

현대모비스 (012330)

모든 걸 집어삼킨 분할합병 이슈

실적은 2Q 이후 개선. 분할합병은 중장기 접근

현대모비스에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 29만원을 유지한다. 1분기 실적은 주 고객사들의 출하가 둔화되면서 시장 기대치대비 소폭 하회할 것이다. 실적 측면만 보면, 완성차 출하가 2분기 이후 낮은 기저와 신차 투입으로 회복되면서 모듈 부문이 개선되고, AS 부문은 주요 시장의 호조에 힘입어 높은 수익성에 기반한 현금 창출이 지속된다. 전기차 부품과 ADAS 등 선행기술 개발에 대한 투자도 지속된다. 하지만, 7월 1일로 예정된 분할합병 이슈가(주총은 5월 29일) 당분간 추가흐름을 좌우할 것인데, 관련해서 주주들에게는 단기 부정적이고, 중장기로는 중립 이상의 변화가 예상된다.

1Q18 Preview: 영업이익률 6.1% 전망

1분기 실적은 시장 기대치를 소폭 하회할 것이다(영업이익 기준 -3%), 매출액/영업이익은 각각 5%/19% (YoY) 감소한 8,800원/5,404억원(OPM 6.1%, -1.1%p (YoY))으로 예상된다. 주 고객사인 현대/기아의 전체 출하가 5% (YoY) 감소하면서 현대모비스의 단순모듈 매출액은 7% (YoY) 감소하고, 주 납품지역인 한국/중국에서 현대/기아 출하가 4% (YoY) 감소하면서 핵심부품 매출액도 4% (YoY) 감소할 것이다. AS 매출액은 미주/유럽/기타 지역에서 UIO 증가로 물량은 늘지만, 원화 강세의 부정적 영향으로 매출액은 3% (YoY) 감소할 것으로 예상된다. 영업이익률은 전년 동기대비 1.1%p (YoY) 하락한 6.1%로 전망된다. 모듈/AS 부문 각각 1.1%/24.5%로 예상된다. 가동률 하락과 원/달러 환율의 하락에 따른 부정적 영향 때문이다. 지분법이익도 현대차의 이익감소 여파로 부진할 것이다.

분할합병 비율은 불리. 장기로는 기업가치 상승할 것

지난 3월 28일 현대모비스는 한국 내 단순모듈과 AS부품 법인을 인적분할해 현대글로벌비스와 합병하기로 결정했다. 존속 현대모비스는 핵심부품과 투자사업(해외 법인 포함)을 영위한다. 이후 대주주 및 계열사간 지분 양수도 등을 통해 존속 현대모비스, 완성차, 개별 사업군의 지배구조가 확립될 예정이다. 분할합병 비율이 현대모비스 주주들에게는 불리하다는 판단인 바, 이전 리포트에서 밝힌 것과 같이 분할/합병 효과만을 고려한 단기 투자로는 현대글로벌비스의 기업가치 상승, 반대로 존속 현대모비스는 하락이 예상된다. 하지만, 분할합병 이후 중장기 투자의 관점에서 보면, 현재 현대모비스 1주 당 존속 현대모비스(0.79주)와 합병 현대글로벌비스(0.61주)를 모두 소유하게 되기 때문에 기업가치 변동은 상쇄될 수 있다. 또한, 현대모비스/현대글로벌비스 모두 독자적인 경쟁력 강화도 시도될 것이다. 즉, 지배구조 개선안이 주총을 통과할 가능성이 높다면, 단기 투자자는 현대글로벌비스, 장기 투자자는 현대글로벌비스/현대모비스 주식을 모두 매수해도 된다. 개선안이 주총에서 부결되면, 주가는 단기 하락하겠지만 이후 가장 많은 대안에서 현대모비스의 주식을 매수하는 것이 유리하다는 판단이다(자세한 내용은 3월 30일자 당사 리포트 참고).

