



Analyst
권순우

soonwoo@sk.com
02-3773-8882

자동차

2018-03-29

드디어 발표된 현대차그룹 지배구조 변화. 단순하지만 효과적

출자구조 재편을 위해 현대모비스가 영위하는 사업 중 국내 모듈사업부문 및 AS 부품 사업부문을 인적분할하여 현대글로비스에 흡수합병하는 방식의 분할합병 공시
기존 대주주인 정몽구, 정의선 등과 그룹사간의 지분 매입/매각을 통해 기존 순환출자 고리를 모두 끊는 것이 핵심. 분할합병 이후 예상 합산 시가총액은 42.2 조 수준으로 3월 28일 기준 합산 시가총액 32.0 조 대비 약 32.1%의 업사이드 존재

현대차그룹 출자구조 재편

- 출자구조 재편을 위해 현대모비스가 영위하는 사업 중 국내 모듈사업부문 및 AS 부품사업부문을 인적분할하여 현대글로비스에 흡수합병하는 방식의 분할합병 공시
- 분할합병을 통해 존속모비스는 미래 핵심기술을 기반으로 하는 기술선도에 역량을 집중함으로써 자동차산업 패러다임 변화에 적극적인 대응을, 합병글로비스는 물류, 해운, 조립, AS 등 완성차 Supply Chain 효율화, 시너지 상승 등을 기대. 결론적으로 회사의 부품사업부문 전문성 및 효율성을 제고하여, 궁극적으로 회사 재무 및 영업에 긍정적인 영향을 줄 수 있을 것으로 판단

Key Point

- 포인트는 지배구조 개편. 사업구조 개편과 동반하여 진행되며, 기존 대주주인 정몽구, 정의선 등과 그룹사간의 지분 매입/매각을 통해 기존 순환출자 고리를 모두 끊는 것이 핵심. 당사 추정 기준 지주사격인 존속모비스에 대한 대주주 지분율은 약 29.5%까지 높아질 것으로 예상
- 지분 거래 종료 이후 대주주가 존속모비스를 보유하며 완성차와 개별 사업군에 대한 지배구조 완성. 추가적인 지주사 전환의 필요성은 낮아짐
- 계열사 지배구조 변화를 통해 계열사에 미치는 영향은 상이. 국내 A/S와 모듈 사업부와 합병되는 글로비스와 현대모비스 지분의 현금 매각을 통한 순차입금 감소를 기대할 수 현대제철에게는 긍정적 요인. 기아차의 경우 지분법 관련 회사의 변동으로 큰 영향은 없을 것으로 판단. 현대차의 경우, 지주사 전환 가능성이 낮아짐에 따라 금융계열사에 대한 보유 리스크 감소
- 분할합병 이후 현대모비스와 현대글로비스의 예상 합산 시가총액은 42.2 조 수준으로 3월 28일 기준 합산 시가총액 32.0 조 대비 약 32.1%의 업사이드가 존재
- 개별주식 측면에서는 시장의 예상과 달리 마진이 높은 국내 AS를 넘겨 받은 글로비스가 모비스 대비 아웃퍼폼할 것으로 예상
- 리스크 요인으로는 5월 29일 예정되어있는 임시주총에 주목할 필요. 7월 이후 대주주 지분스왑까지 완료된다면 주가는 이벤트보다는 자동차 본업과 밀접하게 관련하여 움직일 전망

Appendix

- Q&A, 주요 공시사항: 일정, 합병비율, 분할법인 실적추이 및 전망, 모듈/부품 부문 매출액 전망

합병개요 요약

- 분할합병의 방법

: 현대모비스가 영위하는 사업 중 모듈사업부문 및 AS 부품사업부문을 인적분할하여 현대글로비스에 흡수합병하는 방식의 분할합병

: 분할회사인 현대모비스의 주주가 분할합병신주 배정기준일 현재의 지분에 비례하여 분할합병계약서 소정의 분할합병비율에 따라 분할승계회사인 현대글로비스의 주식을 배정받는 흡수인적분할합병

: 모비스 존속부문과 분할부문의 분할비율은 약 0.79 : 0.21 (순자산가치 기준)

: 글로비스와의 합병비율은 모비스 1 주당 글로비스 신주 0.61480203 주 배정.

