

2017. 7. 31



▲ 자동차, 타이어

Analyst 김준성

02. 6098-6690

joonsung.kim@meritz.co.kr

RA 이종현

02. 6098-6654

jonghyun_lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 325,000 원

현재주가 (7.28) 255,500 원

상승여력 27.2%

KOSPI 2,400.99pt

시가총액 248,714억원

발행주식수 9,734만주

유동주식비율 67.12%

외국인비중 49.60%

52주 최고/최저가 288,000원 / 215,000원

평균거래대금 609.4억원

주요주주(%)

기아자동차 외 3인 30.17

국민연금 9.02

자사주 2.72

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 0.39 -3.95 -4.84

상대주가 0.41 -19.75 -12.62

주가그래프



현대모비스 012330

중국 부진 vs. 지속적인 AS 수익성 개선

- ✓ 현대·기아차 2Q17 중국 판매감소 (-64.2% YoY) 영향으로 부진한 분기실적 기록
- ✓ 회복될 수 있는 우려보다는 AS 사업의 구조적 수익성 개선에 주목
- ✓ 과거 일본 Big 3의 센카쿠 이슈·VW의 디젤 게이트 이슈에서 확인했듯, 악화된 소비 심리는 7-11개월의 시차를 두고 회복. 현대차 중국 가동률 9-10월 중 정상화 전망
- ✓ AS 영업이익률은 Mix 개선과 비용 효율화를 통해 5개 분기 연속 증가해 IFRS 이후 최대치인 25.1%를 기록했으며, 이는 중장기 손익 전망치 상향 조정 근거

2Q17 실적: 정점에 달한 중국 부진 vs. 25%를 넘어선 AS 영업이익률

2Q17 매출과 영업이익은 8.28조원 (-16.0% YoY), 4,924억원 (-37.3% YoY, 영업이익률 5.9%)으로 시장기대치를 각각 -8.8%, -19.0% 하회했다. 이 같은 실적부진은 지난해 기준 매출의 25.3%, 영업이익의 12.3%를 구성했던 중국시장에서 현대·기아차의 판매 부진 (2Q17 판매불량 -64.2% YoY 감소)에 근거했다.

다만, AS 사업은 비우호적인 환율 영향에 따른 매출성장 둔화에도 불구하고 5개 분기 연속 수익성 개선을 기록했으며, 연결 IFRS 회계기준이 도입된 1Q11 이후 가장 높은 25.1%의 영업이익률을 실현했다. 이 같은 높은 수익성은 1) 14년 시작됐던 RV 판매증가가 AS 수요로 이전되며 ASP가 올라갔다는 점, 2) 지속적으로 확대되어온 CPO (Certified Pre-owned Vehicle) 판매 확대에 순정부품 수요가 개선되었다는 점, 3) 물류센터 확대에 항공운송 등의 불필요한 비용이 축소되었다는 점, 4) 유럽 경기 호조에 근거한다.

방향성: 회복될 수 있는 우려 vs. 안정적 사업의 구조적 수익성 개선

사드 이슈에 따른 중국의 부진은 분명한 우려 사안이나, 과거 일본 Big 3의 센카쿠 이슈·Volkswagen의 디젤게이트 이슈를 돌이켜봤을 때 소비심리는 7-11개월의 시간을 두고 결국 회복되었다. 중국의 판매악화가 정점을 지나고 있는 지금, 부진한 현상보다는 회복의 방향성에 대해 주목할 필요가 있다는 판단이다. 현대·기아차 중국공장 가동률은 9-10월 중 정상화될 전망이다.

비록 비우호적 환율 변동으로 2Q17 -1.3% YoY의 매출감소가 기록됐지만, AS 사업은 꾸준한 UIO의 증가를 통해 지속적인 매출 성장이 가능한 사업이다 (10년 이후 연간 기준 매년 매출 플러스 성장 기록). RV·CPO 판매 Mix 증가와 물류센터 개선을 통한 구조적인 수익성 개선 포인트는 중장기 손익 전망을 더욱 긍정적으로 볼 수 있는 근거라고 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	36,020	2,935	3,055	31,388	-12.9	263,758	8.1	1.0	6.1	12.5	47.1
2016	38,262	2,905	3,038	31,207	-0.6	293,360	8.2	0.9	5.7	11.2	46.1
2017E	36,861	2,674	2,873	29,509	-5.4	315,963	8.7	0.8	5.5	9.7	38.6
2018E	41,494	3,164	3,517	36,126	22.4	347,341	7.1	0.7	4.8	10.9	38.7
2019E	45,721	3,466	3,786	38,898	7.7	380,788	6.6	0.7	4.3	10.7	35.3

