



2018/04/27

현대모비스(012330)

정체성의 변화를 앞둔 실적부진

■ 1Q18 Review – 중국, 미국 부진 영향으로 모듈부문 타격

여전히 중국과 미국의 빅2에서 어려움이 진행 중이다. HMG의 부진이 지속되며 1분기 매출액은 전년동기비 11.6% 감소한 8.19조, 영업이익은 32.7% 감소한 4,498억원을 기록했다. 컨센서스 매출 8.9조, 영업이익 5,421억원을 17%나 하회했다. 모듈부문은 완성차 생산과 직결되기에 부정적 영향에서 자유로울 수 없었다. 매출은 전년동기비 14.1% 감소한 6.45조, 영업이익은 자그마치 89.1% 감소한 273억원을 기록했다. 모듈부문 내 핵심부품은 11.3% 감소한 2.41조의 매출을 기록해 부문 내 37.4%의 비중을 차지했다. 반면 AS부문은 불리한 환율에도 불구하고 글로벌 UIS 증가와 신차투입에 따른 초기물량 확대로 전년동기 0.7% 감소에 그친 4,225억원으로 영업이익률 24.2% 수준을 기록했다. AS가 전체 영업이익의 93.9%를 커버한 셈이다. AS가 없었다면 큰 일날 뻔 했다.

■ 2Q18 Preview – 중국 가동률 상승 vs 일회성 리콜비용

2분기는 신차효과 본격화와 미, 중에서의 생산량 회복을 기대했으나 미국이 좀 더 지연될 분위기다. 모듈부문은 특히 중국에서의 생산량 증가와 밀접한 연관을 갖는다. BHMC가 엔씨노를 출시하고, DYK는 즈파오를 출시했다. 현대, 기아의 라인업이 SUV 위주로 재편되는 것도 긍정적이다. 기대했던 미국 싼타페는 6월이나 되어야 생산할 것 같아 아쉽다. 또 에어백 ACU 문제에 따른 귀책결정이 난다면 리콜비용이 반영될 수도 있다. 2분기 매출액은 전년동기비 3.6% 증가한 8.57조, 영업이익은 4.8% 증가한 5,162억원으로 예상한다.

■ 투자전략 – 분할과 합병을 앞둔 고민의 시기

실적부진이 지속되고 있지만, 분할, 합병에 따른 의사결정이 더 중요한 시기다. 수익성에 비해 고평가 논란이 있는 존속법인은 실적이 저점에 위치해있고, 20.8% 지분을 가지고 있는 현대차의 자사주 소각, Payout Ratio 상향 기대감이 아직 살아있다는 판단이다. 세법상 0.79:0.21로 자산이 분할되었지만, 중장기 시계열로 판단시 수익성도 6:4로 수렴할 것 같다.

(후첨한 중장기 전망 참고)

자동차/타이어 고태봉

(2122-9214) coolbong@hi-ib.com

자동차/타이어 강동욱

(2122-9192) dongwook.kang@hi-ib.com

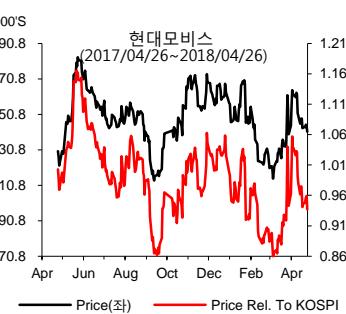
Buy (Maintain)

| | |
|----------------|----------|
| 목표주가(12M) | 310,000원 |
| 종가(2018/04/26) | 241,000원 |

Stock Indicator

| | |
|------------|------------------|
| 자본금 | 491십억원 |
| 발행주식수 | 9,734만주 |
| 시가총액 | 23,460십억원 |
| 외국인지분율 | 48.1% |
| 배당금(2017) | 3,500원 |
| EPS(2018E) | 22,004원 |
| BPS(2018E) | 315,024원 |
| ROE(2018E) | 7.1% |
| 52주 주가 | 213,500~283,000원 |
| 60일평균거래량 | 345,323주 |
| 60일평균거래대금 | 83.5십억원 |

Price Trend

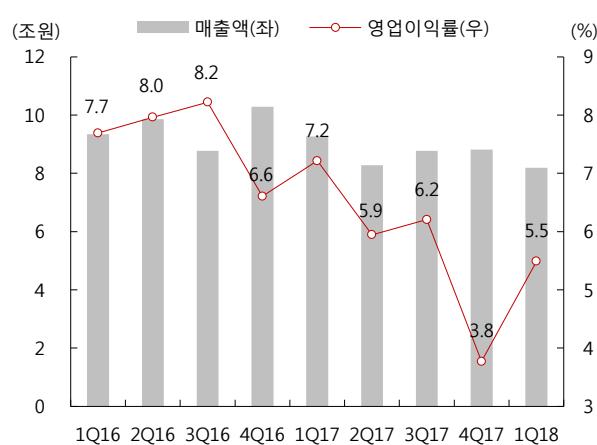


1Q18 Review

생산량 감소로 모듈부문 타격

여전히 중국과 미국의 빅2에서 어려움이 진행 중이다. HMG의 부진이 지속되며 1분기 매출액은 전년동기비 11.6% 감소한 8,19조, 영업이익은 32.7% 감소한 4,498억원을 기록했다. 컨센서스 매출 8.9조, 영업이익 5,421억원을 17%나 하회했다. 모듈부문은 완성차 생산과 직결되기에 부정적 영향에서 자유로울 수 없었다. 매출은 전년동기비 14.1% 감소한 6.45조, 영업이익은 자그마치 89.1% 감소한 273억원을 기록했다. 모듈부문 내 핵심부품은 11.3% 감소한 2.41조의 매출을 기록해 부문 내 37.4%의 비중을 차지했다. 반면 AS부문은 불리한 환율에도 불구하고 글로벌 UIS 증가와 신차투입에 따른 초기물량 확대로 전년동기 0.7% 감소에 그친 4,225억원으로 영업이익률 24.2% 수준을 기록했다. AS가 전체 영업이익의 93.9%를 커버한 셈이다. AS가 없었다면 큰 일날 뻔 했다.

