

자동차

현대차그룹 지배구조 개편 - 쟁점과 투자기회

쟁점 1) A/S 적정가치 점검

모비스 A/S 사업부 적정가치에 대해 의견이 갈리고 있다. 우리는 물류투자로 수익성이 한층 더 높아진 점과 안정적인 사업특성을 감안 시, PER 15배가 적당하다고 본다(연결 기준 가치 14.6조원). A/S 사업을 부분적으로 영위하는 글로벌 동종업체들의 PER은 평균 11.5배이나 이는 수익성이 낮은 딜러사업이 반영된 수치이므로(AS 매출총이익 평균 비중 53.5%) 이보다 높게 적용할 필요가 있다.

쟁점 2) A/S 이익분할 비중 점검

A/S 이익의 대부분이 글로비스로 이전된다는 우려가 있다. 글로비스로 합병되는 국내사업부 매출 비중은 68%다. 의견이 갈리는 이익 비중은 17년 기준 98.5%로 추정된다. 단 물류투자 성과가 해외법인에 집중되면서 국내 이익비중이 점차 낮아지고 있다(향후 3년 평균 82.8%). 만약 기존에 국내에 의도적으로 이익을 남겼다면 하더라도 분할 이후엔 거래관계가 정상화되면서 해외법인 이익이 증가할 전망이다.

쟁점 3) 존속 모비스의 밸류에이션 점검

존속 모비스 가치 하락에 대한 우려도 있다. 그러나 이는 해외법인 이익회복, A/S 이익으로 충당가능 한 R&D 비용, 50%로 높아진 핵심부품 비중, 현대차 배당증액, 순환출자 해소를 감안 시 과도한 우려다. 존속 모비스 적정가치는 20.9조원이다.

쟁점 4) 주총 통과 가능성 점검

글로비스의 주가 하락은 모비스 주총에서 분할합병 안이 부결될 우려를 반영한 결과다. 모비스 분할부문의 가치는 13.2조원인데(한투 추정) 글로비스에는 9.3조원에 합병됐다. 모비스 주주가 1주당 합병 글로비스 신주를 0.61주 받는 점을 감안 시 차이는 1.5조원이 된다. 다만 분할합병에 대한 공정위의 공개적 지지와 관계사 지분 30.17%가 포함된 주주구성을 감안 시 부결 가능성은 높지 않아 보인다.

투자기회 1) 모비스 목표주가 34만원으로 17% 상향

주총 통과 가능성을 염두에 둔다면 최근 모비스 주가하락은 투자기회다. 현재 부품업체들은 중국 내 어려움이 지속되고 있으나, 모비스는 지배구조 개편으로 증장기 이익전망이 중요해진 상황이다. 밸류에이션 시점을 2019년으로 이동하고 목표 PER을 9.5배에서 10배로 변경해 모비스 목표주가를 34만원으로 17% 상향한다.

투자기회 2) 현대차에 대한 과도한 우려

지배구조 개편과정에 한발 떨어져 있던 현대차도 주가가 하락했다. 이는 지주회사 전환 무산에 대한 일부의 실망감, 보유현금이 추후 계열사 지분정리에 쓰일 거란 불안감, 그리고 모비스에 배당과 이익을 집중할 것이라는 우려가 작용한 결과다. 불확실한 우려보다는 신형엔진과 SUV에 기반한 턴어라운드 집중할 시점이다.

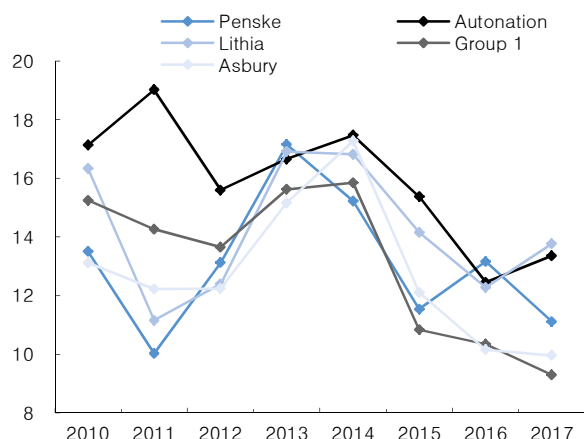
비중확대

종목	투자의견	목표주가
현대차	매수	185,000원
기아차	매수	40,000원
현대모비스	매수	340,000원(상향)

