

2018. 10. 12



▲ 자동차/타이어

Analyst 김준성

02. 6098-6690

joonsung.kim@meritz.co.kr

Overweight

관심종목

현대모비스(012330)	Buy	270,000원
현대위아(011210)	Buy	52,000원

자동차

Beyond 3Q?

(Corporate Day Takeaways 2)

- ✓ 모비스/위아 3Q18 실적은 현대/기아차 조업일수 축소 및 라인조정에 따른 가동률 감소와 리콜 총당금 및 사업 청산 등에 따른 비용 발생으로 시장기대치 하회 전망
- ✓ 조업일수 개선, 신차효과, 타 OE 매출증대 등을 통해 4Q18 실적개선 자신감을 피력하고 있는 만도/한온시스템과 달리 모비스/위아는 15년 이후 계절적인 규칙성을 보여왔던 단가인하 압력 발현 및 이에 따른 실적부진 우려가 존재
- ✓ 실적개선 가시성 면에서 완성차/비계열 부품업체 대비 투자매력 비교열위라고 판단

조업일수 축소에 따른 현대/기아차 출고판매 감소로 3Q18 실적 부진

지난 11 일 Corporate Day 를 진행한 모비스/위아의 3Q18 실적은 1) 현대/기아차의 출고판매 부진 (3Q18 글로벌 출고판매 170 만대, -3% YoY)에 따른 부품사업 가동률 하락과 2) 에어백 리콜 총당금 반영 (모비스) 및 산업기계 부문 청산비용 발생 (위아) 등의 추가적인 비용부담 발생으로 시장기대치를 하회할 전망이다.

모비스 영업이익 4,911 억원 (-10% YoY, 시장기대치 -11% 하회), 완성차 출고판매 및 계절적 요인과 무관한 AS 사업은 안정적 매출 및 수익성 실현이 예상, 그러나 조업일수 감소 및 신차투입 위한 라인조정 (현대차 중국) 이슈로 가동률이 하락한 부품사업은 매출 (-4% YoY) 축소가 불가피하며, 영업이익률 또한 고정비 부담 증가와 더불어 북미 에어백 리콜 관련 총당금 반영으로 부진할 예정 (-0.7%p YoY)

위아 영업이익 268 억원 (+78% YoY, 시장기대치 -8% 하회), FA 매출인식 시작과 엔진 부문 가동률 개선으로 YoY 이익개선은 가능하나, 조업일수 감소에 따른 모듈 및 기타 부문의 가동률 하락과 산업기계 부문 청산비용 (분기별 약 100 억원) 반영 지속으로 시장기대치에 부합하는 실적실현은 어려울 전망

계열 부품업체에게서 규칙적으로 발현됐던 4Q 단가인하 압력 우려 유효

조업일수 개선, 신차효과, 타 OE 매출증대를 통해 부진한 3Q18 실적 이후 4Q18 높은 실적개선 실현 자신감을 보였던 만도/한온시스템과 달리, 현대차그룹 계열 부품업체인 모비스/위아는 지난 15 년 이후 계절적인 규칙성을 보여왔던 단가인하 압력 발현에 따른 4분기 실적부진 재현 우려를 배제할 수 없는 상황이다.

모비스는 현대차 중국 실적부진이 시작된 15 년 이후 3 년 연속 BAIC 의 단가인하 시행으로 시장기대치를 하회하는 4 분기 실적을 기록해왔다. 위아 또한 4Q16 과 4Q17 중국 엔진공장과 국내 모듈공장에서의 단가인하 압력으로 실망스러운 실적 발표를 이어왔다. 현대/기아차의 4Q18 이후 판매개선 가시성은 높아졌지만, 회복 초기국면인 4Q18 에도 단가인하 압력이 발현될 가능성은 여전히, 양 사에 대한 투자매력은 완성차 및 비계열 부품업체 대비 비교열위라고 판단한다. 모비스의 경우 지배구조 개편에 따른 주주친화정책 확대 기대가 존재한다. 그러나 지배구조 개편의 성공적인 발현을 위해서도 실적개선 확인을 통한 시장의 신뢰확보가 필요하다는 점에서, 현대/기아차의 영업정상화가 본격화될 19 년 이후 실적개선 및 지배구조 개편의 기대감이 동시 발현될 수 있다고 전망한다.

모비스 Corporate Day Q&A

Q1) 3Q18 및 4Q18 실적 전망

3Q18 실적은 현재 최종 집계 중이며, 이에 따라 구체적인 수치 언급은 어려운 상황. 다만, 업종 전반의 흐름과 마찬가지로 조업일수 축소 및 7월 현대차 중국공장 라인조정 이슈에 따른 가동률 하락 우려가 존재하며, 현대/기아차와 더불어 북미 에어백 리콜 관련 충당금 전입 발생 (ZF-TRW ACU 생산 - 모비스 에어백 모듈화 - 현대/기아차 판매)이 예상되고 있음. 충당금 규모는 아직 미정.

4Q18 실적은 조업일수가 늘어나는 가운데 현대/기아차의 미국/중국 신차 Cycle 개시 및 공격적 프로모션에 근거한 높은 판매성장 실현을 통해 YoY/QoQ 부품사업 손익 개선이 가능할 전망. 다만, 전체 영업이익의 80% 이상을 구성하고 있는 AS사업은 계절적 변동요인 및 신차 판매성과와의 상관관계가 낮아 기존의 안정적 흐름을 이어갈 예정이며, 부품사업 만을 영위하는 타 부품업체와 달리 영업실적 개선 폭의 상승효과는 상대적으로 높지 않다고 판단.

