



CONWAY
MACKENZIE

현대자동차그룹 분석 – 조사 결과 요약

수신: 엘리엇 어드바이저스 홍콩(Elliott Advisors (HK) Limited)

2018년 10월 29일

콘웨이 맥켄지(Conway MacKenzie)(“회사” 또는 “CM”)가 준비한 첨부된 현대자동차그룹(“현대”)에 대한 분석과 평가(“본 평가”)는 2018년 8월 9일자로 회사와 엘리엇 어드바이저스 홍콩(Elliott Advisors (HK) Limited)(“의뢰인” 또는 “엘리엇 어드바이저스”) 사이에 체결된 용역계약서의 조건에 따라 의뢰인에게 분석 및 평가 서비스를 제공하기 위하여 준비되었습니다. 본 평가의 사용은 엘리엇 어드바이저스의 단독적인 이익과 사용을 위한 것입니다. 본 평가는 CM의 사전 서면 동의 없이 엘리엇 어드바이저스 외에 누구에 의해서도 신뢰 될 수 없습니다.

회사, 계열사, 회사 및 계열사의 임원, 이사, 직원, 대리인, 변호사, 고문, 구성원과 파트너(집합적으로 “CM 단체”)는 본 평가에 포함된 정보와 의견의 공정성, 정확성, 완전성 또는 타당성에 관하여 진술하거나 보증, 표현하거나 암시하지 않으며 CM 단체는 그러한 진술 또는 보증을 명시적으로 부인합니다. 또한 독자는 본 평가에 포함되어 있는 정보에 의존해서는 안됩니다. 본 평가는 독자 스스로의 판단 행위를 대체하는 것으로 간주될 수 없습니다. 독자는 본 평가의 주제와 관련하여 전문가의 자문을 받고 독립적인 평가를 해야 합니다.

CM 단체 중 그 누구도 모든 본 보고서의 독자 또는 수신인에 대하여 계약 또는 불법 행위에 근거한 본 평가에 포함된 정보 사용으로 발생한 손실에 대한 의무, 책임 또는 법적 책임을 인정하지 않으며 CM 단체 중 그 누구도 본 평가의 사용으로 발생하거나 본 평가에 대한 접근의 결과로 발생하는 모든 손실, 손해(간접 손해 또는 일실 이익을 포함하되 이에 제한되지 않음) 또는 비용에 대한 책임이 없습니다.

본 평가는 회사의 서면 동의없이 복제되거나 다른 사람에게 넘겨줄 수 없고 다른 목적으로 게재될 수 없습니다.

본 평가는 정보 제공만을 목적으로 제시되며 투자, 재무, 법률, 세무 또는 기타 자문이 아니며 그렇게 해석되어서는 안되고 상환 능력 또는 공정성 보증의견으로 간주되지 않으며 그와 같이 신뢰 되어서는 안됩니다.

본 평가는 재무 및 기타 공개된 데이터에 기초하고 있습니다. CM은 독립적인 확인 없이 공개 자료로부터 얻은 데이터의 정확성과 타당성을 신뢰했습니다. CM은 독자에 대하여 CM에 제출된 데이터의 업데이트 또는 확인의 의무 또는 책임을 지거나 인정하지 않습니다. CM이 공개적으로 이용 가능한 자료로부터 정보를 얻은 범위에서, CM은 참조로 해당 정보 관련 공개적으로 이용 가능한 자료에 포함된 모든 책임에 대한 고지, 가정, 미래 예측 진술을 본 평가에 반영합니다.

CM은 일반적으로 인정된 감사 기준에 따라 감사를 실시하거나 미국공인회계사협회(AICPA)에서 제정한 기준에 따라 내부 통제 조사 또는 기타 입증 또는 검토를 실시하지 않았습니다. 따라서 CM은 현대자동차(주), 기아자동차(주) 또는 현대모비스(주)를 포함하되 이에 제한하지 않은 어떤 기업의 재무제표로부터 얻은 정보와 어떤 출처에서 얻은 재무 정보의 정확성에 대한 그 어떠한 형태의 보증도 제공할 수 없습니다.

평가에 포함된 정보는 이 일자 현재 CM의 조건과 의견을 반영하고 있으며 모든 정보는 변경될 수 있습니다. CM은 본 평가가 준비된 날짜 이후에 발생하는 사건, 상황 또는 변화를 반영하기 위해 본 평가를 업데이트 하거나 수정하지 않을 것입니다. CM은 독자에 대한 평가 업데이트의 의무 또는 책임을 지거나 인정하지 않습니다.

본 평가는 추정, 예상 및 “미래 예측 진술”을 포함하고 있습니다. 추정, 예상, 미래 예측 진술은 내재적으로 예측하기 어렵고 시간이 지나며 변경될 수 있고 부정확하다고 판명될 수 있는 경제적, 경쟁적 상황 기타 불확실성, 가정 및 만일의 사태를 조건으로 합니다. CM 단체는 그러한 추정 또는 예상의 정확성 또는 완전성 또는 예상을 달성할 수 있는 단체의 능력에 관하여 진술, 표현 또는 암시하지 않습니다. CM 단체는 장래에 사건이 발생할 지 여부, 예상을 달성할 지 여부, 가정 또는 결론이 옳은 지 여부에 대해 보증을 제공하지 않습니다. 현대의 재무적 상태 또는 전망에 대한 완전하고 완벽한 분석을 제공하는 것을 목적으로 하지 않으며 독자는 제공되는 평가에 그와 같이 의존할 수 없으며, 실제 결과는 본 평가에 표현 또는 나타나있는 내용과는 실질적으로 매우 다를 수 있습니다.

본 평가는 투자설명서가 아니며 어떤 관할권에서도 어떤 증권 또는 금융상품의 매입 또는 청약을 위한 또는 어떠한 투자 자문 제공을 위한 제안, 광고 또는 초청으로 간주되지 않으며 본 평가의 그 어떤 부분도 투자 결정과 관련하여 근거가 되거나 신뢰 될 수 없습니다.

본 평가를 읽거나 검토 또는 수락함으로써 수신인은 본 책임에 대한 고지의 조건을 준수할 것에 동의하며 이러한 제약 조건을 인정하고 동의하는 것으로 간주됩니다.

정의	용어
현대자동차그룹	“HMG”, “현대”
현대자동차(주)	“HMC”, “현대자동차”, “현대”
현대모비스(주)	“현대모비스”, “모비스”
명확한 일련의 비교대상 기업	“비교대상 동종 기업”, “동종 기업”
명확한 일련의 비교대상 기업 평균	“동종 기업 평균”
현대자동차(주) 비교대상 기업/ 주문자 상표부착 생산 기업	“OEM”, “OEMs”
현대모비스(주) 비교대상 기업	“부품 제조업체”, “부품 제조업체들”
자본적 지출	“Capex”
잉여현금흐름	“FCF”
시가총액	“Market Cap”
판매비와 관리비	“SG&A”
시설·건물·장비(유형자산)	“PPE”
전년동기대비	“YoY”
추정	“P”
회계	“F”
연평균복합성장률	“CAGR”
미국 달러화	“USD”
한국 원화	“KRW”
100만	“MM”
10억	“Bn”
1조	“Tn”
현금 및 현금성 자산	“현금”

I	핵심 요약	5
II	상황 개요	7
III	콘웨이 맥켄지의 접근법	10
IV	자본구조 분석	12
V	현금흐름 배분	17
VI	자본관리 검토	23
VII	재무상태표 최적화	28
VIII	나아가야 할 길	34
IX	부록	37



I | 핵심 요약



콘웨이 맥켄지는 현대자동차그룹의 자본구조를 분석하고 잠재적 개선에 대한 논평을 제공합니다.

엘리엇 어드바이저스는 자동차 산업 대상 서비스 제공에 관한 오랜 역사를 지닌 디트로이트에 기반을 둔 선도 자문사인 콘웨이 맥켄지에 현대자동차그룹("HMG")의 자본 구조와 자본 배분에 대한 검토를 의뢰했습니다. 본 발표 자료는 특히 현대자동차(주)와 현대모비스(주)에 초점을 맞추고 있으며 저희의 조사 결과를 토대로 자본구조를 최적화하기 위해 가능한 대안을 탐색하고 있습니다.

초기 조사 결과를 통해 여러 투자자들의 우려 사항을 확인했습니다.

과대자본화된 재무상태표	+	현금흐름의 의문스러운 활용	+	13조 원 이상의 잠재적 초과자본	=	예비적 권고사항
<p>HMC 와 모비스는 현재 비효율적이고 비대한 자본구조를 유지하고 있습니다.</p> <ul style="list-style-type: none"> 재무상태표상 과도한 자본 확인 목표 매트릭스와 관련한 현금 및 현금성 자산이 동종 기업에 비해 현저히 높음 시너지 효과가 있는지 의문스러운 사업에 상당량의 자본이 비영업용 자산으로 묶여 있음 투자자들이 재무상태표상 자산에 낮은 가치를 부여하는 것으로 나타남 		<p>현금흐름에 대한 상세한 분석을 통해 자본 배분이 최적으로 이루어지고 있지 않음이 밝혀졌습니다.</p> <ul style="list-style-type: none"> 산업 평균을 밑도는 연구 및 개발(R&D)과 자본적 지출 역대 주주 수익이 동종 산업 기준을 훨씬 밑도는 수준이고 크게 개선되지 못함 전략적 근거가 결여된 여러 건의 자본 투자 <ul style="list-style-type: none"> 주식 실적에 부정적인 영향 		<p>충분한 현금유보액과 최근 현대차에서 설정한 판매보증충당금에도 불구하고 주주에게 돌아갈 수 있는 초과자본이 존재합니다.</p> <ul style="list-style-type: none"> 동종 기업 매트릭스를 적절한 현금 수준을 판단하기 위한 기준으로 사용하여 HMC는 8조에서 10조 원에 이르는 여유 자금을 보유하고 있고 모비스는 4조에서 6조 원에 이르는 초과자본을 보유하고 있음 비관적 시나리오 분석에 따르면 HMC와 모비스는 3년의 부진을 견뎌낼 수 있고 여전히 각각 8조 원과 5조 원의 여유현금을 보유할 것으로 보임 CM은 여유현금 분석에 근거하여, 비관적 사례에서의 13조 원은 충분히 입증되며 그러한 돈이 주주가치의 향상을 위하여 사용되어야 한다는 의견임 		<p>조사 결과에 근거하여 CM은 다음과 같은 잠재적 행동 방안을 제시합니다:</p> <ul style="list-style-type: none"> 자사주매입을 통해 최소 14조 원의 여유현금을 돌려주어 재무상태표를 적절한 규모로 축소 최소한 잉여현금흐름의 50%를 주주에게 돌려주기 위하여 지속적인 자본 정책 조정 현금흐름 보고의 개선 - 영업 활동에서의 현금흐름 표준화 비핵심 자산을 처분하고 그 대금을 주주에게 환원하는 것을 고려 미래 투자 전략의 초점을 기업 인수의 점진적 증가에 맞춤



II | 상황 개요

상황 개요

투자자들은 잘못된 지배구조 하의 시장에서 주주가치의 증대를 추구함

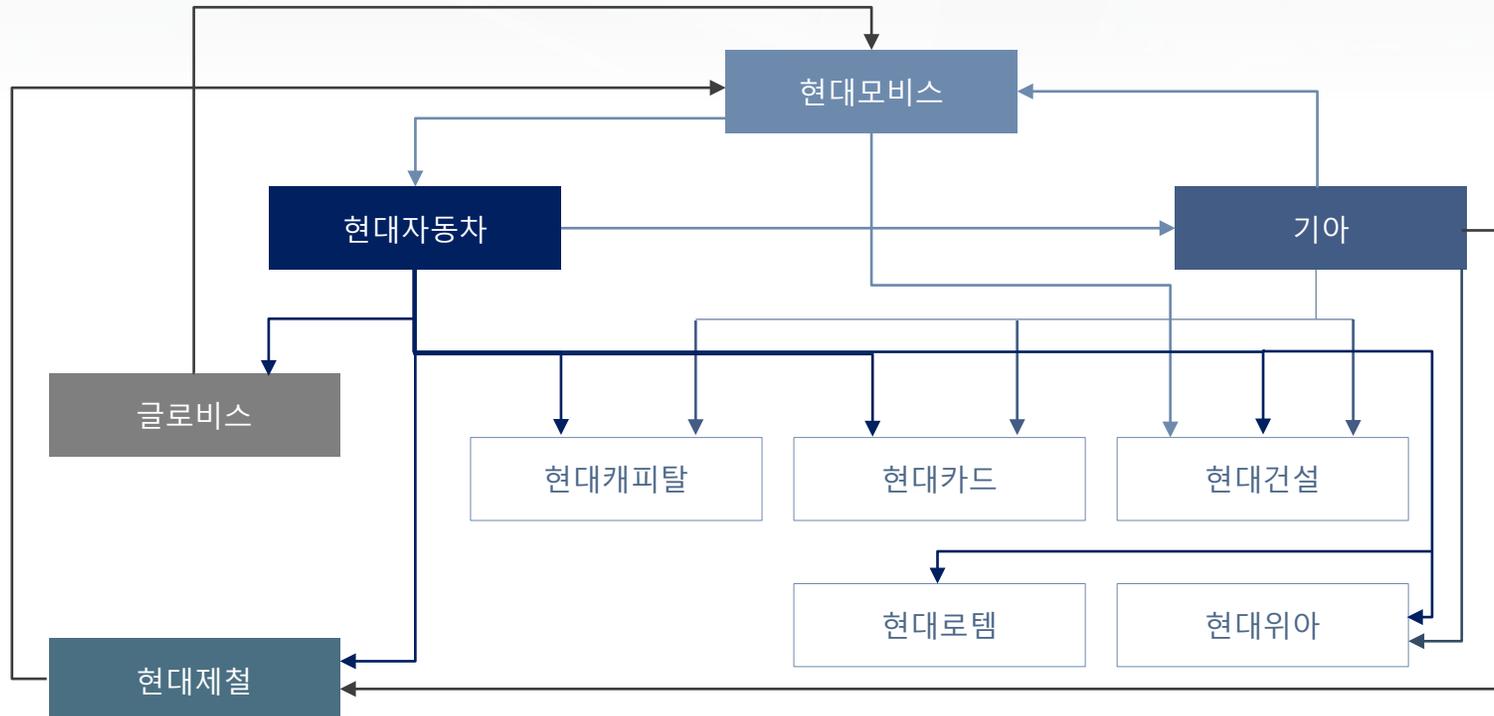
재벌개혁 후 가치 창출의 가능성 존재

한국 재벌은 적절한 기업 지배구조가 결여된 지나치게 복잡한 소유구조로 인해 오랜 시간 비판을 받아왔습니다. 한국 최대 대기업인 삼성은 대통령 탄핵과 징역이라는 결과를 낳은 뇌물 스캔들의 중심에 있었습니다. 한국 정계는 새로운 행정부가 재벌 개혁에 전념함으로써 태세를 전환했습니다.



