



Analyst
권순우
soonwoo@sk.com
02-3773-8882

자동차

Elliott, 현대차그룹에 지배구조 개편안 재차 건의

Elliott, 현대차그룹에 지배구조 개편안 재차 건의. 현대차/모비스의 배당확대와 기아차의 잉여금 과소상태 해소, 투명한 이사회 및 기업구조 도입에 대해 재차 언급. 금번 제안에서는 모비스 A/S 부문과 모듈부문의 분할 → A/S+현대차, 모듈+글로비스 합병 → 지분 매입의 방식을 제시. 낮은 valuation 상황에서 기대감이 반영될 수 있지만, 실현가능성은 미지수

Elliott, 현대차그룹에 지배구조 개편안 재차 건의

- 지난 주 9월 6일 장종료 이후 Bloomberg 등 외신에서 엘리엇(Elliott)이 지난 8월 14일 현대차그룹에 지배구조 개편과 관련한 서한(Letter)을 전달했다고 보도
- 이전 개편안 당시 HMG 개편안의 부족한 점을 개선하기 위하여 제안한 'Accelerate Hyundai' 홈페이지(www.acceleratehyundai.com)에 3사에 송부한 서한을 공개
- 8월 13일 기준으로 엘리엇이 보유했다고 발표한 현대차그룹 지분율은 보통주 기준으로 현대차 3.0%, 기아차 2.1%, 현대모비스 2.5% 수준
- 과거 제안에서처럼 1)현대차와 모비스가 경쟁사 대비 과다하게 보유한 잉여금을 바탕으로 자본효율성과 주주가치를 위해 분기/반기마다 높은 배당을 지급하고, 2)기아차는 보유하고 있는 모비스의 가치 재평가를 통해 잉여금 과소 상태에서 벗어나야 하며, 3)최고 수준의 투명한 이사회와 기업구조 도입이 필요하다고 재차 언급
- 과거와 달라진 점은 지배구조 개편 방식의 변경. 지난 제안에서는 현대차와 모비스의 합병 → 지주회사 / 사업회사 분할 → 공개매수 방식을 권고
- 금번에는 1)현대모비스의 사업부를 A/S 부문과 모듈부문으로 분할한 이후, 2)A/S 부문은 현대차와 합병시킴과 동시에 3)모듈부문은 현대글로비스와 합병 진행. 이후 4)합병 글로비스는 기아차와 총수일가로부터 합병 현대차의 지분을 매입하고 5)지배력 강화를 위해 총수일가는 합병글로비스 지분을 추가 인수하는 방안을 제시. 완료되면 총수일가 → 합병글로비스 → 합병현대차 → 기아차 형태로 지배구조 정리

낮은 valuation 상황에서 기대감 반영 가능하지만, 실현가능성은 미지수

- 지배구조 개편 가능성에 대한 기대감을 높였다는 점은 긍정적임. 그러나 1)여전히 복잡한 변경방식(분할+합병)과 2)분할/합병 시 주주들의 찬성여부, 3)지속될 것으로 예상되는 일감몰아주기 이슈, 4)제철 등 여타 계열사에 대한 방안, 5)총수일가의 자금 동원 가능성, 6)향후 투자 등을 감안하면 제시된 개편안의 실현가능성은 낮다는 판단
- 순환출자 해소와 지배구조 개편, 이해관계자와 강화된 주주권익을 동시에 만족시키기 위한 현대차그룹의 신중한 검토가 필요. 순환출자 해소와 현대차 금융계열사나 증손회사 지분 문제 등을 해소하면서 법적, 행정적 절차를 만족하기까지에는 상당한 시간이 소요될 것이라는 기존의 스탠스 유지
- PBR 기준으로 낮은 valuation과 무난했던 8월 글로벌 도매 및 양호한 미국 소매판매 결과와 함께 개편안에 대한 기대감으로 지난주 주가는 상승. 단 최근 시가총액 상위섹터의 주가하락에 따른 수급상 반사수혜도 있었다는 점을 염두할 필요
- 당사에서는 연말까지의 관전포인트로 기저효과의 소멸가능성과 선진시장 및 신흥국의 수요 불확실성을 꼽고 있음. PBR 기준으로 낮은 valuation을 부여받고 있지만, 주가의 추세전환을 위해서는 의미있는 판매확대가 필요
- 불확실한 외부환경 하에서 1)생산보다는 판매중심의 정책이 진행되고 있고, 2)상대적으로 실적의 안정성이 높으며, 3)개편안에 대한 기대감이 반영될 수 있는 완성차 중심으로의 대응을 권고