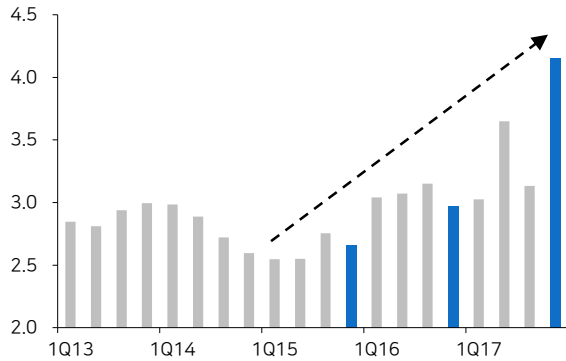
Q2) 중국 손익 흐름과 지난 3년간 지속됐던 4분기 단가인하 압력의 반복 가능성
중국 영업이익률은 정치이슈 여파로 판매부진이 이어졌던 1Q18 (현대/기아차 합산 판매 24.5만대, -10% YoY) -3.9%, 기저효과가 본격화되며 높은 판매개선이 이뤄졌던 2Q18 (30.8만대, +95% YoY) +1.3%였으며, 조업일수 축소와 라인조정 이슈가 있었던 3Q18 (25.1만대, -7% YoY)에는 BEP 수준이 예상됨.

4Q18에는 분기 최대 판매실적 기록 및 YoY 판매증가가 예상되나, 지난 3년간 지속됐던 BAIC의 단가정산 이슈가 반복될 수 있어 가동률 개선만큼의 실적 회복이 실현될지 미지수. 현대차의 판매경쟁력 약화 및 수익성 악화가 두드러지기 시작한 지난 15년 이후 BAIC의 비경상적 단가인하 압력이 지속되어 온 것은 사실 (현대차 중국법인 순이익률 13년 10.0%, 14년 9.7%, 15년 7.2%, 16년 5.8%, 17년 -1.3%). 일반적으로 현대차 국내외 법인들의 부품 단가결정은 납품 모델 별 양산 개시 90일 안에 이루어짐. 그러나 15년부터 현대차 중국법인 재경담당인 BAIC는 이 같은 단가결정을 모델 별 양산 시점과 무관하게 연중에는 가단가에 근거해 결산하고 연말이 되어서야 기대했던 정단가보다 낮은 수준으로 확정 지어왔음. 18년의 경우 17년과 달리 일부 모델에 대해서는 단가결정을 완료해주었으나, 여전히 상당 모델에 대해서는 연말 단가정산 수준을 기다리고 있음.

최근 현대차 중국법인 대표단과 BAIC의 대표단 모두가 4년간 이어진 첨예한 갈등과 그에 따른 역시너지의 책임으로 교체되었음. 이에 따라 향후 점진적인 단가인하 압력 해소 기대를 갖고 있으나 현대차의 18년 연간 실적이 아직 유의미한 반등을 이루어내지 못했고 여전히 일부 모델에 대한 가단가 정산이 이뤄지고 있다는 점에서 4Q18 중국 판매개선과 동행한 실적개선 실현은 지켜봐야 한다고 판단.

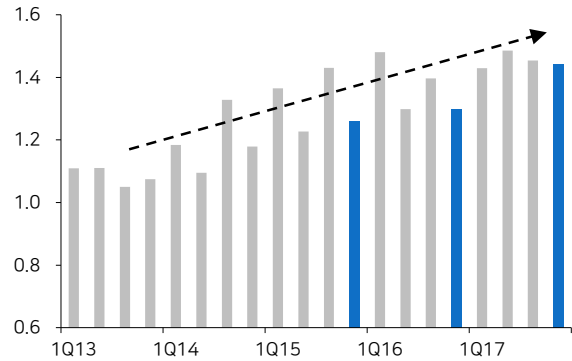
그림1 경기호조에 따른 판매증가와 고사양 부품 채택율이 높은 신차 및 RVMix 개선으로 유럽 및 기타 (주로 인도) 시장 부품 ASP 상승세

(천달러) 모비스 유럽 공장 대당 ASP



자료: 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

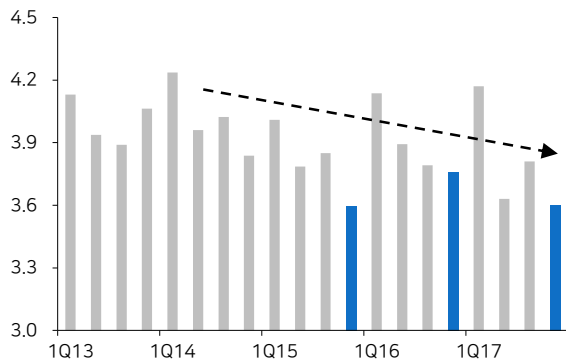
(천달러) 모비스 기타지역 공장 대당 ASP



자료: 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

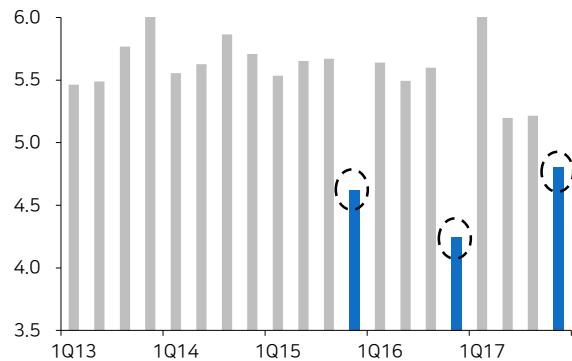
그림2 14년 이후 쏘나타 판매감소 (14년 23만대, 15년 21만대, 16년 18만대, 17년 14만대)에 따른 아반떼 Mix 증가로 부품 ASP 하락이 보여진 미국공장의 흐름은 논리적, 2H18 이후 싼타페 투입으로 미국 ASP는 반등세를 기록할 전망
문제는 중국, 중국공장의 ASP는 Mix와 무관하게 15년 이후 4분기 마다 단가인하 압력에 따른 영향으로 급락하는 규칙성을 보였음

