

현대모비스 (012330)

완성차를 뛰어넘은 4Q. 모듈 부문의 레버리지 효과 확인

자동차 업종 내 최선호주

현대모비스에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 26.5만원을 유지한다. 4분기 실적은 중국 부진에도 내수 출하 증가와 Mix 개선에 힘입어 시장 기대치를 상회했다. 모듈 부문의 이익률이 1.8%까지 상승하면서 외형 확대에 따른 레버리지 효과를 증명했다는 점에 의의가 있다. AS 사업부의 꾸준한 이익 창출을 기반으로 타OE 수주 확대와 전동화 사업부의 성장이 이루어지고 있다는 점에서 현재 주가는 지나치게 저평가되어 있다는 판단이다. 현대모비스는 하나금융투자의 자동차 업종 최선호주이다. 그룹 지배구조 개선의 방향성도 현대모비스 기업가치에 긍정적일 것으로 예상된다.

4Q18 Review: 영업이익률 6.0% 기록

4분기 실적은 낮아져 있던 시장 기대치를 상회했다(영업이익 기준 +12%). 매출액/영업이익은 각각 9%/82% (YoY) 증가한 9,630억/5,817억(영업이익률 6.0%, +0.5%p)을 기록했다. 완성차의 글로벌 출하가 2% (YoY) 증가하고, 특히 중국 출하가 17% (YoY) 감소하면서 모듈조립 매출액은 5% (YoY) 감소했지만, 예상과 달리 부품제조 매출액은 내수 출하증가와 완성차의 SUV 신차출시에 따른 Mix 개선에 힘입어 36% (YoY) 증가했다. 또한, 모터/인버터/배터리팩 등을 생산하는 전동화 매출액은 완성차의 친환경차 출하가 늘어난 데 힘입어 무려 110% (YoY) 증가했다. AS 매출액은 4% (YoY) 증가했다. 부품제조/전동화 매출액의 증가에 힘입어 전체 매출액이 예상보다 큰 9% (YoY) 증가했고, 영업 레버리지 효과로 인해 영업이익률도 6.0%까지 상승했다. 모듈/AS 부문의 영업이익률이 각각 1.8%/24.5%를 기록했는데, 모듈(=단순모듈/부품제조/전동화 포함) 부문이 외형 확대에 따른 이익률 상승이 크다는 점에서 의미가 크다. 당장 2015년~2016년 당시 기록하던 영업이익률 4%~5% 대를 기록하지는 못하겠지만, 완성차의 물량 증가와 타OE 수주 증가, SUV 비중 상승에 따른 Mix 개선, 그리고 전동화 아이템의 공급 증가가 지속되면 2017년~2018년 1% 초반 수준보다는 상승할 가능성이 높다는 판단이다.

컨퍼런스 콜의 주요 내용: 전동화 아이템의 매출비중 5%까지 상승

2018년 타OE 수주는 36% 증가한 16.6억 달러를 기록했는데, 중국에서 109% 증가했고, 친환경차 업체들로부터도 87% 증가했다고 밝혔다. 2015년부터 시설 보강/홍보 강화 등을 주력한 결실인데, 최근 수주 품목들이 ADAS/IVI 등 단가가 높은 제품군들이라 금액적으로 증가폭이 크다. 2019년에는 21.0억 달러(+27%)의 수주 목표를 제시했다. 전동화 매출액은 2018년 연간으로 54% 증가하면서 1.8조원을 기록했고, 이는 전체 매출액 내 비중이 5%까지 상승한 것이다. 투자비용이 많아 아직까지는 적자를 기록하고 있지만, 2016년 두 자릿수 적자, 2017년 높은 한 자릿수 적자, 그리고 2018년 낮은 한 자릿수 적자 등으로 점차 개선 중에 있다. 현재 그룹 내 전동화 아이템의 생산기지 역할을 하지만, 2020년부터는 파생차종에 대한 자체 설계까지 담당할 수 있어 그룹 내 역할이 확대될 것으로 보고 있다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 265,000원 | CP(1월 25일): 208,500원