현대자동차그룹은 복잡한 조직 구조로 뒤얽힌 다수의 계열사를 보유하고 있습니다.

부분적으로 현대자동차(주)와 현대모비스(주)로 이루어진 현대자동차그룹은 세계 4위의 자동차 제조업체로서 자동차 산업을 선도하고 있습니다. 모비스는 세계 7위의 자동차 부품 제조업체이며 HMG구조에서 필수적인 역할을 합니다. 1967년에 설립된 현대는 사업을 한국을 넘어 미국, 유럽, 중국을 포함한 다수의 지배적인 시장으로 확대해왔습니다. 현대의 국제적 입지는 계속해서 러시아, 인도, 브라질 등의 시장으로 빠르게 확대되고 있습니다. 대중시장과 고급시장 모두에 어필할 수 있는 품질과 장인정신으로 유명한 HMG는 지난 20년 사이에 크게 성장해왔습니다.



현대자동차그룹의 입지는 인정받고 존경받는 반면, 최근 몇 년간의 실적 부진으로 인해 투자자들 사이에서는 수준 이하의 기업지배구조, 복잡한 조직구조와 주주 수익 감소에 대한 우려가 점점 커지고 있습니다.



III | 콘웨이 맥켄지의 접근법

콘웨이 맥켄지는 재무상태표 및 현금흐름 평가를 수행하였습니다.

4개의 상관관계가 있는 업무 흐름에 따라 분석을 실시했습니다.

재무분석- 산업에 대한 통찰- 전문가의 견해

비
이
마
감

1

자본구조

2

현금흐름 분배

3

자본관리

4

잉여현금자산

비
제
검

자본의 과대 평가의 존재/규모 확인을 위한 HMC와 모비스의 재무제표 검토 및 분석 실시

출처 및 현금 사용 파악을 위한 HMC와 모비스의 역대 및 현재 현금흐름 분석

HMG와 주주에 대한 가치 제안을 확인하기 위한 자본관리 및 투자 결정 평가

HMC와 모비스가 보유한 잉여현금량 확인을 위한 분석 실시

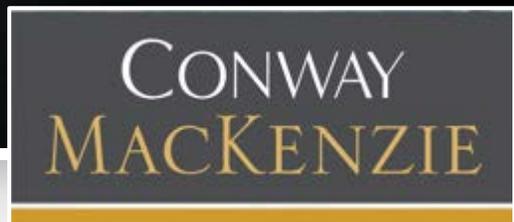
자
사

- "비교 대상 동종 기업"으로 알려진 비교할만한 기업의 완전한 세트의 파악 및 포함
- HMG와 비교 대상 동종 기업 간의 비교를 가능하게 하기 위한 각 기업의 데이터 수집 및 정제

- 비핵심 투자 파악
- HMG와 동종 기업의 인수합병 활동에 대한 비교
- 주식 실적에 대한 영향 검토

- 동종 기업 벤치마킹을 활용한 현금자산계산
- 3년의 부진을 견디는데 필요한 최소한의 현금액수 파악

HMG 경영진이 고려해야 할 예비 권고사항



IV | 자본구조 분석

비대한 재무상태표로 인한 수익 저하

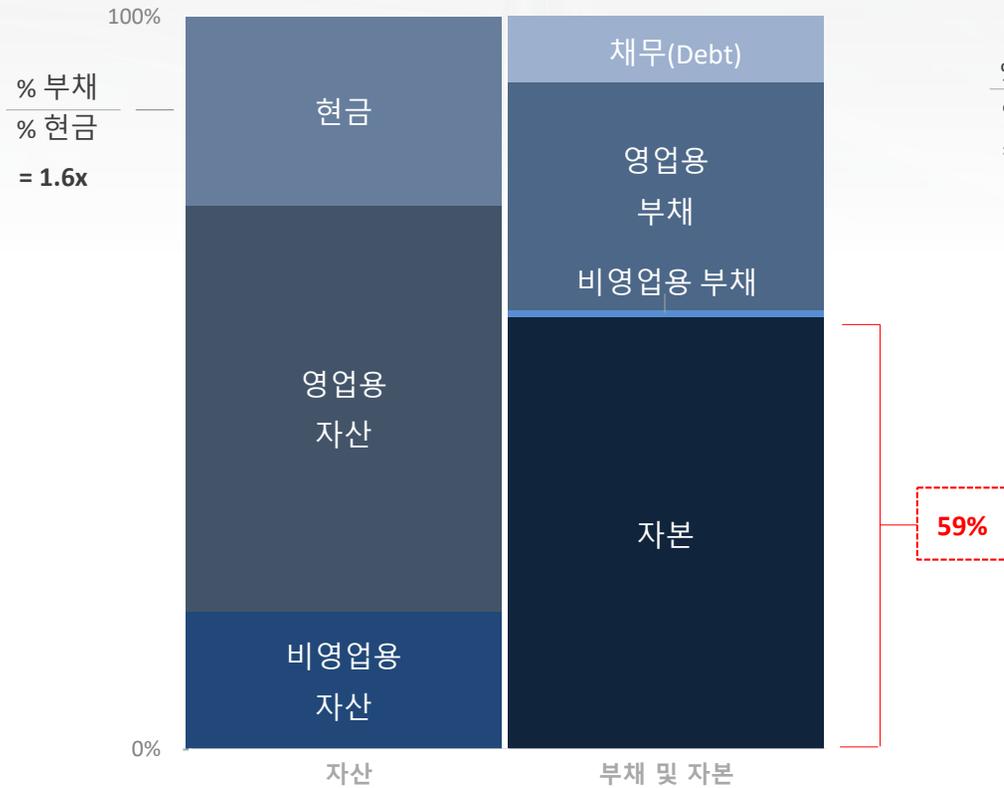
1 자본구조

동종기업과의 재무상태표 비교 - 현대자동차



주주들의 희생이 뒤따르는 비효과적이고 비효율적인 현금 사용

2017년 HMC 재무상태표 구성



2017년 동종 기업 평균 재무상태표 구성



자본수익률의 비최적화를 초래하는 비대한 재무상태표

투자자본수익률	2013 회계연도	2014 회계연도	2015 회계연도	2016 회계연도	2017 회계연도
현대자동차	14%	10%	8%	5%	4%
동종 기업 평균	11%	6%	12%	13%	13%

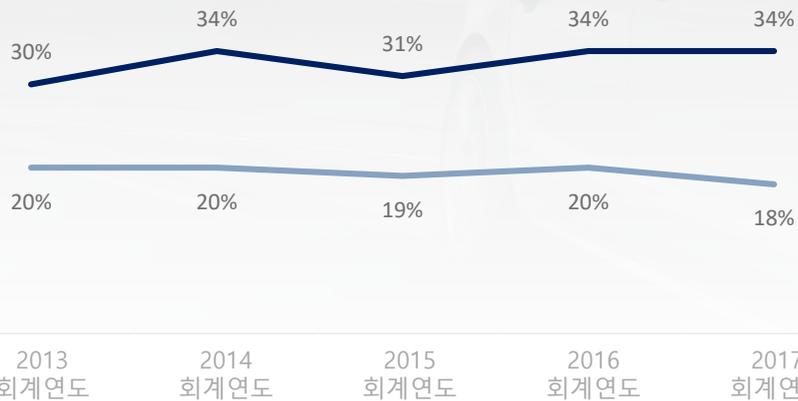
주석: 재무상태표와 투자자본수익률(ROIC) 매트릭스에서는 금융업 제외. 부록에서 투자자본수익률(ROIC)에 대한 CM의 정의 참조
출처: S&P 캐피털 IQ, 기업 보고서, CM 분석

1 자본구조

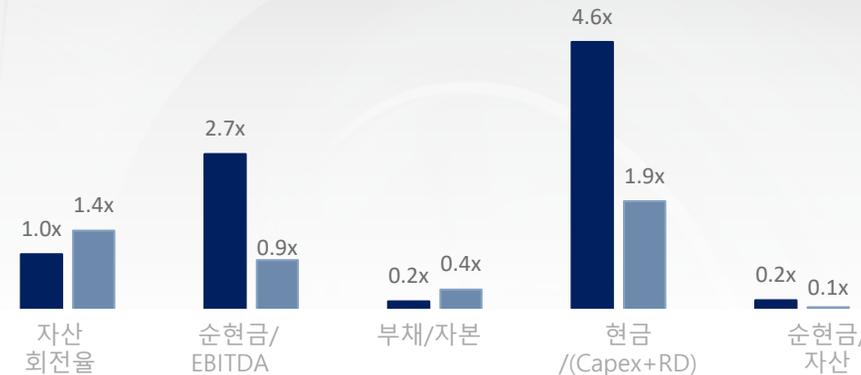
HMC는 지속적으로 현금을 최적으로 운영하고 있지 못함



매출 대비 현금자산 비율



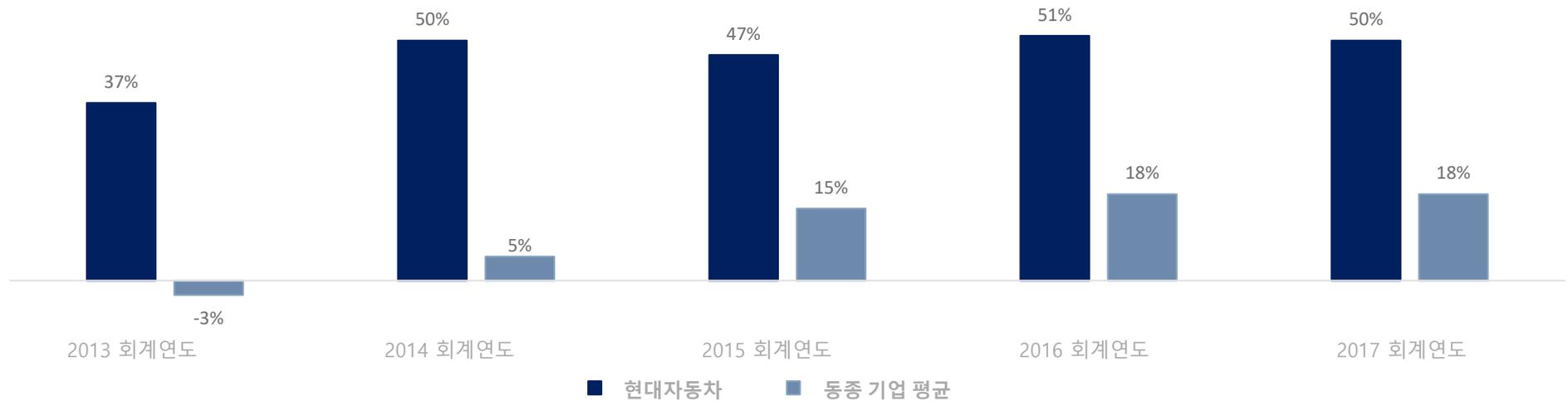
2017 주요 재무지표



- HMC의 매출 대비 현금자산 비율은 지난 5년 사이 동종 기업 평균을 넘어서고 계속해서 증가하여 2013년 10% 차이에서 2017년 16% 차이(12조 원)로 증가

- HMC는 자산을 효율적으로 이용하지 못하고 있으며 동종 기업 대비 과대자본화된 경향이 있음

시가총액 대비 순현금 비율



- 현대자동차의 시가총액 중 현금 비중이 높음. 이는 투자자들이 재무상태표 상의 자산에 모든 가치가 있다고 생각하지 않으며 현대자동차의 현금으로의 가치 창출 능력에 대한 신뢰가 결핍되어있음을 시사함

출처: S&P 캐피털 IQ, 기업 보고서, CM 분석
 현금자산은 특별히 순현금이 언급되지 않는 한 총 현금을 뜻함
 순자산에서 관계사 간 자금 대차 거래는 제외함

