



▲ 자동차/타이어

Analyst 김준성
02-6098-6690
joonsung.kim@meritz.co.kr

RA 이종현
02-6098-6654
jonghyun_lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12 개월)	325,000 원		
현재주가 (10.17)	236,000 원		
상승여력	37.7%		
KOSPI	2,480.05pt		
시가총액	234,599억원		
발행주식수	9,734만주		
유동주식비율	67.12%		
외국인비중	48.99%		
52주 최고/최저가	283,000원/213,500원		
평균거래대금	463.5억원		
주요주주(%)			
기아자동차 외 3 인	30.17		
국민연금	9.84		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.6	8.1	-9.6
상대주가	7.3	-7.0	-26.2

주가그래프

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	36,019.7	2,934.6	3,055.4	31,388	-12.9	263,758	7.5	0.9	5.6	12.5	47.1
2016	38,261.7	2,904.7	3,037.8	31,207	-0.6	293,360	7.6	0.8	5.1	11.2	46.1
2017E	36,019.9	2,416.1	2,708.6	27,825	-10.8	314,247	8.5	0.8	5.5	9.2	37.6
2018E	40,201.6	3,077.7	3,467.2	35,618	28.0	345,115	6.6	0.7	4.5	10.8	36.9
2019E	44,534.5	3,376.7	3,779.2	38,823	9.0	378,486	6.1	0.6	4.0	10.7	34.1

현대모비스 012330**낮아질 중국 우려, 부각될 본질 가치**

- ✓ 중국법인의 두 분기 연속 YoY 적자전환으로 3Q17 실적부진 불가피
- ✓ 그러나 9 월 중국 손익은 현대·기아차 가동률 회복 본격화로 7 개월만 흑자전환 성공
- ✓ 4Q17 이후 중국 회복, 신차효과·ADAS 채택 증가·친환경차 라인업 확대에 따른 ASP 개선, AS 고마진 유지에 근거한 실적 성장전환으로 기업가치 정상화 전망
- ✓ 기존 투자의견 Buy, 적정주가 325,000 원 유지

3Q17 영업이익, 중국 가동률 하락으로 시장기대치 6% 하회할 전망

3Q17 매출·영업이익은 각각 8.48 조원 (-3.4% YoY, 시장기대치 부합), 5,500 억원 (-23.8% YoY, 시장기대치 -6% 하회)을 기록할 전망이다. 매출은 현대·기아차 국내공장 판매볼륨 개선효과와 중국공장의 가동률 하락 영향이 상쇄되며 전년동기 수준이 유지될 전망이다 (현대·기아차 3Q17 글로벌 판매볼륨 178 만대로 전년동기 179 만대와 같은 수준). 그러나 영업이익은 중국공장의 YoY 적자전환 (두 분기 연속 적자)이 이어지며 전년동기 대비 큰 폭의 감소가 불가피할 예정이다.

낮아질 중국 우려, 부각될 본질 가치 (부품 ASP 상승, AS 수익성 유지)

2Q17·3Q17 실적부진의 주요 원인이 된 중국공장의 가동률 하락 우려는 지속적으로 축소될 전망이다. 이미 지난 9 월 현대·기아차의 중국 판매볼륨이 각각 17 년 들어 가장 높은 수준을 기록하며 회복기조를 시작했으며, 지난달 중국방문을 통해 4Q17에는 9 월보다 더 높은 판매실적 달성이 목표되고 있음을 확인했다. 모비스의 중국법인 또한 지난 9 월 7 개월만의 흑자전환에 성공했으며, 이 같은 추이의 지속으로 4Q17 영업이익은 5 분기만의 YoY 플러스 성장전환이 예상된다.

중국 손익회복은 모비스가 지니고 있는 본질가치의 재부각을 위한 선결조건이다. 18 년 영업이익은 1) 중국의 회복, 2) RV 중심의 현대·기아차 신차 cycle 도래에 따른 부품 ASP Mix 개선, 3) ADAS 부품 채택 증가와 친환경차 라인업 강화에 의한 구동시스템 장착확대에 힘입은 ASP Mix 개선, 4) RV 부품수요 증가와 CPO 판매증가 등에 따른 AS 사업의 높은 수익성 유지로 17 년 대비 +27.4% YoY 개선될 전망이다. 4Q17 이후 시작될 이 같은 실적개선 흐름의 지속으로 기업가치 정상화가 가능하다고 판단한다.

