

현대모비스 – 현대글로벌비스

분할합병비율 평가

외부평가인의 합병비율평가의견서 요약

(삼일회계법인, 2018년 3월 28일)

Disclaimer

본 자료는 오로지 정보 제공 목적으로 작성되었고, 증권이나 관련 금융상품의 매수나 매도를 청약 또는 청약을 권유하거나 의결권 행사를 권유하려는 목적으로 작성되지 않았습니다. 회사는 본 자료에 기재된 정보의 정확성, 완전성 또는 신뢰성에 대해 어떠한 명시적 또는 묵시적 진술 및 보장도 제공하지 않습니다. 본 자료의 내용은 고지 없이 변경될 수 있으며, 본 자료의 내용이 전제하고 있는 가정 또는 기준이 다른 경우에는 그 내용도 달라질 수 있습니다. 회사는 본 자료의 내용에 대해서 변경, 수정 또는 정정 할 의무를 부담하지 않습니다.

본 자료에는 일정한 “장래예측진술(forward-looking statements)”이 포함되어 있고, 이러한 장래예측진술은 경영진의 현재 기대 또는 생각, 계획은 물론 현재 경영진들에게 제공된 정보를 토대로 가정된 사항들에 기초하여 이루어진 것입니다. 새로운 정보, 미래의 사건 기타 원인이 발생한다고 하여, 회사가 장래예측진술을 보완하거나 보충할 어떠한 의무도 부담하지 않습니다.

회사, 회사의 계열회사, 그 임직원 또는 대리인, 자문사는 본 자료의 내용과 관련하여 발생할 수 있는 어떠한 손해 또는 손실에 대하여도 책임을 부담하지 않음을 양지해 주시길 부탁드립니다.

분할합병 개요

- 모비스 주주 : 분할전 모비스 97백만주 (지분율 100%) ⇒ 존속모비스 77백만주(100%) + 합병글로벌비스 60백만주 (61.5%)
 - 글로벌비스 주주 : 글로벌비스 37백만주 (지분율 100%) ⇒ 합병글로벌비스 37백만주 (38.5%)
- ⇒ 모비스 주주의 지분 일부가 합병글로벌비스 지분으로 바뀔 뿐, 분할합병만으로는 주주 부는 변동하지 않음 (글로벌비스 주주에게는 Dilution 발생)

구분	현재 (분할합병 전)	분할	합병
		모비스 주식이 존속모비스 주식과 분할부문 주식으로 나누어짐	분할부문주식을 글로벌비스 주식과 교환
지분구조 <small>(합병가치 산정 : 4 Page 참조)</small>	<div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <div style="text-align: center;"> <p>모비스 주주</p> <p>↓ 100% (97,343천주)</p> <p>모비스</p> <p>23.8조 (3/27일 시총)</p> </div> <div style="text-align: center;"> <p>글로벌비스 주주</p> <p>↓ 100% (37,500천주)</p> <p>글로벌비스</p> <p>5.8조 (평균시총 : 합병가치)</p> </div> </div>	<div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <div style="text-align: center;"> <p>모비스 주주</p> <p>↓ 100% (76,856천주)</p> <p>존속 모비스</p> <p>14.5조 (시총 - 합병가치)</p> </div> <div style="text-align: center;"> <p>↓ 100% (20,488천주)¹⁾</p> <p>분할부문</p> <p>9.3조 (합병가치)</p> </div> </div> <p style="text-align: center; color: green;">주식분할 (분할비율 : 0.21)¹⁾</p> <p style="text-align: center; color: green;">주식교환 (합병비율 : 2.92)</p>	<div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <div style="text-align: center;"> <p>모비스 주주</p> <p>↓ 100% (76,856천주)</p> <p>존속 모비스</p> <p>14.5조</p> </div> <div style="text-align: center;"> <p>↓ 61.5% (59,849천주)</p> <p>합병 글로벌비스</p> <p>15.1조 (분할부문 합병가치 + 글로벌비스 시총)</p> </div> </div>
모비스 주주	<p>보유 지분 : 모비스 97백만주 (100%)</p> <p>지분 가치 : 23.8조 (모비스 23.8조)</p>	<p>존속모비스 77백만주 + 분할부문 20백만주 (100%)</p> <p>23.8조 (존속모비스 14.5조 + 분할부문 9.3조)</p>	<p>존속모비스 77백만주 + 합병글로벌비스 60백만주 (100%)</p> <p>23.8조 (존속모비스 14.5조 + 합병글로벌비스 9.3조)</p>
글로벌비스 주주	<p>보유 지분 : 글로벌비스 37백만주 (100%)</p> <p>지분 가치 : 5.8조 (글로벌비스 5.8조)</p>	<p>글로벌비스 37백만주 (100%)</p> <p>5.8조 (글로벌비스 5.8조)</p>	<p>합병글로벌비스 37백만주 (38.5%)</p> <p>5.8조 (합병글로벌비스 5.8조)</p>

