



▲ 자동차/타이어
Analyst 김준성
02. 6098-6690
joonsung.kim@meritz.co.kr

현대차그룹

중요해진 지지율, 더욱 귀해진 주주가치

- ✓ 특별배당/이사선임 등에 대해 Elliott과의 대립이 예상되는 3월 주주총회를 앞두고, 지난 26일 모비스·현대차는 새로운 주주친화정책 및 안건들을 제시
- ✓ 새롭게 제시된 주주친화정책이 기업가치에 미치는 산술적 영향은 제한적, 그러나 높아진 주주가치를 고려해야만 하는 현대차그룹의 변화된 태도는 투자심리에 긍정적
- ✓ 향후 기업가치 방향성은 최근 보여진 영업지표 개선을 통한 실적 증대라는 본질과 더불어, 지배구조 개편 과정 속 등장할 추가적인 주주친화정책 강도에 연동될 전망

Overweight

Top Picks

현대모비스(012330)	Buy	270,000원
현대차(005380)	Buy	150,000원

What's New? 모비스, 현대차가 제시한 주주총회 안건의 의미

1) 모비스 주주환원 (신규 제안): 19년 하반기부터 21년까지 총 1조원 자기주식 매입 (기존 1,875억원에서 상향). 예고됐던 1,875억원 (매년 625억원씩)은 매입 후 소각이 진행될 예정이나, 잔여 매입 8,125억원에 대한 소각은 미정

2) 모비스 주주환원 (기존 제안): 잉여현금흐름의 20~40% 배당 (향후 3년 1.1조원 이상), 보유 중인 자기주식 200만주 (약 4,600억원, 발행주식의 2.1%)를 19년 하반기 중 소각

Implication: 3년간 총 2.6조원 (자기주식 매입 1조원 + 배당 1.1조원 + 자기주식 소각 4,600억원) 규모 주주환원 발표. 이는 지배구조 개편과정을 18년 先구조제시/後주주정책 제시의 반대로 변경해 매수청구가격이 정해진 이후의 주주정책 논쟁여지를 축소하며, 동시에 행동주의 펀드 Elliott의 특별배당 제안 (2.5조원, 주당 26,399원)에 대한 대안을 제시. 참고로 Elliott은 동시에 현대차에 대해서도 특별배당 (4.5조원, 주당 21,697원)을 제안

3) 모비스 경영환경 (신규 제안): 정의선 부회장을 대표이사 선임하며, 미국 헛지펀드/파밀리오피스 Archegos Capital 공동대표 Brian Jones를 재무/투자담당 사외이사로 제시

4) 현대차 경영환경 (신규 제안): 모비스와 같이 정 부회장을 대표이사 선임하고, 現UBS WM 부회장 윤치원과 前Capital International 파트너 Eugene Ohr를 신규 사외이사로 제시

Implication: 정 부회장의 대표이사 선임은 17년 경영참여, 18년 인사개편에 뒤이은 지분구조 관점에서의 지배구조 개편이 가까워졌음을 의미. 해외 운용업계 인력들의 사외이사 선임은 Elliott 선정 사외이사 선임과 외국인 주주 공조를 방어하기 위한 목적으로 판단

What's Next? 가까워진 지배구조 개편, 높아진 주주가치

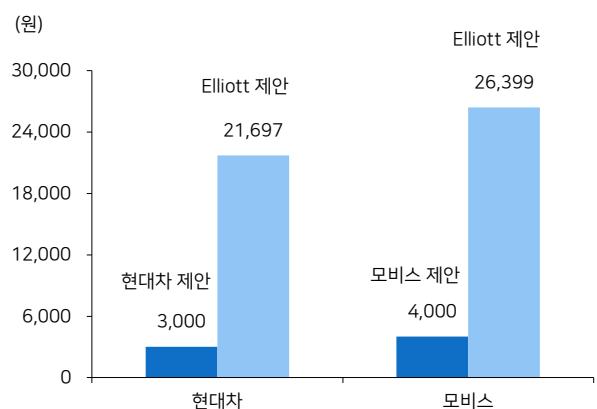
제시된 주주정책에 근거한 산술적 기업가치 개선은 제한적이다. 배당/자기주식 소각은 새롭지 않으며, 추가 자기주식 매입은 소각을 보장하지 않고 있다. 전량 소각된다 가정해도 주당이익 개선은 +4% 남짓이다. 결국 기업가치 평가의 관건은 최근 보여진 영업지표 개선 지속을 통한 실적 증대라는 본질로 회귀한다. 다만, 확실하게 보여진 변화는 현대차그룹이 주총 지분경쟁 속에서 높아진 주주가치를 인정하고 주주 동의를 얻기 위한 '실적개선 → 주주친화정책 확대 → 공정한 지배구조 개편안 제시'를 목표하고 있다는 점이며, 이는 투자심리에 긍정적이라고 판단한다.

