

Industry Indepth

# 자동차

Neutral

## 현대차그룹

### 지배구조 변화, 그것이 알고 싶다

- Part I 반복되는 '지배구조 변화 기대감'의 역사
- Part II 지배구조 변화 시, 실현가능 기대수익률 점검
- Part III 결국 기업가치 평가의 핵심은 이익 방향성



자동차

Analyst 김준성

02. 6098-6690

joonsung.kim@meritz.co.kr

#### 관심종목

종목	투자판단	적정주가
현대차 (005380)	Hold	150,000원
기아차 (000270)	Trading Buy	43,000원
현대모비스 (012330)	Buy	325,000원



# Contents

Summary	3
Key Chart	4
<b>1. 반복되는 '지배구조 변화 기대감'의 역사</b>	<b>6</b>
1) '규제, 삼성, 글로벌비스'로 요약되는 지배구조 기대감의 역사	6
2) 지배구조 변화, 왜 지금 다시 주목받는가?	8
<b>2. 지배구조 변화 시, 실현가능 기대수익률 점검</b>	<b>10</b>
1) 지배구조 변화를 위한 전제조건과 우선순위	10
2) 현대차·기아차·모비스 3사 분할·합병 시나리오에 따른 지분구조 변화 점검	11
3) 현대차·기아차·모비스 3사 분할·합병 시나리오에 따른 기업가치 상승여력 확인	21
<b>3. 결국 기업가치 평가의 핵심은 이익 방향성</b>	<b>31</b>
1) 지배구조, 그리고 삼성전자와 현대차의 차이	32
2) 지속적인 기업가치 상승의 조건, 이익 방향성 회복에 대한 확신	33
<b>기업분석</b>	
현대차 (005380)_ 결국 이익 방향성이다	38
기아차 (000270)_ 눈높이를 낮춰야 할 17년 이익 기대치	41
현대모비스(012330)_ 실적 부진에도 여전히 상대매력도 우수	45

## Summary

현대차그룹 지배구조 변화에 대한 시장의 기대감이 높아지고 있다. 지배구조 변화의 중심에 서 있는 현대차 및 그룹 주요계열사들의 주가는 '지배구조 변경 이후 기업가치 재평가 기대감에 근거한 상승'과 '판매부진 및 실적악화 우려에 따른 하락'을 거듭하고 있다.

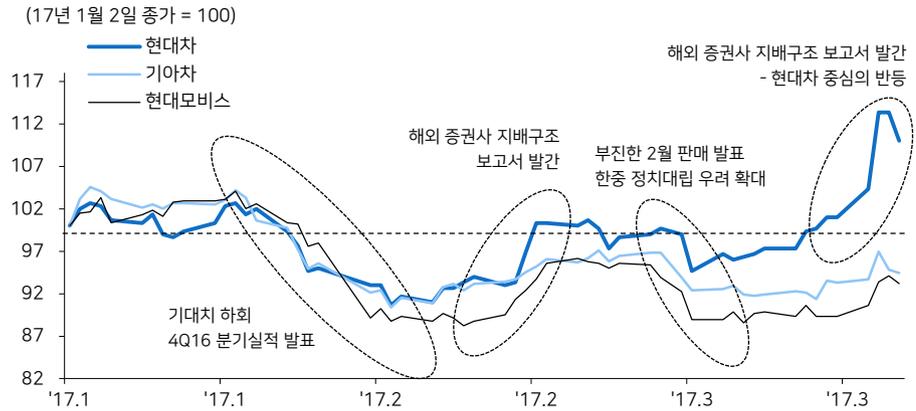
우리는 지배구조 개편의 실제 진행 여부와 관계없이 다음의 세 가지 이유로 신중한 접근이 요구된다는 판단이다. 1) 공식화되지 않은 지주회사로의 전환이 지금 당장 또는 가까운 미래에 발생하는 것이 아니라면 현대차·기아차·모비스를 비롯한 계열사들에 대한 기업가치 평가는 지분가치 재평가가 아니라 이전까지 기업가치를 판단함에 있어 설명력이 가장 높았던 이익 방향성에 근거해야 할 것이다. 아직까지 영업현황의 실질적 변화는 없다. 2) 또한 근시일 내 지주회사 전환이 공표되더라도 분할 지주회사 (이하 HC) 및 영업회사 (이하 OC)의 합산 기업가치는 이미 현재 주가가 충분히 반영하고 있다. 3) 결정적으로 단기가 아닌 장기적 관점에서 지주회사 전환에 대한 기대감을 갖는다고 가정해도, 분할 회사의 가치평가에 있어 OC의 기업가치는 이익 방향성에 귀결된다. HC의 기업가치 구성요소인 OC를 비롯한 그룹사 상장·비상장 지분 가치, OC로부터 수취하게 될 브랜드 로열티 및 배당, 분할 시 나눠질 현금성자산 가치 또한 결국은 분할 전 기준 각 법인의 매출 및 이익방향성에 따라 변동된다. 결국 분할이 이루어지지 않은 현 시점에서 가장 중요한 기업가치 평가기준은 다시금 이익 그 자체일 수 밖에 없다.

이는 지난 07년과 14년 그리고 현재 현대차그룹 지배구조 변화 기대감에 대해 선행성을 갖고 있는 삼성그룹의 경우를 살펴봐도 마찬가지이다. 삼성그룹 지배구조 변화의 중심축으로 인지되고 있는 삼성전자의 경우, 15년 이후 지속적으로 제기됐던 지주회사 전환에 대한 관심이 16년 10월 Elliot의 주주서한 발송과 11월 지배구조 개편 공식화로 구체화됐다. 지난 16년초 이후 +73%의 주가상승을 기록한 삼성전자의 기업가치 평가에 있어 지배구조 변화와 그에 수반된 주주환원정책이 긍정적 영향을 미치고 있는 것은 사실이다. 그러나 그 근거에는 모든 사업부문이 유례없는 호황을 보이며 16년 연초 이후 지속적으로 우상향하고 있는 실현가능 이익 개선 기대감 (17년 영업이익 컨센서스, 16년 연초 이후 +52% 상승)이 기본 뼈대가 되고 있음을 인지할 필요가 있다.

HC에 대해 SOTP 밸류에이션, OC에 대해 PER 밸류에이션을 적용한 합산 기업가치가 현 주가 대비 상승여력이 제한적인 지금, 구조적인 기업가치 상승에 대한 기대감을 갖기 위해서는 12년 이후 지속된 1) 주요 자동차 시장 (미국·중국·한국) 경쟁강화 및 점유율 하락, 2) 신흥국 (브라질·러시아·아중동) 경기부진과 판매 감소, 3) 경쟁력 있는 신차 싸이클 부재와 차령 노후화에 따른 인센티브 증가에 있어 근본적 변화가 필요하다.

# Key Chart

**그림1 지배구조 변화 기대감으로 등락을 거듭하고 있는 현대차-기아차-모비스 주가 흐름**



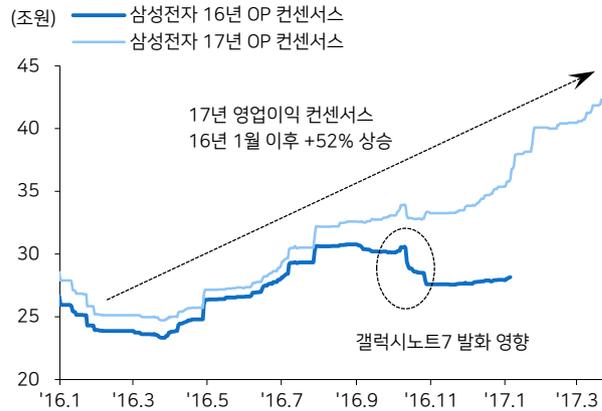
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림2 삼성전자, 지배구조 변화 기대감이 더해졌지만...**



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림3 결국 주가 상승을 견인한 것은 이익 개선 기대감**



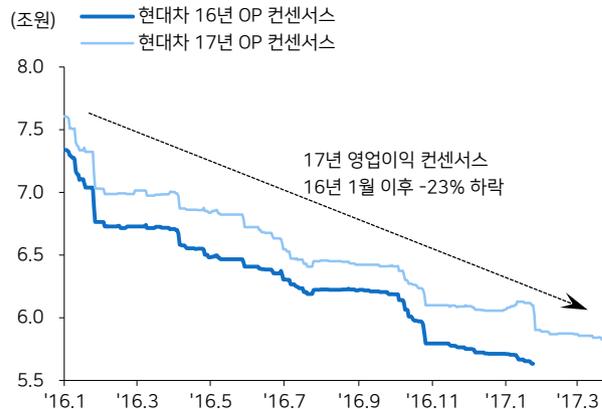
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림4 현대차, 최근 지배구조 변화 기대감 확대됐으나...**



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림5 이익 방향성에 대한 기대감은 위축되고 있는 상황**



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

**표1 분할 후 현대차·기아차·모비스 OC의 손익구조 변화와 기업가치 평가 (PER 기준)**

(십억원, %)	현대차		기아차		모비스	
	분할 전	분할 후	분할 전	분할 후	분할 전	분할 후
매출	95,082	73,361	52,329	52,329	39,960	39,960
영업이익	5,245	4,037	2,377	2,377	3,094	3,094
영업외손익	1,943	746	181	-763	1,263	139
세전이익	7,189	4,782	2,559	1,614	4,357	3,233
지배주주순이익	5,343	3,766	2,049	1,292	3,269	2,433
주당순이익	18,718	19,609	5,054	4,758	33,576	39,907
적정 PER	7.0	7.0	7.0	7.0	8.4	8.4
적정 주가	131,023	137,262	35,377	33,304	282,038	335,220
적정 시가총액	28,861	<b>20,343</b>	14,341	<b>9,048</b>	27,455	<b>20,435</b>

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

**표2 분할 후 현대차·기아차·모비스 HC의 기업가치 평가 (SOTP 기준)**

(십억원, %)	현대차	기아차	모비스
투자자산가치 (A = B + C)	10,550	9,089	8,989
상장지분 (B, 시장가치)	8,483	6,015	8,059
비상장지분 (C, 장부가액)	2,067	3,074	930
영업자산가치 (D)	6,769		
무형자산가치 (E, 브랜드 로열티)	2,131	1,527	1,226
순차입금 (F)	-6,219	-266	-1,258
총 기업가치 (G = A + D + E - F)	25,669	10,881	11,473
할인율 (H, 5대 지주회사 평균)	47.0%	47.0%	47.0%
적정 NAV (I = G x (1 - H))	<b>13,605</b>	<b>5,767</b>	<b>6,081</b>

자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

**표3 지배구조 변경 시, 현 기업가치 대비 upside 제한적 수준**

(십억원, %)	현재 시총	OC 가치	HC 가치	OC + HC 합산 가치	Upside
<b>현대차</b>	37,447 (주당 164,000원)	20,343	13,605	33,948 (주당 154,116원)	<b>-6.0</b>
<b>기아차</b>	15,181 (주당 37,250원)	9,048	5,767	14,815 (주당 36,547원)	<b>-1.9</b>
<b>모비스</b>	24,871 (주당 247,500원)	20,435	6,081	26,516 (주당 272,398원)	<b>+10.1</b>

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

## Part I . 반복되는 '지배구조 변화 기대감'의 역사

### 1. '규제, 삼성, 글로벌스', 3가지 키워드로 요약할 수 있는 현대차그룹 지배구조 변화 기대감의 역사

'지배구조 변화 기대감'의 시작,  
04년 출자구조 매트릭스 공개

00년 9월 현대그룹에서 계열분리가 이루어진 이후, 현대차그룹 지배구조 변화에 대한 관심이 기업가치 차원에서 처음 발생하기 시작한 것은 04년 12월 공정거래위원회의 '대기업집단 출자구조 (소유 및 지배구조) 매트릭스' 공개시점이었다. 당시 대기업 집단은 정부가 사기업의 지배구조를 공개하는 것은 재산권 침해라며 반발했지만, 이 같은 발표는 대기업 총수 및 특수관계인이 제한적 지분만으로 전체 기업집단을 지배하고 있다는 문제제기가 사회적으로 공론화되는 계기가 되었다.

당시 삼성그룹을 포함한 타 대기업 집단과 마찬가지로, 04년 기말 기준 그룹 총수인 정몽구 회장 (이하 MK)의 자동차 그룹 내 주력사 지분율은 현대차 5.2%, 모비스 7.9%, 현대제철 11.7%에 불과했다. MK가 그룹 내 지배력 강화를 위해 계열사 지분을 활용한 지배구조 변경에 나설 것이라는 기대감이 수면 위로 떠오르기 시작한 것은 자연스러운 수순이었다.

07년, 1차 지배구조 기대감 형성  
(정책 완화, 삼성카드·생명 상장)

지배구조 변화 기대감이 기업가치 변동으로 나타나기 시작한 것은 07년이었다. 당시 지배구조 관심을 증폭시킨 촉매제는 1) 정부의 지주회사 전환 촉진 정책 (규제 완화)과 그에 따른 주요 대기업 집단의 지주회사 전환 (SK, 한진중공업, CJ 등)과 2) 현대차그룹과 마찬가지로 복잡한 순환출자 구조를 보이고 있던 삼성그룹 지배구조 가시성 확대 (07년 6월 삼성카드 상장, 삼성생명 상장을 위한 상장규정 개정안 승인 → '삼성에버랜드 - 삼성생명 - 삼성전자 - 삼성에버랜드'로 이어지는 순환출자구조 변화의 신호탄으로 해석)였다.

글로벌스 노이즈 확대로  
지배구조 변화 기대감 축소

지배구조 변화의 중추 역할을 맡을 것으로 기대됐던 글로벌스 (당시 MK와 정의선 부회장 (이하 ES) 합산 지분율 60%)의 주가는 07년 1월 이후 10개월간 215%의 상승을 기록했다. 그러나 1) 07년 11월 MK가 같은 해 9월 비자금 조성 및 횡령 혐의에 대해 집행유예 판결을 받으며 약속한 사회공헌 기금조성을 글로벌스 지분 출연으로 실행하고, 2) 현대차그룹의 부당내부거래 (글로벌스 등 계열사에 대한 일감몰아주기)에 대한 공정거래위원회의 과징금 부과 결정이 이루어지며, 단기간 급증했던 글로벌스 중심의 지배구조 변화 기대감은 축소되었다.

표4 07년 정부의 지주회사 전환 관련 규제완화 주요 내용

		기존	변경	참고
자회사 보유지분	상장사	30%	20%	10% 축소
	비상장사	50%	40%	10% 축소
지주회사 부채비율		100%	200%	100% 확대
손자회사 사업연관성		유관	무관	
증손자회사 허용여부		불허	조건부 허용	100% 소유 시 허용

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

**14년, 2차 지배구조 기대감 형성 (계열사 연쇄합병, 삼성 SDS 상장)**

한 동안 잠잠했던 현대차그룹 지배구조 변화 기대감은 14년들어 재점화되었다. 1) 지주회사 전환을 위한 현물출자 과세이연이 15년 일몰된다는 점에서 대기업들의 지배구조 변화가 그 전에 발생할 것이라는 예상, 2) 현대차그룹 내 계열사 간 연쇄합병 (현대위아-현대메티아-현대위스코 (ES 지분 57.9%) 합병, 현대오토에버-현대씨엔아이 합병, 현대엔지니어링-현대엠코 (ES 지분 25.1%, MK 지분 10.0%) 합병)과 ES의 현금 확보 (이노션 지분 30.0% 매각), 3) 삼성SDS 상장과 삼성 3세들의 SDS 지분 활용 삼성그룹 지배구조 개편이 구체화될 것이라는 전망은, 07년과 마찬가지로 글로벌 중심의 현대차 지배구조 변화 기대감을 증가시키는 근거로 작용했다.

**MK-ES 글로벌 보호예수 설정 지배구조 기대감 약화**

그러나 이 같은 기대감은 1) 일감몰아주기 규제를 피하고자 15년 1월 갑작스러운 MK-ES의 글로벌 지분매각 (13.4% 블록딜 매각)이 단행되고, 잔여지분 30.0%에 대해서도 2년 간 매각할 수 없는 보호예수가 설정됐으며, 2) 15년말 일몰이 예상됐던 현물출자 과세이연 또한 다시금 18년말까지 연장되며 (99년 1년 한시 특별법 개정안으로 발표된 뒤 20년째 일몰을 연기 중) 약화될 수 밖에 없었다. 지배구조 기대감의 프록시 역할을 맡고 있어 14년 한 해 동안 +37%의 상승 폭을 기록했던 글로벌 주식도 그 이후 16년말까지 2년동안 -50%의 하락을 실현하며 기대감 축소를 반영하였다.

**표5 14년 현대차그룹 내 사업 및 지분구조 변화**

시점	해당 기업	내용
13년 12월	현대제철/ 현대하이스코	현대제철, 현대하이스코의 냉연사업 분할합병 (15년 4월, 현대제철, 현대하이스코 잔여사업 흡수합병)
14년 4월	현대엔지니어링/현대엠코	현대엔지니어링, 현대엠코 흡수합병
14년 8월	이노션	ES, 보유지분 40.0% 중 30.0% 매각 (약 3천억원 확보)
14년 11월	현대위아/ 현대메티아/ 현대위스코	현대위아, 현대메티아/현대위스코 흡수합병
14년 11월	현대오토에버/ 현대씨엔아이	현대오토에버, 현대씨엔아이 흡수합병

자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림6 사야 할 회사 모비스와 팔아야 할 회사 글로벌 시가총액 비율로 본 07년과 14년 지배구조 변화 기대감**



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

## 2. 지배구조 변화, 왜 지금 다시 주목받는가?

### 규제 변수와 삼성 지주회사 전환, 3차 지배구조 기대감 확대

최근 현대차그룹 지배구조 변화에 대한 시장의 기대감이 다시 높아지고 있다. 지배구조 변화의 중심에 서 있는 현대차 및 그룹 주요계열사들의 주가는 '지배구조 변경 이후 기업가치 재평가 기대감에 근거한 상승'과 '판매부진 및 실적악화 우려'에 따른 하락을 거듭하고 있다.