김진우, CFA

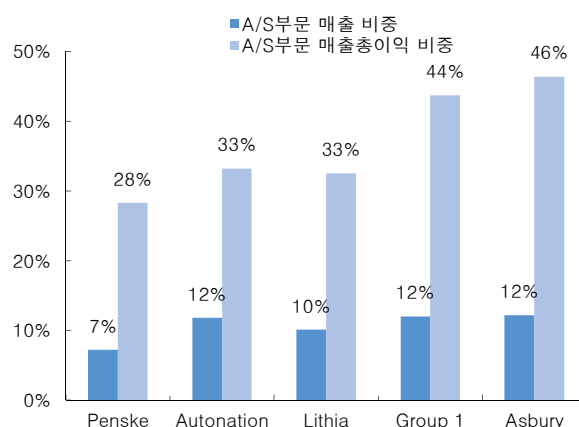
jinwoo.kim@truefriend.com

[그림 1] 미국 A/S 동종업체 PER 추이 - 17년 평균 11.5x



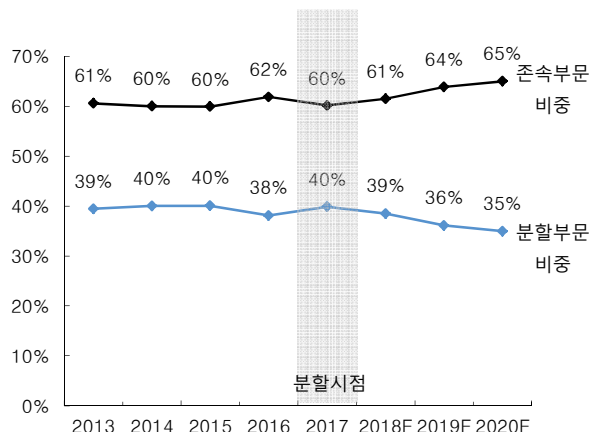
자료: 각 사, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] 단 이들은 A/S 이익비중이 낮은 점을 감안해야