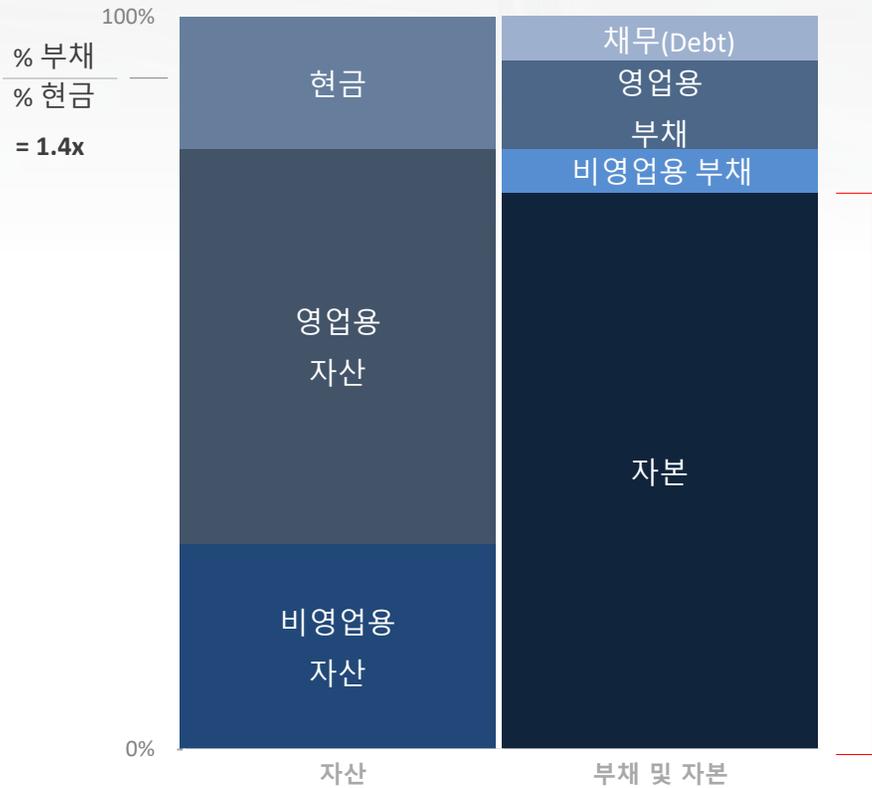
1 자본구조

동종기업과의 재무상태표 비교 - 현대모비스

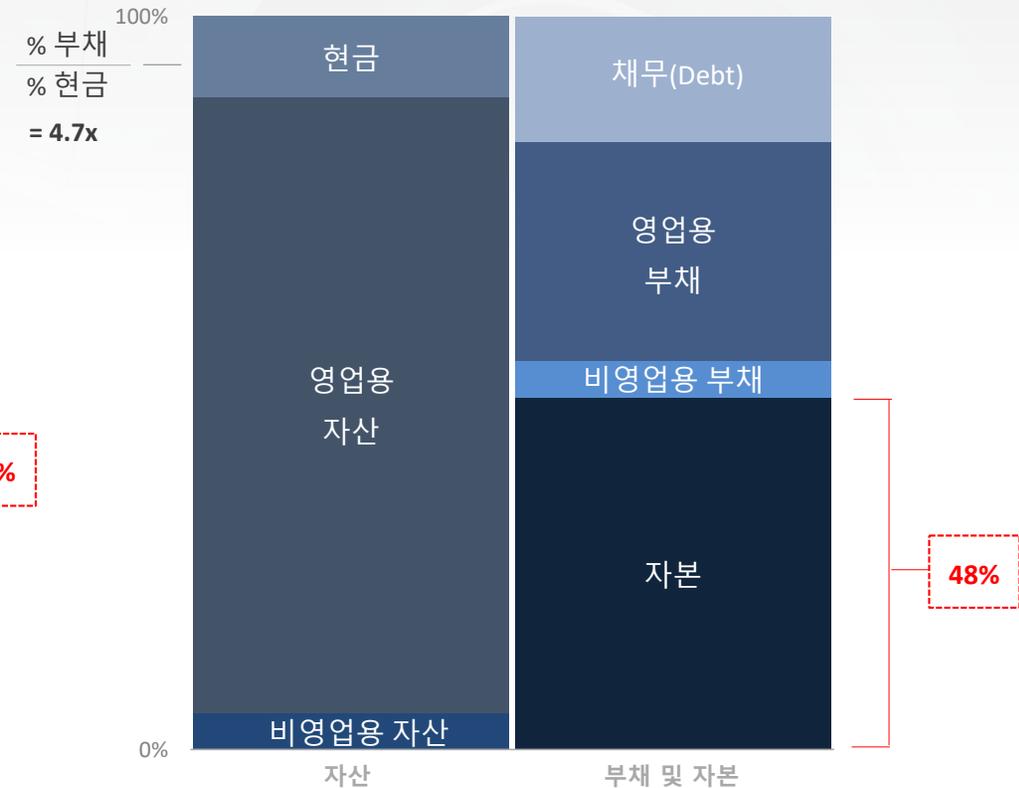


재무상태표상 가치있고 저리의 자본조달을 할 여력이 있음에도 비영업용 자산과 자본이 그 부분을 차지하고 있음

2017 모비스 재무상태표 구성



2017 동종 기업 평균 재무상태표 구성



HMC와 유사하게, 재무상태표가 더 비대해져 자본수익률이 감소함

투자자본수익률	2013 회계연도	2014 회계연도	2015 회계연도	2016 회계연도	2017 회계연도
현대모비스	13%	18%	12%	11%	7%
동종 기업 평균	12%	12%	12%	12%	10%

주석: 부록에서 투자자본수익률(ROIC)에 대한 CM의 정의 참조
출처: S&P 캐피탈 IQ, 기업 보고서, CM 분석

1 자본구조

모비스 또한 현금을 최적으로 운영하고 있지 못함

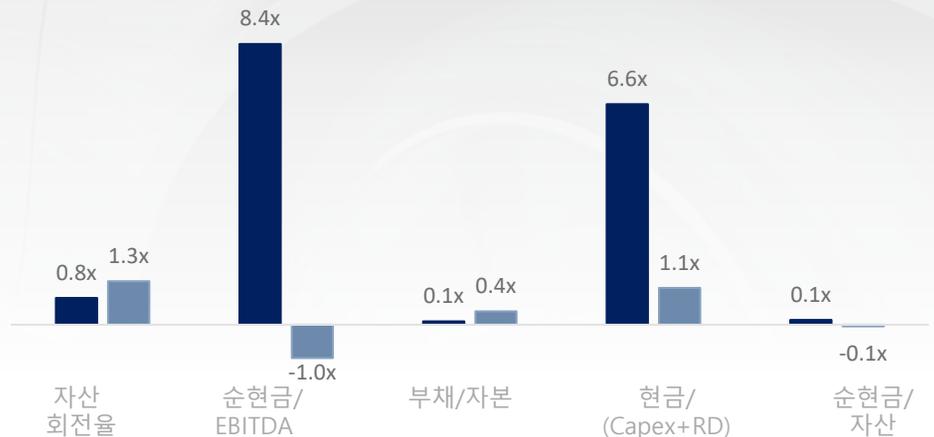


매출 대비 현금자산 비율



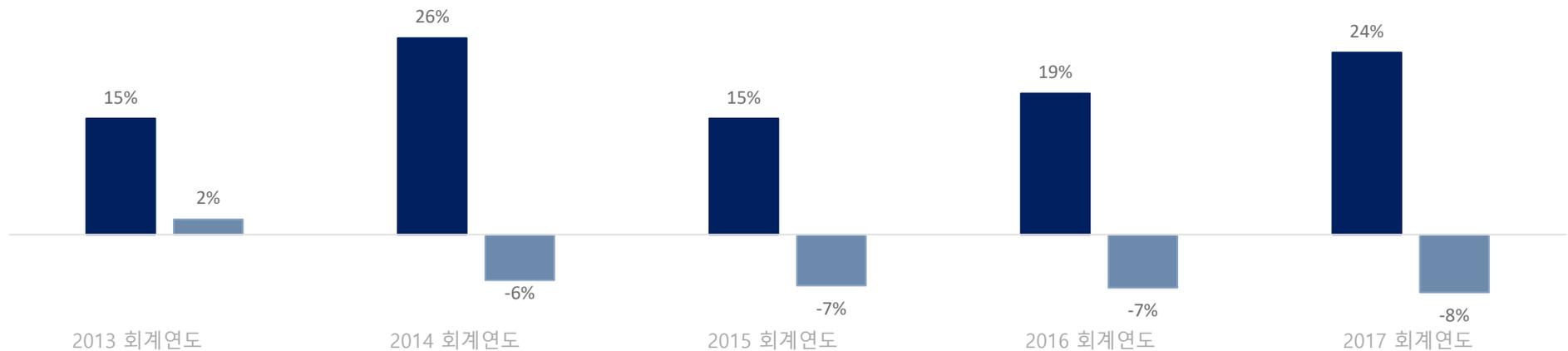
- 모비스의 매출에 동종 기업의 평균 현금자산 비율을 적용해보면 모비스의 잉여현금은 지난 5년 사이 1조 9천억 원에서 4조 6천억 원으로 증가했음(CAGR: 24%)

2017 주요 재무지표



- 다수의 모비스 동종 기업들은 현금 및 자본 대비 부채를 영업, capex, 연구개발에 활용하고 있음-모비스가 과대자본화되어 있음을 보여주는 증거임

시가총액 대비 순현금 비율



■ 현대모비스 ■ 동종 기업 평균

- 동종 기업 대비 모비스의 시가총액 대비 현금자산이 상당히 많음. 동종 기업이 순부채 포지션을 성공적으로 운영할 수 있다는 사실은 모비스에 잉여현금이 존재함을 보여줌.

출처 : S&P 캐피털 IQ, 기업 보고서, CM 분석
 현금자산은 특별히 순현금이 언급되지 않는 한 총 현금을 뜻함



V | 현금흐름 배분

현금흐름의 의문스러운 활용

2 현금흐름 배분

콘웨이 맥켄지의 분석을 통하여 현금 흐름이 투명하게 파악됨



HMC의 현금흐름표는 세분화되어 있지 않아 출처와 현금 사용이 왜곡되게 해석됩니다.

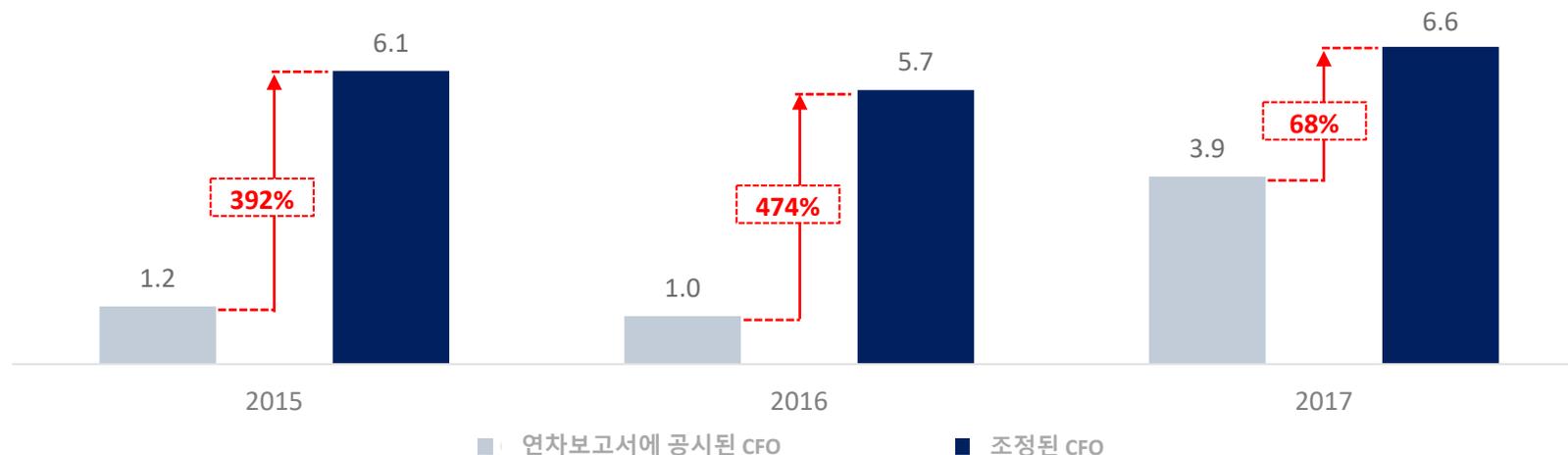
- HMC는 현재 거의 모든 다른 OEM 처럼 자동차제조업과 금융업의 현금흐름을 분리하지 않음
- HMC는 현재 금융업에서의 운전자본의 변화를 영업활동 현금흐름으로 보고하고 있는 반면 대부분의 다른 OEM은 투자활동 현금흐름으로 보고하고 있음

콘웨이 맥켄지는 금융 현금흐름을 분리하고 보고 방식의 차이를 조정하고자 현금흐름표를 재구성했습니다.

- 금융 관련 조정과 더불어, 출자된 모든 개발비는 발생한 대로 지출될 것이라는 추정 하에 연구개발 지출 처리를 비교대상 동종 기업 수준으로 맞춤
- 영업활동으로 인한 현금흐름에 대한 콘웨이 맥켄지의 추정은 HMC의 영업활동 현금흐름을 더 정확히 반영하여 HMC의 현금 배분 방식을 보다 명료하게 비교할 수 있음.

조정 후 영업활동으로 인한 현금흐름("CFO")은 기존에 공시된 내용과 상당히 차이가 있습니다.

CM 이 조정한 영업활동 현금흐름 (단위: KRW 조)



주석: 추가적인 조정에 관한 세부사항은 부록에서 확인할 수 있음
출처: S&P 캐피탈 IQ, 기업 보고서, CM 분석

2 현금흐름 배분 HMC의 현금 사용 내역 추적

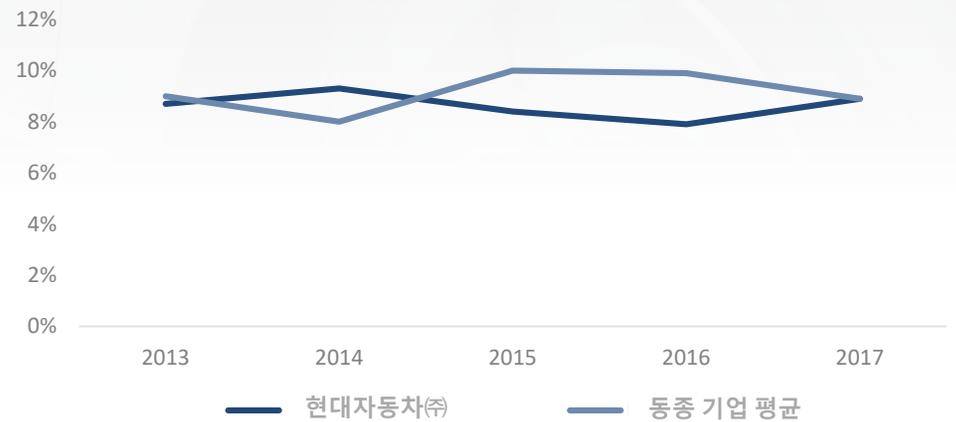


주요 현금흐름 매트릭스 비교 시 HMC는 동종 기업에 비해 계속해서 뒤쳐지고 있습니다.

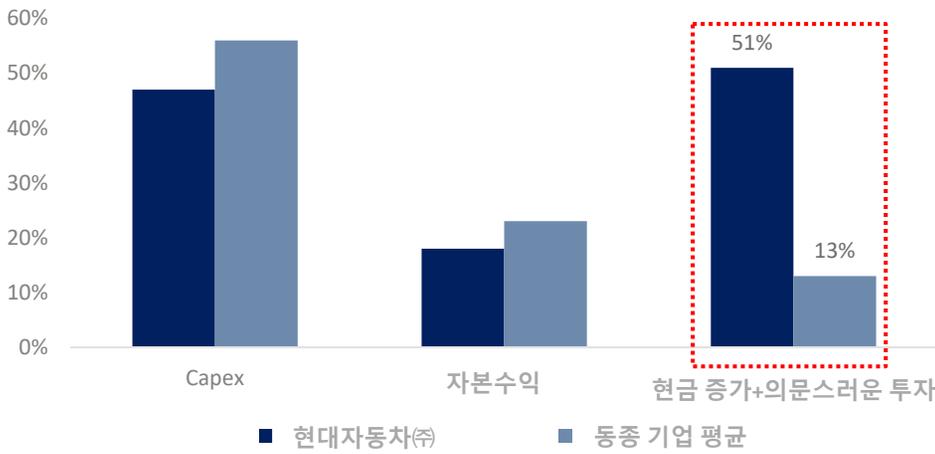
HMC의 매출 대비 영업활동으로 인한 현금 비율은 동일한 수준이지만, 자본수익의 저하와 연구개발비의 축소로 재무상태표에 잉여현금과 비영업용 자산이 축적되어왔습니다.

