



▲ 자동차/타이어  
 Analyst 김준성  
 02. 6098-6690  
 joonsung.kim@meritz.co.kr  
 RA 이종현  
 02. 6098-6654  
 jonghyun\_lee@meritz.co.kr

## Overweight

### Top Picks

현대모비스(012330) Buy 320,000원

# 자동차

## 지배구조 개편에 따른 모비스의 재평가

- ✓ 현대차그룹, 현대모비스 분할 · 현대글로벌비스 합병을 통한 지배구조 개편안 발표
- ✓ 비용 최소화 시나리오를 예상했던 시장의 기대와 달리, 다소 지출(양도세)이 수반되더라도 대주주 뿐 아니라 정부 · 관련 기업 투자자 대부분이 만족할 대안을 선택
- ✓ 자산가치 재평가가 가능한 지배회사 모비스의 NAV를 주당 32만원으로 산정하며, 투자 의견을 Buy로 상향. 오랜 대주주 오버행 우려에서 벗어난 글로벌비스의 밸류에이션 재평가가 이루어질 경우, 모비스 NAV에 추가적인 upside 부여 가능

### 현대차그룹 지배구조 개편의 방향성

- Step 1: 모비스 분할 (존속: 핵심부품과 해외사업 79% vs. 분할: 국내 AS·모듈 21%)
- Step 2: 분할 부문과 글로벌비스 합병 (모비스 1주당 글로벌비스 신주 0.61주 배정)
- Step 3: 대주주 보유 합병 글로벌비스 지분과 기아차 보유 모비스 지분 교환
- Step 4: 대주주, 합병 글로벌비스와 현대제철이 보유한 모비스 지분 매입

Step 1, 2는 5월 29일 임시주총을 거쳐 7월 1일 확정되며, Step 3, 4는 8월 2일 (신규 상장 3거래일 뒤)부터 2개월 내에 완료된다. 이 같은 과정을 통해 기존 순환출자 정리 및 존속 모비스 중심의 지배구조 개편이 마무리될 예정이다.

### 마침내 대주주의 Driving Vehicle 이 된 모비스

이번 결정으로 모비스는 지난 07년 지배구조 변화에 대한 시장의 기대감이 처음 형성된 이후 11년만에 대주주의 품으로 들어왔다. 향후 모비스는 완성차에 종속된 계열 부품업체가 아닌 그룹 내 지배기업으로서 1) 계열사 지분가치에 대한 재평가, 2) 주주친화적 투자 의사결정 (M&A, JV 설립 등) 및 배당정책을 통한 현금성 자산가치에 대한 재평가, 3) 친환경차 · ADAS 부품 매출성장 확대 (17년 각각 매출 128% YoY, 70% YoY 증가)에 따른 영업가치 재평가의 수혜를 누릴 전망이다.

분할 전 기준 투자자산가치, 영업가치, 순현금 합산가치에 근거한 NAV는 30.8조원 (주당 32만원)으로 현 주가 대비 +22%의 Upside를 지니고 있다고 판단한다. 분할 후 NAV는 존속 모비스 24.9조원, 분할 부문 5.9조원 (합산 30.8조원)으로 산정되나, 지금까지 대주주 지분매각 가능성 (오버행 우려)으로 밸류에이션 하락세가 지속됐던 글로벌비스의 기업가치 재평가가 이루어진다면 추가적인 Upside가 가능하다. 만약 이번에 발표된 분할 부문의 합병가액 9.3조원 이상이 인정된다면 합산 NAV는 34.2조원 (주당 35만원)까지 늘어날 수 있다.

또한 10년만의 연비 · 디자인 · 플랫폼 개선을 동반한 신차 Cycle 개시와 17년 모델 노후화 및 중국 정치이슈 기저효과로 완성차 판매물량이 늘어나는 가시성이 확보된다면, 이는 영업가치에 대한 추가적인 상승근거가 될 수 있다고 판단한다.

**표1 분할 전 기준 기존 모비스 기업가치 산정 (자산가치 재평가), 적정 주당 NAV 32만원**

(주, %, 원, 백만원)	지분율	평가액 (또는 장부가액)	비고
<b>투자자산가치</b>		<b>5,887,868</b>	할인율 30% 적용
<b>상장사</b>		<b>7,401,368</b>	
현대차	20.78	6,934,678	3월 29일 종가 적용
현대건설	8.73	415,102	
에이치엠씨투자증권	16.99	51,588	
<b>비상장사</b>	<b>지분율</b>	<b>1,009,872</b>	
에이치엘그린파워	51.00	18,263	2017년 기말 장부가 적용
현대파워텍	24.85	362,078	
현대파워텍 아메리카	20.00	26,715	
현대엠앤소프트	25.67	38,039	
현대라이프	30.28	113,313	
현대엔지니어링	9.35	303,741	
현대오트론	20.00	26,045	
현대오토에버	19.37	79,707	
기타	20.00	41,971	
<b>영업가치</b>		<b>18,945,279</b>	Ownership Premium 반영 적정 PER을 기존 9.1배에 10% 할증, 이를 지분법이익 배제한 순이익에 적용
<b>순차입금</b>		<b>-5,977,183</b>	
<b>적정 NAV</b>		<b>30,810,330</b>	
주식수		97,343,863	
<b>적정 주당 NAV</b>		<b>316,510</b>	

