

현대모비스(012330)

Hidden value를 찾아서

최근 주가 반등은 A/S 사업부 가치 부각 때문

현대모비스의 주가는 5월 지배구조 개편 철회 이후 줄곧 약세를 보인 뒤 7월 초 20만원을 저점으로 반등했다. 이는 주로 A/S 사업부의 가치가 재조명 됐기 때문이다. 8월 8일 조선비즈가 A/S 사업부 상장 가능성을 보도한 점도 이와 관련있다. 참고로 1차 지배구조 개편 시 모비스는 A/S사업부의 가치를 9.3조원으로 평가했다. 이는 자산가치를 4.5조원, 수익가치 12.4조원을 차본시장법에 따라 40:60으로 가중평가한 금액이다. 2차 지배구조 개편 시 A/S 사업부의 가치는 상장 여부와 무관하게 수익가치인 12.4조원 이상으로 평가 받을 전망이다.

여전히 주가에 반영 안된 핵심부품 가치

추가 상승여력은 모듈부문에서 나올 전망이다. 특히 모듈 내 핵심부품의 가치가 아직 주가에 제대로 반영이 안 됐다. 모비스 현재 시총은 23조원이나, 이는 A/S 사업부 가치 최소 12조원, 현대차 등 관계사 지분가치 6조원, 그리고 순현금 6조 원만으로도 모두 설명이 가능하다. 관계사 지분가치를 할인하더라도 현재 시총에는 핵심부품의 가치가 거의 반영이 안 된 상태임을 알 수 있다. 이는 모비스의 기술력에 대한 시장의 우려가 아직 남아 있기 때문이다.

기술력에 대한 우려 해소가 관건

핵심부품의 가치는 모비스의 기술력에 대한 우려가 해소되면서 주가에 점차 반영이 될 전망이다. 현재 핵심부품의 수익성은 mid-single 이상, 연간 이익은 7천억 원 수준으로 추정된다. 이에 10배의 PER을 적용 시 핵심부품의 가치는 7조원에 달한다. 참고로 국내 중소형부품업체의 경우 5배 전후의 PER로 거래되며, 글로벌 top tier 부품업체(덴소, 컨티넨탈, 존슨컨트롤스 등)의 경우 13배 전후로 거래되고 있다. 최근 모비스가 R&D 역량을 강화하고 시장과의 소통을 늘리고 있어 핵심 부품 가치가 향후 더욱 부각될 전망이다.

매수(유지)

목표주가: 320,000원(유지)

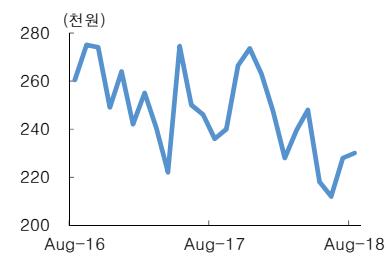
Stock Data

KOSPI(8/27)	2,299
주가(8/27)	230,000
시가총액(십억원)	22,389
발행주식수(백만)	97
52주 최고/최저가(원)	273,500/198,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	59,314
유동주식비율/외국인지분율(%)	67.1/48.7
주요주주(%)	기아자동차 외 3 인
	30.2
	국민연금
	9.5

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.9	0.0	(8.9)
KOSPI 대비(%p)	0.7	6.4	(5.6)

주가추이



자료: WISEfn

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	38,262	2,905	3,038	32,091	0.2	3,551	8.2	5.8	0.9	11.2	1.3
2017A	35,145	2,025	1,568	16,558	(48.4)	2,735	15.9	7.0	0.9	5.4	1.3
2018F	35,101	2,178	2,299	24,273	46.6	2,914	9.6	5.4	0.7	7.6	2.2
2019F	37,858	2,986	3,064	32,345	33.3	3,752	7.2	3.9	0.7	9.5	2.8
2020F	40,396	3,375	3,478	36,719	13.5	4,224	6.3	3.3	0.6	10.0	3.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