- HMC와 비교대상 동종 기업의 매출 대비 영업활동으로 인한 현금 비율은 모두 9% 이하임
- HMC의 매출 대비 연구개발비 지출 비율은 동종 기업에 비해 지속적으로 낮은 수준임
- 지난 5년 사이, 영업활동으로 인한 현금의 51%는 재무상태표상에 현금, 기타 금융 자산, 또는 의문스러운 투자로 남아있음(예: 한전 부지 매입)
 - 그에 비해, 비교대상 동종 기업은 재무상태표상의 비슷한 범주에서 영업활동으로 인한 현금흐름의 13%만 축적해 옴

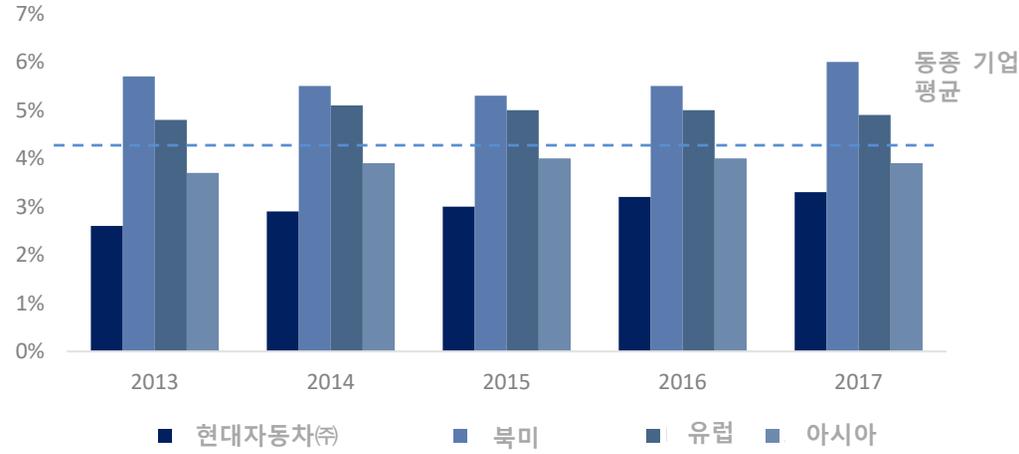
매출 대비 영업활동으로 인한 현금흐름 비율



2013년~2017년 사이 현금 활동으로 인한 현금의 배분



매출 대비 연구개발비 비율



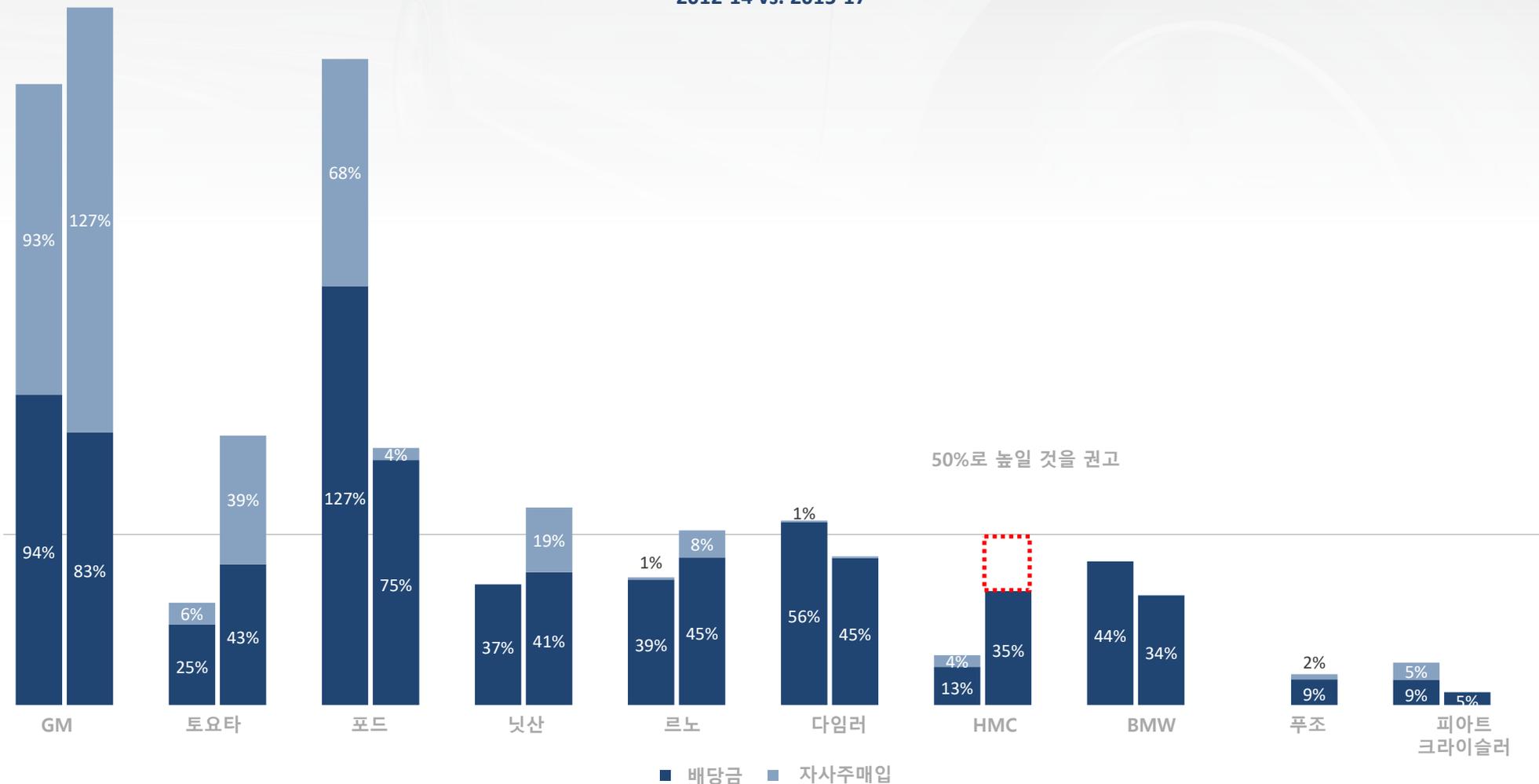
출처: S&P 캐피탈 IQ, 기업 보고서, CM 분석
 주석: 콘웨이 맥켄지가 조정한 바와 같은 영업활동으로 인한 현금 (부록 41페이지 참조). Capex에서 HMC의 한전 부지 매입비 제외.
 현금 증가+의문스러운 투자=현금 증가+시장성 유가증권+기타 금융 자산+HMC의 한전 부지 매입비
 연구개발=지출 연구비+새롭게 출자된 개발비-분할 상환된 개발비

2 현금흐름 배분 현대자동차 - 주주 수익의 분석



OEM은 주주에 대한 자본수익에 주력해왔습니다. 낮은 수준을 유지해온 HMC의 자본수익률은 개선되고 있지만 여전히 동종 기업에 비해 낮은 수준입니다.

잉여현금흐름 대비 자본수익률
2012-14 vs. 2015-17



출처: S&P 캐피탈 IQ, 2018년 8월 21일 기준 자료

주석: 일회성 자본수익률 권고를 제외하고 잉여현금흐름 대비 50%의 평균 배당금을 환원 할 것을 권고함.

CM이 조정된 자동차 관련 자본 지출과는 연관성이 떨어지는 영업활동으로 인한 자동차 현금으로 정의되는 잉여현금흐름. 부지 매입 관련 지출을 제외하기 위해 HMC와 모비스의 자본 지출 조정.

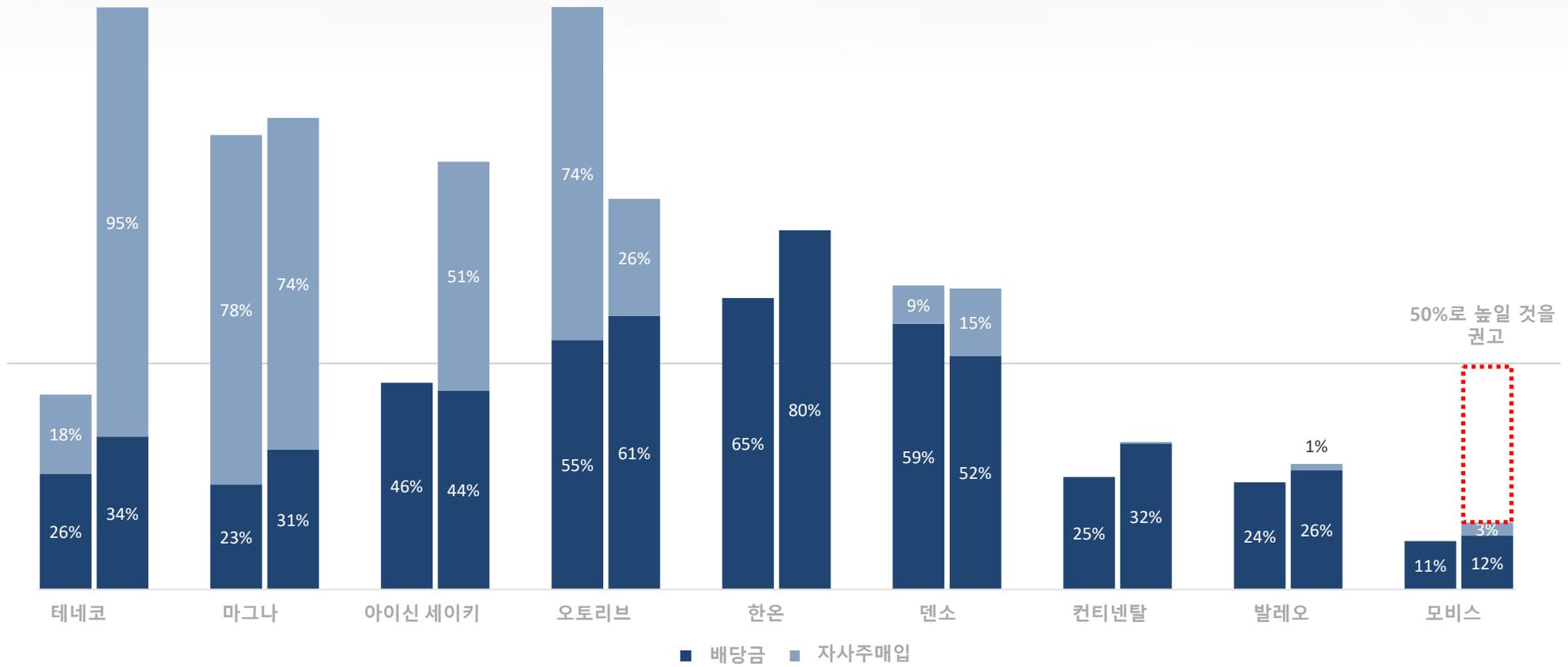
순손실로 인해 2015년 이전 푸조의 자본수익률 정보 제외. 2015년 디젤차 이슈 관련 비정상적 영향으로 폭스바겐 제외

2 현금흐름 배분 현대모비스 - 주주 수익의 분석



부품 제조업체들의 자본수익률은 유지 또는 증가한 반면, 모비스의 자본수익률은 계속 저조한 상황입니다.

잉여현금흐름 대비 자본수익률
2012-14 vs. 2015-17



50%로 높일 것을 권고

출처: S&P 캐피탈 IQ, 2018년 8월 21일 기준 자료
 주석: CM이 조정한 자동차 관련 자본 지출과는 연관성이 떨어지는 영업활동으로 인한 자동차 현금으로 정의되는 잉여현금흐름. 잉여현금흐름, 부지 매입 관련 지출을 제외하기 위해 HMC와 모비스의 자본 지출 조정. 음(-)의 잉여현금흐름으로 인해 만도 제외

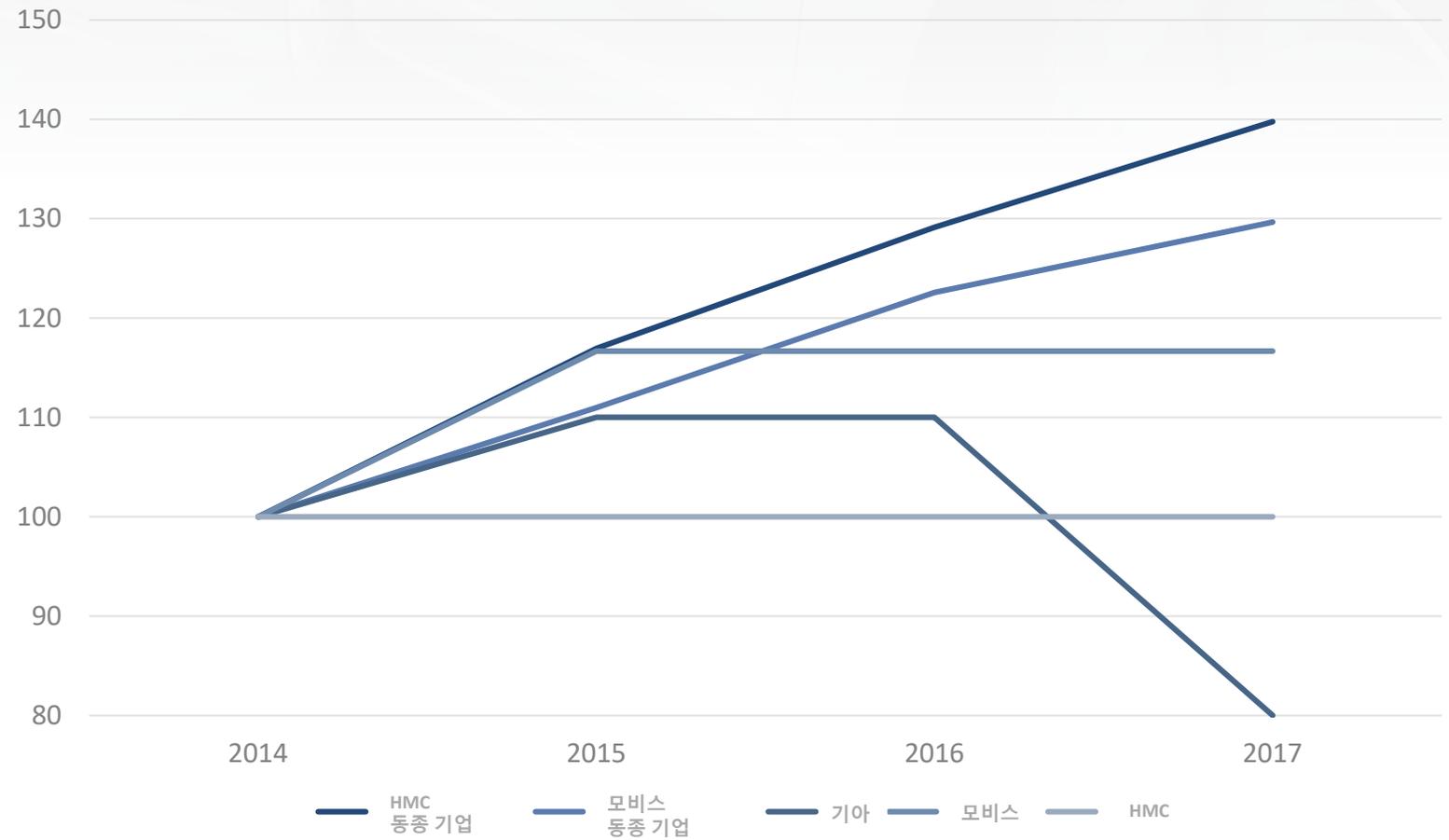
2 현금흐름 배분 주당 배당금



동종 기업의 주당배당금 평균은 높고 지속적으로 증가하는 반면 HMC와 모비스는 뒤쳐지고 있습니다.