그림1 18년 11월, Elliott이 Conway MacKenzie의 분석을 통해 제시한 현대차/모비스 잉여현금 (각각 7.9-9.2조원, 3.9-4.9조원)

측정 기준	현대자동차(주)				현대모비스(주)			
	HMC 비율	동종 기업 비율	내재된 순현금자산 ¹	내재된 잉여현금	모비스 비율	동종 기업 비율	내재된 현금 자산 ²	내재된 잉여현금
매출 대비 현금 비율	22%	9%	₩ 6,974,356	₩ 9,214,490	26%	12%	₩ 4,138,087	₩ 4,905,761
시가총액 대비 현금 비율	50%	18%	5,776,786	10,412,059	36%	15%	3,792,880	5,250,968
영업용 부채 대비 현금 비율	53%	24%	7,422,095	8,766,751	143%	48%	3,030,439	6,013,409
자산 대비 현금 비율	16%	9%	8,265,543	7,923,303	18%	11%	5,133,524	3,910,324

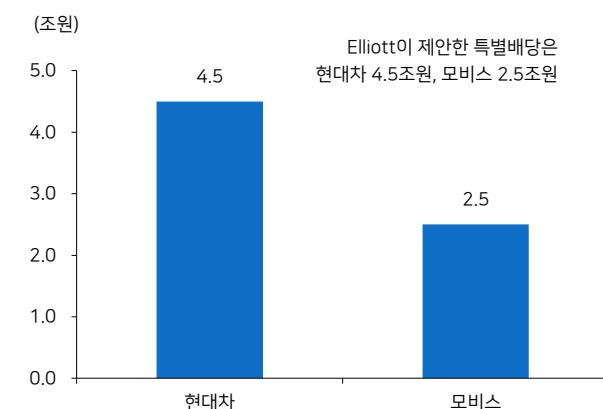
자료: Elliott Management, 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 Elliott은 특별배당을 통해 잉여현금 효율화를 제안



자료: 현대차, 현대모비스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 이번 주총에서 Elliott 제안 특별배당 총액은 7.0조원



자료: 현대차, 현대모비스, 메리츠종금증권 리서치센터

표1 현대차 위임장에 등장한 Elliott의 주주제안 (특별배당과 이사선임)

