



▲ 자동차/타이어

Analyst 김준성
02. 6454-4866
joonsung.kim@meritz.co.kr

Analyst 은경완
02. 6454-4870
kw.eun@meritz.co.kr

Overweight**Top Picks**

현대차(005380)	Buy	220,000원
-------------	-----	----------

관심종목

현대모비스(012330)	Buy	270,000원
기아차(000270)	Buy	57,000원

자동차

지배구조 개편과 실적, 그 안의 퍼즐 맞추기

- ✓ 현대차그룹 지배구조 개편, 모비스 분할 여부에 따라 2가지 시나리오 가능
- ✓ 1) 공정성 · 빠른 의사결정 위해선 현대차 지분 모비스 현물출자 방안이, 2) 오너가 비용 부담 완화엔 18년 개편안 수정 · 재추진이 유리. 현대차 · 글로비스 수혜 전망
- ✓ 성공적 지배구조 개편 위한 선결조건, 실적 개선과 미래 성장동력 구체화 지속 전망
- ✓ 업종에 대한 Overweight 투자의견 유지

현대차그룹 지배구조 시나리오 재점검

현대차그룹 지배구조 개편에 대한 관심이 재차 높아지고 있다. 경영승계를 마무리 한 정의선 회장 입장에선 오너경영인으로서의 정당성 확보를 위한 모비스 지배권이 필요하다. 모비스 분할 여부에 따라 2가지 시나리오로 나뉘며 1) 공정성과 빠른 의사결정을 위해선 현대차 지분 모비스 현물출자 방안이, 2) 오너가 비용 부담 완화엔 18년 개편안 수정 및 재추진이 유리하다. 지배구조 관점에서 각각의 경우 단기 수혜주는 현대차와 현대글로비스다.

성공적 지배구조 개편 위한 선결조건, 실적 개선과 미래 성장동력 구체화

지난 18년 3월에도 확인할 수 있었던 바와 같이, 지배구조 개편 성공을 위해서는 주주 동의가 선결 조건이다. 그리고 주주 동의를 얻기 위한 이상적 방안은 실적 개선과 미래 성장 가시성에 구체화를 통한 기업 가치 상승이다. 21년 이후 지배구조 개편의 중심 축 3사의 미래 성장 동력 확보 막그림은 이미 충만하다. 공격적 투자 확대를 통해 현대차 (2세대 BEV 라인업 출시, FOTA · 집중형 Architecture 기반 서비스 비즈니스 모델 개시), 모비스 (e-GMP 라인업에 대한 BMS 공급, 타OE에 대한 BEV 파워트레인 수주 확보), 글로비스 (BEV 충전소 운영, 수소 운반 인프라 구축, BEV 배터리 리스사업 개시, 중고차 거래 플랫폼 공개) 모두 새로운 성장 근거의 구체화를 공개해둔 상황이다. 본격적 지배구조 개편 과정의 시작은 이들 성장 동력의 발현이 현실화되는 1Q21이라고 판단한다.

원화강세 우려 확대, 그러나 중장기 실적 결정 변수는 영업지표의 방향성

중장기 실적 결정 변수는 환율이 아닌 영업지표 방향성이다. 원화강세가 지속됐던 09~13년 업종 실적은 가동률 상승 · 인센티브 축소 통해 가파른 상승세를 기록했다. 반대로 원화약세가 이어졌던 14~16년, 업종 이익 방향성은 영업지표 훼손으로 부진했다. 업종 전반의 실적 방향성 가능자인 현대 · 기아차 영업지표는 21년에도 개선세가 지속될 전망이다. 19년 · 20년 확인된 성공적 신차 효과는 1) 최대 볼륨모델 투싼 · 아반떼의 글로벌 주요 시장 판매 개시, 2) 신규 SUV 라인업 (A · B · E) 생산능력 확장 및 신규 시장 진출, 3) 제네시스 라인업 확장 및 해외 시장 판매 확대, 4) BEV 라인업 및 판매 증가 통한 수익 기여를 통해 더욱 확대될 예정이다.

Part 1. 현대차그룹 지배구조 시나리오 재점검

높아진 지배구조 개편의 '당위성'

지난 14일, 정의선 현대자동차 그룹 수석 부회장이 회장으로 선임됐다. '18년 8월 수석 부회장으로 취임한지 2년 만이다. 이에 시장의 관심도 3세 경영 체제 완성을 위한 지배구조 개편 시나리오 찾기에 분주해진 모습이다.

논란이 많은 공정경제 3법도 현대차 지배구조 개편 기대감을 부추길 요인이다. 재계의 반발이 심하긴 하나 여당과 대통령의 공정경제 실현 의지가 확고한 만큼 투자자 입장에선 통과 가능성은 열어두는 것이 합리적인 접근이다.

상기 법안이 당장의 현대차 지배구조에 미칠 영향은 사익편취 규제대상 지분율 요건 강화다. 일명 일감몰아주기 규제로 법안 통과 후 2년 내 오너가가 보유한 현대글로비스 지분 29.9% 중 10% 이상의 지분 매각이 강제된다.

최근 현대글로비스의 가파른 주가 상승도 이와 무관하지 않다고 본다. 본업인 물류 회복 기대감의 영향도 있겠으나, 전기차 충전소 및 수소 공급망 구축, 중고차 시장 진출 등의 행보는 주가 부양 움직임으로 해석되기에 충분한 재료들이다.

물론 이러한 접근이 현상의 원인과 결과를 단순화시키고 거대담론으로 몰아가는 귀납적인 탐다운 분석의 오류일 수 있다. 다만 우리는 대내외적인 환경 변화를 감안시 과거대비 지배구조 개편의 '당위성'이 높아졌다는 점을 강조하고 싶다.

표1 공정경제 3법 제·개정안 주요 내용

상법	<ul style="list-style-type: none"> 다중 대표 소송제 도입: 일정 비율* 이상의 주식을 보유한 모회사 주주도 자회사 이사를 상대로 현행 상법상 소송 제기 가능 감사위원 분리 선출: ① 감사위원이 되는 이사 선출 단계에서부터 다른 이사들과 분리 선임, ② 상장회사의 감사위원 선임 및 해임 시, 최대주주(특수 관계인 등 합산) · 일반주주의 3% 초과 주식에 대하여 의결권 제한 불합리·불명확한 법령 정비: ① 전자투표 실시 통해 주총 참여 제고한 회사에 한해 감사 등 선임 시 '출석 주주의결권의 과반수'만으로 의결 요건 완화, ② 사실상 직전 영업 연도 말일을 배당 기준일로 전제한 규정(상법 제350조 제 3항)을 삭제, ③ 상장회사의 소소주주권 행사 요건을 일반 규정(비상장: 주식 3% 이상 보유)과 상장회사 특례규정(상장: 주식 1% + 6개월 이상 보유) 중 선택할 수 있도록 명확히 규정
공정거래법	<ul style="list-style-type: none"> 집행 체계 개편: ① 전속고발제 폐지, ② 형별 정비, ③ 사인의 금지 청구제 도입, ④ 자료 제출 명령제 도입, ⑤ 과징금 상한 2배 상향 기업집단 규율 법제 개선: ① 사익편취 규제 대상 총수일가 지분 기준 20%로 일원화, ② 신규 지주회사 지분을 요건 강화(상장 30% · 비상장 50%), ③ 공의 법인 보유 계열사 지분 의결권 금지(상장사의 경우 특수 관계인 합산 15% 한도 내 허용) 혁신 경쟁 촉진: ① (벤처 지주회사) 설립 요건 및 행위 제한 규제를 대폭 완화, ② (기업결합) 피취득회사 매출액이 신고 기준에 미달하더라도 인수가액이 큰 경우 신고 의무 부과, ③ (정보 교환) 효과적으로 규율할 수 있도록 법률상 추정 조항과 금지되는 행위 유형 보완 법 집행 절차 투명성 강화: 공정위 조사 · 심의 받는 사업자에 대한 변호인 조력권 명문화
금융그룹감독법	<ul style="list-style-type: none"> ① 감독 대상: 2개 이상의 금융회사를 보유하고, 자산 총액이 5조원 이상인 비(非)지주 금융그룹 ② 내부 통제 · 위험 관리 체계 구축 ③ 최소 자본 기준 이상 유지되도록 그룹 자본 비율 관리 ④ 금융 소비자 보호 등을 위한 필요 사항 금융당국에 보고 및 시장에 공시 ⑤ 자본 적정성 비율, 위험관리 실태평가 결과, 재무 상태 등이 일정 기준에 미달하는 경우 금융위는 금융그룹에 그룹 차원의 경영 개선 계획 제출 명령 부과

주: 상장(총발행 주식의 1%, 6개월 이상 보유), 비상장(총발행 주식의 1%)

자료: 공정위, 메리츠증권 리서치센터

‘정당성’ 확보를 위한 지배구조 개편

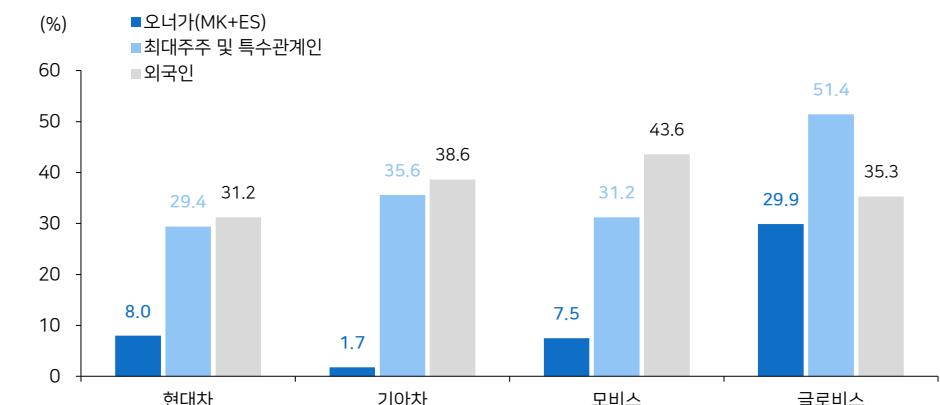
정의선 회장은 전문경영인이 아닌 오너경영인이다. 그런데 오너라고 하기엔 그룹 핵심 계열사 보유 지분이 미미하다. 특히 그룹 지배구조 정점에 위치한 현대모비스 지분율은 0.32%에 불과하다.

물론 향후 정몽구 명예회장 지분을 증여 또는 상속 받음으로써 현재의 지배권은 유지할 수 있다. 막대한 세 부담은 불가피하나 연부연납제도 활용, 일부 보유 지분 매각 등으로 충분히 대응 가능하다.

문제는 현재의 지배구조를 유지할 경우 각종 법 개정에 따른 외풍, 외국인 주주의 경영 간섭 등에 지속 노출된다는 점이다. 또한 국내 대기업집단 가운데 유일하게 남아있는 4개의 순환출자 고리 역시 여전한 숙제로 남는다.

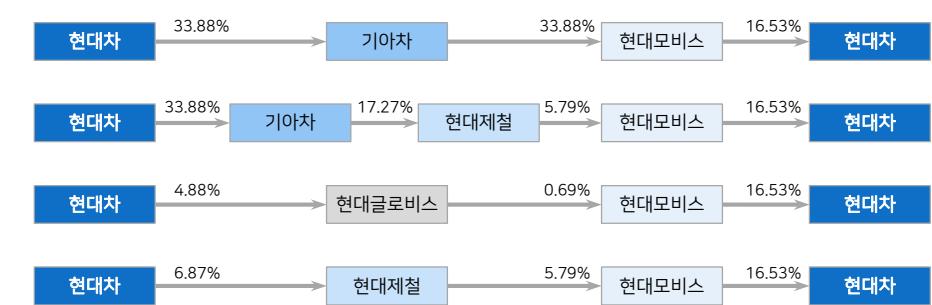
경영승계의 다음 수순은 지분승계다. 관련 질문에 ‘고민 중’이라며 말은 아꼈으나 시점은 멀지 않아 보인다. 우리는 정의선 회장이 그룹 지배구조 개편을 통해 지배권을 강화하는 동시에 오너경영인으로서의 ‘정당성’을 확보할 가능성에 주목한다.

그림1 현대차 그룹 핵심 계열사 보유 지분 현황



자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림2 현대차 그룹의 4개의 순환출자 고리



자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

효율성 보단 '공정성'이 중요

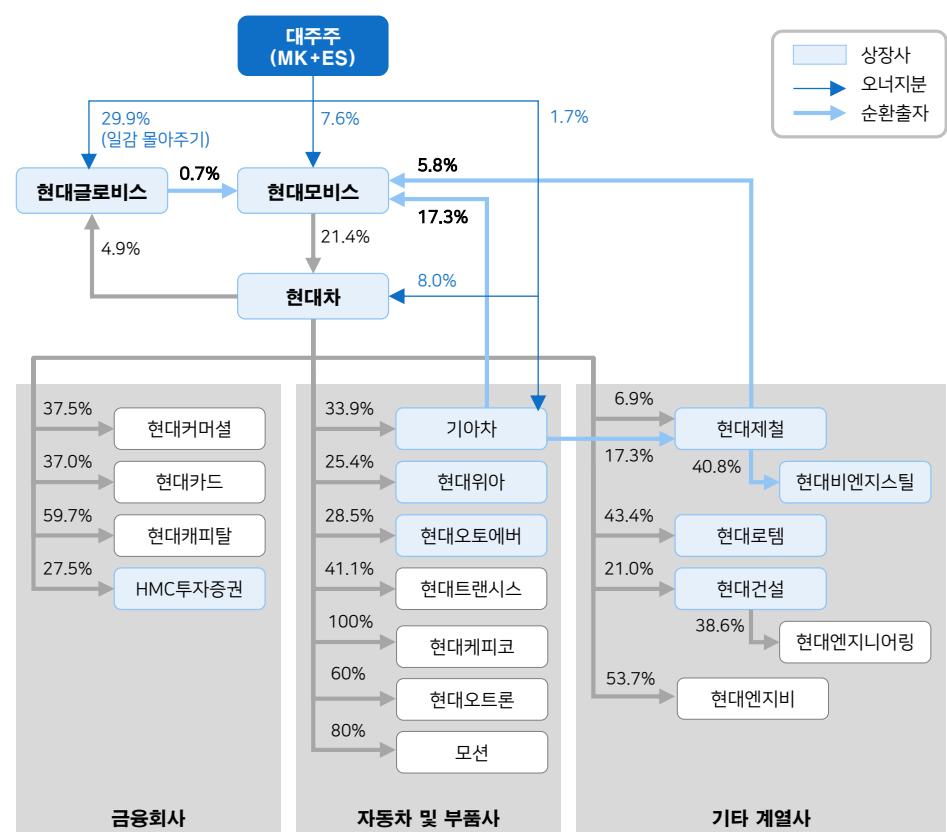
원론적으로 지배구조 개편의 목적은 둘 중 하나다. 오너가 지배권 승계 또는 그룹 경쟁력 강화 도모로 현대차 그룹의 경우 전자에 해당된다. 경쟁력 강화는 지배구조 개편 과정에서의 좋은 명분일 순 있겠으나 결코 목적은 아니라고 본다.