HMC의 주당배당금은 지속적으로 저조하고, 모비스의 주당배당금은 2014년부터 2015년까지 증가했지만 여전히 동종 기업에 비해 낮은 수준입니다.

주당배당금의 상대적 증가



출처: S&P 캐피탈 IQ
2014년 기준시점에서의 값을 100으로 하는 주당배당금



VI | 자본관리 검토

주주가치의 훼손

3 자본관리

투자에 대한 질적 검토 결과, 의문스러운 의사결정이 발견됨

HMG는 강력한 근거가 부족한 다수의 자본 투자 결정을 내리고 있습니다.

수년 간 이어진 의문스러운 자본 결정으로 가치 훼손에 대해 투자자들이 우려하는 사항을 확인할 수 있습니다. 그러한 자본 결정의 예는 다음과 같습니다.

	터무니없는 부지 매입	계열사 매입	생명보험사 인수	호텔 부동산 인수
설명	<ul style="list-style-type: none"> 100억달러규모의서울 강남지역에 새로운 본사 사옥설립을위한토지매입 	<ul style="list-style-type: none"> 45억달러규모로 현대건설(주)매입 	<ul style="list-style-type: none"> 1억9천만달러규모로 녹십자생명보험(주)지분의 59%인수 추가적인재정 지원 계획은 없음. 현대생명은 푸본생명의 자회사가될예정. 	<ul style="list-style-type: none"> 9천9백만달러 규모로 한국 연안에 있는 제주도에 위치한 해비치호텔&리조트매입
투자자들의 우려	<ul style="list-style-type: none"> 부지 매입에 들어간 총 비용이 감정가의 3배 이상임 건립에 추가적으로 50억~100억 달러가 투입될 것으로 예상 	<ul style="list-style-type: none"> 주가대비58%의 프리미엄이붙은가격에 매입 이미HMG에기존의건설 자회사가포함되어있음 	<ul style="list-style-type: none"> 생명보험은HMG의 핵심역량이아님 아직수익성을확인할수 없음 	<ul style="list-style-type: none"> 호텔 부동산은 HMG의 핵심역량이 아님
문제	<ul style="list-style-type: none"> 삼성과의경쟁에서 입찰 가격이엄청나게 올랐을 가능성이있음 	<ul style="list-style-type: none"> 밀접한관계가있는가족 구성원 간에입찰전쟁이 벌어짐 	<ul style="list-style-type: none"> 현대의자동차산업과 무관한영역으로의 진출 시도 	<ul style="list-style-type: none"> 현대의자동차산업과 무관한영역으로의 진출

출처: S&P 캐피털 IQ, 기업 보고서, 공개 자료

주석: 모비스는 푸본생명과의 추가적 재정 지원에 참여하지 않을 예정임. 따라서 현대생명은 푸본생명의 자회사가 되어 '푸본현대생명'으로 사명이 변경될 예정임

3 자본관리

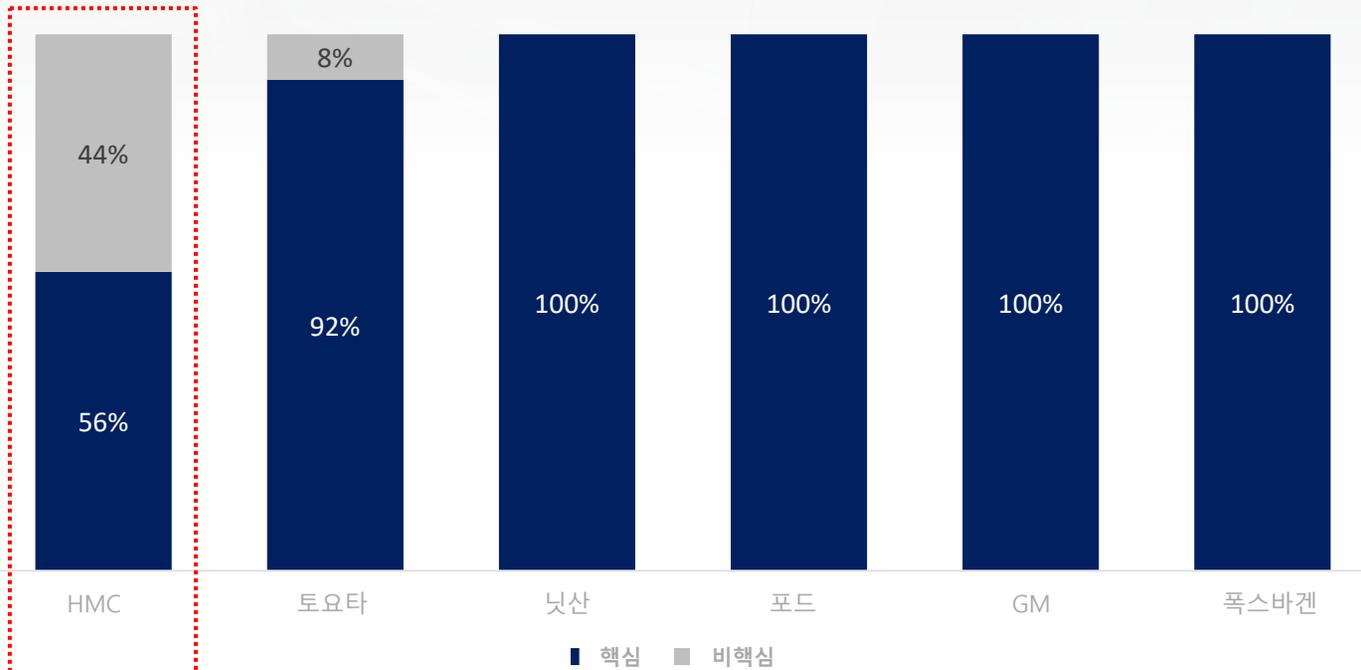
M&A 및 사모 투자 – 현대자동차 및 동종 기업



HMC는 인수·합병과 사모투자 금액의 절반 가량을 비핵심 분야에 할당했습니다.

토요타, 닛산, 포드, GM, 폭스바겐은 핵심 전략에 대한 투자에 집중해온 반면, 현대는 자동차 영역과는 무관한 산업(광고, 호텔 부동산, 생명보험사 포함)에 47억 달러를 투자했습니다.

2008년 이후 인수·합병/ 사모투자



단위: \$ 백만

핵심 자산

비핵심 자산

총액

	HMC	토요타	닛산	포드	GM	폭스바겐
핵심 자산	\$5,911	\$14,940	\$3,684	\$2,461	\$5,659	\$41,012
비핵심 자산	\$4,701	\$1,383	-	-	-	-
총액	\$10,612	\$16,323	\$3,684	\$2,461	\$5,659	\$41,012

출처: S&P 캐피탈 IQ, 2018년 8월 21일 기준 자료

주석: 자료는 지난 10년 간의 매수 부문의 거래만을 나타냄. 핵심은 자동차 관련한 거래로 정의되고 비핵심은 자동차와 무관한 거래로 정의됨. HMC의 비핵심 자산에서 100억 달러 규모의 부지 매입은 제외. 달러 금액은 사모를 통해 새롭게 조달한 자금의 추정 합계 총액 및 거래의 규모 또는 사모를 통해 새롭게 조달한 자금의 추정 합계 총액 또는 거래의 규모를 가리킴

3 자본관리

100억 달러 상당의 한전부지 매입은 투자자 및 업계 전문가에게 충격을 주었음



현대와 삼성 간의 계속되는 라이벌 구도

2007년 삼성과의 토지 경매에서 패배한 후 현대는 이번에는 감정가의 3배가 넘는 금액을 제출하여 2014년 한국전력공사 부지 매입에서 승리를 거두었습니다. 본사, 호텔, 컨벤션 센터, 테마파크를 건립할 계획인 현대는 자동차 제조업체 답지 않은 지출에 현금을 사용하고 있습니다. 본사 사옥 관련 지출은 포브스(Forbes)에서 선정한 최고 기업들조차도 현대보다 훨씬 낮습니다.

본사 부지에 사용한 총 금액(단위: \$ 백만)

포춘지 선정 상위 5개 기업	가격 (부지)	가격 (건설)	총 가격	부지 면적(평방 피트)
월마트	\$37	\$1,000 (추정)	\$1,037	1,350,000
엑슨모빌	n/a	\$1,200 (추정)	\$1,200	3,500,000
제너럴 모터스	n/a	\$626	\$626	5,552,000
애플	\$160	\$5,000	\$5,160	2,800,000
마이크로소프트	n/a	\$1,000	\$1,000	3,100,000
현대	\$10,000	\$5,000 - \$10,000 (추정)	\$15,000 - \$20,000	854,030

그러한 거래는 매체들의 신랄한 반응과 비평을 이끌어냈습니다.

10월 31일 노르웨이에서 전화 인터뷰를 통해 스카겐의 자금 관리 담당자 Knut Gezelius는 한국전력공사 부지 매입 건에 대해 “현대 자동차 경영진들에게는 골칫거리”라고 말했다. “우리는 분명히 그러한 결정에 대한 반대 의견을 표명하고 기업의 지배구조와 주주의 돈의 사용 방법이 개선되길 바란다고 말했다”고 밝혔다.

고태봉 하이투자증권 연구원(자동차 애널리스트)은 “한국전력공사 부지 매입 건은 현대의 자산에 큰 타격을 줄 것이며 더 많은 배당금 지급과 연구개발에 쓰일 수 있는 재원을 사용하게 되어 수많은 투자자들, 특히 외국인들이 분노하게 될 것”이라고 말했다.

홍진호 IBK투자증권 애널리스트는 “현대의 부지 매입으로 투자자들에게 돌아가는 이득이 없다”면서 “부지 매입비로 현대는 10개의 차량 제조 공장을 설립할 수 있다. 그 돈은 배당금 지급 또는 연구개발 투자에 사용되었어야 한다.”라고 말했다.

채이배 좋은기업지배구조연구소 연구원은 다음과 같이 말했다. “이번 부지 매입 건은 기업 지배구조의 문제와 취약점을 보여준다. 정 회장이 일반 대중과 투자자의 반대를 무릅쓰더라도 부동산을 원한다고 밝힌 이후로, 현대는 후퇴하지 않았다.”

2014년 11월 3일
<블룸버그>

2014년 9월 17일
<Business News>

2014년 9월 18일
<월스트리트저널>

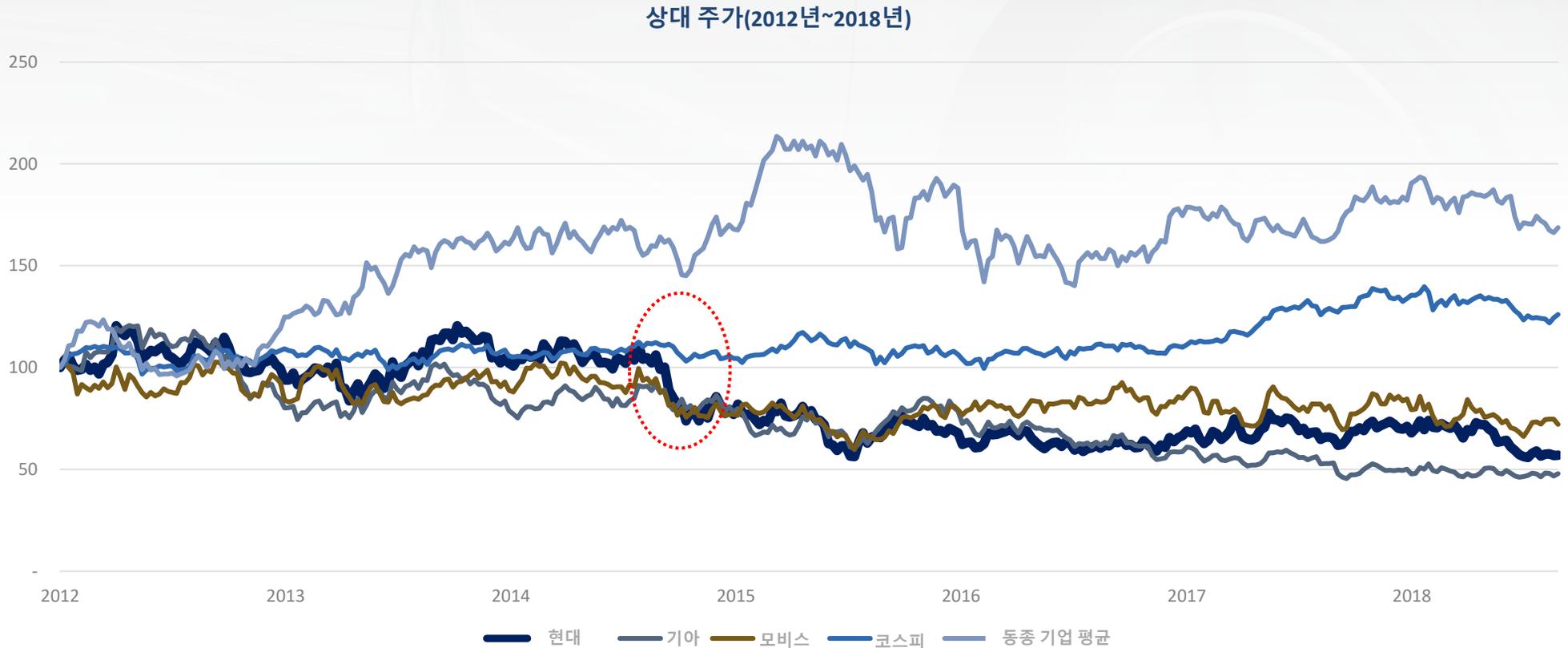
2014년 9월 26일,
<블룸버그>

3 자본관리

잘못된 투자 결정은 저조한 주식 수익률로 이어짐



HMC, 기아, 모비스의 주식 실적은 동종 기업과 코스피 지수에 비해 상당히 저조합니다.



