

[지주/소프트웨어]

정대로  
02-3774-1634  
daero.jeong@miraeasset.com

이수연  
02-3774-7162  
sy\_lee@miraeasset.com

# 지주회사

## 현대차그룹 지배구조 개편, 어떻게 풀어야 할까?

### 현대차그룹 지배구조 개편안 주요 내용 정리

지배회사(존속 모비스) 설립(①), 이후 대주주-계열사 주식 양수도로 지배력 확대 및 순환출자/일감몰아주기 논란 해소(②)

① 모비스 인적분할(존속:신설=0.79:0.21) 후 글로벌비스와 분할 모비스를 합병(글로벌비스:분할 모비스=1:2.92)

\*보유주식 변화: 분할 전 모비스 100주는 분할합병 이후 존속 모비스 79주와 합병글로벌비스 61주로 부여

② 분할합병 이후 대주주가 보유한 합병글로벌비스 지분 전부(15.8%) 또는 일부를 기아차(16.9%), 현대제철(5.7%), 합병글로벌비스(0.7%)가 보유한 존속 모비스 지분 전부(23.2%) 또는 일부와 매매, 교환 등의 방법으로 주식양수도 거래

\* 시기 및 가격: 변경상장 및 추가 상장일(7월말)로부터 3거래일~2개월(9월말) 내 양수도 거래일의 거래소 증가

\* 거래 이후 지배회사 존속 모비스에 대한 대주주 지분율: 최대 30.2%(기존 7%+신규 취득 23.2%) 확보

### 현대차그룹 지배구조 개편 완성, 현대모비스 주주총회 승인 여부가 관건

모비스와 글로벌비스는 5월 29일 분할합병 승인을 위한 임시주주총회 개최. 분할합병은 주주총회 특별결의 사항으로 통과를 위해서는 출석한 주주 의결권의 2/3 이상 찬성과 발행주식총수의 1/3 이상이 찬성할 것을 요구(상법 제434조)

최근 소수주주권 강화 아래 시장에서 관심이 높은 사안의 경우 대체로 약 70~80% 수준의 주주총회 참석률을 기록 (예: 제일모직-삼성물산 합병 시 주주총회(15.7.17) 참석률 약 83.57%). 또한 최근 종료된 주요 상장사 '17년 정기 주주총회 참석률은 평균 75%를 상회한 것으로 파악. 이를 감안 시 모비스와 글로벌비스의 임시주주총회 역시 약 70%를 상회하는 참석률을 기록할 것으로 예상하며, 각 사 주주총회 특별결의의 통과를 위해서는 약 46.7~53.3%의 찬성 의결권 확보가 필요. 현재 현대차그룹 내 특수관계인 의결권은 모비스가 약 31.0%, 글로벌비스가 약 51.4% 수준으로 특히 모비스의 경우 본 안건 통과를 위해 약 15% 이상의 외부 주주 동의 확보가 절대적으로 필요할 것으로 판단. 즉 이번 현대차그룹 지배구조 개편안의 승인 여부는 모비스 주주들의 절대적인 동의를 얻어야 이루어질 수 있음을 확인

### 현대차그룹 지배구조 개편안, 무엇이 문제? Long(매수)-Short(매도) 프레임 구축 때문

당사는 이번 현대차그룹의 지배구조 개편안 진행을 예상보다 어렵게 이끄는 근본적인 요인에 대해 모비스의 주가 부진에서 찾으며, 모비스 주가 부진의 원인으로 시장에서 언급되는 분할 모비스의 적정가치 평가 및 분할 합병비율의 공정성 여부 보다 분할합병 이후 예정된 대주주-계열사간 주식양수도 진행 과정에서 비롯될 수밖에 없는 대주주 이해관계에 따른 Long(매수)-Short(매도) 프레임 구축 때문으로 판단