<그림 1> 매출액 및 영업이익률 추이 – 예상치 하회



자료: 현대모비스, 하이투자증권

<그림 3> 모듈부문 매출액 및 핵심부품 비중 추이



자료: 현대모비스, 하이투자증권

<그림 2> 부문별 매출액 및 영업이익률 추이 – 모듈부문 타격



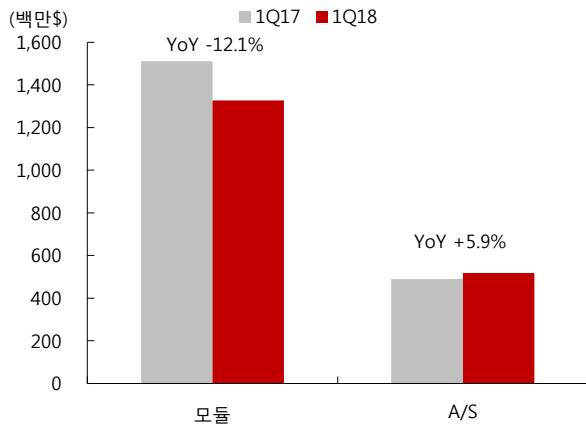
자료: 현대모비스, 하이투자증권

<그림 4> 영업이익 중 AS 부문의 이익 기여도 추이



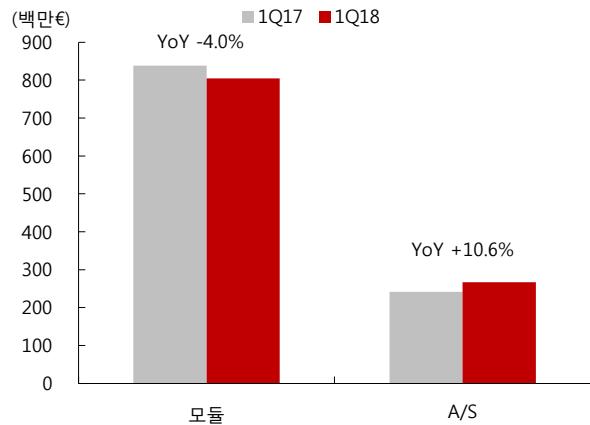
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 5> 미주지역 매출액 및 전년동기비 증감



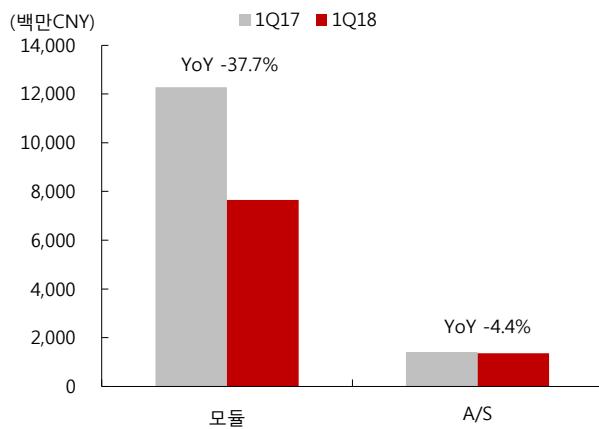
자료: 현대모비스, 하이투자증권

<그림 6> 유럽지역 매출액 및 전년동기비 증감



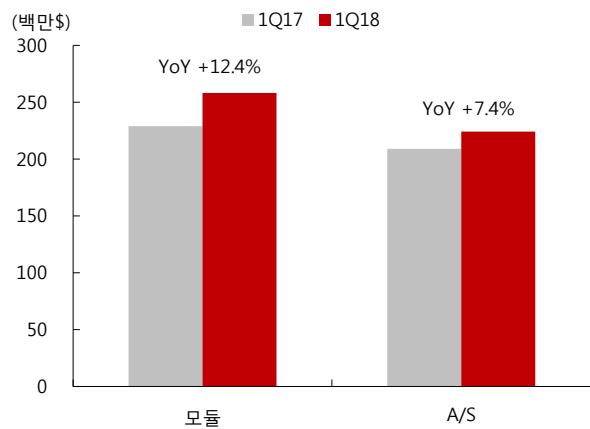
자료: 현대모비스, 하이투자증권

<그림 7> 중국지역 매출액 및 전년동기비 증감



자료: 현대모비스, 하이투자증권

<그림 8> 기타지역 매출액 및 전년동기비 증감



자료: 현대모비스, 하이투자증권

2Q18 Preview

가동률 상승 vs 일회성 비용

2분기는 신차효과 분격화와 미, 중에서의 생산량 회복을 기대했으나 미국이 좀 더 지연될 분위기다. 모듈부문은 특히 중국에서의 생산량 증가와 밀접한 연관을 갖는다. BHMC가 엔씨노를 출시하고, DYK는 즈파오를 출시했다. 현대, 기아의 라인업이 SUV 위주로 재편되는 것도 긍정적이다. 기대했던 미국 싼타페는 6월이나 되어야 생산할 것 같아 아쉽다. 또 에어백 ACU 문제에 따른 귀책결정이 난다면 일회성 리콜비용이 반영될 수도 있다. 문제가 된 기아차 포르테는 전량 한국에서 생산된 것으로 에어백도 모비스 제품이 장착되기 때문이다. 2분기 매출액은 전년동기비 3.6% 증가한 8,57조, 영업이익은 4.8% 증가한 5,162억원으로 예상한다.

<그림 9> 중국 생산량을 견인해줄 현대, 기아차의 중국 전용 SUV 모델 – 좌측 상단부터 시계방향으로 엔씨노, ix35, 즈파오, 이파오



자료: 국내 언론, 하이투자증권

<표 1> 18년 1분기 실적 및 18년 2분기 실적 전망

(단위: 억원)

| | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | YoY | QoQ | 2Q18E | YoY |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|
| 매출액 | 92,677 | 82,824 | 87,728 | 88,216 | 81,943 | -11.6% | -7.1% | 85,785 | 3.6% |
| 모듈 | 75,119 | 66,573 | 69,835 | 71,081 | 64,504 | -14.1% | -9.3% | 69,372 | 4.2% |
| 부품 | 17,558 | 16,250 | 17,893 | 17,135 | 17,439 | -0.7% | 1.8% | 16,413 | 1.0% |
| 매출원가 | 79,984 | 71,931 | 75,686 | 79,192 | 71,359 | -10.8% | -9.9% | 73,775 | 2.6% |
| % | 86.3 | 86.8 | 86.3 | 89.8 | 87.1 | 0.8%p | -2.7%p | 86.0 | -0.8%p |
| 판관비 | 6,006 | 5,968 | 6,598 | 5,831 | 6,086 | 1.3% | 4.4% | 6,847 | 14.7% |
| % | 6.5 | 7.2 | 7.5 | 6.6 | 7.4 | 0.9%p | 0.8%p | 8.0 | 0.8%p |
| 영업이익 | 6,687 | 4,924 | 5,444 | 3,194 | 4,498 | -32.7% | 40.8% | 5,162 | 4.8% |
| % | 7.2 | 5.9 | 6.2 | 3.6 | 5.5 | -1.7%p | 1.9%p | 6.0 | 0.1%p |
| 모듈 | 2,505 | 838 | 932 | -1,194 | 273 | -89.1% | 흑자전환 | 1,387 | 65.6% |
| % | 3.3 | 1.3 | 1.3 | -1.7 | 0.4 | -2.9%p | 2.1%p | 2.0 | 0.7%p |
| 부품 | 4,182 | 4,086 | 4,512 | 4,521 | 4,225 | 1.0% | -6.5% | 3,775 | -7.6% |
| % | 23.8 | 25.1 | 25.2 | 26.4 | 24.2 | 0.4%p | -2.2%p | 23.0 | -2.1%p |
| 세전이익 | 9,633 | 6,899 | 7,382 | 3,430 | 6,147 | -36.2% | 79.2% | 6,818 | -1.2% |
| % | 104 | 8.3 | 8.4 | 3.9 | 7.5 | -2.9%p | 3.6%p | 7.9 | -0.4%p |
| 법인세 | 2,014 | 2,077 | 2,559 | 5,116 | 1,488 | -26.1% | -70.9% | 1,718 | -17.3% |
| % | 20.9 | 30.1 | 34.7 | 149.1 | 24.2 | 3.3%p | -124.9%p | 25.2 | -4.9%p |
| 당기순이익 | 7,619 | 4,822 | 4,822 | -1,686 | 4,659 | -38.9% | 흑자전환 | 5,100 | 5.8% |
| % | 8.2 | 5.8 | 5.5 | -1.9 | 5.7 | -2.5%p | 7.6%p | 5.9 | 0.1%p |
| 지배주주 | 7,612 | 4,812 | 4,822 | -1,564 | 4,665 | -38.7% | 흑자전환 | 5,047 | 4.9% |
| % | 8.2 | 5.8 | 5.5 | -1.8 | 5.7 | -2.5%p | 7.5%p | 5.9 | 0.1%p |