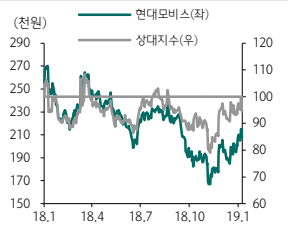
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,177.73
52주 최고/최저(원)	268,000/167,000
시가총액(십억원)	20,296.2
시가총액비중(%)	1.69
발행주식수(천주)	97,343.9
60일 평균 거래량(천주)	237.3
60일 평균 거래대금(십억원)	45.3
18년 배당금(예상, 원)	3,500
18년 배당수익률(예상, %)	1.84
외국인지분율(%)	47.08
주요주주 지분율(%)	기아자동차 외 3인 30.17
국민연금	9.45
주가상승률	1M 6M 12M
절대	5.8 (7.7) (22.2)
상대	(0.1) (3.7) (8.5)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	34,915.4	36,876.7
영업이익(십억원)	1,984.1	2,392.1
순이익(십억원)	2,047.3	2,476.3
EPS(원)	20,734	25,069
BPS(원)	326,324	347,752

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	38,261.7	35,144.6	35,149.2	36,725.2	38,264.9
영업이익	십억원	2,904.7	2,024.9	2,024.9	2,202.7	2,279.8
세전이익	십억원	4,111.2	2,734.4	2,474.9	2,962.1	3,076.8
순이익	십억원	3,037.8	1,568.2	1,888.8	2,251.9	2,339.1
EPS	원	31,205	16,109	19,403	23,132	24,029
증감률	%	(0.6)	(48.4)	20.4	19.2	3.9
PER	배	8.46	16.33	9.79	9.01	8.68
PBR	배	0.89	0.86	0.59	0.61	0.58
EV/EBITDA	배	5.94	7.17	4.06	4.06	3.50
ROE	%	11.23	5.43	6.28	7.08	6.93
BPS	원	296,189	304,416	320,414	340,046	360,475
DPS	원	3,500	3,500	3,500	3,700	3,800