표1 현대모비스, 중국 가동률 하락 영향으로 부진한 3Q17 실적 기록 불가피

(십억원)	3Q16	2Q17	3Q17E				컨센서스
			(% YoY)	(% QoQ)	메리츠	차이	
매출액	8,778.1	8,282.4	-3.4	2.3	8,475.4	-0.6	8,525.9
영업이익	721.7	492.4	-23.8	11.7	550.0	-6.0	585.4
세전이익	959.2	689.9	-9.9	25.3	864.4	5.9	816.0
순이익	704.5	481.2	-9.3	32.7	638.7	5.7	603.8
영업이익률(%)	8.2	5.9			6.5		6.9
세전이익률(%)	10.9	8.3			10.2		9.6
순이익률(%)	8.0	5.8			7.5		7.1

자료: Bloomberg, 현대모비스, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 그러나 9월 시작된 중국 공장 정상화 지속으로 18년 손익은 시장기대치를 상회할 전망

(십억원)	2017E			2018E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	36,019.9	36,249.9	-0.6	40,201.6	39,354.0	2.2
영업이익	2,416.1	2,449.3	-1.3	3,077.7	2,956.5	4.1
세전이익	3,622.4	3,501.4	3.5	4,628.5	4,211.5	9.9
순이익	2,708.6	2,629.2	3.0	3,467.2	3,158.5	9.8
영업이익률(%)	6.7	6.8	-0.2%p	7.7	7.5	-0.2%p
세전이익률(%)	10.1	9.7	-0.1%p	11.5	10.7	-0.1%p
순이익률(%)	7.5	7.3	-0.1%p	8.6	8.0	-0.1%p

자료: Bloomberg, 현대모비스, 메리츠종금증권 리서치센터

표3 17년 EPS 추정치를 3분기 실적부진 영향을 반영해 기존 추정 대비 5.7% 하향 조정

(십억원)	2016	2017E	2018E
매출액 - 신규 추정	38,261.7	36,019.9	40,201.6
매출액 - 기존 추정	38,261.7	36,860.9	40,993.7
% change	0.0%	-2.3%	-1.9%
영업이익 - 신규 추정	2,904.7	2,416.1	3,077.7
영업이익 - 기존 추정	2,904.7	2,673.7	3,114.2
% change	0.0%	-9.6%	-1.2%
세전이익- 신규 추정	4,111.2	3,622.4	4,628.5
세전이익- 기존 추정	4,111.2	3,843.6	4,694.7
% change	0.0%	-5.8%	-1.4%
지배주주 순이익 - 신규 추정	3,037.8	2,708.6	3,467.2
지배주주 순이익 - 기존 추정	3,037.8	2,872.5	3,516.7
% change	0.0%	-5.7%	-1.4%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	31,207	27,825	35,618
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	31,207	29,509	36,126
% change	0.0%	-5.7%	-1.4%

자료: 현대모비스, 메리츠종금증권리서치센터

표4 현대모비스 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, %)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	9,340	9,854	8,778	10,290	9,268	8,282	8,475	9,994	38,262	36,020	40,202
(%, YoY)	6.8	11.9	3.5	3.0	-0.8	-16.0	-3.4	-2.9	6.2	-5.9	11.6
모듈	7,677	8,207	7,137	8,554	7,512	6,657	6,647	8,123	31,575	28,940	32,473
(%, YoY)	6.4	13.7	3.6	1.9	-2.2	-18.9	-6.9	-5.0	6.3	-8.3	12.2
AS	1,662	1,647	1,641	1,736	1,756	1,625	1,828	1,871	6,687	7,080	7,728
(%, YoY)	8.5	3.8	3.1	9.1	5.6	-1.3	11.4	7.8	6.1	5.9	9.2
한국	3,213	3,267	2,672	3,354	3,381	3,596	3,286	3,655	12,952	13,918	14,318
(%, YoY)	3.2	-2.8	-9.6	-5.6	5.2	10.1	23.0	-3.8	-0.3	7.5	2.9
미주	2,130	2,276	2,221	2,181	2,218	2,156	2,114	2,163	8,716	8,650	9,067
(%, YoY)	13.4	17.2	5.9	12.0	4.1	-5.3	-4.8	3.6	10.8	-0.7	4.8
유럽	1,218	1,301	1,136	1,107	1,292	1,289	1,121	1,328	4,899	4,968	5,464
(%, YoY)	30.5	29.8	7.5	-8.5	6.1	-0.9	-1.3	6.8	16.6	1.4	10.0
중국	2,296	2,552	2,272	2,869	1,890	752	1,446	2,314	9,787	6,377	9,266
(%, YoY)	-5.1	21.8	19.5	2.2	-17.7	-70.5	-36.4	-13.2	6.1	-34.8	45.3
기타	482	457	477	524	487	490	509	534	1,908	2,020	2,190
(%, YoY)	20.2	14.0	1.9	11.7	1.0	7.1	6.6	8.8	9.7	5.9	8.4
OP	718	785	722	680	669	492	550	705	2,905	2,416	3,078
(%, YoY)	2.2	13.0	7.7	-21.6	-6.9	-37.3	-23.8	3.7	-1.0	-16.8	27.4
모듈	346	429	345	278	251	84	109	254	1,398	698	1,215
(%, YoY)	-16.0	21.7	10.0	-46.4	-27.6	-80.5	-68.3	-8.6	-12.5	-50.1	74.2
AS	373	356	376	402	418	409	441	451	1,506	1,718	1,863
(%, YoY)	28.1	4.0	5.6	15.4	12.2	14.9	17.1	12.2	12.6	14.1	8.4
RP	1,101	1,162	959	890	966	690	864	1,105	4,111	3,622	4,628
(%, YoY)	0.1	2.2	18.3	-23.7	-12.2	-40.6	-9.9	24.2	-2.4	-11.9	27.8
NP	793	846	704	694	764	481	639	828	3,038	2,709	3,467
(%, YoY)	10.3	-1.9	13.8	-18.8	-3.7	-43.1	-9.3	19.2	-0.6	-10.8	28.0
OP margin (%)	7.7	8.0	8.2	6.6	7.2	5.9	6.5	7.1	7.6	6.7	7.7
모듈 (%)	4.5	5.2	4.8	3.2	3.3	1.3	1.6	3.1	4.4	2.4	3.7
AS (%)	22.4	21.6	22.9	23.2	23.8	25.1	24.1	24.1	22.5	24.3	24.1
RP margin (%)	11.8	11.8	10.9	8.6	10.4	8.3	10.2	11.1	10.7	10.1	11.5
NP margin (%)	8.5	8.6	8.0	6.7	8.2	5.8	7.5	8.3	7.9	7.5	8.6