자료: 현대모비스, 하이투자증권

투자전략

분할과 합병을 앞둔 고민의 시기

실적부진이 지속되고 있지만, 곧 진행될 분할, 합병에 따른 의사결정이 더 중요한 시기다. 17년 기준 수익성에 비해 고평가 논란이 있는 존속법인은 투자(해외부문) 및 핵심부품의 실적이 저점에 위치해있고, 모비스가 20.8% 지분을 가지고 있는 현대차의 자사주 소각, Payout Ratio 상향 기대감이 아직 살아있다는 판단이다. 세법상 0.79:0.21로 자산이 분할되었지만, 존속모비스와 분할모비스의 중장기 시계열로 판단시 수익성도 곧 6:4로 수렴할 것 같다. 분할모비스가 당장의 수익성은 크고 안정적이지만, 존속모비스가 중국의 회복 영향을 받고, 미래성장 축인 xEV와 Autonomous를 담당한다는 측면에서 성장성은 크다는 판단이다. 지속적으로 언급하지만 대주주가 존속모비스 지분을 모두 획득하기 전까지는 합병글로비스 Long, 존속모비스 Short 상태겠지만, 대주주 지분 이동 후 존속모비스의 성장성은 더 선명하고 크다는 판단이다. 단기 트레이딩이 어렵다면 중장기 훌딩전략이 현재가치보다는 높아진다는 쪽에 무게를 둔다.

<표 2> 현대모비스, 현대글로비스 합병전후 대주주 지분 현황 - <그림 10> 지분율과 색상으로 매칭

(단위: 주, %)

| 주주명 | 주식의 종류 | 분할합병 전 | | | | 분할합병 후 | | | |
|----------------------------|--------|------------|-------|------------|-------|------------|-------|------------|-------|
| | | 현대글로비스(주) | | 현대모비스(주) | | 현대글로비스(주) | | 현대모비스(주) | |
| | | 주식수 | 지분율 | 주식수 | 지분율 | 주식수 | 지분율 | 주식수 | 지분율 |
| 정의선 | 보통주 | 8,732,290 | 23.29 | - | - | 8,732,290 | 8.97 | - | - |
| 정동구 | 보통주 | 2,517,701 | 6.71 | 6,778,966 | 6.96 | 6,685,546 | 6.87 | 5,352,201 | 6.96 |
| 현대자동차 | 보통주 | 1,830,939 | 4.88 | - | - | 1,830,939 | 1.88 | - | - |
| 현대차 정동구 재단 | 보통주 | 1,671,018 | 4.46 | - | - | 1,671,018 | 1.72 | - | - |
| Den Norske Amerikalinje AS | 보통주 | 4,513,582 | 12.04 | - | - | 4,513,582 | 4.64 | - | - |
| 구형준 | 보통주 | 400 | 0.00 | - | - | 400 | 0 | - | - |
| 기아자동차 | 보통주 | - | - | 16,427,074 | 16.88 | 10,099,698 | 10.37 | 12,969,676 | 16.88 |
| 현대제철 | 보통주 | - | - | 5,504,846 | 5.66 | 3,384,491 | 3.48 | 4,346,244 | 5.66 |
| 현대모비스 | 보통주 | - | - | 2,643,195 | 2.72 | 1,625,089 | 1.67 | 2,086,884 | 2.72 |
| 현대글로비스 | 보통주 | - | - | 656,293 | 0.67 | 403,502 | 0.41 | 518,164 | 0.67 |
| 합계 | | 19,265,930 | 51.38 | 32,010,374 | 32.88 | 38,946,555 | 40.01 | 25,273,169 | 32.88 |