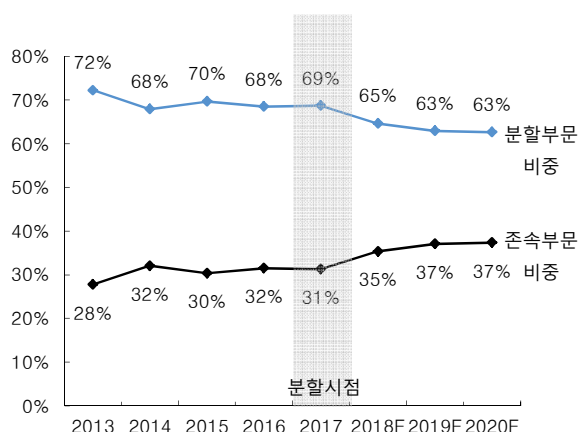


자료: 각 사, Bloomberg, 한국투자증권

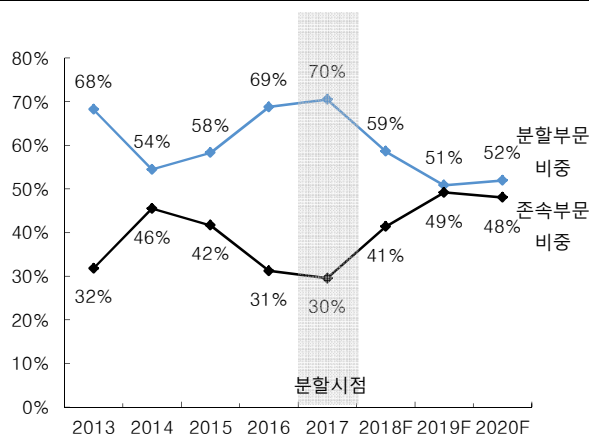
[그림 3] 모비스 매출액 비중

주: 분할부문은 모비스 공시, 존속부문은 한투 연결 기준 추정치에서 분할부문 차감
자료: 현대모비스, 한국투자증권

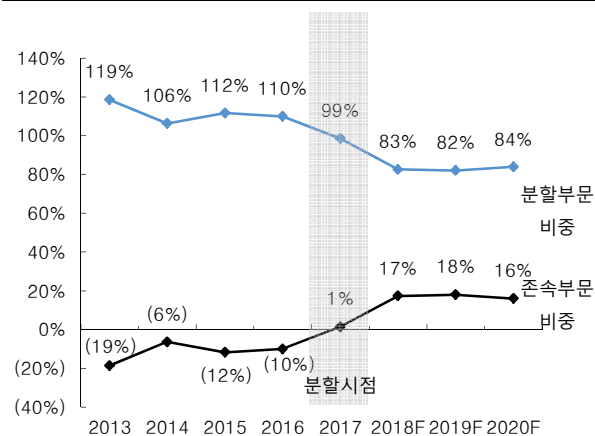
[그림 4] 모비스 A/S 매출액 비중

주: 분할부문은 모비스 공시, 존속부문은 한투 연결 기준 추정치에서 분할부문 차감
자료: 현대모비스, 한국투자증권

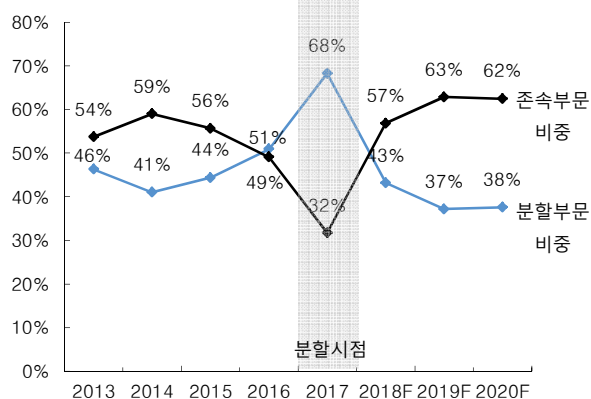
[그림 5] 모비스 영업이익 비중 - 의도가 보이는 타이밍

주: 분할부문은 모비스 공시, 존속부문은 한투 연결 기준 추정치에서 분할부문 차감
자료: 현대모비스, 한국투자증권

[그림 6] 모비스 A/S 영업이익 비중 - 해외이익 증가 중

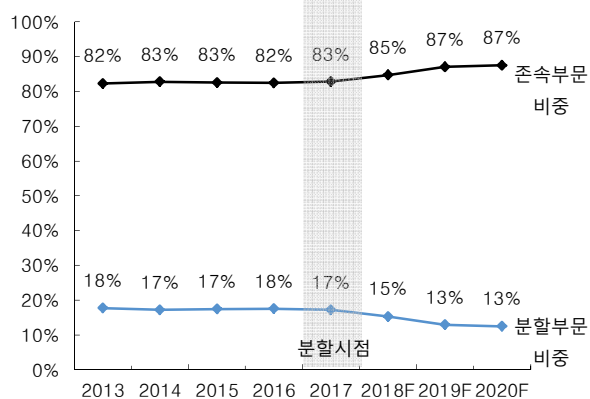
주: 분할부문은 모비스 공시, 존속부문은 한투 연결 기준 추정치에서 분할부문 차감
자료: 현대모비스, 한국투자증권

[그림 7] 모비스 순이익 - 의도가 보이는 타이밍



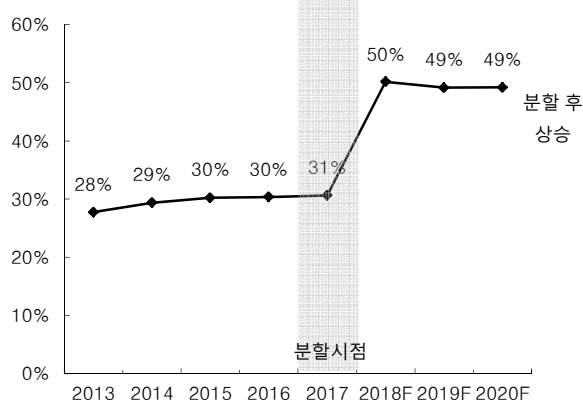
주: 분할부문은 모비스 공시, 존속부문은 한투 연결 기준 추정치에서 분할부문 차감
자료: 현대모비스, 한국투자증권