구분	주주총회 목적사항	찬성	반대
제 1호 의안	제51기(2018년 1월 1일 ~ 12월 31일) 제무재표 및 기말배당 승인의 건		
제 1-1호	제51기 제무재표 승인의 건		
제 1-2호	제51기 기말배당 및 이익잉여금처분계산서 승인의 건		
제 1-2-1호	현금배당(예정) 3,000원/주당(보통주, 이사회 안) (우선주 3,050원/주, 2우선주 3,100원, 3우선주 3,050원/주)		
제 1-2-2호	현금배당(예정) 21,967원/주당(보통주, 주주제안) (우선주 22,017원/주, 2우선주 22,067원, 3우선주 22,017원/주)		
제 2호 의안	정관 일부 변경의 건		
제 2-1호	주식 및 주권의 종류 (제6조, 제6조4)		
제 2-2호	명의개서대리인 (제11조)		
제 2-3호	주주 등의 주소 · 성명 및 인감신고 (제12조)		
제 2-4호	감사위원회의 직무(제32조)		
제 2-5호	목 적 (제2조)		
제 2-6호	공고방법 (제4조)		
제 2-7호	주주명부의 폐쇄 (제13조)		
제 2-8호	부 칙 (2019.3.22)		
제 2-9호	이사회 내 위원회 (제31조) (주주제안)		
제 3호 의안	이사 선임의 건		
제 3-1호	사외이사 선임의 건 (선임예정 이사 수 : 3인)		
제 3-1-1호	윤 치 원		
제 3-1-2호	Eugene M. Ohr		
제 3-1-3호	이 상 승		
제 3-1-4호	John Y. Liu (주주제안)		
제 3-1-5호	Robert Randall MacEwen (주주제안)		
제 3-1-6호	Margaret S. Biermann		
제 3-2호	사내이사 선임의 건 (선임예정 이사 수 : 3인)		
제 3-2-1호	정 의 선		
제 3-2-2호	이 상 승		
제 3-2-3호	Albert Biermann		
제 4호 의안	감사위원회 위원 선임의 건		
제 4-1호	윤 치 원		
제 4-2호	이 상 승		
제 4-3호	John Y. Liu (주주제안)		
제 4-4호	Robert Randall MacEwen (주주제안)		
제 4-5호	Margaret S. Biermann		
제 5호 의안	이사 보수한도 승인의 건		

자료: 현대차, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 현대모비스 위임장에 등장한 Elliott의 주주제안 (특별배당과 이사선임)

구분	주주총회 목적사항	찬성	반대
제 1호 의안	제42기 재무제표(이익잉여금처분계산서 제외) 승인의 건 (2018년 1월 1일 ~ 12월 31일)		
제 2호 의안	이익잉여금처분계산서 승인의 건		
제 2-1호	이익잉여금처분계산서 승인의 건 (주당 배당금 : 보통주 4,000원, 우선주 4,050원)		
제 2-2호	이익잉여금처분계산서 승인의 건 (주주제안) (주당 배당금 : 보통주 26,399원, 우선주 26,449원)		
제 3호 의안	정관 일부 변경의 건		
제 3-1호	정관 일부 변경의 건 (외부감사법 개정, 전자증권법 시행에 따른 정관개정)		
제 3-2호	정관 일부 변경의 건 (정관 제29조(이사의 수) 개정, 주주제안)		
제 3-3호	정관 일부 변경의 건 (정관 제40조의2(위원회) 개정, 주주제안)		
제 4호 의안	이사 선임의 건		
제 4-1호	사외이사 선임의 건 (선임예정 이사 수 : 2인(단, 제 3-2호 의안 가결시, 4인))		
제 4-1-1호	Brian D. Jones		
제 4-1-2호	Karl-Thomas Neumann		
제 4-1-3호	Robert Allen Kruse Jr. (주주제안)		
제 4-1-4호	Rudolph William C. Von Meister (주주제안)		
제 4-2호	사내이사 선임의 건 (선임예정 이사 수 : 3인)		
제 4-2-1호	정 몽 구		
제 4-2-2호	박 정 국		
제 4-2-3호	배 형 근		
제 5호 의안	감사위원회 의원 선임의 건		
제 5-1호	Brian D. Jones		
제 5-2호	Karl-Thomas Neumann		
제 5-3호	Robert Allen Kruse Jr. (주주제안)		
제 5-4호	Rudolph William C. Von Meister (주주제안)		
제 6호 의안	이사 보수한도 승인의 건		

자료: 현대모비스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 Elliott에 대한 대응과 주주 가치제고를 위해 모비스가 제시한 이사회 운영 개선안

이사회의 다양성·전문성·독립성 강화로 투명성 제고



글로벌 경영/기술 및 재무 전문가 선임으로 다양성, 전문성 강화

Dr. Karl-Thomas Neumann
경영/기술 전문가

- 미래 자동차의 경영 및 기술 전문가
- Continental, VW China, OPEL CEO
- 자동차 산업전반에서 30년 이상의 경력
- 최고 경영진으로 활동

