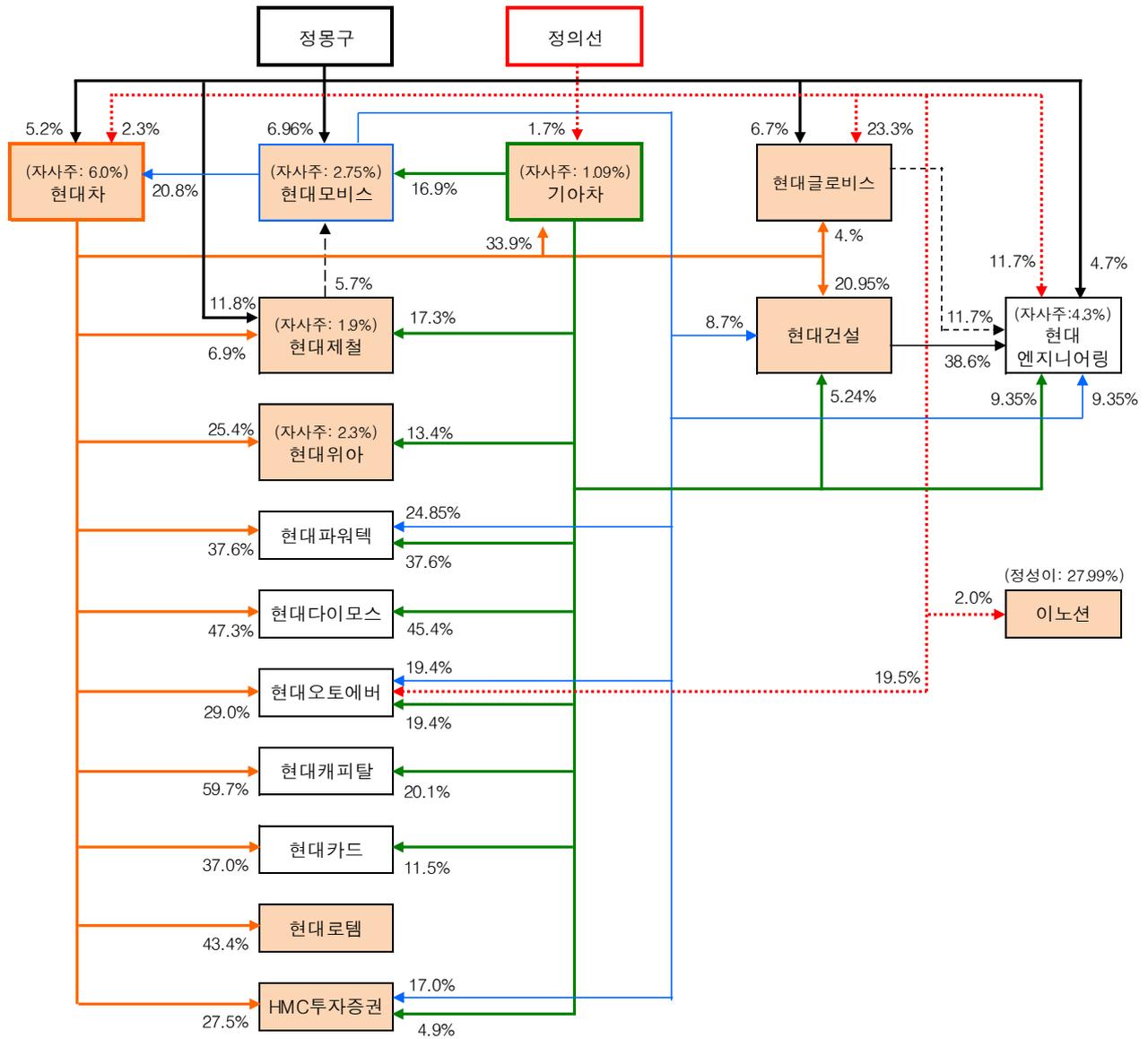
자료: 기아차, 하이투자증권

<그림 4>현대글로벌비스 주주 분포



자료: 현대글로벌비스, 하이투자증권

<그림 5> 현대차그룹 지배구조



자료: 각 사 사업보고서 및 공시, 하이투자증권

■ 현대차그룹 지배구조 변환 시나리오

현대차그룹은 현대모비스-현대차-기아차-현대모비스로 이어지는 순환출자와 더불어 현대모비스, 현대차, 기아차가 대부분의 계열사 지분을 보유하고 있다.

