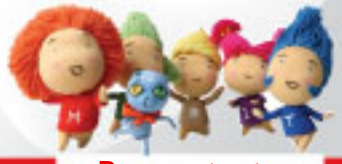
현대모비스(012330)



다가오는 4월, 1H14 실적개선 랠리에 주목해야할 시기

Buy (maintain)
TP 350,000원

■ **결론**

- 투자의견 Buy, 목표주가 350,000원 유지
- 1H14 수익성 개선을 통한 주가상승 실현 전망
  1Q14 OP 7,945억원 (+25.2% y-y), OPM 8.9% (+1.0% y-y)
  2Q14 OP 8,570억원 (+16.9% y-y), OPM 9.1% (+0.7% y-y)

■ **투자포인트**

1. **1H14 AS사업 OPM, 미국 사업구조 변경이슈 해소로 정상화 전망**
   - 1H14 AS사업 OPM 22.8% (+2.6 y-y)로 11년 (22.7%)과 12년 (22.6%) 수준 회복할 것
   - 1H13 미국 AS사업구조 변경에 따른 고원가율 재고 소진 완료
2. **1H14 모듈사업 OPM, 핵심부품 매출비중 확대로 반등 전망**
   - 1H14 모듈사업 OPM 6.6% (+0.6%pt y-y)로 반등할 것
   - 핵심부품 공급점유율 높은 한국·중국의 생산볼륨 성장률이 2010년 이후 처음으로 기타 해외지역 성장률을 넘어서며, 고마진 핵심부품 매출비중 개선될 것
   - 브라질 및 슬로박 법인 초기 가동비용 축소 또한 지속 중
3. **모비스 주가의 가장 중요한 Catalyst는 수익성**
   - 모비스의 사업구조는 완성차와 밀접하게 연관되어 있으며 (매출 92% 이상 완성차로부터 발생 / 2001년 이후 완성차와 매출 상관관계 99%), 완성차 대비 얼마나 더 높은 수익성을 기록할 수 있는지에 대한 방향성이 완성차 대비 얼마나 더 높은 밸류에이션을 부여받을 수 있는지의 방향성과 일치해왔음
   - 분기 수익성에 근거해 밸류에이션 방향성이 결정되는만큼, 주가 변동성은 주로 분기실적 발표시점에서 발생해왔음
   - 1H14 연결 OPM은 IFRS 전환이후 두번째 y-y 턴어라운드를 기록할 것으로 판단되며, 이에 따른 주가상승 랠리가 가능할 것

업종 : 운수장비 / 2014.03.25

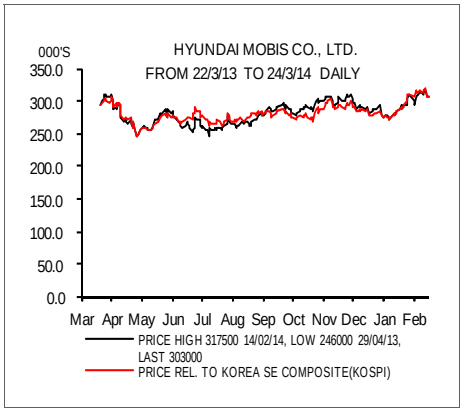
Analyst 김준성
(6309-4590 / joonsung.kim@meritz.co.kr)

Rating & Target Price		
Buy		350,000원
종가(3/24)		300,300원
Market Data		
KOSPI		1,945.55pt
KOSDAQ		545.60pt
시가총액		294,951억원
발행주식수		9,734만주
외국인지분율		48.11%
배당률(2013)		5.8%
배당수익률(2013)		0.7%
Company Data		
주요주주	기아차	16.88%
	정몽구	6.96%
	국민연금	7.17%

Bloomberg	012330 KS
Price Range(52주)	245,000~319,000원
60일 평균거래량	167,111주
60일 평균거래대금	496.9억원

(억원,원,배,%)	2012	2013	2014E	2015E
매출액	307,890	341,986	371,742	397,283
영업이익	29,064	29,244	33,021	35,181
순이익	35,585	34,215	38,523	40,952
EPS(지배주주)	36,556	35,149	39,574	42,069
증감율(%)	17.7	(3.9)	12.6	6.3
BPS	175,001	206,142	244,204	283,762
PER	8.3	8.6	7.7	7.2
PBR	1.7	1.5	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.6	7.3	6.2	5.6
ROE	23.1	18.4	17.6	15.9
부채비율	76.3	70.9	60.9	52.1