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 290,000원 | CP(4월 9일): 260,500원

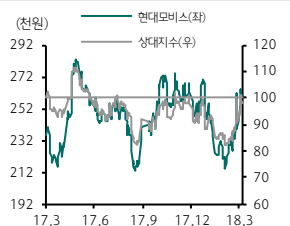
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,444.08
52주 최고/최저(원)	283,000/213,500
시가총액(십억원)	25,358.1
시가총액비중(%)	2.11
발행주식수(천주)	97,343.9
60일 평균 거래량(천주)	362.7
60일 평균 거래대금(십억원)	88.2
18년 배당금(예상, 원)	3,600
18년 배당수익률(예상, %)	1.38
외국인지분율(%)	48.39
주요주주 지분율(%)	
기아자동차 외 3인	30.17
국민연금	9.84
주가상승률	1M 6M 12M
절대	17.6 8.5 16.3
상대	18.3 6.3 2.4

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	37,361.6	39,968.6
영업이익(십억원)	2,463.2	2,795.1
순이익(십억원)	2,563.4	2,885.0
EPS(원)	26,317	29,605
BPS(원)	335,989	362,449

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	38,261.7	35,144.6	35,928.1	37,561.3	38,875.9
영업이익	십억원	2,904.7	2,024.9	2,360.2	2,505.2	2,592.9
세전이익	십억원	4,111.2	2,734.4	3,282.2	3,475.4	3,616.4
순이익	십억원	3,037.8	1,568.2	2,426.4	2,569.3	2,673.4
EPS	원	31,205	16,109	24,925	26,393	27,463
증감률	%	(0.6)	(48.4)	54.7	5.9	4.1
PER	배	8.46	16.33	10.45	9.87	9.49
PBR	배	0.89	0.86	0.80	0.75	0.70
EV/EBITDA	배	5.94	7.17	5.81	5.12	4.47
ROE	%	11.23	5.43	8.00	7.91	7.69
BPS	원	296,189	304,416	325,936	348,728	372,391
DPS	원	3,500	3,500	3,600	3,800	4,000



Analyst 송선재
02-3771-7512
sunjae.song@hanafn.com

RA 신동하
02-3771-7794
asdfhjkl@hanafn.com

표 1. 현대모비스 분기실적

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	16	17	18F	19F
매출액	9,268	8,282	8,773	8,822	8,795	9,087	8,866	9,181	38,262	35,145	35,928	37,561
모듈	7,512	6,657	6,984	7,108	7,085	7,527	7,108	7,502	31,575	28,261	29,221	30,446
AS부품	1,756	1,625	1,789	1,714	1,711	1,560	1,758	1,679	6,687	6,884	6,707	7,115
(YoY)												
매출액	(1)	(16)	0	(14)	(5)	10	1	4	6	(8)	2	5
모듈	(2)	(19)	(2)	(17)	(6)	13	2	6	6	(10)	3	4
AS부품	6	(1)	9	(1)	(3)	(4)	(2)	(2)	6	3	(3)	6
영업이익	669	492	544	319	540	642	530	647	2,905	2,025	2,360	2,505
모듈	251	84	93	(119)	121	252	91	211	1,398	308	675	718
AS부품	418	409	451	452	419	390	440	436	1,506	1,730	1,685	1,788
(YoY)												
영업이익	(7)	(37)	(25)	(53)	(19)	30	(3)	103	(1)	(30)	17	6
모듈	(28)	(80)	(73)	(143)	(52)	201	(3)	(277)	(12)	(78)	119	6
AS부품	12	15	20	12	0	(5)	(3)	(3)	13	15	(3)	6
영업이익률 (%)	7.2	5.9	6.2	3.6	6.1	7.1	6.0	7.1	7.6	5.8	6.6	6.7
모듈	3.3	1.3	1.3	(1.7)	1.7	3.4	1.3	2.8	4.4	1.1	2.3	2.4
AS부품	23.8	25.1	25.2	26.4	24.5	25.0	25.0	26.0	22.5	25.1	25.1	25.1
세전이익	963	690	738	343	740	899	750	893	4,111	2,734	3,282	3,475
세전이익률 (%)	10.4	8.3	8.4	3.9	8.4	9.9	8.5	9.7	10.7	7.8	9.1	9.3
순이익	762	482	482	(169)	547	665	555	661	3,047	1,558	2,429	2,572
순이익률 (%)	8.2	5.8	5.5	(1.9)	6.2	7.3	6.3	7.2	8.0	4.4	6.8	6.8
지배주주순이익	761	481	482	(156)	547	664	555	660	3,038	1,568	2,426	2,569