[그림 8] 모비스 R&D 비용 - 존속이 거의 부담



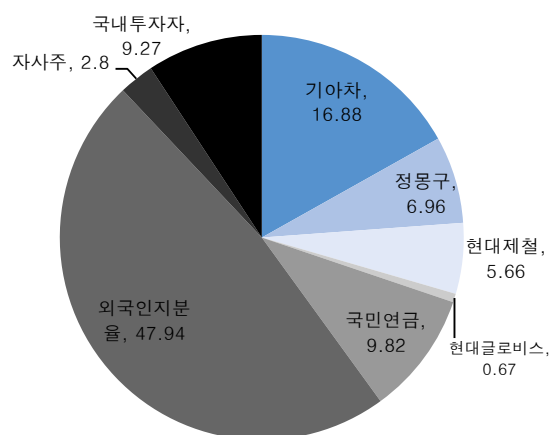
주: 분할부문은 모비스 공시, 존속부문은 한투 연결 기준 추정치에서 분할부문 차감
자료: 현대모비스, 한국투자증권

[그림 9] 존속 모비스 핵심부품 매출 비중 - 조립공장 탈피



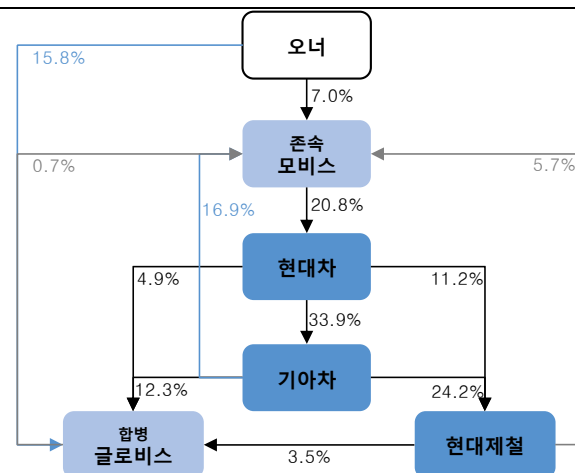
자료: 현대모비스, 한국투자증권

[그림 10] 모비스 주주구성 - 특수관계인 30.17%



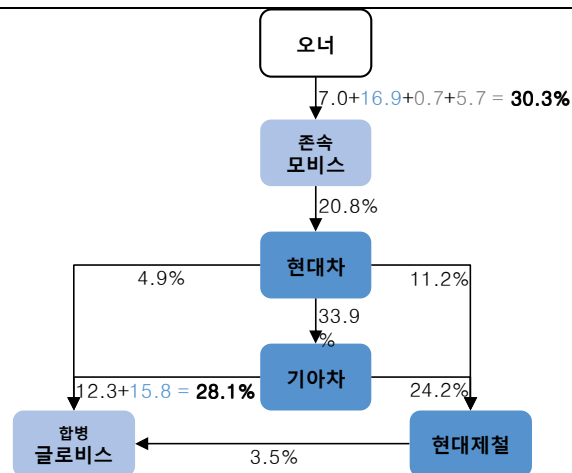
주: 17년 감사보고서 기준
자료: DART, 한국투자증권

[그림 11] 사업구조 개편 이후 지배구조



주: 1. 대주주 보유 합병글로벌비스 주식과 기아차 보유 존속모비스 주식 교환
2. 대주주는 계열사가 보유한 존속모비스 주식을 추가 매입.
3. 대주주는 현대차 7.5%, 기아차 1.7%, 현대제철 11.8%도 함께 보유 중
자료: 현대모비스, DART, 한국투자증권

[그림 12] 지분 거래 후 지배구조



주: 1. 오너의 모비스 지분율은 기아차/글로벌비스/현대제철의 지분 전체 매입 시 기준
2. 대주주는 현대차 7.5%, 기아차 1.7%, 현대제철 11.8%도 함께 보유 중
자료: 현대모비스, DART, 한국투자증권