Analyst 송선재
02-3771-7512
sunjae.song@hanafn.com

RA 구성중
02-3771-7219
sungjoong.gu@hanafn.com

표 1. 현대모비스 분기실적

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	16	17	18P	19F	20F
매출액	8,194	8,884	8,427	9,644	8,615	9,214	8,782	10,115	38,262	35,144	35,149	36,725	38,265
모듈	6,450	7,201	6,677	7,863	6,733	7,492	7,049	8,429	31,575	28,261	28,191	29,703	31,206
전동화	304	362	427	712	395	471	555	925	n/a	1,173	1,805	2,346	2,815
부품제조	1,535	1,795	1,869	2,322	1,583	1,838	1,950	2,405	n/a	6,695	7,521	7,776	7,963
모듈조립	4,612	5,044	4,381	4,829	4,755	5,184	4,543	5,099	n/a	20,392	18,866	19,581	20,427
AS부품	1,744	1,683	1,750	1,781	1,882	1,721	1,733	1,686	6,687	6,884	6,958	7,023	7,059
(YoY)													
매출액	(12)	7	(4)	9	5	4	4	5	6	(8)	0	4	4
모듈	(14)	8	(4)	11	4	4	6	7	6	(10)	0	5	5
전동화	43	20	33	110	30	30	30	30	n/a	n/a	54	30	20
부품제조	(11)	13	11	36	3	2	4	4	n/a	n/a	12	3	2
모듈조립	(17)	6	(12)	(5)	3	3	4	6	n/a	n/a	(7)	4	4
AS부품	(1)	4	(2)	4	8	2	(1)	(5)	6	3	1	1	1
영업이익	450	531	462	582	506	581	501	614	2,905	2,025	2,025	2,203	2,280
모듈	27	116	9	145	54	151	68	184	1,398	308	297	457	525
AS부품	423	416	453	437	452	430	433	430	1,506	1,730	1,729	1,745	1,754
(YoY)													
영업이익	(33)	8	(15)	82	12	9	8	6	(1)	(30)	0	9	4
모듈	(89)	38	(90)	흑전	99	31	658	27	(12)	(78)	(4)	54	15
AS부품	1	2	0	(3)	7	4	(4)	(2)	13	15	0	1	1
영업이익률 (%)	5.5	6.0	5.5	6.0	5.9	6.3	5.7	6.1	7.6	5.8	5.8	6.0	6.0
모듈	0.4	1.6	0.1	1.8	0.8	2.0	1.0	2.2	4.4	1.1	1.1	1.5	1.7
AS부품	24.2	24.7	25.9	24.5	24.0	25.0	25.0	25.5	22.5	25.1	24.8	24.9	24.9
세전이익	615	737	573	550	695	790	681	796	4,111	2,734	2,475	2,962	3,077
세전이익률 (%)	7.5	8.3	6.8	5.7	8.1	8.6	7.8	7.9	10.7	7.8	7.0	8.1	8.0
순이익	466	553	450	420	528	600	518	605	3,047	1,558	1,888	2,251	2,338
순이익률 (%)	5.7	6.2	5.3	4.4	6.1	6.5	5.9	6.0	8.0	4.4	5.4	6.1	6.1
지배주주순이익	467	553	449	420	529	600	518	605	3,038	1,568	1,889	2,252	2,339

자료: 현대모비스, 하나금융투자

현대모비스 4Q18 실적 발표 컨퍼런스콜

Q&A

문) 미국의 관세 부과시 부품의 현지 생산이 가능한지?

답) 케이스에 따라 다름. 자율주행 관련 부품 관세면 구체적인 발표를 보고 대응. 단순 수입차 영향이면 모든 국가인지 혹은 특정 국가 영향인지에 따라 다름.

문) 수주 증가 이유는?

답) 2018년 수주는 36.4% 증가. 2015년부터 준비했음. 수주를 늘린 경쟁력은 서산 주행 시험장, 모비스 생산라인 방문, 인적/물적 자원 확보하고 홍보한 영향. 모비스가 수주한 부품들은 신기술품이 집중되어있음. ADAS/IVI 등 매출 단가 자체가 높게 형성되어 금액 상으로 비약적인 신장이 있었음. 현대차와 타 OE 고객간의 이익 부분은 모비스가 최대 이익 확보 차원으로 원가 절감형의 제품을 개발하고 있음.

수주증가에서 매출단가가 높은 제품 비중은 중국 지역에서 50%, 신규 전기차 업체들의 수주 증가율이 87.1%, 예전에 쓰던 브레이크 캘리퍼 등 전통 제조방식보다는 메카트로닉스 부품 중심으로 하다보니 수주금액도 늘어났음.

문) 전동화 부품의 수익성은 어느 수준인지?

답) 전동화 물량이 확대되고 있는데, 두자리수의 적자를 감내하면서 투자를 강화하고 있었음. 17년 들어오면서 한자리수의 적자로 내려옴. 18년은 낮은 한자리수의 적자로 내려왔음.

문) 전동화 부품과 기술 개발 과정에서 현대차와의 기술 분담은?

답) 현대모비스의 역할은 전동화 사업과 관련된 모터/인버터/배터리팩의 생산 기지 역할. 자동차와 모비스 간에 설계부문에 있어 어느 정도 정립이 됨. 모비스가 경쟁력이 강화될 수 있다고 보는 이유는 2020년부터 파생차종에 대해서는 주요 부품의 많은 부분들을 자체 설계할 예정. 그래서 지금과 향후 시점에 역할 분담의 변화가 있을 예정. 수소차 관련해서는 생산 외에 수소시스템의 판매 권한도 일부 보유할 예정

문) 순수 전동화 부품 관련해서는 Non-captive market 수주 가능성?

