



2017/04/10

현대모비스(012330)

1Q17 Preview – 중국 악영향으로 크게 부진할 전망

■ 1Q17 Preview – 중국 악영향으로 크게 부진할 전망

올해 모비스의 1분기 실적은 지난 16년 4분기에 이어 부진할 것으로 예상된다.

그 이유는 첫째, 현대, 기아차의 1분기 공장출하 판매량이 우리의 기준 추정치보다 낮게 발표되었기 때문이다. 현대차 108.9만대(-1.5%), 기아차 65.8만대(-6.5%), 합산 174.8만대(-3.4%)로 감소했다. 둘째, 그 중에서도 수익에 가장 큰 영향을 미치는 중국에서 큰 타격이 있었기 때문이다. 기아차의 딜러문제, THAAD로 인한 갈등이 겹치며 1분기 생산량이 크게 감소했다. 북경현대는 전년동기비 -14.4%, DYK는 -45%의 충격이 있었다. THAAD 영향이 본격화된 3월만 압축해서 보면 각각 -44.3%, -78%로 크게 후퇴했다. 매출 및 영업이익 기여도가 높은 중국에서의 부진은 전반적 손익에 부정적 영향이 클 수밖에 없다. 셋째, 아직 Capa 대비 가동률이 올라오지 못한 중국 창저우모비스, 충청모비스, 멕시코모비스, 모비스오토모티브체코 같은 법인들의 저수익 영향이 지속되고 있기 때문이다. 넷째, 비우호적 환율 영향도 생각해봐야 한다. 원루블, 원해알을 제외한 대부분의 주요 통화가 원화 대비 약세로 전환되었다.

결론적으로 우리는 1분기 모비스 실적을 기존 추정치 매출액 93,600억원, 영업이익 7,213억원(OPM 7.7%)에서 큰 폭 감소한 매출액 85,150억원, 영업이익 5,948억원(OPM 7.0%)으로 하향한다. 매출액은 전년동기비 8.8% 감소, 영업이익은 17.2%나 감소한 수준이다. 부문별로는 모듈부문 매출액이 전년동기 11.2% 감소한 6.8조, 영업이익은 31% 감소한 2,387억원(OPM 3.5%), AS부문은 매출액이 전년동기비 2% 증가한 1.7조, 영업이익은 OPM 21% 수준인 3,561억원으로 추정하였다.

■ 목표주가를 36만원에서 32만원으로 하향 조정

이를 감안해 목표주가를 36만원에서 32만원으로 11% 하향한다. 월별 판매동향, 분기 실적 발표 등 중국 영향과 멕시코 국경세 문제가 상반기 내내 투자 제약 요인으로 작용할 것 같다. 예상치 못한 변수로 쉬어가는 구간이 등장한 것이다.

자동차/타이어 고태봉

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

자동차/타이어 강동욱

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

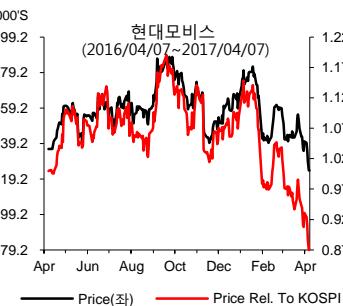
Buy (Maintain)

목표주가(6M)	320,000원
종가(2017/04/07)	224,000원

Stock Indicator

자본금	491십억원
발행주식수	9,734만주
시가총액	21,805십억원
외국인지분율	48.3%
배당금(2015)	3,500원
EPS(2016)	31,205원
BPS(2016)	292,708원
ROE(2016)	11.2%
52주 주가	224,000~288,000원
60일평균거래량	217,475주
60일평균거래대금	54.0십억원