〈표 1〉 현대모비스 SOTP(현재 기준)

(단위: 십억원)

항목	내용	비고
영업가치(A)	24,294	조정순이익(a-b)에 PER 10x
	연결순이익(a)	3,241 2019F
	지분법이익(b)	811 2019F
순현금(B=d-e)	6,068	
	현금성자산(d)	9,135 17년말 현금 + 단기금융자산
	차입금(e)	3,067 17년말 이자지급차입금
비영업자산(C)	5,695	보유 계열사 지분 30% 할인
	관계기업및공동기업투자주식	8,136
	- 현대차	6,568 현재 증가
	- 현대건설	392 현재 증가
	- 기타	1,176
자사주(D)	653	
총 기업가치(A+B+C+D)	36,711	
SOTP 기준 주당 기업가치(원)	377,125	
연결순이익 기준 주당 기업가치(원)	340,000	

자료: 현대모비스, 한국투자증권

〈표 2〉 현대모비스/현대글로비스 SOTP(사업구조 개편 시)

(단위: 십억원)

		비고
모비스 존속회사	관계기업및공동기업투자주식	5,800 보유 계열사 지분 30% 할인
	- 현대차	6,980
	- 현대건설	392
	- 기타	913 모비스 신설법인 2.8% 포함
순현금		3,918
	현금	6,586
	차입금	2,668
사업가치		10,656
	단순모듈	909 해외
	핵심부품	5,173
	AS	4,574 해외
자사주		563 분할 후 존속법인의 자사주
목표시총		20,937
모비스 존속회사 시총		17,977
기대수익률		16.5%
합병 글로비스	(구) 글로비스 현재 시총	6,338 현재 증가
	모비스 분할부문 순현금	2,151
	현금	2,550 모비스에서 이전된 순현금
	차입금	399 모비스에서 이전된 차입금
모비스 분할부문 사업가치		11,072
	단순모듈	1,027 국내
	AS	10,045 국내
합병 글로비스의 목표시총		19,560
모비스 주주관점의 기준가		11,656
기대수익률		67.5%
(구)글로비스 주주관점의 기준가		16,452
기대수익률		18.9%
모비스 존속+신설	모비스 존속회사 목표시총	20,936
	모비스 신설법인 목표시총	13,223
합계		34,159
모비스 현재시총		23,314 현재 증가
기대수익률		46.5% 모비스 현재 주주관점

자료: 현대모비스, 한국투자증권

〈표 3〉 모비스 사업부별 valuation

(단위: 십억원)

구분	17년 연결 매출	분할 (국내)	존속 (핵심+해외)	분할 비중 (매출 기준)	분할 전 영업가치	비고	분할회사 귀속 영업가치	존속회사 귀속 영업가치
단순모들	17,491	9,280	8,211	53.1%	1,937	21% 이익비중, 12MF 5x	1,027	909
핵심부품	10,770	—	10,770	0.0%	5,173	28% 이익비중, 12MF 10x	—	5,173
AS	6,884	4,730	2,154	68.7%	14,619	52% 이익비중, 12MF 15x	10,045	4,574
합계	35,145	14,010	21,135		21,728		11,072	10,656

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 분할합병 관련 주요 일정

주요일정	일자	비고
이사회결의일		3월 28일 증권신고서, 주요사항보고서 제출
주주확정기준일	4월 12일	
합병반대의사 통지 접수기간	5월 14일~5월 28일	
임시주주총회	5월 29일	
주식매수청구권 행사기간	5월 29일~6월 18일	주식매수청구 한도 - 모비스: 20,000 억
주식매수청구대금 지급(예정)	6월 28일	- 글로벌비스: 5,000 억
채권자 이의 제출기간	5월 29일~6월 29일	
분할합병기일	7월 1일 분할합병 등기 7월 2일	
모비스 매매거래 정지기간(예정)	6월 28일~7월 27일	글로벌비스는 매매거래 정지기간 없음
추가상장/변경상장(예정)	7월 30일	

주: 상기 일정은 관계법령상의 인허가, 승인, 및 관계기관과의 협의 등의 사정에 의해 변경될 수 있음

자료: 현대모비스, 한국투자증권

〈표 5〉 모비스 분할부문 수익전망 세부내역

(단위: 십억원, 천대)