자료: Bloomberg, 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

**표2 분할 뒤 합산 적정 주당 NAV 또한 32만원으로 추정, 글로벌스 밸류에이션 재평가 시 추가적인 upside 가능**

존속 모비스 기업가치 산정 (주, %, 원, 백만원)	평가액 (또는 장부가액)	비고
투자자산가치	5,887,868	할인율 30% 적용
현대차	6,934,678	
기타	1,476,562	
영업가치	14,310,952	Ownership Premium 반영 적정 PER을 기준 9.1배에 10% 할증, 이를 지분법이익 배제한 순이익에 적용
순차입금	-4,694,344	분할 회사로 이전되는 순현금 1.28조원을 배제
적정 NAV (a)	24,893,165	
주식수	76,855,949	
<b>적정 주당 NAV</b>	<b>323,894</b>	

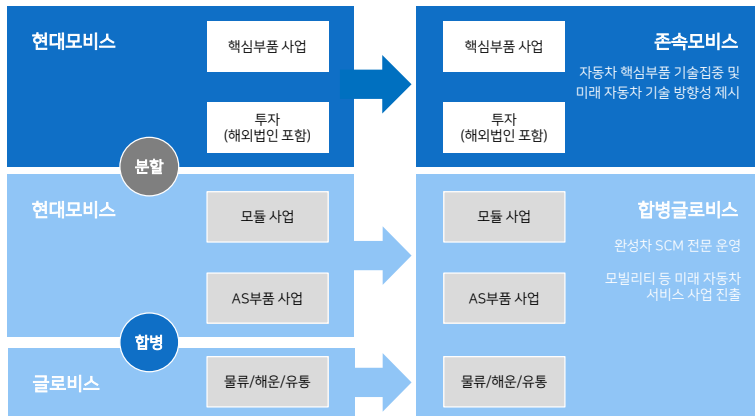
분할 모비스 기업가치 산정 (주, %, 원, 백만원)	평가액 (또는 장부가액)	비고
투자자산가치	0	이전되는 관계회사 없음
영업가치	4,594,992	국내 모듈/AS 사업의 낮은 Q 성장 추이를 반영해 적정 PER 5.0배 적용
순차입금	-1,282,839	
적정 NAV (b)	5,877,831	
주식수	20,487,914	
<b>적정 주당 NAV</b>	<b>286,893</b>	

기존 모비스 주주가 기대할 수 있는 분할 뒤 합산 NAV	평가액 (또는 장부가액)	
존속 모비스와 분할 부문 합산 NAV (c = a + b)	30,770,995	
주식수	97,343,863	
<b>적정 주당 NAV</b>	<b>316,106</b>	

글로벌스 밸류에이션 재평가 시 기대할 수 있는 분할 뒤 합산 NAV	평가액 (또는 장부가액)	
존속 모비스와 분할 부문 합산 NAV (c = a + b)	34,164,431	분할 모비스 NAV가 합병가액 9.27조원 가능하다고 전제
주식수	97,343,863	
<b>적정 주당 NAV</b>	<b>350,966</b>	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 모비스 분할 및 글로벌스 합병 구조



자료: 모비스, 글로벌스, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 분할합병 기준 주체 별 손익 현황

항목 (조원, %)	2017년		
	매출	세전이익	이익률
존속 모비스	26.77 <sup>1)</sup>	1.25 <sup>2)</sup>	4.7%
항목 (조원, %)	2017년		
	매출	세전이익	이익률
모비스 분할부문	14.01 <sup>1)</sup>	1.44	10.3%
글로벌스	16.36	0.89	5.4%
합병글로벌스 <sup>3)</sup>	30.37	2.33	7.7%

<sup>1)</sup> 모비스 연결매출 35.1 조 → 분할 후 합산매출 40.8 조 (차이 5.7 조 → 부문간 거래 외부화 1.6 조 + 내부거래제거 취소 4.1 조)  
<sup>2)</sup> 모비스 연결 세전이익 2.7 조 → 분할 후 합산손익 1.3 조  
<sup>3)</sup> 단순 합산 기준