Price Trend



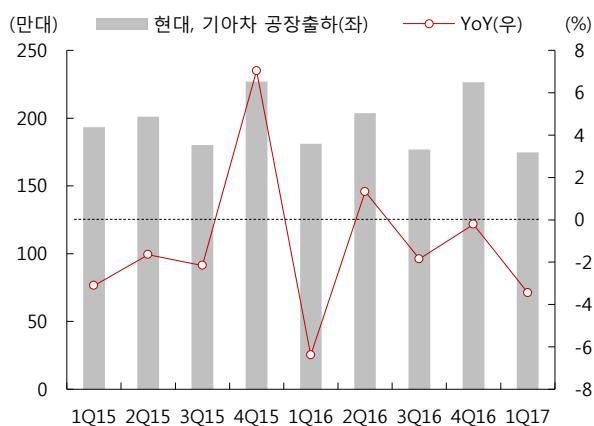
1Q17 Preview

중국 악영향으로 크게 부진할 전망

모비스의 1분기 실적은 지난 16년 4분기에 이어 부진할 것으로 예상된다. 그 이유는

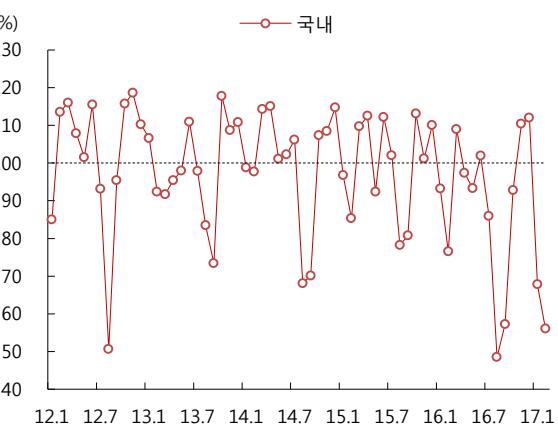
첫째, 현대, 기아차의 1분기 공장출하 판매량이 우리의 기준 추정치보다 낮게 발표되었기 때문이다. 16년 1분기에는 현대차가 110.6만대, 기아차가 70.4만대를 생산해 도합 181만대를 기록한 바 있다. 반면 17년 1분기엔 현대차 108.9만대(-1.5%), 기아차 65.8만대(-6.5%), 합산 174.8만대(-3.4%)로 감소했다. 수익성이 높은 현대차의 국내 역시 울산 1공장의 2개월 셧다운 영향을 받을 수 밖에 없다. 모비스의 모듈부문은 철저히 생산량과 연동되는 구조다. 수량 감소가 부정적일 수 밖에 없다.

<그림 1> 현대, 기아차 공장출하 판매 및 전년동기비 증감 추이
– 17년 1분기의 수량 감소는 실적에 부정적 요인으로 작용



자료: 현대차, 기아차, 하이투자증권

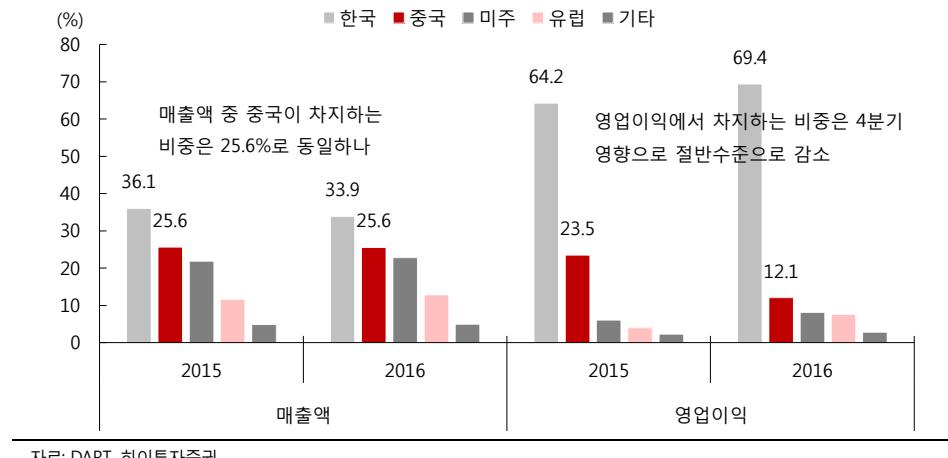
<그림 2> 현대차 국내공장 가동률 추이 – 울산 1공장 셧다운 영향으로 크게 하락, 파업기간 제외시 가장 낮은 수준