1) 분할비율이란, 분할부문으로 쪼개지는 주식수(자본금)를 결정하기 위한 비율로, 국내에서는 통상적으로 분할부문의 순자산비율을 활용하고 있음
 분할비율은 단순한 주식수 분할을 위한 개념으로, 순자산비율이 아닌 다른 방법(가치비율, 손익비율 등)을 적용하더라도 주주의 富 나 지분율에 영향이 없음

2) 주주지분가치는 양사 시총이 유지된다는 전제하에 분석
 - 모비스 : 3.27일 시총 / 글로벌비스 : 평균주가(합병가치)

○ 분할 전 모비스 순자산의 21%(총자산의 74%, 총부채의 51%), 매출의 34%, 세전이익의 54%가 분할부문으로 이전

자산·부채 분할

- 분할기준 : 분할부문이 직·간접적으로 사용하는 자산을 선별하여 분할
- 법인세법 상 적격분할 요건 충족이 가능하도록 분할
 - 법인세법 상 분할기준 : 분할사업부문이 직·간접적으로 사용하는 자산·부채 이전만 허용 (비영업부동산, 주식 등은 원칙적으로 승계 불허)
 - 적격분할 위반 시 양도세, 소득세 등 대규모 세금 부과 ⇒ 회사 및 주주까지 훼손 발생

별도BS (단위:억원)	모비스 (분할전)	존속부문		분할부문		비고
		금액	비율	금액	비율	
현금	69,679	44,183	63%	25,496	37%	총자산에서 주식을 차감한 자산비율 적음
유무형자산	63,079	52,872	84%	10,207	16%	사업부 실제 귀속에 따라 배분
투자주식	74,182	74,182	100%	-	-	투자주식 전액 존속모비스 존치
매출채권 등	46,683	16,878	36%	29,805	64%	사업부 실제 귀속에 따라 배분
총자산	253,623	188,115	74%	65,508	26%	
차입금	5,103	1,113	22%	3,990	78%	수출채권할인: 채권귀속에 따라 배분
매입채무 등	36,192	20,074	55%	16,116	45%	사업부 실제 귀속에 따라 배분
총부채	41,295	21,187	51%	20,106	49%	
(+)자기주식	3,388	3,388	100%	-	-	자기주식은 존속부문에 존치
순자산	215,717	170,315	79%	45,402	21%	주식수 분할비율로 사용

※ 분할부문은 AS(부품물류), 모듈(부품물류+조립) 등 사업성격상 대규모 자산이 불필요하므로, 분할부문의 이익규모 대비 승계되는 순자산 규모가 상대적으로 적음

손익분할

- 분할기준 : 분할부문에서 실제 발생한 수익/비용을 추적하여 분할
- 존속부문 : 투자부문 손익¹⁾ + 국내/해외 종속회사 손익²⁾ + 국내부품사업 손익
 - ¹⁾ 현대차, 현대건설, 현대라이프, 현대엔지니어링 등 관계회사 지분법평가손익 (국내 11社, 해외 5社)
 - ²⁾ 현대아이에치엘, 지아이티, 해외 모듈/부품/AS 자회사 등 종속회사 손익 (국내 2社, 해외 33社)
- 분할부문 : 모듈사업 손익³⁾ + AS부품사업 손익³⁾
 - ³⁾ 국내사업에서 발생한 손익 (내수+수출)

연결PL	모비스 (분할전)	존속부문			분할부문	
		투자	사업	모듈	A/S	분할부문
매출 ¹⁾	35.14조		26.77조	9.28조	4.73조	14.01조
			66%			34%
영업이익	2.02조 ²⁾		0.55조	-0.06조	1.49조	1.43조
이익률	5.8%		2.1%	-0.7%	31.5%	10.2%
세전이익	2.73조 ²⁾	0.68조 ³⁾	0.57조	-0.08조	1.53조	1.45조
			46%			54%
이익률	7.8%		2.1%	-0.8%	32.3%	10.4%

