

[자동차]

현대자동차그룹 지배구조 변화

2018/03/29

■ 현대모비스 – 현대글로비스 분할합병

현대자동차그룹의 지배구조 변화가 시작되었다. 변화의 주된 내용은 3사의 인적분할 후 합병이라는 기준 예상과 달리 현대모비스가 현재의 사업부문을 인적분할해 모듈부문과 AS를 글로비스와 합병(분할승계회사=합병 글로비스)시키고, 핵심부품 사업부와 해외법인을 포함하는 투자부문을 존속(분할회사=존속 모비스)시키는 것이다. 순서는 먼저 모비스-글로비스의 분할합병이 먼저 이뤄지고, 이후에 그룹사와 대주주간의 지분 매입-매각이 동시에 이뤄지며 순환출자를 끊는 순서가 될 것이다. 특징적인 것은 시장에서 그동안 예상해왔던 '지주회사'의 형태가 아니라는 것이다. 지주회사 요건이 충족 되려면 자본금 5천억 이상, 자회사 지분가액 비중이 50% 이상이 되어야 하지만, 현대차그룹의 경우, 분할 후 존속 모비스는 자산 규모 18조지만 지분가액 비중은 20% 내외에 불과하므로 지주회사 요건에는 해당하지 않게 된다. 따라서 존속 모비스는 완성차의 지분을 소유하는 일종의 '지배회사'가 되는 것이지, '지주회사'는 아닌 것이다.

■ 투자전략 – 단기적 주가변동 예상, 중장기적으로는 상승 요인

기아차가 Cash-in이 아닌 합병 글로비스 주식보유란 측면에서 단기적으로는 실망할 수 있지만, 투명경영위원회에서 통과된다면 합병 글로비스가 수익구조가 양호하고 고배당 정책을 펼칠 가능성이 크며, 존속 모비스 대비 저평가 시각이 큰 만큼 중장기 회복 관점으로 판단할 수 있다. 모비스 주주들은 분할되는 사업부에 대한 저평가 우려가 반영될 수 있지만, 해외법인이 중국에서의 일시적 부진 영향을 받았다는 점을 감안한다면 자산가치에 따른 분할비율에 수긍할 가능성이 크다는 판단이다. 지주회사가 아닌 지배회사의 모양을 띄겠지만 미래 성장동력을 중심으로 한 사업 포트폴리오로 Earning 보다는 Valuation에서 (+)요인이 발생할 수 있으므로 가치는 중장기적으로 상향될 것 이란 판단이다. 글로비스 주주들의 경우 단기적으로도 가장 혜택이 클 것이라 생각이다. Cash cow인 AS 부문과 외형과 자산가치가 큰 모듈사업이 비교적 적은 부담으로 합병되기 때문이다. 결론적으로 연관 3사의 단기적 주가변동은 예상되나, 중장기적으로는 주가상승 관점에서 볼 수 있는 요소들이 많다는 판단이다.

Analyst 고태봉

(2122-9214)

coolbong@hi-ib.com

Analyst 강동욱

(2122-9192)