자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

현대모비스 (012330)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	36,019.8	38,261.8	36,019.9	40,201.6	44,534.5
매출액증가율 (%)	2.5	6.2	-5.9	11.6	10.8
매출원가	30,871.9	32,966.0	31,221.1	34,510.8	38,236.8
매출총이익	5,147.8	5,295.7	4,798.7	5,690.8	6,297.8
판매관리비	2,213.3	2,391.0	2,382.7	2,613.1	2,921.0
영업이익	2,934.6	2,904.7	2,416.1	3,077.7	3,376.7
영업이익률	8.1	7.6	6.7	7.7	7.6
금융손익	-59.2	174.6	174.5	204.6	233.1
증속/관계기업순익	1,256.9	1,090.0	941.4	1,255.8	1,344.9
기타영업외순익	80.3	-58.2	90.5	90.5	90.5
세전계속사업이익	4,212.7	4,111.2	3,622.4	4,628.5	5,045.1
법인세비용	1,131.1	1,063.9	910.1	1,157.1	1,261.3
당기순이익	3,040.1	3,047.3	2,712.4	3,471.4	3,783.8
지배주주지분 순이익	3,055.4	3,037.8	2,708.6	3,467.2	3,779.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	4,351.9	2,017.8	1,499.0	1,573.0	2,769.1
당기순이익(손실)	3,040.1	3,047.3	2,712.4	3,471.4	3,783.8
유형자산상각비	475.0	577.4	625.4	634.2	644.8
무형자산상각비	66.4	68.9	90.9	88.5	88.1
운전자본의 증감	444.8	-1,293.4	-1,137.0	-1,330.0	-350.0
투자활동 현금흐름	-4,948.6	-2,124.5	188.1	-1,022.1	-2,248.5
유형자산의증가(CAPEX)	-4,079.8	-1,296.1	-907.3	-943.6	-981.3
투자자산의감소(증가)	1,792.6	100.0	1,013.7	-1,739.8	-1,581.5
재무활동 현금흐름	169.8	-336.3	-445.0	-375.6	-375.0
차입금의 증감	4,072.0	111.5	-245.8	0.0	0.0
자본의 증가	9.1	12.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-413.6	-448.6	1,192.5	175.3	145.6
기초현금	2,911.4	2,497.9	2,049.3	3,241.8	3,417.1
기말현금	2,497.9	2,049.3	3,241.8	3,417.1	3,562.8