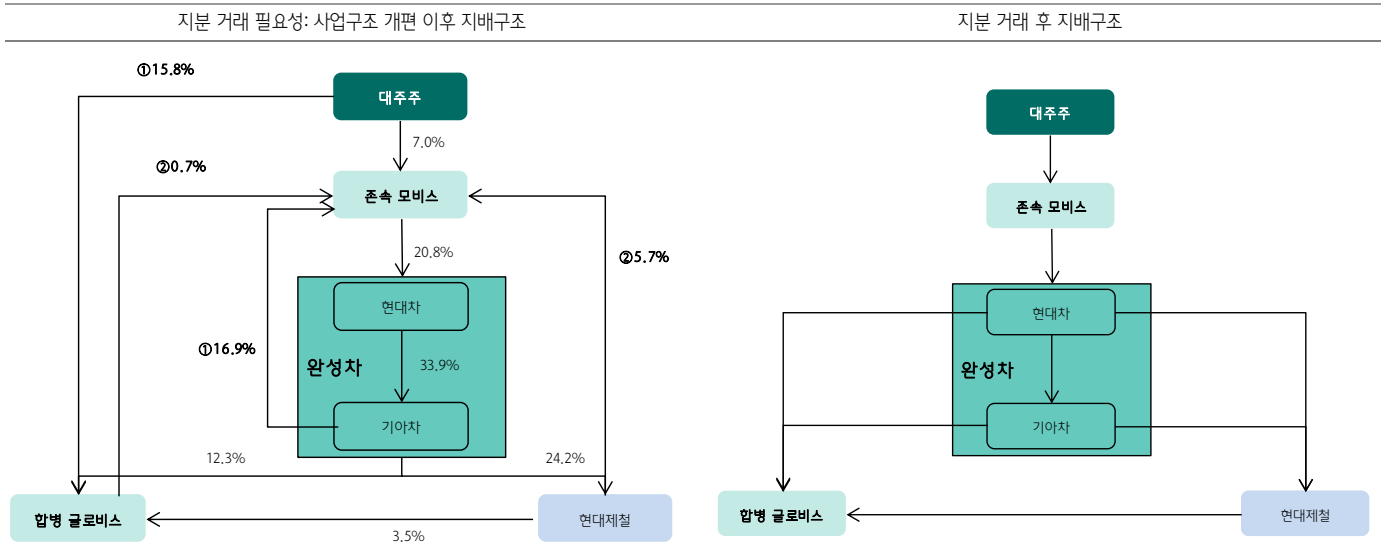
자료: 현대모비스, 하나금융투자

표 2. 분할 합병 관련 주요 일정 요약

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

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

그림 1. 모비스-글로벌비스 분할 합병 및 스왑 이후 지배구조 변화



- ① 대주주 보유 합병글로벌비스 주식과 기아차 보유 존속모비스 주식 교환
- ② 대주주는 계열사가 보유한 존속모비스 주식을 추가 매입
 -> 순환출자 및 일감몰아주기 논란 해소