글로비스는 상장법인으로 시가 기준으로 154,911 원 합병가액 산정. 모비스 분할부문은 자본시장법상 본질가치로 보통주 기준 452,523 원 합병가액 산정

- 분할합병의 중요영향 및 효과

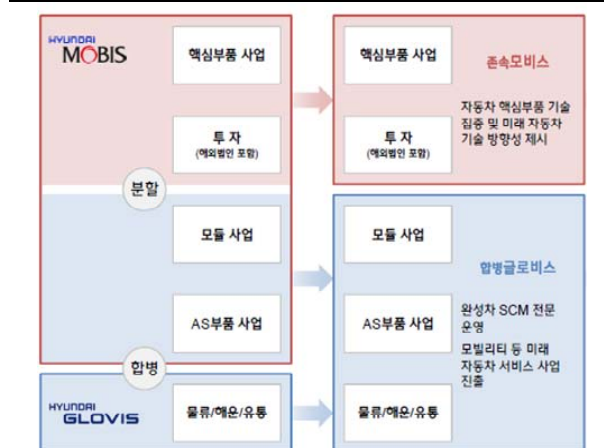
: 존속모비스는 금번 분할합병을 통해 미래 핵심기술을 기반으로 하는 기술선도에 역량을 집중함으로써 자동차산업 패러다임 변화에 적극적으로 대응하고, 이를 통하여 자율주행, 커넥티비티 등 미래자동차 산업 관련 경쟁력을 강화할 수 있을 것으로 예상

: 합병글로비스는 물류, 해운, 조립, AS 등 완성차 Supply Chain 효율화, 시너지 상승 등을 통해 해당 사업을 더욱 효과적으로 영위할 수 있을 것으로 예상. 이에 금번 분할합병을 통해서 회사의 부품사업부문 전문성 및 효율성을 제고하여, 궁극적으로 회사 재무 및 영업에 긍정적인 영향을 줄 수 있을 것으로 판단

-주요 일정

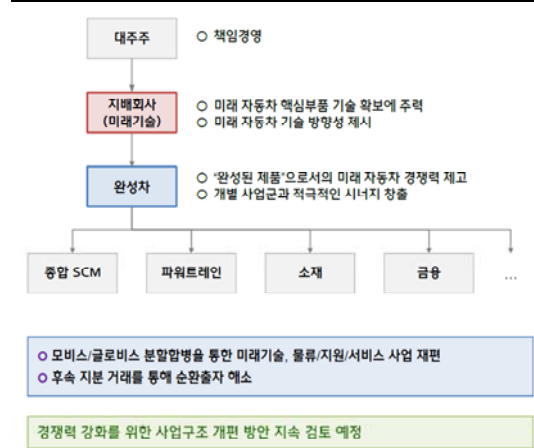
: 이사회결의일은 18 년 3 월 28 일. 향후 주주확정과 합병반대의사 통지 접수를 거쳐 5 월 29 일 임시주주총회 진행. 특별한 변동이 없다면 7 월 30 일 추가/변경 상장 예정

<그림 1> 모비스/글로비스 사업구조 개편



자료: 현대모비스, 현대글로비스, SK 증권

<그림 2> 출자 구조 개편 방향성



자료: 현대모비스, 현대글로비스, SK 증권

- 중요 포인트, 순환출자 해소와 일감몰아주기 논란 해소

: 분할합병에서 중요한 포인트는 지배구조 개편, 사업구조 개편과 동반하여 진행되며, 기존 대주주인 정몽구, 정의선 등과 그룹사간의 지분 매입/매각을 통해 기존 순환출자 고리를 모두 끊는 것이 핵심

: 분할합병 이후 기아차, 글로벌비스, 현대제철은 다시 이사회를 열어 각사의 현대모비스 지분을 대주주에 매각하는 방안 검토, 각사가 보유하고 있는 모비스의 지분은 각각 16.9%, 0.7%, 5.7% 보유

: 마지막으로 대주주는 기아차에 합병 현대글로벌비스 지분을 매각하는 방식 등으로 분할합병 이후 모비스 지분 인수를 위한 자금 마련

: 예정대로 지분거래가 마무리되면 현대차그룹의 기존 4개 순환출자 고리 모두 소멸
기존 순환 출자현황

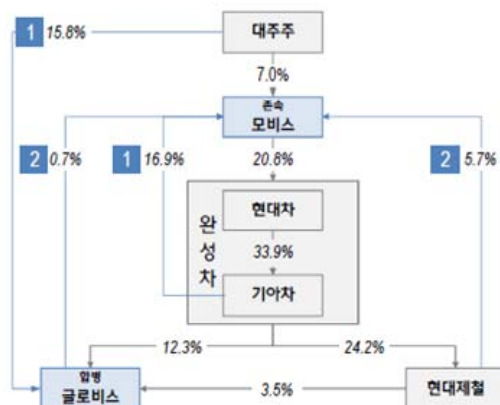
1. 기아차 - 모비스 - 현대차 - 기아차
2. 기아차 - 현대제철 - 모비스 - 현대차 - 기아차
3. 현대차 - 글로벌비스 - 모비스 - 현대차
4. 현대차 - 제철 - 모비스 - 현대차