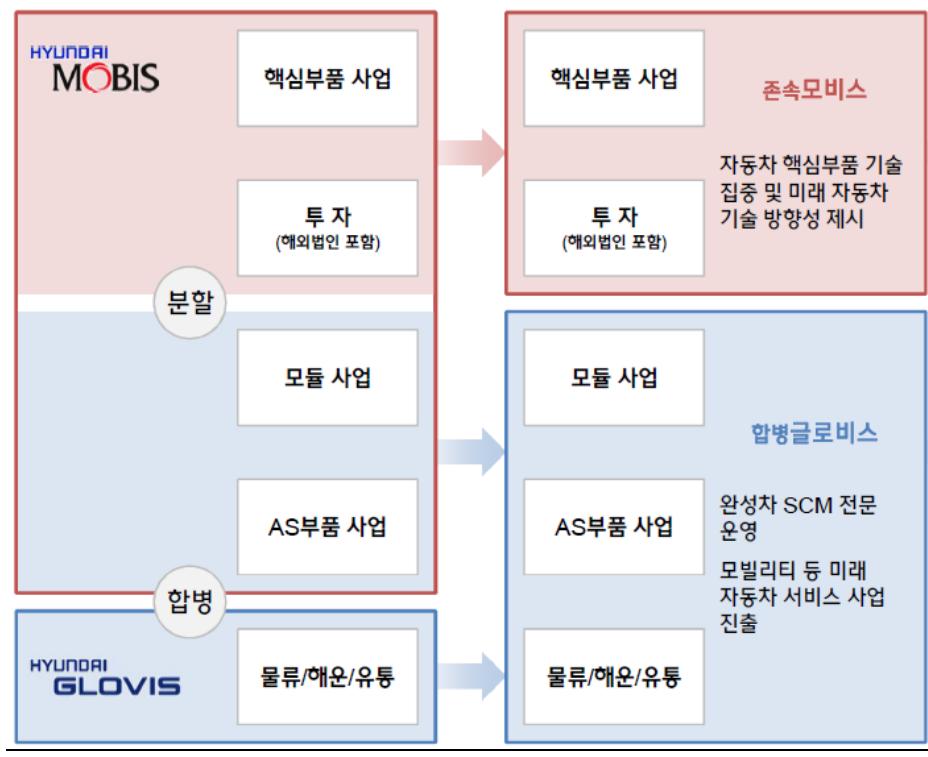
dongwook.kang@hi-ib.com

현대자동차그룹 지배구조 변화 시작

현대자동차그룹의 지배구조 변화가 시작되었다. 공정위가 제시한 2차 Deadline에 맞춰 3월 내에 개편안을 내놓은 것이다.

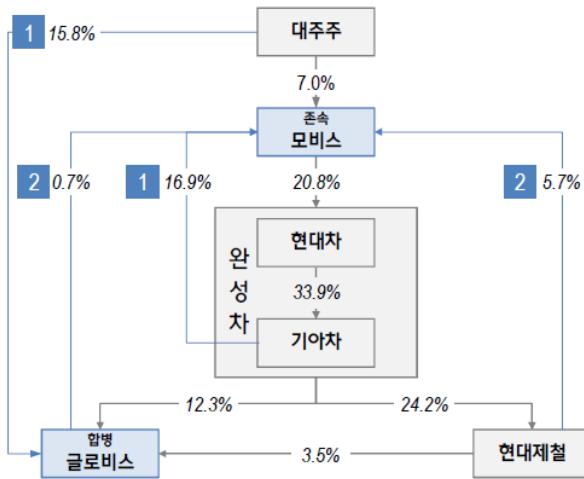
변화의 주된 내용은 3사의 인적분할 후 합병이라는 기준 예상과 달리 현대모비스가 현재의 사업부문을 인적분할해 모듈부문과 AS를 글로비스와 합병(분할승계회사=합병 글로비스)시키고, 핵심부품 사업부와 해외법인을 포함하는 투자부문을 존속(분할회사=존속 모비스)시키는 것이다. 순서는 먼저 모비스-글로비스의 분할합병이 먼저 이뤄지고, 이후에 그룹사와 대주주간의 지분 매입-매각이 동시에 이뤄지며 순환출자를 끊는 순서가 될 것이다. 특징적인 것은 시장에서 그동안 예상해왔던 '지주회사'의 형태가 아니라는 것이다. 지주회사 요건이 충족되려면 자본금 5천억 이상, 자회사 지분가액 비중이 50% 이상이 되어야 하지만, 현대차그룹의 경우, 분할 후 존속 모비스는 자산 규모 18조지만 지분가액 비중은 20% 내외에 불과하므로 지주회사 요건에는 해당하지 않게 된다. 따라서 존속 모비스는 완성차의 지분을 소유하는 일종의 '지배회사'가 되는 것이지, '지주회사'는 아닌 것이다. 따라서 자회사-손자회사-증손회사 요건 혹은 금산분리 같은 지주회사법의 적용에서는 한발 떨어질 수 있게 되었다. 특히 질의응답을 통해 공정위와의 공감대가 형성되었다는 점을 밝혔기에 '지주회사'로의 변화가 아니더라도 큰 문제는 발생하지 않을 것으로 보인다.