주: 17년 3월 가동률 미집계
자료: 현대차, 하이투자증권

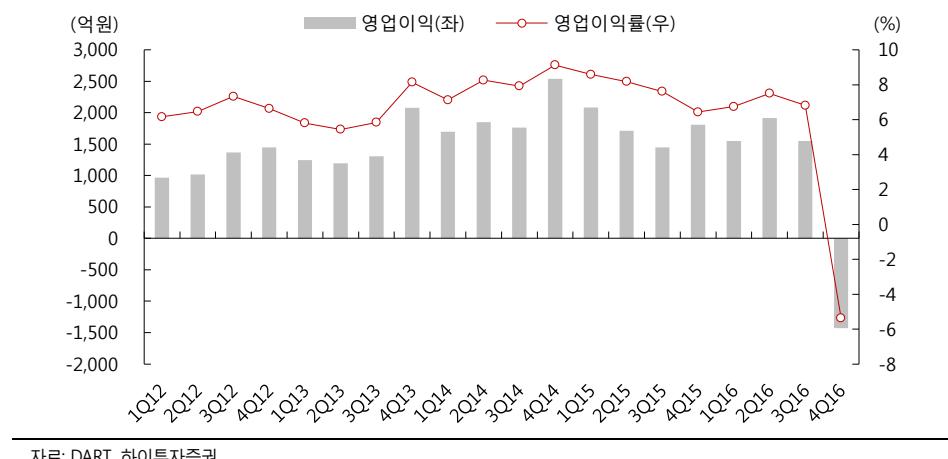
둘째, 그 중에서도 수익에 가장 큰 영향을 미치는 중국에서 큰 타격이 있었기 때문이다. <그림3>에서 보듯이 글로벌 모비스 전체에서 중국이 차지하는 비중은 15, 16년 공히 25.6%에 달한다. 또 15년 전체 영업이익 중 23.5%가 중국에서 나올 정도다. 16년은 일회성 요인으로 아쉽게 12.1%로 비중이 크게 하락한 바 있다.

<그림 3> 지역별 매출액 및 영업이익 비중 – 16년 4분기 실적 악화로 중국에서의 매출액 비중은 동일하나 영업이익에서 차지하는 비중이 크게 감소



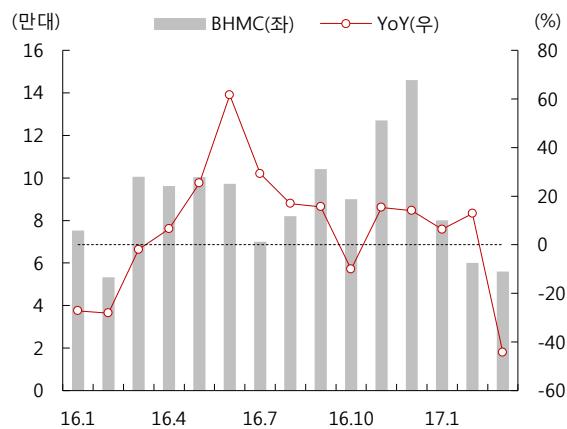
16년 중국에서의 1~3분기 매출 및 영업이익은 안정적 수준에서 유지되었다. 하지만 16년 4분기의 큰 폭 (-)로 인해 영업이익이 크게 훼손된 것이다. 우리는 지난 4분기 실적에서의 어닝쇼크와 주가 급락으로 중국법인의 중요성에 대해 다시 한 번 깨달은 바 있다.

<그림 4> 모비스 중국 지역 영업이익 및 영업이익률 추이 – 16년 4분기 저조한 실적 기록



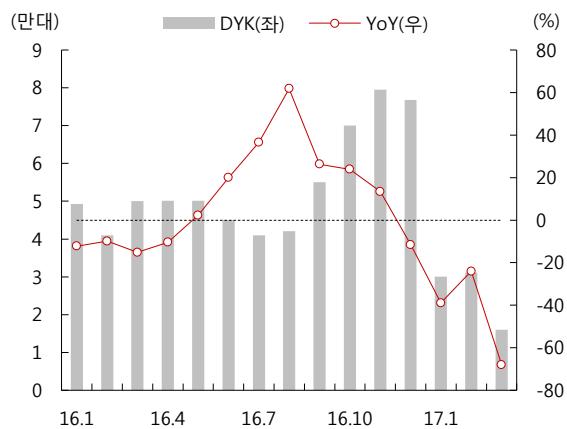
지난 4분기 충격이 가시지도 않은 시점에 또 한번 중국에서 고통을 당할 것 같다. 17년 1분기는 기아차 딜러 문제, THAAD로 인한 갈등이 겹치며 생산량이 크게 감소했기 때문이다. 북경현대는 전년 1분기 22.9만대로, DYK는 14만 대에서 7.7만대로 각각 -14.4%, -45%의 충격이 있었다. THAAD 영향이 본격화된 3월만 압축해서 보면 각각 -44.3%, -68%로 크게 후퇴했다. 차분기가 1분기에 비해 더 악화될 수 있음을 시사하는 데이터다. 상대적 고수익이 지속되던 중국이라 걱정이 더 크다.