- 또한 지분 거래 종료 이후 대주주가 존속모비스를 보유하며 완성차와 개별 사업군에 대한 지배구조 완성. 추가적인 지주사 전환의 필요성은 낮아짐

- 계열사 지배구조 변화를 통해 계열사에 미치는 영향은 상이. 국내 A/S와 모듈 사업 부와 합병되는 글로벌비스와 현대모비스 지분의 현금 매각을 통한 순차입금 감소를 기대할 수 현대제철에게는 긍정적 요인. 기아차의 경우 지분법 관련 회사의 변동으로 큰 영향은 없을 것으로 판단. 현대차의 경우, 지주사 전환 가능성이 낮아짐에 따라 금융계열사에 대한 보유 리스크 감소

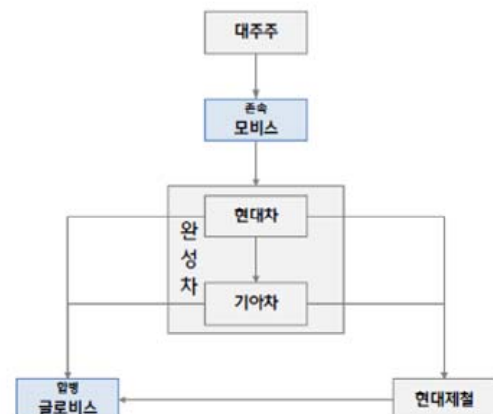
- 대주주가 지분거래 과정에서 적절한 재편비용을 부담하며 사회적 책임에 적극 부응하는 점도 긍정적 요인

<그림 3> 현재 지배구조



자료: 현대모비스, 현대글로벌비스, SK 증권

<그림 4> 지분 거래 종료 후 지배구조



자료: 현대모비스, 현대글로벌비스, SK 증권

- 분할 이후 가치에 대한 생각 필요가 있음. 과거 하이스코 국내 냉연사업부의 현대제철 양수 때와 유사하게 높은 내부거래 비중과 이전 가격 등의 많은 가정이 필요
- 모비스의 분할법인에 대한 전망치는 공시자료에 기재. 18 년 예상치는 매출액 14.4 조원, 영업이익 1 조 4,375 억원(OPM 10.0%), 세후 영업이익 1 조 526 억원
(자세한 내용은 Appendix 참조)
- 합병법인의 부문별 세후영업이익은 공시자료의 부문별 매출총이익률 비중으로 같음 하였으며, 존속법인에 대한 이익가정은 기존 부분별 시장컨센서스 영업이익에서 합병 법인에 반영한 추정치와 내부거래를 반영분을 차감
- 영업가치 측면에서 모듈부문은 핵심부품의 가치를 반영하여 존속법인에서는 8 배, 합병법인에서는 6 배를 적용하였으며, AS 부문은 모두 12 배를 적용
- 분할합병 이후 예상 합산 시가총액은 42.2 조 수준으로 3 월 28 일 기준 합산 시가총액 32.0 조 대비 약 32.1%의 업사이드가 존재
- 개별주식 측면에서는 시장의 예상과 달리 마진이 높은 국내 AS 를 넘겨 받은 글로벌스가 모비스 대비 아웃퍼폼할 것으로 예상

<표 1> 존속모비스 가치 산출 테이블

(단위: 억원, 주)			기준	금액	지분율/배율	계
A	영업가치	핵심부품+해외모듈	세후영업이익	6,309	x 8	50,473
		해외 AS	세후영업이익	5,206	x 12	62,466
	합계					112,939
	상장사	현대차	시가총액	333,719	20.78%	69,347
		현대건설	시가총액	47,549	8.73%	4,151
		현대차투자증권	시가총액	3,036	16.99%	516
	비상장사	현대엔지니어링	장부가치	3,037	9.35%	284
		현대라이프	장부가치	1,133	30.28%	343
		현대파워텍	장부가치	3,626	24.85%	901
B	합계					75,542
C = B * 50%		50% 할인				37,771
D	순현금					43,000
E = A+C+D	총합계					193,710

<표 2> 합병글로벌 가치 산출 테이블

(단위: 억원, 주)			기준	금액	지분율/배율	계
A	영업가치	국내모듈	세후영업이익	2,770	x 6	16,619
		국내 AS	세후영업이익	11,605	x 12	139,261
		글로벌스	세후영업이익	5,675	x 10	56,750
	합계					212,631
B	순현금					16,000
C = A+B	총합계					228,631