주: 2018년 3월 27일 기준

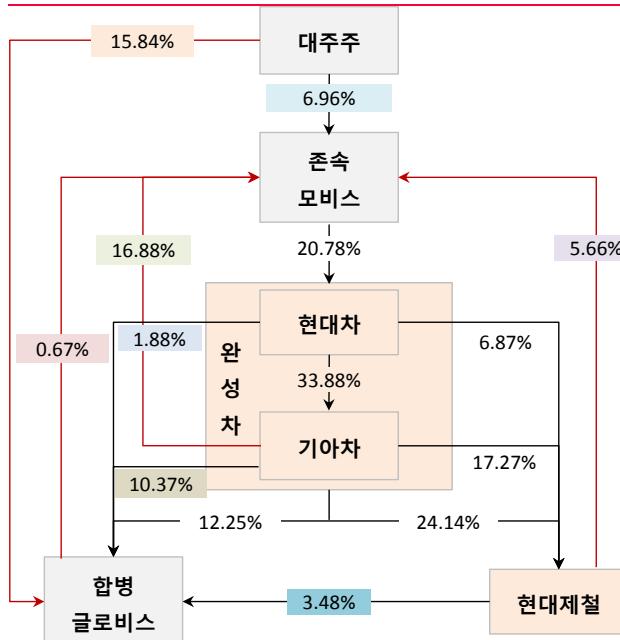
자료: DART, 하이투자증권

<표 3> 현대모비스, 현대글로비스 분할합병 후 예정된 지분 양수도 거래

| 양수도 예정일 | 매수자 | 매도자 | 양수도 대상 | 매매 거래가격 | 비고 |
|--|---------------|--------------------------|--|--|------------|
| 분할합병에 따른 현대모비스 주식회사 변경상장 및 현대글로비스 주식회사 추가상장 완료일로부터 3거래일이 되는 날 (상장완료일 포함) 이로부터 2개월이 되는 날까지의 기간내의 날짜로 하되, 당사자들의 합의에 따라 이를 연장할 수 있음 | 기아자동차 주식회사 | 정동구, 정의선 | 분할합병 후 정동구 및 정의선이 보유하고 있는 현대글로비스 주식회사 보통주 전부 (또는 합의하는 일부) | 상장완료일 이후 현대모비스 주식회사 및 현대글로비스 주식회사의 각 거래소 주가 및 외부평가기관의 평가 결과 등의 제반 사정을 고려하여 당사자들이 실행결정일에 합의하는 가격으로 거래 | 주식 교환거래 |
| | 정동구, 정의선 | 기아자동차 주식회사 | 분할합병 후 기아자동차 주식회사가 보유하고 있는 현대모비스 주식회사 보통주 전부 (또는 합의하는 일부) | | - |
| | 정동구, 정의선 | 현대제철 주식회사 | 분할합병 후 현대제철 주식회사가 보유하고 있는 현대모비스 주식회사 보통주 전부 (또는 합의하는 일부) | 실행 결정일 현대모비스 주식회사의 거래소 종가를 기준으로 산정 | - |
| | 정동구, 정의선 | 분할합병 후 현대글로비스 주식회사 | 분할합병 후 현대글로비스 주식회사가 보유하고 있는 현대모비스 주식회사 보통주 전부 (또는 합의하는 일부) | 실행 결정일 현대모비스 주식회사의 거래소 종가를 기준으로 산정 | - |

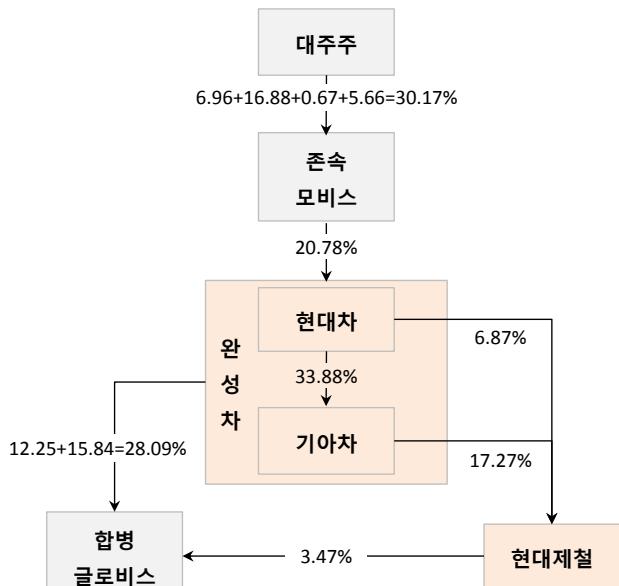
자료: DART, 하이투자증권

<그림 10> 지분 거래 필요성, 사업구조 개편 이후 지배구조



자료: DART, 하이투자증권

<그림 11> 지분 양수도 거래 후 최종 지배구조



자료: DART, 하이투자증권

<표 4> 현대모비스, 현대글로비스 분할합병 비율

| 구분 | 글로비스(합병법인) | 모비스 분할부문 | |
|----------------------------|-----------------|--------------------|------------------------|
| | | 보통주 | 우선주 |
| A. 분할 전 주식수 | 37,500,000주 | 97,343,863주 | 3,974주 |
| B. 주당 분할비율 | - | 0.2104695 | 0.2104695 |
| C. 분할 후 주식수 | 37,500,000주 | 20,487,914주 | 836주 |
| D. 기준시가 | <u>154,911원</u> | - | - |
| E. 본질가치 | - | 452,523원 | - |
| - 자산가치 | - | 211,599원 | - |
| - 수익가치 | - | 606,472원 | - |
| F. 합병가액 | <u>154,911원</u> | 452,523원 | 218,482원 ^{*)} |
| G. 합병비율 | 1 | <u>2.9211852</u> | <u>2.9211852</u> |
| H. 분할합병비율(B×G) | 1 | <u>0.6148203</u> | <u>0.6148203</u> |
| I. 분할합병으로 인해 신규 발행주식수(A×H) | - | <u>59,848,983주</u> | <u>2,443주</u> |

*1) 보통주 합병가액에 표본대산 기업의 고리율 평균인 51.72% 적용하여 산정

자료: DART, 하이투자증권

<표 5> 현대모비스 분할 비율

| | | (단위: 억원) | |
|-------------|------------|------------|------------|
| 구분 | 분할 전 모비스 | 존속부문 | 분할부문 |
| 자산총액 | 253,624 | 188,116 | 65,508 |
| 부채총액 | 41,295 | 21,189 | 20,106 |
| 순자산 | 212,329 | 166,927 | 45,402 |
| 분할비율 | 1 | 0.7895305 | 0.2104695 |
| 발행주식총수(보통주) | 97,343,863 | 76,855,949 | 20,487,914 |
| 발행주식총수(우선주) | 3,974 | 3,138 | 836 |

자료: DART, 하이투자증권

<표 6> 현대모비스, 현대글로비스 분할합병 주요 일정

| 주요일정 | 일자 | 비고 |
|----------------------|-----------------|--------------------|
| 이사회결의일 | 3월 28일 | 증권신고서, 주요사항보고서 제출 |
| 주주확정기준일 | 4월 12일 | |
| 합병반대의사 통지 접수기간 | 5월 14일 ~ 5월 28일 | |
| 임시주주총회 | 5월 29일 | |
| 주식매수청구권 행사기간 | 5월 29일 ~ 6월 18일 | 주식매수청구 한도 |
| 주식매수청구대금지급(예정) | 6월 28일 | - 모비스 : 20,000억 |
| 채권자이의제출기간 / 구주권 제출기간 | 5월 29일 ~ 6월 29일 | - 글로비스 : 5,000억 |
| 분할합병기일 | 7월 1일 | 분할합병 등기 7월 2일 |
| 모비스 매매거래 정지기간(예정) | 6월 28일 ~ 7월 27일 | 글로비스는 매매거래 정지기간 없음 |
| 추가상장 / 변경상장(예정) | 7월 30일 | |