• 현직

- EVELOZCITY 2018 ~, Mobility 담당
- KTN GmbH 2018 ~, Founder
- 전직
- OPEL 2013~2018, Member of BoD / CEO / EVP
- Volkswagen Group China 2009 ~ 2012, CEO
- Continental 2004 ~ 2009, CTO / CEO
- Volkswagen AG
- 1999 ~ 2004, Development, Electronics Director
- Motorola Semiconductors
- 1993 ~ 1999, Strategy & Advanced System Labs Director

Brian D. Jones
재무 전문가

- 기업재무 및 투자 분야의 최고 전문가
- 미국 공인회계사(USCPA)
- Bear Stearns 13년 근무 등 기업재무 및 투자관련 분야에서 30년 이상의 경력

• 현직

- Archegos Capital Management 2016 ~, Co-president
- BankCap Partners 2005 ~, Partner & CEO
- Bridgeview Bank Group Member of BoD
- 전직
- Atlantic Capital Member of BoD
- Xenith Bankshares Member of BoD
- Bear Stearns & Co. 1989 ~ 2002, Senior MD

정의선 수석 부회장 대표이사 취임으로 책임경영 강화¹⁾

정몽구 회장

- 현 대모비스 대표이사 회장
- 겸 현대자동차 대표이사 회장
- 한양대 공업경영학 학사



정의선 수석 부회장

- 현 대모비스 수석부회장
- 겸 현대자동차 수석부회장 및 이사, 기아자동차 이사, 현대제철 이사
- 샌프란시스코대 경영학 석사



박정국 사장

- 현 대모비스 사장
- 한국 자동차 공학회 부회장
- 전) 현대캐피탈 대표이사 사장
- 현대엔지니어링 대표이사 부사장
- 현대차 미국기술연구소 소장
- 서울대 기계공학 석사