<그림 5> BHMC 월별 생산량 추이 - 3 월에 급감



자료: 현대차, 하이투자증권

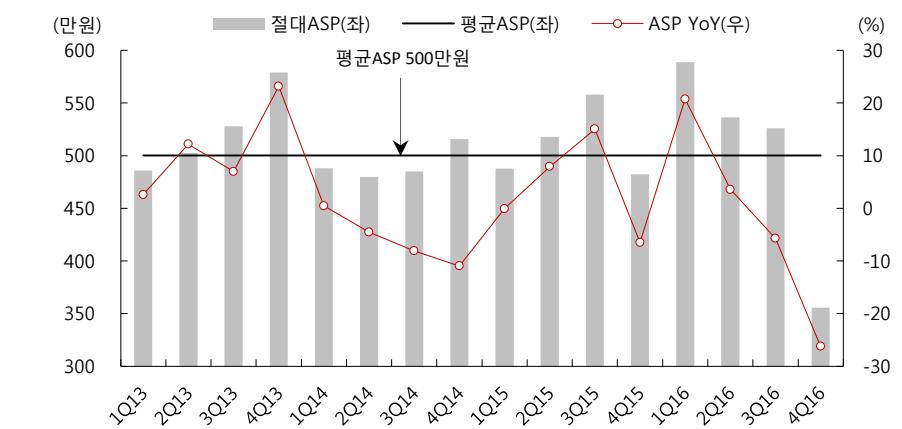
<그림 6> DYK 월별 생산량 추이 – 1-3 월 어려움 지속



자료: 기아차, 하이투자증권

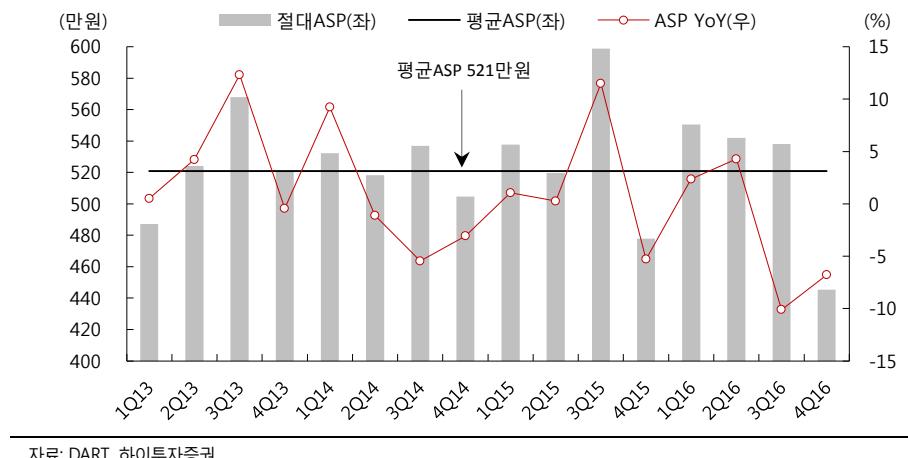
이런 변화가 1분기 실적에 미칠 영향에 대해 좀 더 자세히 살펴보자. 먼저 가격이다. 분기별 추이로 가격을 추정해보자. 북경이나 장수법인은 완성차의 라인업이나 믹스 변화로 ASP가 변화되지만, 4년간 매출액을 생산대수로 나눈 평균값은 각각 5백만원, 5.2백만원 정도로 구해볼 수 있다. 지난 4분기는 <그림7, 8>에서 보듯이 원인 불명의 가격 충격(Cost Reduction)이 있었던 것으로 보인다.

<그림 7> 북경모비스 분기별 ASP 변화 추이 – 16년 4분기는 원인 불명의 가격 충격으로 ASP가 전년동기비 26.2%나 하락



자료: DART, 하이투자증권

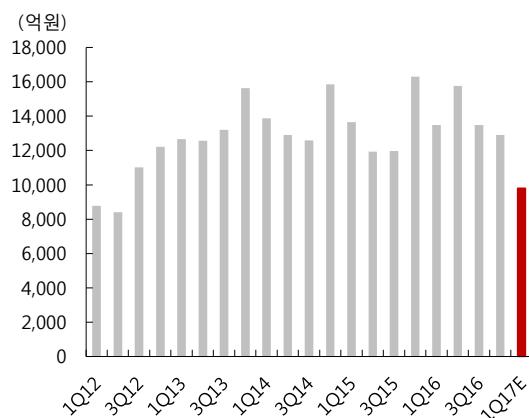
<그림 8> 장수모비스 분기별 ASP 변화 추이 – 16년 4분기 ASP는 6.8% 하락