분할합병 주주총회 승인을 가정 시 현재 대주주가 보유한 합병글로벌비스의 지분율은 15.8%로 지분가액은 약 2.7조원으로 평가, 한편 기아차, 현대제철, 합병글로벌비스가 보유한 존속 모비스의 합산 지분율은 23.2%로 지분가액은 약 3.1조원으로 평가. 따라서 보유주식 전량에 대한 상호 양수도 거래 시 대주주는 약 0.4조원의 부족한 차액 발생, 특히 대주주의 경우 거래 과정에서 약 0.7조원 이상의 양도소득세가 부과되므로 대주주가 인식하는 실제 차액은 1.1조원. 경험적으로 대부분의 투자자들은 대주주의 이해관계와 부합하는 방향으로 투자 집행을 선호하는 경향이 있는데, 이를 감안해 현대차그룹 지배구조 개편안을 살펴보면 투자자들은 합병글로벌비스 주가가 높을수록, 존속 모비스 주가가 낮을수록 주식 양수도 거래 시 대주주에게 유리하다고 직관적으로 판단할 수 있음

실제 현대차그룹의 동 지배구조 개편안 발표(3월 28일)이후 존속 모비스 시가총액은 15.1조원에서 13.3조원(4월 24일 증가 기준)으로 11.5% 감소한 반면 합병글로벌비스의 시가총액은 16.9조원에서 17.1조원(4월 24일 증가 기준)으로 소폭 증가를 기록. 그런데 존속 모비스의 가치가 낮게 평가될수록 이를 반영하게 되는 모비스 주가는 부진을 면치 못하게 되며, 모비스 주가가 부진할수록 기존 모비스 주주들은 이번 지배구조 개편안에 대해 의구심이나 불만을 갖게 됨에 따라 결과적으로 5월 29일 예정된 모비스 주주총회 통과 가능성은 낮아지게 되는 현상이 발생하게 됨

### 현대차그룹, 어떻게 해결해야 할까? 존속 모비스의 기업가치 제고 노력 요구

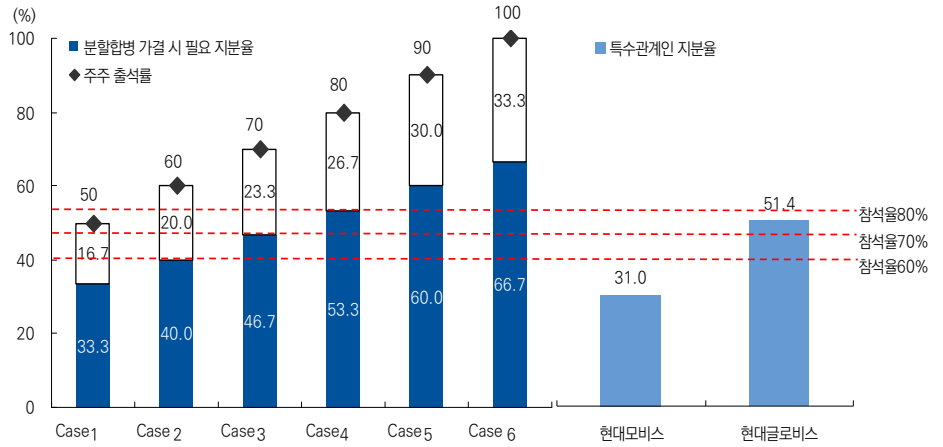
그룹 경영권과 직결된 지배회사 설립을 위한 이번 지배구조 개편안의 통과를 위해서 현대차그룹은 존속 모비스의 기업가치를 부각시키는 노력이 반드시 필요. 즉 존속 모비스의 영업가치 발전방안 외 보유 자산 측면에서도 향후 현금 흐름을 확보할 수 있는 다양한 사업들을 시장과 공유함으로써 기업가치 부각을 통한 주가 상승 및 주주총회 통과 가능성을 높일 수 있을 것으로 판단. 다만 역설적으로 이러한 노력이 대주주 입장에서 이후 계열사와의 주식교환 비율을 불리하게 형성하게 하나 결과적으로는 상당한 비용을 줄일 수 있을 것으로 평가. 이에 기반하여 당사는 현재 주식 매수청구 가격(233,429원) 부근에서 거래되고 있는 현대모비스(023330)의 주가는 투자매력이 높다는 판단

표 1. 상법상 주주총회 의사정족수와 의결정족수

구분	결의 사항	의사정족수(출석)	의결정족수(찬성)
보통결의	이사·감사 선임 및 보수 결정, 재무제표 승인 등	발행주식총수의 1/4	출석주주의 과반수
특별결의	정관 변경, 영업 전부 또는 중요한 일부 양도·양수 이사·감사 해임, 회사 분할 또는 합병 승인	발행주식총수의 1/3	출석주주의 2/3