이번 지배구조 변화 기대감 또한 지난 07년 14년과 마찬가지로 1) 규제 변수, 삼성그룹의 선제적 변화 가능성 부각과 2) 지난 2년 간 유지됐던 MK ES의 글로벌스 잔여지분 30.0%의 보호예수가 해제되며 시작되었다.

규제 변수 관점에서는 3년 연장되었던 현물출자 과세이연 혜택 일몰이 18년말로 가까워졌고, 16년말 이후 쏟아져 나온 경제민주화 법안이 실효성을 갖기 전 지배주주 변화를 실행할 것이라는 기대감이 존재한다. 또한 삼성전자가 전년 11월말 "지주회사 전환을 포함한 최적의 지배구조를 검토하겠다"라고 언급하며 삼성그룹 지주회사 전환에 대해 처음 공식화한 점도 같은 기대감을 부채질했다. 이 같은 환경 속에서 MK·ES의 글로벌스 지분 보호예수 해제에 따른 지분활용 여지 확대 및 현대차의 글로벌스·제철 로열티 수취 (공정거래위원회 가이드를 따라 기존 다소 자의적으로 나눠졌던 그룹사 마케팅비용 분담을 고정된 로열티 지급 형식으로 구체화한 것) 공시에 대한 혼재된 해석 등이 더해지며 현대차그룹 지배구조 변경에 대한 관심 크게 늘어난 상황이다.

**표6 대기업집단 개혁 및 경제민주화 관련 공정거래법·상법 개정안 제출 현황**

개정 법안	발의 시점 및 주체	내용
공정거래법	11월, 더불어민주당	대기업 집단 계열사가 지주회사 전환 위해 인적분할 시 자사주 미리 소각
	11월, 더불어민주당	사익편취가 금지되는 계열사 총수 일가 지분요건 30% 이상에서 20%로 강화
	12월, 더불어민주당	지주회사 전환 위한 인적분할 시 존속회사 (HC)가 배정받는 자사주 의결권 제한
상법	10월, 더불어민주당	최고경영자 경영승계 관련 내부규정 마련 및 공시의무 부과
	11월, 더불어민주당	합병 등으로 자사주 취득 시 3개월 내 소각하거나 주주 균등 배분
	11월, 국민의당	해당 회사·계열사 5년 내 근무했거나, 6년·9년 이상 근무 시 사외이사 선임 금지

자료: 언론 기사, 메리츠증권증권 리서치센터

**표7 삼성그룹, 16년 이후 지배구조 변화 관련 이슈 흐름**

시기	내용
16년 10월	Elliot, 삼성전자 이사회로 서한 보내 주주가치 제고방안 제안
16년 10월	이재용, 삼성전자 등기이사 선임
16년 11월	지주회사 전환 포함 지배구조 변화 검토 처음으로 공식화, 주주친화정책 발표 (FCF 50% 주주환원, 1Q17부터 분기배당 시작, 기업분할 검토)
17년 3월 14일	삼성전자 이상훈 사장, 지주회사 전환 차질 없이 진행하겠다고 발표 (당일 주가 변동 폭: 삼성전자 +1.87%, 삼성물산 +9.09%, 삼성SDS +5.10%, 삼성생명 +4.59%)
17년 3월 24일	정기 주주총회에서 지주회사 전환 현재로서는 실행 어렵다고 발표 (당일 주가 변동 폭: 삼성전자 -0.72%, 삼성물산 -7.27%, 삼성SDS -8.47%, 삼성생명 -1.33%)

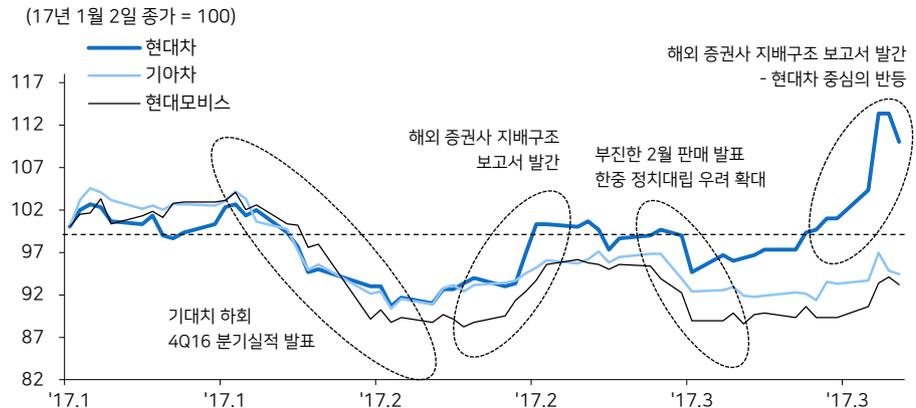
자료: Bloomberg, 언론 기사, 메리츠증권증권 리서치센터

**이전 기대감 고조기와의 차이점  
상속이 아닌 순환출자 해소 집중**

이번 지배구조 변화 기대감은 이전 두 차례의 기대감 고조기와는 다소 다른 성격을 지니고 있다. 07년·14년의 경우는 ES의 상속에 초점을 둔 지배구조 개선 기대감이 우세했으며, 이는 ES가 높은 지분을 보유해 지배구조 개편 시 유의미하게 활용될 것으로 기대되는 글로벌의 기업가치 상승으로 반영되었다. 그러나 최근 6개월·1개월 글로벌스 절대주가 수익률은 각각 -19%, -2%의 하락세를 보였으며, ES가 보유해야 할 기업으로 판단됐던 모비스 대비 상대주가 수익률 또한 지난 6개월·1개월 동안 각각 -5.2%, +3.2%로 의미 있는 변화를 보이지 않았다.

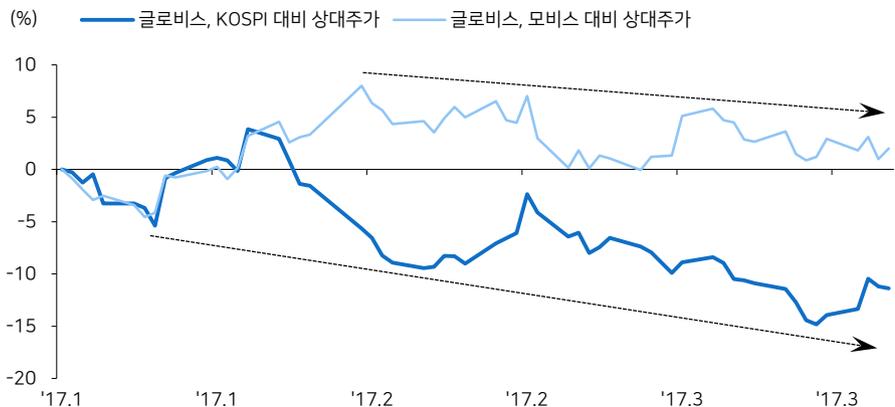
이는 이전과 달리 1) 상속을 위해 진행되는 합병에서 대주주에게 유리한 합병비율을 산정할 경우 주주총회에서 부결되거나 대규모 매수청구권 행사가 발생할 수 있어 글로벌스와 향후 등장할 지주회사 또는 모비스의 합병이 어려울 것이라는 인식이 늘었고, 2) 경제민주화 관련 발의안 중 화두가 되고 있는 '지주회사 전환 시 자사주 활용여지 축소'에 대해서도 자사주 비중이 1.1%, 2.7%에 불과해 애초에 연관성이 낮은 기아차·모비스보다 6.0%로 상대적으로 이점을 누릴 여지가 큰 현대차 중심의 지주회사 전환이 이루어질 것이라는 기대감이 늘었기 때문이다.

**그림7 지배구조 변화 기대감으로 등락을 거듭하고 있는 현대차 주가 흐름**



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림8 과거와 달리 지배구조 변경 기대감 속에서도 하향세 이어가고 있는 글로벌스 주가**



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

## Part II. 지배구조 변화 시, 실현가능 기대수익률 점검

### 1. 지배구조 변화를 위한 전제조건과 우선순위 확인

<p>지배구조 변화를 위한 전제조건</p> <p>1. 대주주 지배력 강화</p> <p>2. 적은 비용</p> <p>3. 주주 동의</p>	<p>현대차그룹 내에서 지배구조 변화가 시작되기 위한 첫 번째 조건은 당연히 MK와 ES를 비롯한 최대주주 및 특수관계인의 필요성 발현이다. 그리고 이들의 요구는 1) 그룹에 대한 지배력을 강화하는 것이 최우선이며, 다음으로 이를 위한 과정 속에서 가장 2) 적은 비용이 소요되어야 한다는 점일 것이다. 이 같은 전제조건이 맞아 지배구조 변화가 공식적으로 시작된다면, 이를 실현하는 과정 속에서 반드시 3) 주주들의 동의가 필요하며 이를 얻기 위해서는 전환 과정에서 기존 주주의 지분가치에 대한 희석 요인이 발생하지 않을 것이라는 공감대가 요구된다.</p>
--	---

지배구조 변경 시나리오 중 가장 많이 공론화된 방법으로 크게 세 가지가 존재한다. 이는 1) 그룹 내 핵심 주력사인 현대차·기아차·모비스가 각각 HC와 OC로 동시에 인적분할을 진행하고, HC 간의 합병이 이루어진 뒤 대주주의 3사 OC 및 계열사 지분을 통합 HC에 현물출자하는 방법, 2) 모비스를 HC와 OC로 나눈 뒤 대주주가 현물출자를 진행하고, 기아차 보유 모비스 HC와 OC 지분을 각각 대주주와 모비스 HC가 취득하는 방법, 3) 현대차를 HC와 OC로 나눈 뒤 대주주가 현물출자를 진행하고, 모비스 보유 현대차 HC와 OC 지분을 각각 대주주와 현대차 HC가 취득하는 방법이다.

<p>가장 현실적인 대안, 3사 분할·합병 및 현물출자</p>	<p>우리는 이 세 가지 대안 중 앞서 언급한 세 가지 전제조건을 가장 잘 만족시킬 수 있는 방법이 현대차·기아차·모비스 3사의 HC·OC 분할합병이라고 판단한다. 이는 나머지 대안의 경우 1) 상법상 분할 HC에 대한 순환출자 계열사의 지분 (예: 현대차 HC·OC 분할 시 모비스의 현대차 HC 지분)을 HC 스스로 보유현금을 활용해 자사주로 매입할 수가 없어, 대주주 및 특수관계인이 지분인수를 위한 필요현금을 마련해야 하며, 2) OC에 대한 순환출자 계열사의 지분 (예: 현대차 HC·OC 분할 시 모비스의 현대차 OC 지분)의 경우도, HC에 대한 지분과 달리 HC가 보유현금을 활용해 지분을 매입할 수 있는 여지는 있으나 만약 과도한 현금 활용이 필요하다면 (예: 모비스의 현대차 OC 지분가치, 현대차 HC·OC가 3:7 분할했다면 5조원 이상) 대주주의 이해관계를 위해 주주의 현금을 유용하는 것으로 비춰져 주주가치 침해의 소지가 있기 때문이다.</p>
--	--



표8 현대차·기아차·모비스, 분할 전 기준 주요 주주구성			
(%)	현대차	기아차	모비스
MK	5.17	X	6.96
ES	2.28	1.74	X
현대차	6.00	33.88	X
기아차	X	1.09	16.88
모비스	20.78	X	2.75
현대제철	X	X	5.66
현대글로벌비스	X	X	0.67
국민연금	8.02	7.08	9.02

자료: 현대차, 기아차, 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

표9 현대차·기아차·모비스, HC:OC 분할비율 가정			
(%)	현대차	기아차	모비스
HC	32.72	32.98	37.38
OC	67.28	67.02	62.62

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표10 현대차, HC:OC 분할비율 32.7:67.3으로 산정	
분할 후 HC 순자산 장부가액	(백만원)
<b>합산가치</b>	<b>17,752,613</b>
<b>분할 전 non-auto 종속기업 가치</b>	<b>2,665,499</b>
현대캐피탈	766,282
현대카드	646,370
현대로템	391,906
현대캐피코	285,078
현대오토론	60,300
기타	515,563
<b>분할 전 non-auto 공동기업 및 관계기업 가치</b>	<b>7,186,869</b>
기아차	2,896,832
현대건설	2,984,938
기타	1,305,099
<b>분할 전 자기주식의 장부가액</b>	<b>1,681,245</b>
<b>분할 전 순현금의 50%</b>	<b>6,219,000</b>
<b>분할 전 순자산 장부가액 + 자기주식 장부가액</b>	
<b>합산가치</b>	<b>54,260,956</b>
분할 전 순자산의 장부가액	52,579,711
분할 전 자기주식의 장부가액	1,681,245
<b>HC:OC 분할비율 (%)</b>	<b>32.72 : 67.28</b>

참고: 중간금융지주법 도입을 전제, 도입되지 않는다면 현대차그룹 HC는 금융사업을 매각해야 함  
 자료: 현대차, 메리츠증권증권 리서치센터

**표11 기아차, HC:OC 분할비율 33.0%:67.0%으로 산정**

분할 후 HC 순자산 장부가액	(백만원)
<b>합산가치</b>	<b>7,485,649</b>
<b>분할 전 non-auto 공동기업 및 관계기업 가치</b>	<b>7,200,793</b>
현대모비스	2,809,031
현대제철	1,897,216
현대건설	746,234
현대캐피탈	605,773
기타	1,142,539
<b>분할 전 자기주식의 장부가액</b>	<b>265,925</b>
<b>분할 전 순현금의 50%</b>	<b>18,931</b>
<b>분할 전 순자산 장부가액 + 자기주식 장부가액</b>	
<b>합산가치</b>	<b>22,697,726</b>
분할 전 순자산의 장부가액	22,431,801
분할 전 자기주식의 장부가액	265,925
<b>분할비율 (%)</b>	<b>32.98 : 67.02</b>

자료: 기아차, 메리츠증권증권 리서치센터

**표12 모비스, HC:OC 분할비율 37.4%:62.6%으로 산정**

분할 후 HC 순자산 장부가액	(백만원)
<b>합산가치</b>	<b>7,708,273</b>
<b>분할 전 non-auto 종속기업 가치</b>	<b>81,663</b>
현대아이에이치엘	33,213
기타	48,450
<b>분할 전 non-auto 공동기업 및 관계기업 가치</b>	<b>5,839,706</b>
현대차	3,880,191
현대건설	1,243,724
기타	715,791
<b>분할 전 자기주식의 장부가액</b>	<b>528,639</b>
<b>분할 전 순현금의 25%</b>	<b>1,258,265</b>
<b>분할 전 순자산 장부가액 + 자기주식 장부가액</b>	
<b>합산가치</b>	<b>20,623,934</b>
분할 전 순자산의 장부가액	20,095,295
분할 전 자기주식의 장부가액	528,639
<b>분할비율 (%)</b>	<b>37.38 : 62.62</b>

자료: 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

STEP 2. 3사 HC 합병

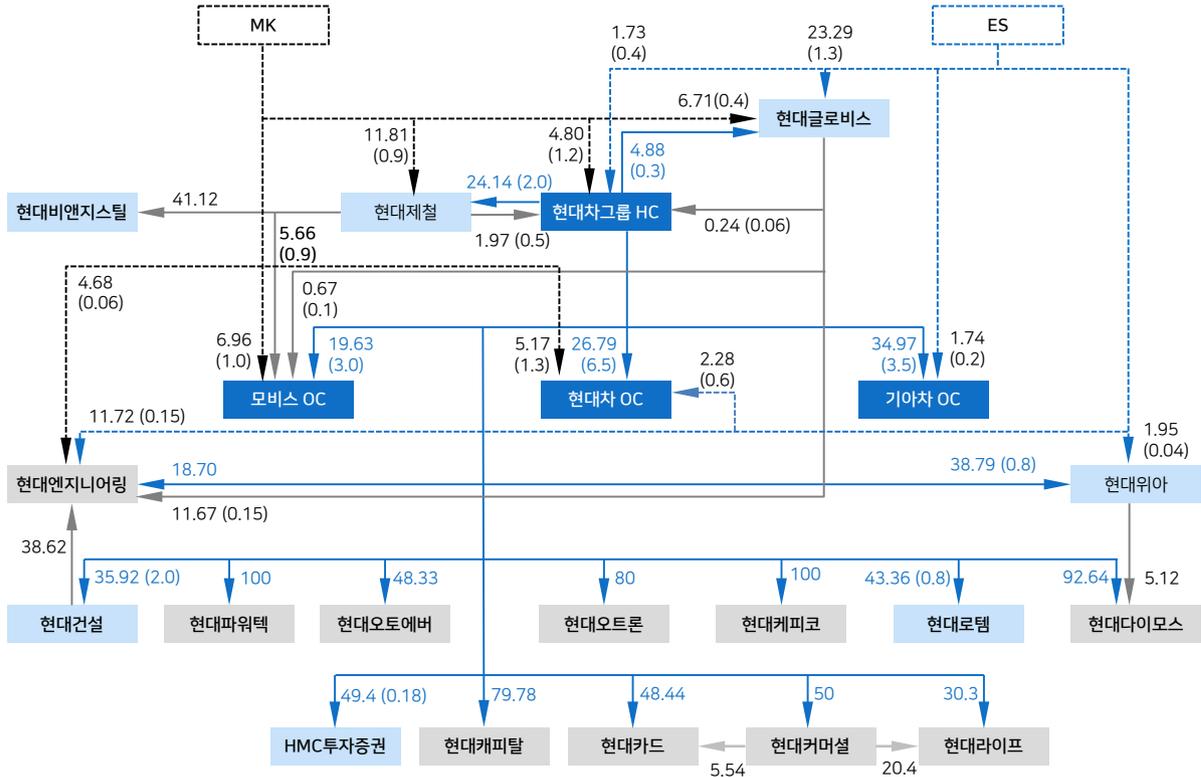
분할비율에 따라 나누어진 3사 HC 합병법인 (현대차그룹 HC)의 보통주 기준 합산 지분가치는 현대차 HC 45.8%, 기아차 HC 19.3%, 모비스 HC 34.9%의 비율로 25.8조원을 구성한다고 판단한다. 현대차그룹 HC의 단순합병 이후 주요주주 지분율은 MK 4.80% (현대차 HC 지분 5.17%, 모비스 HC 지분 6.96%), ES 1.73% (현대차 HC 지분 2.28%, 기아차 HC 지분 1.74%), 국민연금 8.19% (현대차 HC 지분 8.02%, 기아차 HC 지분 7.08%, 모비스 HC 지분 9.02%)이다.

