

2018. 1. 26



▲ 자동차/타이어

Analyst 김준성

02. 6098-6690

joonsung.kim@meritz.co.kr

RA 이종현

02. 6098-6654

jonghyun_lee@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월) 290,000 원

현재주가 (1.25) 268,000 원

상승여력 8.2%

KOSPI 2,562.23pt

시가총액 260,882억원

발행주식수 9,734만주

유동주식비율 67.12%

외국인비중 47.93%

52주 최고/최저가 283,000원/213,500원

평균거래대금 517.9억원

주요주주(%)

기아자동차 외 3 인 30.17

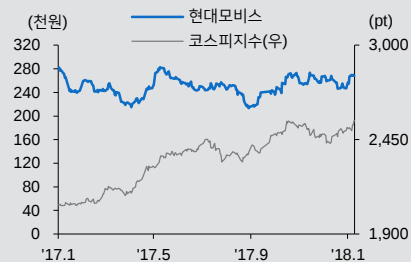
국민연금 9.84

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 3.1 9.2 1.1

상대주가 -1.8 4.0 -18.4

주가그래프



현대모비스 012330

이익 안정성 훼손요인 발생

- ✓ 또다시 발현된 중국법인 단가인하 압력과 그에 따른 실적부진
- ✓ 친환경 및 ADAS 부품 Mix 확대를 통한 중장기 기업가치 개선 방향성은 유효하나, 중국법인 실적개선 가시성 훼손으로 단기 투자심리 악화 불가피하다고 판단
- ✓ 중국법인 실적악화 우려를 반영해 18 년 EPS 를 4.5% 하향하며, 이를 반영해 적정주가 또한 29 만원으로 하향

중국법인 단가인하 압력에 따른 대규모 실적훼손 재발현

4Q17 매출 · 영업이익 모두 시장기대치를 각각 8%, 48% 하회하며 부진한 실적을 기록했다. AS 사업은 비우호적 환율 환경 속에서도 RV 및 CPO Mix 개선에 힘입어 2Q10 이후 가장 높은 영업이익률 (26.4%)을 기록하며 선전했다. 그러나 모듈 사업은 지난 4Q16, 4Q17 에도 발현됐던 중국법인 단가인하 압력이 재발하며 외형 축소 (-12% YoY)와 영업이익 적자전환 (-1,194 억원)을 기록했다.

중국법인의 영업적자 규모는 약 2,100 억원 수준으로 역대 최저 수준이다. 특히 지난 9 월 중국법인 월간 손익이 흑자전환에 성공해 이 같은 온기가 4Q17 까지 이어질 것으로 기대됐던 상황을 고려하면, 영업이익의 시장기대치 하회 폭 약 3,000 억원 대부분이 중국의 부진에서 발현되었다고 보인다.

이익 안정성 훼손 요인 발생, 단기 투자심리 악화 불가피

중국법인의 4 분기 손익 훼손이 3 년 연속 반복되며, 향후 중국에서의 구조적 수익성 부진 고착화 우려가 현실화되었다. 비록 정익선 부회장과 북경기차가 18 년 현대차의 높은 중국 판매회복 전망을 밝혔으나, 단가인하 압력 재발에 따른 완성차 판매와 모비스 손익 개선의 디커플링 발현 가능성을 부인하기 어렵다.

중국법인 실적악화 우려를 반영해 18 년 EPS 를 4.5% 하향하며 적정주가 또한 29 만원으로 조정한다. 친환경 및 ADAS 부품 Mix 확대를 통한 중장기 기업가치 개선 방향성은 유효하나, 중국법인의 실적개선 근거 확보가 이루어지기 전까지 단기적인 투자심리 악화가 불가피하다고 판단한다.

(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	8.5	1.0	6.5	12.5	47.1
2016	38,261.7	2,904.7	3,037.8	31,207	-0.6	293,360	8.6	0.9	6.0	11.2	46.1
2017F	35,144.6	2,038.2	1,587.0	16,303	-47.8	302,613	16.4	0.9	7.5	5.5	38.9
2018E	40,425.9	2,830.7	3,126.5	32,118	97.0	329,839	8.3	0.8	5.4	10.2	44.6
2019E	44,617.8	3,194.6	3,481.2	35,762	11.3	359,993	7.5	0.7	4.6	10.4	44.8