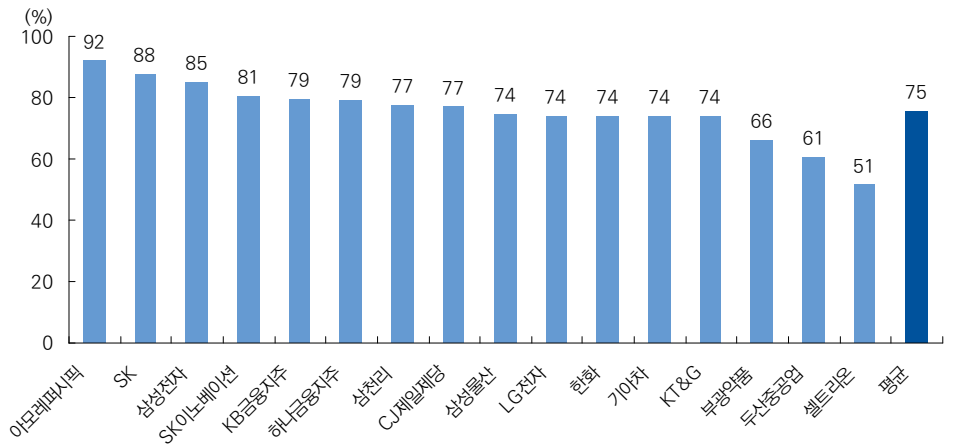
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 현대차그룹 주주총회 참석률에 따른 찬성 확보 지분율 vs. 특수관계인 지분율



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 주요 상장사 '17년 정기 주주총회 참석률 평균 75%



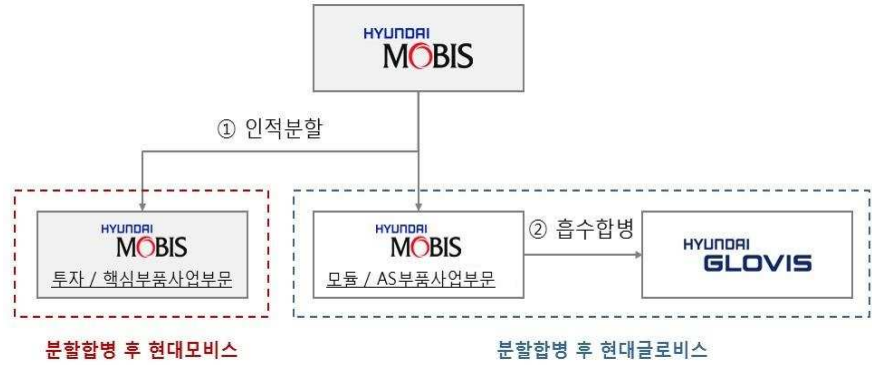
자료: 연론 정리, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 분할합병 주요 일정

분할합병계약일		2018년 3월 28일
주주확정기준일		2018년 4월 12일
주주명부 폐쇄기간	시작일	2018년 4월 13일
	종료일	2018년 4월 20일
합병반대의사통지 접수기간	시작일	2018년 5월 14일
	종료일	2018년 5월 28일
주주총회예정일자		2018년 5월 29일
주식매수청구권 행사기간	시작일	2018년 5월 29일
	종료일	2018년 6월 18일
분할합병기일		2018년 7월 1일
종료보고 총회일		2018년 7월 2일
분할합병등기예정일		2018년 7월 2일

자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 현대글로비스-현대모비스 분할합병 구조도



자료: 현대모비스, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 현대모비스 분할비율

(십억원)

구분	분할 전 현대모비스	존속부문	분할부문
자산총액	25,362	18,812	6,551
부채총액	4,130	2,119	2,011
순자산	21,233	16,693	4,540
<b>분할비율</b>	<b>1</b>	<b>0.7895305</b>	<b>0.2104695</b>
발행주식총수(보통주)	97,343,863	76,855,949	20,487,914
발행주식총수(우선주)	3,974	3,138	836

자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 현대글로비스-현대모비스 분할부문 합병비율 산정 현황

(원)