자료: 각사, SK 증권 추정

- 최종 자본구조 및 주주 구성 예상

: 자본구조 변화에서 중요한 점은 대주주의 지분을 변화. 앞서 가정한 존속모비스와 합병글로벌비스 가치를 바탕으로 추정

: 분할합병 이후 존속모비스와 합병 글로벌비스에서 대주주가 차지하는 비중은 아래 <표 3,4>에서처럼 존속모비스는 정몽구 7.0%, 합병글로벌비스는 정의선 9.0%, 정몽구 6.9%

: 최종적으로 현대제철에서는 현금으로, 기아차에서는 주식 교환으로 주식 매입/매각이 종료된다면 존속모비스는 정의선 16.2%, 정몽구 13.3%, 합병 글로벌비스는 정몽구 1.5%로 최종 변화

: 결과적으로 지주사격인 존속모비스에 대한 대주주 지분율은 약 29.5%로 높일 수 있을 전망

<표 3> 존속모비스 주주구성(대주주 주식 매입/매각 이전)

(단위: 만주 억원)			
	주식수	지분율	지분가치
기아차	1,297	16.9%	32,689
정몽구	535	7.0%	13,490
현대제철	435	5.7%	10,954
현대글로벌비스	52	0.7%	1,306
전체 주식수	7,686	100.0%	193,710

자료: SK 증권 추정

<표 4> 합병글로벌비스 주주구성(대주주 주식 매입/매각 이전)

(단위: 만주 억원)			
	주식수	지분율	지분가치
기아차	1,010	10.4%	23,720
정의선	873	9.0%	20,508
정몽구	669	6.9%	15,701
현대제철	338	3.5%	7,949
현대차	183	1.9%	4,300
정몽구재단	167	1.7%	3,924
자사주	40	0.4%	948
전체 주식수	9,735	100.0%	228,631

자료: SK 증권 추정

<표 5> 존속모비스 주주구성(대주주 주식 매입/매각 이후)

(단위: 만주 억원)			
	주식수	지분율	지분가치
정의선	435	16.2%	31,463
정몽구	535	13.3%	25,671
현대글로벌비스	52	0.7%	1,306
현대제철	0	0%	0
전체 주식수	7,686	100.0%	193,710

자료: SK 증권 추정

<표 6> 합병글로벌비스 주주구성(대주주 주식 매입/매각 이후)

(단위: 만주 억원)			
	주식수	지분율	지분가치
기아차	2,402	24.7%	56,409
정의선	0	0	0
정몽구	150	1.5%	3,521
현대제철	338	3.5%	7,949
현대차	183	1.9%	4,300
정몽구재단	167	1.7%	3,924
자사주	40	0.4%	948
전체 주식수	9,735	100.0%	228,631

자료: SK 증권 추정

Appendix 1 - Q&A

Q 합병 이후 존속 모비스의 지주사 요건 만족 여부

지주사 요건은 자산 총액 5000 억인 회사에서 투자 주식이 50%이상 되는 경우. 존속 모비스의 경우 자산규모 18 조로 예상, 자회사 지분가액 비중이 20% 내외가 될 것으로 판단됨에 따라 지주회사 요건에는 해당 되지 않음

Q 합병후 모비스의 시장 가치

현재 현대모비스의 시장가치는 24 조 가량. 글로벌비스와 합병되는 분할 부분의 가치는 9.5 조 정도로 합병 후 존속 모비스의 가치는 단순 계산으로 14 조 예상. 잠재되어있던 지배구조 리스크의 해소, 핵심 부품 가치, 투자 주식에 대한 지분가치와 현금가치 6 조 이상, 투자지분 가치 7 조 이상임을 감안한다면 지금보다 14~15 조 이상으로 커질 것으로 판단

Q 합병 비율 계산할 때, 글로벌비스와 모비스의 산정기준이 다른 이유는

합병비율 산정 시, 글로벌비스 주가는 상장주식이므로 자본 시장법에 나와 있는 방법으로 시가평가. 분할 모비스의 경우 단순히 자산가치로 계산된 것은 아니고 평가 기준일에 자산가치+수익 가치를 1:1.5(4:6)으로 가중 평균함(자본시장법상 기준). 주식가치에 대해서 삼일 회계법인이 평가하였고, 상대가치 관점에서도 적정가치라는 판단

Q 대주주가 보유한 합병 글로벌비스 주식과 기아차 보유 전속 모비스 주식 교환은 시가로 계산될 예정. 만약 대주주 보유 주식 가치가 더 크면 이 부분은 기아차가 현금을 지급하는가, 혹은 그 비율만큼 스왑거래인가

관련하여 현대제철, 글로벌비스, 기아차 3 사가 공시. 기아차의 경우 시가 평가는 독립적인 회계법인과 법무법인이 평가한 시가와 추가 프리미엄을 고려하여 산정