표1 4Q17 Review: 중국법인 단가인하 압력으로 대규모 실적훼손 재발현

(십억원, %)	4Q16	3Q17	4Q17P						
			발표치	YoY	QoQ	메리츠	% diff	Consensus	% diff
매출액	10,290.1	8,772.8	8,821.6	-14.3	0.6	9,883.2	-10.7	9,595.2	-8.1
영업이익	679.9	544.4	332.7	-51.1	-38.9	698.4	-52.4	637.5	-47.8
세전이익	889.6	738.2	364.0	-59.1	-50.7	1,064.8	-65.8	893.7	-59.3
순이익	694.2	482.2	-137.6	적자전환	적자전환	803.8	-117.1	687.6	-120.0
영업이익률(%)	6.6	6.2	3.8			7.1		6.6	
세전이익률(%)	8.6	8.4	4.1			10.8		9.3	
순이익률(%)	6.7	5.5	-1.6			8.1		7.2	

자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

표2 중국 우려로 18년 신차 Cycle 개시가 시장기대치 상회 실적으로 이어질지 의문 증가

(십억원)	2018E			2019E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	40,425.9	38,803.0	4.2	44,617.8	41,215.0	8.3
영업이익	2,830.7	2,815.5	0.5	3,194.6	3,023.0	5.7
세전이익	4,027.2	3,974.3	1.3	4,483.4	4,272.0	4.9
순이익	3,009.4	2,952.6	1.9	3,341.8	3,173.0	5.3
영업이익률(%)	7.0	7.3	-0.2%p	7.2	7.3	-0.2%p
세전이익률(%)	10.0	10.2	-0.1%p	10.0	10.4	-0.1%p
순이익률(%)	7.4	7.6	-0.1%p	7.5	7.7	-0.1%p

자료: Bloomberg, 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

표3 중국법인 실적 악화 우려 반영하여 18년·19년 이익추정치 하향 조정

(십억원)	2017P	2018E	2019E
매출액 - 신규 추정	35,144.6	40,425.9	44,617.8
매출액 - 기존 추정	36,206.2	40,546.7	45,083.1
% change	-2.9%	-0.3%	-1.0%
영업이익 - 신규 추정	2,038.2	2,830.7	3,194.6
영업이익 - 기존 추정	2,403.9	3,014.1	3,347.2
% change	-15.2%	-6.1%	-4.6%
세전이익 - 신규 추정	2,755.3	4,027.2	4,483.4
세전이익 - 기존 추정	3,456.2	4,412.1	4,898.0
% change	-20.3%	-8.7%	-8.5%
지배주주 순이익 - 신규 추정	1,587.0	3,009.4	3,341.8
지배주주 순이익 - 기존 추정	2,528.4	3,273.6	3,634.1
% change	-37.2%	-8.1%	-8.0%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	16,303.2	30,914.9	34,329.4
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	25,974.2	33,629.1	37,332.4
% change	-37.2%	-8.1%	-8.0%