존속모비스-완성차-개별 사업군 지배구조 확립

자료: 현대모비스, 현대글로벌비스, 하나금융투자,

추정 재무제표

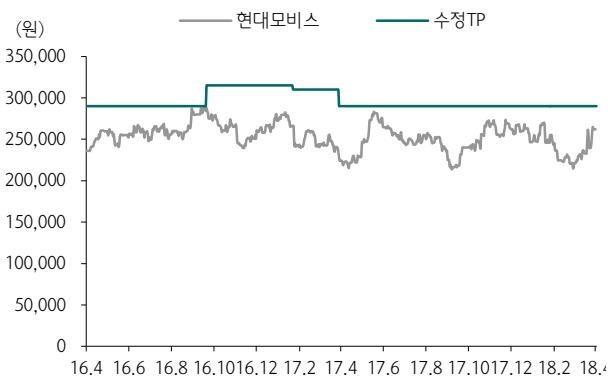
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	38,261.7	35,144.6	35,928.1	37,561.3	38,875.9
매출원가	32,966.0	30,679.4	31,014.5	32,406.1	33,540.3
매출총이익	5,295.7	4,465.2	4,913.6	5,155.2	5,335.6
판매비	2,391.0	2,440.3	2,553.5	2,650.0	2,742.8
영업이익	2,904.7	2,024.9	2,360.2	2,505.2	2,592.9
금융손익	174.6	59.3	82.1	106.0	138.5
중속/관계기업손익	1,090.0	685.1	868.8	894.9	912.7
기타영업외손익	(58.2)	(35.0)	(28.9)	(30.7)	(27.7)
세전이익	4,111.2	2,734.4	3,282.2	3,475.4	3,616.4
법인세	1,063.9	1,176.7	853.4	903.6	940.3
계속사업이익	3,047.3	1,557.7	2,428.8	2,571.8	2,676.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	3,047.3	1,557.7	2,428.8	2,571.8	2,676.1
비배주주지분 순이익	9.5	(10.4)	2.4	2.6	2.7
지배주주순이익	3,037.8	1,568.2	2,426.4	2,569.3	2,673.4
지배주주지분포괄이익	3,173.9	1,129.1	2,451.6	2,595.9	2,701.2
NOPAT	2,153.0	1,153.6	1,746.5	1,853.9	1,918.7
EBITDA	3,551.0	2,734.8	3,065.8	3,207.1	3,310.4
성장성(%)					
매출액증가율	6.2	(8.1)	2.2	4.5	3.5
NOPAT증가율	0.3	(46.4)	51.4	6.1	3.5
EBITDA증가율	2.2	(23.0)	12.1	4.6	3.2
영업이익증가율	(1.0)	(30.3)	16.6	6.1	3.5
(지배주주)순이익증가율	(0.6)	(48.4)	54.7	5.9	4.1
EPS증가율	(0.6)	(48.4)	54.7	5.9	4.1
수익성(%)					
매출총이익률	13.8	12.7	13.7	13.7	13.7
EBITDA이익률	9.3	7.8	8.5	8.5	8.5
영업이익률	7.6	5.8	6.6	6.7	6.7
계속사업이익률	8.0	4.4	6.8	6.8	6.9
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	31,205	16,109	24,925	26,393	27,463
BPS	296,189	304,416	325,936	348,728	372,391
CFPS	40,494	30,367	28,759	30,204	31,259
EBITDAPS	36,477	28,093	31,493	32,944	34,006
SPS	393,042	361,021	369,070	385,846	399,351
DPS	3,500	3,500	3,600	3,800	4,000
주가지표(배)					
PER	8.5	16.3	10.5	9.9	9.5
PBR	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
PCFR	6.5	8.7	9.1	8.6	8.3
EV/EBITDA	5.9	7.2	5.8	5.1	4.5
PSR	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
재무비율(%)					
ROE	11.2	5.4	8.0	7.9	7.7
ROA	7.6	3.8	5.6	5.6	5.5
ROIC	16.8	8.8	13.5	14.0	14.1
부채비율	46.1	42.2	41.1	40.2	38.9
순부채비율	(16.3)	(20.6)	(24.2)	(26.7)	(29.5)
이자보상배율(배)	69.5	40.4	50.3	53.4	52.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	18,263.1	18,217.8	20,426.7	22,420.8	24,531.3
금융자산	7,976.8	9,135.1	10,526.3	12,070.3	13,818.6
현금성자산	2,049.3	2,407.9	3,649.0	4,880.5	6,377.1
매출채권 등	7,234.6	6,173.9	6,853.7	7,165.3	7,416.1
재고자산	2,830.1	2,690.3	2,821.8	2,950.0	3,053.3
기타유동자산	221.6	218.5	224.9	235.2	243.3
비유동자산	23,448.5	23,519.0	23,951.1	24,776.0	25,458.1
투자자산	13,738.8	14,024.9	14,337.6	14,989.3	15,514.0
금융자산	43.0	80.6	82.4	86.2	89.2
유형자산	8,516.4	8,206.4	8,323.8	8,495.3	8,651.6