표13 단순 합병 후 각 사 시가총액

(백만원, %)	지분가치	지분율
<b>현대차그룹 HC</b>	<b>25,803,736</b>	<b>100.0</b>
현대차 HC	11,819,166	45.8
기아차 HC	4,979,868	19.3
모비스 HC	9,004,702	34.9
<b>현대차 OC</b>	<b>24,306,177</b>	<b>100.0</b>
<b>기아차 OC</b>	<b>10,119,917</b>	<b>100.0</b>
<b>모비스 OC</b>	<b>15,087,904</b>	<b>100.0</b>

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 현대차기아차-모비스, 3사 분할 이후 현대차그룹 지분구조



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

표14 현대차기아차-모비스 3사 HC, 단순 합병 후 각 사 주요 주주구성

(백만원, %)	지분가치	지분율
<b>현대차그룹 HC</b>		
오너일가	1,684,025	6.53
정몽구	1,238,539	4.80
정의선	445,487	1.73
<b>국민연금</b>	<b>2,112,424</b>	<b>8.19</b>
<b>기타</b>		
현대제철	509,221	1.97
현대글로벌비스	60,710	0.24
<b>현대차 OC</b>		
<b>현대차그룹 HC</b>	<b>6,510,772</b>	<b>26.79</b>
기존 자기주식	1,459,002	6.00
기존 모비스	5,051,769	20.78
<b>정몽구</b>	<b>1,257,464</b>	<b>5.17</b>
<b>정의선</b>	<b>553,612</b>	<b>2.28</b>
<b>국민연금</b>	<b>1,949,470</b>	<b>8.02</b>
<b>기아차 OC</b>		
<b>현대차그룹 HC</b>	<b>3,538,800</b>	<b>34.97</b>
기존 자기주식	110,643	1.09
기존 현대차	3,428,157	33.88
<b>정의선</b>	<b>176,286</b>	<b>1.74</b>
<b>국민연금</b>	<b>716,619</b>	<b>7.08</b>
<b>모비스 OC</b>		
<b>현대차그룹 HC</b>	<b>2,961,255</b>	<b>19.63</b>
기존 자기주식	415,125	2.75
기존 기아차	2,546,130	16.88
<b>정몽구</b>	<b>1,050,712</b>	<b>6.96</b>
<b>현대제철</b>	<b>853,229</b>	<b>5.66</b>
<b>현대글로벌비스</b>	<b>101,723</b>	<b>0.67</b>
<b>국민연금</b>	<b>1,360,275</b>	<b>9.02</b>

자료: 현대차, 기아차, 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

STEP 3. 제철·글로벌비스 지분 정리

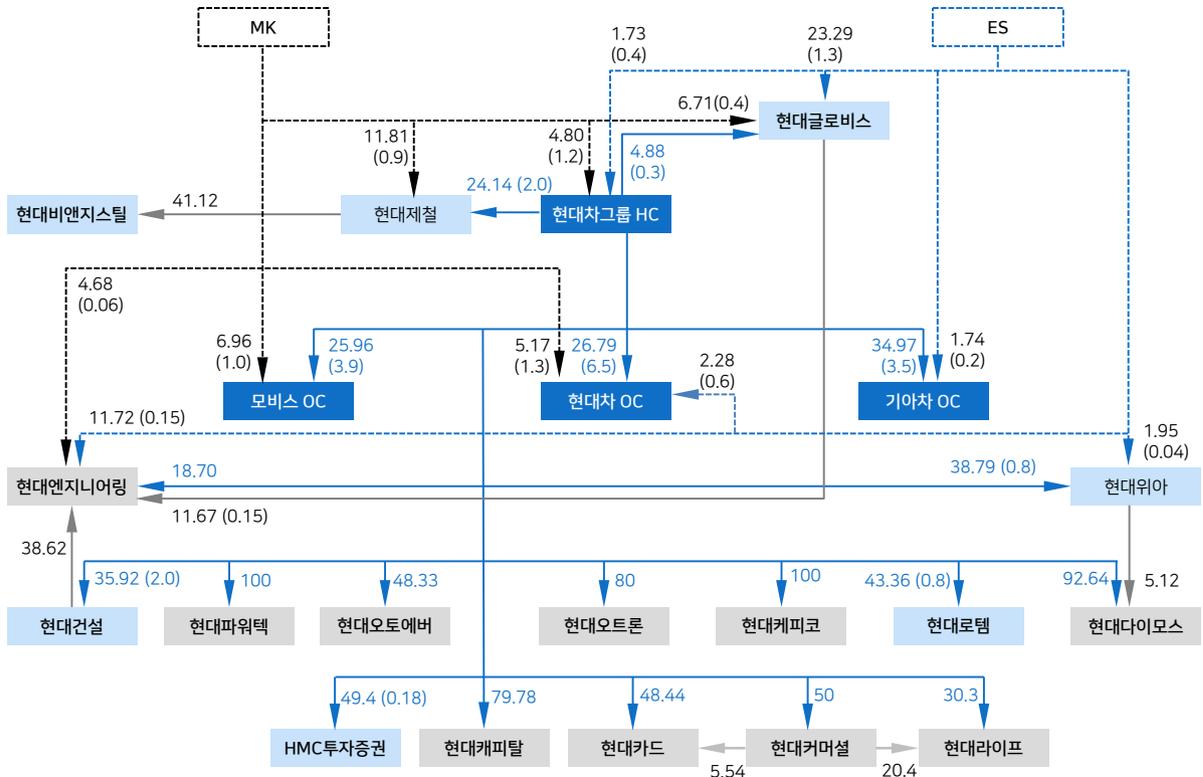
제철과 글로벌비스는 분할 전 기준 모비스의 지분을 각각 5.66%, 0.67% 보유하고 있으며, 이 지분은 3 사 HC 의 단순합병 이후 현대차그룹 HC 와 모비스 OC 에 그대로 이전된다 (현대차그룹 HC 에 대한 제철과 글로벌비스 지분을 각각 1.97%, 0.24%로 산정). 현대차그룹 HC 에 대한 이들의 지분가치 합계는 5,699 억원으로 계상되고, 이 지분은 그룹의 수직계열화를 위해 현대차그룹 HC 의 현금성자산을 활용해 자사주로 매입될 전망이다. 또한 9,550 억원으로 산정되는 모비스 OC 에 대한 지분가치도 현대차그룹 HC 의 모비스 OC 에 대한 지배력 강화 목적으로 현대차그룹 HC 가 인수한다고 가정했다.

표15 현대차그룹 HC가 현금 활용해 제철/글로벌비스 지분 매입한다고 가정

현대차그룹 HC의 보유 순현금	7,496,196
제철/글로벌비스의 그룹 HC 지분	569,930
제철/글로벌비스의 모비스 OC 지분	954,952

자료: 현대차, 기아차, 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 현대제철·글로벌비스 지분 정리 이후의 현대차그룹 지분구조



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

표16 현대차그룹 HC의 제철·글로벌비스 지분 매입 이후의 각 사 주요 주주구성

(백만원, %)	지분가치	지분율
<b>현대차그룹 HC</b>		
오너일가	1,684,025	6.53
정몽구	1,238,539	4.80
정의선	445,487	1.73
국민연금	2,112,424	8.19
자사주 전환 제철/글로벌비스 지분	569,930	2.21
<b>현대차 OC</b>		
현대차그룹 HC	6,510,772	26.79
기존 자기주식	1,459,002	6.00
기존 모비스	5,051,769	20.78
정몽구	1,257,464	5.17
정의선	553,612	2.28
국민연금	1,949,470	8.02
<b>기아차 OC</b>		
현대차그룹 HC	3,538,800	34.97
기존 자기주식	110,643	1.09
기존 현대차	3,428,157	33.88
정의선	176,286	1.74
국민연금	716,619	7.08
<b>모비스 OC</b>		
현대차그룹 HC	3,916,206	25.96
기존 자기주식	415,125	2.75
기존 제철/글로벌비스	954,952	6.33
기존 기아차	2,546,130	16.88
정몽구	1,050,712	6.96
국민연금	1,360,275	9.02

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

STEP 4. MK·ES 지분 현물출자

지배구조 변경의 마지막 단계로 MK·ES 가 보유한 계열사 지분을 현물출자하고, 현대차그룹 HC 신주를 인수한다. 이를 통해 현대차그룹 HC 는 현대차 OC, 기아차 OC, 모비스 OC 및 글로벌비스, 제철, 엔지니어링, 위아에 대한 지배력을 강화할 수 있고, MK·ES 는 현대차그룹 HC 에 대한 지분율을 상승시킨다.

표17 MK·ES 현물출자 가능 지분 현황

(백만원, %)	지분가치	지분율
<b>MK</b>		
현대차 OC	1,257,464	5.17
기아차 OC	0	0.00
모비스 OC	1,050,712	6.96
현대글로벌비스	386,244	6.71
현대제철	939,293	11.81
현대엔지니어링	61,595	4.68
<b>합산 지분가치</b>	<b>3,695,309</b>	
<b>ES</b>		
현대차 OC	553,612	2.28
기아차 OC	176,286	1.74
모비스 OC	0	0.00
현대글로벌비스	1,340,631	23.29
현대엔지니어링	154,251	11.72
현대위아	37,864	1.95
<b>합산 지분가치</b>	<b>2,262,643</b>	

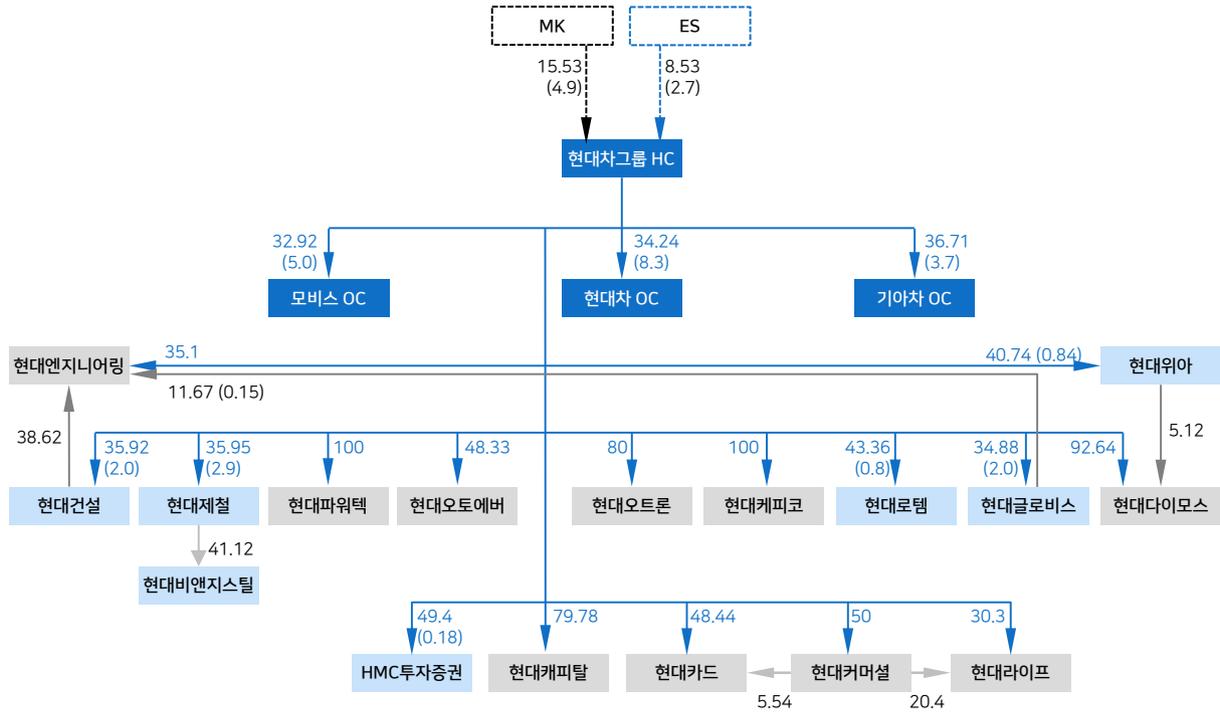
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

표18 현물출자 이후 현대차그룹 HC의 계열사 지분 보유 현황

(백만원, %)	지분가치	지분율
현대차 OC	8,321,847	34.24
기아차 OC	3,715,087	36.71
모비스 OC	4,966,918	32.92
현대글로벌비스	1,726,875	30.00
현대엔지니어링	215,846	16.40
현대제철	939,293	11.81
현대위아	37,864	1.95
<b>합산 지분가치</b>	<b>19,923,729</b>	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 현물출자 이후 최종 현대차그룹 지분구조



자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

표19 MK-ES의 계열사 지분 현물출자 이후 각 사 주요 주주구성

(백만원, %)	지분가치	지분율
<b>현대차그룹 HC</b>		
오너일가	7,641,977	24.06
정몽구	4,933,847	15.53
정의선	2,708,130	8.53
국민연금	2,112,424	6.65
자사주 전환 제철/글로벌비스 지분	569,930	1.79
<b>현대차 OC</b>		
현대차그룹 HC	8,321,847	34.24
기존 자기주식	1,459,002	6.00
기존 모비스	5,051,769	20.78
기존 정몽구	1,257,464	5.17
기존 정의선	553,612	2.28
국민연금	1,949,470	8.02
<b>기아차 OC</b>		
현대차그룹 HC	3,715,087	36.71
기존 자기주식	110,643	1.09
기존 현대차	3,428,157	33.88
기존 정의선	176,286	1.74
국민연금	716,619	7.08
<b>모비스 OC</b>		
현대차그룹 HC	4,966,918	32.92
기존 자기주식	415,125	2.75
기존 제철/글로벌비스	954,952	6.33
기존 기아차	2,546,130	16.88
기존 정몽구	1,050,712	6.96
국민연금	1,360,275	9.02

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 3. 현대차기아차모비스 3사 분할·합병 시나리오에 따른 기업가치 상승여력 확인

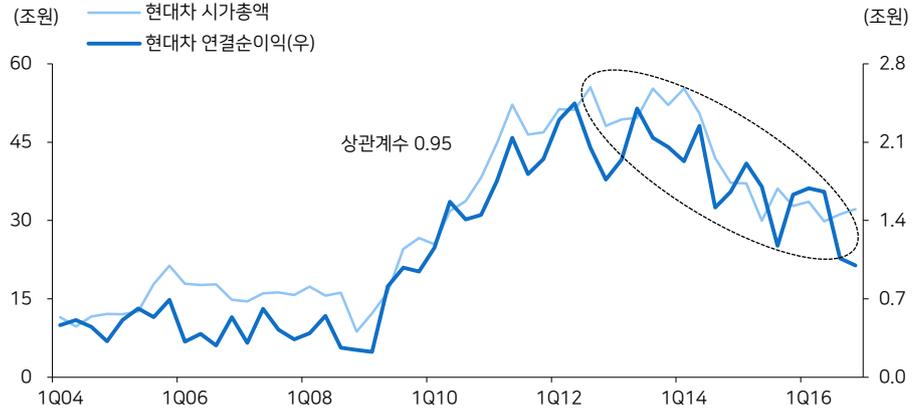
#### 3사 OC, 기업가치 산정

분할 뒤 3사 OC의 기업가치는 이익창출능력에 근거한 PER 밸류에이션이 적용될 전망이다. 현대차기아차의 경우, 지난 04년 이후 현재까지 지배주주 순이익과 시가총액 간의 상관관계수가 각각 0.95, 0.88로 높은 동행성을 보여왔다. 특히 분할 이후에는 더 이상 지분가치 재평가에 대한 사업분할 이해관계가 존재하지 않아, 04년 이후 지속 유지되어 온 Trading PER 7.0 배를 더욱더 명확하게 적용할 수 있다고 판단한다. 모비스 또한 현대차기아차 대비 수익성(영업이익률) 격차와 PER 밸류에이션 격차(프리미엄)가 지속적으로 동행했던 기업가치 평가 프레임이 적용되어 왔다. 17년 예상 영업이익률 7.7%로 비교우위의 수익성을 기록하며(현대차 5.5%, 기아차 4.5%), 현대차기아차의 적정 PER 7 배 대비 20% 이상의 PER 밸류에이션 프리미엄 부여(적정 PER 8.4 배 적용)가 가능하다고 판단한다.