(천달러) 모비스 미국 공장 대당 ASP



자료: 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

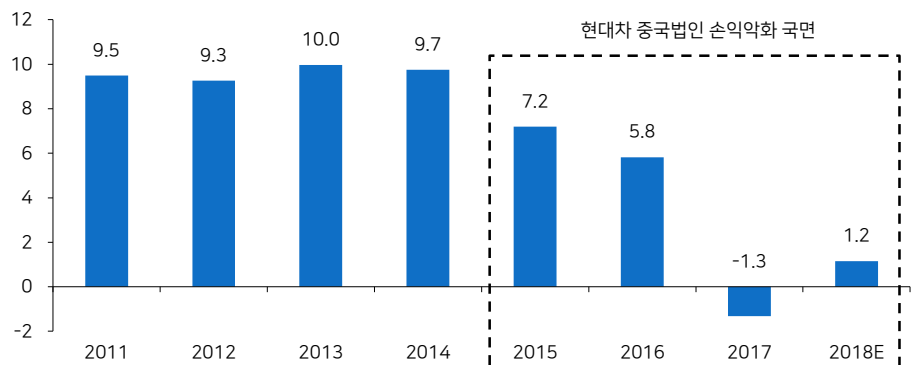
(천달러) 모비스 중국 공장 대당 ASP



자료: 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 15년 이후의 중국공장 부품 단가인하 압력은 현대차 실적부진에 따른 BAIC의 압박의 결과

(%) ■현대차 중국법인 순이익률



자료: 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

Q3) 해외 신규수주 확대에 따른 타OE 매출 방향성 전망

Non-captive 고객 매출증대는 가동률 개선 및 외형성장 증가에 긍정적이며, 17년 이후 공격적인 타OE 영업에 나서고 있음. 18년 연간 타OE 수주목표는 \$1.8bn이었으며 3Q18까지 \$1.4bn을 확보해 목표달성에 무리가 없는 상황. 19년 이후 매년 2,500-3,000억원 규모의 YoY 타OE 매출증가가 가능하다고 판단하며, 5년 후인 23년에는 연간 1.5-2.0조원 규모의 매출실현 전망 (전체 핵심부품 매출의 10-15%).

Q4) 현재 ADAS 기술력 수준 및 향후 수주 전망

현재까지 모비스는 자체 기술력 부재로 핵심부품 외주를 통해 현대/기아차에 대한 ADAS 공급을 실현해왔음. 핵심부품 외주화에 따른 가격경쟁력 약화로 19년 출시 쏘나타 신차 등에 대한 ADAS 수주를 확보하지 못한 점은 아쉬운 상황. 해외인재 영입과 서산 자율주행 연구소 설립 등을 통해 독자기술 확보에 매진 중이며, 20년부터는 처음으로 독자기술 기반의 ADAS 납품이 가능 (올해 B-segment SUV 2단계 자율주행 ADAS 수주 확보). 독자기술 기반의 3단계 자율주행 ADAS 수주는 20년에 처음 이루어질 수 있을 전망.

경쟁업체인 만도와 비교해 3년 정도의 기술격차가 존재. 이 같은 기술격차는 처음부터 외부기술 (Mobileye 카메라) 활용을 적극적으로 채택한 만도와 달리 독자기술 개발에 초점을 맞췄다가 시스템 솔루션 확보에 긴 시간 난항을 겪었기 때문. 23년 이후 현대/기아차 ADAS 수주점유율 5:5를 실현하기 위해 노력하고 있음.

Q5) 최저임금 상향 및 주 52시간 근무제에 따른 영향 확인

핵심부품과 달리 국내 모듈공장은 외주협력업체에 의해 운영되는 비중이 높은 상황. 이들에 대한 인건비 규모는 최저임금 상향 조정에 따라 동반 증가하는 구조. 현재 외주협력업체 소속 근로자 수는 총 6,000명 수준이며, 최저임금이 10% 상승할 때마다 연간 기준 약 400억원의 비용부담 증가 가능.

주 52시간 근무제는 모비스에게는 큰 이슈가 아니나, 2·3차 협력업체의 생산이슈를 야기해 밸류체인 전반에 문제를 일으킬 수 있음. 모비스의 경우, 모듈 공장은 완성차와 생산라인이 연동되어 있고 근무시간 축소에 따른 영향을 생산라인 가동 속도 (UPH, Unit per Hour Production) 상승을 통해 상쇄 가능. 핵심부품 공장 또한 생산성 개선작업이 지속적으로 이루어져 영향 제한적. 그러나 일반적으로 10/10 근무제를 적용하고 있는 협력업체들의 경우 52시간 근무제 도입에 따라 주말특근이 불가해짐. 예를 들어 금형을 통해 사시부품을 납품하는 업체의 경우 특근이 없는 상황에서 주문량이 늘어날 경우 완전한 대응이 어렵거나 사출기를 추가로 구입해야 하는 비용증가 이슈가 발생.

Q6) 3Q18 국내공장 파업 이유와 재발 가능성 점검

지난 3Q18 중 모비스 모듈공장 운영을 맡고 있는 외주협력업체의 파업 발생. 정규직 노조와 달리 노동조합이 없었던 외주협력업체가 민주노총 금속노조 산하의 신규 노동조합을 설립하며 일종의 실력행사를 보였다고 판단. 생산피해가 제한적 수준 (완성차 생산볼륨 기준 약 1만대 수준)에 그쳤던 일시적 파업이었으며, 무파업을 결의한 정규직 노조와의 동행 없는 유의미한 규모의 단독 파업은 없을 전망.

Q7) 지배구조 개편 시점 및 향후 주주친화정책 방향성

다양한 이해관계를 충족시킬 수 있는 방안을 찾기 위해 노력 중. 1차 지배구조 개편 추진 시점과 달리 정부 및 규제 당국, 그리고 다양한 주주들의 의견을 수렴해 최적화된 개편안을 제시할 예정이며, 신중한 자세의 정공법을 채택함에 따라 신규 발표까지 시간이 더 걸릴 수 있다고 판단.

주주친화정책에 소홀했다는 평가가 많았으나, 18년부터 적극적인 자세를 취하고 있음. 지난 5월 발표한 향후 3년간 6,000억원 규모의 자사주 매입/소각을 예정대로 추진 중이며, 지난해 21.1%까지 늘어난 배당성향 (16년 10.9%)을 유지 또는 확대시킬 계획.