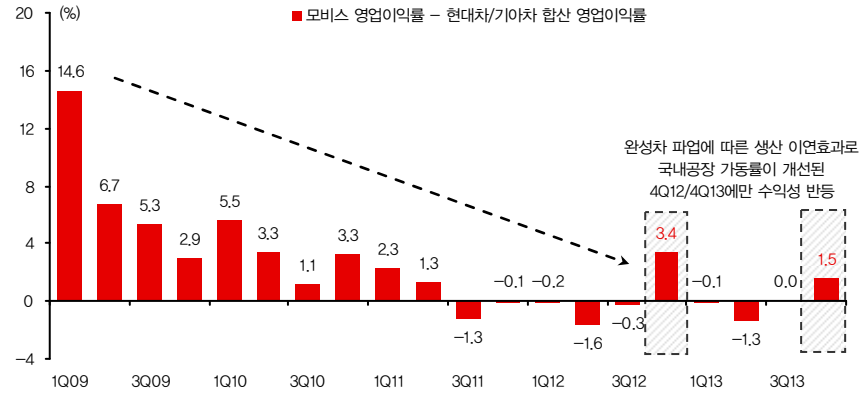
시장대비 상대강도 : 1개월(0.95), 3개월(1.12), 6개월(1.00)



Key Investment Points

1. 모비스 주가의 가장 중요한 Catalyst는 수익성

[그림 1] 2009년 이후 모비스와 완성차 간의 수익성 격차 지속적으로 축소되었으며,

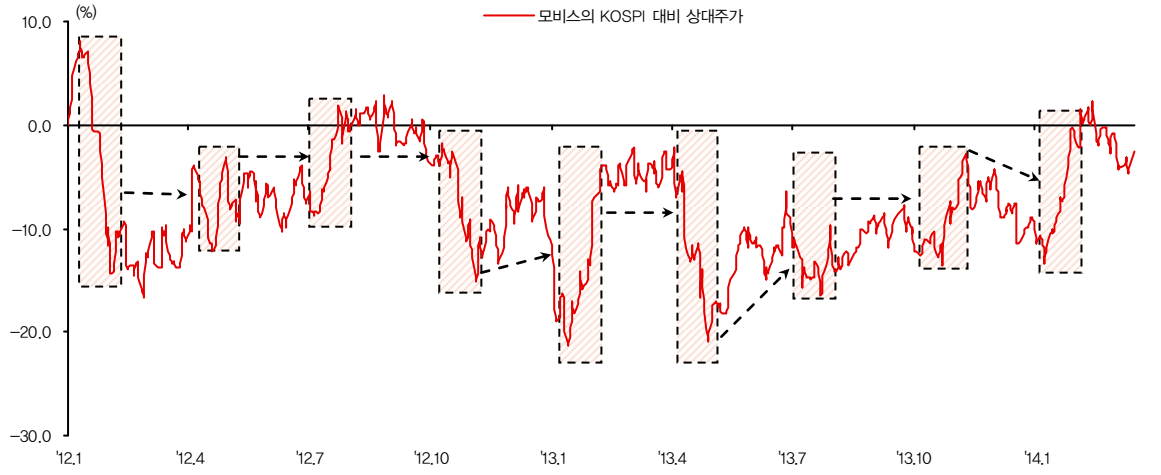


자료: 모비스, 현대차, 기아차, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 2] 그에 동행하여 모비스와 완성차 간의 밸류에이션 격차도 좁혀져 왔음

자료: Bloomberg, 모비스, 현대차, 기아차, 메리츠종금증권 리서치센터

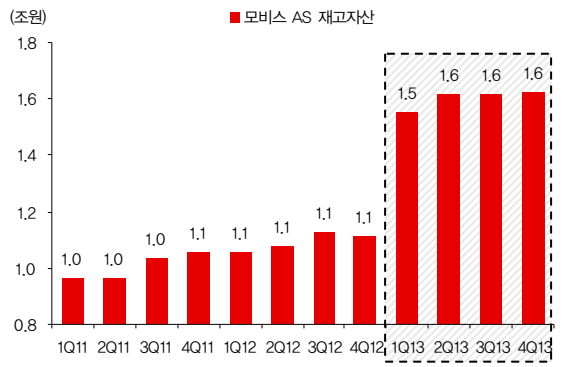
[그림 3] 분기 수익성에 근거해 밸류에이션 방향성이 결정되는 만큼, 주가 변동성은 주로 분기실적 발표시점에서 발생