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	15,924.8	18,263.1	19,281.5	21,166.7	22,694.9
현금및현금성자산	2,497.9	2,049.3	3,241.8	3,417.1	3,562.8
매출채권	6,265.0	7,143.3	7,023.9	7,959.9	8,461.6
재고자산	2,562.3	2,830.1	2,881.6	3,417.1	3,785.4
비유동자산	21,850.0	23,448.5	22,819.7	24,825.6	26,712.2
유형자산	7,946.7	8,516.4	8,783.7	9,093.0	9,429.5
무형자산	931.0	961.0	919.6	895.3	890.8
투자자산	12,748.8	13,738.8	12,933.8	14,673.6	16,255.1
자산총계	37,774.8	41,711.6	42,101.2	45,992.3	49,407.1
유동부채	8,290.6	8,833.4	7,368.2	8,262.4	8,435.0
매입채무	4,444.2	5,270.5	4,682.6	4,824.2	5,344.1
단기차입금	1,564.5	1,453.4	1,409.8	1,409.8	1,409.8
유동성장기부채	349.2	170.5	255.7	255.7	255.7
비유동부채	3,808.0	4,320.2	4,141.7	4,133.8	4,127.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1,305.5	1,666.9	1,500.2	1,470.2	1,440.8
부채총계	12,098.6	13,153.6	11,509.9	12,396.1	12,562.3
자본금	491.1	491.1	491.1	491.1	491.1
자본잉여금	1,392.7	1,405.0	1,405.0	1,405.0	1,405.0
기타포괄이익누계액	-696.3	-562.4	-583.6	-583.6	-583.6
이익잉여금	24,811.9	27,520.9	29,554.2	32,559.1	35,807.7
비지배주주지분	54.5	63.5	63.5	63.5	63.5
자본총계	25,676.2	28,558.0	30,591.3	33,596.2	36,844.8

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	370,026	393,058	370,027	412,985	457,497
EPS(지배주주)	31,388	31,207	27,825	35,618	38,823
CFPS	44,036	40,494	29,384	29,821	32,041
EBITDAPS	35,708	36,479	32,178	39,041	42,218
BPS	263,758	293,360	314,247	345,115	378,486
DPS	3,500	3,500	3,550	3,550	3,550
배당수익률(%)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	7.5	7.6	8.5	6.6	6.1
PCR	5.4	5.8	8.0	7.9	7.4
PSR	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
PBR	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
EBITDA	3,476.0	3,551.0	3,132.4	3,800.4	4,109.6
EV/EBITDA	5.6	5.1	5.5	4.5	4.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.5	11.2	9.2	10.8	10.7
EBITDA 이익률	9.7	9.3	8.7	9.5	9.2
부채비율	47.1	46.1	37.6	36.9	34.1
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(X)	8.6	7.0	5.0	6.3	6.8
매출채권회전율(X)	5.8	5.7	5.1	5.4	5.4
재고자산회전율(X)	14.5	14.2	12.6	12.8	12.4

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 10월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유기증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 10월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 10월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김준성,이종현)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 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 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

		투자등급 관련사항			투자의견 비율	
기업	직전 1개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	투자의견	비율			
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상	매수 94.0% 중립 6.0% 매도 0.0%	2017년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율		
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만				
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만				
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만				
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천					
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)					
	Neutral (중립)					
	Underweight (비중축소)					

현대모비스 (012330) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 적정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.10.26	기업브리프	Buy	285,000	김준성	-14.8	-10.5	
2015.11.17	산업분석	Buy	285,000	김준성	-14.4	-10.5	
2016.01.11	산업분석	Buy	285,000	김준성	-14.4	-10.4	
2016.01.28	기업브리프	Buy	300,000	김준성	-16.0	-9.7	
2016.02.22	산업분석	Buy	300,000	김준성	-15.3	-9.7	
2016.02.29	산업분석	Buy	300,000	김준성	-16.7	-9.7	
2016.04.12	기업브리프	Buy	300,000	김준성	-16.9	-9.7	
2016.04.28	기업브리프	Buy	300,000	김준성	-15.9	-9.7	
2016.07.04	산업분석	Buy	300,000	김준성	-15.5	-9.7	
2016.07.29	기업브리프	Buy	325,000	김준성	-20.8	-18.0	
2016.09.05	산업분석	Buy	325,000	김준성	-17.3	-11.4	
2016.10.13	기업브리프	Buy	325,000	김준성	-17.6	-11.4	
2016.10.31	기업브리프	Buy	325,000	김준성	-18.0	-11.4	
2016.11.16	산업분석	Buy	325,000	김준성	-18.9	-11.4	
2017.01.09	산업분석	Buy	325,000	김준성	-18.5	-11.4	
2017.01.31	기업브리프	Buy	325,000	김준성	-19.7	-11.4	
2017.03.27	산업분석	Buy	325,000	김준성	-21.2	-11.4	
2017.05.22	산업분석	Buy	325,000	김준성	-20.9	-11.4	
2017.07.10	기업브리프	Buy	325,000	김준성	-21.1	-11.4	
2017.07.29	1년 경과				-21.1	-11.4	
2017.07.31	기업브리프	Buy	325,000	김준성	-26.6	-20.8	
2017.10.18	기업브리프	Buy	325,000	김준성	-	-	