<그림 1> 현대모비스/글로비스 분할합병에 따른 사업영역 변화



자료: 현대모비스, 하이투자증권

<그림 2> 현대차그룹 사업구조 개편 이후 지배구조



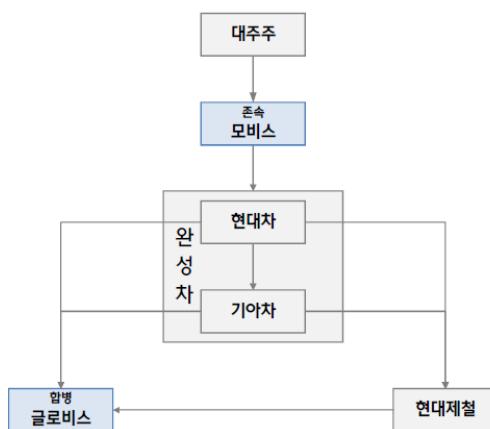
1 대주주 보유 합병글로비스 주식과 기아차 보유 존속모비스 주식 교환

2 대주주는 계열사가 보유한 존속모비스 주식을 추가 매입

→ 순환출자 및 일감몰아주기 논란 해소

자료: 현대모비스, 하이투자증권

<그림 3> 지분 거래 후 지배구조



○ 존속모비스 – 완성차 – 개별 사업군 지배구조 확립

자료: 현대모비스, 하이투자증권

그렇다면 가장 민감한 합병비율에 대한 계산을 해보자. 현재 모비스 주주는 주식 1주당 글로비스 신주 0.61주를 받는다. 현대모비스의 현재 시장가치는 3월 28일 종가 기준으로 25.4조다. 분할 회사인 합병 글로비스에归属되는 가치가 10.3조, 존속 모비스 가치는 15.1조가 될 것으로 보인다. 존속 모비스는 핵심부품 사업과 해외법인이 포함되며, 17년 기준으로는 매출액 26.77조에 세전이익 1.25조(Pre-tax profit ratio 4.7%)의 수익구조를 갖게 된다. 분할되는 모비스는 매출 14조에 세전이익 1.44조로(Pre-tax profit ratio 10.3%) 존속 모비스 대비 높은 수익성을 갖는다.

<그림 4> 현대모비스 분할합병 후 손익

항목	2017년		
	매출	세전이익	이익률
존속모비스	26.77 ¹⁾	1.25 ²⁾	4.7%
모비스 분할부문			
모비스 분할부문	14.01 ¹⁾	1.44	10.3%
글로비스	16.36	0.89	5.4%
합병글로비스 ³⁾	30.37	2.33	7.7%

1) 모비스 연결매출 35.1조 → 분할 후 합산매출 40.8조

(차이 5.7조 → 부문간 거래 외부화 1.6조 + 내부거래제거 취소 4.1조)

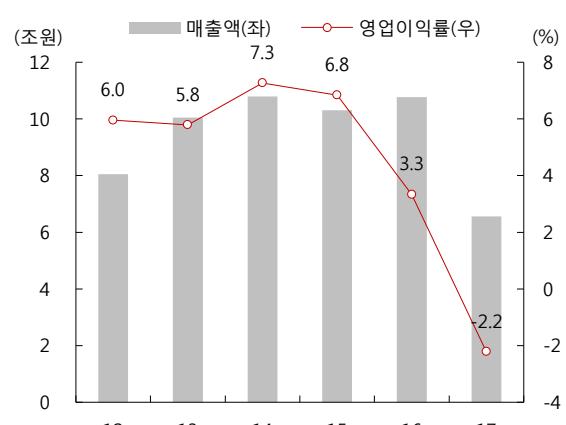
2) 모비스 연결 세전이익 2.7조 → 분할 후 합산손익 1.3조

3) 단순 합산 기준

주: 단위는 조원

자료: 현대모비스, 하이투자증권

<그림 5> 현대모비스 중국지역 연간 매출액 및 영업이익률



자료: 현대모비스, 하이투자증권

여기서 의문이 드는 것이 높은 수익성을 갖는 분할 모비스(국내 모듈부문과 국내 AS부문)의 가치가 순자산가치만을 적용받은 10.3조가 적당한가 하는 부분인데, 이는 질의 응답에서도 거론되었지만, 상법상 별도재무제표의 적용을 받으며, 해외 모비스의 AS가 존속 모비스에 귀속되었다는 점을 고려했을 때 용인될 수 있는 수준이라 보인다. 특히 17년은 가장 높은 수익성을 보이는 중국법인이 THAAD 문제로 예외적 부진을 보인 때라 수익가치에서 (-)요인이 반영될 수 밖에 없었다. 중국법인의 정상화시 존속법인의 수익성은 정상화될 것이라는 점을 염두에 둬야 할 것 같다. 결과적으로 모비스와 글로비스의 본질가치, 분할비율, 합병비율을 감안할 경우 예상존속법인은 핵심사업부, 해외법인 및 현대차 지분 20.8%를 감안해 79%를 인정받고, 분할부문은 모듈사업과 AS부품을 순자산가치 기준으로 계산해 21%를 인정받게 된다.