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

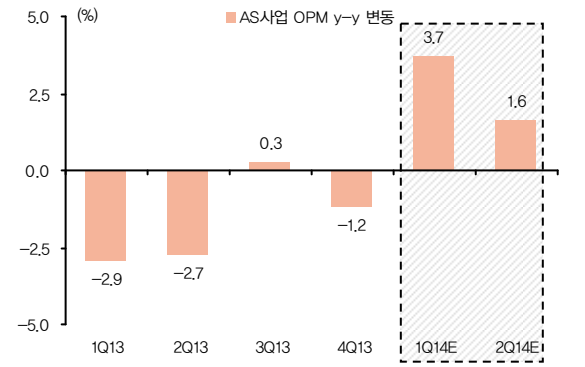
2. 1H14 수익성 개선 랠리 전망

[그림 4] 미국 AS 사업구조 변경으로 증가된 AS 재고자산



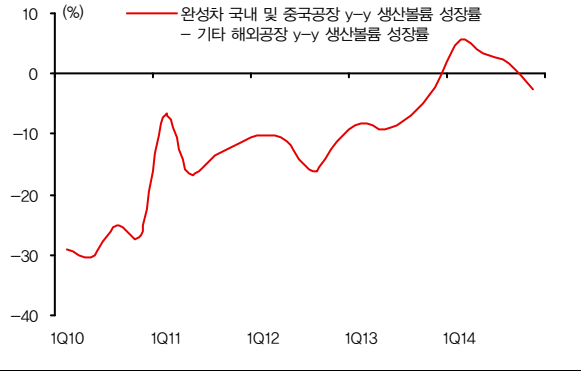
자료: 모비스, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 5] 고원가율 재고 소진으로 AS 수익성 개선 전망



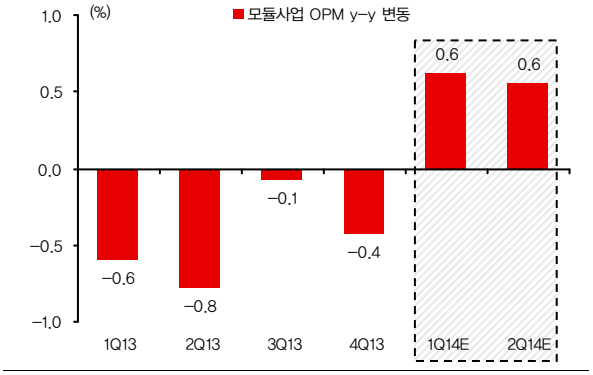
자료: 모비스, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 6] 국내·중국공장 생산볼륨 성장률 2010년 이후 처음으로 기타 해외지역 성장률을 상회할 것



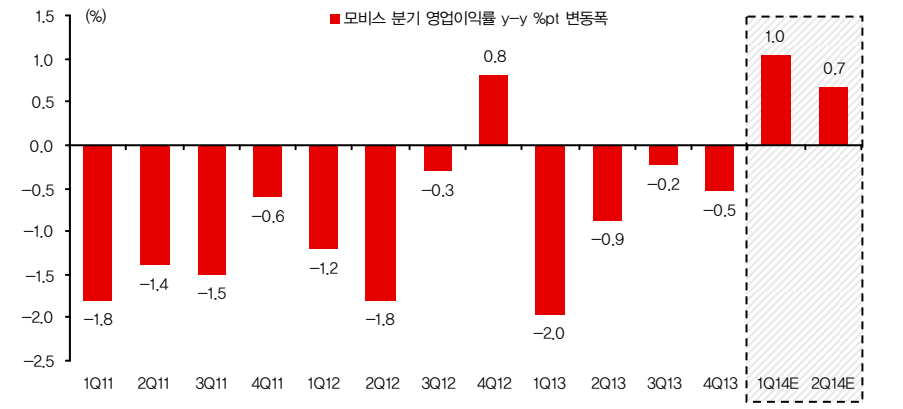
자료: 현대차, 기아차, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 7] 핵심부품 매출비중 확대로 모듈 수익성 개선 전망