무형자산	961.0	957.0	959.0	960.6	961.9
기타비유동자산	232.3	330.7	330.7	330.8	330.6
자산총계	41,711.6	41,736.8	44,377.8	47,196.8	49,989.4
유동부채	8,833.4	7,893.2	8,256.1	8,612.5	8,900.1
금융부채	1,644.2	1,746.3	1,477.1	1,535.3	1,582.8
매입채무 등	6,319.0	5,341.1	5,960.1	6,231.0	6,449.1
기타유동부채	870.2	805.8	818.9	846.2	868.2
비유동부채	4,320.2	4,484.6	4,666.4	4,908.5	5,108.4
금융부채	1,675.6	1,327.9	1,439.3	1,534.8	1,616.6
기타비유동부채	2,644.6	3,156.7	3,227.1	3,373.7	3,491.8
부채총계	13,153.6	12,377.9	12,922.5	13,521.1	14,008.5
지배주주지분	28,494.5	29,295.4	31,390.3	33,609.1	35,912.7
자본금	491.1	491.1	491.1	491.1	491.1
자본잉여금	1,405.0	1,407.2	1,407.2	1,407.2	1,407.2
자본조정	(360.0)	(360.0)	(360.0)	(360.0)	(360.0)
기타포괄이익누계액	(562.4)	(1,023.0)	(1,023.0)	(1,023.0)	(1,023.0)
이익잉여금	27,520.9	28,780.1	30,875.0	33,093.8	35,397.3
비지배주주지분	63.5	63.6	65.0	66.6	68.2
자본총계	28,558.0	29,359.0	31,455.3	33,675.7	35,980.9
순금융부채	(4,657.0)	(6,060.9)	(7,609.9)	(9,000.3)	(10,619.2)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	2,017.8	1,948.7	2,219.8	2,445.4	2,538.1
당기순이익	3,047.3	1,557.7	2,428.8	2,571.8	2,676.1
조정	263.9	854.4	(93.7)	(121.3)	(133.9)
감가상각비	646.3	709.8	705.6	701.9	717.5
외환거래손익	(45.0)	33.6	69.5	71.7	61.3
지분법손익	(1,090.0)	(684.8)	(868.8)	(894.9)	(912.7)
기타	752.6	795.8	(0.0)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(1,293.4)	(463.4)	(115.3)	(5.1)	(4.1)
투자활동 현금흐름	(2,124.5)	(1,065.5)	(489.4)	(1,017.2)	(800.9)
투자자산감소(증가)	153.7	604.1	555.1	242.1	387.1
유형자산감소(증가)	(1,281.1)	(660.7)	(750.0)	(800.0)	(800.0)
기타	(997.1)	(1,008.9)	(294.5)	(459.3)	(388.0)
재무활동 현금흐름	(336.3)	(395.5)	(489.3)	(196.8)	(240.6)
금융부채증가(감소)	11.1	(245.6)	(157.8)	153.7	129.3
자본증가(감소)	12.3	2.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(28.0)	180.4	0.0	0.0	0.0
배당지급	(331.7)	(332.5)	(331.5)	(350.5)	(369.9)
현금의 증감	(443.0)	357.1	1,141.1	1,231.4	1,496.6
Unlevered CFO	3,942.0	2,956.1	2,799.6	2,940.3	3,043.0
Free Cash Flow	721.7	1,271.9	1,469.8	1,645.4	1,738.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

현대모비스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.4.6	BUY	290,000		
17.1.30	BUY	310,000	-20.47%	-15.81%
16.9.28	BUY	315,000	-16.15%	-9.84%
16.4.27	BUY	290,000	-10.12%	-0.69%
16.1.11	BUY	280,000	-11.32%	-3.21%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.7%	8.7%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 4월 6일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 04월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2018년 04월 10일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.