자료: DART, 하이투자증권

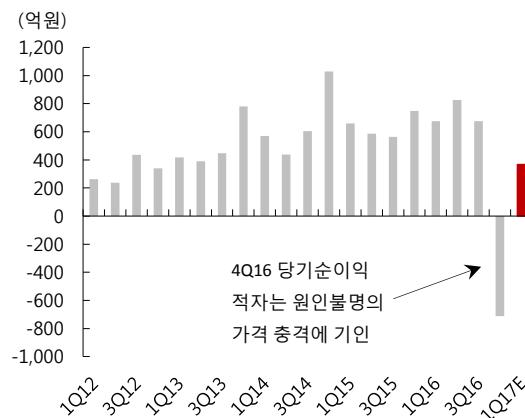
이렇게 구한 가격에 1분기 중국내 수량변화를 감안하면 매출액을 추정해볼 수 있다. 북경법인의 매출은 9,807억원<그림9>, 장수법인은 4,023억원<그림11>까지 하락해 전년동기비 각각 -27.3%, -47.9% 하락할 것으로 예상해 볼 수 있다. 양 법인의 매출액 합은 전년 2.1조원 대비 7,300억원 가량 감소한 1.38조원으로 추정할 수 있다. 비중이 25%를 상회하는 중국법인에서 이 정도의 매출 감소가 발생한다면 전체 손익에 미칠 영향도 클 것으로 추론해볼 수 있다.

<그림 9> 북경모비스 분기별 매출액 추이 – 1Q17E 매출액은 BHMC 생산대수에 평균 ASP를 적용해 추정



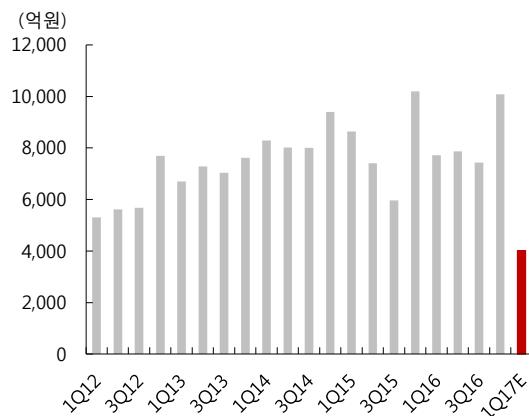
자료: DART, 하이투자증권

<그림 10> 북경모비스 분기별 당기순이익 추이 – 1Q17E 당기 순이익은 1Q12~4Q16 까지의 평균당기순이익률을 적용해 추정



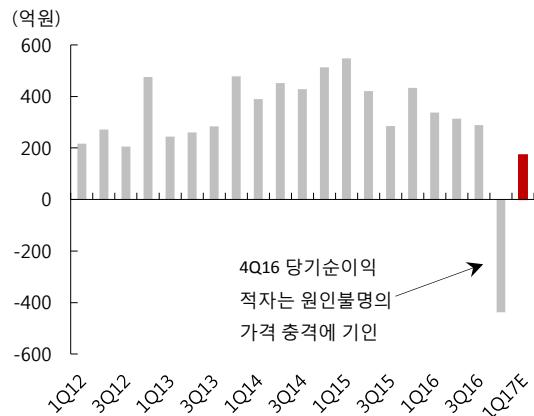
자료: DART, 하이투자증권

<그림 11> 장수모비스 분기별 매출액 추이 – 1Q17E 매출액은 DYK 생산대수에 평균 ASP를 적용해 추정



자료: DART, 하이투자증권

<그림 12> 장수모비스 분기별 당기순이익 추이 – 1Q17E 당기순이익은 1Q12~4Q16 까지의 평균당기순이익률을 적용해 추정



자료: DART, 하이투자증권

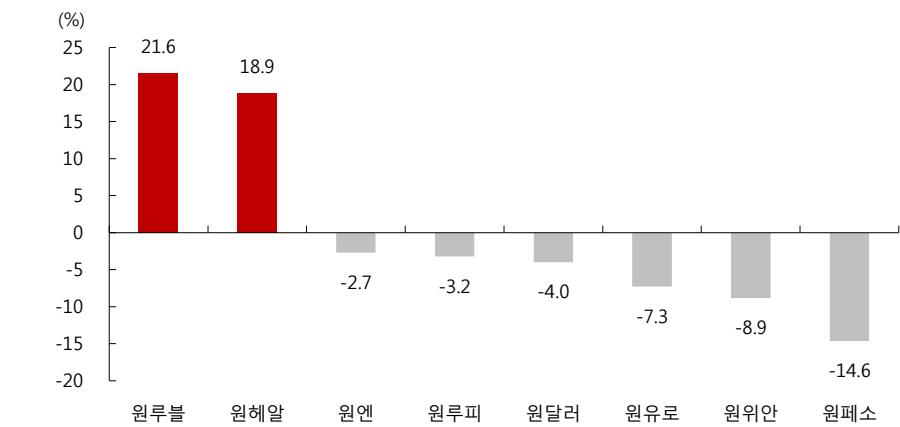
제조업 특성상 가동률 하락에 따른 수익성 훼손은 불가피하다.