같은 의미로 오너경영인으로서의 정당성을 확보하기 위한 개편안의 전제조건은 '공정성'이다. 회장 취임사에서 자본시장과의 소통, 주주가치제고 등을 강조했던 만큼 효율성 보단 공정성에 방점을 둔 지배구조 개편안 제시가 필요하다.

시나리오에 대한 논의는 다양하나 결론은 비교적 명확하다. 현대차를 중심으로 계열사 정리가 마무리되어 있는 만큼 현대차의 최대주주인 현대모비스의 지분을 안정적으로 확보하는 것이 핵심이다.

결론이 명확한 만큼 방법론도 간단하다. 소위 정공법으로 정의선 회장이 현대모비스로 향하는 순환출자 지분 23.7%(약 5.2조원, 기아차 17.3% + 현대제철 5.8% + 현대글로비스 0.7%)을 직접 매입하면 모든 것이 자연스레 해결된다.

그림3 현대차 그룹 요약 지배구조



자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

문제는 돈이다. 현재 오너가(정몽구 명예회장 + 정의선 회장)가 보유하고 있는 지분가치(비상장 포함)는 약 8.5조원이다. 여기서 그룹 핵심 계열사인 현대차와 현대모비스를 제외하면 약 4.0조원으로 하락한다.

여기에 지분 매각 과정에서의 주가 하락, 세금 등을 감안하면 현재 오너가의 가용 현금은 약 3조원 내외인 셈이다. 필요한 5.2조원 대비 턱 없이 부족한 액수다. 현대차 그룹 입장에선 신의 한 수가 필요할 수 밖에 없는 현실적 이유다.

비록 무산됐으나 '18년에 제시했던 개편안도 부족한 자금력을 해결하는 방안 중 하나다. 1) 기아차 보유 현대모비스 지분은 현대글로비스 지분으로, 2) 현대제철 보유 현대모비스 지분은 직접 매입해 순환출자 및 일감몰아주기를 해소하려 했다.

그러나 당시 기아차 보유 현대모비스 지분가치는 4.3조원, 오너가의 현대글로비스 지분가치는 1.9조원으로 약 2.4조원의 차이가 존재했다. 현대차 그룹이 꺼낸 현대글로비스에게 유리한 분할·합병 비율 산정은 어쩔 수 없는 선택이었다.

표2 정몽구 명예회장 보유 지분가치 약 4.7조원

	회사	발행주식수 (주)	자기주식수 (주)	보유주식수 (주)	종가 (원)	지분율 (%)	자기주식비율 (%)	평가액 (억원)
상장사	현대모비스	95,054,694	1,617,535	6,778,966	229,000	7.13	1.70	15,524
	현대글로비스	37,500,000	0	2,517,701	184,500	6.71	0.00	4,645
	현대차	213,668,187	13,091,308	11,395,859	172,000	5.33	6.13	19,601
	현대제철	133,445,785	1,900,046	15,761,674	30,850	11.81	1.42	4,862
	소계							44,632
비상장사	현대엔지니어링*	7,595,341	348,335	355,234	735,000	4.68	4.59	2,611
	소계						2,611	2,611
	합계							47,243

주: 장외가격 준용

자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

표3 정의선 회장 보유 지분가치 약 3.8조원

	회사	발행주식수 (주)	자기주식수 (주)	보유주식수 (주)	종가 (원)	지분율 (%)	자기주식비율 (%)	평가액 (억원)
상장사	현대모비스	95,054,694	1,617,535	303,759	229,000	0.32	1.70	696
	현대글로비스	37,500,000	0	8,732,290	184,500	23.29	0.00	16,111
	현대차	213,668,187	13,091,308	5,598,478	172,000	2.62	6.13	9,629
	현대오토에버	21,000,000	0	2,010,000	68,000	9.57	0.00	1,367
	현대위아	27,195,083	531,095	633,354	41,900	2.33	1.95	265
	기아차	405,363,347	4,432,084	7,061,331	47,150	1.74	1.09	3,329
	소계							31,634
비상장사	현대엔지니어링*	7,595,341	348,335	890,327	735,000	11.72	4.59	6,544
	소계						6,544	6,544
	합계							38,178

주: 장외가격 준용

자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

지난 2년간 현대차 그룹의 3가지 변화?

개편안을 철회한 지 2년이 넘는 시간이 흘렀다. 그간 지배구조에 영향을 미칠 만한 이벤트는 크게 3가지로 1) 정의선 회장의 현대차, 현대모비스 지분 매입, 2) 현대모비스의 자사주 매입, 3) 현대글로비스 신 사업 진출 정도로 요약된다.

굳이 각각의 의미를 부여하자면 1)은 현대차 그룹의 지주회사 체제로의 전환 가능성에 힘을 실어 줄 수 있으며, 2~3)은 기업 분할 및 합병 과정에서 오너가의 지배력을 강화시킬 요인이다. 그러나 이는 어디까지나 짜맞추기 식의 억지 해석이다.

우선 정의선 회장의 현대차, 현대모비스 지분 매입은 지난 2~3월 폭락장에서 오너가의 주가 부양 의지를 내비친 단순 매입에 가깝다. 또한 최근 현대모비스의 자사주 매입은 '19년 주주들과 소통했던 3개년 주주환원정책 이행에 불과하다.

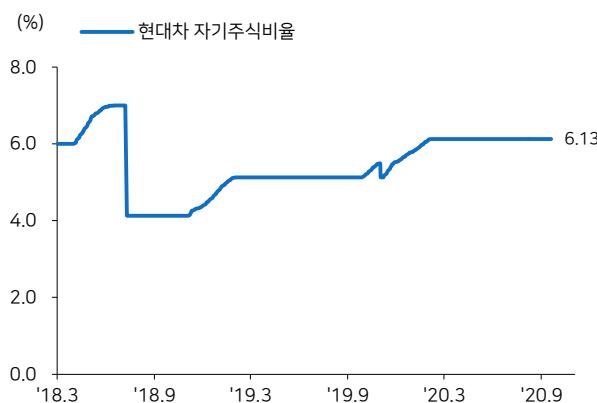
그나마 현대글로비스의 신사업 진출 정도만 지배구조 관점에서 유의미하다. 현대모비스 분할 후 합병, 주식 교환, 외부 매각 등 어떠한 형태로 지배구조 개편이 진행되더라도 현대글로비스 지분 가치가 상승할수록 오너에겐 유리하다.

표4 정의선 회장 현대모비스 지분 취득 내역

(주, 원, 억원, %)	매입주식수	매입단가	매입가액	지분율
2020.03.19	72,552	130,789	94.9	0.08
2020.03.20	33,826	132,825	44.9	0.11
2020.03.23	150,561	133,724	201.3	0.27
2020.03.24	29,770	141,901	42.2	0.30
2020.03.25	17,050	161,692	27.6	0.32
계	303,759	135,294	411.0	0.32

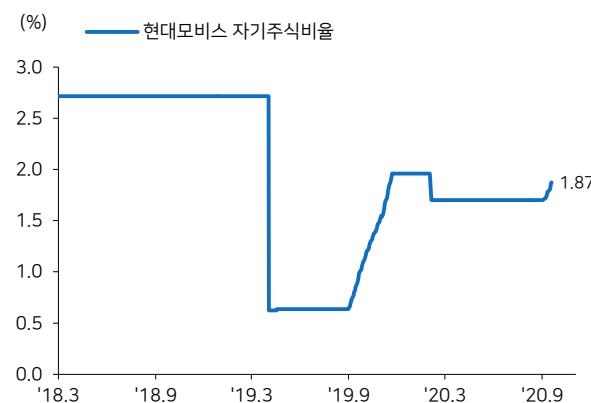
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 현대차 자기주식 비율 추이



자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림5 현대모비스 자기주식 비율 추이



자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

답보 상태인 지배구조 개편 시나리오

상황이 이렇다 보니 시장 및 언론에 언급되는 시나리오는 여전히 답보 상태다. 기존 개편안 수정 및 재추진이 가장 유력하다는 평가이며, 지주회사 전환, 현대글로비스 중심 개편 등의 소수론 역시 상존하고 있다.

현대차 그룹 역시 별 다른 묘수가 없어 보이는 상황에서 상기 시나리오들을 활용할 가능성이 높다. 다만 확실한 것은 1) 오너가 지분 활용에도 2) 공정성 논란과 3) 금융회사 매각 없이 4) 법 개정에 대응하는 방안이어야 한다는 점이다.

같은 맥락에서 현대차 그룹의 지주회사 전환 가능성은 설득력이 떨어진다. 조특법(제38조의 2) 일몰 대응, 보유 자사주 활용 등을 통한 비용 최소화에는 적합하나 금융계열사 매각이 강제된다는 점이 부담이다.

일각에서 제기하는 현대카드 IPO 및 금융계열사 독립 가능성에 대해서는 회의적인 입장이다. 글로벌 완성차 업체 대부분이 금융계열사를 소유하고 있는 상황에서 현대차 스스로 금융 경쟁력을 떨어뜨릴 의사결정을 내릴 가능성은 낮아 보인다.

이 외에 공정경제 3법에 포함된 자회사 행위요건 강화 규정도 불편한 요소다. 만약 상장 자회사 의무 보유 지분율이 기존 20%에서 30%로 상향될 경우 현대차(현재 21.4% 보유) 추가 지분 확보 부담이 발생할 소지가 있다.

표5 글로벌 완성차 업체 금융회사 소유 현황

그룹	주요 금융계열사	지분율(%)
Volkswagen AG	Volkswagen Bank GmbH	100.0
	Volkswagen Finacial Services AG	100.0
	Volkswagen Leasing GmbH	100.0
BMW AG	BMW Bank GmbH	100.0
	BMW Finance S.N.C	100.0
	BMW Auto Leasing	100.0
Daimler AG	Daimler Financial Services AG	100.0
	Daimierchrysler Bank GmbH	100.0
	Mercedes-Benz Leasing GmbH	100.0
	Mercedes-Benz Bank AG	100.0
	Mercedes-Benz Insurance Services	100.0
Toyota Motor Corporation	Toyota Financial Services	100.0
Generalal Motors Company	Generalal Motors Financial Company	100.0
	Auto Lease Finance Corp	100.0
Ford	Ford Bank GmbH	100.0
	Ford Leasing Corp	100.0
Hyundai Motor Company	Hyundai Capital Services, Inc	59.7
	Hyundai Card Corp	37.0
	Hyundai Commercial Inc.	37.5
	Hyundai Motor Securities	27.5

자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

그럼에도 최근 지주회사 전환 가능성성이 주목 받는 이유는 정의선 회장의 현대모비스 지분 0.32% 직접 취득 때문이다. 향후 현대차 그룹이 지주회사로 전환될 경우 조특법 과세특례를 적용 받기 위한 사전 작업이 아니냐는 주장이 그 근거다.

실제 지주회사 설립 시 현물출자에 따른 과세특례는 기존주주에게만 적용되는 사항이다. 즉, 현대모비스 중심 지주회사 체제를 염두해 뒀다면, 정의선 회장 입장에선 세금 절감 차원에서 현대모비스 주식이 필요했던 것은 사실이다.

그러나 이는 타 기업 오너들과 마찬가지로 지난 폭락장에서 오너가의 주가 부양 및 책임 경영 의지를 내비친 것에 가까워 보인다. 지주회사 체제가 가져올 부작용을 감안시 지나친 확대 해석은 경계할 필요가 있다.

그림6 조세특례제한법 제38조의2 내용

주식의 현물출자 등에 의한 지주회사의 설립 등에 대한 과세특례 中

현행

내국법인의 내국인 주주가 2021년 12월 31일까지 다음 각 호의 요건을 모두 갖추어 주식을 현물출자함에 따라 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」에 따른 지주회사를 새로 설립하거나 기존의 내국법인을 지주회사로 전환하는 경우 그 현물출자로 인하여 취득한 주식의 가액 중 그 현물출자로 인하여 발생한 양도차익에 상당하는 금액에 대하여는 대통령령으로 정하는 바에 따라 그 주주가 해당 지주회사의 주식을 처분할 때까지 양도소득세 또는 법인세의 과세를 이연받을 수 있다.

자료: 국세법령정보시스템, 메리츠증권 리서치센터

표6 지난 2~3월 오너가 자사주 취득 사례

(주, 원, 억원, %)	회사	매입주식수	매입단가	매입가액	지분율
정의선	현대모비스	303,759	135,294	411.0	0.32
정의선	현대자동차	442,333	70,353	311.2	0.21
정유경	신세계	50,000	274,395	137.2	0.51
김남구	한국금융지주	263,000	32,623	85.8	0.47
구동휘	LS	108,201	33,928	36.7	0.34
허태수	GS	85,608	38,470	32.9	0.09
구자은	LS	78,880	33,066	26.1	0.24
신동빈	롯데지주	47,400	21,052	10.0	0.05

자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

메리츠 시나리오 ①

요컨대 지배구조 개편의 성공 여부는 오너가의 부족한 자금력의 간극을 어떤 식으로 해소하느냐에 달려있다. 대다수의 주주가 동의하는 가운데 현대모비스 지분 매입 부담은 낮추고, 보유 지분 가치는 높여서 활용할 수 있는 방안이 필요하다.