분할 후 손익은 앞서 언급한 분할 기준에 따라 잔존 사업 및 관계회사의 손익창출능력을 구분하였다. 3사 모두 순현금 분할에 따른 영향으로 금융수익 규모가 축소됨을 반영하였고, 잔존 사업과 관련성이 높은 중국 지분법대상 법인(현대차 BHMC, 기아차 DYK) 등을 제외한 나머지 출자법인의 지분법이익 기여분을 제거하였다.

이 같은 기준에 따라 산정된 분할 뒤 3사 OC의 17년 예상 주당순이익은 현대차 19,609 원, 기아차 4,758 원, 모비스 39,907 원이다. 적정 PER 현대차기아차 각각 7.0 배와 모비스 8.4 배를 적용한 3사의 적정 시가총액(주당 가치)는 각각 20.34 조원(주당 137,262 원), 9.05 조원(주당 33,304 원), 20.44 조원(주당 335,220 원)이다.

그림13 지배주주 순이익과 동행해왔던 현대차 기업가치 (상관계수 0.95)



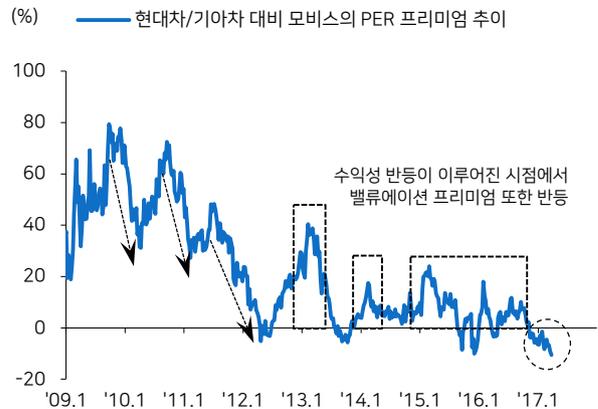
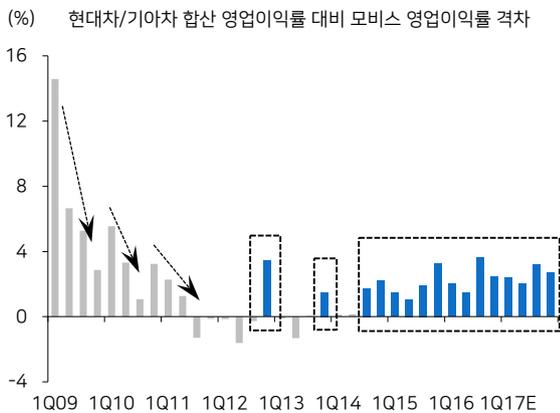
자료: Bloomberg, 현대차, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 지배주주 순이익과 동행해왔던 기아차 기업가치 (상관계수 0.95)



자료: Bloomberg, 기아차, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 모비스는 완성차 대비 수익성 격차와 완성차 대비 밸류에이션 프리미엄 폭이 동행



자료: 현대차, 기아차, 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

자료: Bloomberg, 현대차, 기아차, 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

**표20 현대차 OC 손익구조 변화와 PER 밸류에이션에 근거한 기업가치 평가**

(백만원, %)	분할 전	분할 후	변동 폭
<b>매출</b>	<b>95,082,119</b>	<b>73,360,771</b>	<b>-22.8</b>
자동차	73,360,771	73,360,771	0.0
금융	14,809,463		-100.0
기타	6,911,885		-100.0
<b>영업이익</b>	<b>5,245,380</b>	<b>4,036,680</b>	<b>-23.0</b>
(% of 매출)	5.5	5.5	
자동차	4,036,680	4,036,680	0.0
금융	615,381		-100.0
기타	593,320		-100.0
<b>영업외손익</b>	<b>1,943,400</b>	<b>745,815</b>	<b>-61.6</b>
금융손익	438,662	298,662	-31.9
기타영업외손익	95,082	95,082	0.0
지분법손익	1,409,655	352,071	-75.0
기아차	742,966		-100.0
BHMC (북경현대)	318,035	318,035	0.0
현대건설	114,911		-100.0
현대파워텍	75,285		-100.0
현대위아	73,369		-100.0
기타	85,089	34,036	-60.0
<b>세전이익</b>	<b>7,188,780</b>	<b>4,782,495</b>	<b>-33.5</b>
(% of 매출)	7.6	6.5	
법인세	1,527,296	1,016,068	-33.5
(법인세율)	21.2	21.2	
<b>순이익</b>	<b>5,661,484</b>	<b>3,766,427</b>	<b>-33.5</b>
(% of 매출)	6.0	5.1	
<b>지배주주순이익</b>	<b>5,343,472</b>	<b>3,766,427</b>	<b>-29.5</b>
(% of 매출)	5.6	5.1	
발행주식의 총수 (주)	285,478,625	192,078,287	
보통주	220,276,479	148,208,395	
우선주	65,202,146	43,869,892	
주당순이익 (EPS, 원)	18,718	19,609	
적정 PER 밸류에이션 (배)	7.0	7.0	
적정 주가	131,023	137,262	
<b>적정 시가총액</b>	<b>28,861,317</b>	<b>20,343,336</b>	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

**표21 기아차 OC 손익구조 변화와 PER 밸류에이션에 근거한 기업가치 평가**

(백만원, %)	분할 전	분할 후	변동 폭
<b>매출 - 자동차</b>	<b>52,329,071</b>	<b>52,329,071</b>	<b>0.0</b>
<b>영업이익 - 자동차</b>	<b>2,377,233</b>	<b>2,377,233</b>	<b>0.0</b>
(% of 매출)	4.5	4.5	
<b>영업외손익</b>	<b>181,294</b>	<b>-762,987</b>	<b>-520.9</b>
금융손익	-43,849	-49,098	12.0
기타영업외손익	-842,795	-842,795	0.0
지분법손익	1,067,938	128,906	-87.9
모비스	570,533		-100.0
DYK (동풍열달기아)	34,919	34,919	0.0
현대건설	28,741		-100.0
현대제철	162,328		-100.0
현대다이모스	36,450		-100.0
기타	234,967	93,987	-60.0
<b>세전이익</b>	<b>2,558,527</b>	<b>1,614,245</b>	<b>-36.9</b>
(% of 매출)	4.9	3.1	
법인세	509,873	321,693	-36.9
(법인세율)	19.9	19.9	
<b>순이익</b>	<b>2,048,654</b>	<b>1,292,552</b>	<b>-36.9</b>
(% of 매출)	3.9	2.5	
<b>지배주주순이익</b>	<b>2,048,654</b>	<b>1,292,552</b>	<b>-36.9</b>
(% of 매출)	3.9	2.5	
발행주식의 총수 (주)	405,363,347	271,675,614	
보통주	405,363,347	271,675,614	
우선주	0	0	
주당순이익 (EPS, 원)	5,054	4,758	
적정 PER 밸류에이션 (배)	7.0	7.0	
적정 주가 (원)	35,377	33,304	
<b>적정 시가총액</b>	<b>14,340,576</b>	<b>9,047,866</b>	

자료: 메리츠증권리서치센터

**표22 모비스 OC 손익구조 변화와 PER 밸류에이션에 근거한 기업가치 평가**

(백만원)	분할 전	분할 후	변동 폭
<b>매출</b>	<b>39,960,141</b>	<b>39,960,141</b>	<b>0.0</b>
부품 (모듈 + 핵심)	32,906,959	32,906,959	0.0
A/S	7,053,182	7,053,182	0.0
<b>영업이익</b>	<b>3,101,069</b>	<b>3,101,069</b>	<b>0.0</b>
(% of 매출)	7.8	7.8	
부품 (모듈 + 핵심)	1,517,612	1,517,612	0.0
A/S	1,583,457	1,583,457	0.0
<b>영업외손익</b>	<b>1,262,916</b>	<b>139,289</b>	<b>-89.0</b>
금융손익	38,831	18,554	-52.2
기타영업외손익	119,880	119,880	0.0
지분법손익	1,104,204	854	-99.9
현대차	908,390		-100.0
현대라이프	-3,000		-100.0
현대건설	114,911		-100.0
현대파워텍	54,224		-100.0
현대엔지니어링	27,544		-100.0
기타	2,135	854	-60.0
<b>세전이익</b>	<b>4,363,985</b>	<b>3,232,885</b>	<b>-25.7</b>
(% of 매출)	10.9	8.1	
법인세	1,080,080	799,995	-25.7
(법인세율)	24.7	24.7	
<b>순이익</b>	<b>3,283,905</b>	<b>2,432,890</b>	<b>-25.7</b>
(% of 매출)	8.2	6.1	
<b>지배주주순이익</b>	<b>3,273,986</b>	<b>2,432,890</b>	<b>-25.5</b>
(% of 매출)	8.2	6.1	
발행주식의 총수 (주)	97,347,837	60,963,771	
보통주	97,343,863	60,961,228	
우선주	3,974	2,543	
주당순이익 (EPS, 원)	33,632	39,907	
적정 PER 밸류에이션 (배)	8.4	8.4	
적정 주가	282,507	335,220	
<b>적정 시가총액</b>	<b>27,500,362</b>	<b>20,435,425</b>	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

3사 HC, 기업가치 산정

3사 분할 뒤 MK·ES가 보유한 계열사 지분의 현물출자가 이루어지겠지만, 이들 현물출자 지분의 가치는 현대차그룹 HC의 신주 발행을 통해 가산되는 것이기 때문에 기존 주주의 지분가치 증가 또는 희석과는 무관하다. 따라서 기존 주주 입장에서의 분할 HC에 대한 기대 지분가치 평가는 3사 HC의 합병 및 현물출자 과정 전 기준으로 평가하는 것이 합당하다.

일반적으로 적용되는 지주회사의 기업가치 평가방법은 SOTP (Sum of the Parts, 사업부문별 가치평가)이다. 3사 HC의 현물출자 발생 전 기준 NAV는 상장사는 시장가치, 비상장사는 장부가액으로 산정하였고, 손익창출 사업의 가치는 세후 영업이익에 PER 밸류에이션을 적용하였다. 또한 추후 발생 가능한 브랜드 로열티의 현재가치를 파악하기 위해서 매출액 대비 0.2%의 브랜드 로열티 지급과 WACC 7%, 영구성장률 2%를 적용하였다. 최종적으로 투자자산가치, 영업자산가치, 무형자산가치의 합산 값에 순차입금을 반영한 총 기업가치를 산정하고, 여기에 국내 5대 지주회사들의 평균 NAV 할인율 47%를 반영했다. 이에 따른 3사 HC의 적정 NAV는 현대차 HC 13.60 조원, 기아차 HC 5.77 조원, 모비스 6.08 조원이다.

표23 국내 5대 지주회사의 NAV 대비 평균 할인율은 -47%, 이를 3사 HC에 적용

	SK	CJ	LG	두산	한화
종목코드	034730	001040	003550	000150	000880
시가총액	16,324	5,004	12,200	1,952	2,672
<b>NAV 대비 할인율</b>	<b>-35.5</b>	<b>-36.1</b>	<b>-49.7</b>	<b>-55.9</b>	<b>-56.2</b>
NAV (A = B+E+F-G)	25,309	7,833	24,248	4,429	6,099
투자자산가치 (B)	20,660	6,884	21,113	1,745	5,523
상장지분 (C)	12,398	4,329	17,434	1,100	4,829
	5,049	1,703	3,982	1,100	1,531
	(SK 이노베이션)	(CJ제일제당)	(LG전자)	(두산중공업)	(한화케미칼)
	5,290	508	6,735		2,468
	(SK텔레콤)	(CJ오쇼핑)	(LG화학)		(한화생명)
	718	1,293	2,358		830
	(SK네트웍스)	(CJ E&M)	(LG유플러스)		(한화테크윈)
	487	642	4,360		
	(SKC)	(CJ CGV)	(LG생활건강)		
	39	183			
	(SK증권)	(CJ 프레시웨이)			
	813				
	(SK머티리얼즈)				
비상장지분 (D)	8,262	2,555	3,679	645	694
유무형자산가치 (E)	2,054	1,035	3,250	693	1,201
영업가치 (F)	7,748			2,961	2,025
순차입금 (G)	5,153	87	115	970	2,650

자료: Bloomberg, 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

**표24 현물출자 전의 현대차 HC, SOTP 기준 기업가치 산정**

(주, %, 원, 백만원)	주식수	지분율	적정 주가	평가액 (또는 장부가액)
<b>투자자산가치</b>				<b>10,550,231</b>
<b>상장지분</b>				<b>8,483,171</b>
기아차	137,337,102	33.88	37,250	5,115,807
현대건설	23,329,033	20.95	51,100	1,192,114
현대글로비스	1,830,000	4.88	153,500	280,905
현대제철	9,167,725	6.87	59,600	546,396
현대위아	6,893,954	25.35	71,400	492,228
현대로템	36,856,000	43.36	20,800	766,605
에이치엠씨투자증권	8,064,772	27.49	11,050	89,116
<b>비상장지분</b>				<b>2,067,061</b>
현대파워텍		37.58	비상장	493,991
현대다이모스		47.27	비상장	371,499
현대커머셜		50.00	비상장	256,078
현대파텍스		56.00	비상장	43,798
현대오토론		60.00	비상장	78,972
현대오토에버		28.96	비상장	107,382
해비치호텔앤드리조트		41.90	비상장	108,082
유코카케어어스		12.00	비상장	174,100
기타			비상장	433,159
<b>영업자산가치 (금융-기타)</b>	17년 예상 세후 영업이익에 PER 8배 적용			<b>6,768,721</b>
<b>무형자산가치 (브랜드로열티)</b>	WACC 7%, 영구성장률 2% 적용			<b>2,131,493</b>
<b>순차입금</b>				<b>-6,219,000</b>
<b>총 기업가치</b>				<b>25,669,445</b>
할인율	국내 5대 지주회사 평균 NAV 대비 할인율 적용			47.0%
<b>적정 NAV</b>				<b>13,604,806</b>

자료: Bloomberg, 현대차, 메리츠증권 리서치센터

**표25 현물출자 전의 기아차, HC SOTP 기준 기업가치 산정**

(주, %, 원, 백만원)	주식수	지분율	적정 주가	평가액 (또는 장부가액)
<b>투자자산가치</b>				<b>9,088,895</b>
상장사				6,014,833
모비스	16,431,644	16.88	247,500	4,066,832
현대건설	5,823,907	5.23	51,100	297,602
현대제철	23,046,087	17.27	59,600	1,373,547
현대위아	3,655,019	13.44	71,400	260,968
에이치엠씨투자증권	1,437,518	4.90	11,050	15,885
비상장사				3,074,062
현대파워텍		37.58	비상장	493,991
현대다이모스		45.37	비상장	350,505
현대카드		11.48	비상장	309,261
현대캐피탈		20.10	비상장	750,577
현대캐피탈아메리카		20.00	비상장	618,937
현대엔지니어링		9.35	비상장	268,715
현대파텍스		31.00	비상장	23,463
현대오토론		20.00	비상장	26,324
현대오토에버		19.37	비상장	71,827
해비치호텔앤드리조트		23.24	비상장	40,065
유코카케어리스		8.00	비상장	115,892
기타			비상장	4,505
<b>무형자산가치 (브랜드로열티)</b>			WACC 7%, 영구성장률 2% 적용	<b>1,526,584</b>
<b>순차입금</b>				<b>-265,925</b>
<b>총 기업가치</b>				<b>10,881,404</b>
할인율			국내 5대 지주회사 평균 NAV 대비 할인율 적용	47.0%
<b>적정 NAV</b>				<b>5,767,144</b>

자료: Bloomberg, 기아차, 메리츠증권증권 리서치센터

**표26 현물출자 전의 모비스, HC SOTP 기준 기업가치 산정**

(주, %, 원, 백만원)	주식수	지분율	적정 주가	평가액 (또는 장부가액)
<b>투자자산가치</b>				<b>8,988,664</b>
상장사				8,058,685
현대차	45,773,452	20.78	164,000	7,506,846
현대건설	9,721,358	8.73	51,100	496,761
에이치엠씨투자증권	4,984,375	16.99	11,050	55,077
비상장사				929,979
에이치엘그린파워		51.00	비상장	17,054
현대파워텍		24.85	비상장	332,667
현대엠앤소프트		25.67	비상장	32,518
현대라이프		30.28	비상장	127,863
현대엔지니어링		9.35	비상장	279,160
현대오토론		20.00	비상장	25,787
현대오토에버		19.37	비상장	71,827
기타			비상장	43,103
<b>무형자산가치 (브랜드로열티)</b>	WACC 10%, 영구성장률 2% 적용			<b>1,226,256</b>
<b>순차입금</b>				<b>-1,258,265</b>
<b>총 기업가치</b>				<b>11,473,185</b>
할인율	국내 5대 지주회사 평균 NAV 대비 할인율 적용			47.0%
<b>적정 NAV</b>				<b>6,080,788</b>

자료: Bloomberg, 모비스, 메리츠증권리서치센터

현 주가 대비 HC·OC 합산가치,  
 현대차 -7.2%  
 기아차 -2.8%  
 모비스 +10.1%

OC 에 대한 PER 밸류에이션과 HC 에 대한 SOTP 밸류에이션에 근거한 3 사의 분할 뒤 예상 주당가치는 현대차 154,116 원, 기아차 36,547 원, 모비스 272,397 원으로 판단된다. 이는 현 주가대비 각각 -6.0%, -1.9%, +10.1%의 차이를 내포하고 있다.