※ 상기 일정은 관계법령상의 인허가, 승인 및 관계기관과의 협의 등의 사정에 의해 변경될 수 있음

자료: DART, 하이투자증권

<표 7> 2013~2017년 분할 및 존속 모비스 매출액, 영업이익 및 수익비교

| 구분 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | (단위: 백만원) 비고 |
|-----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------------------------------|
| 매출액 추정 | | | | | | |
| 연결 매출액 | 33,242,240 | 35,126,612 | 36,019,749 | 38,261,745 | 35,144,580 | |
| 분할모비스 매출액 | 13,492,897 | 14,060,196 | 14,431,772 | 14,590,564 | 14,010,579 | 삼일회계법인 추정치 |
| 연결-분할 매출액 | 19,749,343 | 21,066,416 | 21,587,977 | 23,671,181 | 21,134,001 | 내부거래 제외, 단순차감 |
| 존속모비스 매출추정액 | 25,063,451 | 26,734,919 | 27,456,280 | 29,975,370 | 26,767,617 | 15-17년 확정치, 13, 14년은 추정치 |
| 내부거래 추정액 | 5,314,108 | 5,668,503 | 5,868,303 | 6,304,189 | 5,633,616 | 13, 14년은 15~16년의 내부거래 비중 평균으로 추정 |
| 매출액 내 내부거래 비중 | 26.9 | 26.9 | 27.2 | 26.6 | 26.7 | 13, 14년은 15~16년의 내부거래 비중 평균으로 추정 |
| 영업이익 추정 | | | | | | |
| 연결영업이익 | 3,022,349 | 3,141,200 | 2,934,600 | 2,904,708 | 2,024,929 | |
| 분할모비스 영업이익 | 1,994,437 | 1,711,303 | 1,711,143 | 1,997,568 | 1,427,050 | 삼일회계법인 추정치 |
| 연결-분할 영업이익 | 1,027,912 | 1,429,897 | 1,223,457 | 907,140 | 597,879 | 내부거래 제외, 단순차감 |
| 존속모비스 영업이익 | 1,102,188 | 1,533,220 | 1,307,480 | 986,295 | 548,302 | 15-17년 확정치, 13, 14년은 당사 추정치 |
| 영업이익 내부거래 | 74,276 | 103,323 | 84,023 | 79,155 | -49,577 | 13, 14년은 15~16년의 내부거래 비중 평균으로 추정 |
| 영업이익의 내부거래 비중 | 7.2 | 7.2 | 6.4 | 8.0 | -9.0 | 13, 14년은 15~16년의 내부거래 비중 평균으로 추정 |
| 지분법이익 | 1,560,727 | 1,440,982 | 1,256,928 | 1,090,032 | 685,100 | |
| 존속모비스 경상이익 | 2,588,639 | 2,870,879 | 2,472,978 | 2,183,226 | 1,250,209 | 15-17년 확정치, 13, 14년은 영업이익 추정치+지분법이익 |
| 수익비교 | | | | | | |
| 분할모비스 매출액 대비 영업이익률(%) | 14.8 | 12.2 | 11.9 | 13.7 | 10.2 | |
| 존속모비스 매출액 대비 경상이익률(%) | 10.3 | 10.7 | 9.0 | 7.3 | 4.7 | |
| 존속/(존속+분할)의 수익비율(%) | 56.5 | 62.7 | 59.1 | 52.2 | 46.7 | |

자료: DART, 하이투자증권

<표 8> 2018년~2022년 분할 및 존속 모비스 매출액, 영업이익 추정 및 수익비율

| 구분 | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | (단위: 백만원) 비고 |
|-----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------------------------|
| 매출액 추정 | | | | | | |
| 연결 매출액 | 35,382,616 | 38,793,346 | 41,832,960 | 42,173,432 | 42,208,718 | 당사 추정치 |
| 분할모비스 매출액 | 14,421,283 | 14,601,441 | 15,174,690 | 15,198,222 | 15,536,045 | 삼일회계법인 추정치 |
| 연결-분할 매출액 | 20,961,333 | 24,191,905 | 26,658,270 | 26,975,210 | 26,672,673 | 내부거래 제외, 단순차감 |
| 존속모비스 매출추정액 | 26,601,561 | 30,701,407 | 33,831,415 | 34,233,637 | 33,849,695 | 당사 추정치 |
| 내부거래 추정액 | 5,640,227 | 6,509,502 | 7,173,146 | 7,258,427 | 7,177,021 | 15~16년 내부거래 비중 평균을 반영하여 추정 |
| 매출액 내부거래 비중 | 26.9 | 26.9 | 26.9 | 26.9 | 26.9 | 15~16년 내부거래 비중 평균으로 추정 |
| 영업이익 추정 | | | | | | |
| 연결영업이익 | 2,497,218 | 3,031,439 | 3,548,855 | 3,740,346 | 3,747,706 | 당사 추정치 |
| 분할모비스 영업이익 | 1,437,542 | 1,574,855 | 1,856,877 | 1,821,240 | 1,799,453 | 삼일회계법인 추정치 |
| 연결-분할 영업이익 | 1,059,676 | 1,456,584 | 1,691,978 | 1,919,106 | 1,948,253 | 내부거래 제외, 단순차감(a) |
| 존속모비스 영업이익 | 1,136,248 | 1,561,836 | 1,814,239 | 2,057,779 | 2,089,032 | 당사 추정치 - [(a)+(b)] |
| 영업이익 내부거래 | 76,571 | 105,251 | 122,261 | 138,673 | 140,779 | 15~16년 내부거래 비중 평균을 반영하여 추정(b) |
| 영업이익의 내부거래 비중 | 7.2 | 7.2 | 7.2 | 7.2 | 7.2 | 15~16년 내부거래 비중 평균으로 추정 |
| 지분법이익 | 812,303 | 1,203,569 | 1,404,491 | 1,506,729 | 1,506,729 | 당사 추정치 |
| 존속모비스 경상이익 | 1,871,979 | 2,660,154 | 3,096,469 | 3,425,835 | 3,454,982 | 영업이익 추정치+지분법이익 추정치 |
| 수익비교 | | | | | | |
| 분할모비스 매출액 대비 영업이익률(%) | 10.0 | 10.8 | 12.2 | 12.0 | 11.6 | |
| 존속모비스 매출액 대비 경상이익률(%) | 7.0 | 8.7 | 9.2 | 10.0 | 10.2 | |
| 존속/(존속+분할)의 수익비율(%) | 56.6 | 62.8 | 62.5 | 65.3 | 65.8 | |