자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

표4 현대모비스 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017P	2018E	2019E
매출액	9,267.7	8,282.4	8,772.8	8,821.6	9,533.1	10,225.0	9,720.9	10,946.9	35,144.6	40,425.9	44,617.8
(%, YoY)	-0.8	-16.0	-0.1	-14.3	2.9	23.5	10.8	24.1	-8.1	15.0	10.4
모듈	7,511.9	6,657.3	6,983.5	7,108.1	7,685.1	8,442.4	7,859.2	9,064.1	28,260.9	33,050.8	36,962.3
(%, YoY)	-2.2	-18.9	-2.1	-16.9	2.3	26.8	12.5	27.5	-10.5	16.9	11.8
AS	1,755.8	1,625.0	1,789.3	1,713.5	1,848.0	1,782.7	1,861.7	1,882.7	6,883.7	7,375.1	7,655.4
(%, YoY)	5.6	-1.3	9.0	-1.3	5.2	9.7	4.0	9.9	2.9	7.1	3.8
한국	3,380.8	3,596.3	3,384.8	3,323.5	3,512.0	3,909.6	3,478.6	3,827.9	13,685.4	14,728.2	15,435.4
(%, YoY)	5.2	10.1	26.7	-12.5	3.9	8.7	2.8	15.2	5.7	7.6	4.8
미주	2,217.7	2,155.5	2,237.0	2,037.8	2,189.3	2,253.0	2,389.3	2,433.4	8,648.0	9,265.0	10,374.9
(%, YoY)	4.1	-5.3	0.7	-2.4	-1.3	4.5	6.8	19.4	-0.8	7.1	12.0
유럽	1,292.1	1,288.7	1,239.8	1,075.3	1,411.9	1,377.9	1,238.6	1,318.8	4,895.9	5,347.1	5,802.2
(%, YoY)	6.1	-0.9	9.1	-13.6	9.3	6.9	-0.1	22.6	-0.1	9.2	8.5
중국	1,890.2	752.0	1,377.8	2,403.5	1,895.0	2,145.2	2,075.3	2,787.5	6,423.4	8,902.9	10,897.4
(%, YoY)	-17.7	-70.5	-39.4	-9.9	0.3	185.3	50.6	16.0	-34.4	38.6	22.4
기타	487.0	489.9	533.4	534.7	524.9	539.4	539.1	579.3	2,045.0	2,182.7	2,393.1
(%, YoY)	1.0	7.1	11.7	8.9	7.8	10.1	1.1	8.3	7.2	6.7	9.6
OP	668.7	492.4	544.4	332.7	709.2	750.7	705.5	665.4	2,038.2	2,830.7	3,194.6
(%, YoY)	-6.9	-37.3	-24.6	-51.1	6.1	52.5	29.6	100.0	-29.8	38.9	12.9
모듈	250.5	83.8	93.2	-119.4	245.3	296.1	232.6	185.3	308.1	959.3	1,242.4
(%, YoY)	-27.6	-80.5	-73.0	-143.0	-2.1	253.3	149.6	-255.2	-78.0	211.4	29.5
AS	418.2	408.6	451.2	452.1	463.8	454.6	472.9	480.1	1,730.1	1,871.4	1,952.1
(%, YoY)	12.2	14.9	19.9	12.5	10.9	11.3	4.8	6.2	14.8	8.2	4.3
RP	963.3	689.9	738.2	364.0	1,000.9	1,073.2	989.8	963.3	2,755.3	4,027.2	4,483.4
(%, YoY)	-12.5	-40.6	-23.0	-59.1	3.9	55.6	34.1	164.6	-33.0	46.2	11.3
NP	761.2	481.2	482.2	-137.6	753.0	796.6	734.7	725.1	1,587.0	3,009.4	3,341.8
(%, YoY)	-4.0	-43.1	-31.6	-119.8	-1.1	65.5	52.4	-627.1	-47.8	89.6	11.0
OP margin (%)	7.2	5.9	6.2	3.8	7.4	7.3	7.3	6.1	5.8	7.0	7.2
모듈 (%)	3.3	1.3	1.3	-1.7	3.2	3.5	3.0	2.0	1.1	2.9	3.4
AS (%)	23.8	25.1	25.2	26.4	25.1	25.5	25.4	25.5	25.1	25.4	25.5
RP margin (%)	10.4	8.3	8.4	4.1	10.5	10.5	10.2	8.8	7.8	10.0	10.0
NP margin (%)	8.2	5.8	5.5	-1.6	7.9	7.8	7.6	6.6	4.5	7.4	7.5

표5 중국법인 실적악화 우려로 18년 EPS 추정치 4.5% 하향 조정하며, 이를 반영하여 적정주가 또한 하향 조정

적정 밸류에이션 PER (배, a), 현대 · 기아차 적정 밸류에이션 7.2배 대비 30% 프리미엄 부여	9.3배
모비스 2018E EPS (원, b)	30,915원
Fair Value (원, c = a x b)	287,508원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	290,000원
현재 주가 (1월 25일 기준 종가)	268,000원
괴리율 (%)	8.2%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

현대모비스 (012330)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	36,019.7	38,261.7	35,144.6	40,425.9	44,617.8
매출액증가율 (%)	-0.5	6.2	-8.1	15.0	10.4
매출원가	30,871.9	32,966.0	30,666.1	35,061.1	38,528.0
매출총이익	5,147.8	5,295.7	4,478.5	5,364.8	6,089.8
판매관리비	2,213.3	2,391.0	2,440.3	2,534.1	2,895.2
영업이익	2,934.6	2,904.7	2,038.2	2,830.7	3,194.6
영업이익률	8.1	7.6	5.8	7.0	7.2
금융손익	-59.2	174.6	-93.6	-73.7	-91.0
중속/관계기업손익	1,256.9	1,090.0	685.1	1,128.7	1,236.9
기타영업외손익	80.3	-58.2	125.6	141.5	142.9
세전계속사업이익	4,212.7	4,111.2	2,755.3	4,027.2	4,483.4
법인세비용	1,172.6	1,063.9	1,176.7	1,027.4	1,152.2
당기순이익	3,040.0	3,047.3	1,578.7	2,999.8	3,331.2
지배주주지분 순이익	3,055.4	3,037.8	1,587.0	3,009.4	3,341.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017P	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	4,351.9	2,017.8	1,747.0	1,740.3	2,134.9
당기순이익(손실)	3,040.0	3,047.3	1,578.7	2,999.8	3,331.2
유형자산상각비	475.0	577.4	627.1	642.6	635.7
무형자산상각비	66.4	68.9	72.1	73.4	76.4
운전자본의 증감	444.8	-1,293.4	-361.1	-1,062.8	-932.7
투자활동 현금흐름	-4,948.6	-2,124.5	-575.9	-952.7	-1,433.0
유형자산의증가(CAPEX)	-4,079.8	-1,296.1	-712.9	-784.2	-815.5
투자자산의감소(증가)	-1,593.3	-6.5	1,485.3	-2,136.0	-1,530.0
재무활동 현금흐름	169.8	-336.3	-479.0	-375.6	-375.0
차입금의 증감	-426.5	-513.9	-173.6	0.0	0.0
자본의 증가	-234.7	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-413.6	-448.6	692.0	411.9	327.0
기초현금	2,912.8	2,499.2	2,049.3	2,741.3	3,153.2
기말현금	2,497.9	2,049.3	2,741.3	3,153.2	3,480.2