구분	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
매출액	13,493	14,060	14,432	14,591	14,011	14,421	14,601	15,175	15,198	15,536
(증가율, %)		4.2%	2.6%	1.1%	(4.0%)	2.9%	1.3%	3.9%	0.2%	2.2%
모듈 사업부문	8,999	9,807	10,041	10,012	9,282	9,795	9,900	10,283	10,250	10,535
내수	6,800	7,645	7,812	7,323	7,293	7,782	7,785	7,930	7,772	8,003
수출	2,198	2,162	2,229	2,688	1,989	2,013	2,115	2,354	2,478	2,532
현대기아 생산량 (IHS 추정)	7,501	7,914	7,890	7,790	7,129	7,233	7,487	7,774	7,910	7,980
국내	3,390	3,519	3,513	3,181	3,116	3,233	3,211	3,220	3,111	3,131
해외	4,111	4,395	4,377	4,610	4,013	4,000	4,276	4,554	4,800	4,849
AS 사업부문	4,494	4,253	4,391	4,579	4,728	4,626	4,701	4,891	4,948	5,002
내수	2,337	2,361	2,368	2,385	2,521	2,483	2,509	2,535	2,561	2,586
수출	2,157	1,892	2,022	2,194	2,207	2,144	2,192	2,356	2,388	2,415
매출 비중										
모듈 사업부문	66.7%	69.8%	69.6%	68.6%	66.3%	67.9%	67.8%	67.8%	67.4%	67.8%
AS 사업부문	33.3%	30.2%	30.4%	31.4%	33.7%	32.1%	32.2%	32.2%	32.6%	32.2%
매출원가	10,838	11,617	11,952	11,800	11,811	12,178	12,192	12,453	12,479	12,800
매출원가율	80.3%	82.6%	82.8%	80.9%	84.3%	84.4%	83.5%	82.1%	82.1%	82.4%
모듈 사업부문	8,117	8,981	9,289	9,126	9,049	9,363	9,319	9,521	9,496	9,768
AS 사업부문	2,720	2,636	2,663	2,674	2,763	2,816	2,873	2,933	2,983	3,032
매출총이익	2,655	2,443	2,480	2,790	2,199	2,243	2,410	2,721	2,720	2,736
모듈 사업부문	882	827	752	886	234	432	582	763	754	766
AS 사업부문	1,774	1,617	1,728	1,904	1,966	1,811	1,828	1,958	1,965	1,970
(매출총이익률, %)	19.7%	17.4%	17.2%	19.1%	15.7%	15.6%	16.5%	17.9%	17.9%	17.6%
모듈 사업부문	9.8%	8.4%	7.5%	8.9%	2.5%	4.4%	5.9%	7.4%	7.4%	7.3%
AS 사업부문	39.5%	38.0%	39.4%	41.6%	41.6%	39.1%	38.9%	40.0%	39.7%	39.4%
매출총이익 내 비중										
모듈 사업부문	33.2%	33.8%	30.3%	31.8%	10.6%	19.3%	24.2%	28.0%	27.7%	28.0%
AS 사업부문	66.8%	66.2%	69.7%	68.3%	89.4%	80.7%	75.9%	72.0%	72.3%	72.0%
판매비	661	732	769	793	772	805	835	864	898	937
매출액 내 비중	4.9%	5.2%	5.3%	5.4%	5.5%	5.6%	5.7%	5.7%	5.9%	6.0%
모듈 사업부문	441	511	535	544	512	547	566	586	606	635
AS 사업부문	220	221	234	249	261	258	269	279	292	302
급여 및 상여	261	276	272	261	255	266	277	286	298	311
퇴직급여	9	21	23	23	21	22	23	24	25	26
복리후생비 등	62	71	72	74	69	70	73	75	78	82
물류비	139	152	153	155	157	163	167	173	178	183
연구개발비	70	84	100	109	118	126	131	136	142	148
감가상각비 등	28	31	41	53	42	47	51	56	61	68
기타고정비	92	97	107	117	109	111	113	114	117	119
영업이익	1,994	1,711	1,711	1,998	1,427	1,438	1,575	1,857	1,821	1,799
모듈 사업부문	441	316	217	342	(278)	(115)	16	177	149	131
AS 사업부문	1,554	1,396	1,494	1,656	1,705	1,552	1,559	1,680	1,673	1,669
(영업이익률, %)	14.8%	12.2%	11.9%	13.7%	10.2%	10.0%	10.8%	12.2%	12.0%	11.6%
모듈 사업부문	4.9%	3.2%	2.2%	3.4%	(3.0%)	(1.2%)	0.2%	1.7%	1.4%	1.2%
AS 사업부문	34.6%	32.8%	34.0%	36.2%	36.1%	33.6%	33.2%	34.3%	33.8%	33.4%
기타손익	(9)	(13)	50	(55)	(35)					
금융손익	81	119	7	87	60					
세전이익	2,067	1,817	1,769	2,030	1,452	1,485	1,626	1,906	1,867	1,848
영업이익 대비	103.6%	106.2%	103.4%	101.6%	101.8%	103.3%	103.2%	102.7%	102.5%	102.7%
모듈 사업부문	457	336	224	348	(283)	(119)	16	182	152	134
AS 사업부문	1,610	1,482	1,544	1,682	1,735	1,604	1,610	1,725	1,715	1,714
법인세 비용	482	414	414	483	382	385	423	500	490	484
법인세율	23.3%	22.8%	23.4%	23.8%	26.3%	25.9%	26.0%	26.2%	26.3%	26.2%
순이익	1,584	1,404	1,355	1,547	1,070	1,100	1,203	1,406	1,377	1,364
모듈 사업부문	350	259	172	265	(208)	(88)	12	134	112	99
AS 사업부문	1,234	1,145	1,183	1,282	1,278	1,188	1,191	1,272	1,265	1,264