정의선 부회장의 경우 의미있게 보유하고 있는 지분이 현대글로벌비스 23.3%이므로 경영권 승계를 위한 지배구조 변환이 어떤 시나리오로 진행이 되든 현대글로벌비스 지분을 반드시 활용해야 될 것이다.

1) 순환출자 해소를 고려하지 않은 지배구조 변환

우선 고려할 수 있는 시나리오는 현대모비스를 투자부문과 사업부문으로 인적분할 한 이후 현대모비스 투자부문과 현대글로벌비스를 합병하는 것이다. 이 시나리오의 경우 지주회사로 전환할 필요가 없으면서도 비교적 단계별 절차가 복잡하지 않다. 다만, 순환출자는 그대로 존재한다는 단점이 있다.

2) 순환출자 해소 관점에서의 지배구조 변환

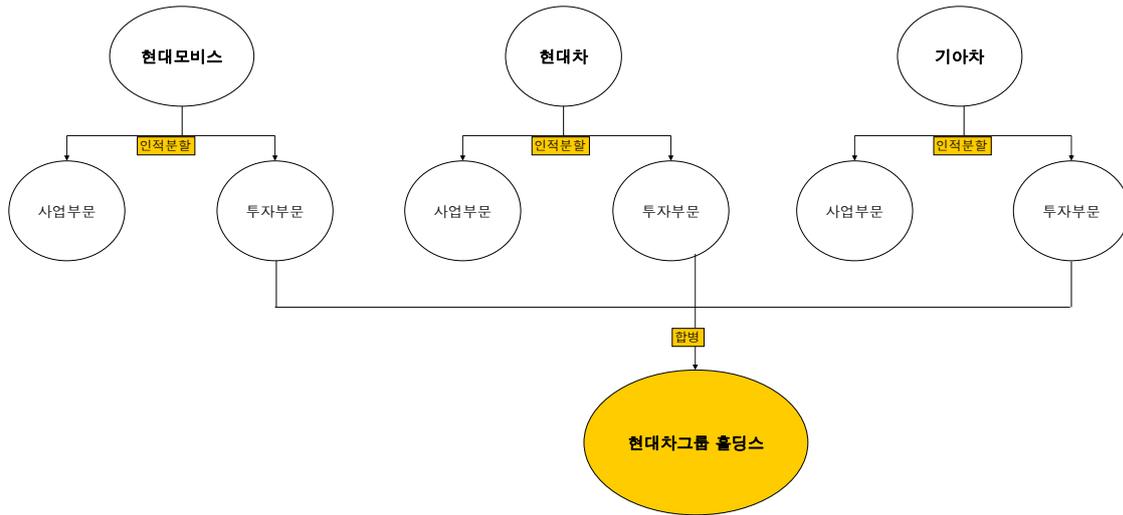
향후 순환출자 규제가 강화될 경우 현대차그룹은 순환출자규모가 커서 계열사 간 지분 매각 및 매입을 통해 해결될 수 없다. 따라서 순환출자를 해소하기 위해서는 지주회사로 전환하는 것이 가장 좋은 방법인 동시에 정의선 부회장의 그룹 지배권을 강화하는 효과를 가져오게 할 것이다.

지난해 현대모비스의 자사주 매입 및 정의선 부회장의 현대차 지분 매입 등은 향후 지주회사 전환에 대한 연장선상에서 살펴보면 될 것이다.

현대차그룹이 지주회사로 전환하기 위해서는 현대모비스, 현대차, 기아차 3개 회사를 투자부문과 사업부문으로 인적분할 한 이후 3개 회사의 투자부문을 합병해야 한다. 이렇게 되면 순환출자가 해소하는 동시에 현대차그룹홀딩스의 경우 순환출자 지분만큼 각각의 사업부문 자회사를 거느리게 된다. 그 다음 절차는 현대글로벌비스와 현대차그룹홀딩스의 합병 또는 정의선 부회장 보유 현대글로벌비스 지분을 현대차그룹홀딩스에 현물출자 하여 정의선 부회장이 지주회사인 현대차그룹홀딩스에 대한 지배권을 강화하는 것이다.

한편, 중간금융지주회사 관련 공정거래법이 통과될 경우 현대차그룹홀딩스 자회사로 중간금융지주회사를 편입하여 금융회사 처리 문제를 해결할 수 있을 것이다.