답) 지속적으로 오피를 하고 있음. 올해부터 본격적으로 팀이 형성이 되어서 수주를 확대할 예정

문) 기술분담에 따른 특허 문제는?

답) 모비스가 자체적인 확보한 특허도 있음. 필요한 경우 기술료를 지불할 수 있지만, 글로벌 OE를 상대로 수주 대응을 위한 기술 개발하고 내년부터 구체화될 것

문) 완성차들은 매출원가율이 올라가는데 모비스가 다른 흐름을 보이는 이유?

답) 국내부문에서 적극적인 개선을 진행했음. 유럽 부문에서 견조한 실적을 보였음. 특히 SUV 부문에 대한 실적 개선이 국내에 많은 기여를 했음. 전체적으로 연간 실적의 매출액은 비슷하지만, 비정상적인 요인을 뺀다면 부품 제조 매출부문이 실질적인 4분기 손익 증가에 기여했음

문) 신규 수주 관련 올해 가이드스?

답) 2019년 21억불로 예상. 영업사업부 내부적으로는 그 이상의 목표를 가지고 있음

문) 지역별로 중국 적자는 비슷하고 전동화도 적자인데 모듈의 영업이익률 유지 가능?

답) 이번에 4분기 관련 국내 SUV 관련 Mix 증가 요인이 있음. 국내외 환경이 어려운 상황이기때 불확실성이 높음

문) 중국 적자 관련 전략?

답) 단기적으로 완성차의 실적 회복이 관건. 모비스 독자적으로는 중국 로컬 OE의 수주를 높여 가동률 높이고 공장의 효율을 높이기 위해 노력할 것

문) 오하이오 크라이슬러 공장의 재가동시점과 수익성?

답) 오하이오 공장은 2017년 1.4조원, 2018년 3,900억원의 매출 기록. 2019년 4월에 양산에 들어갈 예정. 고객사와의 계약 차종은 고객사 내 가장 인기 있는 차종으로 매출과 수량은 안정적으로 생각하고 있음

문) 국내 모듈 매출이 증가한 요인?

답) 2017년 4월 울산 부문에 임단협 타결이 지연됨. 17년 4분기 대비 18년 4분기가 기저효과가 있음. 국내 물량이 25% 증가하는 효과가 있음. 11월 중순에 나온 팰리세이드에 현대모비스가 13개 품목을 납품하고 있어 그 부분에 의한 영업수익 개선도 발생하고 있음

문) 지배구조 타임라인 및 주주환원정책?

답) 배당 관련 사항은 현재 시점에서는 말할 수 없음. 지배구조는 작년에 지연된 시점 이후 그룹 내에서 다방면의 검토가 있음. 정리가 되면 말할 계획