구분	현대글로비스 (합병법인)	현대모비스 분할부문 (분할합병부문)
기준시가	154,911	해당사항 없음
본질가치 $[(A \times 1 + B \times 1.5) / 2.5]$	해당사항 없음	452,523
A. 자산가치	91,869	221,599
B. 수익가치	해당사항 없음	606,472
상대가치	해당사항 없음	해당사항 없음
1주당 합병가액	154,911	452,523
합병비율	1	2.9211852

자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

표 5. 분할합병 시 주식매수청구 예정가격 현황

(원)

	현대모비스	현대글로비스
현재 주가(A)	245,000	175,500
주식매수예정가격(B)	233,429	151,156
(A)/(B)	+5.0%	+16.1%

주: 2018년 4월 24일 종가 기준, 자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

표 6. 현대글로벌비스 현재 주가 기준 현대모비스 분할회사 가치 재평가

(십억원)

주주명	현대모비스 분할회사에 대한 현대글로벌비스 신주 교부						평가금액 증감
	피합병법인			합병 현대글로벌비스			
	현대모비스 모듈 및 AS부품사업			주식수	지분율	평가금액	
	주식수	지분율	평가금액				
정몽구	1,426,766	7.0%	646	4,167,847	4.3%	731	+86
정의선	0	0.0%	0	0	0.0%	0	+0
현대자동차	0	0.0%	0	0	0.0%	0	+0
기아자동차	3,457,398	16.9%	1,565	10,099,700	10.4%	1,772	+208
현대제철	1,158,602	5.7%	524	3,384,492	3.5%	594	+70
현대차 정몽구 재단	0	0.0%	0	0	0.0%	0	+0
현대글로벌비스	138,130	0.7%	63	403,502	0.4%	71	+8
현대모비스	556,312	2.7%	252	1,625,090	1.7%	285	+33
<b>총발행주식수</b>	<b>20,487,914</b>	<b>100.0%</b>	<b>9,271</b>	<b>59,848,992</b>	<b>61.5%</b>	<b>10,503</b>	<b>+1,232</b>

주: 2018년 4월 24일 현대글로벌비스 종가 기준, 자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 7. 현대모비스 분할 전·후 지분율 변화

(십억원)

주주명	분할 전			분할 후						
	현대모비스			현대모비스 모듈 및 AS부품사업(신설회사)			현대모비스(존속회사)			비고
	주식수	지분율	시가총액(1)	주식수	지분율	평가가치(2)	주식수	지분율	평가가치(1)-(2)	
정몽구	6,778,966	7.0%	1,661	1,426,766	7.0%	731	5,352,200	7.0%	929	
정의선	0	0.0%	0	0	0.0%	0	0	0.0%	0	
기아자동차	16,427,074	16.9%	4,025	3,457,398	16.9%	1,772	12,969,676	16.9%	2,252	대주주와 주식 양수도 거래 예정
현대제철	5,504,846	5.7%	1,349	1,158,602	5.7%	594	4,346,244	5.7%	755	대주주와 주식 양수도 거래 예정
현대글로벌비스	656,293	0.7%	161	138,130	0.7%	71	518,163	0.7%	90	대주주와 주식 양수도 거래 예정
현대모비스	2,643,195	2.7%	648	556,312	2.7%	285	2,086,883	2.7%	362	
<b>총발행주식수</b>	<b>97,343,863</b>	<b>100.0%</b>	<b>23,849</b>	<b>20,487,914</b>	<b>100.0%</b>	<b>10,503</b>	<b>76,855,949</b>	<b>100.0%</b>	<b>13,346</b>	

주: 2018년 4월 24일 종가 기준, 자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

표 8. 현대글로벌비스-현대모비스 분할회사 합병 전·후 지분율 변화

(십억원)