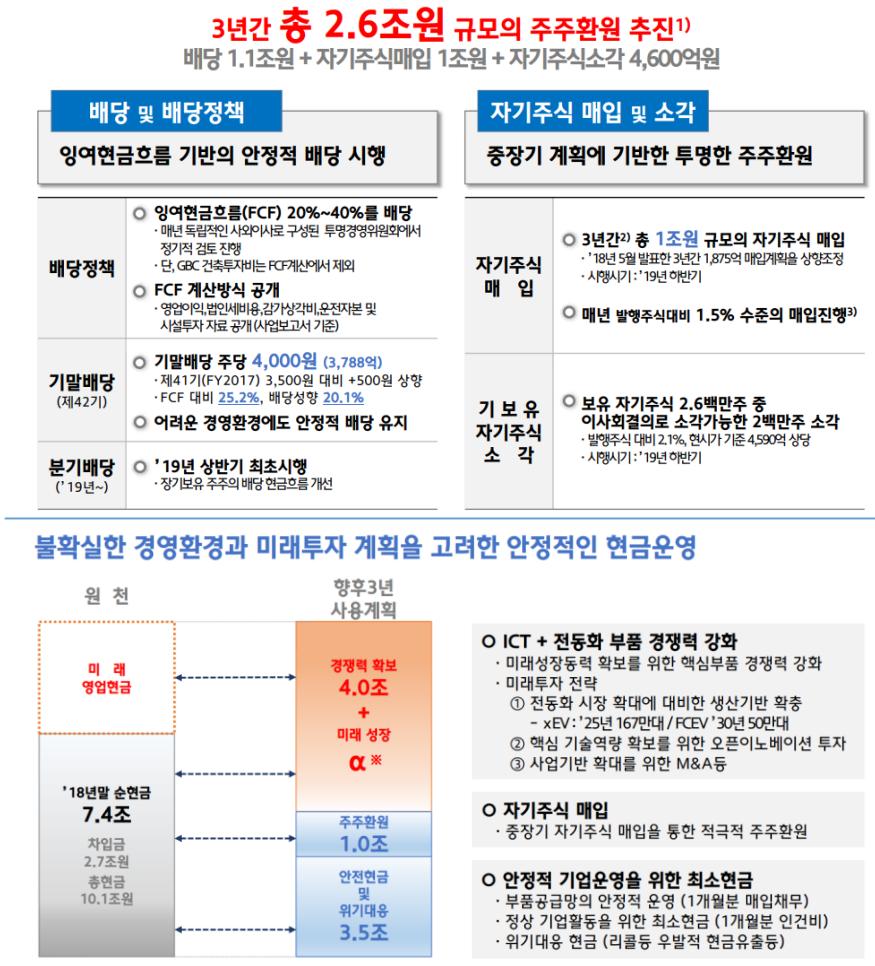


배영근 부사장

- 현 대모비스 재경본부장
- 전) 현대차 기업전략실 사업부장
- 고려대 경영학 학사

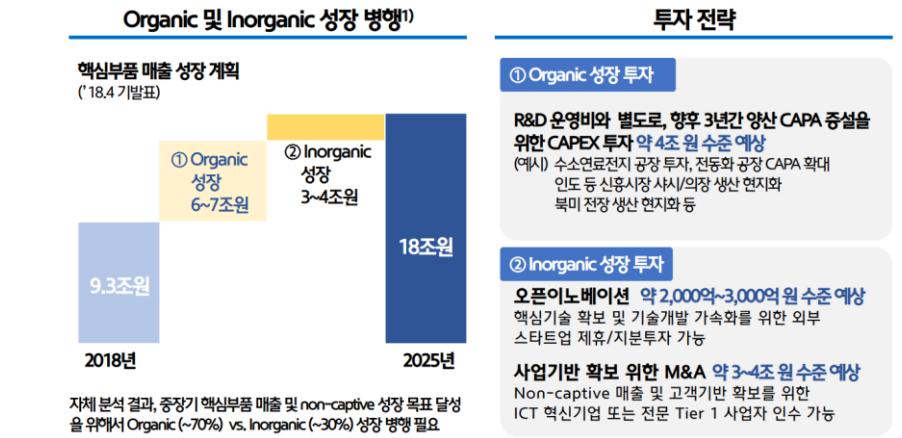
자료: 현대모비스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림5 Elliott이 제시한 특별배당 2.5조원에 대응하고자 모비스가 제시한 주주친화정책



순현금(7.4조)은 안전/위기대응을 위한 최소현금, 주주환원, M&A등 미래투자를 위한 재원
※ 미래투자는 향후 3년간 시설투자 약 4조원 + 오픈이노베이션 및 M&A 약 3~4조원 소요될 것으로 검토

ICT, 전동화 시장 성장기 진입으로 향후 3년간 양산시장 형성 대비 집중 투자 필요



자료: 현대모비스, 메리츠종금증권 리서치센터

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 2월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 2월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 2월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김준성)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성을 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상	
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만	
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만	
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만	
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)		

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

현대모비스 (012330) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.03.27	산업분석	Buy	325,000	김준성	-25.8	-16.0	
2017.05.22	산업분석	Buy	325,000	김준성	-23.6	-12.9	
2017.07.10	산업브리프	Buy	325,000	김준성	-23.7	-12.9	
2017.07.31	기업브리프	Buy	325,000	김준성	-24.5	-12.9	
2017.10.18	기업브리프	Buy	325,000	김준성	-24.0	-12.9	
2017.11.27	산업분석	Buy	325,000	김준성	-23.4	-12.9	
2018.01.15	산업분석	Buy	325,000	김준성	-23.3	-12.9	
2018.01.26	기업브리프	Trading Buy	290,000	김준성	-19.6	-9.8	
2018.03.29	산업브리프	Buy	320,000	김준성	-22.9	-20.6	
2018.04.02	산업분석	Buy	320,000	김준성	-20.1	-17.3	
2018.04.16	산업분석	Buy	320,000	김준성	-21.1	-17.3	
2018.04.24	산업브리프	Buy	320,000	김준성	-23.1	-17.3	
2018.05.24	산업분석	Buy	320,000	김준성	-27.6	-17.3	
2018.07.27	기업브리프	Buy	300,000	김준성	-23.7	-21.7	
2018.09.07	산업브리프	Buy	300,000	김준성	-25.0	-21.0	
2018.10.12	산업브리프	Buy	270,000	김준성	-29.1	-26.5	
2018.10.29	산업브리프	Buy	270,000	김준성	-29.3	-26.5	
2018.11.07	산업분석	Buy	270,000	김준성	-29.1	-20.4	
2019.01.28	기업브리프	Buy	270,000	김준성	-27.1	-16.7	
2019.02.27	산업브리프	Buy	270,000	김준성	-	-	