<그림 6> 현대모비스 분할비율 및 분할 전후 재무지표

모비스의 ① 투자사업 / 핵심부품사업(존속부문)과 ② 모듈사업 / AS부품사업(분할부문)을 분할
모비스 존속부문과 분할부문의 분할비율은 약 **0.79 : 0.21** (순자산가치 기준)

분할비율	분할부문 순자산(45,402억원)		(단위: 억원)
	분할 전 순자산(212,329억원)	분할 전 자기주식(3,388억원)	
• 존속부문 : 1 – 분할부문 순자산비율			= 0.2104695
구 분	분할 전 모비스	존속부문	분할부문
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: 현대모비스, 하이투자증권

<그림 7> 현대모비스/글로비스 분할합병비율

글로비스는 상장법인으로 시가 기준으로 합병가액 산정 : 154,911원

모비스 분할부문은 자본시장법상 본질가치로 합병가액 산정 : 452,523원 (보통주 기준)

분할합병비율 : 모비스 1주당 글로비스 신주 0.6148203주 배정

구 분	글로비스(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	<u>154,911원</u>	-	-
E. 본질가치	-	452,523원	-
- 자산가치	-	221,599원	-
- 수익가치	-	606,472원	-
F. 합병가액	<u>154,911원</u>	452,523원	218,482원 ^{*)}
G. 합병비율	1	<u>2.9211852</u>	<u>2.9211852</u>
H. 분할합병비율(B × G)	1	<u>0.6148203</u>	<u>0.6148203</u>
I. 분할합병으로 인해 신규 발행주식수(A × H)	-	<u>59,848,983주</u>	<u>2,443주</u>

^{*)} 보통주 합병가액에 표본대상 기업의 괴리를 평균인 51.72% 적용하여 산정

자료: 현대모비스, 하이투자증권

예상과 다른 모습의 변화지만, 과정상에 큰 걸림돌이 작용하지 않는다는 가정하에, 1) 모비스-현대차-기아차-모비스로의 순환출자고리 해소, 2)글로비스의 대주주지분 20% 이상에 따른 ‘일감몰아주기’ 회피, 3)정의선 부회장의 모비스 지분 부재에 따른 대주주 후계구도완성이라는 3가지 난제가 동시에 해결될 수 있다. 후술한 질의응답에서도 확인할 수 있지만 이 세가지 요건 해결과 Process에 공정거래위원회는 공감대를 형성한 것으로 보인다.

지분양수도가 성공한다면 순환출자 해소 및 일감 몰아주기는 완전히 해소될 수 있다. 이후 계열회사가 보유한 모비스 지분을 대주주가 매입함으로 순환출자를 해소하는 것이 핵심 프로세스다. 계열사가 보유하고 있는 존속 모비스를 대주주에게 매각하는 과정과 기아차에 합병 글로비스를 매각하는 과정에서 저항이 있는지 여부가 중요하다.

만일 기존 주주들의 반대가 표현될 수 있는 과정은 1) 주주확정 기준일인 4월 12일 이전에 매매를 통해 반대를 표시하는 경우, 2) 주식매수 청구권을 행사하는 경우 (5월 29일-6월 18일), 3) 임시주주총회(5월 29일)에서 반대를 행사하는 경우, 4) 기아차의 투명경영위원회에서 반대의사가 표출되는 경우 등을 생각해볼 수 있다. 하지만 대주주 및 계열사의 지분으로 봤을 때, 주총 통과가 유력할 것으로 사료된다.

투자전략

3월 28일 주식시장에서의 흐름을 보면, 현대차, 기아차 모비스 3사의 분할 후 합병 시나리오에서 모비스를 통한 지주사 전환이라는 점에서 1) 모비스 가치상승 기대감에 따른 주가상승, 2) 글로비스 활용도가 낮아지는 것이 아니냐는 실망감으로 주가하락 후, 합병가능성이 대두되며 다시 주가상승, 3) 기아차의 모비스 지분매각 후 현금유입 기대감으로 관련 3사의 주가가 모두 상승하는 흐름을 보인 바 있다.