- 1) 분할전 모비스 연결매출(35.14조) < 존속부문 매출 + 분할부문 매출 (40.78조)
(차이 5.64조 : 존속·분할 부문간 내부거래의 외부화, 분할부문과 해외자사회간 내부거래제거 취소)
- 2) 분할전 모비스 연결 손익 ≠ 존속부문 손익 + 분할부문 손익 (분할에 따른 미실현이익 조정 차이)
- 3) 현대차 등 지분법 대상회사의 지분법평가이익

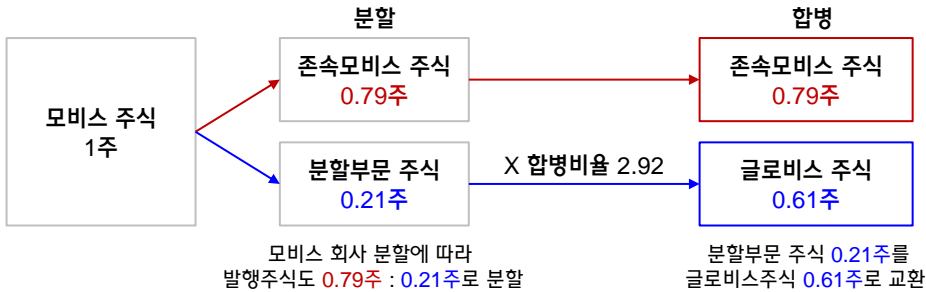
- 1주당 합병가치비율 : 모비스 분할부문 : 글로비스 = 2.92 : 1 ⇒ 분할부문 주식 1주를 글로비스 주식 2.92주로 교환(합병신주 : 59,849천주)
- 모비스 총발행주식 기준, 1주당 교부되는 글로비스 신주 : 0.61주 (= 합병신주 59,849천주 ÷ 총발행주식수 97,343천주)

합병비율

구분	모비스 분할부문		글로비스	
평가방법 (자본시장법)	본질가치		평균주가	
합병가치	수익가치(60%)	12.4조	¹⁾ 기준주가	154,911원
	자산가치(40%)	4.5조	총발행주식수	37,500천주
	본질가치	9.3조	평균시총	5.8조
합병가치 비율	61.5%		38.5%	
발행주식수	²⁾ 20,488천주		37,500천주	
1주당 합병가치	@ 452,523원		@ 154,911원	
1주당 합병가치비율	2.92		1	

¹⁾ 1개월 평균주가 (2/28~3/27 : 151,252원), 1주일 평균주가(3/21~27 : 155,980원), 최근일 주가(3/27 : 157,500원) 산술평균
²⁾ 모비스 주식(97,343천주)이 분할로 인해 존속부문(76,856천주) 주식과 분할부문(20,488천주) 주식으로 나누어짐

※ 분할합병에 따른 모비스 주주의 주식 변화



모비스 총발행주식 97,343천주 × 0.61(분할합병비율) = 합병신주 59,849천주

[참고] 자본시장법 규정

상장법인 간 합병 시 합병비율은 **자본시장법** 등에서 요구하는 방법에 따라 평가

- 상장법인의 합병 ⇒ **자본시장법**에 따라 합병비율 산정 (자본시장법 시행령 176조의 5)
 - 상장 + 상장 합병 → 평균주가 : 평균주가
 - 상장 + 비상장 합병 → **평균주가 : 본질가치**
- 상장사 간 분할합병의 경우, 분할되는 사업부문의 주가가 존재하지 않아, **상장/비상장사 간 합병비율 산정규정 준용**(자본시장법 시행령 176조의5 ①)
- 분할합병비율 평가 방법

구분	평가방법	산식
상장법인 글로비스	평균주가	$\frac{1\text{개월 평균주가}^2 + 1\text{주일 평균주가}^2 + \text{최근일 증가}}{3}$ <p>1) 주가산정 기준일 : 이사회결의일과 합병계약체결일 중 빠른날의 전일 2) 일별 증가의 거래량 가중산술평균</p>
비상장법인 모비스 분할부문	본질가치	$\text{자산가치}^1) \times 40\% + \text{수익가치}^2) \times 60\%$ <p>1) 직전사업연도 감사보고서상 자본총계 ± 법정조정사항 2) 일반적으로 공정/타당한 것으로 인정되는 방법 사용 (통상 미래추정현금흐름을 할인하는 DCF법 적용)</p>