지주회사에 대한 SOTP 밸류에이션을 적용함에 있어 해석자에 따라 가장 큰 차이를 보이고 있는 것은 바로 할인율이다. 할인율의 적용은 합산 NAV에 일괄 할인을 적용하는 경우도 있고, 상장자회사에만 높은 할인율을 적용하거나 비상장자회사까지 포함하여 청산 시 세율 (30-40%) 수준을 할인율로 반영할 수도 있다.

해석자에 따라 적용 방법도 다양하고 실제 NAV 대비 시가총액 할인율 또한 상이한 지주회사들 (5 대 지주회사 할인율 -35.5%에서 -56.2%까지 분포)의 상황을 고려했을 때, 아직 지주 전환이 이루어지지 않은 현대차그룹에 대해서는 이들 5 대 지주회사의 평균 할인율을 적용하는 것이 합리적이라고 판단했다. 참고로 적용 할인율을 5 대 지주회사 중 가장 낮은 -35.5% (CJ)를 적용해도 현 주가대비 기업가치 상승여력이 크게 확대되는 것은 아니다.

표27 지배구조 변경 시, 현 기업가치 대비 upside/downside 점검

(십억원, %)	현재 시총	OC 가치	HC 가치	OC + HC 합산 가치	Upside
현대차	37,447 (주당 164,000원)	20,343	13,605	33,948 (주당 154,116원)	-6.0
기아차	15,181 (주당 37,250원)	9,048	5,767	14,815 (주당 36,547원)	-1.9
모비스	24,871 (주당 247,500원)	20,435	6,081	26,516 (주당 272,397원)	+10.1

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

표28 HC에 대한 NAV 할인율 변경 시, 현 기업가치 대비 upside/downside 점검

(십억원, %)	현재 시총	OC + HC 합산가치 (할인율 35.5%)	Upside	OC + HC 합산가치 (할인율 56.2%)	Upside
현대차	37,447 (주당 164,000원)	36,900 (주당 167,517원)	+2.1	31,586 (주당 143,395원)	-12.6
기아차	15,181 (주당 37,250원)	16,066 (주당 39,634원)	+6.4	13,814 (주당 34,078원)	-8.5
모비스	24,871 (주당 247,500원)	27,835 (주당 285,952원)	+15.5	25,461 (주당 261,554원)	+5.7

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

### Part III. 결국 기업가치 평가의 핵심은 이익 방향성

현대차그룹의 지배구조 변화가  
시대의 흐름임은 분명한 사안

3사 분할 시 합산 시가총액은 앞서 계산한 바와 같이 현대차-기아차는 현 주가대비 기업가치 상향조정 여지가 제한적이며, 모비스의 경우만 지분가치 재평가에 따른 상향조정 가능성이 확인되었다.

물론 현대차그룹은 이미 지주회사로 전환한 대기업 집단이나 지난해 11월 지주회사 전환을 공식화한 삼성그룹과 달리 지배구조 변화에 대한 공식적인 입장을 내놓지 않고 있다. 물론 순환출자의 고리를 끊어야 한다는 사회적 요구가 계속되고 있고 ES로의 상속 이슈가 남아있다는 점을 고려하면, 현재차그룹 또한 언젠가 지주회사로의 전환을 공표할 수 있다는 점은 분명하다.

그러나 아직은 지배구조  
변화 진행 여부와 무관하게  
신중한 접근이 필요

우리는 지배구조 개편의 실제 진행 여부와 관계없이 다음의 세 가지 이유로 신중한 접근이 요구된다는 판단이다. 1) 지주회사로의 전환이 지금 당장 또는 가까운 미래에 발생하는 것이 아니라면 현대차-기아차-모비스를 비롯한 계열사들에 대한 기업가치 평가 프레임은 지분가치 재평가가 아닌 이전까지 기업가치 설명력이 가장 높았던 이익 방향성에 근거해야 할 것이다. 그러나 아직까지 영업현황의 실질적 변화는 보이지 않는다. 2) 또한 만약 근시일 내 지주회사 전환이 공표되더라도 분할 HC 및 OC의 합산 기업가치는 이미 현재 주가가 충분히 반영하고 있다. 3) 단기가 아닌 장기적 관점에서 지주회사 전환 기대감을 갖는다고 가정해도, 분할 회사의 가치평가에 있어 OC의 기업가치는 중장기 이익 방향성에 귀결된다. HC의 기업가치 구성요소인 OC를 비롯한 그룹사 상장·비상장 지분 가치, OC로부터 수취하게 될 브랜드 로열티 및 배당, 분할 시 나눠질 현금성자산 가치 또한 결국은 분할 전 기준 각 법인의 매출 및 이익방향성에 따라 변동된다. 결국 지주회사 전환이 공식화되지 않은 현 시점에서 가장 중요한 기업가치 평가기준이 되는 것은 이익 그 자체일 수 밖에 없다.

삼성전자와 현대차의 차이

현대차그룹 지배구조 변경 기대감이 발현되기 위한 전제조건처럼 인지되고 있는 삼성그룹의 경우도 마찬가지로 논리를 찾을 수 있다. 삼성그룹 지배구조 변경의 중추로 인지되고 있는 삼성전자는 16년 연초 이후 현재까지 +73%의 절대주가 수익률을 기록하고 있다. 삼성전자의 기업가치 상승에 있어, 지배구조 변화와 그에 수반된 주주환원정책이 긍정적 영향을 미치고 있는 것은 사실이다. 그러나 그 근거에는 모든 사업부문의 유례없는 영업현황 호조로 16년 연초 이후 지속적으로 상승하고 있는 기대감 (삼성전자 17년 영업이익 컨센서스, 16년 연초 이후 +52% 상승)이 주가 상승의 기본 뼈대가 되고 있음을 기억할 필요가 있다.

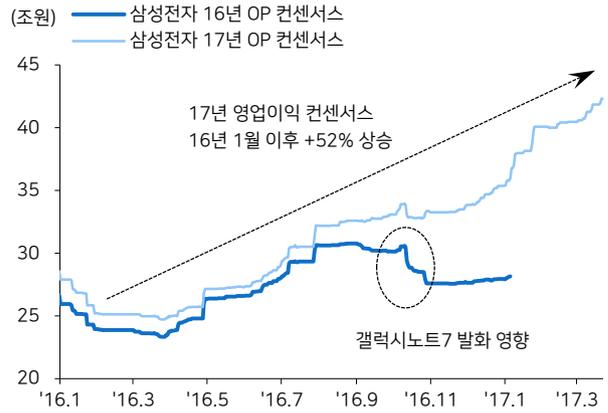
현대차기아차는 삼성전자와 두 가지 차이를 보이고 있다. 먼저 지배구조 변화가 공식화되지 않았으며, 실현가능 이익 기대감이 지속적으로 하향조정되고 있다는 점이다 (현대차 17년 영업이익 컨센서스, 16년 연초 이후 -23% 감소).

그림16 삼성전자, 지배구조 변화 기대감이 더해졌지만...



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 결국 주가 상승을 견인한 것은 이익 개선 기대감



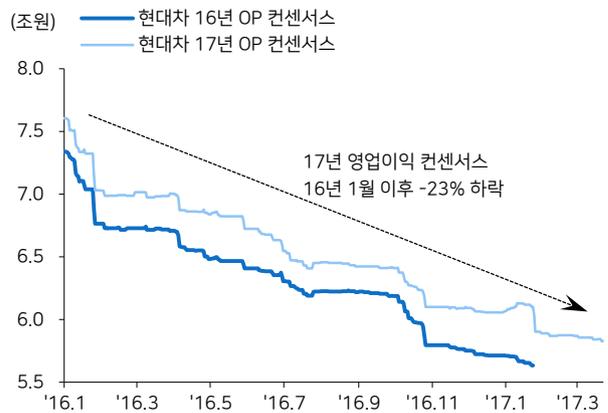
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 현대차, 최근 지배구조 변화 기대감 확대됐으나...



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 이익 방향성에 대한 기대감은 위축되고 있는 상황



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

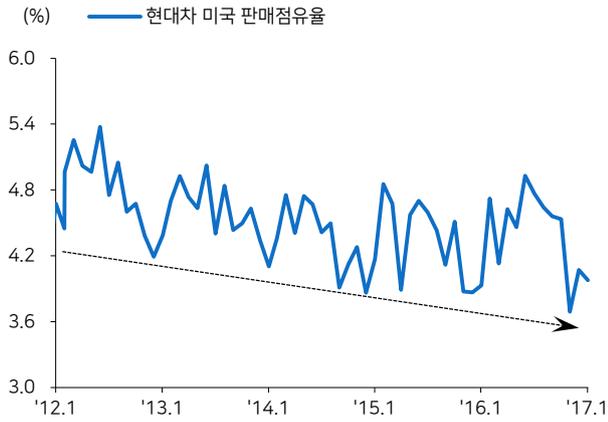
지속적인 기업가치 상승의 조건  
이익 방향성 회복에 대한 확신

지배구조 변화 기대감은 HC 에 대한 SOTP 기업가치 산정, OC 에 대한 PER 기업가치 산정을 통해 확인한 바와 같이 이미 적정 수준 이상 반영되어 있다. 지배구조 변화가 조기 공식화가 되거나, 관련 기대감이 향후 6 개월 이상 유지된다 해도, 이를 통한 추가적 기업가치 개선은 어려울 전망이다.

지난 12 년 현대차기아차는 각각 8.57 조원과 3.87 조원의 영업이익을 달성한 이후 지속적인 이익 하강국면을 겪었고, 현재 17 년 영업이익 시장 기대치는 5.83 조원 (당사 추정 5.25 조원), 2.50 조원 (당사 추정 2.38 조원)이다. 이 같은 이익 훼손 국면이 지속된 이유는 1) 주요 자동차 시장 (미국·중국·한국)에서의 경쟁강화 및 판매점유율 하락, 2) 신흥국 (브라질·러시아·아중동)의 경기부진과 판매 감소, 3) 경쟁력 있는 신차 싸이클 부재와 차령 노후화로 요약할 수 있다.

기업가치 개선을 위해서는 실적악화의 근거로 작용해왔던 이들 세 요인의 개선과 이를 통한 실현가능 이익 회복에 대한 확신이 필요하다. 아직까지 어려움을 겪고 있는 이들 세 가지 우려사항의 해소 근거가 마련됐을 때, 자동차 산업에 대한 공격적 투자의견을 개선할 수 있다고 판단한다.

**그림20 현대차, 하향세를 이어가고 있는 미국 판매점유율**



자료: Marklines, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림21 기아차, 정체국면을 이어가고 있는 미국 판매점유율**



자료: Marklines, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림22 현대차, 12년 대비 절반에 불과한 중국 판매점유율**



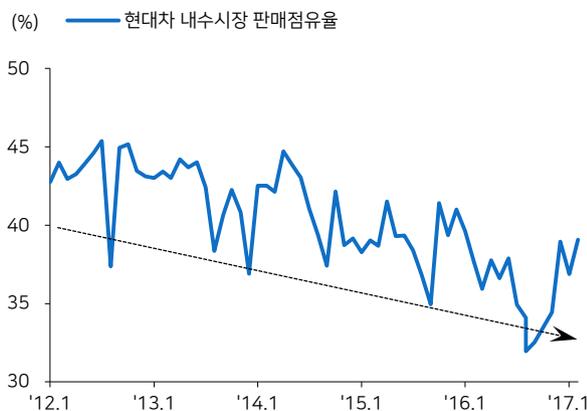
자료: Marklines, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림23 기아차, 12년 대비 절반에 불과한 중국 판매점유율**



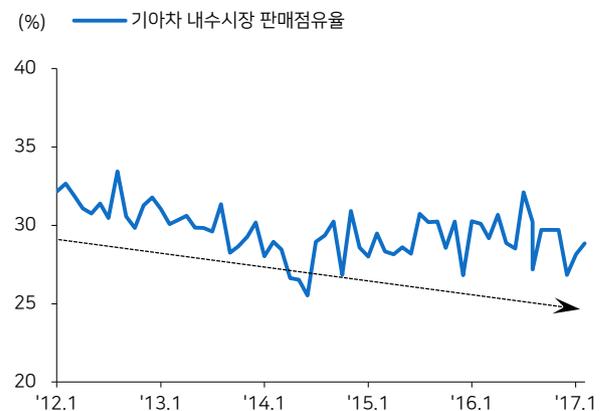
자료: Marklines, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림24 현대차, 경쟁심화로 하향세를 보인 내수 판매점유율**



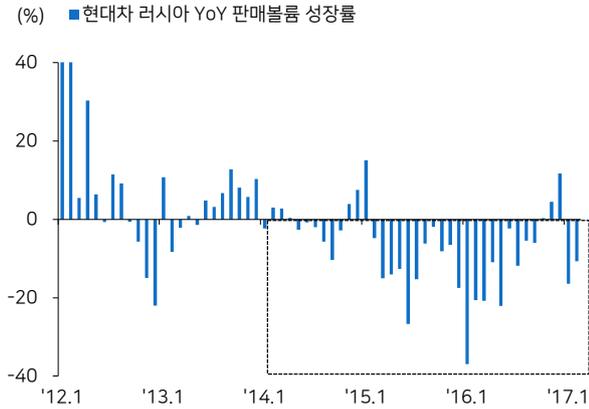
자료: Marklines, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림25 기아차, 점진적 하향세 보이고 있는 내수 판매점유율**



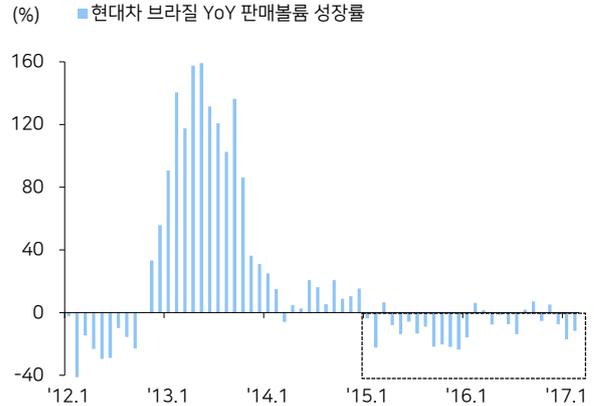
자료: Marklines, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림26** 아직 하락 국면을 이어가고 있는 현대차 러시아 판매



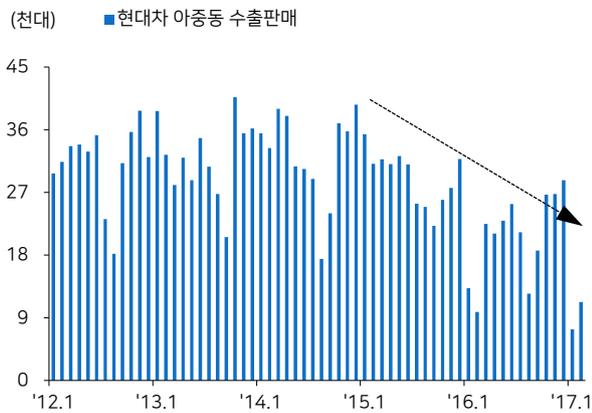
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림27** 아직 하락 국면을 이어가고 있는 현대차 브라질 판매



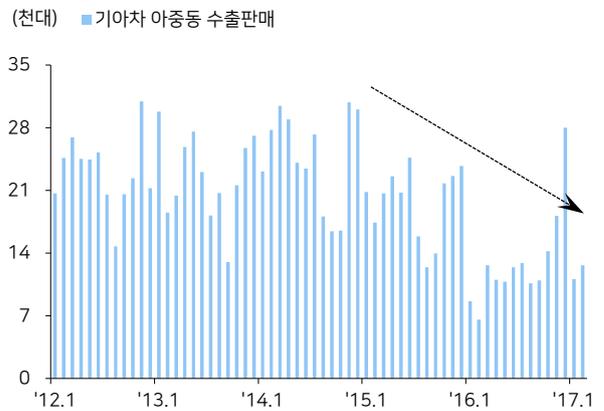
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림28** 아직 회복하지 못하고 있는 현대차 아중동 수출판매



자료: 현대차, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림29** 아직 회복하지 못하고 있는 기아차 아중동 수출판매



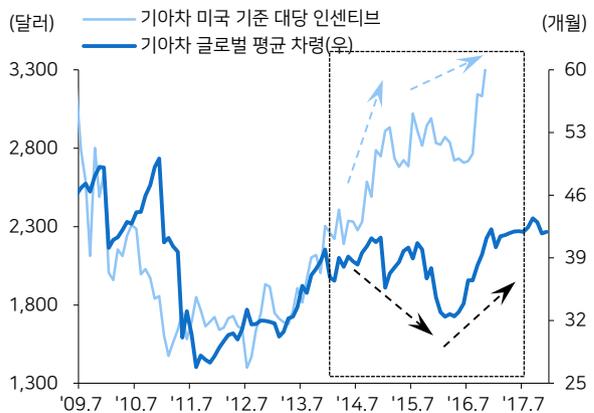
자료: 기아차, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림30** 차령노후화로 증가세를 지속 중인 현대차 인센티브



자료: Autodata, 현대차, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림31** 차령노후화로 증가세를 지속 중인 기아차 인센티브



자료: Autodata, 기아차, 메리츠증권증권 리서치센터





## 기업분석

종목	투자판단	적정주가
현대차 (005380)	Hold	150,000원
기아차 (000270)	Trading Buy	43,000원
현대모비스 (012330)	Buy	325,000원

Industry Indepth  
2017. 3. 27

# 현대차 005380

## 결국 이익 방향성이다

▲ 자동차/자동차부품

Analyst **김준성**  
02. 6098-66690  
joonsung.kim@meritz.co.kr

- ✓ 지배구조 개편 기대감으로 지난 한 주간 현대차 주가 +8.3% 상승
- ✓ 16년초 대비 삼성전자 +73%의 주가상승은 영업이익 시장기대치가 상승하며 (동기간 +53%) 분할 뒤 OC 및 HC의 기업가치 상승 개연성이 높아졌기 때문
- ✓ 구조적 기업가치 개선 위해서는 실현가능 이익 개선에 대한 확신 필요
- ✓ 지배구조 변화가 이루어진다고 가정해도 HC·OC의 주당 분할 합산가치는 15.4만원으로 당사 적정주가 수준, 투자 의견을 Hold로 하향

### Hold

적정주가 (12개월) **150,000 원**  
현재주가 (3.24) **164,000 원**  
상승여력 **-8.5%**

KOSPI	2,168.95pt
시가총액	361,253억원
발행주식수	22,028만주
유동주식비율	65.76%
외국인비중	45.94%
52주 최고/최저가	170,000원 / 129,000원
평균거래대금	763.3억원

주요주주(%)			
현대 모비스 외 5인	28.24		
국민연금	8.02		
자사주	6.00		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.81	15.49	5.47
상대주가	9.42	13.02	-2.75

주가그래프



### 지배구조 변화 확정 시, HC·OC 합산가치 주당 14.3-16.7만원 범위

지난 한 주 현대차는 1) 제철·글로벌 로열티 지급공시, 2) 삼성그룹 지배구조 변화에 깊이 관여했던 Elliot 의 지분매수 기대, 3) 모비스가 아닌 현대차 중심 지주회사 전환 해석에 대한 관심이 증가하며 +8.3%의 주가상승을 실현했다.