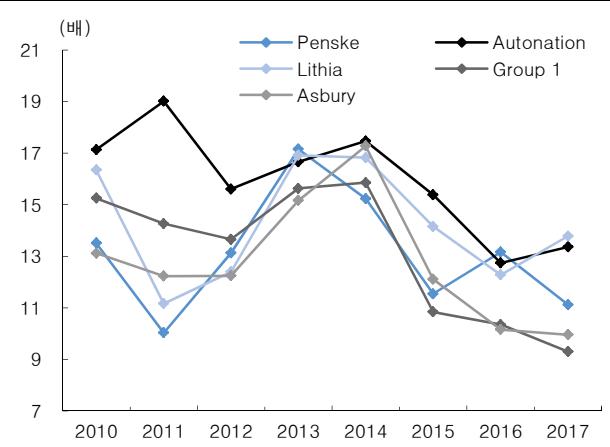
김진우, CFA

jinwoo.kim@truefriend.com

지배구조 개편은 촉매제

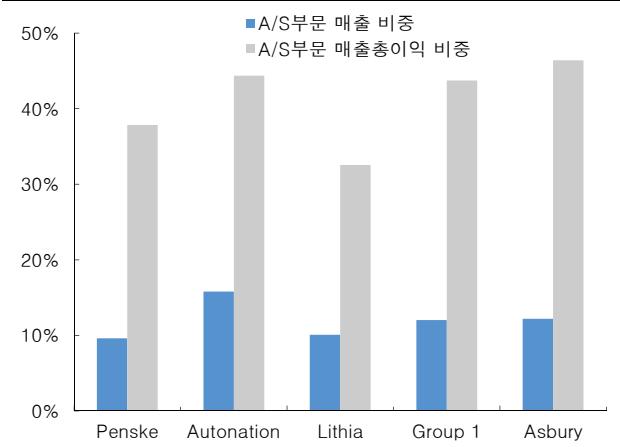
지배구조 개편은 핵심부품 가치 반영을 앞당길 전망이다. 개편 재추진 시에는 핵심부품의 성장성을 더욱 강조할 전망이기 때문이다. 실제로 핵심부품 성장을 통한 기업가치 상승 외에는 지배구조 개편의 당위성을 충족시키기 쉽지 않다. 한편 재추진 시점도 마냥 미뤄지기 힘들어 보인다. 정몽구 회장/정의선 부회장의 각각 모비스/현대차 사내이사 재선임이 2019년 3월이기 때문에, 재추진은 그 전에 연말/연초를 피해 이루어질 가능성이 높다. 우리는 핵심부품 가치 재조명에 주목하며 모비스를 부품주 최선호주로 유지한다.

[그림 1] 미국 A/S 동종업체 PER 추이



자료: 각 사, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] A/S 이익비중 감안 시 모비스 A/S 프리미엄 필요



주: 2017년 기준

자료: 각 사, Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 현대모비스 SOTP

(단위: 십억원)

항목	내용	비고
영업가치(A)	20,016	조정순이익(a-b)에 PER 10x
연결순이익(a)	3,064	2019F
지분법이익(b)	1,062	2019F
순현금(B=d-e)	6,068	
현금성자산(d)	9,135	17년말 현금 + 단기금융자산
차입금(e)	3,067	17년말 이자지급차입금
비영업자산(C)	4,942	보유 계열사 지분 30% 할인
관계기업및공동기업투자주식	7,060	
- 현대차	5,417	현재 종가
- 현대건설	392	현재 종가
- 기타	1,251	관계기업 장부가액에서 현대차/현대건설 시장가액 차감
자사주(D)	653	2,643,195 주
총 기업가치(A+B+C+D)	31,679	
SOTP 기준 주당 기업가치(원)	325,431	
연결순이익 기준 주당 기업가치(원)	320,000	
기증평균 적정주가(원)	320,000	50:50 기증평균

자료: 현대모비스, 한국투자증권

〈표 2〉 글로벌 자동차부품업체 valuation 비교

(단위: x, %)