표1 모비스 3Q18 실적은 조업일수 감소 및 리콜 총당금 발생으로 시장기대치 하회할 전망

(십억원)	3Q18E	3Q17	(% YoY)	2Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	8,515.6	8,772.8	-2.9	8,883.5	-4.1	8,799.5	-3.2
영업이익	491.1	544.4	-9.8	531.2	-7.5	553.6	-11.3
세전이익	754.4	738.2	2.2	736.9	2.4	780.6	-3.4
지배순이익	566.0	482.2	17.4	553.1	2.3	578.6	-2.2

자료: 모비스, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 3Q18 실적부진과 4Q18 단가인하 압력 발현으로 18년 영업이익 시장기대치 하회 예상

(십억원)	2018E			2019E		
	당사예상치	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	컨센서스	(% diff.)
매출액	35,037.9	35,413.6	-1.1	37,366.7	37,225.6	0.4
영업이익	2,000.1	2,132.6	-6.2	2,412.7	2,533.7	-4.8
세전이익	2,929.2	2,976.0	-1.6	3,514.0	3,487.6	0.8
순이익	2,203.2	2,222.7	-0.9	2,619.2	2,590.7	1.1
영업이익률(%)	5.7	6.0	-0.2%p	6.5	6.8	-0.2%p
세전이익률(%)	8.4	8.4	-0.1%p	9.4	9.4	-0.1%p
순이익률(%)	6.3	6.3	-0.1%p	7.0	7.0	-0.1%p

자료: 모비스, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 단가인하 압력 지속가능성을 반영해 18년/19년 EPS 추정치를 기존 대비 하향

(십억원)	2017	2018E	2019E
매출액 - 신규 추정	35,144.6	35,037.9	37,366.7
매출액 - 기존 추정	35,144.6	36,181.5	39,576.9
% change	0.0%	-3.2%	-5.6%
영업이익 - 신규 추정	2,024.9	2,000.1	2,412.7
영업이익 - 기존 추정	2,024.9	2,085.8	2,468.9
% change	0.0%	-4.1%	-2.3%
세전이익 - 신규 추정	2,860.4	2,929.2	3,514.0
세전이익 - 기존 추정	2,860.4	3,071.8	3,615.0
% change	0.0%	-4.6%	-2.8%
지배주주 순이익 - 신규 추정	1,568.2	2,203.2	2,619.2
지배주주 순이익 - 기존 추정	1,568.2	2,304.7	2,705.4
% change	0.0%	-4.4%	-3.2%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	16,109.4	22,633.1	26,906.9
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	16,109.4	23,675.6	27,792.5
% change	0.0%	-4.4%	-3.2%

자료: 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 모비스 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	9,267.7	8,282.4	8,772.8	8,821.6	8,194.3	8,883.5	8,515.6	9,444.5	35,144.6	35,037.9	37,366.7
(%, YoY)	-0.8	-16.0	-0.1	-14.3	-11.6	7.3	-2.9	7.1	-8.1	-0.3	6.6
모듈	7,511.9	6,657.3	6,983.5	7,108.1	6,450.4	7,200.6	6,701.4	7,694.1	28,260.9	28,046.5	30,165.2
(%, YoY)	-2.2	-18.9	-2.1	-16.9	-14.1	8.2	-4.0	8.2	-10.5	-0.8	7.6
AS	1,755.8	1,625.0	1,789.3	1,713.5	1,743.9	1,682.9	1,814.2	1,750.4	6,883.7	6,991.4	7,201.5
(%, YoY)	5.6	-1.3	9.0	-1.3	-0.7	3.6	1.4	2.2	2.9	1.6	3.0
OP	668.7	492.4	544.4	319.4	449.8	531.2	491.1	528.0	2,024.9	2,000.1	2,412.7
(%, YoY)	-6.9	-37.3	-24.6	-53.0	-32.7	7.9	-9.8	65.3	-30.3	-1.2	20.6
모듈	250.5	83.8	93.2	-132.7	27.3	115.5	39.3	90.4	294.8	272.5	576.3
(%, YoY)	-27.6	-80.5	-73.0	적자전환	-89.1	37.8	-57.8	흑자전환	-78.9	-7.6	111.4
AS	418.2	408.6	451.2	452.1	422.5	415.7	451.7	437.6	1,730.1	1,727.5	1,836.4
(%, YoY)	12.2	14.9	19.9	12.4	1.0	1.7	0.1	-3.2	14.8	-0.1	6.3
RP	963.3	689.9	738.2	469.1	614.7	736.9	754.4	823.2	2,860.4	2,929.2	3,514.0
(%, YoY)	-12.5	-40.6	-23.0	-47.3	-36.2	6.8	2.2	75.5	-30.4	2.4	20.0
NP	761.2	481.2	482.2	-156.4	466.5	553.1	566.0	617.6	1,568.2	2,203.2	2,619.2
(%, YoY)	-4.0	-43.1	-31.6	-122.5	-38.7	14.9	17.4	-494.8	-48.4	40.5	18.9
OP margin (%)	7.2	5.9	6.2	3.6	5.5	6.0	5.8	5.6	5.8	5.7	6.5
모듈 (%)	3.3	1.3	1.3	-1.9	0.4	1.6	0.6	1.2	1.0	1.0	1.9
AS (%)	23.8	25.1	25.2	26.4	24.2	24.7	24.9	25.0	25.1	24.7	25.5
RP margin (%)	10.4	8.3	8.4	5.3	7.5	8.3	8.9	8.7	8.1	8.4	9.4
NP margin (%)	8.2	5.8	5.5	-1.8	5.7	6.2	6.6	6.5	4.5	6.3	7.0

자료: 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 조정된 19년 EPS 추정치에 기존 적정 PER 10.0배를 적용해 적정주가 하향

적정 밸류에이션 PER (배, a) - 2011년 이후 완성차 대비 평균 PER 프리미엄 30% 반영	10.0배
모비스 2019년 EPS 추정치 (원, b)	26,907원
Fair Value (원, c = a x b)	269,069원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	270,000원
현재 주가 (10월 11일 기준 종가)	195,500원
괴리율 (%)	38.1%