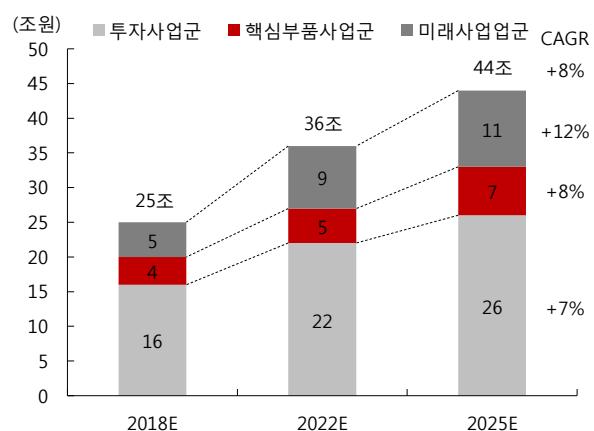
자료: DART, 하이투자증권

중장기 경영목표

모비스는 이번 실적발표 컨퍼런스를 통해 지난 3월28일 분할합병 발표시 시장에서 가장 답답하게 생각했던 존속모비스의 청사진에 대해 설명하는 시간을 가졌다. 요약하면 1)미래자동차의 방향은 하드웨어에서 소프트웨어 중심으로 진화를 하며, Autonomous 와 Connected Car로 전략적 Shift를 하겠다는 의지를 밝혔다. 핵심부품 사업을 바탕으로 미래신기술을 집중 육성하겠다는 것이다. 2)이를 위해서 기존의 해외모듈과 AS는 Cashcow의 역할을 담당하고, 기존의 핵심부품(H/W)을 기반으로 한 미래사업군(S/W: 인지, 판단, 제어) 확장에 나서겠다는 것이다. 3)18년 25조의 존속모비스 매출은 매년 8%의 성장을 통해 25년 44조까지 확대될 것이라는 계획을 밝혔다. 기존 투자사업군(59%)의 현금창출 능력을 바탕으로 핵심부품(16%), 미래사업군(25%)이 성장하는 구조가 된다. 4)HMG에 편중되어 있는 매출처도 글로벌 OEM로 확대하겠으며, 22년에 100억불을 달성하겠다는 것이다. 5)현재 미비한 기술들은 적극적 M&A로 내재화 시키겠으며, 이를 위해서 궁극적으로 매출의 10%까지 연구개발비를 지출하겠다고 밝혔다.

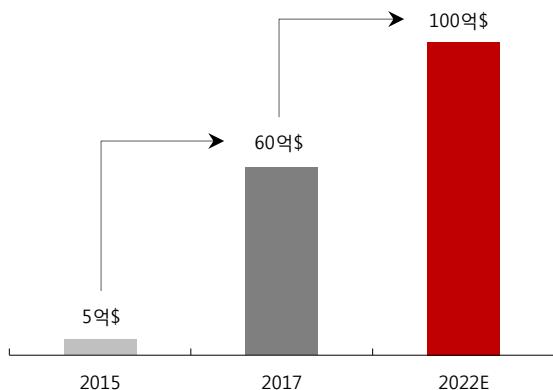
존속모비스를 HMG 그룹의 최상단 지배회사로 선택한 만큼 거기에 알맞는 위상을 부여하겠다는 의지로 해석된다. 지금까지 모비스의 더딘행보로 봤을 때, 중장기 계획의 실천의지나 스피드를 예단할 순 없다. 다만 앞서 언급했듯이 Historical Earning이나 향후 청사진으로 봤을 때, 분할모비스에 비해 존속모비스의 수익 및 성장성이 열위에 있지 않으며, 이를 위해서 궁극적으로 매출의 10%까지 연구개발비를 지출하겠다는 판단이다.

<그림 12> 현대모비스 중장기 매출 목표



자료: 현대모비스, 하이투자증권

<그림 13> 중장기 글로벌 타 OEM 수주 계획



자료: 현대모비스, 하이투자증권

<그림 14> 존속 모비스의 전략적 선택 – 핵심부품 및 시스템 통합 역량 기반 미래 신기술 전문사로 발전

핵심부품 및 시스템 통합 역량 기반 미래 신기술 전문사로 발전

[자율주행 플랫폼 및 커넥티비티 시스템 공급 통한 미래형 자동차 시장 선도]



자료: 현대모비스, 하이투자증권

<그림 15> 존속 모비스 경영목표 달성 전략 – 독자 사업경쟁력 기반 글로벌 OE 매출 및 신규수익 확대

독자 사업경쟁력 기반 글로벌 OE 매출 및 신규수익 확대



자료: 현대모비스, 하이투자증권

질의응답

1. 해외법인 매출 현황에서 중국지역 AS부문 손익이 (-)를 기록했다. (-) 원인 설명 부탁드린다.

→ 중국 AS부문 (-) 손익에는 2가지가 영향을 미쳤다. 첫번째는 위안화 강세에 따른 원화 매출 감소이다. 두번째는 딜러들이 북경현대, 동풍열달기아 판매상황 악화에 따라 자금 사정이 악화되며 대금 압박이 심해져 AS부품 매입이 감소했기 때문이다. 또한 전반적인 판매시장 악화로 판매 비용이 증가했다.

2. 매출처 다변화 추진과정에서 여타 부품사들을 보면 손익이 악화되는 경우가 대부분이었다. 매출처 다변화가 수익성을 훼손하는 성장이 아닌가?

→ 매출처가 다변화되며 규모의 경제가 확보되어 현재 가지고 있는 제품에 대한 규모의 경제가 확대되어 손익 악화를 상쇄할 수 있다고 생각한다. 미래 사업군 관련 부품은 아직 시장 및 가격이 형성되지 않았으며 성능에 대한 확신도 없는 상황이다. 당사는 미래 사업군 관련 부품 시장과 판매대수가 불투명 하기 때문에 투여되는 경상개발비, 유형자산에 대한 투자비가 일시불로 회수되는 것에 대해서만 수주하려고 하고 있다.

3. VW MEB플랫폼을 보더라도 기존 컨벤셔널 부품과 신규 부품간 trade-off가 있는데 동시 성장이 가능하다고 보시는지?

→ 모듈 분야는 모듈 분야대로 현대기아차와 글로벌 영업활동을 강화할 예정이다. 미래 핵심 기술 분야도 놓칠 수 없는 분야이므로 기술 역량, 연구 역량을 집중해서 별도의 노력을 지속할 예정이다. 집중하고자하는 글로벌 OEM 수주 확대 계획이 있기 때문에 좋은 성과를 이뤄낼 것으로 기대한다.

4. 현대차 남양연구소 주도의 미래 기술 역량이 R&D 인력 이동없이 모비스로 주도권이 넘어올 수 있는지 답변 부탁드린다.

→ 모비스의 R&D 특히 ICT분야에 대해서는 현대차와 원ين 관계를 유지하고 있지만 동시에 독립적인 자체 기술 확보를 위해 노력하고 있다. 예를 들어 자율주행의 경우 올해 12월안에 77Ghz전방 레이더, 79Ghz전후방 레이더 등을 독자 선행개발 완료할 예정이다. 고성능 레이더는 글로벌 선도 업체들과 비교해도 시점과 가격경쟁력, 성능이 밀리지 않는다고 판단된다. 제어기 분야에서도 현대차와 협력하고 있지만 Lv.3 자율주행을 지원하는 제어기 센서 퓨전, 측위 등을 포함한 핵심 알고리즘에 대해서 자체 경쟁력과 역량을 통해 올해 말까지 선행개발 완료할 것이다. 독립적인 Tier 1으로서 자율주행, 인포테인먼트, 친환경 분야 역량과 경쟁력 확보를 위해 지속적인 투자를 하고 있고 향후 투자를 늘려나갈 것이다.

5. 중장기 비전에서 친환경차 언급이 많지 않다. 친환경차 매출 전망이 궁금하다.