지배구조 변화에 대한 윤곽이 드러난 만큼 주가에 대한 상반된 판단이 있을 수 있다고 본다.

먼저 기아차가 Cash in이 아닌 합병글로비스 주식보유란 측면에서 단기적으로는 실망할 수 있지만, 특명경영위원회에서 통과된다면 합병 글로비스가 수익구조가 양호하고 고배당 정책을 펼칠 가능성이 크며, 존속 모비스 대비 저평가 시각이 큰 만큼 중장기 회복 관점으로 판단할 수 있다.

모비스 주주들은 분할되는 사업부에 대한 저평가 우려가 반영될 수 있지만, 상기 언급 했듯이 해외법인이 중국에서의 일시적 부진 영향을 받았다는 점을 감안한다면 자산가치에 따른 분할비율에 수긍할 가능성이 크다는 판단이다. 지주회사가 아닌 지배회사의 모양을 띠겠지만 미래 성장동력을 중심으로 한 사업 포트폴리오로 Earning 보다는 Valuation에서 (+)요인이 발생할 수 있으므로 가치는 중장기적으로 상향될 것이라 판단이다.

글로비스 주주들의 경우 단기적으로도 가장 혜택이 클 것이란 생각이다. Cash cow인 AS 부문과 외형과 자산가치가 큰 모듈사업이 비교적 적은 부담으로 합병되기 때문이다. AS는 계속해서 고마진 구조가 예상되고, 향후 모듈사업은 존속 모비스의 xEV 핵심부품인 배터리와 모터, IPM(Integrated Package Module)을 받아 모듈화 시키는 작업을 수행하면서 점차적인 가치상승이 이뤄질 것 같다.

결론적으로 연관 3사의 단기적 주가변동은 예상되나, 중장기적으로는 주가상승 관점에서 볼 수 있는 요소들이 많다는 판단이다.

질의응답

1. 현대글로비스가 신주발행을 몇 주 하는 것인가?

→ 현재 현대글로비스 주식수는 3,750만주이다. 분할합병 비율로 계산했을 때 합병 후에는 97,348,983주가 된다. 따라서 약 6천만주가 신주발행 될 예정이다.

2. 분할 후 존속 모비스는 지주사 요건을 충족하는가?

→ 통상 지주사 요건은 자산 총액이 5천억 이상, 자산 중 자회사 지분가액 비중이 50% 이상이 되어야한다. 당시 분할 후 존속 모비스의 자산 규모는 18조, 지분가액 비중은 20% 내외로 지주회사 요건에 해당되지 않는다.

3. 대주주 입장에서는 합병 글로비스의 지분을 기아차에 주게 되고, 존속 모비스 지분을 받게 되는데 존속 모비스 지분 가치를 얼마나 보는가?

→ 현재 현대모비스의 시장가치는 24조 정도이다. 분할되서 나가는 부분에 대한 가치가 9.5조, 존속 모비스 가치는 14조 정도로 예상한다. 여태까지 잠재되어 있던 지배구조 리스크, 그동안 저평가되었던 핵심부품에 대한 가치, 투자주식에 대한 지분가치, 보유한 현금가치 등을 고려해야한다. 현금가치만 해도 연결기준 6조, 투자지분가치는 7조 이상이다.

4. 합병비율 계산시 글로비스의 경우 시가로 했는데 모비스는 자산가치 기준으로 45만 원이 나왔다. 이렇게 나온 특별한 이유가 있는가?

→ 글로비스는 상장주식이기 때문에 과거 자본상법에 나와있는 것처럼 산정했고, 분할 모비스에 대한 부분은 단순히 자산가치 기준으로 산정된 것이 아니다. 자본시장법상 본질가치를 산정하게 되어 있다. 본질가치는 기본적으로 자산가치와 수익가치를 1:1.5로 가중평균해서 산정하게 되어 있다. 임의적으로 산정하는 것이 아니다. 자본법상 강행규정으로 되어 그렇게 산정하지 않으면 처벌받는다. 주식가치는 회계법인에서 적정하게 평가한 것이다. EBITDA multiple, P/E, 상대가치 등으로 봤을 때도 적정한 가치가 나왔다고 보고 있다.

5. 지주사 요건 중 지분가액 비중 20%가 맞는가?

→ 개별 재무제표상 4조, 연결 재무제표상 7조정도로 공시되어 있다. 공정거래법상 개별 기준으로 봐야한다. 지분가액이 4.1조이고 지분법평가가 중단되기 때문에 22% 정도될 것이다.