지난 5년 간의 동종 기업 대비 주식 실적 저조로 인해 주주들이 현대의 효과적 자본 관리 능력에 대해 지속적으로 우려하고 있음. 2014년 한국전력공사 부지 매입 이후로 3개의 HMG 계열사는 총 140억 달러의 시장 가치를 잃었음. 같은 기간에 동종 기업들의 시장 가치는 13% 증가함

출처: S&P 캐피탈 IQ, 2018년 8월 31일 기준 자료
주식: 현지통화 기준 주가, 기준가격 100



VII | 재무상태표 최적화

잉여현금 환원

4 잉여 현금

콘웨이 맥켄지는 잉여 현금을 수량화하는 분석을 수행하였음

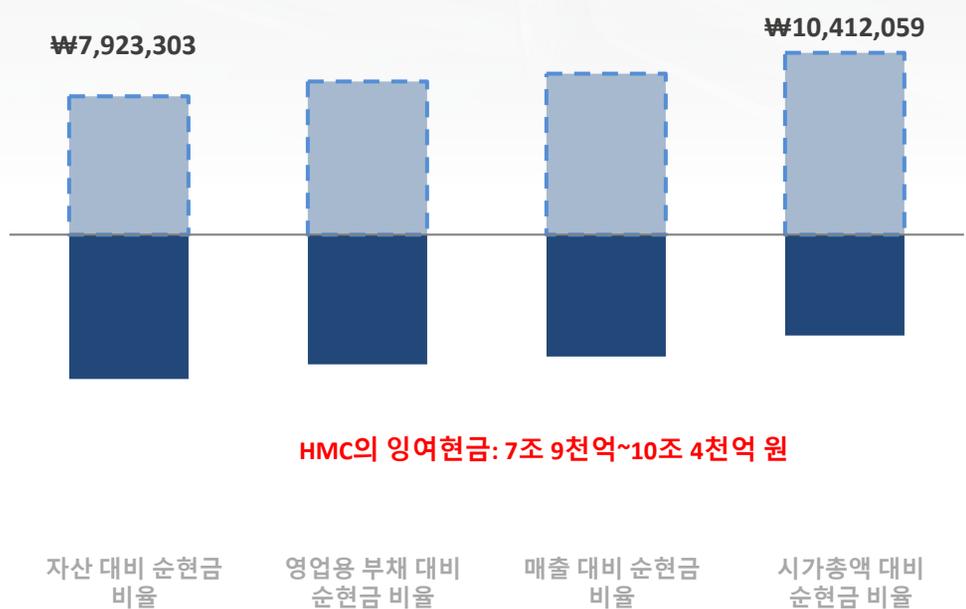


현금 자산에 대한 동종 기업 평균 분석을 통해 재무상태표 상의 12조~16조 원(110억~150억 달러)의 잉여현금을 확인했습니다.

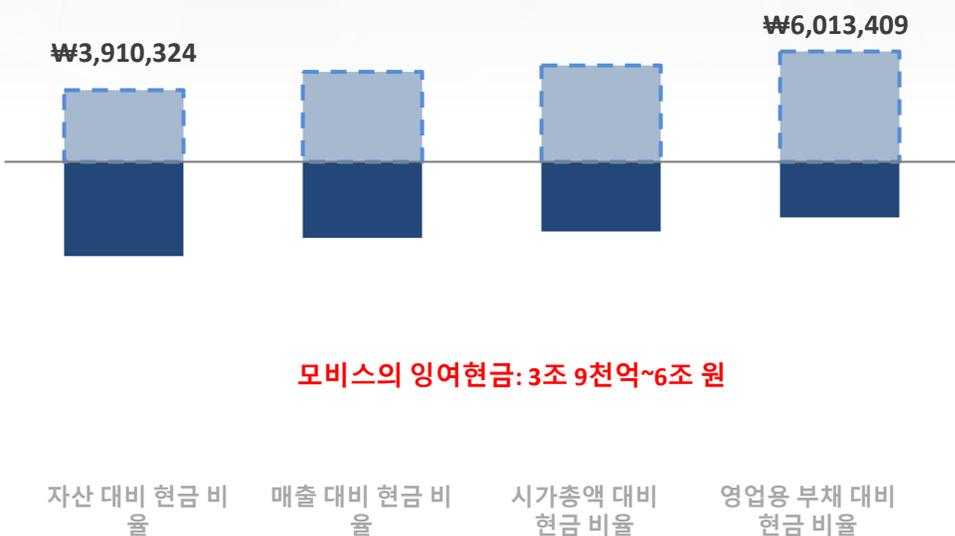
잉여현금은 동종 기업 평균 매트릭스를 사용하여 현금 자산을 역설계하여 수량화 했습니다.

현대자동차(주)

현대모비스(주)



HMC의 잉여현금: 7조 9천억~10조 4천억 원



모비스의 잉여현금: 3조 9천억~6조 원

- CM 추정 현금 자산=HMC/모비스의 2017 회계연도 값에 동종 기업 평균 비율 적용
- CM 추정 잉여현금=2017 회계연도의 현금 자산 대비 CM 추정 현금 자산 초과 현금

출처: S&P 캐피탈 IQ, CM 분석

주석: HMC/동종 기업 매트릭스에는 순현금(관계사 간 자금 대차 거래는 제외)을 사용; 7조 8천억~11조 8천억 원 사이의 총 현금 보유량을 사용
 보다 보수적인 추정으로 모비스/동종 기업 매트릭스에는 총 현금을 사용

4 잉여 현금

잉여현금의 판단을 위하여 “비관적 사례” 시나리오를 상정하기도 함

보수적인 추정으로 잉여현금 분석 실시

다음과 같은 핵심 추정은 예측 기간 동안 경기 침체가 발생할 경우의 “비관적 사례” 시나리오를 반영합니다.

단위: KRW 천	현대자동차(주)			현대모비스(주)		
	예측년도 2018	예측년도 2019	예측년도 2020	예측년도 2018	예측년도 2019	예측년도 2020
매출 증가율	0%	-15%	-10%	0%	-15%	-10%
매출총이익률	21%	19%	16%	13%	11%	8%
매출 대비 SG&A비율	14%	13%	12%	4%	4%	3%
매출 대비 R&D 비율	5%	5%	5%	4%	4%	4%
매출 대비 capex 비율	5%	5%	5%	6%	6%	6%
PPE 취득원가 대비 감가상각 비율	8%	8%	8%	8%	8%	8%
무형자산 취득율	0%	0%	0%	0%	0%	0%
무형자산 취득원가 대비 상각 비율	25%	25%	25%	25%	25%	25%
신규 채무(Debt)	-	-	-	-	-	-
현금 이자	1,960,000	1,960,000	1,960,000	55,000	55,000	55,000
원금 상환	-	-	-	-	-	-
주요 요금 준비금	1,333,333	2,000,000	666,667	250,000	250,000	250,000

일본/한국/북미 지역에서의 예측 판매량 감소를 이유로 예측년도 2019년과
예측년도 2020년에 판매량 축소할 것으로 추정

판매량 감소로 예측년도 2019년과 예측년도 2020년에 매출총이익률이
전년동기대비 250 베이스포인트(bp) 감소할 것으로 추정

경기 침체 시 기업들이 원가 절감을 실시할 가능성이 있어
SG&A는 감소할 것으로 추정

R&D와 capex 지출은 매출 대비 동종 기업 평균과 더 맞추기 위해서 증가할 것으로
추정

무형자산취득율은 매출 대비 계속 유지될 것

PPE과 무형자산 취득원가 대비 감가상각율과 상각율도 각각 계속 유지될 것

본 분석에서는 신규 채무의 유입을 추정하지 않았고 현금 이자 지급은 계속 유지될
것으로 추정

부채 원금 상환은 지연될 것으로 추정

주요 요금 준비금에는 잠재적인 구조조정비와 생산시설 이전비가 포함되어 있음

4 잉여 현금

잉여현금 분석으로부터 주주에게 상당한 가치를 창출할 기회가 발견됨



두번째 현금 분석으로 "비관적 사례" 시나리오를 가정했을 때 약 14조 원(125억 달러)의 잉여현금이 존재할 것으로 확인했습니다.

평가 방법론에 대한 설명은 다음과 같습니다:

① 향후 3년 간의 경기 침체 시나리오에서 EBITDARD ¹ 계산	단위: KRW 백만	현대자동차(주)			현대모비스(주)		
		예측년도 2018	예측년도 2019	예측년도 2020	예측년도 2018	예측년도 2019	예측년도 2020
② 같은 기간 동안 기업들의 주요 비용을 충당하기 위해 필요한 현금 추정	이자 및 세전 이익(EBIT)	₩ 929,636	₩ 49,387	₩ 622,275	₩ 1,054,337	₩ 448,093	₩ 0
	다시 더함: D&A	3,588,505	3,463,519	3,331,994	646,308	709,830	656,508
	다시 더함: R&D	4,022,464	3,419,095	3,077,185	625,968	688,861	1,405,783
▪ 경기 침체와 침체 후 회복 기간 동안 시장점유율 유지를 위한 capex 인상	EBITDARD ¹	₩ 8,540,606	₩ 6,932,001	₩ 5,786,904	₩ 2,326,613	₩ 1,846,784	₩ 2,062,292
▪ 경쟁력 확보를 위한 동종 기업 평균 수준의 연구개발비	Capex	3,650,014	3,102,512	2,792,261	2,003,241	1,702,755	1,532,479
	R&D	4,022,464	3,419,095	3,077,185	625,968	688,861	1,405,783
▪ 부채 상환	부채 상환	1,960,000	1,960,000	1,960,000	55,000	55,000	55,000
▪ 기타 주요 요금 준비금에 구조조정 경비 포함	기타 주요 요금 준비금	1,333,333	2,000,000	666,667	250,000	500,000	250,000
	필요한 주요 현금	₩ 10,965,811	₩ 10,481,606	₩ 8,496,112	₩ 2,934,209	₩ 2,946,616	₩ 3,243,263
③ 기업들이 이용 가능한 추가적인 유동성 포함(예: 대출 잔여 한도)	2018 회계연도 기초 현금	₩ 25,589,376			₩ 9,043,848		
④ 필요한 최소 현금 자산 제외	2018 회계연도~2020 회계연도 사이 EBITDARD	21,259,511			6,235,689		
⑤ 기초 현금, EBITDARD에서 발생한 현금, 기업이 이용 가능한 기타 유동성의 합계를 내어 현재 보유하고 있는 잉여현금 평가. 필요한 주요 현금과 최소 현금 자산은 제외	이용 가능한 추가적 유동성 ²	-			-		
	제외: 3년간 필요한 주요 현금	(29,943,530)			(9,124,088)		
	제외: 필요한 최소 현금 ³	(7,000,000)			(2,000,000)		
	2018 회계연도 잉여현금/(부족액)	₩ 9,905,356			₩ 4,155,450		

₩ 14,060,806

1. 법인세-이자-감가상각비 차감 전 영업이익(EBITDA)에서 연구비(R&D)를 차감하기 전 영업이익
 2. CM은 기업이 이용 가능한 추가적 유동성이 존재한다고 보지만 보수적으로 판단하기 위해 0 달러로 추정
 3. (1) 필요한 최소 현금 자산이 110억 달러라고 2008년 국회 청문회에서 GM이 언급했던 내용과 (HMC/모비스의 매출에 기초하여 규모 축소) (2) 업계 전문가 의견에 근거한 필요한 최소 현금
 4. 본 방법론은 포드가 2008~2009년 경기 침체를 극복한 방법을 재현한 것임

4 잉여 현금

잉여현금 분석으로부터 주주에게 상당한 가치를 창출할 기회가 발견됨



이 분석에 의하면, 2018년 6월 기준 약 13조 원(117억 달러)의 잉여현금이 존재할 것으로 추정됩니다.

- 31페이지의 분석은 본 프레젠테이션 전반에서 활용되는 경쟁사 평균 계산식에 맞추어 조정하기 위하여 2017년 12월 현금자산을 기준으로 계산 됨
- 2017년 12월 이후 현대자동차의 현금 자산은 1.3조 원 감소하였는데, 이는 대부분 배당금 지급과 자사주 매입에 기인함.