→ 친환경 부분에서 A-Z까지 모두 가지고 생산하고 있으나 시장 자체가 성숙기라고 하기보다는 출발 단계에 있다보니 굳이 여기서 표현하면 불확실성을 언급하는 것 같아 표현하지 않았을 뿐이다. 시장 수요에 따라갈 수 있는 모든 제반 준비는 되어있다. 조금 더 중요도가 높다고 생각하는 지향점이 자율주행, 커넥티비티이지 다른 의미는 없다.

6. 미래사업 수익성이 초기에 낮을 것 같은데 수익성 전망 언급 부탁드린다.

→ 당사 R&D 회계처리 원칙은 당기 발생시 즉시 상각하는 것이다. 연구개발에 대한 자산화, 연구개발 관련 무형자산은 거의 0이다. 이미 과거 R&D 투자를 통해 상품에 대한 초기 샘플을 만들어 놓은 상태이다. 당사는 목표 이익률을 정해놓고 수반되는 유형자산 투자비, 개발비 등 투자비를 선지급받고 공급할 수 있는 글로벌 OEM 수주 원칙을 가지고 있다. 미래기술 분야는 아직 시장 자체가 형성되어 있지 않고, 물량 변동이 상당히 클 것으로 예상된다. 물량 변동에 대해서 탄력적 생산체제로 고정비 부담을 최소화하는 전략을 가지고 있다. 시장 진입을 위한 초기적 비용을 충분히 극복하고 목표하는 수익률을 달성할 수 있을 것으로 자신한다.

7. 장기계획 중 타OEM 매출과 글로벌 OE 100억불 수주 계획의 추정 근거나 가정이 궁금하다.

→ 글로벌 OEM 상대로 영업, 수주활동에 많은 경험과 역량을 쌓아왔다. 글로벌 OEM을 상대했던 제품들은 램프, 제동, 조향, 전장품 등이었다. 22년 100억불 수주 달성을 위해서는 기본 제품에 더해 커넥티비티를 통한 전장제품, 자율주행을 위한 제품군 형성 등이 필요하다. 장기 매출 달성을 위해 현재 수주활동에 매진하고 있는 램프, 제동, 조향부품에 더해 향후 다가올 각종 미래기술 관련 부품들이 도움될 것이다. 핵심부품과 더불어 글로벌 OEM 대상 추가적인 모듈 영업 역시 활발히 될 것으로 본다. 미국에서 크라이슬러 후속모델 모듈을 수주했으며 유럽 모업체와 모듈 수주 논의 중이며 추가 수주 확대가 있을 것이다.

8. 타OEM 수주에 친환경 부품도 포함되어 있는가?

→ 자율주행 부품과 더불어 친환경 부품도 적극적으로 수주, 영업활동을 진행하고자 한다. 친환경 부품의 경우 우선 중국에 진입하려고 노력 중이다. 친환경 부품 특성상 글로벌 OEM의 경우 구동모터, 인버터, 배터리 등 핵심부품을 내재화하고 있어 OBC(On Board Charger) 위주로 영업활동 중이다. 유럽시장에서는 PSA와 나름대로 수주 및 전략적 영업활동을 진행 중이다. 장기적으로 글로벌 OEM 대상 영업활동을 하고 중국지역에 집중한다면 목표 달성을 것으로 예상한다.

9. R&D 총액과 매출 대비 비중 가이던스 부탁드린다.

→ 최근 3년간 부품사업 기준 매출 대비 R&D비중은 약 7%였다. 내부적으로 21년까지 매출 대비 비중을 10% 수준으로 끌어올릴 계획이다. 이정도 수준은 글로벌 선도 경쟁업체들과 비교해도 뒤지지 않는 수준이다. R&D비용을 신기술 선행기술개발과 양산 수주에 대한 양산 개발비로 나눠본다면 선행기술개발 쪽을 더 증가시킬 계획이다.

10. 2025년 매출 44조 가이던스에 M&A가 반영되어 있는가?

→ 44조 매출에 M&A는 반영되어 있지 않다. 현대기아차 성장에 따른 제반 핵심부품과 모듈이 해외에서 성장하는 부분 그리고 글로벌 OEM 수주 제품들을 반영한 수치이다.

11. 향후 M&A나 전략적 제휴 전략에 대해 구체적으로 설명 부탁드린다.

→ 첫번째는 핵심기술의 내재화이다. 자율주행, 커넥티비티 등은 전통적 자동차와 관련없는 기술이 필요하기 때문에 기술 내재화를 목적으로 하는 M&A가 필요하다. 두번째는 매출 확대 및 글로벌 OE 진출을 위한 M&A이다.

12. 22년 100억불 수주 계획에 대한 손익 가이던스 부탁드린다.

→ 22년 100억불 수주 계획 세웠던 것들은 손익의 훼손이 아니라, 목표 손익을 전제로 한 수주 계획이다. 존속 모비스는 투자자들이 생각하는 새로운 모습으로 바뀔 것이다.

13. 배당이나 주주친화정책 고려하시는 부분 있다면 설명 부탁드린다.

→ 배당은 모든 현금흐름을 고려해서 고민 중이다. 25년 목표를 달성해 글로벌 Top-tier가 되면 그에 걸맞는 현금 배당, 주주 보상이 있을 것이다.

14. 18년 미래 사업군 매출 5조원 구성 및 비중은?

→ 미래 사업군 매출은 자율주행관련 카메라, 레이다 등 센서 및 컨트롤 유닛, 커넥티비티 관련 차세대 멀티플레이어, 디스플레이 통합 관련 내용, 친환경 제품 등으로 구성되어있다. 자율주행 센서 관련 분야는 아직 시장 도입기이며 수량이 작고 단위당 가격이 낮아 매출 비중은 낮다. 18년 계획상 친환경차(구동모터, 배터리시스템, OBC)가 매출에 상당부분을 차지한다. 커넥티비티를 기반으로 한 차세대 멀티미디어가 그 다음이다.

15. 17년 달성한 글로벌 60억불 수주 중 수주 지역 및 OEM과 제품군별 비중 설명 부탁드린다.

→ 다양한 지역과 고객사를 포함한다. 중국에서는 길리, 일기기차, 장안 마즈다, GM 등이 있었고 북미에서는 FCA, GM, 일본에서는 미쓰비시, 이란 OEM도 있었다. 오하이오 샤크모듈 법인에서는 지프 랭글러 픽업버전을 수주했다.