주주명	합병 전						합병 후			비고
	합병법인			피합병법인			합병 현대글로벌비스			
	현대글로벌비스			현대모비스 모듈 및 AS부품사업						
	주식수	지분율	평가금액	주식수	지분율	평가금액	주식수	지분율	평가금액	
정몽구	2,517,701	6.7%	442	1,426,766	7.0%	731	6,685,548	6.9%	1,173	계열사 보유 존속 모비스 지분과
정의선	8,732,290	23.3%	1,533	0	0.0%	0	8,732,290	9.0%	1,533	주식교환 거래 예정
현대자동차	1,830,939	4.9%	321	0	0.0%	0	1,830,939	1.9%	321	
기아자동차	0	0.0%	0	3,457,398	16.9%	1,772	10,099,700	10.4%	1,772	
현대제철	0	0.0%	0	1,158,602	5.7%	594	3,384,492	3.5%	594	
현대차정몽구재단	1,671,018	4.5%	293	0	0.0%	0	1,671,018	1.7%	293	
현대글로벌비스	0	0.0%	0	138,130	0.7%	71	403,502	0.4%	71	
현대모비스	0	0.0%	0	556,312	2.7%	285	1,625,090	1.7%	285	
<b>총발행주식수</b>	<b>37,500,000</b>	<b>100.0%</b>	<b>6,581</b>	<b>20,487,914</b>	<b>100.0%</b>	<b>10,503</b>	<b>97,348,992</b>	<b>100.0%</b>	<b>17,085</b>	

주: 현대글로벌비스 2018년 4월 24일 종가 기준, 자료: 미래에셋대우 리서치센터

지주회사

현대차그룹 지배구조 개편, 어떻게 풀어야 할까?

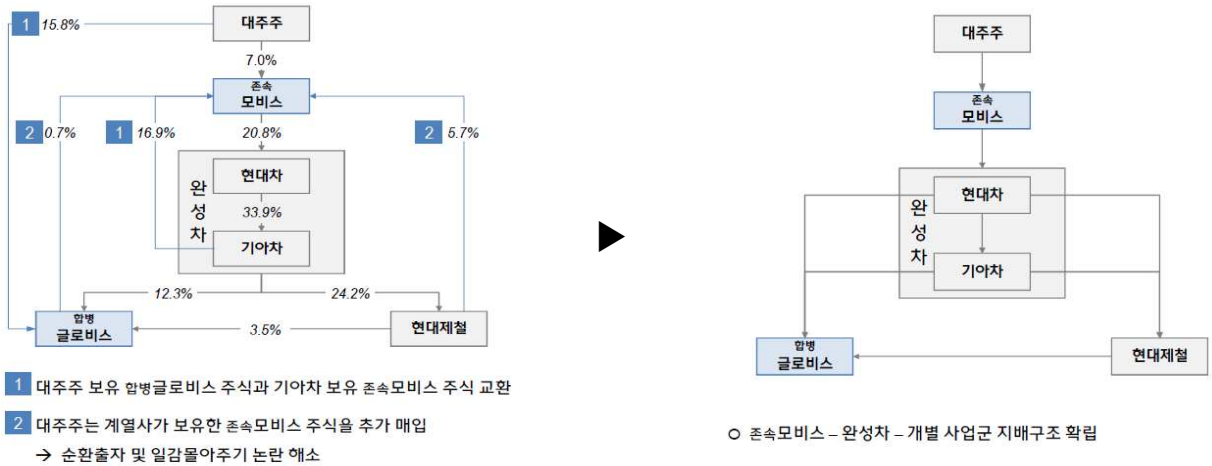
표 9. 분할합병 이후 지분 양수도 예정 거래

양수도 예정일	매수자	매도자	양수도 대상	매매 거래가격	비고
분할합병에 따른 현대모비스 변경상장 및 현대글로벌비스 추가상장 완료일로부터 3거래일이 되는 날(상장완료일 포함)을 기산일로 하여 이로부터 2개월이 되는 날까지의 기간내의 날짜로 하되 당사자들의 합의에 따라 이를 연장할 수 있음	기아자동차	정몽구, 정의선	분할합병 후 정몽구 및 정의선이 보유하고 있는 현대글로벌비스 주식회사 보통주 전부 (또는 합의하는 일부)	상장완료일 이후 현대모비스 주식회사 및 현대글로벌비스 주식회사의 각 거래소 주가 및 외부평가기관의 평가 결과 등의 제반 사정을 고려하여 당사자들이 실행결정일에 합의하는 가격으로 거래	주식 교환거래
	정몽구, 정의선	기아자동차	분할합병 후 기아자동차 주식회사가 보유하고 있는 현대모비스 주식회사 보통주 전부 (또는 합의하는 일부)		
	정몽구, 정의선	현대제철	분할합병 후 현대제철 주식회사가 보유하고 있는 현대모비스 주식회사 보통주 전부 또는 (또는 합의하는 일부)	실행 결정일 현대모비스 주식회사의 거래소 종가를 기준으로 산정	주식 양수도 거래
	정몽구, 정의선	분할합병 후 현대글로벌비스	분할합병 후 현대글로벌비스 주식회사가 보유하고 있는 현대모비스 주식회사 보통주 전부 (또는 합의하는 일부)	실행 결정일 현대모비스 주식회사의 거래소 종가를 기준으로 산정	