자료: 모비스, 글로벌스, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 모비스, 순자산 가치에 근거한 분할 비율 산정 (존속 부문 79% vs. 분할 부문 21%)

구분 (단위: 억원)	분할 전 모비스	존속 부문	분할 부문
자산총액	253,624	188,116	65,508
부채총액	41,295	21,189	20,106
순자산	212,329	166,927	45,402
분할비율	1	0.7895305	0.2104695
발행주식총수(보통주)	97,343,863	76,855,949	20,487,914
발행주식총수(우선주)	3,974	3,138	836

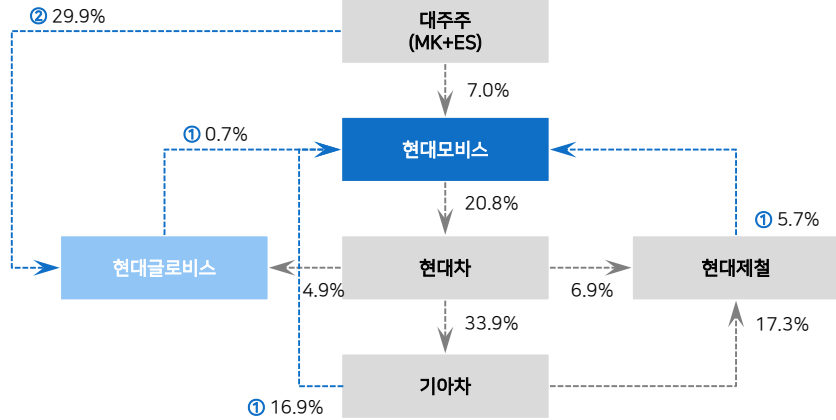
주: '17년 말 모비스 별도재무제표 기준  
 자료: 모비스, 글로벌스, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 모비스 분할 부문과 글로벌스 합병 비율 산정 (기존 모비스 1주 당 글로벌스 신주 0.61주 배정)

구분	글로벌스(합병법인)	모비스 분할부문	
		보통주	우선주
A. 분할 전 주식수	37,500,000주	97,343,863주	3,974주
B. 주당 분할비율	-	0.2104695	0.2104695
C. 분할 후 주식수	37,500,000주	20,487,914주	836주
D. 기준시가	154,911원	-	-
E. 본질가치	-	452,523원	-
- 자산가치	-	221,599원	-
- 수익가치	-	606,472원	-
F. 합병가액	154,911원	452,523원	218,482원 <sup>1)</sup>
G. 합병비율	1	2.9211852	2.9211852
H. 분할합병비율(B x G)	1	0.6148203	0.6148203
I. 분할합병으로 인해 신규 발행주식수 (A x H)	-	59,848,983주	2,443주

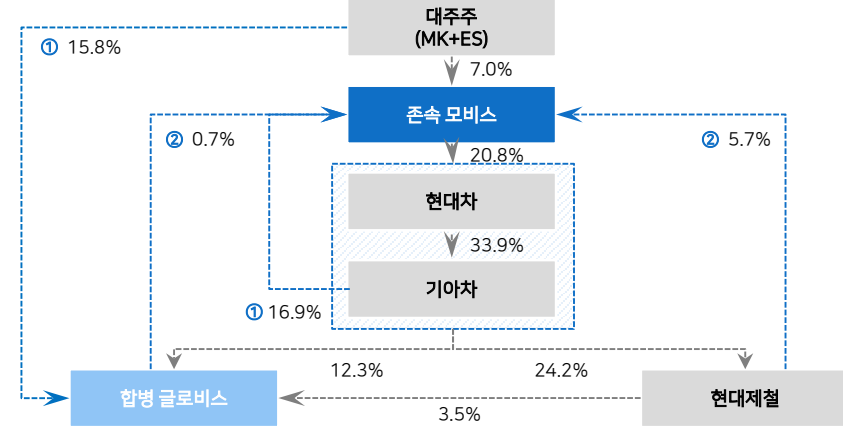
주: <sup>1)</sup>보통주 합병가액에 표본대상 기업의 괴리를 평균인 51.72% 적용하여 산정  
 자료: 모비스, 글로벌스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 순환출자 해소 필요성이 존재했던 기존 현대차그룹 지분구조