단위: KRW 백만	현대자동차(주)			현대모비스(주)		
	예측년도 2018	예측년도 2019	예측년도 2020	예측년도 2018	예측년도 2019	예측년도 2020
이자 및 세전 이익(EBIT)	₩ 929,636	₩ 49,387	₩ 622,275	₩ 1,054,337	₩ 448,093	₩ 0
다시 더함: D&A	3,588,505	3,463,519	3,331,994	646,308	709,830	656,508
다시 더함: R&D	4,022,464	3,419,095	3,077,185	625,968	688,861	1,405,783
EBITDARD ¹	₩ 8,540,606	₩ 6,932,001	₩ 5,786,904	₩ 2,326,613	₩ 1,846,784	₩ 2,062,292
Capex	3,650,014	3,102,512	2,792,261	2,003,241	1,702,755	1,532,479
R&D	4,022,464	3,419,095	3,077,185	625,968	688,861	1,405,783
부채 상환	1,960,000	1,960,000	1,960,000	55,000	55,000	55,000
기타 주요 요금 준비금	1,333,333	2,000,000	666,667	250,000	500,000	250,000
필요한 주요 현금	₩ 10,965,811	₩ 10,481,606	₩ 8,496,112	₩ 2,934,209	₩ 2,946,616	₩ 3,243,263
2018 회계연도 6월 누계 현금	₩ 24,267,397			₩ 9,511,019		
2018 회계연도~2020 회계연도 사이 EBITDARD	21,259,511			6,235,689		
이용 가능한 추가적 유동성 ²	-			-		
제외: 3년간 필요한 주요 현금	(29,943,530)			(9,124,088)		
제외: 필요한 최소 현금 ³	(7,000,000)			(2,000,000)		
2018 회계연도 잉여현금/(부족액)	₩ 8,583,378			₩ 4,622,620		

₩ 13,205,998

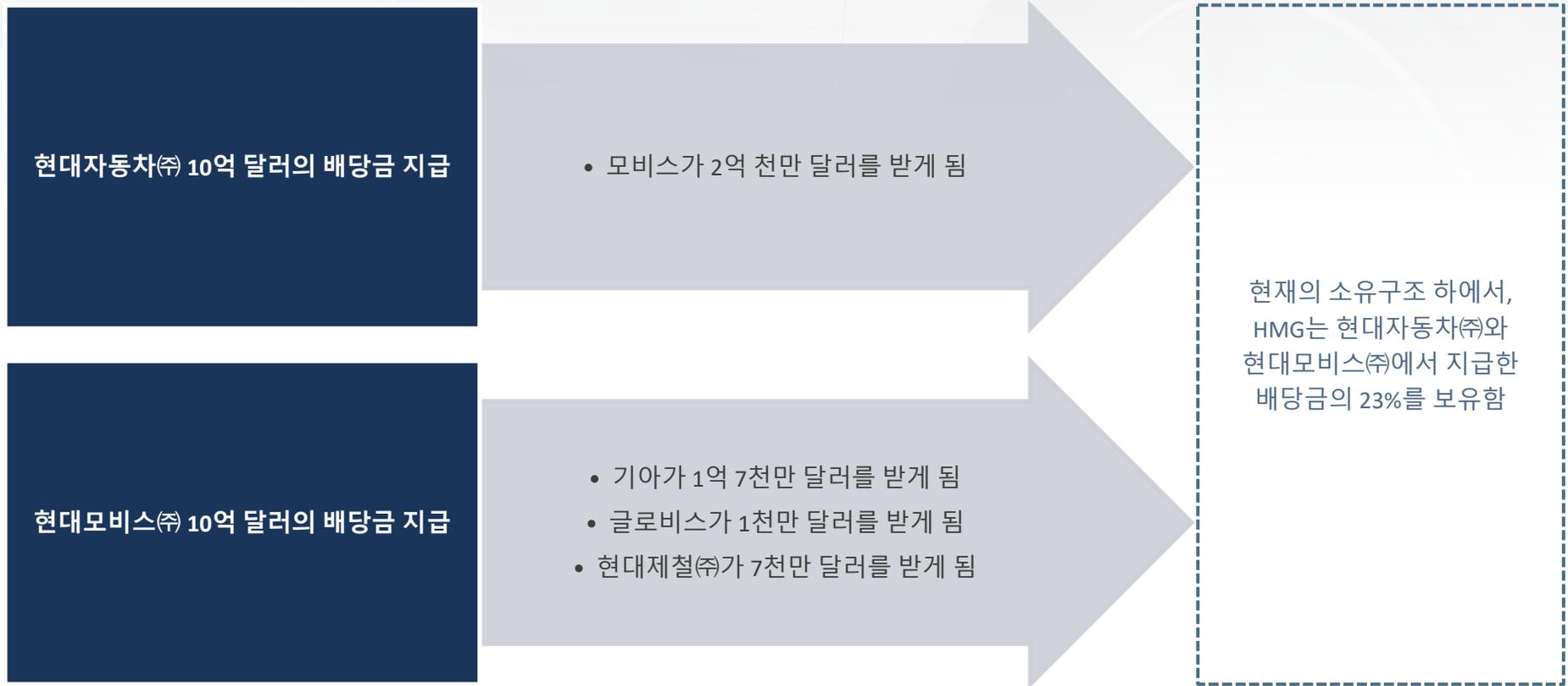
1. 법인세-이자-감가상각비 차감 전 영업이익(EBITDA)에서 연구비(R&D)를 차감하기 전 영업이익
 2. CM은 기업이 이용 가능한 추가적 유동성이 존재한다고 보지만 보수적으로 판단하기 위해 0 달러로 추정
 3. (1) 필요한 최소 현금 자산이 110억 달러라고 2008년 국회 청문회에서 GM이 언급했던 내용과 (HMC/모비스의 매출에 기초하여 규모 축소) (2) 업계 전문가 의견에 근거한 필요한 최소 현금
 4. 본 방법론은 포드가 2008~2009년 경기 침체를 극복한 방법을 재현한 것임

4 잉여 현금

배당지급 vs 자사주매입

잉여현금을 환원하려면 조직적인 구조조정이 필요할 수 있습니다.

배당금을 통한 잉여현금의 환원을 하게 되면 순환출자 때문에 HMG의 재무상태표에 현금이 더 축적되는 결과를 초래하게 될 것입니다.



자사주매입이 주주들에게 잉여현금을 환원할 수 있는 보다 나은 방법입니다.

자사주매입은 투자자들에게 내재된 "풋옵션(투자금 회수)"을 제공합니다. HMC와 모비스가 구조조정에 착수하고, 다른 HMG 단체에 잉여현금이 축적되는 것을 방지하며 경영진이 시장의 움직임을 이용하여 기회를 노릴 수 있게 하기 때문입니다.



VIII | 나아가야 할 길

예비 조사 결과 및 권고사항

예비 권고사항

HMG가 앞으로 나아가기 위한 잠재적 행동 방안



업무 흐름	분석 결과	예비 권고사항
<p>1</p> <p>자본구조</p>	<p>HMG 는 과대자본화되어 있습니다.</p>	<ul style="list-style-type: none"> 수정된구조조정안과는 별개로, 동종기업과 비슷하게 재무상태표를 적절한 규모로 축소하겠다는 의지 표명
<p>2</p> <p>현금흐름 배분</p>	<p>자본을 충분히 활용하고 있지 않습니다.</p>	<ul style="list-style-type: none"> 동종기업 수준으로 R&D 투자 및 자본적 지출을 하기로 약속 조직적인 구조조정 후 최소한 잉여 현금 흐름의 50%를 주주에게 환원 영업활동으로 인한 현금흐름을 표준화하여 현금흐름 보고 체계 개선
<p>3</p> <p>자본관리</p>	<p>자본관리에 있어 전략적 근거가 부족합니다.</p>	<ul style="list-style-type: none"> 자동차산업의 구조적 변화에 대응하기 위한 연구개발 및 capex 전략을 명확히 제시 비핵심 자산을 매각하고 그로 인해 발생한 대금을 주주에게 환원 투자증대를 위한 자본 배분
<p>4</p> <p>잉여현금자산</p>	<p>재무상태표상 12조~16조 원의 잉여현금이 존재합니다.</p>	<ul style="list-style-type: none"> 적절한 소유구조 조정과는 별개로, 잉여현금 책정 및 주주에게 현금 환원의 의지 표명. 지속적인 자사주 매입 활용(배당금지급보다 선호하는 방법) 동종기업과 비슷한 수준으로 자본구조를 맞추려면 최소 13조 원을 환원해야 하며, 이는 최근 현대자동차가 공시한 판매보증충당금 5000억 원을 고려하더라도 합리적인 수치

기타 고려해볼만한 내용의 검토를 통한 추가적인 가치 창출의 기회

투자 진행 상황과 가치 제고의 가능성을 설명할 전기 및 자율주행차 기술 관련 사내 기술 부서 창설 및 개별적 발표

업계 동향에 발맞춰 계속해서 제품 구성을 SUV로 변경

다른 종전의 내부 제조업체들과 유사하게, 모비스를 HMC 활동에서 추가적으로 분리

보고 목적 상, 모비스를 4개의 세그먼트로 분리:
애프터마켓(후속시장) 활동, 모듈 부문 활동, 안전 및 첨단운전자보조시스템(ADAS), 기타 사업

자동차 산업의 구조적 변화에 대비하는 연구·개발을 부각시키기 위해 모비스의 ADAS 사업에 대한 투자자의 인식 제고





IX | 부록

콘웨이 맥켄지는 캐피털 IQ를 통해 재무제표 데이터를 입수했습니다.

- OEM와 제조업체 모두와 관련한 연간 데이터를 CM이 개발한 표준화된 보고 템플릿으로 옮겼습니다.
 - 회계연도 말을 역년 말과 가급적 가깝게 조정했습니다(예: 2018년 3월 연도 말과 2017년 12월 연도 말 비교)
 - 32페이지 현대자동차와 현대모비스의 잉여현금 분석안은 시장에 공개된 2018년 6월 현금잔고량을 기준으로 업데이트된 수치입니다.
- 기업들 간 보고 방식의 일관성을 유지하게 위해 재무제표 상 각각의 구성항목을 평가했습니다.
 - 연차보고서와 10K에서 확인할 수 있는 자료를 근거로 하여 손익계산서와 재무상태표의 구성항목을 영업용 또는 비영업용으로 구별했습니다.
 - 손익계산서 관련 비영업용 항목으로는 지분투자의 손익, 순이자수익/비용, 소수주주지분, 세금이 있습니다.
 - 재무상태표 관련 비영업용 항목으로는 지분투자, 자산/부채 관련 재정적 투자, 이연법인세 자산/부채, 종업원급여부채(연금), 비유동 미지급법인세가 있습니다.
 - 현금흐름 구성항목을 영업, 투자와 재무활동으로 적절하고 일관성 있게 분류하기 위해 검토했습니다.
 - 영업활동 현금흐름, 자본지출, 자사주매입, 배당금지급을 연차보고서와 10K와 대조하여 확인했습니다.

콘웨이 맥켄지는 자금 조달 부문의 분리와 보고 방식의 차이를 조정하기 위해 OEM의 재무제표를 수정했습니다.

- 각 계산서 상에 자금 조달 업무 항목을 다음과 같이 분리했습니다.
 - 손익계산서: 매출, 매출원가, SG&A
 - 재무상태표: 매출채권, 순임차자산, 부채
 - 현금흐름표: 영업활동으로 인한 현금흐름, 재무적 매출채권의 변동사항, 배당금(해당되는 경우), 부채의 변동사항
- 일관성 향상을 위해 기타 수정이 이루어졌습니다.
 - 손익계산서: 출자된 모든 개발비는 발생 시 지출된다는 추정 하에 연구개발비 처리를 동종 기업 수준으로 맞췄습니다.
 - 현금흐름표: 모든 기타 OEM과의 일관성을 유지하기 위해 HMC의 자금 조달 관련 운전자본의 변화는 영업활동으로 인한 현금흐름에서 투자활동으로 인한 현금흐름으로 옮겼습니다.
 - 현금흐름표: 특정 OEM이 고정자산과 무형자산의 결합 매입을 보고했습니다. 이것을 독립된 capex로 식별하기 위하여 분리했습니다.
- CM은 데이터 분석 작업을 완료함으로써 분석과 판단의 기초 자료로 쓰이는 데이터의 정확성과 비교 가능성을 개선했습니다.

콘웨이 맥켄지 용어 정의

- 세후순영업이익(NOPAT)
 - 핵심 자동차 사업에서 발생한 영업이익(금융이익/비용 제외) 추정 영업세 제외
- 영업자산/부채
 - 현금 및 시장성 유가증권
 - 일반 운전자본 요건(매출채권-A/R, 매입채무-A/P, 미지급비용, 재고 등)
 - 건물, 시설, 장비(PPE)
 - 무형자산 및 영업권
- 투자자본수익률(ROIC)
 - NOPAT을 영업자산/부채로 나눈 것
- 비영업자산/부채
 - 핵심 자동차 사업 운영에 필요하지 않은 자산/부채(예: 지분법 투자, 연금부채 등)
- 순현금/부채
 - 자동차 사업에 사용된 현금. 핵심 자동차 사업에 사용된 부채는 제외(예: 자금 조달 부문 부채 제외)
- 영업활동으로 인한 현금흐름
 - 특별히 자동차 사업에 사용된 현금. 투자유가증권 매입/매도 제외(자산화된 연구개발비 제외)
- 잉여현금흐름(FCF)
 - 자동차 capex를 제외한 영업활동으로 인한 현금흐름
- 현금 증가+의문스러운 투자 (19 페이지)
 - 현금 증가, 시장성 유가증권, 기타 금융 자산, 의문스러운 capex(HMC와 모비스 관련 한국전력공사 부지 매입 포함)
- 자산회전율
 - 매출을 총자산으로 나눈 것