분할부문 수익가치 _ 추정손익

- 모듈 / AS부품사업 매출은 H/KMC 관련 매출이 대부분 이므로, 현대.기아차의 생산량(판매량)과의 상관관계가 매우 높음
- 매출 : '17년 14.0조 → '22년 15.5조 달성 예상 (연평균 +2.1% 성장) : 그룹 완성차 판매량 점진적 회복 전망 (연평균 +2.3%)
- 영업이익 : '17년 1.4조(이익률 10.2%) → '22년 1.8조(이익률 11.6%) 달성 예상

구분 (단위 : 십억원, 천대)		실적			추정					CAGR '17~'22
		'15년	'16년	'17년	'18년	'19년	'20년	'21년	'22년	
모듈	H/KMC 생산량 ¹⁾	7,890	7,790	7,129	7,233	7,487	7,774	7,910	7,980	2.3%
	매출액	10,041	10,012	9,282	9,795	9,900	10,283	10,250	10,535	2.6%
	매출총이익	752	886	234	432	582	763	754	766	
	영업이익	459	592	-63	124	263	433	413	410	
	%	4.6%	5.9%	-0.7%	1.3%	2.7%	4.2%	4.0%	3.9%	
A/S 부품	H/KMC UIS ²⁾	53,491	56,621	59,109	61,990	64,760	67,214	69,354	71,181	3.8%
	매출액	4,391	4,579	4,728	4,626	4,701	4,891	4,948	5,002	1.1%
	매출총이익	1,728	1,904	1,966	1,811	1,828	1,959	1,965	1,970	
	영업이익	1,252	1,406	1,490	1,313	1,312	1,424	1,409	1,389	
	%	28.5%	30.7%	31.5%	28.4%	27.9%	29.1%	28.5%	27.8%	
모비스 분할부문 (합계)	매출액	14,432	14,591	14,011	14,421	14,601	15,175	15,198	15,536	2.1%
	매출총이익	2,480	2,790	2,199	2,243	2,410	2,721	2,720	2,736	
	영업이익	1,711	1,998	1,427	1,438	1,575	1,857	1,821	1,799	
	%	11.9%	13.7%	10.2%	10.0%	10.8%	12.2%	12.0%	11.6%	

구분	모듈 사업	AS부품 사업
H/KMC 증장기 전망	<ul style="list-style-type: none"> ○ H/KMC 생산량 연평균 2.3% 증가 <ul style="list-style-type: none"> - 중국시장 부진으로 '16~'17년 생산량 감소 - 중국시장 점진적 회복, 미주시장 판매량 증가, 인도 신공장 준공으로 향후 완만한 회복세 전망 	<ul style="list-style-type: none"> ○ H/KMC UIS 연평균 3.8% 증가 <ul style="list-style-type: none"> - 과거 5년('13 ~ '17년 6.4%)대비 UIS 성장률 둔화 ※ 향후 UIS 성장률(CAGR) : 국내 2.0%, 해외 4.4%
매출액	<ul style="list-style-type: none"> ○ 판매량 : 지역별 H/KMC 완성차 생산량에 모비스 분할부문 평균공급비율 적용 (판매가격 : 차급 Mix전락, 신차효과, 물가상승률 등 고려) ※ '17~'22 매출액 연 2.6% 성장 전망 (완성차 판매량 증가율과 유사하게 성장) 	<ul style="list-style-type: none"> ○ 내수 (53%) : 국내 H/KMC 완성차 점유율 감소, UIS성장 둔화 (성장률 연 +0.5%로 정체) ○ 수출 (47%) : 미국 / 유럽 / 인도 시장 H/KMC UIS성장 지속 (연평균 +1.8% 매출 증가) ※ '17~'22 매출 연 1.1% 증가 전망 (국내 UIS 정체 및 원/달러 환율 하락으로 제한적 성장)
영업이익	<ul style="list-style-type: none"> ○ H/KMC 판매량이 과거수준을 회복하는 '20년까지 영업이익률 점차 회복 후 4% 수준 유지 예상 <ul style="list-style-type: none"> - '17년, H/KMC 완성차 판매량 급감 (-8.5%)으로 수익성 악화 - '20년까지, 정상 마진 수준으로 점진적 회복 예상 ※ 덕양산업, 동희오토, 유진레이델 등 국내 모듈 3社: 평균영업이익률 2~4% 수준 	<ul style="list-style-type: none"> ○ 매출원가 : 과거 2~5년 평균원가율에 환율효과 반영 <ul style="list-style-type: none"> - 향후 5년 평균환율(1,066원/\$) 예상¹⁾ - '17년 환율(1,131원/\$) 대비 5~6% 하락 유지 ○ 원화강세, 임금상승 등으로 인해 영업이익률은 3~4% 하락한 28% 수준 예상