Q 모비스의 임시주주총회 안건은 기업분할과 합병 두 가지. And 조건인가

90 년대 말 분할 합병 제도 상정되면서 분할, 합병 동시에 가능. 2 개의 안건이 아니라 주총 특별 결의 안건으로 1 건으로 진행

Q 글로벌비스로 합병되는 AS 사업부의 가치가 낮게 산정된 것은 아닌가

본질가치 평가 9.3 조로 산정. 자의적인 요인이 아니라 회계법인에서 5 개년 정도의 기업가치 평가, 완성차 생산량 AS 부품의 UIS 증가율 등을 정밀하게 검증한 것이기 때문에 고평가, 저평가 아니라 공정가치라고 판단

Q 이번 지배구조 개편 이후 지주회사 체계 전환 가능성은

현재까지 지주회사 전환 검토 전혀 없음

Q 공정위를 비롯한 정부규제를 충족할 수 있다. 그리고 중간 금융지주나 금융사들에 대해서는 추가적인 조치가 향후 필요한가

공정위에서 제시한 순환출자 규제 등의 요구사항은 충분히 충족. 현대캐피탈, 현대카드, 현대 커머셜 등은 현대 기아차 판매와 밀접한 관계 유지하고 있음에 따라 사업구조 개편과 무관하게 영위해야 할 핵심 사업부문

Q 존속모비스 쪽으로 현금 6 조 모두 다 가는지

현대모비스에서 보유할 있는 국내 현금성자산은 7 조, 해외는 2 조 수준. 그 중 2.5 조는 분할 모비스로 가고 남은 부분이 6.6 조 정도 남을 전망. 지속적인 이익 창출이 가능함으로 점차 증가 예상

Q 다른 지주사 경우와 다르게 배당에 대한 언급이 없었음. 향후 구조개편 이후에 계열사들의 대략적인 가이던스 부탁한다

2월 자율공시 형태로 FCF 의 20~40%의 배당을 할 예정. 글로벌스는 최소 주당 3000원 이상 배당 계획을 밝혔으며 향후 글로벌 경쟁업체의 배당 성향을 점진적으로 따라갈 것으로 기대

Q 지주비율 관련 질문. 대략적으로 존속 모비스 자산가치 17 조 300 억 정도이고, 현대차 지분 20.8% 가지고 있으니 보유가치는 8조원 정도로 50%를 넘는다. 이전 질문에서 22% 정도 된다고 언급, 추가적인 설명 부탁한다

지주비율 계산시 분자비율은 국내 투자주식에 대한 것이지 해외 연결 법인 주식에 대해서는 제외되는 것으로 알고 있음. 국내 법인 보유 주식 금액은 4 조 정도. 또 하나는 관계사 주식의 경우 시가법이 아니라 지분법 평가가 적용되어 4 조 정도로 평가됨에 따라 20%의 비율이 도출

Q 대주주의 존속모비스 지분 보유는 29~30%가 될 것으로 추정 정몽구 회장과 정의선 부회장으로 나눠서 보면 어떻게 지분 구성이 되는지

개인의 문제이기 때문에 자세한 답변을 드리는 것이 어렵다

Q 존속 모비스에 대한 비전을 제시해줬는데, 존속 모비스의 실적을 보면 이익률이 5% 안되는 수준. 지금까지 A/S 가 cash-cow 역할을 했었는데, AS 사업부가 넘어간다면 cash가 부족한 상황에서 M&A 나 회사 키울만한 투자가 있을 수 있는가

존속 모비스의 경우 예상 부채 비율은 43%로 우량 재무비율. 또한 현금성 유동성 자산은 17년 말 기준으로 조금 더 증가했기 때문에 걱정하신 R&D 비용이나 재원 각출에 대한 우려는 제한적. 더군다나 자사의 경우는 4.7%의 이익이 난다고 알려져 있는데, 회계기준상 모든 R&D 비용을 즉시 100%비용화한다는 점을 고려하면 타사에 비해 이익구조 좋은 상황