주석: 보고서 전반에 나열된 모든 매트릭스는 금융업 제외

OEM 비교 – HMC와 동종 기업과의 비교



OE	2017년도 재무 성과												제품군
	자동차 및 기타			대출			합계			연구개발비	Capex	시가총액	
	매출	법인세 차감전 영업이익	법인세 차감전 영업이익률	매출	법인세 차감전 영업이익	법인세 차감전 영업이익률	매출	법인세 차감전 영업이익	법인세 차감전 영업이익률				
HMC	\$66.8	\$2.1	3.2%	\$19.6	\$1.8	9.1%	\$86.4	\$3.9	4.5%	\$2.2	\$2.7	\$29.0	승용차, suv, 상용차 및 전기차, 승용차 파이낸싱, 신용카드 처리, 마케팅, 엔지니어링과 보험서비스, 열차, 스포츠팀 소유, 부동산 개발, 연구 및 개발, 투자 활동
토요타	\$248.5	\$19.7	7.9%	\$17.8	\$2.1	11.6%	\$266.3	\$21.8	8.2%	\$9.6	\$11.6	\$180.0	승용차, suv, 트럭, 미니밴 및 상용차, 관련 부품 및 액세서리, 하이브리드차, 연료전지차, 초소형차, 소형차 및 고급차, 샌츄리 리무진, 금융서비스, 리테일금융업, 리스, 도매금융서비스, 보험 및 신용카드, 조립식주택, 정보기술
폭스바겐	\$232.5	\$11.2	4.8%	\$35.0	\$3.1	8.9%	\$267.5	\$14.3	5.3%	\$15.2	\$14.0	\$97.6	승용차, 상용차, 트럭, 버스, 부품 및 관련 서비스, 운송수단 및 엔진, 대형보어디젤엔진, 터보압축기, 산업용터빈 및 화학리액터시스템, 딜러 및 고객대출, 리스, बैं킹 및 보험, 차량 관리 및 모빌리티서비스, 오토바이 및 터보기계류, 온라인중고차량플랫폼
다임러	\$163.0	\$10.0	6.2%	\$27.6	\$2.3	8.3%	\$190.6	\$12.3	6.5%	\$10.1	\$7.7	\$87.8	승용차, 트럭, 밴 및 버스, 고급차 및 소형차, 전기모빌리티제품, 최종고객 및 딜러 대상 맞춤형대출 및 리스 패키지, 자동차보험중개, बैं킹, 차량관리서비스, 모빌리티서비스, 차량 관련 예비부품 및 액세서리
포드	\$145.7	\$2.8	1.9%	\$11.1	\$2.2	19.9%	\$156.8	\$5.0	3.2%	\$8.0	\$7.0	\$49.6	승용차, 트럭, suv 및 전기차, 고급차, 부품 및 액세서리, 자동차대출, 소매할부판매계약, 직접대출리스, 딜러 대상 도매 및 운전자본대출, 매입대리점부동산(purchase dealership real estate), 기타 딜러차량프로그램
GM	\$133.4	\$9.0	6.7%	\$12.1	\$1.0	8.3%	\$145.6	\$10.0	6.9%	\$7.3	\$8.5	\$58.2	승용차, 트럭, 크로스오버 및 자동차부품, 커넥티드세이프티, 보안 및 모빌리티솔루션, 정보기술서비스, 자동차대출서비스
FCA	\$128.6	\$6.1	4.8%	\$0.0	\$0.0	0.0%	\$128.6	\$6.1	4.8%	\$5.0	\$6.6	\$32.2	승용차, 트럭 및 경상용차, 고급차, 부품, 액세서리 및 서비스 계약, 조명부품, 차체제어시스템, 서스펜션, 충격흡수장치, 전자장치, 배기장치, 파워트레인부품, 엔진제어시스템, 플라스틱조형부품 및 애프터마켓제품, 엔진용 주철부품, 기어박스, 변속기 및 서스펜션장치, 알루미늄실린더헤드 및 엔진블록, 산업용자동차장치 및 자동차산업관련제품, 소매 및 딜러대출, 리스 및 임대서비스, 채권매수서비스
닛산	\$97.9	\$3.3	3.3%	\$10.4	\$2.0	18.7%	\$108.3	\$5.2	4.8%	\$4.5	\$3.4	\$39.1	승용차, suv, 트럭 및 차량부품, 엔진, 변속기 및 구성부품, 산업장비엔진, 구성부품 및 차축, 특수장비장착차, 모터스포츠엔진, 부품 및 액세서리, 재충전가능한리튬이온배터리, 금융서비스, 자동차 신용 및 차 리스, 카드사업, 보험중개업 및 재금융, 여행, 환경, 엔지니어링, 생산기술센터 및 시설서비스, 지방 및 차량관리, 정보 및 물류, 디자인, 자동차도안 및 실험, 기타 엔지니어링, 전자기구 및 장치, 자동차부품 및 자재 수출 및 수입, 부동산사업, 경주 및 모터스포츠, 자동차개조, 프로축구팀 및 축구학교
BMW	\$82.5	\$7.5	9.1%	\$32.0	\$2.5	8.0%	\$114.4	\$10.1	8.8%	\$7.1	\$4.9	\$65.6	승용차, suv, 오프로드차 및 오토바이, 예비부품 및 액세서리, 금융서비스. 주로 고급차와 SUV시장
푸조	\$75.5	\$2.8	3.7%	\$0.2	\$0.0	10.1%	\$75.6	\$2.8	3.7%	\$3.4	\$3.0	\$17.6	승용차, 경상용차, 내부시스템, 자동차좌석제품 및 청정모빌리티제품, 소매 및 도매대출
르노	\$65.2	\$2.7	4.2%	\$2.9	\$0.9	29.4%	\$68.2	\$3.6	5.3%	\$3.5	\$2.6	\$26.3	승용차, 경상용차, 전기차, 파워트레인, 신차 및 중고차, 교체부품, 할부금융/임대/정비/서비스 계약, 신차/중고차 관련 리스솔루션 및 자산, 개조차, 주행보조장치 및 차량접근보조장치

제조업체 비교 선정 – 모비스와 동종 기업간의 비교



제조업체	2017년도 재무 성과						제품군	선정 기준		
	매출	법인세 차감전 영업이익	법인세 차감 전 영업이익률	연구개발비	capex	시가총액		비공개기업	제품의 다양성	지역/시장
선정된 제조업체										
현대모비스(주)	\$31.5	\$1.8	5.8%	\$0.6	\$0.6	\$22.3	자동차 전장기술, 인포테인먼트, ADAS, 전기자동차, 모듈 장치, 조명, 에어백 및 브레이크	■	■	■
컨티넨탈	\$51.0	\$4.5	8.9%	\$3.6	\$3.3	\$52.3	첨단운전자지원시스템, 전자브레이크, 통합제어시스템, 타이어, 파운데이션브레이크, 새시시스템, 안전전자장치, 텔레매틱스, 파워트레인전자장치, 분사장치 및 터보과급기	■	■	■
덴소	\$46.3	\$3.7	7.9%	\$4.1	\$3.2	\$41.1	온도/파워트레인 제어, 전자/전기장치, 소형모터, 텔레커뮤니케이션	■	■	■
마그나	\$38.9	\$2.8	7.3%	\$0.5	\$1.9	\$25.6	본체외부 및 구조, 에너지/비전기술, 좌석장치 및 완전차량솔루션	■	■	■
아이신 세이키	\$35.4	\$2.3	6.5%	\$0.0	\$2.3	\$14.2	본체, 브레이크 및 새시시스템, 전자장치, 동력전달장치 및 엔진부품	■	■	■
발레오	\$21.5	\$1.7	7.8%	\$1.3	\$1.3	\$17.1	마이크로하이브리드장치, 전기/전자장치, 온도장치, 변속기, 와이퍼장치, 카메라/센서기술, 보안장치, 내부제어	■	■	■
오토리브	\$10.4	\$0.6	5.8%	\$0.7	\$0.6	\$11.1	에어백, 안전벨트, 안전전자장치, 핸들, 브레이크제어장치, 레이더, 야간시야확보, 카메라비전시스템	■	■	■
테네코	\$9.3	\$0.4	4.5%	\$0.2	\$0.4	\$3.0	배기가스차단장치, 매니폴드, 촉매변환장치, 디젤후처리장치, 매연저감장치, 충격흡수장치, 스트럿, 전자서스펜션제품및 장치	■	■	■
翰만도	\$5.1	\$0.1	1.5%	\$0.1	\$0.3	\$2.6	브레이크, 조종장치, 서스펜션, 레이더, 카메라, 초음파, 충전기 및 부품 및 최첨단 고도의 자동화원주행새시장치	■	■	■
한온시스템	\$5.0	\$0.4	8.4%	\$0.1	\$0.3	\$6.7	온도/에너지관리, 냉난방환기/에어컨, 파워트레인냉각, 압축기, 유체운반, 온도/배기가스솔루션	■	■	■
고려 대상이었으나 탈락한 제조업체										
로베르트보쉬	\$90.5	\$5.7	6.3%	\$8.4	\$6.4	\$0.0	파워트레인솔루션, 새시장치, 전동드라이브, 차량용 멀티미디어장치, 전자장치, 조종장치/배터리기술	■	■	■
ZF 프리드리히스하펜 AG	\$42.3	\$1.8	4.2%	\$2.6	\$1.6	\$0.0	변속기, 새시부품/장치, 조종장치, 제동장치, 클러치, 통풍조절판, 액티브/패시브세이프티시스템, 운전자지원시스템(카메라/레이더/광선레이저)	■	■	■
포레시아	\$23.4	\$1.3	5.8%	\$0.3	\$0.9	\$11.0	좌석, 배기가스차단기술/내부장치	■	■	■
리어	\$20.5	\$1.5	7.1%	\$0.0	\$0.6	\$12.3	좌석/전기시스템(E-system)	■	■	■
애디언트	\$16.2	\$0.8	5.2%	\$0.5	\$0.6	\$6.2	좌석/좌석장치/부품	■	■	■
야자키	\$7.1	\$0.1	0.7%	\$0.0	\$0.0	\$0.0	와이어링하니스, 연결장치, 접속배선함, 동력배분장치, 계기장비/고압장치	■	■	■
브렘보	\$2.9	\$0.4	13.4%	\$0.0	\$0.4	\$4.8	제동장치 및 부품	■	■	■

- 왼쪽 차트는 제조업체 비교 선정에 사용된 기준을 요약한 것임
- 선정된 기업들은 다음과 같은 기준을 충족함
 - 다양한 제품군을 갖추고 현대모비스(주)에 견줄만함
 - 북미, 유럽, 아시아 태평양 지역에서의 높은 시장 점유율과 국제적 입지
- 선정되지 않은 기업들은 다음과 같은 이유로 탈락함
 - 비공개회사: 보쉬, ZF, 야자키
 - 현대모비스(주) 비해 한정된 제품군: 리어, 애디언트

■ 기준 충족
■ 기준 미충족



현대자동차(주)의 영업활동으로 인한 현금흐름 항목 조정

18페이지 내용에 대한 부연설명

조정된 영업활동으로 인한 현금흐름(CFO) – 세부사항
(단위: KRW)

	2015	2016	2017
연차보고서에 공시된 CFO	₩ 1,248,424	₩ 996,964	₩ 3,922,421
재무활동 제거	5,989,120	5,953,428	3,987,686
정상(Normalized) CFO	7,237,544	6,950,392	7,910,107
연구개발 조정	(1,098,176)	(1,224,743)	(1,307,849)
조정된 CFO	₩ 6,139,368	₩ 5,725,649	₩ 6,602,258
공시된 CFO 대비 총 변화율	392%	474%	68%

출처: 회사 보고서, 콘웨이 맥켄지 분석

잉여 현금

잉여현금 분석으로부터 주주에게 상당한 가치를 창출할 기회가 발견됨



현금 대비 동종 기업 평균에 대한 기초 검토를 통해 재무상태표 상 12조~16조 원(110억~150억 달러)의 잉여현금을 확인했습니다.

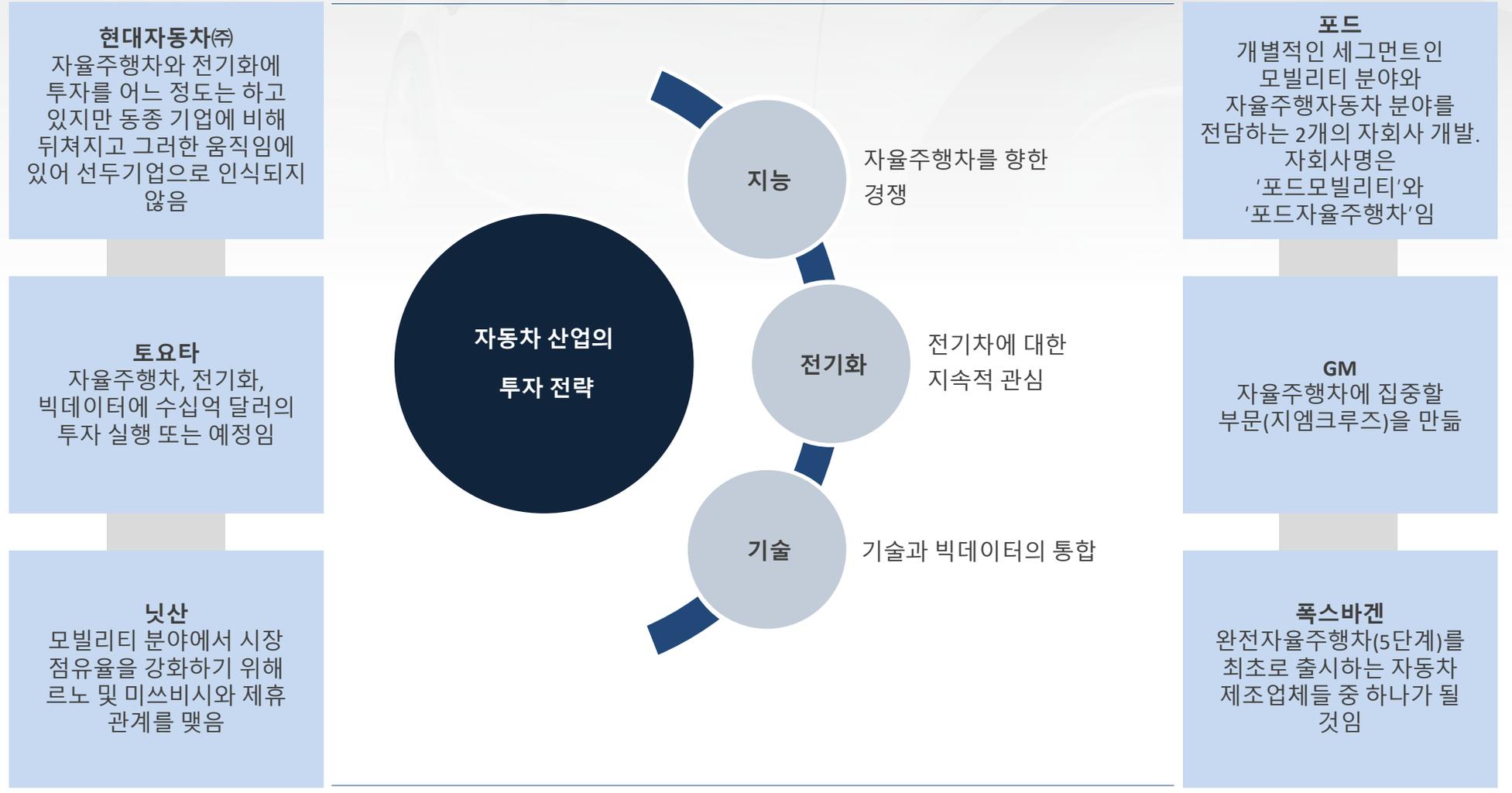
29 페이지 내용에 대한 부연설명

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

1. HMC/동종 기업의 매트릭스에는 순현금 사용. 총 현금은 7조 8천억~11조 8천억 원 범위임
 2. 보다 보수적인 추정으로 모비스/동종 기업 매트릭스에는 총 현금 사용

자본관리

다른 OEM들은 미래의 자동차를 위한 산업 전반의 투자전략의 선봉에서 있음



출처: 회사 연간 보고서

자본관리

현대는 자율주행차량의 혁신 분야에서 인정받지 못하고 있음



현대자동차그룹은 자동차 업계의 자율주행차와 모빌리티에 대한 투자 증가 추세에 있어 동종 기업에 비해 뒤쳐져 있습니다.

자율주행차 개발에 앞선 기업들



자율주행차 출시가 예상되는 해



출처: 네비건트 리서치

주석: 자율주행 시스템을 개발하고 있는 19개의 기업을 평가함. 비전, 고투마켓 전략(마케팅 최일선에서 벌이는 일련의 통합 마케팅 및 영업 활동으로 가격 정책과 각종 프로모션 등을 포괄하는 개념), 파트너, 생산 전략, 기술, 판매, 마케팅, 유통, 제품 역량, 제품 품질 및 신뢰도, 제품 포트폴리오와 지속력을 포함한 10개 항목을 평가함. 네비건트 리서치의 전매특허인 "리더보드"방법론을 사용하여 자율주행 기술 개발 및 보급에 있어서의 상대적 강점과 약점에 대한 객관적 평가의 제공을 목표로 자동차 판매업체들의 특징을 분석 및 평가하고 순위를 책정함.