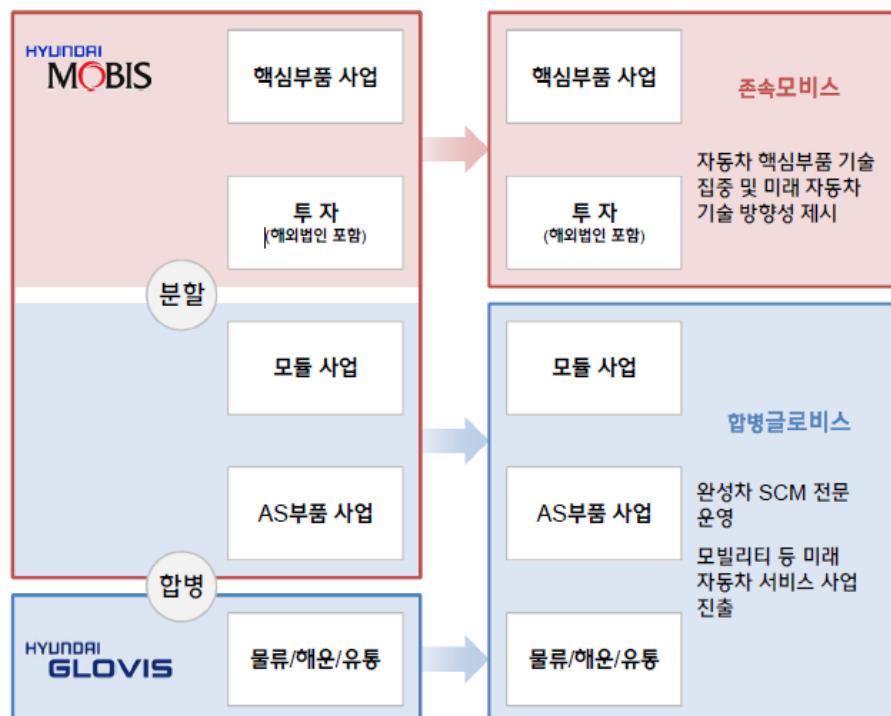
전자는 인위적인 주가 하락이 아닌 이상 기업 분할이 유일한 대안이며, 후자는 실적 개선, 신 사업 진출 등이 기업 가치 상승에 일조할 수 있다. 서두에 최근 현대글로비스 주가 상승을 본업 회복만의 영향으로 보고 있지 않는 상황적 배경이다.

오너가 높아진 보유 지분 가치를 활용하는 방안은 1) 외부 매각 후 현금화, 2) 기업 합병 재원, 3) 신주 배정 내지 지분을 확보를 위한 현물 출자, 4) 계열사 보유 지분과의 주식 교환 등 크게 4가지다.

이를 토대로 '18년 개편안을 복기하면 1) 현대모비스를 분할해 지분 매입 부담을 낮춘 상황에서, 2) 오너가 보유 현대글로비스 지분을 합병 재원으로 활용 후, 3) 기아차 보유 현대모비스 주식과의 교환을 통해 지배권 확보를 도모했던 셈이다.

결국 현대차 지배구조 시나리오를 예상함에 있어 가장 중요한 건 현대모비스 분할 여부이며, 보유 지분 가치 활용 방안은 종속 변수에 가깝다. 이에 우리는 분할 여부에 따른 2가지 시나리오를 제시하고자 한다.

그림7 '18년 현대차 그룹이 제시한 현대모비스/현대글로비스 분할·합병안



자료: 현대차 그룹, 메리츠증권 리서치센터

우선 현대모비스가 분할 하지 않는 경우다. 당사는 지난 '19년 3월, 'Huddle race'라는 제목의 보고서를 통해 관련 내용을 파악한 바 있다. 오너가의 부족한 자금 동원력의 한계를 현대차 지분을 통해 해소해 나갈 가능성에 주목했다.

현대모비스를 제외한 오너가의 지분 가치가 가장 큰 종목은 현대차다. 다만 주력 계열사인 탓에 외부 매각은 불가하고, 주식스왑은 상호출자로 엮인다. 또한 합병 재원으로 활용하기엔 보유 지분율이 8.0%에 불과해 희석 부담이 크다.

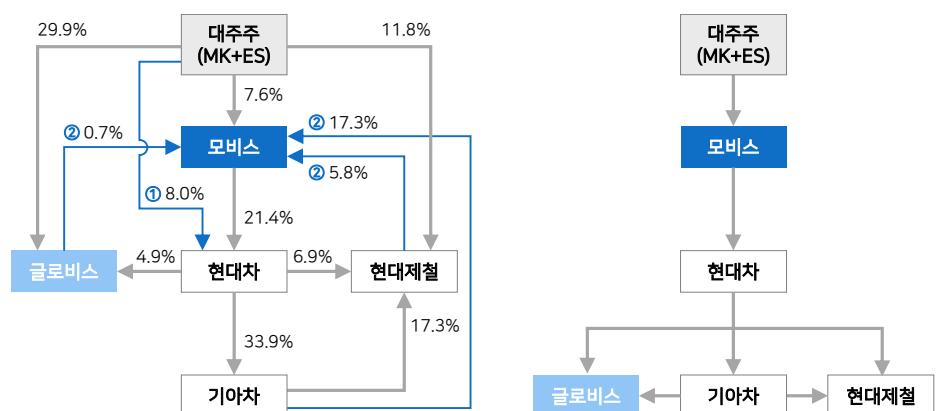
즉, 현대차 지분을 활용할 유일한 방법은 현물출자 뿐이다. 현대모비스에 현대차 주식을 현물출자 후 신주 배정을 받아 지배권을 강화하는 것으로 현 주가 기준 단순 계산시 약 13%의 추가 지분 취득이 가능하다.

이 후 1) 오너가 보유 현금, 2) 보유 지분(현대글로비스 2.1조원, 현대제철 0.5조원, 기아차 0.3조원 등) 매각 내지 주식 교환(ex. 기아차, 현대제철 보유 현대모비스 지분) 등을 통해 현대모비스 지배권을 강화, 현재의 지배권을 유지할 수 있다.

순환출자 지분 전부를 인수할 순 없기에 현대모비스 지분 일부 매각은 불가피하며, 오너가의 현대차 직접 지분 포기 등은 아쉬운 부분이다. 반면 현대모비스 중심의 지배구조 확립, 이사회 결의를 통한 빠른 의사결정 등은 장점인 시나리오다.

상기 시나리오 분석상 최선호주는 단연 현대차다. 현대차의 주가 상대 강도가 강할수록 현대모비스 지배권은 공고해진다. '19년 공격적인 실적 가이드라인 제시 후 빠르게 개선되고 있는 편더멘털 역시 이와 무관하지 않아 보인다.

그림8 현대차 지분을 활용한 지배구조 개편안 예시



① 오너가 보유 현대차 지분 모비스에 현물출자 후 모비스 신주 배정

② 오너가 직접 매입 또는 오너가 보유 현대글로비스, 현대제철 지분과 기아차 보유 현대모비스 지분 주식 스왑

자료: 현대차그룹, 메리츠증권 리서치센터

메리츠 시나리오 ②

두 번째로 현대모비스가 분할하는 경우다. '18년 제시했던 개편안을 보완하는 방안으로 1) 분할 부문(모듈 및 AS부품 사업) 재상장 후 현대글로비스와 합병 또는 2) 분할 비율(ex. 순자산가치에서 이익 기준으로 변경) 수정 등이 언급되고 있다.

문제는 '18년 당시 대부분의 의결권 자문기관이 분할·합병 '비율' 만이 아닌 '목적', '효과', '근거' 등에도 부정적 입장을 보였다는 점이다. 현대차 그룹이 2년이 넘는 시간을 장고하고 있는 것도 이에 대한 해답을 찾지 못했기 때문이다.

단순 방법론의 변경만으로는 주주 동의를 얻기에 한계가 있는 만큼 명확한 근거, 미래 비전 제시 등이 수반되어야 성공적인 분할이 가능하다. 그러나 부진한 주가가 대변하듯 아직까지 현대모비스의 뚜렷한 변화는 관찰되고 있지 않다.

즉, 현재로선 현대모비스의 분할 카드는 쉽사리 꺼내기 어려운 상황으로 판단된다. 재계 총수로서 이제 막 첫발을 내딛 정의선 회장 입장에서 투자자 신뢰 하락을 가져올 2번의 실패는 감당하기 어렵다.

표7 의결권 자문기관의 지배구조 개편안 반대 이유 Summary

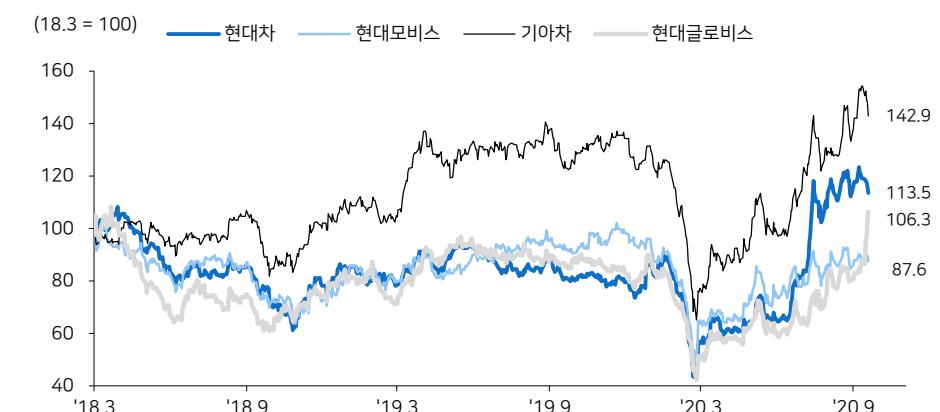
자문기관		반대 이유
국내	서스틴베스트	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 분할·합병의 비율과 목적 모두 모비스 주주 관점에서 설득력이 없다고 판단 ▶ 순환출자 해소를 위해 필요한 절차라고 평가하면서도, 합병비율 산정에서 존속부문의 주가수익배율(PER)이 분할부문에 비해 고평가 됐다고 주장 ▶ 합병 목적에 대해서도 "합병의 불가피한 이유가 존재하거나, 합병을 통해 기존의 구조에서 기대할 수 없던 큰 효익이 기대된다면 합병을 긍정적으로 볼 여지가 있다"면서도 "그러나 합병은 지배구조 개선에도 영향이 없으며, 합병 이후 합병글로비스의 시너지 효과 불분명 하다"고 언급 ▶ 중장기 사업전략에 대해서는 "낙관적인 전망과 목표만 있을 뿐 각 목표에 대한 근거제시가 미흡하다"고 주장
	대신지배구조연구소	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 분할합병 절차에 문제가 있다고 판단. 모비스에서 분할되는 사업 부문이 비상장회사로 간주되면서 공정가치를 평가 받지 못한다는 점을 지적 ▶ 분할되는 사업 부문을 시장에 상장해 가치를 제대로 평가 받고 나서 글로비스와 합병해야 주주 권익을 높일 수 있다고 의견 제시. 재상장 후 합병한다면 분할 부문을 비상장 법인화함에 따른 주주의 지위 변화(상장 주주에서 비상장 주주)가 나타나지 않고 벌류에이션(평가가치) 논란을 일으키는 수익가치 추정을 따로 할 필요도 없으며 글로비스의 최대주주인 총수 일가의 수혜 가능성은 불식하면서 공정하게 합병할 수 있다"고 지적 ▶ 모비스와 현대차의 자사주 소각, 최대주주의 1조원 자금 부담 등의 주주환원 정책에 대해서는 긍정적으로 평가
	한국기업지배구조원	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 합병 비율보다는 합병 효과에 대해 의문을 제기 ▶ 글로비스가 투자부문(해외법인)이 분리되는 모비스와 합병해 시너지가 클지에 대한 의문을 제시. 모비스로 해외 모듈과 AS부품 법인이 넘어가는 형태에서 오히려 역량이 분산되는 역효과가 발생할 수 있다고 판단 ▶ 분할합병을 통해 추구하는 책임경영 논리도 설득력이 미흡하다고 판단
	ISS	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 거래 조건이 한국 법을 준수하고 있지만, 거래에 따른 결과값이 모비스 주주들에게 불리해 보인다고 지적 ▶ 분할·합병을 포함한 현대차그룹의 지배구조 개편안이 모비스에 대한 가치를 떨어뜨리고 분할·합병에 대한 전략적 이유 역시 불투명하다고 언급 ▶ 지배구조 개편안에 대한 명확한 사업 근거나 시너지도 밝히지 않고 있다고 비판. 순환출자 구조 문제도 해소할 수 있을지 불명확하다고 분석. 모비스 분할부문에 대한 수익가치 평가기재가 동종 업계 평균과 비교해보면 낮다는 점에서 문제점이 있다고 언급
	글래스루이스	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 의심스러운 경영논리에 바탕을 두었을 뿐 아니라 가치평가가 불충분하게 이뤄졌다고 지적. 분할·합병의 근거가 설득력이 없으며 글로비스 주주들에게만 유리한 내용이라고 주장 ▶ 모비스 이사회가 수익성 있는 사업부문과 상당량의 현금을 관현성이 떨어지는 물류업과 합병하려고 분할한다면서 설득력 없는 근거만 내놓고 있다고 언급. 분할합병의 조건을 정당화하기 위해 현저하게 부적절한 주장을 펼치고 있으며, 글로비스 주주들에게만 상당한 가치를 옮겨주는 결과를 가져올 것이라 비판

자료: 메리츠증권 리서치센터

적어도 분할은 현대차 그룹의 미래 신 사업에서 현대모비스의 역할론이 강조될 수 있는 시점에나 가능해 보인다. 그런 의미에서 '21년 이후 등장할 2세대 BEV 라인업 공급 시작 및 타OE 파워트레인 공급 가능성 확대 등을 긍정적으로 평가한다.

분할을 가정할 경우 정답은 이미 현대차가 공개했다. 일부 조건이 변경될 순 있겠으나 큰 틀에선 '18년 개편안을 벗어나지 않을 것으로 예상된다. 방법론에 대한 소모적인 논의보단 현대모비스 기업 가치 변화 가능성에 좀 더 주목하길 권한다.