표1 현대모비스 2Q17 실적, 중국 판매부진 영향으로 시장기대치 하회

(십억원, %)	2Q16	1Q17	2Q17P						
			발표치	YoY	QoQ	메리츠	% diff	Consensus	% diff
매출액	9,854	9,268	8,282	-16.0	-10.6	8,941	-7.4	9,079	-8.8
영업이익	785	669	492	-37.3	-26.4	598	-17.7	608	-19.0
세전이익	1,162	963	690	-40.6	-28.6	929	-25.7	897	-23.1
순이익	846	761	481	-43.1	-37.0	677	-29.0	688	-30.1
영업이익률(%)	8.0	7.2	5.9			6.7		6.7	
세전이익률(%)	11.8	10.4	8.3			10.4		9.9	
순이익률(%)	8.6	8.2	5.8			7.6		7.6	

자료: 현대모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 17년 시장기대치 조정 불가피하나, 18년은 기저효과를 통해 기대치 상회 전망

(십억원)	2017E			2018E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	36,861	37,606	-2.0	41,494	40,645	2.1
영업이익	2,674	2,714	-1.5	3,164	3,116	1.5
세전이익	3,844	3,908	-1.6	4,695	4,412	6.4
순이익	2,873	2,954	-2.8	3,517	3,313	6.1
영업이익률(%)	7.3	7.2	-0.2%p	7.6	7.7	-0.2%p
세전이익률(%)	10.4	10.4	-0.1%p	11.3	10.9	-0.1%p
순이익률(%)	7.8	7.9	-0.1%p	8.5	8.2	-0.1%p

자료: Bloomberg, 현대모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 2H17 및 18년에 대한 기존 이익추정치 큰 변동 없이 유지

(십억원)	2016	2017E	2018E
매출액 - 신규 추정	38,262	36,861	41,494
매출액 - 기존 추정	38,262	37,303	41,495
% change	0.0%	-1.2%	0.0%
영업이익 - 신규 추정	2,905	2,674	3,164
영업이익 - 기존 추정	2,905	2,766	3,164
% change	0.0%	-3.3%	0.0%
세전이익 - 신규 추정	4,111	3,844	4,695
세전이익 - 기존 추정	4,111	4,093	4,729
% change	0.0%	-6.1%	-0.7%
지배주주 순이익 - 신규 추정	3,038	2,873	3,517
지배주주 순이익 - 기존 추정	3,038	3,079	3,544
% change	0.0%	-6.7%	-0.8%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	31,207	29,509	36,126
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	31,207	31,632	36,405
% change	0.0%	-6.7%	-0.8%