지배구조 개편이 공식화되어 현대차가 HC·OC 로 분할할 경우, 달성가능 주당 가치는 HC 에 대한 할인을 적용 폭 (36%~56%)에 따라 14.3~16.7 만원 범위로 산정되며, 현 주가 대비 유의미한 upside 가 존재하지 않는다고 판단한다 (HC: SOTP 밸류에이션, OC: PER 밸류에이션을 적용, 산업자로 Part II 참고).

### 지배구조 관점에서 기업가치 방향성의 결정변수는 이익 방향성

16 년초 이후 +73% 주가상승을 실현한 삼성전자와 달리, 현대차는 1) 아직 지배구조 변경이 공표되지 않았으며, 2) 17 년 영업이익 컨센서스는 우하향 (16 년초 이후 -23% 하락)하고 있다 (삼성엔 지주회사 전환을 지난 11 월 공식 화했고, 17 년 영업이익 컨센서스 16 년초 이후 +52% 상승).

삼성전자가 높은 주가상승을 실현한 이유는 단순히 지배구조 변화 기대감에 따른 지분가치 재평가가 아니라, 업황호조에 따른 지속적인 이익 컨센서스 상 향조정이 1) 이익 규모로 평가할 잠재적 OC 의 기업가치를 부양하였고, 2) 분할 뒤 OC 지분가치, OC 로부터의 로열티·배당가치, 분할 가능 현금성자산을 동시에 상승시켜 HC 의 기업가치를 높게 평가할 수 있었기 때문이다.

즉, 현대차의 구조적 기업가치 상향을 위해서는 지배구조 변화 여부 그 자체 보다는 이익 방향성을 상승시킬 수 있는 영업현황 (인센티브, 재고, 판매)의 질적 개선이 필요하다고 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	89,256	7,550	7,347	25,735	-14.0	219,353	6.4	0.7	1.7	12.3	135.1
2015	91,959	6,358	6,417	22,479	-12.7	234,278	7.3	0.7	2.1	9.9	147.3
2016	93,649	5,194	5,406	18,938	-15.8	253,415	8.7	0.6	2.5	7.8	147.2
2017E	95,082	5,245	5,343	18,718	-1.2	266,886	8.8	0.6	2.7	7.2	137.7
2018E	98,658	5,512	5,963	20,887	11.6	282,307	7.9	0.6	2.8	7.6	131.3

표29 현대차 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, 천대)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	22,351	24,677	22,084	24,538	21,773	24,411	23,619	25,280	93,649	95,082	98,658
(% YoY)	6.7	8.1	-5.7	-0.9	-2.6	-1.1	7.0	3.0	1.8	1.5	3.8
판매볼륨 (중국 제외)	866	980	821	1,006	851	959	869	1,001	3,673	3,680	3,770
(% YoY)	-3.6	-1.4	-8.6	-6.2	-1.7	-2.2	5.8	-0.5	-4.8	0.2	2.4
연결기준 ASP (백만원)	19.5	19.3	18.1	19.0	19.0	19.2	18.9	19.2	19.0	19.1	19.3
(% YoY)	8.9	8.1	-2.7	4.5	-2.3	-0.3	4.8	1.0	4.6	0.6	1.3
자동차	17,239	19,421	16,618	19,406	16,526	18,954	18,078	19,802	72,684	73,361	76,077
(% YoY)	4.3	9.0	-9.1	-3.1	-4.1	-2.4	8.8	2.0	0.0	0.9	3.7
금융	3,529	3,561	3,767	3,195	3,699	3,770	3,840	3,500	14,052	14,809	15,413
(% YoY)	22.3	11.4	11.8	7.0	4.8	5.9	2.0	9.6	13.0	5.4	4.1
기타	1,583	1,695	1,699	1,937	1,548	1,687	1,700	1,977	6,914	6,912	7,168
(% YoY)	3.9	-5.9	-4.2	11.1	-2.2	-0.5	0.1	2.0	1.0	0.0	3.7
OP	1,342	1,762	1,068	1,021	1,190	1,532	1,260	1,264	5,194	5,245	5,512
(% YoY)	-15.5	0.6	-29.0	-32.6	-11.4	-13.1	18.0	23.7	-18.3	1.0	5.1
자동차	1,047	1,343	762	763	882	1,176	956	1,023	3,915	4,037	4,284
(% YoY)	-18.8	-3.6	-35.9	-47.4	-15.7	-12.4	25.4	34.0	-26.5	3.1	6.1
금융	199	260	161	84	184	206	153	73	703	615	611
(% YoY)	-24.6	-11.4	-24.5	-42.4	-7.6	-20.7	-5.1	-12.6	-23.2	-12.5	-0.7
기타	96	159	145	174	124	150	151	168	575	593	616
(% YoY)	175.3	148.5	43.8	흑전	28.4	-5.7	4.6	-3.6	388.0	3.2	3.9
RP	2,163	2,382	1,495	1,267	1,907	1,839	1,829	1,613	7,307	7,189	7,990
(% YoY)	-6.8	0.5	-12.4	-38.6	-11.9	-22.8	22.4	27.3	-13.6	-1.6	11.1
NP	1,687	1,658	1,061	1,000	1,510	1,316	1,311	1,206	5,406	5,343	5,963
(% YoY)	-11.6	-2.6	-9.6	-38.7	-10.5	-20.6	23.5	20.6	-15.8	-1.2	11.6
OP margin (%)	6.0	7.1	4.8	4.2	5.5	6.3	5.3	5.0	5.5	5.5	5.6
자동차	6.1	6.9	4.6	3.9	5.3	6.2	5.3	5.2	5.4	5.5	5.6
금융	5.6	7.3	4.3	2.6	5.0	5.5	4.0	2.1	5.0	4.2	4.0
기타	6.1	9.4	8.5	9.0	8.0	8.9	8.9	8.5	8.3	8.6	8.6
RP margin (%)	9.7	9.7	6.8	5.2	8.8	7.5	7.7	6.4	7.8	7.6	8.1
NP margin (%)	7.5	6.7	4.8	4.1	6.9	5.4	5.6	4.8	5.8	5.6	6.0
글로벌 판매볼륨	1,104	1,284	1,087	1,379	1,102	1,281	1,155	1,382	4,853	4,920	5,130
(% YoY)	-6.6	4.2	-3.0	-3.2	-0.2	-0.2	6.3	0.2	-2.0	1.4	4.3
글로벌 ASP (백만원)	19.2	18.8	17.7	18.3	18.5	18.5	18.2	18.3	18.5	18.4	18.5
(% YoY)	8.9	6.6	-4.3	0.8	-4.1	-1.5	3.0	0.2	2.8	-0.7	0.5
글로벌 ASP (천달러)	16.1	16.2	15.8	15.8	15.9	16.1	15.9	15.9	16.0	16.0	16.1
(% YoY)	0.3	0.8	-0.1	1.0	-1.0	-0.5	0.2	0.6	0.4	-0.2	0.7
평균환율 (원-달러)	1,195	1,162	1,118	1,155	1,158	1,150	1,150	1,150	1,158	1,152	1,150
기말환율 (원-달러)	1,141	1,151	1,100	1,205	1,150	1,150	1,150	1,150	1,205	1,150	1,150

자료: 현대차, 메리츠증권증권 리서치센터

## 현대차 (005380)

### Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>89,256</b>	<b>91,959</b>	<b>93,649</b>	<b>95,082</b>	<b>98,658</b>
매출액증가율 (%)	2.2	3.0	1.8	1.5	3.8
매출원가	70,126	73,701	75,960	77,159	80,073
매출총이익	19,130	18,257	17,689	17,923	18,585
판매비와관리비	11,580	11,900	12,496	12,678	13,073
<b>영업이익</b>	<b>7,550</b>	<b>6,358</b>	<b>5,194</b>	<b>5,245</b>	<b>5,512</b>
영업이익률 (%)	8.5	6.9	5.5	5.5	5.6
금융수익	281	118	433	439	455
중속/관계기업관련손익	2,389	1,931	1,729	1,410	1,826
기타영업외손익	-268	53	-49	95	197
세전계속사업이익	9,951	8,459	7,307	7,189	7,990
법인세비용	2,302	1,950	1,587	1,527	1,698
<b>당기순이익</b>	<b>7,649</b>	<b>6,509</b>	<b>5,720</b>	<b>5,661</b>	<b>6,293</b>
지배주주지분 순이익	7,347	6,417	5,406	5,343	5,963

### Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	<b>65,026</b>	<b>67,529</b>	<b>72,450</b>	<b>72,888</b>	<b>75,926</b>
현금및현금성자산	7,097	7,331	7,890	7,321	7,695
매출채권	3,750	4,468	4,438	4,505	4,379
재고자산	7,417	9,199	10,524	10,780	11,284
비유동자산	82,199	97,839	106,386	108,204	110,473
유형자산	22,542	28,699	29,406	30,214	30,953
무형자산	3,822	4,298	4,586	4,619	4,683
투자자산	18,776	19,786	20,730	21,190	22,135
<b>자산총계</b>	<b>147,225</b>	<b>165,368</b>	<b>178,836</b>	<b>181,092</b>	<b>186,399</b>
<b>유동부채</b>	<b>35,180</b>	<b>41,214</b>	<b>43,610</b>	<b>37,622</b>	<b>34,904</b>
매입채무	7,042	7,081	6,986	6,998	7,162
단기차입금	6,826	8,945	8,761	9,199	9,383
유동성장기부채	9,679	10,788	14,837	17,063	18,939
비유동부채	49,425	57,273	62,882	67,280	70,902
사채	30,302	36,208	36,456	38,279	40,193
장기차입금	7,430	8,553	13,390	16,068	17,675
<b>부채총계</b>	<b>84,605</b>	<b>98,487</b>	<b>106,491</b>	<b>104,902</b>	<b>105,806</b>
자본금	1,489	1,489	1,489	1,489	1,489
자본잉여금	4,135	3,520	4,203	4,203	4,203
기타포괄이익누계액	-1,345	-1,432	-1,223	-1,223	-1,223
이익잉여금	54,650	60,035	64,361	67,889	71,961
비지배주주지분	4,966	4,857	5,155	5,473	5,803
<b>자본총계</b>	<b>62,621</b>	<b>66,881</b>	<b>72,345</b>	<b>76,190</b>	<b>80,593</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>2,121</b>	<b>1,248</b>	<b>997</b>	<b>5,117</b>	<b>5,710</b>
당기순이익(손실)	7,649	6,509	5,720	5,661	6,293
유형자산감가상각비	1,844	1,973	2,165	2,193	2,292
무형자산상각비	706	821	1,194	1,203	1,219
운전자본의 증감	-12,421	-13,497	-13,565	-13,196	-13,042
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-6,195</b>	<b>-8,060</b>	<b>-6,312</b>	<b>-11,758</b>	<b>-9,689</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,354	-8,142	-2,971	-3,001	-3,031
투자자산의 감소(증가)	-12,476	-173	-79	-460	-945
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>4,707</b>	<b>7,214</b>	<b>5,691</b>	<b>6,072</b>	<b>4,354</b>
차입금증감	5,292	8,877	7,125	7,164	5,582
자본의증가	0	0	0	0	0
현금의증가	224	235	559	-569	374
기초현금	6,872	7,097	7,331	7,890	7,321
기말현금	7,097	7,331	7,890	7,321	7,695

### Key Financial Data

	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	40,520	41,747	42,514	43,165	44,788
EPS(지배주주)	25,735	22,479	18,938	18,718	20,887
CFPS	72,723	72,659	76,654	83,138	85,131
EBITDAPS	45,851	41,548	38,825	39,228	40,961
BPS	219,353	234,278	253,415	266,886	282,307
DPS	3,000	4,000	4,000	4,500	4,800
배당수익률(%)	1.8	2.4	2.4	2.7	2.9
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	6.4	7.3	8.7	8.8	7.9
PCR	2.3	2.3	2.1	2.0	1.9
PSR	4.0	3.9	3.9	3.8	3.7
PBR	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
EBITDA	100,999	91,519	85,523	86,411	90,228
EV/EBITDA	1.7	2.1	2.5	2.7	2.8
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	12.3	9.9	7.8	7.2	7.6
EBITDA 이익률	11.3	10.0	9.1	9.1	9.1
부채비율	135.1	147.3	147.2	137.7	131.3
금융비용부담률	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	2.5	2.5	1.9	1.6	1.6
매출채권회전율(x)	24.7	22.4	21.0	21.3	22.2
재고자산회전율(x)	10.7	9.3	8.8	8.6	8.5

Industry Indepth  
2017. 3. 27

# 기아차 000270

## 눈높이를 낮춰야 할 17년 이익 기대치

▲ 자동차/자동차부품

Analyst **김준성**  
02. 6098-66690  
joonsung.kim@meritz.co.kr

- ✓ 판매, 재고, 인센티브 등 주요 영업지표 부진 지속 중
- ✓ 통상임금 패소 가시성이 높은 상황이며, 이에 따른 2Q17 총당금 반영 전망
- ✓ 세전이익 1Q17E -24.1% YoY, 2Q17E -83.8% YoY가 예상되며, 17년 연간 세전 이익 규모는 시장기대치를 -27.5% 하회하는 2.56조원이 예상됨
- ✓ 기존 투자이건 및 적정주가를 유지

### Trading Buy

**적정주가 (12개월)** 43,000 원  
**현재주가 (3.24)** 37,250 원  
**상승여력** +15.4%

KOSPI	2,168.95pt
시가총액	150,988억원
발행주식수	40,536만주
유동주식비율	61.97%
외국인비중	38.10%
52주 최고/최저가	50,000원 / 35,700원
평균거래대금	342.6억원

<b>주요주주(%)</b>			
현대 자동차 외 4인	35.62		
국민연금	7.08		
자사주	1.09		
<b>주가상승률(%)</b>			
	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-2.23	-16.85	-24.82
상대주가	-4.49	-21.16	-31.74

**주가그래프**



### 지속되는 판매부진으로 1Q17 영업이익, 시장기대치 7.1% 하회 전망

기아차 1Q17 YoY 판매실적은 1) 소비침체 및 전년동기 개별소비세 기저효과로 국내공장 -3.4%, 2) 재고부담 확대 (현재 4.7 개월, 09년 6월 이후 최고치)에 따른 영향으로 미국공장 -18.5%, 3) 달러 인도거부 지속으로 중국공장 -22.6%, 4) BEP 수준 이하의 생산실적을 기록 중인 멕시코공장 -29.1% (QoQ, 2Q16 가동시작)로 부진한 모습을 보일 전망이다.

부진한 판매실적과 비우호적인 원화가치 방향성 (원·달러 -3.2% YoY, 원·유로 -6.5% YoY), 추세적 인센티브 상승 (1-2월 누적 +11.1% YoY)을 고려했을 때, 1Q17 실현가능 영업이익은 현재 시장기대치보다 7.1% 낮은 5,398억원 (-14.8% YoY, 영업이익률 4.5%)에 그칠 예정이다.

### 통상임금 판결 관련 총당금 반영 가시성 높아진 상황

지난 13년 시작된 노조와의 통상임금 법적분쟁 결과가 기아차의 변론 마무리 국면 진입으로 2Q17 발표될 가능성이 높아진 상황이다. IR에 따르면 패소 시 반영될 총당금 최소 금액이 약 8천억원에서 1조원 수준이며, 당사는 최소 약 7,200억원, 최대 1.6조원까지 반영될 수 있다고 판단한다.