<그림 6> 현대모비스, 현대차, 기아차 각각 인적분할 한 이후 3개 회사의 투자부문 합병

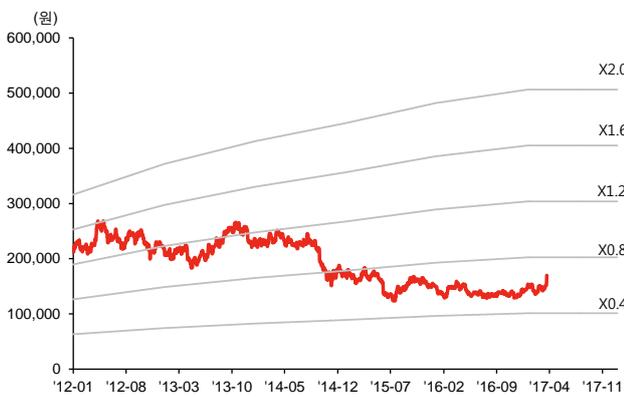


자료: 하이투자증권

■ 현대차그룹 지배구조 관련 수혜주

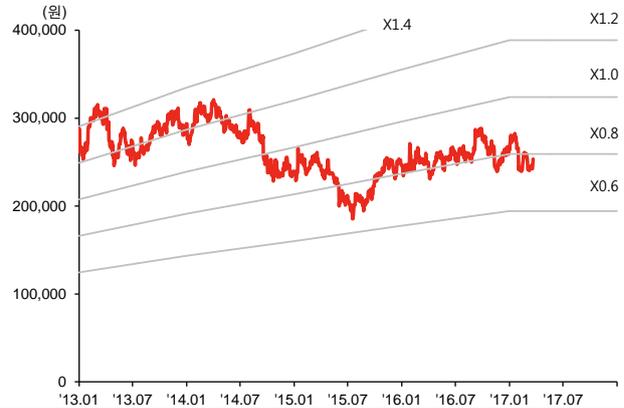
만약 현대차그룹 지배구조 변환이 3개 회사 인적분할 형태로 가시화 된다면 현대차, 현대모비스, 기아차의 경우 자산가치 등의 리레이팅 관점에서 수혜가 가능할 것이며, 최종적으로는 현대글로비스를 그룹 지배력을 확대하는데 활용될 것이므로 수혜가 예상된다.

<그림 7> 현대차 PBR 밴드



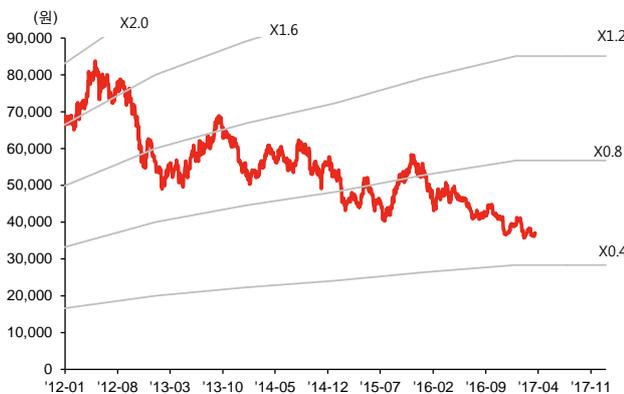
자료: DataGuide, 하이투자증권

<그림 8> 현대모비스 PBR 밴드



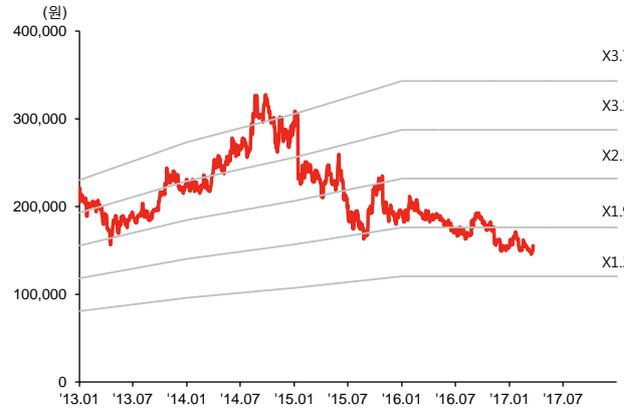
자료: DataGuide, 하이투자증권

<그림 9> 기아차 PBR 밴드



자료: DataGuide, 하이투자증권

<그림 10> 현대글로비스 PBR 밴드



자료: DataGuide, 하이투자증권

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 조경진)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자조건은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2014년 5월 12일 부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2016-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
----	----	--------	----



투자의견 비율(%)	89.2%	10.8%	-
------------	-------	-------	---