자료: 모비스, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 8] AS·모듈 사업에서의 수익성 개선으로 1H14 OPM 1Q11 이후 두 번째 y-y 반등 전망



자료: 모비스, 메리츠종금증권 리서치센터

Contents

1		**Key Investment Points**	**2**
	1	모비스 주가의 가장 중요한 Catalyst는 수익성	2
	2	1H14 수익성 개선 랠리 가능할 전망	3
2		**모비스 주가의 가장 중요한 Catalyst는 수익성**	**5**
	1	완성차와 밀접한 상관관계를 지닌 모비스의 사업구조	5
	2	완성차 대비 수익성 프리미엄, 밸류에이션 프리미엄과 동행	6
3		**1H14 수익성 개선이 가능한 이유**	**9**
	1	1H13 발생한 미국 사업구조 변경에 따른 AS사업 수익성 악화 이슈 해소	9
	2	1H14 국내·중국 중심의 완성차 볼륨성장을 통해 핵심부품 매출 비중 개선으로 모듈사업 수익성 개선	13
4		**밸류에이션 및 목표주가**	**17**
5		**Appendix. 완성차 북미증설이 기대되는 이유**	**18**

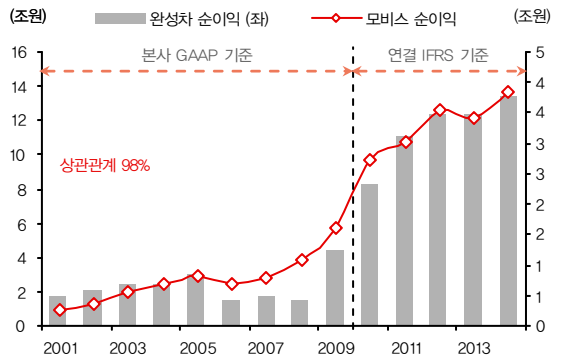
Ⅰ. 모비스 주가의 가장 중요한 Catalyst는 수익성

1. 완성차와 밀접한 상관관계를 지닌 모비스의 사업구조

완성차 (현대차·기아차)에 대한 1) 글로벌 AS 부품 조달사업과 2) 글로벌 모듈부품 공급사업 독점권을 지니고 있는 모비스. 태생적으로 완성차와 밀접한 사업구조 연관성을 지니고 있음 (매출의 약 95%가 완성차에게서 발생)

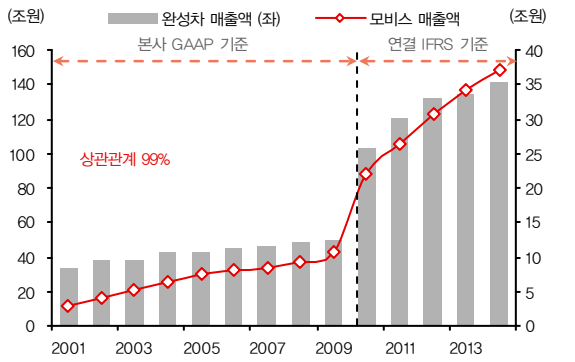
· 모비스와 완성차의 매출액 상관관계 (2001-2014E): 99.3%
· 모비스와 완성차의 순이익 상관관계 (2001-2014E): 98.1%
· 모비스 AS 사업 매출과 완성차 글로벌 UIO 의 상관관계 (2002-2014E): 95.8%
· 모비스 모듈 사업 매출과 완성차 글로벌 생산볼륨의 상관관계 (2002-2014E): 98.7%

[그림 9] 완성차와 모비스 순이익 상관관계 98%



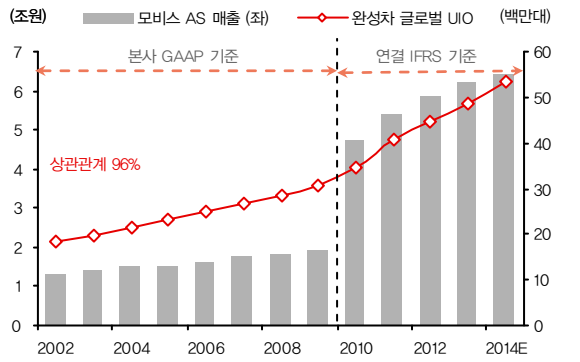
자료: 모비스, 현대차, 기아차, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 10] 완성차와 모비스 매출액 상관관계 99%