Appendix 2. 주요 공시사항

<표 7> 주요 일정

구분		현대글로비스	현대모비스
이사회 결의일		2018. 03. 28	2018. 03. 28
주요사항보고서 제출일		2018. 03. 28	2018. 03. 28
주주확정기준일 지정 및 주주명부 폐쇄 공고		2018. 03. 28	2018. 03. 28
분할합병계약 체결일		2018. 03. 28	2018. 03. 28
증권신고서 제출일		2018. 03. 28	-
주주총회를 위한 주주확정 기준일		2018. 04. 12	2018. 04. 12
주주명부 폐쇄 기간	시작일	2018. 04. 13	2018. 04. 13
	종료일	2018. 04. 20	2018. 04. 20
주주총회 소집 통지 및 공고일		2018. 05. 14	2018. 05. 14
분할합병반대 의사 통지 접수	시작일	2018. 05. 14	2018. 05. 14
	종료일	2018. 05. 28	2018. 05. 28
분할합병승인을 위한 주주총회일		2018. 05. 29	2018. 05. 29
주식매수청구권 행사기간	시작일	2018. 05. 29	2018. 05. 29
	종료일	2108. 06. 18	2108. 06. 18
채권자 이의제출 기간	시작일	2018. 05. 29	2018. 05. 29
	종료일	2018. 06. 29	2018. 06. 29
구주권 제출 기간	시작일	-	2018. 05. 29
	종료일	-	2018. 06. 29
분할합병기일		2018. 07. 01	2018. 07. 01
분할합병종료보고총회일 (이사회결의일)		2018. 07. 02	2018. 07. 02
분할합병등기신청 예정일		2018. 07. 02	2018. 07. 02
분할합병종료보고 공고일		2018. 07. 02	2018. 07. 02
주권교부예정일		2018. 07. 27	2018. 07. 27
상장예정일		2018. 07. 30	2018. 07. 30

참고 - 주식매수청구권에 관한 사항	보통주	151,156 원	233,429 원
	우선주		233,429 원
참고 2 - 주식매수청구 한도		5,000 억원	20,000 억원

자료: 각사, SK 증권

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

<표 8> 분할합병비용 : 모비스 1 주당 글로벌비스 신주 0.6148203 주 배정

구분	글로벌비스(합병법인)	모비스 분할부문	
		보통주	우선주
A. 분할 전 주식수	37,500,000 주	97,343,863 주	3,974 주
B. 주당 분할비용	-	0.2104695	0.2104695
C. 분할 후 주식수	37,500,000 주	20,487,914 주	836 주
D. 기준시가	154,911 원	-	-
E. 본질가치	-	452,523 원	-
-자산가치	-	221,599 원	-
-수익가치	-	606,472 원	-
F. 합병가액	154,911 원	452,523 원	218,482 원*주
G. 합병비용	1	2,921,185	2,921,185
H. 분할합병비용(B×G)	1	0.6148203	0.6148203
I. 분할합병으로 인한 신규 발행주식수(AXH)	-	59,848,983 주	2,443 주

자료: 각사, SK 증권

주: 보통주 합병가액에 표본대상 기업의 괴리를 평균인 51.72% 적용하여 산정

<표 9> 지분 양수도 예정 거래 - 분할합병 이후 대주주와 기아차/현대제철/현대글로벌비스 간 현금 혹은 주식교환 예정

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

자료: 각사, SK 증권

<표 10> 현대모비스 분할부문의 과거 실적 및 향후 추정 세후 영업이익

구분	실적					추정				
(단위: 억원)	2013 년	2014 년	2015 년	2016 년	2017 년	2018 년	2019 년	2020 년	2021 년	2022 년
I. 매출액	134,929	140,602	144,318	145,906	140,106	144,213	146,014	151,747	151,982	155,360
(증가율, %)		4.20%	2.64%	1.10%	-3.98%	2.93%	1.25%	3.93%	0.16%	2.22%
모듈 사업부문	89,987	98,071	100,411	100,117	92,823	97,949	99,003	102,834	102,499	105,345
AS 부품사업부문	44,942	42,531	43,907	45,788	47,283	46,264	47,011	48,913	49,483	50,015
II. 매출원가	108,376	116,167	119,518	118,005	118,114	121,783	121,916	124,534	124,787	127,998
모듈 사업부문	81,172	89,808	92,887	91,260	90,486	93,627	93,186	95,206	94,958	97,682
AS 부품사업부문	27,203	26,360	26,631	26,745	27,628	28,155	28,730	29,328	29,829	30,316
III. 매출총이익	26,553	24,435	24,800	27,901	21,992	22,430	24,099	27,213	27,195	27,362
(매출총이익률, %)	19.68%	17.38%	17.18%	19.12%	15.70%	15.55%	16.50%	17.93%	17.89%	17.61%
모듈 사업부문	8,815	8,264	7,524	8,857	2,337	4,322	5,817	7,628	7,541	7,663
%	9.80%	8.43%	7.49%	8.85%	2.52%	4.41%	5.88%	7.42%	7.36%	7.27%
AS 부품사업부문	17,738	16,171	17,276	19,044	19,656	18,108	18,282	19,585	19,654	19,699
%	39.47%	38.02%	39.35%	41.59%	41.57%	39.14%	38.89%	40.04%	39.72%	39.39%
IV. 판매비와관리비	6,609	7,322	7,688	7,925	7,722	8,055	8,350	8,644	8,983	9,368
급여 및 상여	2,614	2,759	2,718	2,605	2,555	2,660	2,766	2,859	2,979	3,109
퇴직급여	88	214	229	234	208	222	230	238	248	259
복리후생비 등	617	710	725	741	695	700	728	753	784	818
물류비	1,394	1,525	1,534	1,550	1,568	1,626	1,672	1,732	1,776	1,834
연구개발비	698	837	999	1,094	1,184	1,263	1,312	1,358	1,416	1,480
감가상각비 등	279	305	412	530	423	475	514	560	615	678
기타고정비	919	971	1,071	1,171	1,089	1,109	1,128	1,144	1,166	1,190
V. 영업이익	19,944	17,113	17,111	19,976	14,271	14,375	15,749	18,569	18,212	17,995
(%)	14.78%	12.17%	11.86%	13.69%	10.19%	9.97%	10.79%	12.24%	11.98%	11.58%
VI. 법인세비용	4,822	4,137	4,136	4,830	3,821	3,850	4,227	5,003	4,905	4,845
VII. 세후 영업이익	15,122	12,976	12,975	15,146	10,450	10,526	11,521	13,566	13,308	13,150