6. 주식매수청구권이 나온다면 주가는 어떻게 결정되는가?

→ 주식매수청구권은 이사회 결의 전 2개월, 1개월, 1주일 전 주가의 산술평균가액으로 결정된다. 이사회 결의일 이전 취득한 주식에 한해서만 주식매수청구권을 가질 수 있다. 주식매수청구권 매수예정가격은 이미 주당 233,429원으로 결정되었다.

7. 대주주 보유 합병 글로비스 주식과 기아차 보유 존속 모비스 주식을 교환해서 순환출자 고리를 끊는다고 말씀해주셨다. 만약 대주주가 보유한 글로비스 주식 가치가 더 커지면 어떤 식으로 거래가 이뤄지는가?

→ 주식교환은 단순한 시가가 아니라 독립적인 회계법인, 법무법인에서 평가한 금액과 기타 연계사항을 고려한 가격으로 이뤄진다. 이 부분에 대해서는 추가적으로 기아차 투명경영위원회와 이사회에서 거래 적정성에 대한 평가 후에 거래가 이뤄질 것이다.

8. 모비스 임시주총시 기업분할과 합병 2가지 안건이 어떻게 올라가는가?

→ 90년대말 상법에 분할합병제도가 도입되면서 분할과 합병을 동시에 할 수 있게 되었다. 2가지 안건이 따로 올라가는 것이 아니라 분할합병 1개 안건으로 올라간다.

9. 모비스 AS 사업부문에 대한 기대가 컸다. AS부문이 글로비스로 넘어가는 과정에서 가치가 낮게 평가되는 것이 아니냐는 우려가 있는데, 이에 대한 사측의 의견이 궁금하다.

→ 가치평가는 자의적으로 한 것이 아니라 회계법인에서 5개년정도의 기업가치, 완성차 생산량, AS부품에 대한 UIS증가율 등을 염밀히 평가해서 나온 것이다. 공정하게 평가된 것으로 판단된다.

10. 추가적으로 지주회사 체제로 가기 위한 후속조치는 없는 것인가?

→ 이번 사업구조 재편, 지배구조 개편이 그룹 차원에서 최선의 방안이라고 생각한다. 추가적으로 지주회사 전환은 검토한 바 없다.

11. 정부가 원하는 부분 충족되었는지, 중간 금융지주라던지 금융사에 대한 추가적 조치는 필요없는지 궁금하다.

→ 공정위에서 기업 지배구조개편을 강조했다. 사업구조 및 출자구조 재편이 되면 공정위가 요구하는 것을 충족할 것으로 예상된다. 일감 몰아주기 같은 부분도 사업구조 재편 및 순환출자구조 재편으로 충분히 해소될 것으로 생각된다. 과거 글로비스의 경우 사업화장에 애로가 있었는데 그런 부분이 없어지면서 사업의 자유도가 높아질 것이다. 현대카드, 캐피탈, 커머셜은 현대, 기아차의 자동차 판매와 아주 밀접한 거래관계를 가지고 있는 회사들이다. 이번 사업구조 재편과 무관하게 핵심사업군으로 계속 유지할 계획이다.

12. 지주회사 개념이 아니더라도 정부의 승인을 받았다고 해석해도 되는 것인가?

→ 지주회사가 성립되려면 지주회사 요건을 갖춰야한다. 사업구조, 출자구조 재편으로 순환출자구조를 해소하기 때문에 정부의 승인은 필요없다

13. 존속 모비스에 현금 6조가 다 귀속되는가?

→ 현재 현대모비스의 국내 보유 현금성 자산은 7조, 해외 보유 현금성 자산은 2조정도이다. 그 중 2.5조가 분할 모비스로 이전되고 약 6.6조정도가 남는다.

14. 다른 지주사 전환 케이스와 다르게 배당성향에 대한 언급이 없다. 구조개편 후 존속 모비스 등 계열사 배당성향에 대한 가이던스 공유 부탁드린다.

→ 모비스 입장에서는 주주친화경영 목표 하에 2월 자율공시로 FCF의 20~40% 배당을 지속적으로 실시하겠다고 공시한바 있다. 글로비스도 안정적으로 배당성향을 유지하고 중장기적으로 글로벌 업체 수준의 배당성향을 보일 것이다. 추후 글로비스에서도 배당정책을 수립해서 보고할 것이다.