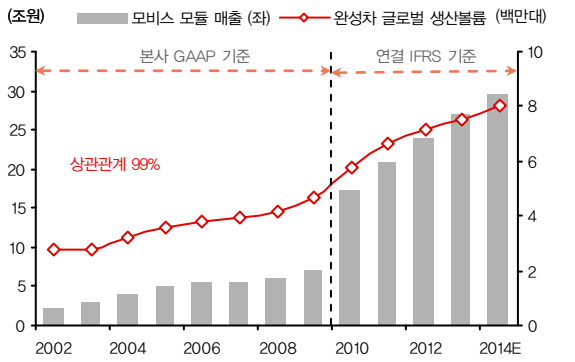
자료: 모비스, 현대차, 기아차, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 11] 모비스 AS매출과 완성차 글로벌 UIO 상관관계96%



자료: 모비스, 현대차, 기아차, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 12] 모비스 모듈매출과 완성차 글로벌 생산 상관관계 99%



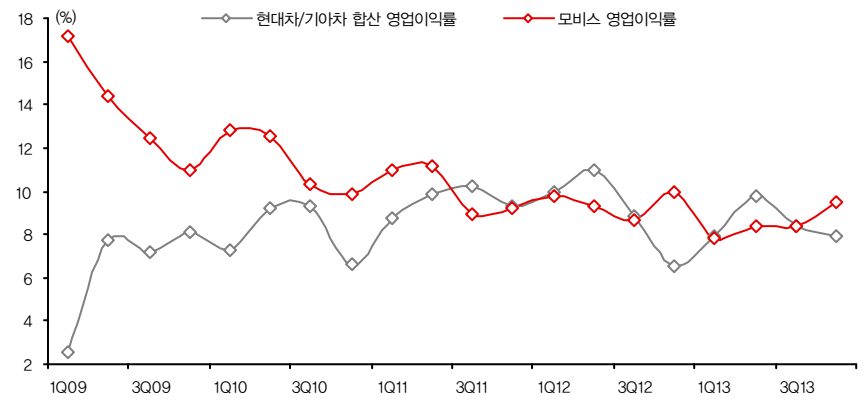
자료: 모비스, 현대차, 기아차, 메리츠종금증권 리서치센터

2. 완성차 대비 수익성 프리미엄이 밸류에이션 프리미엄과 동행

완성차와 밀접하게 연관되어 있는 사업구조의 특징으로, 모비스의 주가는 완성차 대비 얼마나 더 높은 수익성을 기록할 수 있는지에 대한 방향성이 완성차 대비 얼마나 더 높은 밸류에이션을 부여 받을 수 있는지의 방향성과 일치해왔음

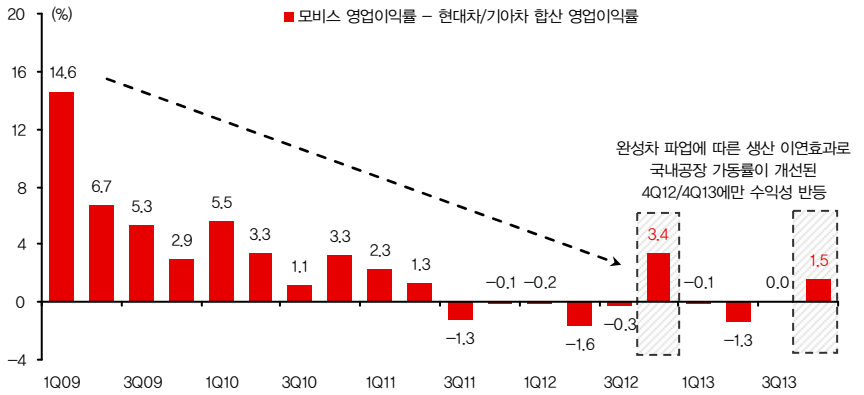
완성차 대비 높은 수익성을 지속하던 2009 년 당시, 모비스는 완성차 대비 최대 125%까지 밸류에이션 프리미엄을 영위. 그러나 완성차의 2 차 신차싸이클과 더불어 시작된 해외시장 생산증가와 그에 따른 해외시장 UIO 비중 확대로 수익성 하락이 지속되었고, 현재 모비스의 완성차 대비 밸류에이션 프리미엄은 13% 수준까지 축소된 상황