	Denso	Conti	Magna	Aisin	Johnson Controls	Faurecia	Lear	Delphi	Valeo	모비스	위아	한온	만도	평균
PER														
2016	15.0	13.1	8.3	12.3	17.7	11.2	9.4	n/a	14.0	8.2	14.8	18.8	11.0	12.8
2017	14.2	15.1	9.5	11.8	14.1	14.5	10.6	10.2	16.7	15.9	n/a	25.7	603.7	14.4
2018F	12.9	10.3	7.7	9.4	13.9	9.6	8.5	7.5	9.6	10.2	49.5	20.1	10.6	13.8
2019F	11.9	9.5	7.0	8.7	12.9	8.6	7.8	7.0	8.3	8.7	9.4	17.4	8.5	9.7
PBR														
2016	1.2	2.6	1.7	1.2	1.8	1.7	3.0	n/a	3.2	0.9	0.6	3.0	1.5	1.9
2017	1.3	2.8	1.8	1.2	1.8	2.8	2.8	68.7	3.4	0.9	0.5	3.7	2.1	7.2
2018F	1.1	1.7	1.5	1.0	1.6	1.9	2.7	8.2	1.8	0.7	0.4	3.0	1.2	2.1
2019F	1.0	1.5	1.3	0.9	1.7	1.6	2.3	4.5	1.6	0.7	0.4	2.7	1.1	1.6
ROE														
2016	8.0	20.7	21.7	10.8	(5.0)	23.9	32.6	21.4	24.4	11.2	4.1	16.4	14.3	15.7
2017	9.3	19.8	21.0	10.6	7.2	19.8	36.4	52.1	20.8	5.4	(2.0)	15.2	0.3	16.6
2018F	8.5	17.6	21.1	10.6	11.4	20.4	28.2	179.8	19.3	7.3	0.9	15.3	11.1	27.0
2019F	8.8	17.5	22.0	10.6	12.2	20.0	27.0	93.1	19.7	8.0	3.8	16.2	12.9	20.9
EV/EBITDA														
2016	6.0	6.6	5.0	4.8	26.7	3.4	5.5	n/a	6.4	5.7	4.8	9.5	6.2	7.6
2017	6.2	7.1	5.7	4.5	12.9	5.1	6.2	9.3	7.4	6.9	9.0	11.4	12.6	8.0
2018F	5.6	5.1	4.9	4.1	10.0	3.6	4.9	5.5	4.6	5.3	6.4	9.4	5.5	5.8
2019F	5.1	4.5	4.6	3.8	9.2	3.2	4.5	5.0	4.0	4.3	4.8	8.3	4.7	5.1
OPM														
2016	7.3	10.1	7.3	6.4	5.6	5.2	7.7	7.1	7.5	7.6	3.5	7.4	5.2	6.8
2017	8.1	10.3	7.3	6.5	9.3	5.8	7.9	9.2	7.5	5.8	0.2	8.4	1.5	6.7
2018F	7.5	10.1	7.3	6.7	11.7	7.2	8.3	11.8	7.7	6.0	0.7	7.8	4.4	7.5
2019F	7.8	10.5	7.2	6.8	12.4	7.4	8.2	12.4	8.0	6.8	2.3	8.1	4.9	7.9
EBITDA margin														
2016	12.6	14.9	10.6	12.0	10.2	8.8	9.7	11.8	12.9	9.3	6.4	10.7	9.1	10.7
2017	13.3	15.1	10.7	12.0	13.3	9.4	9.9	13.3	12.6	7.8	3.5	12.0	5.8	10.7
2018F	12.8	14.4	10.7	12.4	15.6	11.6	10.5	16.2	13.0	8.2	4.3	12.0	8.8	11.6
2019F	13.3	15.0	10.6	12.9	16.0	11.7	10.4	16.5	13.3	8.8	5.5	12.6	9.1	12.0
EPS 증감률														
2016	n/a	0.2	16.6	29.7	69.7	9.3	29.3	n/a	27.0	(3.2)	(60.9)	26.7	n/a	14.4
2017	n/a	(0.2)	14.0	10.3	(34.7)	35.1	21.2	n/a	6.6	(47.8)	n/a	(1.2)	(96.9)	(9.4)
2018F	(2.1)	1.3	14.6	8.8	8.1	9.1	13.1	(6.4)	(5.3)	40.1	n/a	9.8	2,470.2	8.3
2019F	8.5	9.4	9.4	7.7	8.5	12.4	9.6	7.5	15.7	16.6	424.6	15.8	24.5	43.9
배당수익률														
2016	2.5	2.3	2.3	2.3	2.5	2.4	0.9	n/a	5.5	1.3	1.5	2.2	2.1	2.3
2017	2.2	2.0	1.9	2.6	2.5	1.7	1.1	0.0	2.0	1.3	0.9	2.2	0.3	1.6
2018F	2.6	3.0	2.4	3.1	2.7	2.6	1.6	1.9	3.4	1.7	1.6	2.7	2.2	2.4
2019F	2.8	3.2	2.6	3.3	2.8	3.0	1.6	2.0	3.9	1.9	1.9	2.9	2.5	2.6
배당성향														
2016	36.7	30.3	19.0	27.8	119.5	27.6	8.9	n/a	77.2	10.9	22.3	41.1	23.5	37.1
2017	31.6	30.2	18.1	30.3	n/a	24.6	10.6	0.0	33.6	21.1	n/a	56.4	195.7	41.1
2018F	33.5	31.2	18.5	29.4	n/a	25.0	13.4	14.1	32.4	17.4	79.9	53.7	23.1	31.0
2019F	33.1	30.7	18.4	29.1	n/a	25.4	12.6	13.6	32.2	16.5	17.7	49.8	21.6	25.1