<그림 1> 엘리엇 지난 8월 14일 현대차그룹에 개편안 관련 서한 전달

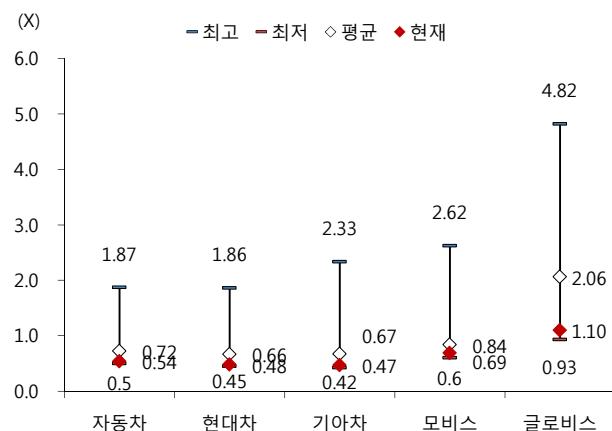
HMG Letters

August 14, 2018

Elliott's Letter to Directors of Hyundai Motor Company
 Elliott's Letter to Directors of Kia Motors Corporation
 Elliott's Letter to Directors of Hyundai Mobis Co., Ltd.

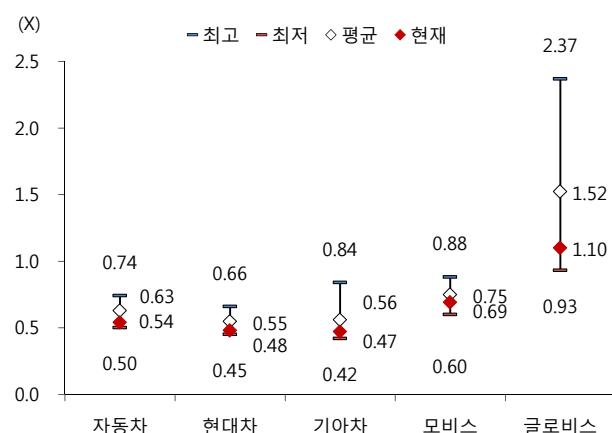
자료: Elliott, SK 증권

<그림 2> 2011년 이후 PBR 최고/최저/평균/현재



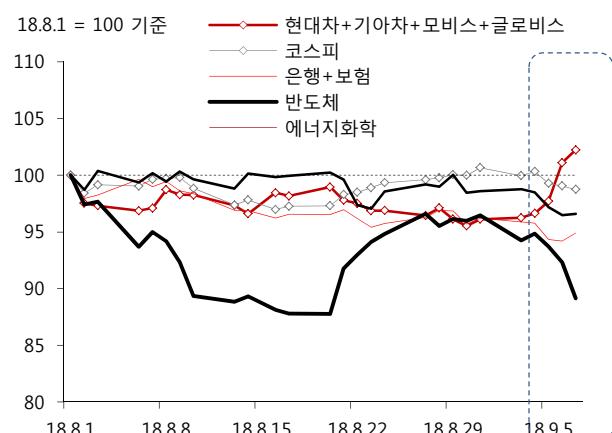
자료: Quantewise, SK 증권

<그림 3> 최근 3년 PBR 최고/최저/평균/현재



자료: Quantewise, SK 증권

<그림 4> 시가총액 Index – 지난주는 수급상 반사수혜 영향도 존재



자료: Quantewise, SK 증권

Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석팀당사는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 9월 10일 기준)

매수	92.97%	중립	7.03%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----