[그림 13] 모비스와 완성차 간의 수익성 격차, 지속적으로 축소



자료: 모비스, 현대차, 기아차, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 14] 완성차와의 수익성 차별화가 사라진 모비스



자료: 모비스, 현대차, 기아차, 메리츠종금증권 리서치센터

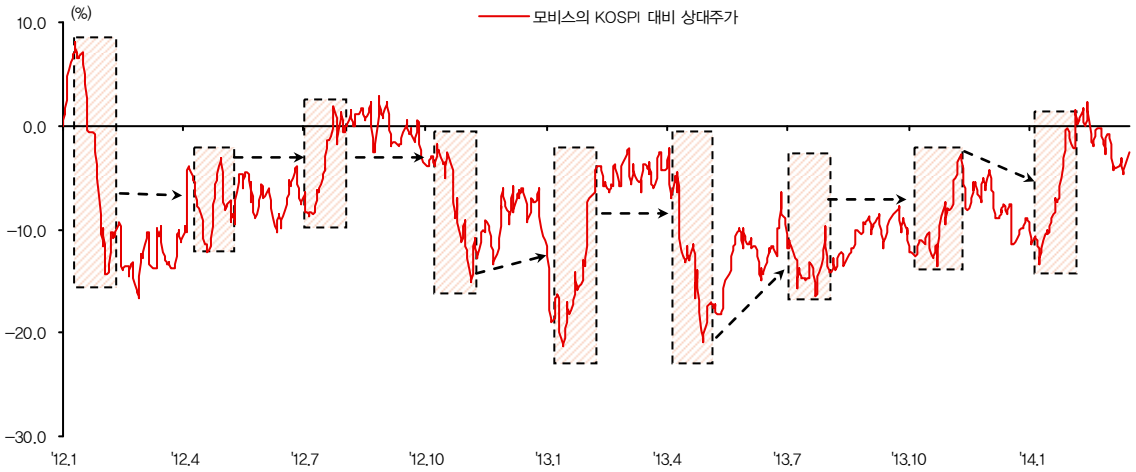
[그림 15] 모비스와 완성차 간의 밸류에이션 격차 지속적으로 축소

자료: Bloomberg, 모비스, 현대차, 기아차, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 16] 수익성이 반등했던 4Q12·4Q13, 완성차 대비 밸류에이션 반등 발생

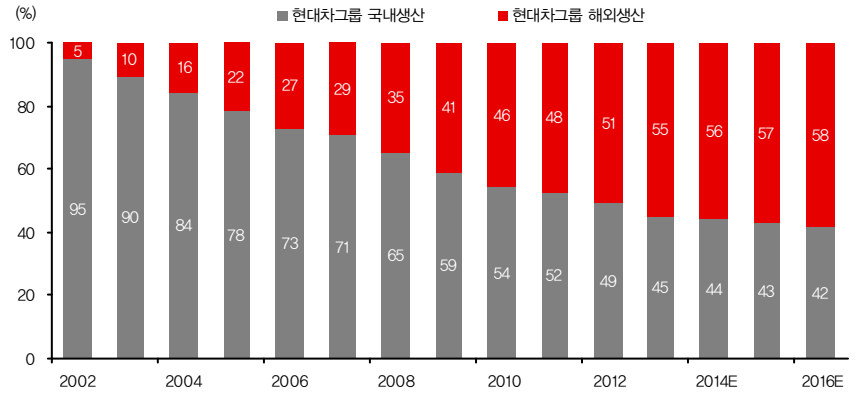
자료: Bloomberg, 모비스, 현대차, 기아차, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 17] 분기 수익성에 근거해 밸류에이션 방향성이 결정되는 만큼, 주가 변동성은 주로 분기실적 발표시점에서 발생