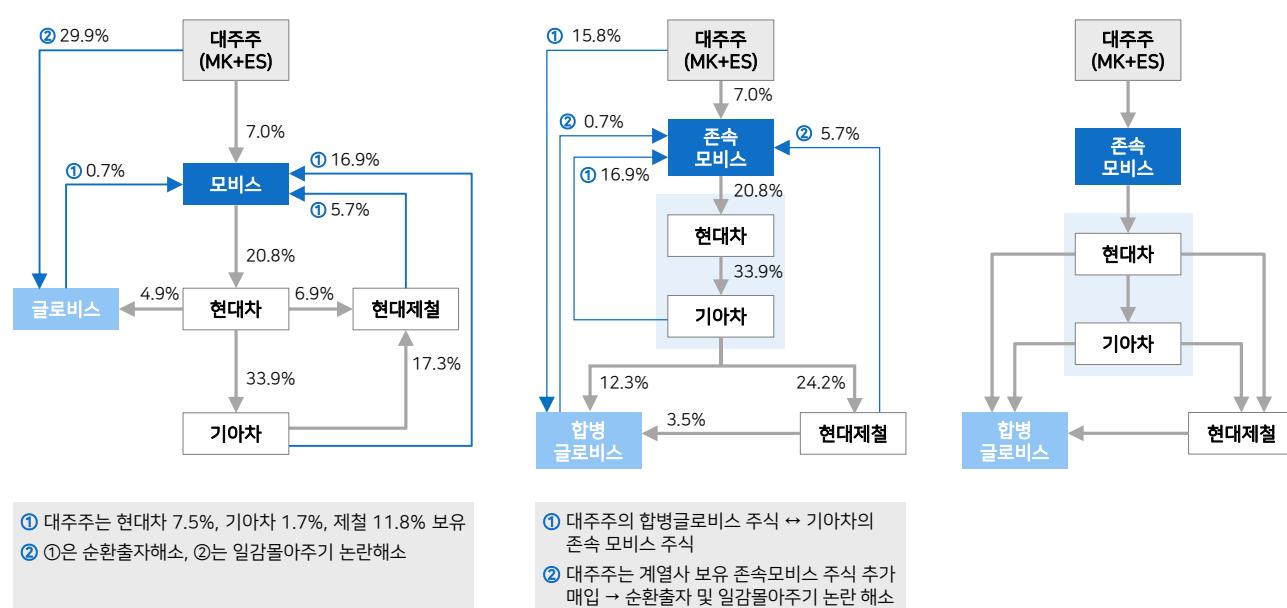
그림9 현대자동차 그룹 주요 계열사 주가 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림10 '18년 3월 28일, 현대차 그룹이 발표한 지배구조 개편안

기존 현대차그룹 지배구조 분할합병 이후의 현대차그룹 지배구조 순환출자 해소후 지배구조



자료: 현대차 그룹, 메리츠증권 리서치센터

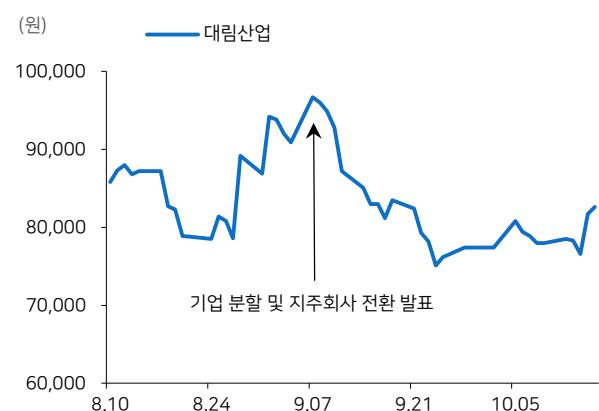
결론: 단기적으로 오너가 보유 주식 강세 지속 예상

우리는 현대모비스 분할 여부에 따른 2가지 시나리오를 제시했다. 공정성, 빠른 지배구조 개편 진행 등엔 현대차 지분 활용안이, 오너가 비용 부담 완화엔 현대모비스 분할 및 합병 방안이 유리하다. 다만 이는 시간이 좀 더 필요하다.

시점 및 방법론에 대한 불확실성이 남아있는 만큼 관련 종목들의 주가는 편더멘털 보단 이벤트 드리븐에 민감하게 반응할 것으로 예상된다. 단기적으로 오너가 보유 주식의 강세와 현대모비스의 약세 현상은 지속될 개연성이 높아 보인다.

반면 개편안 발표 시점을 전후로는 이와 반대의 주가 흐름이 예상된다. 실제 최근 지배구조 개편안을 발표한 대부분의 기업이 Sell on news로 인한 부진한 주가 흐름을 경험한 바 있다. 이 후엔 현대모비스에 대한 관심이 재차 요구된다.

그림11 대림산업 인적/물적 분할 통한 지주회사 추진



Part 2. 지배구조 개편과 실적, 그 안의 퍼즐 맞추기

성공적 지배구조 개편 위한 선결조건, 실적 개선과 신 성장동력 제시

지배구조 개편 성공 위해서는 주주 동의가 선결조건이다. 그리고 주주 동의를 얻기 위한 이상적 방안은 실적 개선 · 미래 성장 가능성이 부여를 통한 주가 상승이다. 21년 이후 지배구조 개편 중심 축인 3사의 미래 성장 동력 확보 밀그림은 이미 충만하다. 공격적 투자 확대를 통해 현대차 (2세대 BEV 라인업 출시, FOTA · 집중형 Architecture 기반 서비스 비즈니스 모델 개시), 모비스 (e-GMP 라인업에 대한 BMS 공급, 타OE에 대한 BEV 파워트레인 수주 확보), 글로비스 (BEV 충전소 운영, 수소 운반 인프라 구축, BEV 배터리 리스사업 개시, 중고차 거래 플랫폼 공개) 모두 새로운 성장 근거의 구체화를 공개해둔 상황이다.

원화강세 우려 확대, 그러나 중장기 실적 결정변수 영업지표 호전 지속

최근 원화강세에 따른 우려가 확대됐다. 환율의 비우호적 움직임은 분명 실적에 부정적 요소이다. 원 · 달러 환율 10원 변화 당 당사의 현대차 · 기아차 · 모비스 영업이익 추정치 변동 폭은 각각 2.8%, 4.9%, 3.7%이다.

그러나 중장기 실적 흐름의 결정 변수는 환율이 아닌 영업지표의 방향성이다. 추세적 원화강세 시기였던 09-13년 업종의 실적은 가동률 상승 · 인센티브 축소를 통해 가파른 상승세를 기록했다. 반대로 우호적 원화약세가 이어졌던 14-16년, 업종 이익 방향성은 영업지표 훼손으로 부진했다. 환율은 부담요인임이 분명하나, 실적개선 흐름의 구조적 걸림돌은 아니다. 모비스 · 글로비스를 위시한 업종 전반의 실적 방향성 가늠자인 현대 · 기아차의 영업지표는 21년에도 유의미한 성장세가 이어질 전망이다. 19년과 20년 실적 개선을 이끌어간 성공적 신차 효과는 1) 최대 볼륨모델인 투싼 · 아반떼의 본격적인 글로벌 주요 시장 판매 개시, 2) 신규 SUV 라인업 (A · B · E)의 생산능력 확장 및 신규 시장 진출, 3) 럭셔리 라인업 제네시스의 신 모델 출시 및 해외 시장 판매 개시, 4) BEV 라인업 확대 및 판매 증가를 통한 수익 기여 시작 등을 통해 21년 더욱 확대될 예정이다.

그림15 지배구조 개편의 중심 축인 3사, 21년 발현되는 새로운 성장 동력을 제시 중

기업가치 부양 위해 새로운 성장 동력을 추가하기 시작한 '지배구조 개편 중심축들'



- E-GMP 기반 2세대 BEV 출시 (1H21)
- FOTA · 집중형 Architecture 기반 모빌리티 서비스 개시 (2H21)



- BMS 매출 반영 시작 (1H21)
- 타 OEM에 대한 BEV 파워트레인 수주 (1H21)



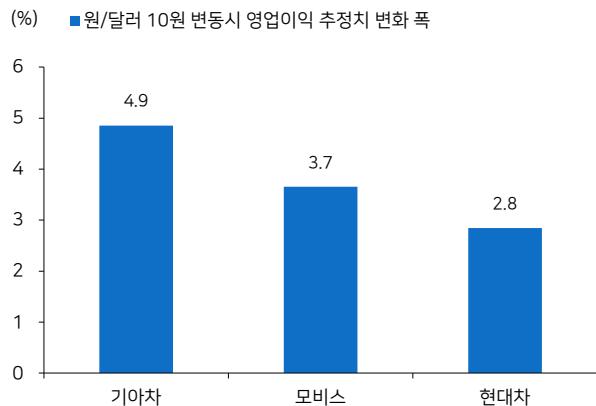
- 전기차 충전 인프라 구축 (1H20)
- 수소 운송 융합 인프라 구축 (1H20)
- 중고차 거래 플랫폼 공개 및 비즈니스 확장 (2H18)
- 배터리 리스 사업 및 배터리 교체 사업 개시 (2H21)

표8 새로운 성장 동력 확보 위해 공격적 투자 이어가고 있는 현대차 그룹

시기	업체	분야	세부	규모(억원)	투자 주체
2017.12	Optsys	자율주행	섬유광학 및 라이다 개발	33	현대차
2017.12	Grab	모빌리티/플랫폼	동남아 차량 호출 서비스	270	현대차
2018.01	Aurora	자율주행	자율주행 기술	N/A	현대차
2018.02	Early bird	N/A	혁신 기술 기업 투자 VC	37	현대차
2018.03	Ionic Materials	전동화	전기차용 전고체 배터리	56	현대차
2018.05	Solid Power	전동화	전기차용 전고체 배터리	33	현대차
2018.05	CND	모빌리티/플랫폼	차량공유	16	현대차
2018.06	Metawave	자율주행	자율주행차용 Radar 및 AI	8	현대차
2018.06	Seematics	자율주행	딥러닝 엔진	11	현대차
2018.06	Obsidian	자율주행	열화상 센서	22	현대차
2018.06	Autotalks	커넥티비티	차량용 통신 반도체, V2X	56	현대차
2018.06	Percepto	모빌리티/플랫폼	드론	11	현대차
2018.06	Allegro.ai	자율주행	AI	11	현대차
2018.06	Strad Vision	자율주행	ADAS S/W	80	현대모비스
2018.07	Car Next Door	모빌리티/플랫폼	P2P 차량 공유	N/A	현대차
2018.07	Mesh Korea	모빌리티/플랫폼	라스트마일(물류/배송)	225	현대차
2018.07	Immotor	모빌리티/플랫폼	배터리 공유 서비스	N/A	현대차
2018.08	Revv	모빌리티/플랫폼	인도 차량 공유	N/A	현대차
2018.09	Migo	모빌리티/플랫폼	모빌리티 서비스 플랫폼	23	현대차
2018.09	Wayray	자율주행	증강 현실 네비게이션	110	현대차
2018.09	Percept Automata	자율주행	AI	16	현대차
2018.11	Top Flight	N/A	드론	N/A	현대차
2018.11	Grab	모빌리티/플랫폼	동남아 차량 호출 서비스	2,839	현대차
2018.12	Maniv Fund	N/A	자동차 기술 투자 VC	11	현대차
2018.12	JIMU	자율주행	중국 ADAS 솔루션	33	현대차
2019.03	Legend Fund	N/A	혁신 기술 기업 투자 VC	9	현대차
2019.03	Ola	모빌리티/플랫폼	인도 차량 호출 서비스	2,600	현대차
2019.03	Grab	모빌리티/플랫폼	동남아 차량 호출 서비스	851	기아차
2019.03	Ola	모빌리티/플랫폼	인도 차량 호출 서비스	660	기아차
2019.04	Audioburst	자율주행	AI 음성인식 플랫폼	55	현대차
2019.05	Realtime Robotics	로보틱스	자율주행 로봇 기술	16	현대차
2019.05	Aurora	자율주행	자율주행 기술	239	현대차
2019.05	Fun Share	자율주행	액션 카메라 업체	27	현대차
2019.05	Arybelle	모빌리티/플랫폼	디지털 후각센서	12	현대차
2019.05	Aurora	자율주행	자율주행기술	60	기아차
2019.05	Rimac	전동화	고성능 전기차 제조	1,000	기아차
2019.05	Deep Glint	자율주행	AI	60	현대모비스
2019.06	MDGo	자율주행	커넥티드 카 의료 서비스	N/A	현대차
2019.06	KST Mobility	모빌리티/플랫폼	호출형 전기차 공유	10	기아차
2019.07	Rimac	전동화	고성능 전기차 제조	211	기아차
2019.08	Yellow Line	N/A	스타트업	11	현대차
2019.09	UBiAi	커넥티비티	자동차 네트워킹 빅데이터	13	현대차
2019.09	Upstream	자율주행	자동차 사이버보안	27	현대차
2019.09	Cowin Fund	N/A	중국 VC 펀드	3	현대차
2019.09	Aptiv	자율주행	전장 부품 및 자율주행	24,000	현대차
2019.09	Code42	모빌리티/플랫폼	모빌리티 통합 플랫폼	150	기아차
2019.09	Obsidian	자율주행	열화상 센서	24	현대모비스
2019.09	IONITY	전동화	초고속 EV 충전 인프라	N/A	현대차
2020.01	Arrival	전동화	도심용 소형 상용 전기차	1,032	현대차
2020.01	Arrival	전동화	도심용 소형 상용 전기차	258	기아차

자료: 현대차, 기아차, 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

그림16 원화 강세에 따른 영업이익 민감도 점검



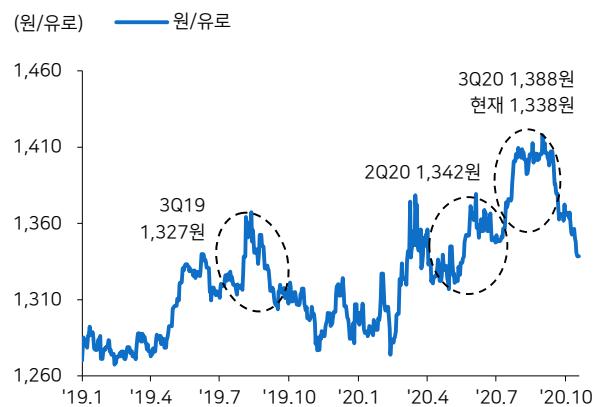
자료: 현대차, 기아차, 모비스 메리츠증권 리서치센터

그림17 원 · 달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 원 · 유로 환율 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 원 · 러시아 헤알 환율 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 원 · 브라질 루블 환율 추이



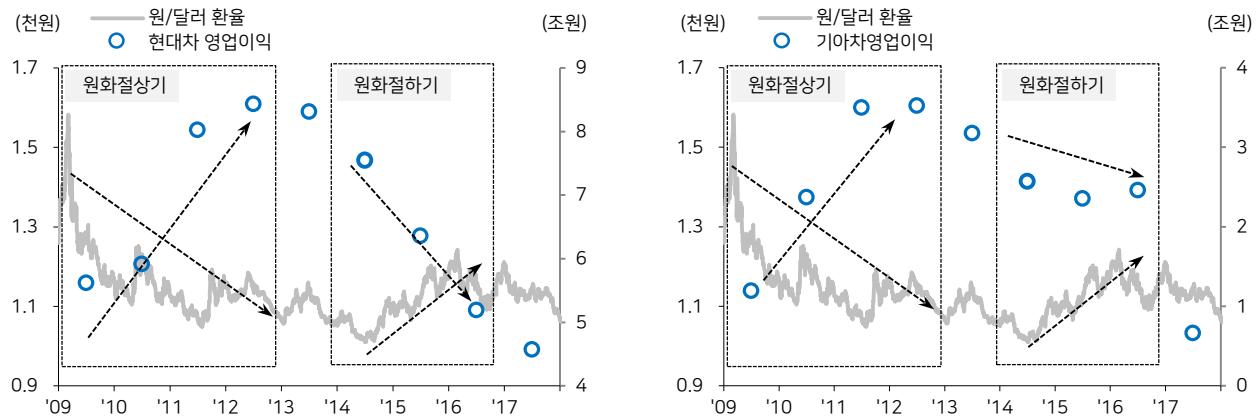
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 원 · 인도 루피 환율 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 원화 강세는 분명 실적 악화 요인, 그러나 구조적인 실적 방향성은 영업지표 호전 여부가 결정 변수