특히 창저우공장의 가동으로 Capa가 늘어난 상황에서 생산량이 감소해 충격은 더 클 수 밖에 없다. 전체 손익에서 중국의 역할이 크다는 점은 강조할 필요가 없다. 1분기 수익 악화의 가장 큰 원인이 바로 중국이란 점에서 아쉬움이 크다.

셋째, 아직 Capa 대비 가동률이 올라오지 못한 법인들의 저수익 영향이 지속되고 있기 때문이다. 지난 4분기 적자법인이었던 중국 창저우모비스, 충칭모비스가 여전히 적자를 이어갈 것으로 보이고, 경영계획을 미달하고 있는 멕시코모비스와, 핵심 부품인 헤드램프를 만드는 모비스오토모티브체코가 초기가동에 따른 고정비부담으로 적자 지속이 불가피할 것 같다.

넷째, 비우호적 환율 영향도 생각해봐야 한다. 원루블, 원헤알을 제외한 대부분의 주요 통화가 원화 대비 약세로 전환되었다.

<그림 13> 1Q17 기준 현대, 기아차 주요 진출국 환율의 전년동기비 증감 – 원루블, 원헤알을 제외한 대부분 통화가 원화 대비 약세 전환



자료: Bloomberg, 하이투자증권

결론적으로 우리는 1분기 모비스 실적을 기준 추정치 매출액 93,600억원, 영업이익 7,213억원(OPM 7.7%)에서 큰 폭으로 감소한 매출액 85,150억원, 영업이익 5,948억원(OPM 7.0%)으로 하향한다. 매출액은 전년동기비 8.8% 감소, 영업이익은 17.2%나 감소한 수준이다. 부문별로는 모듈부문 매출액이 전년동기 11.2% 감소한 6,8조, 영업이익은 31% 감소한 2,387억원(OPM 3.5%), AS부문은 매출액이 전년동기비 2% 증가한 1.7조, 영업이익은 OPM 21% 수준인 3,561억원으로 추정하였다.

<표 1> 현대모비스 실적 추이와 전망 - 시장 컨센서스 대비 영업이익 16.7% 감소, 세전이익 15.8% 감소 전망

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17(E) (a)	YoY	QoQ	1Q17 컨센서스(b)	차이 (a/b)
매출액	93,395	98,541	87,781	102,901	85,150	-8.8%	-17.3%	93,995	-9.4%
영업이익	7,184	7,847	7,217	6,799	5,948	-17.2%	-12.5%	7,141	-16.7%
%	7.7	8.0	8.2	6.6	7.0	-0.7%p	0.4%p	7.6	-0.6%p
세전이익	11,007	11,617	9,592	8,896	8,650	-21.4%	-2.8%	10,270	-15.8%

자료: Quantwise, 하이투자증권

<표 2> 17년 1분기 실적 전망

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17(E)	YoY	QoQ
매출액	93,395	98,541	87,781	102,901	85,150	-8.8%	-17.3%
모듈	76,770	82,070	71,368	85,540	68,192	-11.2%	-20.3%
부품	16,625	16,471	16,413	17,361	16,958	2.0%	-2.3%
매출원가	80,415	83,267	74,577	91,401	74,080	-7.9%	-19.0%
%	86.1	84.5	85.0	88.8	87.0	0.9%p	-1.8%p
판관비	5,796	7,426	5,986	4,701	5,122	-11.6%	8.9%
%	6.2	7.5	6.8	4.6	6.0	-0.2%p	1.4%p
영업이익	7,184	7,847	7,217	6,799	5,948	-17.2%	-12.5%
%	7.7	8.0	8.2	6.6	7.0	-0.7%p	0.4%p
모듈	3,458	4,292	3,455	2,779	2,387	-31.0%	-14.1%
%	4.5	5.2	4.8	3.2	3.5	-1.0%p	0.3%p
부품	3,726	3,555	3,762	4,020	3,561	-4.4%	-11.4%
%	22.4	21.6	22.9	23.2	21.0	-1.4%p	-2.2%p
세전이익	11,007	11,617	9,592	8,896	8,650	-21.4%	-2.8%
%	11.8	11.8	10.9	8.6	10.2	-1.6%p	1.5%p
법인세	3,055	3,129	2,534	1,921	2,249	-26.4%	17.0%
%	27.8	26.9	26.4	21.6	26.0	-1.8%p	4.4%p
당기순이익	7,952	8,488	7,058	6,974	6,401	-19.5%	-8.2%
%	8.5	8.6	8.0	6.8	7.5	-1.0%p	0.7%p
지배주주	7,931	8,460	7,045	6,942	6,372	-19.7%	-8.2%
%	8.5	8.6	8.0	6.7	7.5	-1.0%p	0.7%p