자료: 현대모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 현대모비스 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, %)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	9,340	9,854	8,778	10,290	9,268	8,282	9,105	10,206	38,262	36,861	41,494
(%, YoY)	6.8	11.9	3.5	3.0	-0.8	-16.0	3.7	-0.8	6.2	-3.7	12.6
모듈	7,677	8,207	7,137	8,554	7,512	6,657	7,287	8,241	31,575	29,697	33,618
(%, YoY)	6.4	13.7	3.6	1.9	-2.2	-18.9	2.1	-3.7	6.3	-5.9	13.2
AS	1,662	1,647	1,641	1,736	1,756	1,625	1,818	1,965	6,687	7,163	7,875
(%, YoY)	8.5	3.8	3.1	9.1	5.6	-1.3	10.7	13.2	6.1	7.1	9.9
한국	3,213	3,267	2,672	3,800	3,381	3,500	3,198	3,885	12,952	13,731	14,336
(%, YoY)	3.2	-2.8	-9.6	6.9	5.2	7.1	19.7	2.2	-0.3	6.0	4.4
미주	2,130	2,276	2,221	2,089	2,218	2,425	2,359	2,262	8,716	9,459	10,230
(%, YoY)	13.4	17.2	5.9	7.3	4.1	6.5	6.2	8.3	10.8	8.5	8.2
유럽	1,218	1,301	1,136	1,244	1,292	1,388	1,254	1,261	4,899	5,288	5,805
(%, YoY)	30.5	29.8	7.5	2.8	6.1	6.7	10.4	1.3	16.6	7.9	9.8
중국	2,296	2,552	2,272	2,666	1,890	905	1,794	2,246	9,787	6,769	9,026
(%, YoY)	-5.1	21.8	19.5	-5.0	-17.7	-64.5	-21.1	-15.8	6.1	-30.8	33.3
기타	482	457	477	491	487	506	500	553	1,908	2,093	2,212
(%, YoY)	20.2	14.0	1.9	4.8	1.0	10.6	4.7	12.6	9.7	9.7	5.7
OP	718	785	722	680	669	492	724	788	2,905	2,674	3,164
(%, YoY)	2.2	13.0	7.7	-21.6	-6.9	-37.3	0.3	16.0	-1.0	-8.0	18.3
모듈	346	429	345	278	251	84	286	317	1,398	937	1,271
(%, YoY)	-16.0	21.7	10.0	-46.4	-27.6	-80.5	-17.1	14.1	-12.5	-33.0	35.6
AS	373	356	376	402	418	409	438	472	1,506	1,736	1,893
(%, YoY)	28.1	4.0	5.6	15.4	12.2	14.9	16.4	17.3	12.6	15.3	9.0
RP	1,101	1,162	959	890	963	690	1,051	1,139	4,111	3,844	4,695
(%, YoY)	0.1	2.2	18.3	-23.7	-12.5	-40.6	9.6	28.1	-2.4	-6.5	22.1
NP	793	846	704	694	761	481	777	853	3,038	2,873	3,517
(%, YoY)	10.3	-1.9	13.8	-18.8	-4.0	-43.1	10.2	22.9	-0.6	-5.4	22.4
OP margin (%)	7.7	8.0	8.2	6.6	7.2	5.9	8.0	7.7	7.6	7.3	7.6
모듈 (%)	4.5	5.2	4.8	3.2	3.3	1.3	3.9	3.8	4.4	3.2	3.8
AS (%)	22.4	21.6	22.9	23.2	23.8	25.1	24.1	24.0	22.5	24.2	24.0
RP margin (%)	11.8	11.8	10.9	8.6	10.4	8.3	11.5	11.2	10.7	10.4	11.3
NP margin (%)	8.5	8.6	8.0	6.7	8.2	5.8	8.5	8.4	7.9	7.8	8.5

자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

현대모비스 (012330)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	36,020	38,262	36,861	41,494	45,721
매출액증가율 (%)	-0.5	6.2	-3.7	12.6	10.2
매출원가	30,872	32,966	31,795	35,718	39,321
매출총이익	5,148	5,296	5,066	5,776	6,400
판매비와관리비	2,213	2,391	2,392	2,611	2,935
영업이익	2,935	2,905	2,674	3,164	3,466
영업이익률 (%)	8.1	7.6	7.3	7.6	7.6
금융수익	-59	175	175	205	233
종속/관계기업관련손익	1,257	1,090	980	1,311	1,341
기타영업외손익	80	-58	15	15	15
세전계속사업이익	4,213	4,111	3,844	4,695	5,055
법인세비용	1,173	1,064	967	1,174	1,264
당기순이익	3,040	3,047	2,876	3,521	3,791
지배주주지분 순이익	3,055	3,038	2,873	3,517	3,786

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	15,925	18,263	19,732	21,847	23,300
현금및현금성자산	2,498	2,049	3,317	3,527	3,658
매출채권	6,265	7,143	7,188	8,216	8,687
재고자산	2,562	2,830	2,949	3,527	3,886
비유동자산	21,850	23,448	22,895	25,045	26,864
유형자산	7,947	8,516	8,552	8,836	9,144
무형자산	931	961	920	895	891
투자자산	12,749	13,739	13,236	15,145	16,688
자산총계	37,775	41,712	42,626	46,892	50,163
유동부채	8,291	8,833	7,722	8,939	8,961
매입채무	4,444	5,271	4,792	4,979	5,487
단기차입금	1,565	1,453	1,410	1,410	1,410
유동성장기부채	349	170	205	205	205
비유동부채	3,808	4,320	4,146	4,141	4,134
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	1,305	1,667	1,500	1,470	1,441
부채총계	12,099	13,154	11,868	13,079	13,094
자본금	491	491	491	491	491
자본잉여금	1,393	1,405	1,405	1,405	1,405
기타포괄이익누계액	-717	-584	-584	-584	-584
이익잉여금	24,812	27,521	29,721	32,776	36,032
비지배주주지분	54	63	63	63	63
자본총계	25,676	28,558	30,758	33,813	37,069