자료: 현대차, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

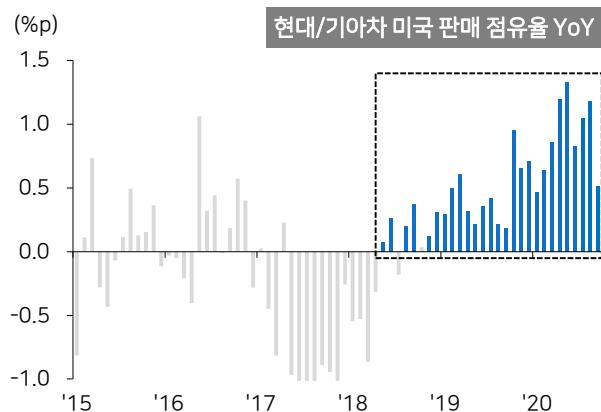
자료: 기아차, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표9 09-12년 비우호적 환율 흐름에서도 영업지표 개선을 통한 실적 개선 지속된 바 있음

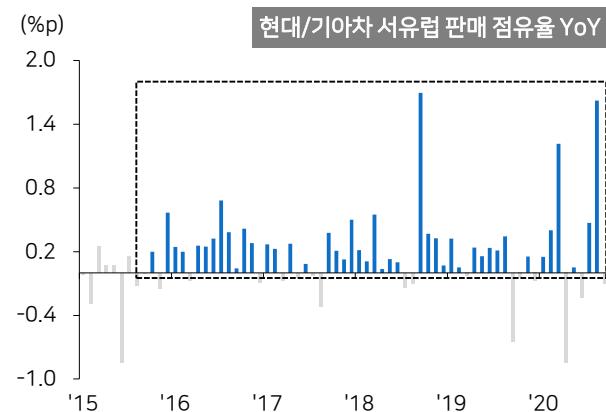
(백만원)	2009년	2012년	(09년 vs. 12년)	환율 변동만 반영한 2012년	
	본사 손익	본사 손익		본사 손익 가정	(09년 vs. 12년)
총매출	36,937,537	45,073,660	22	36,937,537	0
순매출	31,859,327	43,162,401	35.5	31,859,327	0
판매볼륨	1,611,992	1,911,259	18.6	1,611,992	0
대당 평균 공식 판매가격 (만원)	2,291	2,358	2.9	2,291	0
대당 평균 인센티브 (만원)	315	109	-65.3	315	0
대당 평균 실제 구매가격 (만원)	1,976	2,258	14.3	1,976	0
매출원가	24,884,768	32,810,120	31.8	25,814,065	3.7
판관비	4,739,597	6,055,053	27.8	4,842,852	2.2
영업이익	2,234,962	4,297,228	92.3	1,202,410	-46.2
원/달러 환율 (1달러 당 원)	1,278	1,124	-12.1	1,124	-12.1

자료: 현대차, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 현대 · 기아차의 미국 · 유럽 판매점유율 우상향 추이 지속 중

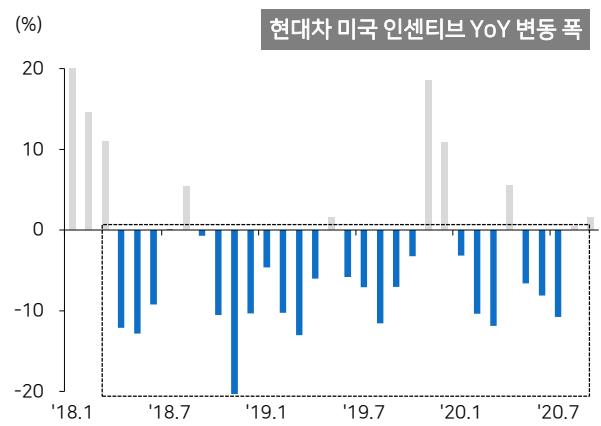


자료: 메리츠증권 리서치센터

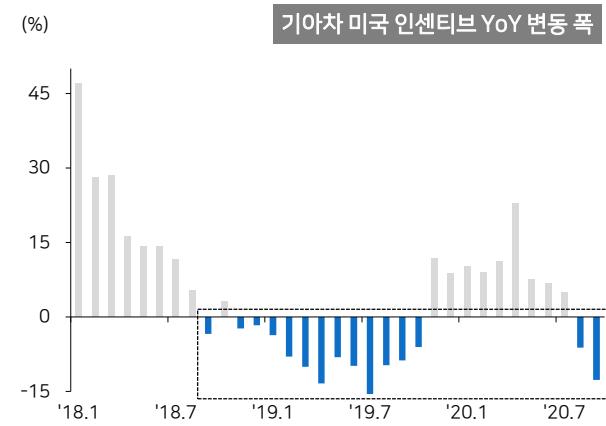


자료: 메리츠증권 리서치센터

그림24 양 사의 미국 인센티브 지급액 또한 판매 호조에 기인해 하향 안정세를 기록 중

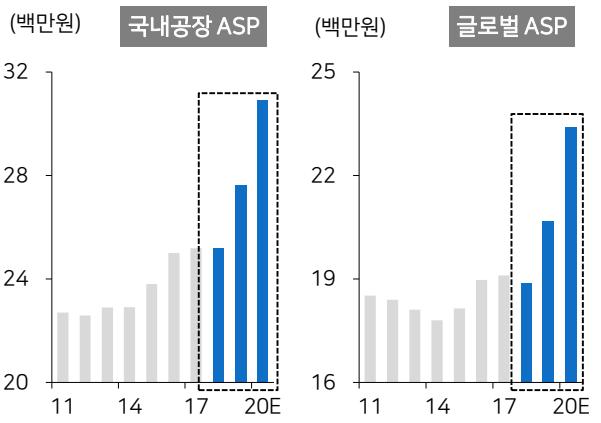


자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

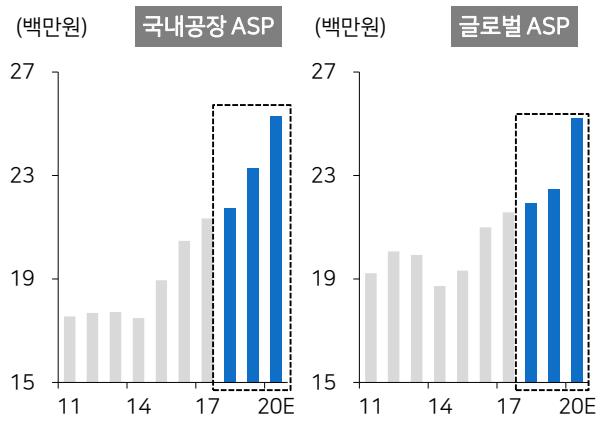


자료: 기아차, 메리츠증권 리서치센터

그림25 판매 호조 → 재고 감축 → 인센티브 축소 + 판매 Mix 개선을 통해 역대 최대 ASP 경신 지속 전망



자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

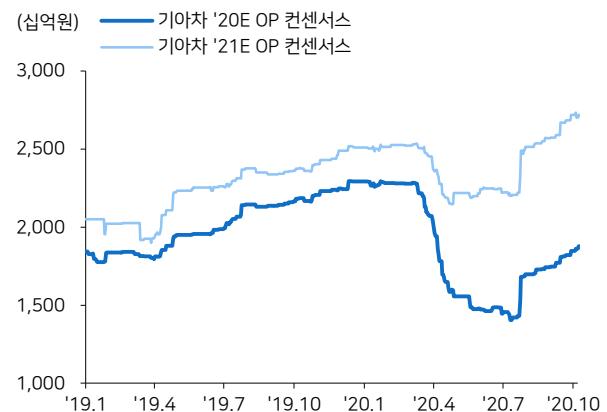


자료: 기아차, 메리츠증권 리서치센터

그림26 영업지표 개선을 통해 현대·기아차 영업이익 컨센서스 우상향 흐름 이어지고 있는 상황

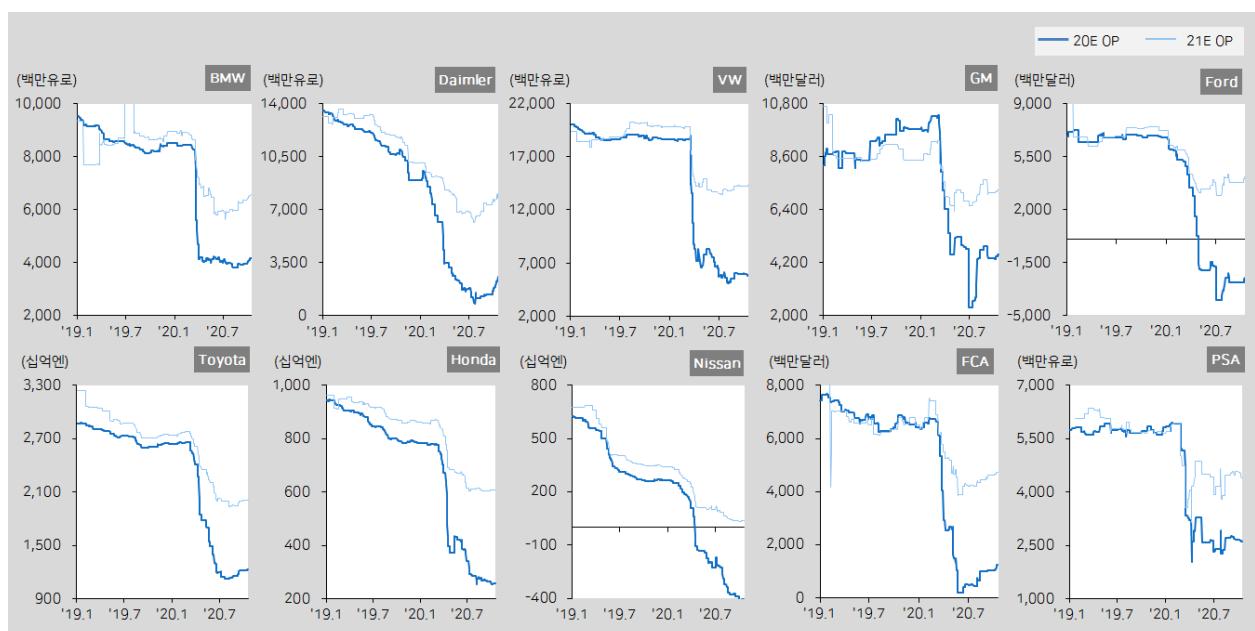


자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림27 C19 영향에 따른 실적 눈높이 하향이 이루어진 경쟁 업체들과 차별화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

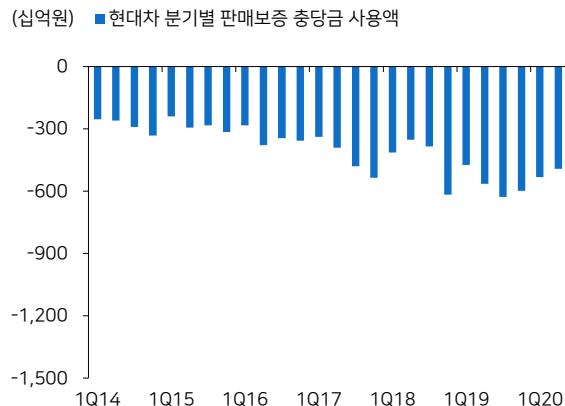
중요해진 단기 실적, 3Q20 총당금 설정 우려에 대한 합리적 의심

문제는 단기 실적이다. 21년 정기 주주총회에서 지배구조 개편이 시작된다고 가정한다면, 현대차그룹 입장에서는 3Q20 · 4Q20 계단식 실적 상승 실현과 이에 근거한 시장의 21년 연간 실적 눈높이 상향이 이루어지는 것이 이상적이다. 당사의 현대차 · 기아차 · 모비스에 대한 향후 영업이익 전망은 아래와 같다.

현대차: 3Q20 1.12조원 (+196%), 4Q20 1.36조원 (+17%), 21년 6.43조원 (+63%), 기아차: 3Q20 5,853억원 (+101%), 4Q20 7,060억원 (+20%), 21년 2.89조원 (+53%), 모비스: 3Q20 5,719억원 (-5%), 4Q20 6,661억원 (+5%), 21년 2.65조원 (+50%)

현재 시장에는 3Q20 실적에서 현대 · 기아차가 품질비용 관련 총당금을 반영한다는 의견이 존재한다. IR을 통한 사실 확인은 이루어지지 않는다. 현대차의 코나EV 화재 관련 총당금 설정이 제한적 수준에 그칠 것으로 산정되는 가운데, 우려 요인으로 등장한 해당 총당금의 비용 반영은 명확한 논거가 제시되지 않고 있다. 최근 5개년을 돌아보면 양 사의 총당금 설정은 분기별로 상당한 변동성을 보여왔다. 특히 지난 2년은 3분기마다 비경상적 비용 증가가 이루어졌다. 과거 패턴을 통해 짐작할 수 있는 점은 두 가지이다. 먼저, 18년 · 19년 3분기의 과도한 총당금 설정 이후 4분기에는 총당금 규모가 극단적으로 축소 반영되었다 (14~19년 분기 평균 총당금 설정 규모 3,597억원, 3Q18 7,914억원 vs. 4Q18 891억원, 3Q19 1.18조원 vs. 4Q19 2,144억원). 그리고 4Q20 기말까지 현재 진행 중인 원화강세가 지속된다면, 외화 인식 판매보증 총당부채 평가이익이 발생 가능할 수 있다. (환율 변동에 따른 총당금 변동 규모와 기말 환율 변동 폭 간의 상관계수 0.89) 즉, 3Q20 총당금 반영이 이루어진다 해도 4Q20 총당금 축소를 통한 연간 이익 관점에서의 균형 실현이 상당 부분 가능하다. 갑작스러운 3Q20 총당금 반영으로 실적 변동이 발생한다 해도 3Q20 실적 발표 이후에도 지금까지의 같은 영업지표 호전이 지속된다면, 4Q20과 21년 연간 실적에 대한 눈높이 상향은 지속 가능하다고 판단한다.