1) H/KMC 완성차 생산량 : IHS Markit 전망치('18년 2월 기준)에서 모비스 분할부문의 모듈공급 대상이 아닌 생산량 제외

2) H/KMC 누적등록차량(UIS : Unit In Service) : Polk 社 H/KMC 글로벌 차량등록대수('18년 2월 기준)에서 모비스 분할부문의 AS부품 공급대상이 아닌 차량 제외

5) EIU(Economist Intelligence unit) '18년 3월 전망치

Free Cash Flow

- 추정기간 동안 잉여현금흐름은 '18년 0.68조에서 '22년 0.74조로 증가 (향후 5년간 잉여현금흐름 합계 : 4.17조)

(단위:십억원)	'18년	'19년	'20년	'21년	'22년
영업이익	1,438	1,575	1,857	1,821	1,799
(-) 법인세비용	385	423	500	490	484
NOPLAT*	1,053	1,152	1,357	1,331	1,315
(+) 상각비	82	89	98	107	119
모듈사업	44	48	52	58	64
AS부품사업	38	42	45	50	55
(-) 투자	100	91	117	119	129
모듈사업	41	44	49	51	54
AS부품사업	59	47	68	67	74
(-) 순운전자본 투자	308	38	72	4	40
잉여현금흐름(FCF)	727	1,112	1,264	1,315	1,265
현가계수	0.9425	0.8371	0.7436	0.6605	0.5866
FCF의 현재가치	685	931	940	869	742
FCF의 합계	4,167				

* NOPLAT : Net Operating Profit Less Adjusted Taxes

- 투자액 : 신차 출시에 따른 공장 생산 Line 변경 및 물류시스템 투자 등 고려
- 순운전자본 투자 : 모듈 및 AS부품사업부문의 순운전자본(매출채권, 재고자산, 매입채무)의 평균 회전기간 고려

수익가치

- 분할부문의 수익가치 : 12.4조

(단위 : 십억원)

구분	금액
추정기간 FCF의 합계	4,167
Terminal Value	6,617
영업가치	10,785
(+) 비영업자산 가치	2,040
(-) 차입금	399
Equity value (수익가치)	12,426

- Terminal Value : 고든의 영구성장모형 적용 (영구성장률 1.0%)
- 한국경제의 장기성장전망, 성숙기에 진입한 자동차산업의 장기성장전망 등을 고려하여 산정
- 비영업자산가치
- 분할부문 총 현금(2.5조) - 영업현금¹⁾(0.5조) + 회원권(0.03조)
 ¹⁾ 약 0.5개월분의 현금성 지출 (매출원가 + 판매비와관리비 + 투자액 - 감가상각비)
- 차입금 : 전액 매출채권 담보 차입금

할인율(WACC) 산정

○ **WACC = 자기자본비용(Ke) x 자기자본비중 + 세후 타인자본비용 x 타인자본비중**

※ $Ke = \text{무위험이자율}(Rf) + \text{시장리스크프리미엄}(Rm - Rf) \times \beta L^*$

* 시장 수익률 변동에 대한 개별기업의 상대적 민감도

무위험이자율(Rf)	2.47%	○ '17년말 기준 국내 10년 만기 국고채 이자율(Source : Bloomberg)
국내 시장리스크프리미엄(Rp)	11.38%	○ '17년말 기준 국내 시장리스크프리미엄 (Source : Bloomberg)
Levered Beta(βL)	1.2607	○ '17년말 기준 동종기업 βu 평균(0.9619)과 목표 자본구조(Source : Bloomberg)에 따라 Hamada Model을 사용하여 산정
자기자본비용(Ke) [Rf + Rp x βL]	16.82%	
타인자본비용(Kd)	3.73%	○ '17년말 기준 모비스 신용등급 기반 한계차입이자율 (3년만기 무보증회사채 평균 수익률)
세율(t)	27.50%	○ '18년 이후 국내 법인세율
세후 타인자본비용 [Kd x (1 - t)]	2.70%	
목표자본구조 [Debt(D) / Equity(E)]	42.85%	○ '17년말 기준 동종기업 평균 자본구조 적용(Source : Bloomberg)
자기자본비중 [E / (D + E)]	70.0%	○ 70% = 1 - 30%
타인자본비중 [D / (D + E)]	30.0%	○ 30% = 42.85% / (1 + 42.85%)
할인율(WACC)	12.58%	