주: 8월 24일 종가 기준, 2017 PER 및 2018F EPS 증감률의 평균값은 만도를 제외

자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

1977년 현대정공으로 출발한 현대모비스는 2000년 현대차와 기아차에게 모듈을 공급하는 자동차부품업체로 다시 태어남. 현재 동사는 AS부품사업과 전장품을 포함한 모듈사업에 집중하고 있음. 또한 현대차의 최대주주로 현대차 지분 20.78%를 보유. 모비스는 2010년 세계 10대 OE부품업체로 등극했으며 2013년에는 현대차, 기아차의 글로벌 성장세와 해외업체로부터의 수주에 힘입어 6위에 오름.

- UIO(Units In Operation): 운행대수. 신규차량 등록대수와 기존차량 폐차대수를 고려해 산출
- ADAS(Advanced Driving Assistance System): 주행 중 운전자의 개입을 줄여주는 운전보조장치
- EV(Electric Vehicle): 전기차, 내연기관 없이 모터의 힘으로 움직임
- HEV(Hybrid EV): 하이브리드 차량. 내연기관과 전기모터의 결합
- PHEV(Plug-in HEV): 플러그인 하이브리드

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	18,263	18,218	18,995	20,487	21,860
현금성자산	2,049	2,408	2,405	2,594	2,768
매출채권및기타채권	7,235	6,174	6,845	7,382	7,877
재고자산	2,830	2,690	2,808	3,029	3,232
비유동자산	23,448	23,519	23,847	24,965	27,032
투자자산	13,739	14,025	14,008	15,108	16,120
유형자산	8,516	8,206	8,553	8,470	9,432
무형자산	961	957	956	1,031	1,100
자산총계	41,712	41,737	42,842	45,452	48,892
유동부채	8,833	7,893	7,446	7,376	7,882
매입채무및기타채무	6,319	5,341	5,334	5,754	6,139
단기차입금및단기사채	1,453	1,236	759	245	245
유동성장기부채	170	511	599	599	599
비유동부채	4,320	4,485	4,333	4,707	5,061
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	1,676	1,328	1,180	1,306	1,432
부채총계	13,154	12,378	11,779	12,083	12,942
지배주주지분	28,495	29,295	31,013	33,339	35,942
자본금	491	491	491	491	491
자본잉여금	1,405	1,407	1,407	1,407	1,407
기타자본	(360)	(360)	(360)	(360)	(360)
이익잉여금	27,521	28,780	30,621	33,090	35,928
비지배주주지분	63	64	49	29	8
자본총계	28,558	29,359	31,062	33,369	35,950

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	38,262	35,145	35,101	37,858	40,396
매출원가	32,966	30,679	30,434	32,185	34,152
매출총이익	5,296	4,465	4,667	5,674	6,243
판매관리비	2,391	2,440	2,489	2,688	2,868
영업이익	2,905	2,025	2,178	2,986	3,375
금융수익	362	264	311	324	336
이자수익	121	145	155	161	172
금융비용	187	205	256	249	247
이자비용	42	50	44	37	35
기타영업외손익	(58)	(35)	(35)	(38)	(40)
관계기업관련손익	1,090	685	795	718	770
세전계속사업이익	4,111	2,734	3,059	4,085	4,637
법인세비용	1,064	1,177	760	1,021	1,159
연결당기순이익	3,047	1,558	2,299	3,064	3,478
지배주주지분순이익	3,038	1,568	2,299	3,064	3,478
기타포괄이익	136	(439)	(122)	(142)	(234)
총포괄이익	3,184	1,119	2,177	2,922	3,244
지배주주지분포괄이익	3,174	1,129	2,191	2,942	3,265
EBITDA	3,551	2,735	2,914	3,752	4,224