차량 노후화에 따른 추세적 인센티브 상승과 내수시장에서의 전년동기 대비 개별소비세 인하 기저효과, 북미시장에서의 재고부담이 2Q17에도 지속되는 가운데, 영업외 실적에서는 1) 통상임금 총당금 반영, 2) 중국 달러와의 분쟁 지속 또는 판매보조금 지급에 따른 DYK 지분법 축소가 인식될 전망이다. 이에 따라 2Q17 예상 영업이익은 6,999억원 (-9.2% YoY), 세전이익은 1,717억원 (-83.8% YoY)을 기록하며, 시장 기대치를 크게 하회할 예정이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	47,097	2,573	2,994	7,385	-21.6	55,466	5.0	0.7	3.1	14.0	82.5
2015	49,521	2,354	2,631	6,489	-12.1	59,709	5.7	0.6	3.7	11.3	90.0
2016	52,713	2,461	2,755	6,795	4.7	65,569	5.5	0.6	3.4	10.8	91.5
2017E	52,329	2,377	2,049	5,054	-25.6	69,801	7.4	0.5	3.5	7.5	83.5
2018E	54,859	2,470	2,804	6,916	36.8	75,021	5.4	0.5	3.2	9.6	80.7

**표30 주요 시장 판매부진 및 인센티브 증가 영향으로 시장 기대치를 하회하는 1Q17 실적 전망**

(십억원)	1Q16	4Q16	1Q17E				
			(% YoY)	(% QoQ)	메리츠	차이	컨센서스
매출액	12,649	12,915	-4.2	-6.2	12,114	-4.4	12,674
영업이익	634	532	-14.8	1.4	540	-7.1	581
세전이익	1,047	456	-24.1	74.2	795	-11.0	893
순이익	945	320	-28.5	111.1	676	-6.8	725
영업이익률(%)	5.0	4.1			4.5		4.6
세전이익률(%)	8.3	3.5			6.6		7.0
순이익률(%)	7.5	2.5			5.6		5.7

자료: Bloomberg, 기아차, 메리츠증권증권 리서치센터

**표31 통상임금 패스 총당금 반영으로 17년 연간 순이익 시장 기대치를 크게 하회할 전망**

(십억원)	2017E			2018E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	52,329	53,925	-3.0	54,859	56,036	-2.1
영업이익	2,377	2,501	-4.9	2,470	2,707	-8.8
세전이익	2,559	3,487	-26.6	3,549	3,872	-8.3
순이익	2,049	2,717	-24.6	2,804	3,018	-7.1
영업이익률(%)	4.5	4.6	-0.1p	4.5	4.8	-0.3p
세전이익률(%)	4.9	6.5	-1.6p	6.5	6.9	-0.4p
순이익률(%)	3.9	5.0	-1.1p	5.1	5.4	-0.3p

자료: Bloomberg, 기아차, 메리츠증권증권 리서치센터

**표32 기대보다 부진한 판매 실적 흐름과 원화 강세 추이를 반영해 17년 이익 추정치 하향**

(십억원)	2016	2017E	2018E
매출액 - 신규 추정	52,713	52,329	54,859
매출액 - 기존 추정	52,713	53,990	57,485
% change	0.0%	-3.1%	-4.6%
영업이익 - 신규 추정	2,461	2,377	2,470
영업이익 - 기존 추정	2,461	2,457	2,595
% change	0.0%	-3.3%	-4.8%
세전이익 - 신규 추정	3,442	2,559	3,549
세전이익 - 기존 추정	3,442	2,729	3,726
% change	0.0%	-6.2%	-4.8%
지배주주 순이익 - 신규 추정	2,755	2,049	2,804
지배주주 순이익 - 기존 추정	2,755	2,193	2,981
% change	0.0%	-6.6%	-5.9%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	6,795	5,054	6,916
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	6,795	5,410	7,353
% change	0.0%	-6.6%	-5.9%

자료: 기아차, 메리츠증권증권 리서치센터

표33 기아차 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, 천대)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	12,649	14,450	12,699	12,915	12,114	14,283	12,959	12,973	52,713	52,329	54,859
(% YoY)	13.2	16.1	-3.1	1.0	-4.2	-1.2	2.0	0.5	6.4	-0.7	4.8
연결기준 판매볼륨	564	607	546	651	573	616	595	672	2,371	2,455	2,595
(% YoY)	-4.5	-4.5	-2.3	0.2	1.5	1.5	8.9	3.2	-2.6	3.6	5.7
연결기준 ASP (백만원)	21.3	22.6	21.9	18.6	20.0	22.1	20.8	18.2	21.0	20.2	20.0
(% YoY)	18.3	22.1	-2.0	-0.9	-5.9	-2.1	-4.7	-2.2	8.7	-3.6	-1.0
GP	2,573	2,929	2,375	2,555	2,374	2,865	2,508	2,547	10,431	10,294	10,755
(% YoY)	18.2	15.4	-7.8	-0.8	-7.8	-2.2	5.6	-0.3	5.7	-1.3	4.5
OP	634	771	525	532	540	700	590	548	2,461	2,377	2,470
(% YoY)	23.8	18.5	-22.5	3.5	-14.8	-9.2	12.4	2.9	4.6	-3.4	3.9
RP	1,047	1,060	879	456	795	172	928	664	3,442	2,559	3,549
(% YoY)	13.8	7.3	23.8	-5.4	-24.1	-83.8	5.5	45.6	11.0	-25.7	38.7
NP	945	826	664	320	676	134	714	525	2,755	2,049	2,804
(% YoY)	4.6	10.6	20.8	-25.7	-28.5	-83.8	7.5	64.0	4.7	-25.6	36.8
GP margin (%)	20.3	20.3	18.7	19.8	19.6	20.1	19.4	19.6	19.8	19.7	19.6
OP margin (%)	5.0	5.3	4.1	4.1	4.5	4.9	4.5	4.2	4.7	4.5	4.5
RP margin (%)	8.3	7.3	6.9	3.5	6.6	1.2	7.2	5.1	6.5	4.9	6.5
NP margin (%)	7.5	5.7	5.2	2.5	5.6	0.9	5.5	4.0	5.2	3.9	5.1
글로벌 판매볼륨	704	752	684	877	681	765	735	873	3,021	3,055	3,215
(% YoY)	-6.2	-3.3	3.6	1.6	-3.3	1.8	7.4	-0.5	-1.0	1.1	5.2
글로벌 ASP (백만원)	21	22	22	18	20	22	20	18	21	20	20
(% YoY)	15.9	18.7	-2.8	-1.0	-4.8	-3.3	-5.2	-0.7	7.1	-3.3	-0.6
글로벌 ASP (천달러)	18	19	19	16	17	19	18	16	18	17	17
(% YoY)	6.8	12.1	1.3	-1.1	-1.7	-2.3	-7.6	0.0	4.6	-2.7	-0.4
평균환율 (원/달러)	1,195	1,162	1,121	1,158	1,158	1,150	1,150	1,150	1,159	1,152	1,150
기말환율 (원/달러)	1,141	1,151	1,101	1,206	1,150	1,150	1,150	1,150	1,206	1,150	1,150

자료: 기아차, 메리츠증권증권 리서치센터

## 기아차 (000270)

### Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>47,097</b>	<b>49,521</b>	<b>52,713</b>	<b>52,329</b>	<b>54,859</b>
매출액증가율 (%)	-1.1	5.1	6.4	-0.7	4.8
매출원가	37,754	39,654	42,282	42,036	44,104
매출총이익	9,343	9,868	10,431	10,294	10,755
판매비와관리비	6,770	7,513	7,970	7,916	8,285
<b>영업이익</b>	<b>2,573</b>	<b>2,354</b>	<b>2,461</b>	<b>2,377</b>	<b>2,470</b>
영업이익률 (%)	5.5	4.8	4.7	4.5	4.5
금융수익	81	84	-43	-44	-34
중속/관계기업관련손익	1,394	895	1,160	1,068	1,222
기타영업외손익	-232	-233	-136	-843	-110
세전계속사업이익	3,816	3,100	3,442	2,559	3,549
법인세비용	823	470	687	510	745
<b>당기순이익</b>	<b>2,994</b>	<b>2,631</b>	<b>2,755</b>	<b>2,049</b>	<b>2,804</b>
지배주주지분 순이익	2,994	2,631	2,755	2,049	2,804

### Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	<b>16,655</b>	<b>18,391</b>	<b>20,912</b>	<b>21,248</b>	<b>22,823</b>
현금및현금성자산	2,478	1,105	3,064	3,140	3,401
매출채권	2,419	2,389	2,403	2,616	3,017
재고자산	6,081	7,695	8,854	8,896	9,326
<b>비유동자산</b>	<b>24,389</b>	<b>27,589</b>	<b>29,977</b>	<b>30,667</b>	<b>32,122</b>
유형자산	10,114	13,042	13,493	13,875	14,264
무형자산	1,889	2,134	2,295	2,454	2,612
투자자산	11,800	11,789	13,302	13,362	14,173
<b>자산총계</b>	<b>41,044</b>	<b>45,980</b>	<b>50,889</b>	<b>51,914</b>	<b>54,945</b>
<b>유동부채</b>	<b>11,974</b>	<b>14,579</b>	<b>16,247</b>	<b>15,256</b>	<b>16,104</b>
매입채무	5,888	5,886	6,128	6,188	6,597
단기차입금	1,390	1,512	2,876	3,164	3,322
유동성장기부채	424	1,273	1,255	1,255	1,255
<b>비유동부채</b>	<b>6,586</b>	<b>7,197</b>	<b>8,063</b>	<b>8,363</b>	<b>8,431</b>
사채	812	927	1,665	1,832	1,924
장기차입금	2,070	2,605	2,272	2,340	2,410
<b>부채총계</b>	<b>18,560</b>	<b>21,776</b>	<b>24,310</b>	<b>23,620</b>	<b>24,534</b>
자본금	2,139	2,139	2,139	2,102	2,102
자본잉여금	1,736	1,736	1,716	1,716	1,716
기타포괄이익누계액	-118	-475	-525	-525	-525
이익잉여금	18,816	21,039	23,466	25,219	27,335
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>22,484</b>	<b>24,204</b>	<b>26,579</b>	<b>28,295</b>	<b>30,411</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>2,364</b>	<b>3,375</b>	<b>3,276</b>	<b>3,536</b>	<b>3,793</b>
당기순이익(손실)	2,994	2,631	2,755	2,049	2,804
유형자산감가상각비	928	969	1,129	1,240	1,298
무형자산상각비	409	453	557	596	634
운전자본의 증감	-2,554	-1,836	-2,232	-1,690	-1,580
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-2,983</b>	<b>-5,614</b>	<b>-2,312</b>	<b>-3,254</b>	<b>-3,227</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,430	-3,915	-1,560	-1,622	-1,687
투자자산의 감소(증가)	-1,388	-1,726	436	-60	-811
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>986</b>	<b>906</b>	<b>945</b>	<b>-206</b>	<b>-304</b>
차입금증감	1,345	1,461	1,521	235	162
자본의증가	-64	-146	-132	0	0
현금의증가	167	-1,374	1,959	76	262
기초현금	2,311	2,478	1,105	3,064	3,140
기말현금	2,478	1,105	3,064	3,140	3,401

### Key Financial Data

	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	11,618	12,217	13,004	12,909	13,533
EPS(지배주주)	7,385	6,489	6,795	5,054	6,916
CFPS	12,910	13,329	14,993	12,894	13,255
EBITDAPS	9,645	9,317	10,233	10,393	10,860
BPS	55,466	59,709	65,569	69,801	75,021
DPS	1,000	1,100	1,100	1,150	1,150
배당수익률(%)	2.7	3.0	3.0	3.1	3.1
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	5.0	5.7	5.5	7.4	5.4
PCR	2.9	2.8	2.5	2.9	2.8
PSR	3.2	3.0	2.9	2.9	2.8
PBR	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
EBITDA	39,098	37,768	41,481	42,129	44,022
EV/EBITDA	3.1	3.7	3.4	3.5	3.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	14.0	11.3	10.8	7.5	9.6
EBITDA 이익률	8.3	7.6	7.9	8.1	8.0
부채비율	82.5	90.0	91.5	83.5	80.7
금융비용부담률	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	44.9	26.4	17.7	16.0	16.1
매출채권회전율(x)	21.0	20.6	22.0	20.9	19.5
재고자산회전율(x)	9.0	7.2	6.4	5.9	6.0

Industry Indepth  
2017. 3. 27

# 현대모비스 012330

## 실적 부진에도 여전히 상대매력도 우위

▲ 자동차/부품/타이어

Analyst **김준성**  
02. 6098-66690  
joonsung.kim@meritz.co.kr

- ✓ 1Q17 영업이익은 완성차 판매부진 영향으로 시장기대치를 6.4% 하회할 전망
- ✓ 그러나 현 주가는 17E PER 7.4배에 상응하며, 4Q16 실적 이후 발현된 계절적 손익악화 우려 요인이 확대 적용될 것이라는 우려가 과도하게 반영되어 있음
- ✓ 1Q17 실적 부진과 4분기 계절적 손익악화를 감안해도 17년 달성가능 영업이익률은 현대·기아차 대비 +2.6% 수준이며, 이에 근거한 적정 PER은 8.4배 이상

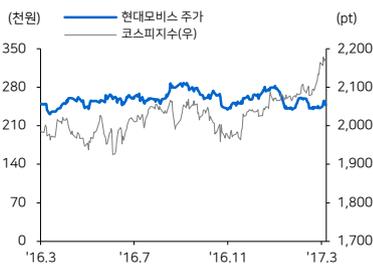
### Buy

적정주가 (12개월) **325,000 원**  
현재주가 (3.24) **247,500 원**  
상승여력 **+31.3%**

KOSPI	2,168.95pt
시가총액	608.18억원
발행주식수	9,734만주
유동주식비율	67.12%
외국인비중	48.06%
52주 최고/최저가	288,000원 / 231,000원
평균거래대금	496.5억원

<b>주요주주(%)</b>			
기아자동차 외 3인	30.17		
국민연금	9.02		
자사주	2.72		
<b>주가상승률(%)</b>			
	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-4.62	-14.06	-1.20
상대주가	-6.98	-19.28	-9.68

**주가그래프**



### 현대·기아차 글로벌 판매부진 영향으로 기대치 하회 1Q17 실적 예상

모비스의 1Q17 영업이익은 7,010 억원 (-2.4% YoY)으로 시장기대치를 6.4% 하회할 전망이다. AS 사업은 비우호적 환율 영향으로 소폭 마진 하락이 예상되나, 꾸준한 UIO 상승에 힘입어 +4.2%의 영업이익 성장을 실현할 예정이다. 그러나 부품 사업은 현대차·기아차 글로벌 판매부진 감소 (-3.0% YoY, 특히 핵심부품 생산거점이 집중되어 있는 중국은 -5.3% YoY) 영향에 따른 영업이익 악화 (-9.5% YoY)로 연결실적 악화의 근거로 작용할 전망이다.

### 다만, 현 주가는 계절적 손익악화 요인에 대한 우려가 과도 반영된 상황

1Q17 실적부진에도 이에 따른 주가 변동성은 크지 않을 것으로 예상하며, 여전히 현대차·기아차 대비 상대주가 매력도는 비교우위에 있다고 판단한다. 4Q16 실적부진 이후 모비스에 대한 현대·기아차로부터의 단가인하압력 우려가 발생하였으며, 이는 모비스의 현대·기아차 대비 밸류에이션 프리미엄이 역사적 최저 수준까지 내려가는 원인이 되었다.

그러나 지난 5년 동안의 지역별 부품사업 ASP를 산출해보면, 미·주·유럽·기타 지역은 매분기 해당 ASP가 유지 또는 상승해왔고, 중국만 15년 이후 4분기마다 ASP가 하락했음을 확인할 수 있다. 이는 단가인하압력이 존재한다 해도 현대·기아차가 JV로 진출한 중국지역에서만 매년 4분기에 국한해 발생하는 이슈라고 정리할 수 있다. 1Q17 실적부진과 더불어 이를 손익추정에 반영해도 현재 17E PER은 7.4 배로 8.4 배 이상 부여 가능한 적정 PER (17년 예상 현대·기아차 대비 영업이익률 격차 2.6%에 근거 완성차 적정 PER 7 배 대비 20% 이상 프리미엄 부여) 대비 할인되어 있다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	35,127	3,141	3,508	36,039	2.5	239,205	6.9	1.0	5.0	16.1	68.0
2015	36,020	2,935	3,055	31,388	-12.9	263,758	7.9	0.9	5.9	12.5	47.1
2016	38,262	2,905	3,038	31,207	-0.6	288,699	7.9	0.9	5.7	11.3	47.0
2017E	39,960	3,094	3,269	33,577	7.6	318,827	7.4	0.8	5.1	11.1	43.4
2018E	42,837	3,259	3,507	36,022	7.3	350,115	6.9	0.7	4.7	10.8	41.4

**표34 현대·기아차 판매부진 영향에 따른 부품 사업 실적 악화로 1Q17E 실적은 시장 기대치를 6.4% 하회할 전망**

(십억원)	1Q16	4Q16	1Q17E				
			(% YoY)	(% QoQ)	메리츠	차이	컨센서스
매출액	9,340	10,290	0.0	-9.2	9,339	-3.6	9,687
영업이익	718	680	-2.4	3.1	701	-6.4	749
세전이익	1,101	890	-4.9	17.6	1,046	-1.4	1,061
순이익	793	694	-2.7	11.2	772	-2.3	790
영업이익률(%)	7.7	6.6			7.5		7.7
세전이익률(%)	11.8	8.6			11.2		11.0
순이익률(%)	8.5	6.7			8.3		8.2

자료: Bloomberg, 현대모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

**표35 다만, 단가인하압력 지속에 대한 시장의 우려는 과도하며 연간 손익은 컨센서스 부합 전망**

(십억원)	2017E			2018E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	39,960	40,169	-0.5	42,837	42,220	1.5
영업이익	3,094	3,190	-3.0	3,259	3,409	-4.4
세전이익	4,357	4,489	-3.0	4,690	4,763	-1.5
순이익	3,269	3,342	-2.2	3,507	3,549	-1.2
영업이익률(%)	7.7	7.9	-0.2%p	7.6	8.1	-0.2%p
세전이익률(%)	10.9	11.2	-0.1%p	10.9	11.3	-0.1%p
순이익률(%)	8.2	8.3	-0.1%p	8.2	8.4	-0.1%p