자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

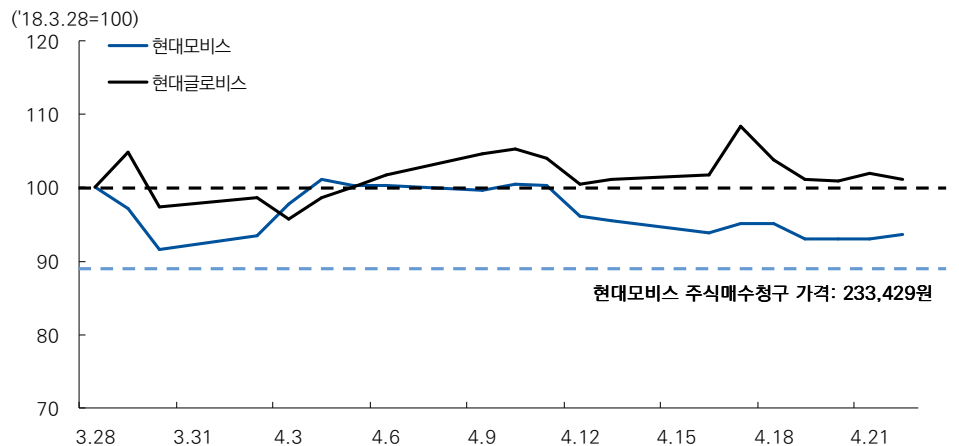
그림 4. 분할합병 이후 지배구조(1)

지분거래 후 지배구조(2)



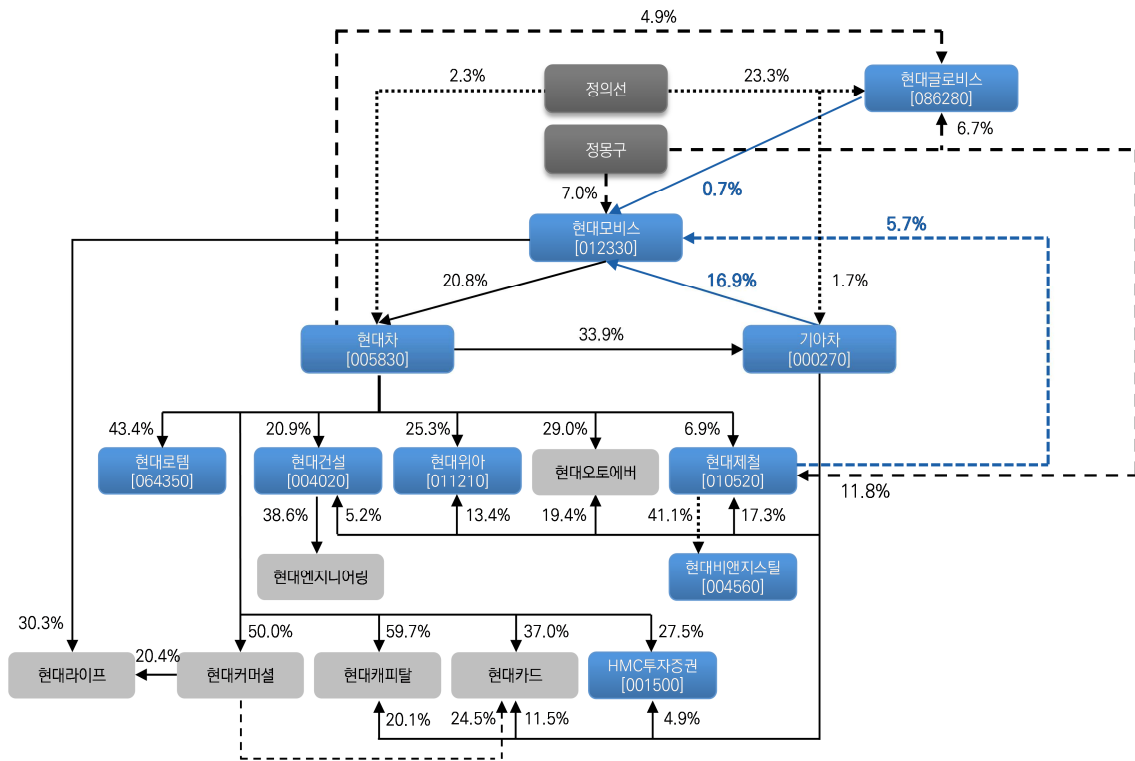
자료: 현대모비스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 지배구조 개편안 발표 이후 현대모비스-현대글로벌비스 상대주가 추이