유사동종기업 선정

○ 16년 Global Top 100 OEM Suppliers(Source: Automotive News) 중 현대모비스 분할부문과 유사한 사업을 영위하는 7개사 선정

구분	Levered Beta (βL)	Debt ¹⁾	Market Cap. ¹⁾	자본구조 (D/E)	세율 ²⁾	Unlevered Beta (βu) ³⁾
Magna International Inc.	1.3083	3,802	21,812	17.43%	26.50%	1.1597
Faurecia SA	1.4070	2,592	11,536	22.47%	34.43%	1.2264
Plastic Omnium	0.9483	2,200	7,341	29.97%	34.43%	0.7926
현대위아	0.5813	1,452	1,768	82.13%	24.20%	0.3582
Martinrea International Inc.	1.6110	557	1,184	47.05%	26.50%	1.1970
CIE Automotive S.A.	0.6795	1,572	4,007	39.22%	25.00%	0.5251
Tower International	2.0199	413	669	61.67%	40.00%	1.4743
평균				42.85%	-	0.9619

* Source : Bloomberg

1) '17년말 기준(단위: 억원)

2) '17년말 기준 국가별 법인세 한계세율

3) 유사동종기업 βL과 자본구조에 따라 Hamada Model을 사용하여 산정

$$\text{Unlevered Beta}(\beta_u) = \frac{\text{Levered Beta}(\beta_L)}{[1 + (1 - \text{Tax Rate}) \times \frac{\text{Debt}}{\text{Equity}}]}$$

- 합병가치비율은 양사의 이익창출능력(순이익) 및 현금창출능력(EBITDA)을 적절히 반영
 - 합병가치비율 ≙ 연결순이익비율 ≙ 연결EBITDA비율
 - ※ 분할부문은 대규모자산을 필요로 하지 않는 사업이므로, 합병가치비율 보다 순자산가치비율이 다소 낮게 나타남
- 이사회 직후 발표된 7개 증권사 추정치 검토 결과, 증권사의 추정합병가치가 본 건에 비해 높게 나타나, 양사 동일하게 증권사 추정치 기준을 적용한 합병가치비율은 본 건 비율과 유사
- 본 건 합병가치비율은 양사의 상대적 이익(현금)창출능력, 시장의 추정치 등을 고려할 때, 양사 주주 모두에게 유·불리가 없는 공정한 비율로 판단됨

() : Implied multiple	구분	모비스 분할부문	비중	글로벌비스	비중
	합병가치	9.3조 (본질가치)	61.5%	5.8조 (평균주가)	38.5%
	당기순이익 ('17년 연결)	1.10조 (PER : 8.43x)	61.7%	0.68조 (PER : 8.52x)	38.2%
	EBITDA ('17년 연결)	1.50조	62.7%	0.89조	37.3%
	순자산가액 ('17년 연결)	4.54조 (PBR : 2.0x)	53.2%	3.99조 (PBR : 1.4x)	46.8%
	이사회 후 공표된 증권사 추정치(PER)	14.9조 (평균PER : 13.5x)	61.2%	9.4조 (평균PER : 13.9x)	38.8%
	대신증권	-		10.2조 (15.0x)	
	미래에셋대우	-		9.9조 (14.5x)	
	삼성증권 ¹⁾	15.1조 (13.7x)		9.5조 (13.9x)	
	DB금융투자 ¹⁾	16.9조 (15.3x)		10.2조 (15.0x)	
	신한금융투자 ¹⁾	17.2조 (15.6x)		-	
	유진투자증권 ¹⁾	14.4조 (13.1x)		-	
	하나금융투자	11.0조 (10.0x)		7.5조 (11.0x)	

1) 증권사별 적정 PER를 제시하지 않은 경우, 각 증권사가 제시한 타 Multiple 또는 추정합병가치에서 PER 역산