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

현대모비스 (012330)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	38,261.7	35,144.6	35,037.9	37,366.7	39,540.3
매출액증가율 (%)	6.2	-8.1	-0.3	6.6	5.8
매출원가	32,966.0	30,679.4	30,632.9	32,595.9	34,494.5
매출총이익	5,295.7	4,465.2	4,405.1	4,770.8	5,045.8
판매관리비	2,391.0	2,440.3	2,405.0	2,358.1	2,506.4
영업이익	2,904.7	2,024.9	2,000.1	2,412.7	2,539.4
영업이익률	7.6	5.8	5.7	6.5	6.4
금융손익	174.6	59.3	24.7	6.9	9.1
종속/관계기업손익	1,090.0	811.2	788.8	990.4	1,086.3
기타영업외손익	-58.2	-35.0	115.6	104.0	105.1
세전계속사업이익	4,111.2	2,860.4	2,929.2	3,514.0	3,739.8
법인세비용	1,063.9	1,302.7	727.2	896.1	953.6
당기순이익	3,047.3	1,557.7	2,201.9	2,617.9	2,786.1
지배주주지분 순이익	3,037.8	1,568.2	2,203.2	2,619.2	2,787.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	2,017.8	1,948.7	1,947.0	2,434.8	1,953.2
당기순이익(손실)	3,047.3	1,557.7	2,201.9	2,617.9	2,786.1
유형자산상각비	577.4	637.3	650.4	669.4	686.8
무형자산상각비	68.9	72.6	73.7	75.1	76.6
운전자본의 증감	-1,293.4	-463.4	-417.4	-95.3	-680.6
투자활동 현금흐름	-2,124.5	-1,065.5	-1,300.5	-1,782.0	-1,376.0
유형자산의증가(CAPEX)	-1,296.1	-676.9	-744.6	-774.3	-805.3
투자자산의감소(증가)	-6.5	-61.6	-422.1	-954.8	-891.2
재무활동 현금흐름	-336.3	-395.5	-561.0	-485.1	-420.8
차입금의 증감	-513.9	-372.9	-226.2	-111.8	-57.2
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-448.6	358.6	114.8	167.7	156.5
기초현금	2,499.2	2,050.7	2,407.9	2,522.7	2,690.4
기말현금	2,049.3	2,407.9	2,522.7	2,690.4	2,846.9

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	18,263.1	18,217.8	18,389.0	19,352.5	20,878.6
현금및현금성자산	2,049.3	2,407.9	2,522.7	2,690.4	2,846.9
매출채권	7,143.3	6,047.5	6,517.1	6,726.0	7,512.6
재고자산	2,830.1	2,690.3	2,542.0	2,710.9	2,868.6
비유동자산	23,448.5	23,519.0	23,957.5	25,017.9	26,023.9
유형자산	8,516.4	8,206.4	8,324.9	8,429.8	8,548.4
무형자산	961.0	957.0	972.4	990.8	1,010.6
투자자산	13,738.8	14,024.9	14,365.5	15,320.3	16,211.5
자산총계	41,711.6	41,736.8	42,346.4	44,370.4	46,902.5
유동부채	8,833.4	7,893.2	7,357.8	7,124.8	7,222.7
매입채무	5,270.5	4,264.7	4,251.8	4,534.4	4,798.1
단기차입금	1,453.4	1,235.5	1,173.7	1,138.5	1,115.7
유동성장기부채	170.5	510.7	766.1	689.5	655.0
비유동부채	4,320.2	4,484.6	4,087.9	4,072.6	4,066.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1,666.9	1,320.4	924.3	896.6	878.6
부채총계	13,153.6	12,377.9	11,445.7	11,197.4	11,288.9
자본금	491.1	491.1	491.1	491.1	491.1
자본잉여금	1,405.0	1,407.2	1,407.2	1,407.2	1,407.2
기타포괄이익누계액	-583.6	-1,044.1	-1,044.1	-1,044.1	-1,044.1
이익잉여금	27,520.9	28,780.1	30,321.9	32,594.2	35,034.7
비지배주주지분	63.5	63.6	63.6	63.6	63.6
자본총계	28,558.0	29,359.0	30,900.7	33,173.1	35,613.6

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	393,058	361,035	359,940	383,863	406,192
EPS(지배주주)	31,207	16,109	22,633	26,907	28,636
CFPS	40,494	30,367	24,642	25,991	27,056
EBITDAPS	36,479	28,094	27,985	32,433	33,929
BPS	293,360	301,588	317,426	340,768	365,839
DPS	3,500	3,550	3,550	3,550	3,600
배당수익률(%)	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	6.3	12.1	8.6	7.3	6.8
PCR	4.8	6.4	7.9	7.5	7.2
PSR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
PBR	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
EBITDA	3,551.0	2,734.8	2,724.2	3,157.2	3,302.8
EV/EBITDA	4.0	4.7	4.7	3.9	3.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.2	5.4	7.3	8.2	8.1
EBITDA 이익률	9.3	7.8	7.8	8.4	8.4
부채비율	46.1	42.2	37.0	33.8	31.7
금융비용부담률	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	7.0	4.0	3.7	4.4	4.6
매출채권회전율(x)	5.7	5.3	5.6	5.6	5.6
재고자산회전율(x)	14.2	12.7	13.4	14.2	14.2

위아 Corporate Day Q&A

Q1) 3Q18 실적 전망

매출은 전년동기와 유사한 1.9조원 수준을 기록할 전망. 기계사업 (1H18 연결매출 비중 15%)이 FA 매출인식 증가로 1H18과 마찬가지로 +10% YoY 수준의 매출증가를 실현하는 가운데, 부품사업 (1H18 연결매출 비중 85%)에서는 조업일수 감소에 따른 모듈 및 기타 부문 (1H18 부품사업 내 매출비중 65%)의 매출 감소를 엔진 부문의 매출성장을 통해 다소 상쇄할 전망.