자료: 각사, SK 증권

<표 11> 현대모비스 - 인적분할 전후의 별도재무상태표

(단위: 억원)	분할 전	분할준속법인	분할신설법인
자 산			
I. 유동자산	114,607	59,949	54,658
(1) 현금및현금성자산	17,122	10,873	6,249
(2) 당기손익인식금융자산	23,775	15,097	8,678
(3) 단기금융상품	28,782	18,213	10,569
(4) 매출채권및기타채권	34,125	11,212	22,913
(5) 재고자산	10,194	4,168	6,025
(6) 기타유동자산	609	385	224
II. 비유동자산	139,017	128,880	10,850
(1) 유형자산	55,265	45,531	9,734
(2) 무형자산	7,814	7,341	473
(3) 투자부동산	736	736	-
(4) 종속기업관계기업및공동기업투자주식	73,656	73,656	-
(5) 매도가능금융자산	526	1,239	-
(6) 기타비유동자산	1,020	377	643
자산총계	253,624	188,829	65,508
부 채			
I. 유동부채	37,133	18,035	19,098
(1) 매입채무및기타채무	24,125	10,754	13,370
(2) 단기차입금	5,103	1,113	3,990
(3) 미지급법인세	1,946	1,946	-
(4) 유동성판매보증충당부채	3,125	2,632	493
(5) 기타유동부채	2,834	1,590	1,245
II. 비유동부채	4,162	3,154	1,008
(1) 퇴직급여채무	-	-	-
(2) 장기성판매보증충당부채	785	322	463
(3) 이연법인세부채	2,736	2,448	288
(4) 기타비유동부채	640	384	257
부채총계	41,295	21,188	20,106
자 본			
I. 자본금	4,911	3,887	1,024
II. 자본잉여금	13,972	11,271	44,377
III. 자기주식	-3,388	-2,675	-
IV. 기타자본	-567	-42,243	-
V. 이익잉여금	197,401	197,401	-
자본총계	212,329	167,640	45,402
분할비율		0.7895305	0.21047

자료: 각사, SK 증권

<표 12> 현대모비스 분할부문의 모듈사업 매출 추이 및 추정

구분	실적					추정				
(단위: 억원, 대)	2013 년	2014 년	2015 년	2016 년	2017 년	2018 년	2019 년	2020 년	2021 년	2022 년
내수 매출액	68,003	76,450	78,117	73,235	72,929	77,822	77,852	79,298	77,717	80,025
(증가율, %)		12.42%	2.18%	-6.25%	-0.42%	6.71%	0.04%	1.86%	-1.99%	2.97%
국내 생산량	33,895	35,192	35,134	31,807	31,163	32,331	32,113	32,197	31,106	31,314
수출 매출액	21,984	21,621	22,293	26,882	19,894	20,127	21,152	23,536	24,782	25,320
(증가율, %)		-1.65%	3.11%	20.59%	-26.00%	1.17%	5.09%	11.27%	5.29%	2.17%
해외 생산량	4,111,369	4,394,761	4,376,923	4,609,791	4,012,990	4,000,072	4,276,199	4,554,303	4,799,695	4,848,868
모듈부문 매출액	89,987	98,071	100,411	100,117	92,823	97,949	99,003	102,834	102,499	105,345
(증가율, %)		8.98%	2.39%	-0.29%	-7.29%	5.52%	1.08%	3.87%	-0.33%	2.78%
글로벌 생산량	7,500,889	7,913,988	7,890,306	7,790,496	7,129,330	7,233,130	7,487,477	7,773,957	7,910,285	7,980,264