그림28 3Q20 총당금 우려 존재하나, 분기별 총당금 사용액 · 분기말 총당부채 규모를 봤을 때 기준 이슈 확대일 가능성 제한적

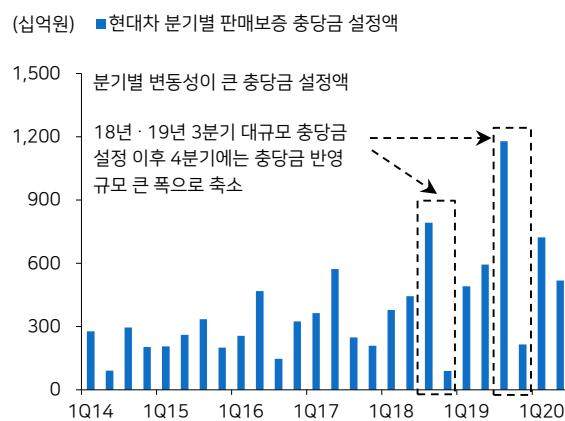


자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

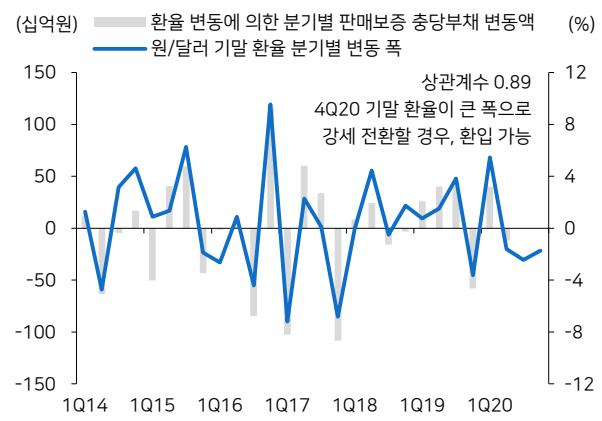


자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

그림29 설령 3Q20 총당금 이슈가 재발한다 해도, 지난 2년의 패턴과 환율 흐름을 고려하면 4Q20 회수 가능성 높다고 판단



자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터



자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

그림30 LG화학의 배터리 셀을 사용 중인 모델들의 동시 다발적 리콜 진행 중, 코나EV 화재 리콜 비용 전가 가능성에 관심 필요

Hyundai to recall 77,000 Kona electric cars over risk of battery fire, fights LG Chem over cause

Fred Lambert - Oct. 12th 2020 6:08 am

Twitter @FredericLambert



Comments



Audi recalls its electric SUV over battery fire risk

Matt Burns

@mjburnsny / 11:29 am PDT • June 10, 2019



Ford Kuga PHEV fire risk discovered

11/08/2020 in [Manufacturer news](#)



Chevy Bolt EV is under investigation by NHTSA over potential battery fire issue

Fred Lambert - Oct. 15th 2020 9:08 am

Twitter @FredericLambert



Comments



Porsche Taycan caught on fire — burning down a garage in Florida

Fred Lambert - Feb. 17th 2020 5:16 pm

Twitter @FredericLambert



BMW, Mini recall nearly every PHEV model built in 2020 due to fire risk

Owners are being asked not to charge their car, among other things



자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

표10 현대차 3Q20 영업이익, 영업지표 개선 지속으로 시장 기대치 +6% 상회 전망

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	26,810	26,969	-0.6	21,859	22.7	26,108	2.7
영업이익	1,119	379	195.6	590	89.5	1,055	6.0
세전이익	1,253	429	192.1	596	110.1	1,240	1.1
지배순이익	985	427	130.6	227	333.0	875	12.5
영업이익률 (%)	4.2	1.4		2.7		4.0	
세전이익률 (%)	4.7	1.6		2.7		4.7	
순이익률 (%)	3.7	1.6		1.0		3.4	

자료: Bloomberg, 현대차, 메리츠증권 리서치센터

표11 21년 연간 영업이익, 시장 기대치 +9% 상회 전망

(십억원)	2020E			2021E		
	메리츠	컨센서스	(% diff.)	메리츠	컨센서스	(% diff.)
매출액	104,195	102,977	1.2	119,491	114,292	4.5
영업이익	3,936	3,904	0.8	6,430	5,884	9.3
세전이익	4,235	4,276	-1.0	7,226	6,821	5.9
순이익	2,914	2,873	1.4	5,289	4,845	9.2
영업이익률(%)	3.8	3.8	0.0p	5.4	5.1	0.2p
세전이익률(%)	4.1	4.2	-0.1p	6.0	6.0	0.1p
순이익률(%)	2.8	2.8	0.0p	4.4	4.2	0.2p

자료: Bloomberg, 현대차, 메리츠증권 리서치센터

표12 20년과 21년 연간 이익 추정치 큰 변동 없이 유지, 수요 회복 강도 기존 기대치에 부합

(십억원)	2019	2020E	2021E
매출액 - 신규 추정	105,746	104,195	119,491
매출액 - 기존 추정	105,746	102,633	116,492
% change	0.0%	1.5%	2.6%
영업이익 - 신규 추정	3,606	3,936	6,430
영업이익 - 기존 추정	3,606	3,841	6,335
% change	0.0%	2.5%	1.5%
세전이익 - 신규 추정	4,164	4,235	7,226
세전이익 - 기존 추정	4,164	4,182	7,279
% change	0.0%	1.3%	-0.7%
지배주주 순이익 - 신규 추정	2,980	2,914	5,289
지배주주 순이익 - 기존 추정	2,980	2,871	5,337
% change	0.0%	1.5%	-0.9%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	12,782	12,357	23,345
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	12,782	12,155	23,567
% change	0.0%	1.7%	-0.9%

자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

표13 현대차 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, 천대)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	23,987.1	26,966.4	26,968.9	27,824.1	25,319.4	21,859.0	26,810.1	30,206.1	105,746.4	104,194.7	119,490.7
(% YoY)	6.9	9.1	10.4	10.3	5.6	-18.9	-0.6	8.6	9.2	-1.5	14.7
판매볼륨 (중국 제외)	894.7	987.9	923.9	1,003.3	790.2	569.6	853.3	1,014.5	3,809.9	3,249.0	3,685.0
(% YoY)	3.9	2.9	0.1	-3.0	-11.7	-42.3	-7.6	1.1	0.8	-14.7	13.4
연결기준 ASP (백만원)	20.1	20.8	20.6	21.2	22.5	26.9	23.0	22.9	20.7	23.4	24.1
(% YoY)	6.7	9.9	11.8	9.8	11.7	29.7	11.4	8.3	9.6	13.0	3.0
자동차	18,606.2	21,027.1	20,621.0	22,232.4	19,554.7	16,056.5	20,215.4	23,970.7	82,486.7	79,797.4	92,780.8
(% YoY)	7.0	11.5	10.7	9.0	5.1	-23.6	-2.0	7.8	9.6	-3.3	16.3
금융	3,848.0	4,154.9	4,367.0	3,656.6	4,176.1	4,341.5	4,827.6	4,315.9	16,026.5	17,661.0	19,817.5
(% YoY)	1.8	-1.4	8.1	25.1	8.5	4.5	10.5	18.0	7.1	10.2	12.2
기타	1,532.8	1,784.4	1,980.9	1,935.2	1,588.7	1,461.0	1,767.1	1,919.5	7,233.3	6,736.3	6,892.4
(% YoY)	20.8	8.6	12.0	1.4	3.6	-18.1	-10.8	-0.8	9.8	-6.9	2.3
OP	824.9	1,237.7	378.5	1,164.4	863.8	590.3	1,118.9	1,362.9	3,605.5	3,935.9	6,430.2
(% YoY)	21.1	30.2	31.0	132.4	4.7	-52.3	195.6	17.0	48.9	9.2	63.4
자동차	498.8	927.4	129.4	1,062.4	574.5	276.6	820.0	1,179.0	2,618.1	2,850.2	5,120.7
(% YoY)	6.2	55.5	3,319.5	112.4	15.2	-70.2	533.6	11.0	66.7	8.9	79.7
금융	266.6	250.1	228.0	143.3	218.3	271.9	254.7	164.7	888.0	909.6	1,116.5
(% YoY)	54.2	-6.0	15.6	29.8	-18.1	8.7	11.7	14.9	18.9	2.4	22.7
기타	59.5	60.2	21.1	-41.3	70.9	41.8	44.2	19.2	99.5	176.1	193.0
(% YoY)	54.5	-31.8	-76.0	-62.3	19.3	-30.6	109.4	-146.5	-5.5	77.0	9.6
RP	1,216.8	1,386.0	429.0	1,132.0	724.3	596.3	1,253.0	1,661.9	4,163.8	4,235.3	7,226.2
(% YoY)	31.4	22.8	18.4	905.6	-40.5	-57.0	192.1	46.8	64.6	1.7	70.6
NP	829.5	919.3	426.9	804.4	463.3	227.4	984.6	1,238.9	2,980.0	2,914.2	5,289.3
(% YoY)	24.2	31.2	58.6	-719.8	-44.1	-75.3	130.6	54.0	97.6	-2.2	81.5
Margin											
OP margin (%)	3.4	4.6	1.4	4.2	3.4	2.7	4.2	4.5	3.4	3.8	5.4
자동차	2.7	4.4	0.6	4.8	2.9	1.7	4.1	4.9	3.2	3.6	5.5
금융	6.9	6.0	5.2	3.9	5.2	6.3	5.3	3.8	5.5	5.2	5.6
기타	3.9	3.4	1.1	-2.1	4.5	2.9	2.5	1.0	1.4	2.6	2.8
RP margin (%)	5.1	5.1	1.6	4.1	2.9	2.7	4.7	5.5	3.9	4.1	6.0
NP margin (%)	3.5	3.4	1.6	2.9	1.8	1.0	3.7	4.1	2.8	2.8	4.4
글로벌 판매볼륨	1,028.6	1,132.2	1,099.7	1,217.5	859.2	692.9	980.2	1,202.5	4,478.0	3,756.1	4,348.0
(% YoY)	0.2	-4.1	-0.7	-3.9	-16.5	-38.8	-10.9	-1.2	-2.3	-16.1	15.8
글로벌 ASP (백만원)	19.5	20.0	19.9	20.1	21.8	24.7	22.0	21.8	19.9	22.3	22.8
(% YoY)	5.8	10.2	11.9	13.8	11.7	23.4	10.9	8.4	10.5	12.0	2.4
글로벌 ASP (천달러)	17.3	17.1	16.6	17.1	18.3	20.2	18.5	18.7	17.1	18.7	19.8
(% YoY)	0.8	2.0	5.0	9.1	5.4	18.1	11.5	9.4	4.3	9.6	6.1
평균환율 (원·달러)	1,125.5	1,167.1	1,194.5	1,175.6	1,192.6	1,219.9	1,187.9	1,165.0	1,165.7	1,191.4	1,150.0
기밀환율 (원·달러)	1,137.4	1,154.8	1,199.1	1,155.8	1,218.9	1,199.4	1,170.2	1,160.0	1,155.8	1,160.0	1,150.0

자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

현대차 (005380)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	96,812.6	105,746.4	104,194.7	119,490.7	126,782.9
매출액증가율 (%)	0.5	9.2	-1.5	14.7	6.1
매출원가	81,670.5	88,091.4	86,570.0	98,398.0	104,245.5
매출총이익	15,142.1	17,655.0	17,624.7	21,092.8	22,537.4
판매관리비	12,720.0	14,049.5	13,688.8	14,662.5	15,514.9
영업이익	2,422.2	3,605.5	3,935.9	6,430.2	7,022.5
영업이익률	2.5	3.4	3.8	5.4	5.5
금융손익	222.6	351.9	-135.6	23.5	52.4
증속/관계기업손익	404.5	542.8	330.9	832.2	1,202.4
기타영업외손익	-519.8	-336.5	104.2	-59.7	-126.8
세전계속사업이익	2,529.6	4,163.8	4,235.3	7,226.2	8,150.6
법인세비용	884.6	978.1	910.9	1,662.0	1,874.6
당기순이익	1,645.0	3,185.6	3,324.5	5,564.1	6,275.9
지배주주지분 순이익	1,508.1	2,980.0	2,914.2	5,289.3	5,984.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	3,764.3	419.8	1,716.4	6,975.2	4,662.7
당기순이익(손실)	1,645.0	3,185.6	3,324.5	5,564.1	6,275.9
유형자산상각비	2,357.9	2,545.2	2,665.0	2,718.4	2,766.7
무형자산상각비	1,403.6	1,286.7	1,407.5	1,461.4	1,512.2
운전자본의 증감	-9,592.8	-15,644.3	-15,090.6	-12,649.0	-15,482.2
투자활동 현금흐름	-2,415.1	-5,929.2	-3,115.8	-5,652.2	-3,261.7
유형자산의증가(CAPEX)	-3,226.5	-3,586.7	-3,945.4	-3,748.1	-3,673.2
투자자산의감소(증가)	-61.6	-1,275.6	-1,628.1	-3,620.8	-1,841.8
재무활동 현금흐름	-880.8	4,874.9	3,124.8	-988.3	-1,378.6
차입금의 증감	500.9	6,542.5	4,202.3	69.7	73.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	1.0	2.0
현금의 증가(감소)	292.1	-431.7	1,737.5	334.7	22.4
기초현금	8,821.5	9,113.6	8,682.0	10,419.5	10,754.2
기말현금	9,113.6	8,682.0	10,419.5	10,754.2	10,776.5