엔진 부문은 국내 Kappa엔진 공장이 내수 및 터키/슬로바키아/인도의 신차 출시 (아반떼, K3, i10, i20, i30, 씨드)에 따른 수요증가로 지난 5월 증설 (연간 CAPA 42만대 → 52만대)했으며 YoY/QoQ 매출증대가 가능할 전망. 국내 디젤엔진 공장 또한 디젤 수요는 정체되어 있으나 2Q18 가솔린 Theta 엔진 (그랜저, K7, 싼타페, 쏘렌토) 혼류생산이 시작되며 생산량 증가가 이뤄지고 있음 (1Q18 디젤 1.8만대, 2Q18 Theta 포함 4만대, 3Q18 6만대 내외). 멕시코 엔진공장도 2Q18 K2 중남미 판매증가, 3Q18 K3 신형 투입으로 가동률 개선이 진행 중 (1Q18 6.6만대, 2Q18 6.8만대, 3Q18 7.7만대). 중국 엔진공장은 현대/기아차 중국공장 3Q18 출고판매가 2Q18 31만대, 3Q17 27만대 대비 낮은 25만대를 기록했으나, 이들 모델 중 위아가 생산하고 있는 Nu 엔진을 채택하고 있는 ix35/즈바오 등의 판매량은 증가했고 2Q18부터 현대/기아차 체코/슬로바키아공장에 대한 수출이 시작되어 YoY/QoQ 10% 이상 생산량이 늘어났음.

다만 영업이익은 실적회복의 가시성이 보여지기 시작한 지난 2Q18과 비교했을 때, 일회성 비용요인 (STX 조선에 납품했던 방산 부품에 대한 정부 손실보조 소송 패소, 대손충당금 110억원 발생)을 제외하면 증가하기 어렵다고 판단. 기계사업에서 흑자를 기록 중인 FA 매출은 QoQ로 늘어나지 못했으며 (900-1,000억원 수준 유지), 사업정리에 따른 산업기계 부문 청산비용 (분기당 100억원)은 4Q18까지 동일하게 유지될 예정. 조업일수 감소로 모듈 및 기타 부문의 수익성은 악화되었으나, 매출이 증가한 엔진 부문은 멕시코 공장의 상각비 부담에 따른 적자지속 (-50억원)으로 수익성 개선을 실현하지 못했음. 적자지속의 기계사업 (-150억원 수준)과 QoQ 이익감소가 예상되는 부품사업 (+400억원)의 합산 영업이익은 250억원 수준을 기대하는 것이 합리적.

Q2) 환율 변동에 따른 손익 변동 영향 확인

영업이익에 영향을 미칠 수 있는 원/달러 환율 변동에 대한 Net Exposure는 \$1.5bn이며, 3Q18은 기말환율 변동 폭이 크지 않아 영향 제한적. 다만 총 \$0.8bn의 외화차입금 중 \$0.5bn이 노출되어 있는 멕시코법인에서 최근 NAFTA 타결에 따른 폐소화 가치상승으로 외화부채 평가이익이 발생할 수 있음.

Q3) 국내공장 터보차저 가동률 및 손익 현황 점검

연간 생산 CAPA 50만대이며, 올해 40만대 생산이 가능할 전망. 매년 점진적인 물량 증대 및 가동률 개선이 가능하나 여전히 적자를 기록 중인 상황. 이는 기술 이전 기업인 IHI와의 계약 문제 때문. 올해 예상 생산물량인 40만대 중 독자기술 터보차저 생산물량은 10만대 미만이며, 나머지 물량에 대해서는 IHI에게 기술 로열티 (매출의 1-2%)를 지급해야 함. 또한 터보차저 생산에 필요한 핵심부품들도 IHI에게서 조달 받도록 계약되어 있기에 손익개선을 위한 원가경쟁력 확보가 이루어지지 못하고 있음. 로열티 및 핵심부품 의무조달 비율에 대한 계약조건은 점진적으로 완화될 예정이나, 흑자전환까지는 다소 시간이 걸릴 수 있다고 판단.

Q4) 최저임금 상승에 따른 손익 영향 점검

현재 외주협력업체 직원의 수는 약 2,000명이며, 최저임금이 10% 상승할 때 연간 기준 인건비 증가 수준은 약 100-150억원 규모. 최저임금 상승 추세가 지속되는 한 인건비 부담은 가중될 수 있음.

주 52시간 근무제에 따른 영향은 현재 국내공장 모듈 외 부품 생산라인의 가동률이 높지 않기에 큰 문제가 되지 않고 있음.

표1 위아 3Q18 영업이익 조업일수 감소와 산업기계 청산비용 반영으로 부진할 전망

(십억원)	3Q18E	3Q17	(% YoY)	2Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,923.2	1,925.1	-0.1	2,057.3	-6.5	1,925.2	-0.1
영업이익	26.8	15.1	77.9	20.4	31.5	29.1	-7.9
세전이익	28.8	18.0	60.1	-4.9	흑자전환	23.2	24.3
지배순이익	22.5	13.4	68.1	-5.9	흑자전환	20.4	10.3

자료: 위아, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 단가인하 압력/엔진 부문 수익성 부진 지속으로 18년/19년 영업이익 기대치 하회 전망

(십억원)	2018E			2019E		
	당사예상치	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	컨센서스	(% diff.)
매출액	7,751.0	7,766.9	-0.2	8,062.9	8,046.9	0.2
영업이익	44.8	58.2	-23.1	158.8	189.0	-16.0
세전이익	39.0	42.6	-8.4	190.5	170.6	11.7
순이익	29.0	22.1	31.4	146.7	131.7	11.4
영업이익률(%)	0.6	0.7	-0.2%p	2.0	2.3	-0.4%p
세전이익률(%)	0.5	0.5	0.0%p	2.4	2.1	0.2%p
순이익률(%)	0.4	0.3	0.1%p	1.8	1.6	0.2%p

자료: 위아, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 18년/19년 EPS 추정치를 각각 -42%, -13% 하향