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017P	2018E	2019E
유동자산	15,924.8	18,263.1	18,391.2	21,608.2	24,209.7
현금및현금성자산	2,497.9	2,049.3	2,741.3	3,153.2	3,480.2
매출채권	6,265.0	7,143.3	6,326.0	7,397.9	8,477.4
재고자산	2,562.3	2,830.1	2,811.6	3,436.2	3,792.5
비유동자산	21,850.0	23,448.5	22,538.9	24,819.5	26,542.4
유형자산	7,946.7	8,516.4	8,783.1	8,924.6	9,104.4
무형자산	931.0	961.0	958.2	974.9	1,015.5
투자자산	12,749.2	13,738.8	12,619.5	14,755.5	16,285.5
자산총계	37,774.8	41,711.6	40,930.1	46,427.7	50,752.1
유동부채	8,290.6	8,833.4	7,334.4	10,300.8	11,836.4
매입채무	4,444.2	5,270.5	4,217.3	4,851.1	5,354.1
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	4,137.0	4,135.0	4,127.7
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	11,471.5	14,435.7	15,964.1
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	-717.5	-583.6	-583.6	-583.6	-583.6
이익잉여금	24,811.9	27,520.9	28,421.6	30,954.9	33,750.8
비지배주주지분	54.5	63.5	63.5	63.5	63.5
자본총계	25,676.2	28,558.0	29,458.7	31,992.0	34,787.9

Key Financial Data

	2015	2016	2017P	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	370,026	393,058	361,035	415,290	458,352
EPS(지배주주)	31,388	31,207	16,303	30,915	34,329
CFPS	44,036	40,494	25,134	28,794	31,512
EBITDAPS	35,708	36,479	28,122	36,435	40,133
BPS	263,758	293,360	302,613	328,636	357,357
DPS	3,500	3,500	3,550	3,550	3,550
배당수익률(%)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	8.5	8.6	16.4	8.7	7.8
PCR	6.1	6.6	10.7	9.3	8.5
PSR	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
PBR	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
EBITDA	3,476.0	3,551.0	2,737.5	3,546.7	3,906.7
EV/EBITDA	6.5	6.0	7.5	5.4	4.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.5	11.2	5.5	9.8	10.0
EBITDA 이익률	9.7	9.3	7.8	8.8	8.8
부채비율	47.1	46.1	38.9	45.1	45.9
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	8.6	7.0	4.1	5.5	6.1
매출채권회전율(x)	5.8	5.7	5.2	5.9	5.6
재고자산회전율(x)	14.5	14.2	12.5	12.9	12.3

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 1월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 1월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 1월 26일 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 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	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)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.1%
중립	3.9%
매도	0.0%

2017년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

현대모비스 (012330) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.02.22	산업분석	Buy	300,000	김준성	-15.3	-9.7	
2016.02.29	산업브리프	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	산업브리프	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	산업브리프	Buy	325,000	김준성	-21.1	-11.4	
2017.07.29	1년 경과				-	-	
2017.07.31	기업브리프	Buy	325,000	김준성	-26.7	-20.8	
2017.10.18	기업브리프	Buy	325,000	김준성	-24.4	-16.0	
2017.11.27	산업분석	Buy	325,000	김준성	-23.2	-15.8	
2018.01.15	산업분석	Buy	325,000	김준성	-22.9	-15.8	
2018.01.26	기업브리프	Trading Buy	290,000	김준성	-	-	