15. 지주비율 관련이다. 17년말 기준 존속 모비스 자산가치는 약 17조정도로 추정된다. 이 경우 현대차 지분 20.8%만 고려해도 8조이다. 지주비율에 대한 추가적 설명 부탁드린다.

→ 현대차 주식의 시가총액 고려시 존속 모비스가 현대차의 지분 20.8%를 가지고 있기 때문에 시가법으로 약 7조정도로 평가된다. 하지만 관계사 주식이기 때문에 시가법 평가가 아닌 지분법 평가를 해야 되기 때문에 약 4조정도로 평가된다. 이렇게 계산되어 약 20%정도이다.

16. 대주주보유 합병 글로비스 주식과 기아차 보유 존속 모비스 주식 교환, 대주주의 계열사 보유 존속 모비스 지분 매입 시기은 대략 언제쯤인가?

→ 존속 모비스 주식과 합병 글로비스 주식 교환 시기는 7월말 이후 기아차 투명경영 위원회와 이사회에서 투자 시기, 규모를 결정해 이루어질 것으로 예상된다.

17. 대주주의 존속 모비스 지분구성은 어떻게 되는가?

→ 개인지분구성에 대한 문제는 개인들이 결정할 문제이기 때문에 답변하는 것은 부적절하다고 생각한다.

18. 지금까지 모비스의 핵심부품 성장 기반은 AS부문이 Cash cow 역할을 했기 때문이다. AS부문의 글로비스 이전 후 어떤 식으로 핵심부품 분야를 성장시킬 계획인가?

→ 존속 모비스의 경우 연결 부채비율이 43%정도이다. 이와 더불어 17년말 기준 유동성 자산을 7조정도 보유하고 있기 때문에 R&D투자는 별 무리가 없을 것이다. 2017년 존속 모비스 4.7%의 이익률은 회계기준상 모든 R&D비용을 즉시 다 비용화한 수치이며 타사에 비해 이익구조도 좋은 상황이라고 판단된다.

Appendix. 현대모비스/글로비스 분할합병 주요일정

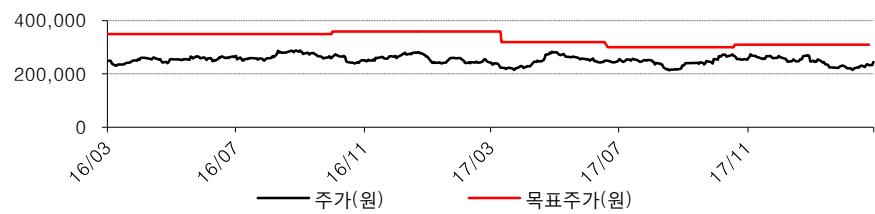
<그림 8> 현대모비스/글로비스 분할합병 주요일정

주요일정	일자	비고
이사회결의일	03.28일	● 증권신고서, 주요사항보고서 제출
주주확정기준일	04.12일	
합병반대의사 통지 접수기간	05.14일 ~ 05.28일	
임시주주총회	05.29일	
주식매수청구권 행사기간	05.29일 ~ 06.18일	● 주식매수청구 한도 - 모비스 : 20,000억 - 글로비스 : 5,000억
주식매수청구대금지급(예정)	06.28일	
채권자이의제출기간 / 구주권 제출기간	05.29일 ~ 06.29일	
분할합병기일	07.01일	● 분할합병 등기 7월 2일
모비스 매매거래 정지기간(예정)	06.28일 ~ 07.27일	● 글로비스는 매매거래 정지기간 없음
추가상장/변경상장(예정)	07.30일	

* 상기 일정은 관계법령상의 인허가, 승인 및 관계기관과의 협의 등의 사정에 의해 변경 될 수 있음

자료: 현대모비스, 하이투자증권

현대모비스(012330)



일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	고리율		일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	고리율	
				평균주 가대비	최고(최저) 주가대비					평균주 가대비	최고(최저) 주가대비
2016-10-28	Buy	360,000	6개월	-29.1%	-21.5%						
2017-04-07	Buy	320,000	6개월	-21.8%	-11.6%						
2017-07-17	Buy	300,000	1년	-18.5%	-9.0%						
2017-11-15	Buy	310,000	1년								

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 고태봉, 강동욱)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.1 %	6.9 %	-