(십억원)	2017	2018E	2019E
매출액 - 신규 추정	7,487.4	7,751.0	8,062.9
매출액 - 기존 추정	7,487.4	7,812.2	8,163.0
% change	0.0%	-0.8%	-1.2%
영업이익 - 신규 추정	16.7	44.8	158.8
영업이익 - 기존 추정	16.7	72.3	187.2
% change	0.0%	-38.1%	-15.2%
세전이익 - 신규 추정	-97.1	39.0	190.5
세전이익 - 기존 추정	-97.1	66.5	218.9
% change	0.0%	-41.4%	-13.0%
지배주주 순이익 - 신규 추정	-63.0	29.0	146.7
지배주주 순이익 - 기존 추정	-63.0	50.3	168.6
% change	0.0%	-42.3%	-13.0%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	-2,316.7	1,067.8	5,394.9
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	-2,316.7	1,851.0	6,199.1
% change	0.0%	-42.3%	-13.0%

자료: 위아, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 위아 분기실적 Snapshot

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018	2019
연결 매출	1,878.5	1,812.9	1,918.4	1,877.7	1,740.9	2,057.3	1,923.2	2,029.7	7,487.4	7,751.0	8,062.9
자동차 부품	1,617.0	1,541.5	1,667.4	1,616.4	1,479.6	1,758.6	1,639.5	1,745.3	6,442.3	6,623.0	6,840.0
기계	261.5	271.4	251.0	261.3	261.3	298.7	283.6	284.4	1,045.1	1,128.0	1,222.9
영업이익	43.1	30.1	15.1	-71.6	-29.8	20.4	26.8	27.4	16.7	44.8	158.8
자동차 부품	48.9	38.3	27.9	-46.8	-3.0	46.4	41.0	41.9	68.4	126.3	171.0
기계	-5.8	-8.2	-12.9	-24.8	-26.8	-26.0	-14.2	-14.5	-51.7	-81.5	-12.2
세전이익	4.4	37.5	18.0	-157.0	-23.3	-4.9	28.8	38.4	-97.1	39.0	190.5
지배주주 순이익	2.0	40.3	13.4	-118.7	-17.2	-5.9	22.5	29.5	-63.0	29.0	146.7
이익률 (%)											
영업이익률	2.3	1.7	0.8	-3.8	-1.7	1.0	1.4	1.3	0.2	0.6	2.0
자동차 부품	3.0	2.5	1.7	-2.9	-0.2	2.6	2.5	2.4	1.1	1.9	2.5
기계	-2.2	-3.0	-5.1	-9.5	-10.3	-8.7	-5.0	-5.1	-4.9	-7.2	-1.0
세전이익률	0.2	2.1	0.9	-8.4	-1.3	-0.2	1.5	1.9	-1.3	0.5	2.4
지배주주 순이익률	0.1	2.2	0.7	-6.3	-1.0	-0.3	1.2	1.5	-0.8	0.4	1.8
(YoY 성장률)											
연결 매출	2.2	-7.0	10.0	-8.8	-7.3	13.5	0.2	8.1	-1.3	3.5	4.0
자동차 부품	6.1	-3.9	10.4	-10.0	-8.5	14.1	-1.7	8.0	0.1	2.8	3.3
기계	-16.8	-21.4	7.2	-0.6	-0.1	10.1	13.0	8.8	-9.6	7.9	8.4
영업이익	-46.2	-66.8	-76.4	적전	-169.2	-32.4	77.9	흑전	-93.6	167.7	254.8
자동차 부품	-26.1	-48.4	-53.2	적전	-106.1	21.0	46.7	흑전	-73.5	84.6	35.4
기계	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적전	적지	적지
세전이익	-93.4	-58.2	-29.6	적전	적전	적전	60.1	흑전	적전	흑전	388.3
지배주주 순이익	-95.8	-31.2	1,699.4	적전	적전	적전	68.1	흑전	적전	흑전	405.3

자료: 현대위아, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 19년 이익추정치 -13% 하향을 반영해 적정주가 52,000원으로 조정

적정 밸류에이션 PER (배, a) - 2011년 2월 상장 이후 평균 Trading PER	9.7배
현대위아 2019년 EPS 추정치 (원, b)	5,395원
Fair Value (원, c = a x b)	52,330원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	52,000원
현재 주가 (10월 11일 기준 종가)	37,000원
괴리율 (%)	40.5%

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

현대위아 (011210)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	7,589.4	7,487.4	7,751.0	8,062.9	8,273.9
매출액증가율 (%)	-3.7	-1.3	3.5	4.0	2.6
매출원가	7,012.7	7,193.3	7,333.9	7,595.9	7,777.5
매출총이익	576.7	294.0	354.8	467.0	496.4
판매관리비	314.0	277.3	310.0	308.2	315.2
영업이익	262.7	16.7	44.8	158.8	181.2
영업이익률	3.5	0.2	0.6	2.0	2.2
금융손익	-34.4	-41.9	-41.0	-41.3	-40.8
종속/관계기업손익	14.8	-1.6	21.2	42.4	47.4
기타영업외손익	-10.4	-70.2	14.1	30.6	31.4
세전계속사업이익	232.8	-97.1	39.0	190.5	219.3
법인세비용	102.0	-34.1	10.0	43.8	50.4
당기순이익	130.7	-63.0	29.0	146.7	168.9
지배주주지분 순이익	130.7	-63.0	29.0	146.7	168.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	354.6	72.7	319.5	224.9	240.5
당기순이익(손실)	130.7	-63.0	29.0	146.7	168.9
유형자산상각비	176.1	198.1	199.0	197.3	195.7
무형자산상각비	94.2	50.5	50.7	49.7	48.8
운전자본의 증감	55.7	-139.5	47.6	-102.0	-96.2
투자활동 현금흐름	-470.0	-234.4	-291.1	-193.0	-198.7
유형자산의증가(CAPEX)	-438.3	-308.1	-250.0	-300.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	-46.0	-42.0	5.7	4.7	3.8
재무활동 현금흐름	331.4	311.2	6.3	6.9	-15.6
차입금의 증감	703.5	340.4	36.2	36.8	14.4
자본의 증가	-2.5	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	214.7	130.2	34.7	38.8	26.2
기초현금	584.5	799.3	929.5	964.1	1,002.9
기말현금	799.3	929.5	964.1	1,002.9	1,029.2