주: 밑줄 친 수치들은 공시를 바탕으로 한 추정내역

자료: 현대모비스, 한국투자증권

〈표 6〉 커버리지 valuation

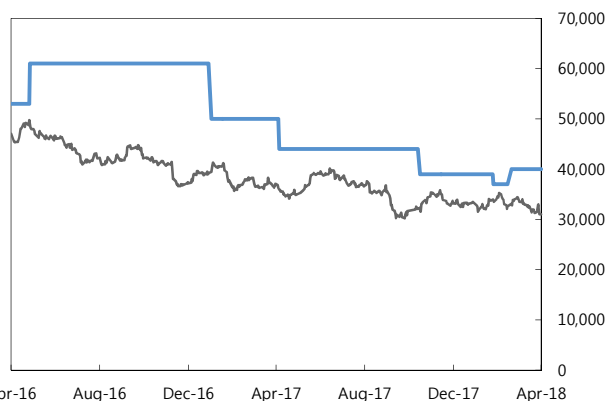
투자의견 및 목표주가			실적 및 Valuation										
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
현대차 (005380)	투자의견	매수	2015A	91,959	6,358	6,417	23,861	222,828	6.2	0.7	10.7	9.2	2.7
	목표주가(원)	185,000	2016A	93,649	5,194	5,406	20,118	241,103	7.3	0.6	8.4	10.3	2.7
	현재가 (3/30, 원)	143,500	2017F	96,376	4,574	4,032	15,086	252,369	9.5	0.6	5.9	11.0	2.8
	시가총액(십억원)	31,609	2018F	98,128	4,977	4,640	17,357	263,431	8.3	0.5	6.4	10.2	3.8
			2019F	106,720	6,182	5,795	21,684	277,596	6.6	0.5	7.7	9.3	4.5
기아차 (000270)	투자의견	매수	2015A	49,521	2,354	2,631	6,559	60,290	8.0	0.9	11.3	5.4	2.1
	목표주가(원)	40,000	2016A	52,713	2,462	2,755	6,873	66,103	5.7	0.6	10.8	3.7	2.8
	현재가 (3/30, 원)	31,000	2017F	53,536	662	968	2,414	67,169	12.8	0.5	3.6	6.0	2.6
	시가총액(십억원)	12,566	2018F	52,978	1,789	2,018	5,034	70,487	6.2	0.4	7.3	4.2	3.5
			2019F	57,723	2,143	2,390	5,962	74,342	5.2	0.4	8.2	3.9	5.2
현대모비스 (012330)	투자의견	매수	2015A	36,020	2,935	3,055	32,030	266,859	7.7	0.9	12.5	5.8	1.4
	목표주가(원)	340,000	2016A	38,262	2,905	3,038	32,091	296,189	8.2	0.9	11.2	5.8	1.3
	현재가 (3/30, 원)	239,500	2017F	35,145	2,025	1,568	16,556	308,485	14.5	0.8	5.4	6.9	1.5
	시가총액(십억원)	23,313	2018F	37,459	2,456	2,594	27,391	330,352	8.7	0.7	8.4	5.7	2.1
			2019F	40,445	3,103	3,291	34,744	358,166	6.9	0.7	9.9	4.2	2.7