자료: 현대모비스, 하이투자증권

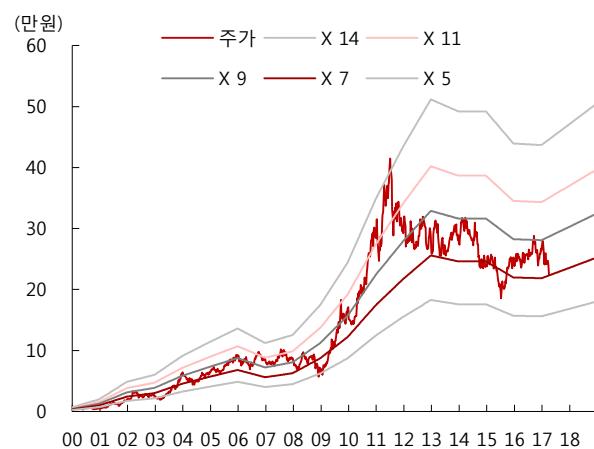
투자판단

부정적 변수를 반영해 TP 32만원으로 하향

연초부터 울산공장 셧다운이나 THAAD 같은 부정적 변수가 손익의 하방 압력을 가하고 있다. 여전히 Multiple에서 미래 변수가 반영되지 못한 상황에서 Earning의 하향으로 인한 TP조정이 불가피해졌다. 당분간 중국에서의 부진이 투자 심리를 위축시킬 수 밖에 없으며, 최근 주가 하락이 이를 적극적으로 표현하고 있다. 목표 주가를 기준 36만원에서 32만원으로 11% 하향한다. 인텔이 미래 기술에 대한 주도권 장악을 위해 모빌아이를 EV/EBITDA 33배에 달하는 가격으로 M&A했다는 점을 감안하면, 모비스의 17년 기준 EV/EBITDA 5.1배, PER 7.1배 주가를 비싸다고 볼 순 없다는 생각이다. 현대, 기아차 글로벌 800만대의 1차 벤더 권한과 xEV, Autonomous 등 미래 기술의 주요 핵심 기업으로서의 위상 때문이다.

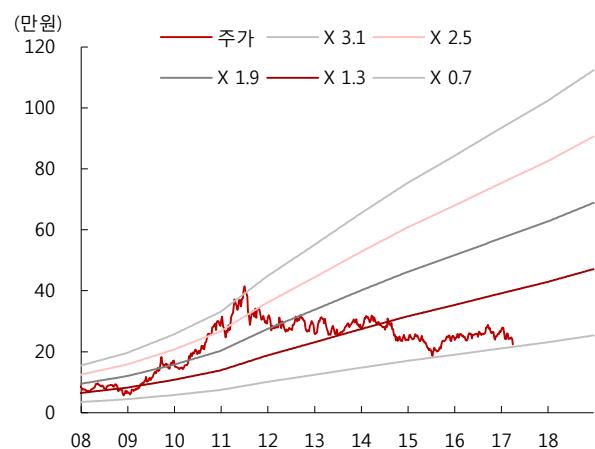
하지만 월별 판매동향, 분기 실적 발표 등 중국 영향에서 자유로울 수 없다는 점과 멕시코 국경세 문제가 상반기 내내 투자제약 요인으로 작용할 것 같다. 예상치 못한 변수로 쉬어가는 구간이 등장한 것이다.