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,743.3	3,859.4	3,979.5	4,268.7	4,380.4
현금및현금성자산	799.3	929.5	964.1	1,002.9	1,029.2
매출채권	1,188.7	1,172.6	1,136.4	1,182.1	1,213.0
재고자산	771.6	890.9	922.3	1,088.5	1,117.0
비유동자산	3,278.7	3,334.3	3,301.8	3,326.1	3,348.6
유형자산	2,548.3	2,600.3	2,557.3	2,567.3	2,580.4
무형자산	245.7	243.7	238.1	233.4	229.6
투자자산	442.4	419.5	434.2	451.7	463.5
자산총계	7,022.1	7,193.7	7,281.4	7,594.9	7,729.1
유동부채	1,698.9	1,727.9	1,784.6	1,910.4	1,883.7
매입채무	1,307.6	1,246.0	1,201.4	1,169.1	1,199.7
단기차입금	0.0	14.9	14.9	14.9	14.9
유동성장기부채	154.9	182.8	186.5	190.2	192.1
비유동부채	2,064.6	2,325.7	2,364.9	2,405.9	2,423.7
사채	957.3	1,196.9	1,220.9	1,245.3	1,257.7
장기차입금	849.3	858.2	866.8	875.5	875.5
부채총계	3,763.5	4,053.6	4,149.5	4,316.3	4,307.3
자본금	136.0	136.0	128.7	128.7	128.7
자본잉여금	500.5	500.5	500.5	500.5	500.5
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	2,689.5	2,606.7	2,605.8	2,752.5	2,895.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,258.6	3,140.1	3,131.9	3,278.6	3,421.7

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	279,074	275,322	285,016	296,484	304,243
EPS(지배주주)	4,807	-2,317	1,068	5,395	6,209
CFPS	29,390	34,178	35,452	36,879	37,844
EBITDAPS	19,601	9,754	10,827	14,919	15,656
BPS	119,823	115,466	115,164	120,559	125,822
DPS	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
배당수익률(%)	2.97	2.97	2.97	2.97	2.97
Valuation(Multiple)					
PER	7.7	-16.0	34.7	6.9	6.0
PCR	2.5	5.4	3.6	2.6	2.4
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDA	533.0	265.3	294.5	405.7	425.8
EV/EBITDA	2.8	6.6	5.7	4.1	3.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.1	-2.0	0.9	4.6	5.0
EBITDA 이익률	7.0	3.5	3.8	5.0	5.1
부채비율	115.5	129.1	132.5	131.6	125.9
금융비용부담률	6.9	7.7	7.6	7.4	7.3
이자보상배율(x)	0.5	0.0	0.1	0.3	0.3
매출채권회전율(x)	6.2	6.3	6.7	7.0	6.9
재고자산회전율(x)	9.8	9.0	8.5	8.0	7.5

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 10월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 10월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 10월 12일 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)

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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	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 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

2018년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

현대모비스 (012330) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.10.31	기업브리프	Buy	325,000	김준성	-19.5	-15.7	
2016.11.16	산업분석	Buy	325,000	김준성	-20.2	-13.7	
2017.01.09	산업분석	Buy	325,000	김준성	-19.3	-13.1	
2017.01.31	기업브리프	Buy	325,000	김준성	-20.8	-13.1	
2017.03.27	산업분석	Buy	325,000	김준성	-22.5	-13.1	
2017.05.22	산업분석	Buy	325,000	김준성	-21.8	-12.9	
2017.07.10	산업브리프	Buy	325,000	김준성	-22.0	-12.9	
2017.07.31	기업브리프	Buy	325,000	김준성	-22.9	-12.9	
2017.10.13	1년 경과				-26.1	-25.1	
2017.10.18	기업브리프	Buy	325,000	김준성	-21.0	-16.0	
2017.11.27	산업분석	Buy	325,000	김준성	-20.5	-15.8	
2018.01.15	산업분석	Buy	325,000	김준성	-20.4	-15.8	
2018.01.26	기업브리프	Trading Buy	290,000	김준성	-19.6	-9.8	
2018.03.29	산업브리프	Buy	320,000	김준성	-22.9	-20.6	
2018.04.02	산업분석	Buy	320,000	김준성	-20.1	-17.3	
2018.04.16	산업분석	Buy	320,000	김준성	-21.1	-17.3	
2018.04.24	산업브리프	Buy	320,000	김준성	-23.1	-17.3	
2018.05.24	산업분석	Buy	320,000	김준성	-27.6	-17.3	
2018.07.27	기업브리프	Buy	300,000	김준성	-23.7	-21.7	
2018.09.07	산업브리프	Buy	300,000	김준성	-25.0	-21.0	
2018.10.12	산업브리프	Buy	270,000	김준성	-	-	

현대위아 (011210) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.10.28	기업브리프	Buy	120,000	김준성	-32.7	-27.7	
2016.11.16	산업분석	Buy	100,000	김준성	-27.1	-20.1	
2017.01.31	기업브리프	Trading Buy	78,000	김준성	-15.2	-4.6	
2017.04.14	기업브리프	Hold	60,000	김준성	12.3	21.8	
2017.06.21	기업브리프	Buy	91,000	김준성	-24.6	-18.9	
2017.07.28	기업브리프	Buy	91,000	김준성	-24.3	-15.4	
2017.10.11	산업분석	Buy	91,000	김준성	-24.8	-15.4	
2017.10.30	기업브리프	Buy	91,000	김준성	-25.5	-15.4	
2017.11.27	산업분석	Buy	91,000	김준성	-26.5	-15.4	
2018.01.29	기업브리프	Trading Buy	75,000	김준성	-25.1	-16.9	
2018.04.16	산업분석	Buy	75,000	김준성	-31.8	-16.9	
2018.07.30	기업브리프	Buy	60,000	김준성	-27.1	-20.7	
2018.10.12	산업브리프	Buy	52,000	김준성	-	-	