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	2,018	1,949	1,376	3,003	3,550
당기순이익	3,047	1,558	2,299	3,064	3,478
유형자산감가상각비	577	637	664	689	766
무형자산상각비	69	73	72	78	83
자산부채변동	(1,293)	(463)	(851)	(105)	1
기타	(382)	144	(808)	(723)	(778)
투자활동현금흐름	(2,124)	(1,066)	(384)	(1,831)	(2,862)
유형자산투자	(1,296)	(677)	(1,011)	(605)	(1,727)
유형자산매각	15	16	0	0	0
투자자산순증	(798)	(354)	689	(525)	(479)
무형자산순증	(32)	(45)	(71)	(153)	(152)
기타	(13)	(6)	9	(548)	(504)
재무활동현금흐름	(336)	(396)	(994)	(983)	(514)
자본의증가	0	16	0	0	0
차입금의순증	(5)	(79)	(536)	(388)	126
배당금지급	(332)	(332)	(331)	(474)	(616)
기타	1	(1)	(127)	(121)	(24)
기타현금흐름	(6)	(129)	0	0	0
현금의증가	(449)	359	(3)	189	174

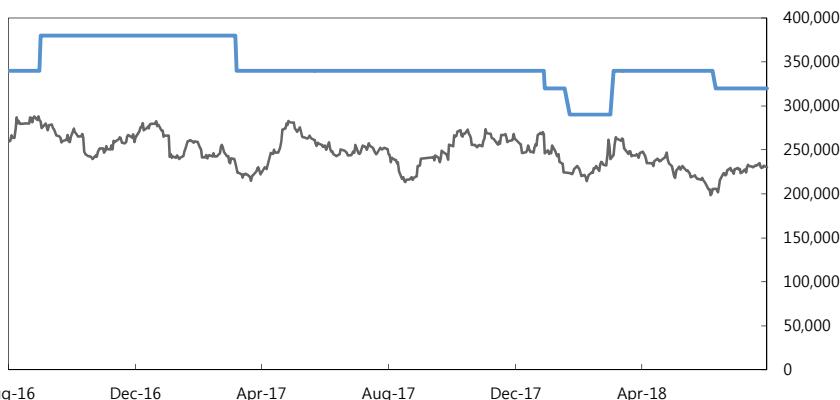
주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	32,091	16,558	24,273	32,345	36,719
BPS	296,189	304,416	322,064	345,958	372,693
DPS	3,500	3,500	5,000	6,500	7,000
성장성(%), YoY					
매출증가율	6.2	(8.1)	(0.1)	7.9	6.7
영업이익증가율	(1.0)	(30.3)	7.6	37.1	13.1
순이익증가율	(0.6)	(48.4)	46.6	33.3	13.5
EPS증가율	0.2	(48.4)	46.6	33.3	13.5
EBITDA증가율	2.2	(23.0)	6.6	28.7	12.6
수익성(%)					
영업이익률	7.6	5.8	6.2	7.9	8.4
순이익률	7.9	4.5	6.6	8.1	8.6
EBITDA Margin	9.3	7.8	8.3	9.9	10.5
ROA	7.7	3.7	5.4	6.9	7.4
ROE	11.2	5.4	7.6	9.5	10.0
배당수익률	1.3	1.3	2.2	2.8	3.0
배당성향	10.9	21.1	20.6	20.1	19.1
안정성					
순차입금(십억원)	(4,657)	(6,061)	(6,592)	(7,696)	(8,228)
차입금/자본총계비율(%)	11.6	10.5	8.2	6.4	6.3
Valuation(X)					
PER	8.2	15.9	9.6	7.2	6.3
PBR	0.9	0.9	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	5.8	7.0	5.4	3.9	3.3

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
현대모비스(012330)	2016.07.28	매수	340,000원	-21.4	-15.3
	2016.09.29	매수	380,000원	-32.2	-25.7
	2017.04.05	매수	340,000원	-26.5	-16.8
	2018.01.26	매수	320,000원	-24.4	-20.3
	2018.02.19	매수	290,000원	-20.7	-9.8
	2018.04.02	매수	340,000원	-31.2	-22.2
	2018.07.09	매수	320,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 27일 현재 현대모비스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 현대모비스 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.