추정 재무제표

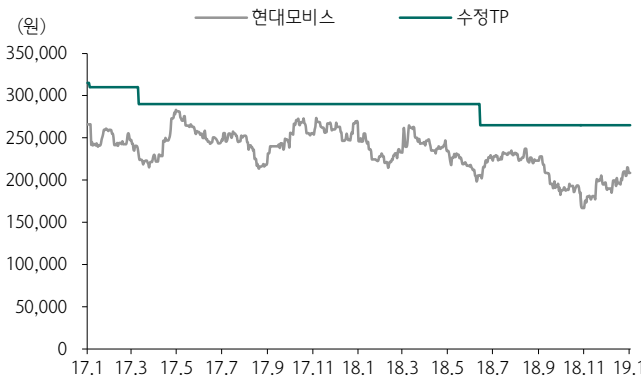
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	38,261.7	35,144.6	35,149.2	36,725.2	38,264.9
매출원가	32,966.0	30,679.4	30,582.2	31,893.2	33,009.4
매출총이익	5,295.7	4,465.2	4,567.0	4,832.0	5,001.1
판매비	2,391.0	2,440.3	2,542.0	2,629.3	2,721.3
영업이익	2,904.7	2,024.9	2,024.9	2,202.7	2,279.8
금융손익	174.6	59.3	80.4	99.9	126.8
중속/관계기업손익	1,090.0	685.1	416.2	708.3	716.4
기타영업외손익	(58.2)	(35.0)	(46.7)	(48.7)	(46.2)
세전이익	4,111.2	2,734.4	2,474.9	2,962.1	3,076.8
법인세	1,063.9	1,176.7	586.7	710.9	738.4
계속사업이익	3,047.3	1,557.7	1,888.2	2,251.2	2,338.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	3,047.3	1,557.7	1,888.2	2,251.2	2,338.4
비배주주지분 순이익	9.5	(10.4)	(0.6)	(0.7)	(0.7)
지배주주순이익	3,037.8	1,568.2	1,888.8	2,251.9	2,339.1
지배주주지분포괄이익	3,173.9	1,129.1	1,905.9	2,272.3	2,360.3
NOPAT	2,153.0	1,153.6	1,544.9	1,674.0	1,732.6
EBITDA	3,551.0	2,734.8	2,749.9	2,927.8	3,024.5
성장성(%)					
매출액증가율	6.2	(8.1)	0.0	4.5	4.2
NOPAT증가율	0.3	(46.4)	33.9	8.4	3.5
EBITDA증가율	2.2	(23.0)	0.6	6.5	3.3
영업이익증가율	(1.0)	(30.3)	0.0	8.8	3.5
(지배주주)순이익증가율	(0.6)	(48.4)	20.4	19.2	3.9
EPS증가율	(0.6)	(48.4)	20.4	19.2	3.9
수익성(%)					
매출총이익률	13.8	12.7	13.0	13.2	13.1
EBITDA이익률	9.3	7.8	7.8	8.0	8.0
영업이익률	7.6	5.8	5.8	6.0	6.0
계속사업이익률	8.0	4.4	5.4	6.1	6.2
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	31,205	16,109	19,403	23,132	24,029
BPS	296,189	304,416	320,414	340,046	360,475
CFPS	40,494	30,367	25,333	27,150	28,133
EBITDAPS	36,477	28,093	28,249	30,076	31,069
SPS	393,042	361,021	361,068	377,257	390,461
DPS	3,500	3,500	3,500	3,700	3,800
주가지표(배)					
PER	8.5	16.3	9.8	9.0	8.7
PBR	0.9	0.9	0.6	0.6	0.6
PCFR	6.5	8.7	7.5	7.7	7.4
EV/EBITDA	5.9	7.2	4.1	4.1	3.5
PSR	0.7	0.7	0.5	0.6	0.5
재무비율(%)					
ROE	11.2	5.4	6.3	7.1	6.9
ROA	7.6	3.8	4.4	5.0	4.9
ROIC	16.8	8.8	12.0	12.7	12.8
부채비율	46.1	42.2	41.1	40.5	39.6
순부채비율	(16.3)	(20.6)	(23.9)	(25.8)	(28.1)
이자보상배율(배)	69.5	40.4	43.2	47.0	46.4