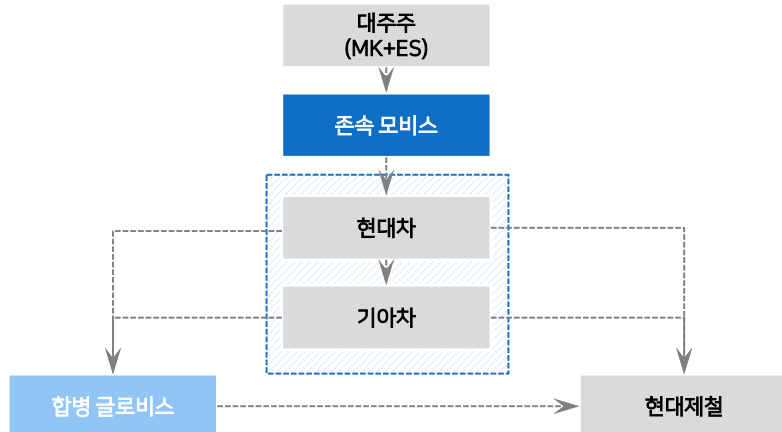
주: 대주주는 현대차 7.5%, 기아차 1.7%, 현대제철 11.8%도 함께 보유 중  
 주: ①은 순환출자해소, ②는 일감몰아주기 논란 해소  
 자료: 모비스, 글로벌비스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 모비스와 글로벌비스의 분할합병 이후의 현대차그룹 지배구조



주①: 대주주보유 합병글로벌비스 주식과 기아차 보유 존속모비스 주식 교환  
 주②: 대주주는 계열사가 보유한 존속모비스 주식을 추가 매입→순환출자 및 일감몰아주기 논란 해소  
 자료: 모비스, 글로벌비스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 대주주의 기아차, 글로벌비스, 제철 보유 존속 모비스 지분 매입으로 순환출자 고리 해제



자료: 모비스, 글로벌비스, 메리츠증권증권 리서치센터

**표6 향후 모비스와 글로비스 분할합병 주요 일정**

주요 일정	일자	비고
이사회결의일	03.28일	증권신고서, 주요사항보고서 제출
주주확정기준일	04.12일	
합병반대의사 통지 접수기간	05.14일~05.28일	
<b>임시주주총회</b>	<b>05.29일</b>	주식매수청구 한도 - 모비스: 20,000억 - 글로비스: 5,000억
주식매수청구권 행사기간	05.29일~06.18일	
주식매수청구대금지급(예정)	06.28일	
채권자이의제출기간 / 구주권 제출기간	05.29일~06.29일	
<b>분할합병기일</b>	<b>07.01일</b>	분할합병등기일
모비스 매매거래 정지기간(예정)	06.28일~07.27일	글로비스는 매매거래 정지기간 없음
<b>추가상장/변경상장(예정)</b>	<b>07.30일</b>	

주: 상기 일정은 관계법령상의 인허가, 승인 및 관계기관과의 협의 등의 사정에 의해 변경 될 수 있음  
 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 3월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 3월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 3월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김준성, 이종현)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상 Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만 Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
<b>산업</b>	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	96.1%
중립	3.9%
매도	0.0%

2017년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**현대모비스 (012330) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.04.12	기업브리프	Buy	300,000	김준성	-17.7	-13.3	
2016.04.28	기업브리프	Buy	300,000	김준성	-16.0	-11.0	
2016.07.04	산업분석	Buy	300,000	김준성	-15.5	-10.5	
2016.07.29	기업브리프	Buy	325,000	김준성	-20.8	-18.0	
2016.09.05	산업브리프	Buy	325,000	김준성	-17.3	-11.4	
2016.10.13	기업브리프	Buy	325,000	김준성	-17.6	-11.4	
2016.10.31	기업브리프	Buy	325,000	김준성	-18.0	-11.4	
2016.11.16	산업분석	Buy	325,000	김준성	-18.9	-11.4	
2017.01.09	산업분석	Buy	325,000	김준성	-18.5	-11.4	
2017.01.31	기업브리프	Buy	325,000	김준성	-19.7	-11.4	
2017.03.27	산업분석	Buy	325,000	김준성	-21.2	-11.4	
2017.05.22	산업분석	Buy	325,000	김준성	-20.9	-11.4	
2017.07.10	산업브리프	Buy	325,000	김준성	-21.1	-11.4	
2017.07.29		1년 경과			-	-	
2017.07.31	기업브리프	Buy	325,000	김준성	-26.7	-20.8	
2017.10.18	기업브리프	Buy	325,000	김준성	-24.4	-16.0	
2017.11.27	산업분석	Buy	325,000	김준성	-23.2	-15.8	
2018.01.15	산업분석	Buy	325,000	김준성	-22.9	-15.8	
2018.01.26	기업브리프	Trading Buy	290,000	김준성	-19.6	-9.8	
2018.03.29	산업브리프	Buy	320,000	김준성	-	-	