자료: 각사, SK 증권

<표 13> 현대/기아차의 지역별 완성차 생산량 실적 및 추정기간 생산량 전망치

구분	실적					추정				
(단위: 대)	2013 년	2014 년	2015 년	2016 년	2017 년	2018 년	2019 년	2020 년	2021 년	2022 년
국내	3,389,520	3,519,227	3,513,383	3,180,705	3,116,340	3,233,058	3,211,278	3,219,654	3,110,590	3,131,396
(증가율, %)		3.83%	-0.17%	-9.47%	-2.02%	3.75%	-0.67%	0.26%	-3.39%	0.67%
해외	4,111,369	4,394,761	4,376,923	4,609,791	4,012,990	4,000,072	4,276,199	4,554,303	4,799,695	4,848,868
(증가율, %)		6.89%	-0.41%	5.32%	-12.95%	-0.32%	6.90%	6.50%	5.39%	1.02%
중국	1,591,024	1,764,108	1,667,100	1,792,060	1,155,700	1,161,986	1,242,226	1,301,415	1,390,682	1,400,184
미주	936,551	948,821	928,591	1,017,804	1,026,473	1,079,545	1,181,615	1,322,891	1,429,743	1,390,868
유럽	950,119	1,071,206	1,136,220	1,134,910	1,152,800	1,053,812	1,038,224	1,024,771	1,035,172	1,086,784
인도	633,675	610,626	645,012	665,017	678,017	704,729	814,134	905,226	944,098	971,032
합계	7,500,889	7,913,988	7,890,306	7,790,496	7,129,330	7,233,130	7,487,477	7,773,957	7,910,285	7,980,264
(증가율, %)		5.51%	-0.30%	-1.26%	-8.49%	1.46%	3.52%	3.83%	1.75%	0.88%

자료: 각사, SK 증권

<표 14> 현대모비스 분할부문의 AS 부품사업 매출 추이 및 추정

구분	실적					추정				
(단위: 대)	2013 년	2014 년	2015 년	2016 년	2017 년	2018 년	2019 년	2020 년	2021 년	2022 년
AS 부품 내수	23,371	23,611	23,683	23,849	25,210	24,826	25,088	25,349	25,607	25,863
(증가율, %)		1.03%	0.30%	0.70%	5.71%	-1.52%	1.06%	1.04%	1.02%	1.00%
AS 부품 수출	21,571	18,920	20,224	21,940	22,073	21,438	21,923	23,565	23,876	24,152
(증가율, %)		-12.29%	6.90%	8.48%	0.61%	-2.88%	2.26%	7.49%	1.32%	1.16%
중국	1,893	1,526	1,260	1,393	1,174	1,140	1,168	1,256	1,270	1,272
미주	8,432	7,482	8,258	9,152	8,916	8,666	8,873	9,543	9,658	9,760
유럽	4,170	3,613	3,716	4,089	4,492	4,412	4,532	4,871	4,937	4,999
아중동	4,433	4,029	4,557	4,908	5,016	4,833	4,917	5,277	5,351	5,420
기타	2,642	2,271	2,434	2,398	2,476	2,388	2,434	2,617	2,660	2,702
매출액	44,942	42,531	43,907	45,788	47,283	46,264	47,011	48,913	49,483	50,015
(증가율, %)		-5.37%	3.24%	4.28%	3.26%	-2.16%	1.62%	4.05%	1.16%	1.08%

자료: 각사, SK 증권

<표 15> 현대모비스 AS 부품사업 매출에 기여하는 현대/기아차 UIS 현황 및 추정치

구분	실적					추정				
(단위: 만대)	2013 년	2014 년	2015 년	2016 년	2017 년	2018 년	2019 년	2020 년	2021 년	2022 년
국내 UIS	1,420	1,452	1,502	1,549	1,600	1,644	1,685	1,719	1,749	1,769
(증가율, %)		2.26%	3.46%	3.09%	3.29%	2.79%	2.49%	2.00%	1.75%	1.14%
해외 UIS	3,194	3,534	3,847	4,114	4,311	4,555	4,791	5,002	5,186	5,349
(증가율, %)		10.64%	8.86%	6.93%	4.81%	5.65%	5.18%	4.42%	3.68%	3.14%
합계	4,614	4,986	5,349	5,662	5,911	6,199	6,476	6,721	6,935	7,118
(증가율, %)		8.06%	7.29%	5.85%	4.39%	4.87%	4.47%	3.79%	3.18%	2.63%

자료: 각사, SK 증권

Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 3 월 29 일 기준)

매수	89.51%	중립	10.49%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----