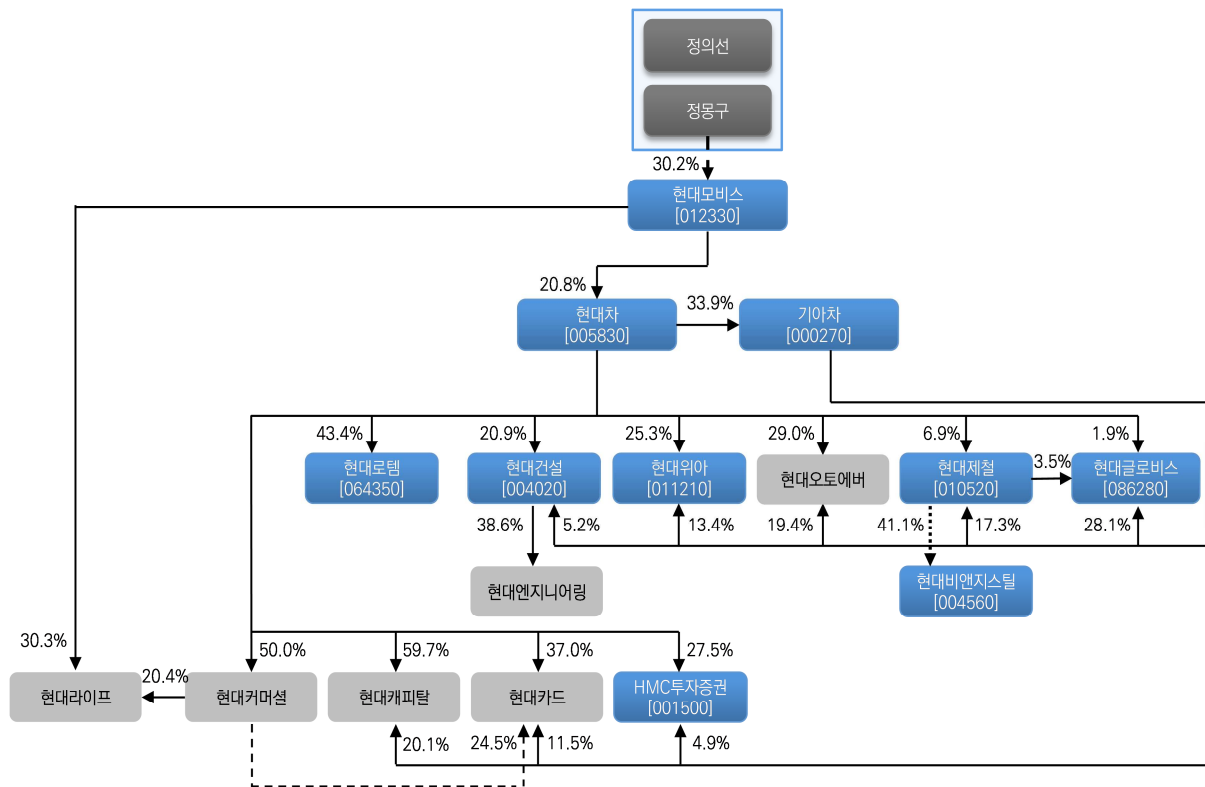
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 현대차그룹 지배구조(현재)



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 현대차그룹 지배구조 개편안



자료: 미래에셋대우 리서치센터

## 지주회사

현대차그룹 지배구조 개편, 어떻게 풀어야 할까?

### Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 현대글로벌비스, 현대모비스을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.