현대차 (005380) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천	자료	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.03.15	기업브리프	Trading Buy	150,000	김준성	-1.4	13.3	
2017.03.27	산업분석	Hold	150,000	김준성	-0.4	13.3	
2017.04.04	산업브리프	Hold	150,000	김준성	-1.4	13.3	
2017.04.27	기업브리프	Hold	150,000	김준성	-1.4	13.3	
2017.05.04	산업브리프	Hold	150,000	김준성	-0.4	13.3	
2017.05.22	산업분석	Buy	192,000	김준성	-14.9	-11.5	
2017.07.03	산업브리프	Buy	192,000	김준성	-15.4	-11.5	
2017.07.10	산업브리프	Buy	192,000	김준성	-17.4	-11.5	
2017.07.27	기업브리프	Buy	192,000	김준성	-17.9	-11.5	
2017.08.02	산업브리프	Buy	192,000	김준성	-19.8	-11.5	
2017.09.01	산업브리프	Buy	192,000	김준성	-21.4	-11.5	
2017.10.11	산업분석	Buy	192,000	김준성	-21.3	-11.5	
2017.10.11	산업브리프	Buy	192,000	김준성	-21.3	-11.5	
2017.10.27	기업브리프	Buy	192,000	김준성	-21.1	-11.5	
2017.11.02	산업브리프	Buy	192,000	김준성	-20.7	-11.5	
2017.11.27	산업분석	Buy	200,000	김준성	-19.8	-17.8	
2017.12.04	산업브리프	Buy	200,000	김준성	-22.1	-17.8	
2018.01.03	기업브리프	Buy	200,000	김준성	-22.6	-17.8	
2018.01.15	산업분석	Buy	200,000	김준성	-22.2	-17.8	
2018.01.26	기업브리프	Buy	200,000	김준성	-22.2	-17.8	
2018.02.01	산업브리프	Buy	200,000	김준성	-21.8	-17.8	
2018.03.05	산업브리프	Buy	200,000	김준성	-21.9	-17.8	
2018.03.08	산업브리프	Buy	200,000	김준성	-22.5	-17.8	
2018.04.16	산업분석	Buy	200,000	김준성	-22.4	-17.8	
2018.04.24	산업브리프	Buy	200,000	김준성	-22.3	-17.8	
2018.04.27	기업브리프	Buy	200,000	김준성	-22.3	-17.8	
2018.05.02	산업브리프	Buy	200,000	김준성	-22.4	-17.8	
2018.05.24	산업분석	Buy	200,000	김준성	-22.9	-17.8	
2018.06.04	산업브리프	Buy	200,000	김준성	-24.2	-17.8	
2018.07.02	산업브리프	Buy	200,000	김준성	-24.9	-17.8	
2018.07.12	기업브리프	Buy	175,000	김준성	-28.7	-27.4	
2018.07.23	기업브리프	Buy	175,000	김준성	-27.7	-25.4	
2018.07.27	기업브리프	Buy	175,000	김준성	-27.8	-23.4	
2018.09.07	산업브리프	Buy	175,000	김준성	-27.5	-23.4	
2018.10.11	산업브리프	Buy	175,000	김준성	-28.5	-23.4	
2018.10.26	기업브리프	Buy	150,000	김준성	-28.5	-26.7	
2018.11.07	산업분석	Buy	140,000	김준성	-21.0	-12.1	
2019.01.14	산업분석	Buy	140,000	김준성	-18.9	-6.4	
2019.01.25	기업브리프	Buy	150,000	김준성	-17.0	-13.7	
2019.02.27	산업브리프	Buy	150,000	김준성	-	-	