K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표 | | (단위:십억원) | | | | 포괄손익계산서 | | (단위:십억원%) | | | |
|------------|--|----------|--------|--------|--------|-------------|--|-----------|--------|--------|--------|
| | | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | | | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 유동자산 | | 18,218 | 18,446 | 19,278 | 20,629 | 매출액 | | 35,145 | 35,130 | 38,612 | 41,566 |
| 현금 및 현금성자산 | | 2,408 | 2,105 | 1,480 | 1,697 | 증가율(%) | | -8.1 | 0.0 | 9.9 | 7.6 |
| 단기금융자산 | | 6,727 | 7,265 | 7,847 | 8,239 | 매출원가 | | 30,679 | 30,395 | 33,224 | 35,766 |
| 매출채권 | | 6,174 | 6,171 | 6,783 | 7,302 | 매출총이익 | | 4,465 | 4,734 | 5,388 | 5,800 |
| 재고자산 | | 2,690 | 2,689 | 2,956 | 3,182 | 판매비와관리비 | | 2,440 | 2,527 | 2,729 | 2,596 |
| 비유동자산 | | 23,519 | 24,678 | 26,014 | 27,470 | 연구개발비 | | 689 | 689 | 757 | 815 |
| 유형자산 | | 8,206 | 8,916 | 9,423 | 9,688 | 기타영업수익 | | - | - | - | - |
| 무형자산 | | 957 | 899 | 860 | 825 | 기타영업비용 | | - | - | - | - |
| 자산총계 | | 41,737 | 43,124 | 45,291 | 48,099 | 영업이익 | | 2,025 | 2,207 | 2,659 | 3,204 |
| 유동부채 | | 7,893 | 7,891 | 8,214 | 8,472 | 증가율(%) | | -30.3 | 9.0 | 20.5 | 20.5 |
| 매입채무 | | 5,341 | 5,339 | 5,762 | 6,120 | 영업이익률(%) | | 5.8 | 6.3 | 6.9 | 7.7 |
| 단기차입금 | | 1,236 | 1,236 | 1,236 | 1,236 | 이자수익 | | 145 | 149 | 148 | 158 |
| 유동성장기부채 | | 511 | 511 | 411 | 311 | 이자비용 | | 50 | 50 | 47 | 44 |
| 비유동부채 | | 4,485 | 4,485 | 4,385 | 4,285 | 지분법이익(손실) | | 685 | 650 | 1,011 | 1,369 |
| 사채 | | - | - | - | - | 기타영업외손익 | | -35 | -52 | -77 | -42 |
| 장기차입금 | | 1,320 | 1,320 | 1,220 | 1,120 | 세전계속사업이익 | | 2,734 | 2,878 | 3,632 | 4,573 |
| 부채총계 | | 12,378 | 12,376 | 12,599 | 12,757 | 법인세비용 | | 1,177 | 719 | 916 | 1,154 |
| 지배주주지분 | | 29,295 | 30,667 | 32,584 | 35,197 | 세전계속이익률(%) | | 7.8 | 8.2 | 9.4 | 11.0 |
| 자본금 | | 491 | 491 | 491 | 491 | 당기순이익 | | 1,558 | 2,159 | 2,716 | 3,420 |
| 자본잉여금 | | 1,407 | 1,407 | 1,407 | 1,407 | 순이익률(%) | | 4.4 | 6.1 | 7.0 | 8.2 |
| 이익잉여금 | | 28,780 | 30,591 | 32,947 | 35,999 | 지배주주귀속 순이익 | | 1,568 | 2,142 | 2,688 | 3,384 |
| 기타자본항목 | | -360 | -360 | -360 | -360 | 기타포괄이익 | | -439 | -439 | -439 | -439 |
| 비지배주주지분 | | 64 | 81 | 109 | 145 | 총포괄이익 | | 1,119 | 1,720 | 2,277 | 2,981 |
| 자본총계 | | 29,359 | 30,747 | 32,693 | 35,342 | 지배주주귀속총포괄이익 | | 1,568 | 2,142 | 2,688 | 3,384 |

| 현금흐름표 | | (단위:십억원) | | | |
|--------------|--|----------|--------|--------|--------|
| | | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 영업활동 현금흐름 | | 1,949 | 2,503 | 2,626 | 3,021 |
| 당기순이익 | | 1,558 | 2,159 | 2,716 | 3,420 |
| 유형자산감가상각비 | | 111 | 112 | 121 | 128 |
| 무형자산상각비 | | 73 | 73 | 59 | 50 |
| 지분법관련손실(이익) | | 685 | 650 | 1,011 | 1,369 |
| 투자활동 현금흐름 | | -1,066 | -1,885 | -1,783 | -1,389 |
| 유형자산의 처분(취득) | | -677 | -1,350 | -1,200 | -1,000 |
| 무형자산의 처분(취득) | | -47 | -15 | -20 | -15 |
| 금융상품의 증감 | | -800 | -538 | -581 | -392 |
| 재무활동 현금흐름 | | -396 | -316 | -516 | -516 |
| 단기금융부채의증감 | | - | - | - | - |
| 장기금융부채의증감 | | 294 | - | -100 | -100 |
| 자본의증감 | | - | - | - | - |
| 배당금지급 | | -332 | -331 | -331 | -331 |
| 현금및현금성자산의증감 | | 359 | -303 | -625 | 217 |
| 기초현금및현금성자산 | | 2,049 | 2,408 | 2,105 | 1,480 |
| 기말현금및현금성자산 | | 2,408 | 2,105 | 1,480 | 1,697 |

| 주요투자지표 | | | | | |
|------------------------|--|---------|---------|---------|---------|
| | | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | | 16,109 | 22,004 | 27,607 | 34,763 |
| BPS | | 300,935 | 315,024 | 334,716 | 361,563 |
| CFPS | | 17,998 | 23,900 | 29,460 | 36,597 |
| DPS | | 3,500 | 3,500 | 3,500 | 3,500 |
| Valuation(비) | | | | | |
| PER | | 16.3 | 11.0 | 8.7 | 6.9 |
| PBR | | 0.9 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |
| PCR | | 14.6 | 10.1 | 8.2 | 6.6 |
| EV/EBITDA | | 8.8 | 7.2 | 6.0 | 4.8 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| ROE | | 5.4 | 7.1 | 8.5 | 10.0 |
| EBITDA 이익률 | | 6.3 | 6.8 | 7.4 | 8.1 |
| 부채비율 | | 42.2 | 40.3 | 38.5 | 36.1 |
| 순부채비율 | | -20.7 | -20.5 | -19.8 | -20.6 |
| 매출채권회전율(x) | | 5.2 | 5.7 | 6.0 | 5.9 |
| 재고자산회전율(x) | | 12.7 | 13.1 | 13.7 | 13.5 |

자료 : 현대모비스, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(현대모비스)



| 일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 목표주가 대상시점 | 乖리율 | |
|------------|------|---------|--------------|--------|------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 2016-10-28 | Buy | 360,000 | 6개월 | -29.1% | -21.5% |
| 2017-04-07 | Buy | 320,000 | 6개월 | -21.8% | -11.6% |
| 2017-07-17 | Buy | 300,000 | 1년 | -18.5% | -9.0% |
| 2017-11-15 | Buy | 310,000 | 1년 | | |

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 고태봉, 강동욱)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준

| 구분 | 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|------------|--------|--------|----|
| 투자의견 비율(%) | 93.6 % | 6.4 % | - |