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	73,008.1	76,082.9	79,119.3	80,834.8	83,232.3
현금및현금성자산	9,113.6	8,682.0	10,419.5	10,754.2	10,776.5
매출채권	3,596.0	3,513.1	3,125.8	3,584.7	3,803.5
재고자산	10,714.9	11,663.8	12,190.8	10,754.2	11,410.5
비유동자산	107,647.7	118,429.3	121,623.3	127,072.1	130,612.4
유형자산	30,545.6	32,831.5	33,979.3	35,008.9	35,915.4
무형자산	4,921.4	5,266.5	5,526.1	5,737.6	5,937.0
투자자산	19,479.0	22,238.1	23,443.8	27,064.7	28,906.5
자산총계	180,655.8	194,512.2	200,742.6	207,906.9	213,844.6
유동부채	49,438.4	53,314.1	53,619.3	54,064.3	53,586.1
매입채무	7,655.6	7,669.4	7,452.7	8,427.3	8,814.8
단기차입금	12,249.9	12,570.7	12,319.3	12,442.5	12,566.9
유동성장기부채	14,104.9	15,778.6	17,356.4	17,182.8	17,011.0
비유동부채	57,321.3	64,832.4	69,501.1	70,656.2	71,192.2
사채	36,956.1	41,805.8	45,986.4	45,986.4	45,986.4
장기차입금	9,985.3	11,217.1	12,002.3	12,122.3	12,243.5
부채총계	106,759.7	118,146.5	123,120.4	124,720.6	124,778.3
자본금	1,489.0	1,489.0	1,489.0	1,489.0	1,489.0
자본잉여금	4,201.2	4,197.0	4,197.0	4,197.0	4,197.0
기타포괄이익누계액	-3,051.1	-2,353.0	-2,353.0	-2,353.0	-2,353.0
이익잉여금	66,490.1	68,249.6	69,279.6	74,568.9	80,157.2
비지배주주지분	5,922.0	6,300.0	6,710.3	6,985.1	7,276.7
자본총계	73,896.0	76,365.8	77,622.2	83,186.4	89,066.3

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2018	2019	2020E	2021E	2022E
SPS	445,288	494,910	487,647	559,235	593,363
EPS(지배주주)	5,791	12,782	12,357	23,345	26,457
CFPS	72,127	85,795	83,255	91,844	94,281
EBITDAPS	28,441	34,808	37,480	49,657	52,892
BPS	266,831	275,749	280,286	300,378	321,610
DPS	4,000	4,000	4,000	5,500	6,000
배당수익률(%)	2.3	2.3	2.3	3.2	3.5
Valuation(Multiple)					
PER	29.7	13.5	13.9	7.4	6.5
PCR	2.4	2.0	2.1	1.9	1.8
PSR	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3
PBR	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
EBITDA	61,836.3	74,373.8	80,083.6	106,100.4	113,013.9
EV/EBITDA	5.3	4.6	4.9	3.7	3.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.0	4.0	3.8	6.6	6.9
EBITDA 이익률	6.4	7.0	7.7	8.9	8.9
부채비율	144.5	154.7	158.6	149.9	140.1
금융비용부담률	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(X)	0.8	1.1	1.2	2.0	2.2
매출채권회전율(X)	26.0	29.7	31.4	35.6	34.3
재고자산회전율(X)	8.5	9.2	9.1	10.8	11.1

표14 신차 효과 호조와 기대 이상의 인도 시장 수요 회복 통해, 3Q20 시장 기대치 상회 실적 전망

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	16,079	15,090	6.6	11,369	41.4	14,493	10.9
영업이익	585	291	100.8	145	303.2	485	20.8
세전이익	727	446	63.2	211	244.2	586	24.1
지배순이익	597	326	83.1	126	372.3	448	33.1
영업이익률 (%)	3.6	1.9		1.3		3.3	
세전이익률 (%)	4.5	3.0		1.9		4.0	
순이익률 (%)	3.7	2.2		1.1		3.1	

자료: Bloomberg, 기아차, 메리츠증권 리서치센터

표15 21년 영업이익, 시장 기대치 +8% 상회 전망

(십억원)	2020E			2021E		
	메리츠	컨센서스	(% diff.)	메리츠	컨센서스	(% diff.)
매출액	59,485	57,197	4.0	66,911	63,912	4.7
영업이익	1,881	1,795	4.8	2,886	2,677	7.8
세전이익	2,073	1,994	4.0	3,543	3,243	9.2
순이익	1,654	1,534	7.8	2,799	2,480	12.8
영업이익률(%)	3.2	3.1	0.0p	4.3	4.2	0.1p
세전이익률(%)	3.5	3.5	0.0p	5.3	5.1	0.2p
순이익률(%)	2.8	2.7	0.1p	4.2	3.9	0.3p

자료: Bloomberg, 기아차, 메리츠증권 리서치센터

표16 기대 이상의 신차 판매 호조 반영해, 20년 · 21년 EPS 추정치 각각 +5%, +8% 상향

(십억원)	2019	2020E	2021E
매출액 - 신규 추정	58,146.0	59,485.3	66,910.8
매출액 - 기존 추정	58,146.0	58,471.4	65,043.9
% change	0.0%	1.7%	2.9%
영업이익 - 신규 추정	2,009.7	1,881.0	2,886.3
영업이익 - 기존 추정	2,009.7	1,774.1	2,652.1
% change	0.0%	6.0%	8.8%
세전이익 - 신규 추정	2,531.1	2,073.2	3,542.7
세전이익 - 기존 추정	2,531.1	1,970.5	3,334.8
% change	0.0%	5.2%	6.2%
지배주주 순이익 - 신규 추정	1,826.7	1,653.7	2,798.7
지배주주 순이익 - 기존 추정	1,826.7	1,571.7	2,601.2
% change	0.0%	5.2%	7.6%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	4,506.2	4,079.5	6,904.3
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	4,506.2	3,877.3	6,416.9
% change	0.0%	5.2%	7.6%

자료: 기아차, 메리츠증권 리서치센터

표17 기아차 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, 천대)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	12,444.4	14,506.7	15,089.5	16,105.4	14,566.9	11,368.8	16,078.6	17,471.0	58,146.0	59,485.3	66,910.8
(% YoY)	-0.9	3.2	7.2	19.5	17.1	-21.6	6.6	8.5	7.3	2.3	12.5
연결기준 판매볼륨	568.8	622.6	584.9	639.7	561.3	413.3	575.4	699.9	2,416.0	2,249.9	2,490.0
(% YoY)	5.3	3.3	5.9	0.2	-1.3	-33.6	-1.6	9.4	3.5	-6.9	10.7
국내공장	348.7	388.4	350.0	366.6	301.0	301.2	343.2	419.5	1,453.7	1,365.0	1,470.0
(% YoY)	2.9	0.2	4.4	-9.8	-13.7	-22.4	-1.9	14.4	-1.0	-6.1	7.7
해외공장	220.1	234.2	234.9	273.1	260.3	112.0	232.2	280.4	962.3	884.9	1,020.0
(% YoY)	9.2	9.0	8.2	17.6	18.2	-52.2	-1.2	2.7	11.1	-8.0	15.3
연결기준 ASP (백만원)	20.4	21.9	24.2	23.5	24.2	26.1	27.1	23.9	22.5	25.2	25.5
(% YoY)	-7.5	-0.1	0.7	17.2	18.5	19.4	12.0	1.7	2.7	11.9	1.2
OP	594.1	533.6	291.5	590.5	444.5	145.2	585.3	706.1	2,009.7	1,881.0	2,886.3
(% YoY)	94.4	51.4	148.5	54.6	-25.2	-72.8	100.8	19.6	73.6	-6.4	53.4
RP	944.7	655.7	445.9	484.9	282.0	211.4	727.5	852.4	2,531.1	2,073.2	3,542.7
(% YoY)	83.9	47.5	40.9	149.8	-70.2	-67.8	63.2	75.8	72.3	-18.1	70.9
지분법이익	160.0	187.0	144.5	15.5	16.5	60.8	145.2	180.2	507.1	402.7	623.1
(% YoY)	-27.4	-20.9	-28.0	-138.0	-89.7	-67.5	0.5	1,061.6	-43.3	-65.3	10.5
NP	649.1	505.4	325.8	346.4	266.0	126.3	596.5	664.9	1,826.7	1,653.7	2,798.7
(% YoY)	50.3	52.3	9.4	267.1	-59.0	-75.0	83.1	92.0	58.0	-9.5	69.2
OP margin (%)	4.8	3.7	1.9	3.7	3.1	1.3	3.6	4.0	3.5	3.2	4.3
RP margin (%)	7.6	4.5	3.0	3.0	1.9	1.9	4.5	4.9	4.4	3.5	5.3
NP margin (%)	5.2	3.5	2.2	2.2	1.8	1.1	3.7	3.8	3.1	2.8	4.2
글로벌 판매볼륨	652.3	690.9	650.5	705.9	602.3	482.2	641.5	769.9	2,699.7	2,496.0	2,770.0
(% YoY)	4.8	-0.2	4.5	-7.9	-7.7	-30.2	-1.4	9.1	-0.2	-7.5	11.0
글로벌 ASP (백만원)	20.8	22.3	24.5	24.1	25.2	25.7	26.5	24.0	22.9	25.2	25.6
(% YoY)	-4.5	1.6	1.7	21.6	21.1	15.2	8.1	-0.6	5.2	10.0	1.5
글로벌 ASP (천달러)	18.5	19.1	20.5	20.5	21.1	21.0	22.3	20.6	19.7	21.2	22.3
(% YoY)	-9.0	-6.0	-4.5	16.6	14.3	10.2	8.7	0.3	-0.7	7.6	5.2
평균환율 (원/달러)	1,125.5	1,167.1	1,194.5	1,175.6	1,192.6	1,219.9	1,187.9	1,165.0	1,165.7	1,191.4	1,150.0
기밀환율 (원/달러)	1,137.4	1,154.8	1,199.1	1,155.8	1,218.9	1,199.4	1,170.2	1,160.0	1,155.8	1,160.0	1,150.0

자료: 기아차, 메리츠증권 리서치센터

표18 21년 조정 EPS 추정치에 기준 적정 PER 8.3배 적용해 적정주가 57,000원으로 상향

적정 별류에이션 PER (배, a) - 과거 15년 평균 1yr Fwd PER	8.3배
기아차 2021년 EPS (원, b)	6,904원
Fair Value (원, c = a x b)	57,305원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	57,000원
현재 주가 (10월 16일 기준 종가)	47,150원
괴리율 (%)	20.9%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

기아차 (000270)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	54,169.8	58,146.0	59,485.3	66,910.8	71,134.5
매출액증가율 (%)	1.2	7.3	2.3	12.5	6.3
매출원가	46,177.3	48,766.6	50,040.1	55,555.9	58,865.4
매출총이익	7,992.5	9,379.4	9,445.2	11,354.9	12,269.1
판매관리비	6,835.1	7,369.7	7,564.2	8,468.6	9,036.2
영업이익	1,157.5	2,009.7	1,881.0	2,886.3	3,232.9
영업이익률	2.1	3.5	3.2	4.3	4.5
금융손익	-63.4	-54.5	-270.0	-100.5	-97.6
증속/관계기업손익	616.8	507.1	402.7	623.1	722.2
기타영업외손익	-242.3	68.8	59.5	133.8	177.8
세전계속사업이익	1,468.6	2,531.1	2,073.2	3,542.7	4,035.3
법인세비용	312.7	704.4	419.5	744.0	847.4
당기순이익	1,155.9	1,826.7	1,653.7	2,798.7	3,187.9
지배주주지분 순이익	1,155.9	1,826.7	1,653.7	2,798.7	3,187.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	4,470.8	3,610.7	698.3	2,150.3	2,850.1
당기순이익(손실)	1,155.9	1,826.7	1,653.7	2,798.7	3,187.9
유형자산상각비	1,302.6	1,532.1	1,620.4	1,636.2	1,651.9
무형자산상각비	632.2	597.3	580.4	602.9	645.1
운전자본의 증감	-29.5	-2,350.7	-4,387.3	-3,295.8	-3,024.0
투자활동 현금흐름	-1,155.4	-1,104.2	-1,270.7	-910.3	-1,901.9
유형자산의증가(CAPEX)	-2,376.3	-1,736.5	-1,562.8	-1,578.5	-1,594.3
투자자산의감소(증가)	-7.4	-49.1	-428.6	-2,001.6	-1,213.2
재무활동 현금흐름	-2,543.0	-726.3	2,862.8	-423.3	-483.6
차입금의 증감	-2,215.9	-312.3	3,323.8	42.9	43.3
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	730.9	1,976.1	2,274.7	816.8	464.6
기초현금	1,561.7	2,292.7	4,268.7	6,543.4	7,360.2
기말현금	2,292.7	4,268.7	6,543.4	7,360.2	7,824.8

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	19,711.8	21,555.4	24,338.0	27,451.3	29,184.2
현금및현금성자산	2,292.7	4,268.7	6,543.4	7,360.2	7,824.8
매출채권	2,049.2	2,154.7	2,204.3	2,341.9	2,489.7
재고자산	7,233.9	8,108.7	8,327.9	9,367.5	9,958.8
비유동자산	32,074.8	33,789.4	34,203.2	36,294.8	37,593.4
유형자산	14,803.3	15,746.7	15,689.1	15,631.3	15,573.7
무형자산	2,510.4	2,552.8	2,644.1	2,746.5	2,841.9
투자자산	13,874.0	14,626.2	14,963.1	16,964.8	18,177.9
자산총계	51,786.6	55,344.8	58,541.2	63,746.1	66,777.6
유동부채	14,834.7	17,276.6	20,227.0	22,690.4	22,745.8
매입채무	6,244.9	6,766.8	5,948.5	6,691.1	7,113.4
단기차입금	1,366.6	1,414.8	2,051.4	1,948.8	1,851.4
유동성장기부채	906.4	1,126.0	1,013.4	1,023.6	1,033.8
비유동부채	9,708.4	9,090.0	8,213.0	8,326.7	8,293.7
사채	3,099.0	2,667.1	2,720.5	2,747.7	2,775.2
장기차입금	1,311.2	1,307.8	1,569.4	1,585.1	1,600.9
부채총계	24,543.1	26,366.7	28,440.1	31,017.2	31,039.5
자본금	2,139.3	2,139.3	2,139.3	2,139.3	2,139.3
자본잉여금	1,715.8	1,715.8	1,715.8	1,715.8	1,715.8
기타포괄이익누계액	-1,107.1	-717.0	-788.7	-867.5	-954.3
이익잉여금	24,711.7	26,056.2	27,250.9	29,957.6	33,053.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	27,243.5	28,978.1	30,101.1	32,729.0	35,738.1

Key Financial Data

(주당데이터)(원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
SPS	133,633	143,442	146,746	165,064	175,483
EPS(지배주주)	2,852	4,506	4,080	6,904	7,864
CFPS	12,058	14,641	12,685	13,435	14,491
EBITDAPS	7,629	10,211	10,070	12,644	13,642
BPS	67,208	71,487	74,257	80,740	88,163
DPS	900	1,150	1,150	1,300	1,400
배당수익률(%)	1.8	2.3	2.3	2.6	2.8
Valuation(Multiple)					
PER	17.6	11.2	12.3	7.3	6.4
PCR	4.2	3.4	4.0	3.7	3.5
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
PBR	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EBITDA	3,092.4	4,139.1	4,081.8	5,125.4	5,529.9
EV/EBITDA	6.3	4.5	4.2	3.1	2.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.3	6.5	5.6	8.9	9.3
EBITDA 이익률	5.7	7.1	6.9	7.7	7.8
부채비율	90.1	91.0	94.5	94.8	86.9
금융비용부담률	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3
이자보상배율(X)	5.7	10.6	8.0	12.3	13.9
매출채권회전율(X)	26.2	27.7	27.3	29.4	29.4
재고자산회전율(X)	6.9	7.6	7.2	7.6	7.4