자료: Bloomberg, 현대모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

**표36 1Q17 판매부진과 4Q17 중국 단가인하 가정을 반영해 이익추정치 하향 조정**

(십억원)	2016	2017E	2018E
매출액 - 신규 추정	38,262	39,960	42,837
매출액 - 기존 추정	38,262	40,660	43,452
% change	0.0%	-1.7%	-1.4%
영업이익 - 신규 추정	2,905	3,094	3,259
영업이익 - 기존 추정	2,905	3,330	3,591
% change	0.0%	-7.1%	-9.3%
세전이익 - 신규 추정	4,111	4,357	4,690
세전이익 - 기존 추정	4,111	4,642	5,026
% change	0.0%	-6.2%	-6.7%
지배주주 순이익 - 신규 추정	3,038	3,269	3,507
지배주주 순이익 - 기존 추정	3,038	3,484	3,759
% change	0.0%	-6.2%	-6.7%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	31,207	33,577	36,022
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	31,207	35,786	38,615
% change	0.0%	-6.2%	-6.7%

자료: 현대모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

표37 현대모비스 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, %)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	9,340	9,854	8,778	10,290	9,339	10,415	9,432	10,773	38,262	39,960	42,837
(%, YoY)	6.8	11.9	3.5	3.0	0.0	5.7	7.5	4.7	6.2	4.4	7.2
모듈	7,677	8,207	7,137	8,554	7,575	8,676	7,729	8,927	31,575	32,907	35,323
(%, YoY)	6.4	13.7	3.6	1.9	-1.3	5.7	8.3	4.4	6.3	4.2	7.3
AS	1,662	1,647	1,641	1,736	1,764	1,740	1,703	1,846	6,687	7,053	7,515
(%, YoY)	8.5	3.8	3.1	9.1	6.1	5.6	3.8	6.3	6.1	5.5	6.5
한국	3,213	3,267	2,672	3,354	3,142	3,347	3,009	3,528	12,506	13,025	13,649
(%, YoY)	3.2	-2.8	-9.6	-5.6	-2.2	2.4	12.6	5.2	-3.7	4.2	4.8
미주	2,130	2,276	2,221	2,181	2,365	2,603	2,406	2,484	8,808	9,858	10,704
(%, YoY)	13.4	17.2	5.9	12.0	11.0	14.4	8.3	13.9	12.0	11.9	8.6
유럽	1,218	1,301	1,136	1,107	1,296	1,378	1,192	1,136	4,762	5,002	5,397
(%, YoY)	30.5	29.8	7.5	-8.5	6.4	6.0	4.9	2.6	13.3	5.0	7.9
중국	2,296	2,552	2,272	2,753	2,019	2,593	2,317	3,098	9,852	10,027	10,947
(%, YoY)	-5.1	21.8	19.5	-2.0	-12.1	1.6	2.0	12.5	6.8	1.8	9.2
기타	482	457	477	524	516	494	509	528	1,940	2,047	2,140
(%, YoY)	20.2	14.0	1.9	11.7	7.1	8.0	6.6	0.9	11.6	5.5	4.5
OP	718	785	722	680	701	814	779	800	2,905	3,094	3,259
(%, YoY)	2.2	13.0	7.7	-21.6	-2.4	3.7	7.9	17.7	-1.0	6.5	5.3
모듈	346	429	345	278	313	431	389	383	1,398	1,515	1,585
(%, YoY)	-16.0	21.7	10.0	-46.4	-9.5	0.4	12.6	37.8	-12.5	8.4	4.6
AS	373	356	376	402	388	383	390	417	1,506	1,578	1,674
(%, YoY)	28.1	4.0	5.6	15.4	4.2	7.7	3.6	3.8	12.6	4.8	6.1
RP	1,101	1,162	959	890	1,046	1,126	1,090	1,094	4,111	4,357	4,690
(%, YoY)	0.1	2.2	18.3	-23.7	-4.9	-3.1	13.7	22.9	-2.4	6.0	7.6
NP	793	846	704	694	772	831	815	850	3,038	3,269	3,507
(%, YoY)	10.3	-1.9	13.8	-18.8	-2.7	-1.8	15.7	22.5	-0.6	7.6	7.3
OP margin (%)	7.7	8.0	8.2	6.6	7.5	7.8	8.3	7.4	7.6	7.7	7.6
모듈 (%)	4.5	5.2	4.8	3.2	4.1	5.0	5.0	4.3	4.4	4.6	4.5
AS (%)	22.4	21.6	22.9	23.2	22.0	22.0	22.9	22.6	22.5	22.4	22.3
RP margin (%)	11.8	11.8	10.9	8.6	11.2	10.8	11.6	10.2	10.7	10.9	10.9
NP margin (%)	8.5	8.6	8.0	6.7	8.3	8.0	8.6	7.9	7.9	8.2	8.2

자료: 현대모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

## 현대모비스 (012330)

### Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>36,185</b>	<b>36,020</b>	<b>38,262</b>	<b>39,960</b>	<b>42,837</b>
매출액증가율 (%)	5.8	-0.5	6.2	4.4	7.2
매출원가	30,003	30,872	32,955	34,386	36,941
매출총이익	5,123	5,148	5,307	5,574	5,896
판매비와관리비	1,982	2,213	2,402	2,480	2,637
<b>영업이익</b>	<b>3,141</b>	<b>2,935</b>	<b>2,905</b>	<b>3,094</b>	<b>3,259</b>
영업이익률 (%)	8.7	8.1	7.6	7.7	7.6
금융수익	73	-59	41	39	78
중속/관계기업관련손익	1,441	1,257	1,090	1,104	1,233
기타영업외손익	4	80	75	120	120
세전계속사업이익	4,659	4,213	4,111	4,357	4,690
법인세비용	1,181	1,173	1,064	1,078	1,172
<b>당기순이익</b>	<b>3,478</b>	<b>3,040</b>	<b>3,047</b>	<b>3,278</b>	<b>3,517</b>
지배주주지분 순이익	3,508	3,055	3,038	3,269	3,507

### Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	<b>17,722</b>	<b>15,925</b>	<b>17,527</b>	<b>19,283</b>	<b>21,589</b>
현금및현금성자산	2,911	2,498	2,870	3,197	3,641
매출채권	6,075	6,265	6,770	7,190	7,836
재고자산	2,391	2,562	2,678	2,997	3,427
<b>비유동자산</b>	<b>21,390</b>	<b>21,850</b>	<b>23,774</b>	<b>25,225</b>	<b>26,606</b>
유형자산	4,435	7,947	8,683	9,503	9,816
무형자산	967	931	967	1,011	1,063
투자자산	13,284	12,749	13,925	14,544	15,591
<b>자산총계</b>	<b>39,112</b>	<b>37,775</b>	<b>41,302</b>	<b>44,508</b>	<b>48,195</b>
<b>유동부채</b>	<b>8,058</b>	<b>8,291</b>	<b>9,115</b>	<b>9,426</b>	<b>10,096</b>
매입채무	4,580	4,444	4,721	4,930	5,285
단기차입금	1,401	1,565	1,486	1,486	1,486
유동성장기부채	330	349	353	353	705
<b>비유동부채</b>	<b>7,768</b>	<b>3,808</b>	<b>4,082</b>	<b>4,045</b>	<b>4,016</b>
사채	160	0	0	0	0
장기차입금	966	1,305	1,567	1,520	1,474
<b>부채총계</b>	<b>15,826</b>	<b>12,099</b>	<b>13,197</b>	<b>13,471</b>	<b>14,112</b>
자본금	491	491	491	491	491
자본잉여금	1,384	1,393	1,393	1,393	1,393
기타포괄이익누계액	-618	-717	-717	-717	-717
이익잉여금	22,027	24,812	27,227	30,160	33,206
비지배주주지분	123	54	54	54	54
<b>자본총계</b>	<b>23,286</b>	<b>25,676</b>	<b>28,104</b>	<b>31,037</b>	<b>34,083</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>847</b>	<b>4,352</b>	<b>2,337</b>	<b>2,413</b>	<b>2,396</b>
당기순이익(손실)	3,393	3,040	3,112	3,278	3,517
유형자산감가상각비	436	475	550	537	593
무형자산상각비	61	66	69	72	76
운전자본의 증감	-2,844	445	-850	-530	-721
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-187</b>	<b>-4,949</b>	<b>-1,789</b>	<b>-1,693</b>	<b>-1,908</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,070	-4,080	-1,306	-1,358	-1,412
투자자산의 감소(증가)	307	-1,593	-681	-618	-1,047
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-222</b>	<b>170</b>	<b>-27</b>	<b>-393</b>	<b>-43</b>
차입금증감	-248	-427	-163	0	353
자본의증가	-4	-235	0	0	0
현금의증가	436	-414	372	327	444
기초현금	2,477	2,913	2,498	2,870	3,197
기말현금	2,911	2,498	2,870	3,197	3,641

### Key Financial Data

	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	37,172	37,003	39,306	41,050	44,006
EPS(지배주주)	36,039	31,388	31,207	33,577	36,022
CFPS	41,371	44,036	38,744	30,225	32,019
EBITDAPS	37,375	35,708	36,199	38,040	40,351
BPS	239,205	263,758	288,699	318,827	350,115
DPS	3,000	3,500	3,550	3,600	3,650
배당수익률(%)	1.2	1.4	1.4	1.5	1.5
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	6.9	7.9	7.9	7.4	6.9
PCR	6.0	5.6	6.4	8.2	7.7
PSR	6.7	6.7	6.3	6.0	5.6
PBR	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
EBITDA	36,382	34,760	35,238	37,030	39,279
EV/EBITDA	5.0	5.9	5.7	5.1	4.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	16.1	12.5	11.3	11.1	10.8
EBITDA 이익률	10.4	9.7	9.2	9.3	9.2
부채비율	68.0	47.1	47.0	43.4	41.4
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	9.5	8.6	9.5	11.2	13.1
매출채권회전율(x)	6.0	5.8	5.9	5.7	5.7
재고자산회전율(x)	14.9	14.5	14.6	14.1	13.3

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 3월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 3월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 3월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 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 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 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
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	92.7%
중립	7.3%
매도	0%

2016년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**현대자동차(005380)의 투자등급변경 내용**

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.04.02	산업브리프	Buy	225,000	김준성	
2015.04.24	기업브리프	Buy	225,000	김준성	
2015.05.06	산업브리프	Buy	225,000	김준성	
2015.06.02	산업브리프	Buy	225,000	김준성	
2015.07.02	산업브리프	Buy	225,000	김준성	
2015.07.08	산업브리프	Buy	180,000	김준성	
2015.07.24	기업브리프	Buy	180,000	김준성	
2015.08.04	산업브리프	Buy	180,000	김준성	
2015.09.02	산업브리프	Buy	180,000	김준성	
2015.09.03	산업분석	Buy	180,000	김준성	
2015.09.21	산업브리프	Buy	180,000	김준성	
2015.09.25	산업브리프	Buy	180,000	김준성	
2015.10.02	산업브리프	Buy	180,000	김준성	
2015.10.12	산업브리프	Buy	180,000	김준성	
2015.10.23	기업브리프	Buy	180,000	김준성	
2015.11.03	산업브리프	Buy	180,000	김준성	
2015.11.17	산업분석	Buy	180,000	김준성	
2015.12.02	산업브리프	Buy	180,000	김준성	
2016.01.05	산업브리프	Buy	180,000	김준성	
2016.01.27	기업브리프	Buy	160,000	김준성	
2016.02.02	산업브리프	Buy	160,000	김준성	
2016.02.22	산업분석	Buy	160,000	김준성	
2016.02.29	산업브리프	Buy	160,000	김준성	
2016.03.03	산업브리프	Buy	160,000	김준성	
2016.03.31	산업브리프	Buy	180,000	김준성	
2016.04.04	산업브리프	Buy	180,000	김준성	
2016.04.27	기업브리프	Buy	180,000	김준성	
2016.05.03	산업브리프	Buy	180,000	김준성	
2016.05.11	기업브리프	Buy	180,000	김준성	
2016.06.02	산업브리프	Buy	180,000	김준성	
2016.07.04	산업브리프	Buy	160,000	김준성	
2016.07.27	기업브리프	Buy	160,000	김준성	
2016.08.02	산업브리프	Buy	160,000	김준성	
2016.09.02	산업브리프	Buy	160,000	김준성	
2016.09.26	산업브리프	Buy	160,000	김준성	
2016.10.05	산업브리프	Buy	160,000	김준성	
2016.10.27	기업브리프	Buy	160,000	김준성	
2016.11.02	산업브리프	Buy	160,000	김준성	
2016.11.16	산업분석	Trading Buy	150,000	김준성	
2016.12.02	산업브리프	Trading Buy	150,000	김준성	
2017.01.03	산업브리프	Trading Buy	150,000	김준성	
2017.01.26	기업브리프	Trading Buy	150,000	김준성	
2017.02.02	산업브리프	Trading Buy	150,000	김준성	
2017.03.03	산업브리프	Trading Buy	150,000	김준성	
2017.03.15	기업브리프	Trading Buy	150,000	김준성	
2017.03.27	산업분석	Hold	150,000	김준성	

기아자동차(000270)의 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.04.02	산업브리프	Buy	59,000	김준성	
2015.04.27	기업브리프	Buy	59,000	김준성	
2015.05.06	산업브리프	Buy	59,000	김준성	
2015.06.02	산업브리프	Buy	59,000	김준성	
2015.07.02	산업브리프	Buy	59,000	김준성	
2015.07.08	산업브리프	Buy	54,000	김준성	
2015.07.27	기업브리프	Buy	54,000	김준성	
2015.08.04	산업브리프	Buy	54,000	김준성	
2015.09.02	산업브리프	Buy	54,000	김준성	
2015.09.03	산업분석	Buy	60,000	김준성	
2015.10.02	산업브리프	Buy	60,000	김준성	
2015.10.12	산업브리프	Buy	60,000	김준성	
2015.10.26	기업브리프	Buy	60,000	김준성	
2015.11.03	산업브리프	Buy	60,000	김준성	
2015.11.17	산업분석	Buy	63,000	김준성	
2015.12.02	산업브리프	Buy	63,000	김준성	
2016.01.05	산업브리프	Buy	63,000	김준성	
2016.01.28	기업브리프	Buy	63,000	김준성	
2016.02.02	산업브리프	Buy	63,000	김준성	
2016.02.22	산업분석	Buy	56,000	김준성	
2016.02.29	산업브리프	Buy	56,000	김준성	
2016.03.03	산업브리프	Buy	56,000	김준성	
2016.03.31	산업브리프	Buy	56,000	김준성	
2016.04.04	산업브리프	Buy	56,000	김준성	
2016.04.28	기업브리프	Buy	56,000	김준성	
2016.05.03	산업브리프	Buy	56,000	김준성	
2016.06.02	산업브리프	Buy	56,000	김준성	
2016.07.04	산업브리프	Buy	56,000	김준성	
2016.07.28	산업브리프	Buy	56,000	김준성	
2016.08.02	산업브리프	Buy	56,000	김준성	
2016.09.02	산업브리프	Buy	56,000	김준성	
2016.09.05	산업브리프	Buy	56,000	김준성	
2016.09.26	산업브리프	Buy	56,000	김준성	
2016.10.05	산업브리프	Buy	56,000	김준성	
2016.10.28	기업브리프	Buy	56,000	김준성	
2016.11.02	산업브리프	Buy	56,000	김준성	
2016.11.16	산업분석	Buy	52,000	김준성	
2016.12.02	산업브리프	Buy	52,000	김준성	
2017.01.03	산업브리프	Buy	52,000	김준성	
2017.01.31	기업브리프	Trading Buy	43,000	김준성	
2017.02.02	산업브리프	Trading Buy	43,000	김준성	
2017.03.03	산업브리프	Trading Buy	43,000	김준성	
2017.03.15	기업브리프	Trading Buy	43,000	김준성	
2017.03.27	산업분석	Trading Buy	43,000	김준성	

현대모비스(012330) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.04.14	기업브리프	Buy	330,000	김준성	
2015.04.27	기업브리프	Buy	330,000	김준성	
2015.05.27	산업브리프	Buy	330,000	김준성	
2015.07.08	산업브리프	Buy	285,000	김준성	
2015.07.27	기업브리프	Buy	285,000	김준성	
2015.09.21	산업브리프	Buy	285,000	김준성	
2015.09.25	산업브리프	Buy	285,000	김준성	
2015.10.12	산업브리프	Buy	285,000	김준성	
2015.10.26	기업브리프	Buy	285,000	김준성	
2015.11.17	산업분석	Buy	285,000	김준성	
2016.01.11	산업브리프	Buy	285,000	김준성	
2016.01.28	기업브리프	Buy	300,000	김준성	
2016.02.22	산업분석	Buy	300,000	김준성	
2016.02.29	산업브리프	Buy	300,000	김준성	
2016.04.12	기업브리프	Buy	300,000	김준성	
2016.04.28	기업브리프	Buy	300,000	김준성	
2016.07.04	산업분석	Buy	300,000	김준성	
2016.07.29	기업브리프	Buy	325,000	김준성	
2016.09.05	기업브리프	Buy	325,000	김준성	
2016.10.13	기업브리프	Buy	325,000	김준성	
2016.10.31	기업브리프	Buy	325,000	김준성	
2016.11.16	산업분석	Buy	325,000	김준성	
2017.01.09	산업분석	Buy	325,000	김준성	
2017.01.31	기업브리프	Buy	325,000	김준성	
2017.03.27	산업분석	Buy	325,000	김준성	