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	18,263.1	18,217.8	20,004.1	21,667.8	23,441.0
금융자산	7,976.8	9,135.1	10,318.4	11,547.8	12,966.8
현금성자산	2,049.3	2,407.9	3,590.2	4,518.0	5,690.9
매출채권 등	7,234.6	6,173.9	6,705.1	7,005.8	7,251.0
재고자산	2,830.1	2,690.3	2,760.6	2,884.4	2,985.3
기타유동자산	221.6	218.5	220.0	229.8	237.9
비유동자산	23,448.5	23,519.0	23,620.8	24,449.6	25,142.9
투자자산	13,738.8	14,024.9	14,026.8	14,655.7	15,168.6
금융자산	43.0	80.6	80.6	84.2	87.2
유형자산	8,516.4	8,206.4	8,304.4	8,502.7	8,681.7
무형자산	961.0	957.0	959.0	960.6	961.9
기타비유동자산	232.3	330.7	330.6	330.6	330.7
자산총계	41,711.6	41,736.8	43,625.0	46,117.4	48,583.9
유동부채	8,833.4	7,893.2	8,113.9	8,459.9	8,742.1
금융부채	1,644.2	1,746.3	1,477.1	1,535.3	1,582.8
매입채무 등	6,319.0	5,341.1	5,830.8	6,092.3	6,305.5
기타유동부채	870.2	805.8	806.0	832.3	853.8
비유동부채	4,320.2	4,484.6	4,596.4	4,833.4	5,030.7
금융부채	1,675.6	1,327.9	1,439.3	1,534.8	1,616.6
기타비유동부채	2,644.6	3,156.7	3,157.1	3,298.6	3,414.1
부채총계	13,153.6	12,377.9	12,710.3	13,293.3	13,772.8
지배주주지분	28,494.5	29,295.4	30,852.7	32,764.0	34,752.6
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
자본조정	(360.0)	(360.0)	(360.0)	(360.0)	(360.0)
기타포괄이익누계액	(562.4)	(1,023.0)	(1,023.0)	(1,023.0)	(1,023.0)
이익잉여금	27,520.9	28,780.1	30,337.4	32,248.6	34,237.3
비지배주주지분	63.5	63.6	62.0	60.2	58.5
자본총계	28,558.0	29,359.0	30,914.7	32,824.2	34,811.1
순금융부채	(4,657.0)	(6,060.9)	(7,402.0)	(8,477.7)	(9,767.4)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	2,017.8	1,948.7	2,153.6	2,334.7	2,424.0
당기순이익	3,047.3	1,557.7	1,888.2	2,251.2	2,338.4
조정	263.9	854.4	378.3	88.4	89.6
감가상각비	646.3	709.8	725.0	725.1	744.7
외환거래손익	(45.0)	33.6	69.5	71.7	61.3
지분법손익	(1,090.0)	(684.8)	(416.2)	(708.3)	(716.4)
기타	752.6	795.8	0.0	(0.1)	0.0
영업활동자산부채변동	(1,293.4)	(463.4)	(112.9)	(4.9)	(4.0)
투자활동 현금흐름	(2,124.5)	(1,065.5)	(482.0)	(1,219.9)	(1,029.9)
투자자산감소(증가)	153.7	604.1	413.4	78.4	202.5
유형자산감소(증가)	(1,281.1)	(660.7)	(750.0)	(850.0)	(850.0)
기타	(997.1)	(1,008.9)	(145.4)	(448.3)	(382.4)
재무활동 현금흐름	(336.3)	(395.5)	(489.3)	(187.0)	(221.1)
금융부채증가(감소)	11.1	(245.6)	(157.8)	153.7	129.3
자본증가(감소)	12.3	2.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(28.0)	180.4	0.0	0.0	0.0
배당지급	(331.7)	(332.5)	(331.5)	(340.7)	(350.4)
현금의 증감	(448.6)	358.6	1,182.3	927.7	1,173.0
Unlevered CFO	3,942.0	2,956.1	2,466.1	2,643.0	2,738.7
Free Cash Flow	721.7	1,271.9	1,403.6	1,484.7	1,574.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

현대모비스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.7.10	BUY	265,000		
17.4.6	BUY	290,000	-15.76%	-2.41%
17.1.30	BUY	310,000	-20.47%	-15.81%
17.1.5	BUY	315,000	-12.49%	-10.32%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.4%	4.7%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 1월 26일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 01월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 2019년 01월 28일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.