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	4,352	2,018	1,739	1,603	2,932
당기순이익(손실)	3,040	3,047	2,876	3,521	3,791
유형자산감가상각비	475	577	677	660	673
무형자산상각비	66	69	91	89	88
운전자본의 증감	445	-1,293	-1,068	-1,419	-323
투자활동 현금흐름	-4,949	-2,124	16	-1,018	-2,426
유형자산의 증가(CAPEX)	-4,080	-1,296	-907	-944	-981
투자자산의 감소(증가)	-1,593	-7	396	-1,909	-1,543
재무활동 현금흐름	170	-336	-357	-376	-375
차입금증감	-427	-514	-83	0	0
자본의증가	-235	0	0	0	0
현금의증가	-414	-449	1,268	209	131
기초현금	2,913	2,499	2,049	3,317	3,527
기말현금	2,498	2,049	3,317	3,527	3,658

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	370,026	393,058	378,667	426,259	469,687
EPS(지배주주)	31,388	31,207	29,509	36,126	38,898
CFPS	44,036	40,494	30,111	31,040	33,437
EBITDAPS	35,708	36,479	35,361	40,200	43,415
BPS	263,758	293,360	315,963	347,341	380,788
DPS	3,500	3,500	3,550	3,550	3,550
배당수익률(%)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	8.1	8.2	8.7	7.1	6.6
PCR	5.8	6.3	8.5	8.2	7.6
PSR	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5
PBR	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
EBITDA	34,760	35,510	34,422	39,132	42,262
EV/EBITDA	6.1	5.7	5.5	4.8	4.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.5	11.2	9.7	10.9	10.7
EBITDA 이익률	9.7	9.3	9.3	9.4	9.2
부채비율	47.1	46.1	38.6	38.7	35.3
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	8.6	7.0	6.1	7.1	7.6
매출채권회전율(x)	5.8	5.7	5.1	5.4	5.4
재고자산회전율(x)	14.5	14.2	12.8	12.8	12.3

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 7월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 7월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 7월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김준성, 이종현)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 4등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 06월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

현대모비스(012330) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.04.14	기업브리프	Buy	330,000	김준성	
2015.04.27	기업브리프	Buy	330,000	김준성	
2015.05.27	산업브리프	Buy	330,000	김준성	
2015.07.08	산업브리프	Buy	285,000	김준성	
2015.07.27	기업브리프	Buy	285,000	김준성	
2015.09.21	산업브리프	Buy	285,000	김준성	
2015.09.25	산업브리프	Buy	285,000	김준성	
2015.10.12	산업브리프	Buy	285,000	김준성	
2015.10.26	기업브리프	Buy	285,000	김준성	
2015.11.17	산업분석	Buy	285,000	김준성	
2016.01.11	산업브리프	Buy	285,000	김준성	
2016.01.28	기업브리프	Buy	300,000	김준성	
2016.02.22	산업분석	Buy	300,000	김준성	
2016.02.29	산업브리프	Buy	300,000	김준성	
2016.04.12	기업브리프	Buy	300,000	김준성	
2016.04.28	기업브리프	Buy	300,000	김준성	
2016.07.04	산업분석	Buy	300,000	김준성	
2016.07.29	기업브리프	Buy	325,000	김준성	
2016.09.05	기업브리프	Buy	325,000	김준성	
2016.10.13	기업브리프	Buy	325,000	김준성	
2016.10.31	기업브리프	Buy	325,000	김준성	
2016.11.16	산업분석	Buy	325,000	김준성	
2017.01.09	산업분석	Buy	325,000	김준성	
2017.01.31	기업브리프	Buy	325,000	김준성	
2017.03.27	산업분석	Buy	325,000	김준성	
2017.05.22	산업분석	Buy	325,000	김준성	
2017.07.10	산업브리프	Buy	325,000	김준성	
2017.07.31	기업브리프	Buy	325,000	김준성	