표19 예상보다 빠른 완성차 가동률 개선과 AS 딜러 영업 재개로 기대치 상회 3Q20 실적 전망

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	9,315.2	9,444.9	-1.4	7,535.5	23.6	9,138.8	1.9
영업이익	571.9	603.9	-5.3	168.7	238.9	469.0	21.9
세전이익	779.1	771.3	1.0	259.8	199.9	663.7	17.4
지배순이익	591.5	577.2	2.5	234.2	152.6	500.0	18.3
영업이익률 (%)	6.1	6.4		2.2		5.1	
세전이익률 (%)	8.4	8.2		3.4		7.3	
순이익률 (%)	6.4	6.1		3.1		5.5	

자료: Bloomberg, 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

표20 21년 영업이익, 시장 기대치 +5% 상회 전망

(십억원)	2020E			2021E		
	메리츠	컨센서스	(% diff.)	메리츠	컨센서스	(% diff.)
매출액	36,276.4	35,790.8	1.4	42,245.3	41,456.4	1.9
영업이익	1,767.6	1,624.3	8.8	2,645.5	2,517.2	5.1
세전이익	2,448.7	2,359.3	3.8	3,792.3	3,586.6	5.7
순이익	1,827.2	1,761.6	3.7	2,841.6	2,687.2	5.7
영업이익률(%)	4.9	4.5	-0.2p	6.3	6.1	-0.2p
세전이익률(%)	6.8	6.6	-0.1p	9.0	8.7	-0.1p
순이익률(%)	5.0	4.9	-0.1p	6.7	6.5	-0.1p

자료: Bloomberg, 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

표21 2세대 BEV BMS 공급 개시와 타 OE 매출 증대로 시장 기대치 상회 21년 실적 전망

(십억원)	2019	2020E	2021E
매출액 - 신규 추정	38,048.8	36,276.4	42,245.3
매출액 - 기존 추정	38,048.8	36,110.9	41,611.9
% change	0.0%	0.5%	1.5%
영업이익 - 신규 추정	2,359.3	1,767.6	2,645.5
영업이익 - 기존 추정	2,359.3	1,690.7	2,552.1
% change	0.0%	4.5%	3.7%
세전이익 - 신규 추정	3,214.3	2,448.7	3,792.3
세전이익 - 기존 추정	3,214.3	2,426.1	3,606.5
% change	0.0%	0.9%	5.2%
지배주주 순이익 - 신규 추정	2,290.7	1,827.2	2,841.6
지배주주 순이익 - 기존 추정	2,290.7	1,796.6	2,709.3
% change	0.0%	1.7%	4.9%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	23,531.7	18,770.5	29,191.4
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	23,531.7	18,456.4	27,832.5
% change	0.0%	1.7%	4.9%

자료: Bloomberg, 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

표22 현대모비스 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	8,737.8	9,462.3	9,444.9	10,403.7	8,423.0	7,535.5	9,315.2	11,002.7	38,048.8	36,276.4	42,245.3
(% YoY)	6.6	6.5	12.1	7.9	-3.6	-20.4	-1.4	5.8	8.2	-4.7	16.5
부품	6,928.9	7,578.2	7,510.6	8,465.0	6,536.1	6,092.5	7,452.6	9,102.9	30,482.6	29,184.0	35,025.8
(% YoY)	7.4	5.2	12.5	7.7	-5.7	-19.6	-0.8	7.5	8.1	-4.3	20.0
전동화	574.6	659.6	704.6	857.7	702.4	989.8	1,028.1	1,229.4	2,796.4	3,949.7	5,641.8
(% YoY)	89.2	82.2	64.9	20.5	22.2	50.1	45.9	43.3	55.0	41.2	42.8
부품제조	1,885.9	1,986.4	1,977.1	2,183.9	1,782.9	1,521.7	2,015.2	2,463.6	8,033.3	7,783.4	9,215.8
(% YoY)	22.9	10.7	5.8	-5.9	-5.5	-23.4	1.9	12.8	6.8	-3.1	18.4
모듈조립	4,468.4	4,932.2	4,828.9	5,423.4	4,050.8	3,580.9	4,409.3	5,409.9	19,652.9	17,450.9	20,168.1
(% YoY)	-3.1	-2.2	10.2	12.3	-9.3	-27.4	-8.7	-0.2	4.2	-11.2	15.6
AS	1,809.0	1,884.0	1,934.4	1,938.7	1,886.9	1,443.0	1,862.6	1,899.9	7,566.1	7,092.4	7,219.5
(% YoY)	3.7	11.9	10.5	8.9	4.3	-23.4	-3.7	-2.0	8.7	-6.3	1.8
OP	493.7	627.3	603.9	634.4	360.9	168.7	571.9	666.1	2,359.3	1,767.6	2,645.5
(% YoY)	9.8	18.1	30.6	9.1	-26.9	-73.1	-5.3	5.0	16.5	-25.1	49.7
부품	39.2	140.7	110.5	162.0	-89.9	-149.4	119.2	191.2	452.4	71.1	840.6
(% YoY)	43.5	21.9	1,134.9	11.9	-329.4	-206.1	7.9	18.0	52.6	-84.3	1,081.8
AS	454.5	486.5	493.4	472.4	450.8	318.1	452.6	475.0	1,906.8	1,696.5	1,804.9
(% YoY)	7.6	17.0	8.8	8.1	-0.8	-34.6	-8.3	0.5	10.3	-11.0	6.4
RP	716.1	877.2	771.3	849.7	501.8	259.8	779.1	908.0	3,214.3	2,448.7	3,792.3
(% YoY)	16.5	19.0	34.6	54.4	-29.9	-70.4	1.0	6.9	29.9	-23.8	54.9
NP	483.0	642.8	577.2	587.8	348.4	234.2	591.5	653.0	2,290.7	1,827.2	2,841.6
(% YoY)	3.5	16.2	28.6	39.8	-27.9	-63.6	2.5	11.1	21.3	-20.2	55.5
OP margin (%)	5.7	6.6	6.4	6.1	4.3	2.2	6.1	6.1	6.2	4.9	6.3
부품 (%)	0.6	1.9	1.5	1.9	-1.4	-2.5	1.6	2.1	1.5	0.2	2.4
AS (%)	25.1	25.8	25.5	24.4	23.9	22.0	24.3	25.0	25.2	23.9	25.0
RP margin (%)	8.2	9.3	8.2	8.2	6.0	3.4	8.4	8.3	8.4	6.8	9.0
NP margin (%)	5.5	6.8	6.1	5.6	4.1	3.1	6.4	5.9	6.0	5.0	6.7

자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

현대모비스 (012330)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	35,149.2	38,048.8	36,276.4	42,245.3	45,822.7
매출액증가율 (%)	0.0	8.2	-4.7	16.5	8.5
매출원가	30,582.2	32,819.6	31,691.0	36,522.9	39,611.5
매출총이익	4,567.0	5,229.2	4,585.4	5,722.3	6,211.1
판매관리비	2,542.0	2,869.9	2,817.8	3,076.8	3,334.5
영업이익	2,025.0	2,359.3	1,767.6	2,645.5	2,876.6
영업이익률	5.8	6.2	4.9	6.3	6.3
금융손익	69.6	143.3	-1.6	93.6	15.0
증속/관계기업손익	392.5	708.9	626.4	997.9	1,222.0
기타영업외손익	-12.1	2.8	56.4	55.2	54.1
세전계속사업이익	2,474.9	3,214.3	2,448.7	3,792.3	4,167.7
법인세비용	586.7	920.0	619.3	948.1	1,041.9
당기순이익	1,888.2	2,294.3	1,829.4	2,844.2	3,125.8
지배주주지분 순이익	1,888.8	2,290.7	1,827.2	2,841.6	3,123.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	1,610.1	2,644.1	2,742.3	2,914.5	3,166.6
당기순이익(손실)	1,888.2	2,294.3	1,829.4	2,844.2	3,125.8
유형자산상각비	638.9	751.5	808.7	849.0	870.9
무형자산상각비	75.3	69.6	68.7	65.5	64.4
운전자본의 증감	-1,298.6	-502.0	301.0	-133.3	-56.5
투자활동 현금흐름	-944.0	-720.2	-1,516.6	-1,829.2	-2,585.7
유형자산의증가(CAPEX)	-531.4	-789.4	-947.3	-966.3	-985.6
투자자산의감소(증가)	-22.2	-0.2	-194.5	-2,447.2	-1,466.7
재무활동 현금흐름	-720.6	-972.0	-266.1	-369.1	-380.8
차입금의 증감	-629.8	-439.5	-163.8	-16.3	16.1
자본의 증가	0.0	-322.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-72.8	1,006.9	1,011.2	716.3	200.2
기초현금	2,409.3	2,336.4	3,342.0	4,353.2	5,069.4
기말현금	2,335.1	3,342.0	4,353.2	5,069.4	5,269.6

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	19,720.5	21,504.6	22,804.4	24,021.9	25,827.0
현금및현금성자산	2,335.1	3,342.0	4,353.2	5,069.4	5,269.6
매출채권	6,444.7	6,949.2	7,255.3	8,026.6	8,248.1
재고자산	2,762.9	3,034.2	3,264.9	3,379.6	3,665.8
비유동자산	23,350.7	25,101.4	25,439.2	28,126.9	29,777.1
유형자산	8,029.5	8,605.4	8,838.1	8,955.4	9,070.1
무형자산	931.4	914.0	885.3	869.8	855.4
투자자산	14,020.7	14,660.4	14,873.3	17,320.6	18,787.3
자산총계	43,071.1	46,606.1	48,243.6	52,148.8	55,604.0
유동부채	8,242.2	8,962.3	9,074.8	10,333.7	10,970.4
매입채무	4,554.3	4,798.3	4,574.8	5,327.5	5,778.7
단기차입금	1,123.2	1,270.4	1,143.3	1,131.9	1,143.2
유동성장기부채	518.9	321.5	482.2	477.4	482.1
비유동부채	4,125.5	5,234.2	5,241.1	5,399.8	5,514.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1,059.0	1,152.5	1,210.1	1,198.0	1,210.0
부채총계	12,367.7	14,196.4	14,315.9	15,733.5	16,484.6
자본금	491.1	491.1	491.1	491.1	491.1
자본잉여금	1,396.0	1,397.9	1,397.9	1,397.9	1,397.9
기타포괄이익누계액	-1,013.3	-822.8	-822.8	-822.8	-822.8
이익잉여금	30,095.5	31,656.8	33,121.9	35,625.4	38,342.3
비지배주주지분	72.9	79.6	79.6	63.7	50.9
자본총계	30,703.4	32,409.6	33,927.7	36,415.3	39,119.4

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	361,083	390,870	372,663	433,980	470,730
EPS(지배주주)	19,403	23,532	18,770	29,191	32,082
CFPS	31,891	36,146	25,601	31,309	33,109
EBITDAPS	28,139	32,671	27,172	36,571	39,159
BPS	315,399	332,926	348,520	374,074	401,852
DPS	4,000	4,000	3,500	4,200	4,500
배당수익률(%)	1.7	1.7	1.5	1.8	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	11.8	9.7	12.2	7.8	7.1
PCR	7.2	6.3	8.9	7.3	6.9
PSR	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
PBR	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EBITDA	2,739.2	3,180.3	2,645.0	3,560.0	3,811.9
EV/EBITDA	8.2	6.8	7.8	5.6	5.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.3	7.3	5.5	8.1	8.3
EBITDA 이익률	7.8	8.4	7.3	8.4	8.3
부채비율	40.3	43.8	42.2	43.2	42.1
금융비용부담률	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(X)	3.2	3.1	2.6	3.8	4.1
매출채권회전율(X)	5.6	5.7	5.1	5.5	5.6
재고자산회전율(X)	12.9	13.1	11.5	12.7	13.0

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상	
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만	
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)		
	Neutral (중립)		
	Underweight (비중축소)		

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.7%
중립	18.3%
매도	0.0%
2020년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근1일 투자등급의 비율	

현대차 (005380) 투자등급변경 내용

* 전전주가 대상시점 1년이며 투자등급변경 그래프는 순전주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2018.10.11	산업브리프	Buy	175,000	김준성	-33.9	-32.3	280,000	현대차
2018.10.26	기업브리프	Buy	150,000	김준성	-28.5	-26.7	210,000	적정주가
2018.11.07	산업분석	Buy	140,000	김준성	-18.9	-6.4	140,000	
2019.01.25	기업브리프	Buy	150,000	김준성	-16.9	-9.3	70,000	
2019.04.24	기업브리프	Buy	165,000	김준성	-17.3	-13.0	0	
2019.07.08	산업브리프	Buy	170,000	김준성	-23.6	-17.9	18.10 19.10 20.10 20.9	
2019.09.18	산업분석	Buy	175,000	김준성	-27.2	-23.1		
2019.10.25	기업브리프	Buy	165,000	김준성	-26.5	-17.6		
2020.03.16	기업브리프	Buy	145,000	김준성	-33.3	-14.1		
2020.07.24	산업브리프	Buy	165,000	김준성	-9.0	8.5		
2020.08.31	산업분석	Buy	220,000	김준성	-	-		

기아차 (000270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2018.10.11	산업브리프	Buy	42,000	김준성	-29.9	-20.8	(원)	
2018.11.07	산업분석	Buy	40,000	김준성	-19.9	-8.4		
2019.01.28	기업브리프	Trading Buy	40,000	김준성	-8.3	9.8		
2019.04.25	기업브리프	Trading Buy	45,000	김준성	-3.9	0.6		
2019.05.20	기업브리프	Trading Buy	48,000	김준성	-11.0	-8.1		
2019.09.18	산업분석	Buy	52,000	김준성	-16.9	-10.8		
2020.01.15	기업브리프	Buy	50,000	김준성	-29.8	-13.2		
2020.04.06	산업분석	Buy	37,000	김준성	-14.7	1.2		
2020.07.07	기업브리프	Buy	41,000	김준성	-15.2	-7.3		
2020.07.24	산업브리프	Buy	43,000	김준성	-2.7	9.8		
2020.08.31	산업분석	Buy	53,000	김준성	-13.3	-4.0		
2020.10.19	산업브리프	Buy	57,000	김준성	-	-		

현대모비스 (012330) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