<그림 14> 현대모비스 PER Band – 17년 기준 7.1 배 수준



자료: Quantwise, 하이투자증권

<그림 15> 현대모비스 PBR Band - 17년 기준 0.7 배 수준



자료: Quantwise, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

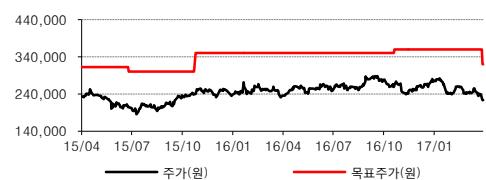
재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원%)			
		2015	2016	2017E	2018E			2015	2016	2017E	2018E
유동자산		15,925	18,263	19,527	21,424	매출액		36,020	38,262	38,171	41,148
현금 및 현금성자산		2,498	2,049	2,713	3,268	증가율(%)		2.5	6.2	-0.2	7.8
단기금융자산		4,318	5,928	6,520	7,042	매출원가		30,872	32,966	32,576	35,406
매출채권		6,353	7,235	7,217	7,780	매출총이익		5,148	5,296	5,594	5,742
재고자산		2,562	2,830	2,823	3,044	판매비와관리비		2,213	2,391	2,674	2,399
비유동자산		21,850	23,448	25,056	26,857	연구개발비		575	626	624	673
유형자산		7,947	8,516	9,087	9,611	기타영업수익		-	-	-	-
무형자산		931	961	912	869	기타영업비용		-	-	-	-
자산총계		37,775	41,712	44,583	48,281	영업이익		2,935	2,905	2,921	3,343
유동부채		8,291	8,833	8,821	9,231	증가율(%)		-6.6	-1.0	0.6	14.5
매입채무		5,623	6,319	6,306	6,717	영업이익률(%)		8.1	7.6	7.7	8.1
단기차입금		1,565	1,453	1,453	1,453	이자수익		134	121	140	156
유동성장기부채		349	170	170	170	이자비용		34	42	42	42
비유동부채		3,808	4,320	4,320	4,320	지분법이익(손실)		1,257	1,090	1,079	1,314
사채		-	-	-	-	기타영업외손익		80	-58	-30	-41
장기차입금		1,305	1,667	1,667	1,667	세전계속사업이익		4,213	4,111	4,161	4,657
부채총계		12,099	13,154	13,141	13,551	법인세비용		1,131	1,064	1,082	1,175
지배주주지분		25,622	28,495	31,365	34,616	세전계속이익률(%)		11.7	10.7	10.9	11.3
자본금		491	491	491	491	당기순이익		3,040	3,047	3,079	3,483
자본잉여금		1,393	1,405	1,405	1,405	순이익률(%)		8.4	8.0	8.1	8.5
이익잉여금		24,812	27,521	30,255	33,370	지배주주귀속 순이익		3,055	3,038	3,065	3,446
기타자본항목		-378	-360	-360	-360	기타포괄이익		-64	136	136	136
비지배주주지분		54	63	78	114	총포괄이익		2,976	3,184	3,216	3,619
자본총계		25,676	28,558	31,442	34,730	지배주주귀속총포괄이익		3,055	3,038	3,065	3,446

현금흐름표		(단위:십억원)			
		2015	2016	2017E	2018E
영업활동 현금흐름		4,352	2,018	3,212	3,411
당기순이익		3,040	3,047	3,079	3,483
유형자산감가상각비		91	116	151	166
무형자산상각비		66	69	69	58
지분법관련손실(이익)		1,257	1,090	1,079	1,314
투자활동 현금흐름		-4,949	-2,124	-1,241	-1,195
유형자산의 처분(취득)		-4,080	-1,296	-1,320	-1,350
무형자산의 처분(취득)		-56	-33	-20	-15
금융상품의 증감		1,493	-1,609	-593	-522
재무활동 현금흐름		170	-336	-331	-331
단기금융부채의증감		-	-	-	-
장기금융부채의증감		-	-	-	-
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-292	-332	-331	-331
현금및현금성자산의증감		-414	-449	663	555
기초현금및현금성자산		2,911	2,498	2,049	2,713
기말현금및현금성자산		2,498	2,049	2,713	3,268

주요투자지표		(단위:원)			
		2015	2016	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS		31,387	31,205	31,489	35,403
BPS		263,198	292,708	322,193	355,592
CFPS		33,003	33,108	33,748	37,712
DPS		3,500	3,500	3,500	3,500
Valuation(배)					
PER		7.9	7.2	7.1	6.3
PBR		0.9	0.8	0.7	0.6
PCR		7.5	6.8	6.6	5.9
EV/EBITDA		6.6	5.5	5.1	4.1
Key Financial Ratio(%)					
ROE		12.5	11.2	10.2	10.4
EBITDA 이익률		8.6	8.1	8.2	8.7
부채비율		47.1	46.1	41.8	39.0
순부채비율		-14.0	-16.4	-18.9	-20.2
매출채권회전율(x)		5.7	5.6	5.3	5.5
재고자산회전율(x)		14.5	14.2	13.5	14.0

자료 : 현대모비스, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가와의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-04-07	Buy	320,000
2016-10-28	Buy	360,000
2015-11-02	Buy	350,000
2015-07-03	Buy	300,000

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 간섭 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 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일부터 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 2017-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	87.3 %	12.7 %	-