자료: 각 사, 한국투자증권

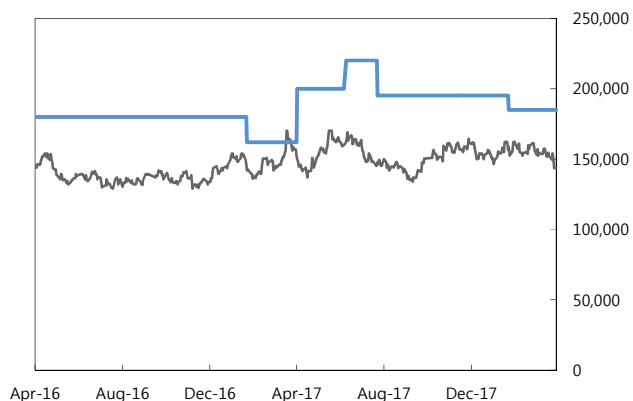
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율		종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비					평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
기아차(000270)	2016.03.02	매수	53,000원	-9.5	-4.2	현대모비스(012330)	2017.06.12	매수	220,000원	-28.8	-23.2
	2016.04.27	매수	61,000원	-30.8	-21.0		2017.07.26	매수	195,000원	-22.6	-15.6
	2017.01.02	매수	50,000원	-24.3	-17.4		2018.01.25	매수	185,000원	-	-
	2017.04.05	매수	44,000원	-18.3	-8.9		2016.03.23	매수	380,000원	-36.3	-34.1
	2017.10.16	매수	39,000원	-14.1	-8.2		2016.04.10	매수	340,000원	-23.6	-15.3
	2018.01.25	매수	37,000원	-8.5	-4.7		2016.09.29	매수	380,000원	-32.2	-25.7
	2018.02.19	매수	40,000원	-	-		2017.04.05	매수	340,000원	-26.5	-16.8
현대차(005380)	2016.03.02	매수	180,000원	-22.2	-11.7		2018.01.26	매수	320,000원	-24.4	-20.3
	2017.01.25	매수	162,000원	-8.1	4.9		2018.02.19	매수	290,000원	-20.7	-9.8
	2017.04.05	매수	200,000원	-23.0	-15.0		2018.04.01	매수	340,000원	-	-

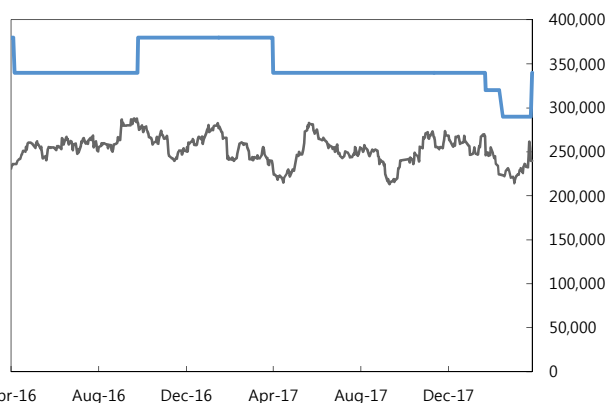
기아차(000270)



현대차(005380)



현대모비스(012330)



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 4월 1일 현재 기아차,현대차,현대모비스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 기아차,현대차,현대모비스 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.