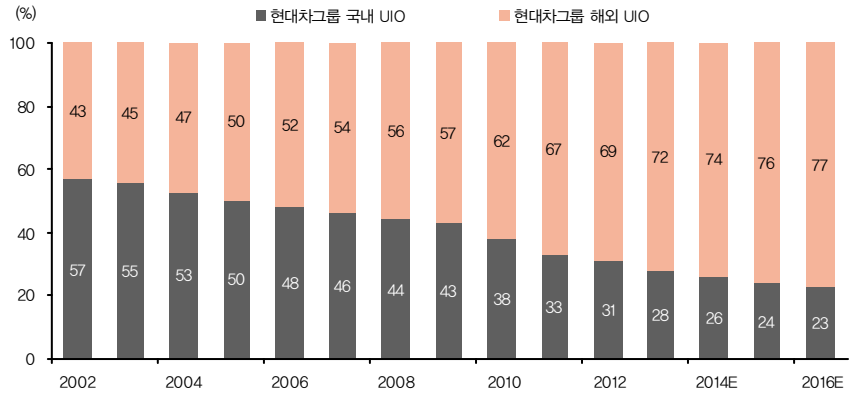
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 18] 모비스 수익성 하락의 원인: 완성차 해외생산 비중의 지속적인 확대



자료: 현대차, 기아차, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 19] 모비스 수익성 하락의 원인: 완성차 해외 UIO 비중의 지속적인 확대



자료: 현대차, 기아차, 메리츠종금증권 리서치센터

II. 1H14 수익성 개선이 가능한 이유

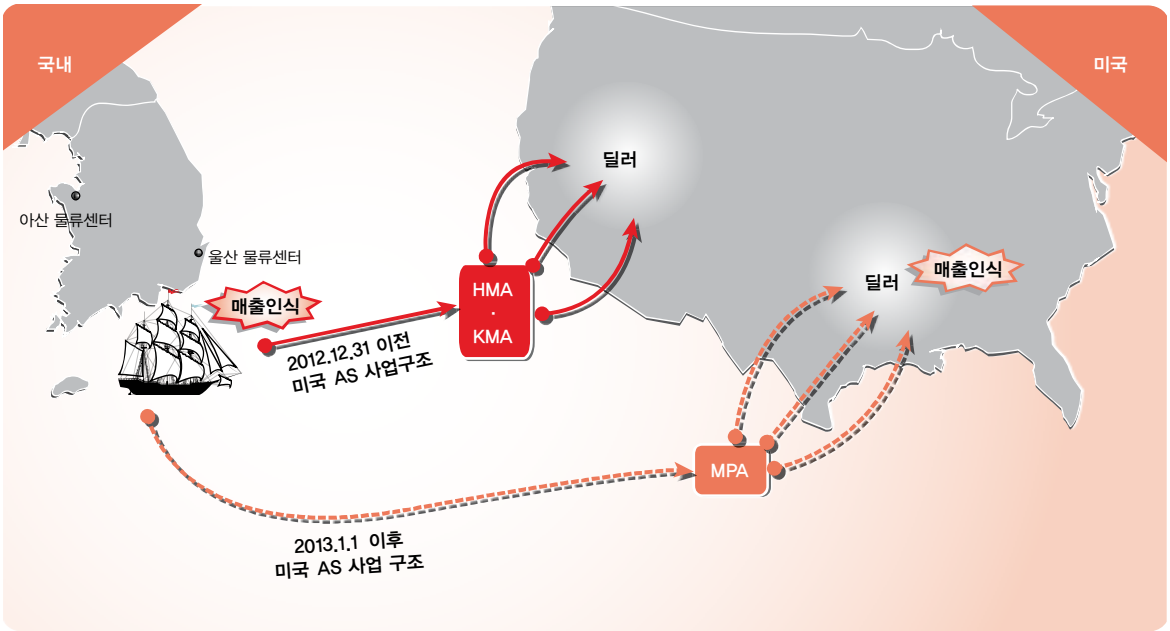
1. AS 사업: 1H13 발생한 미국 사업구조 변경에 따른 수익성 하락 이슈 해소

2013 년 1 월, 미국 AS 사업구조 변경. 이전까지 현대차·기아차 판매법인 (HMA·KMA)이 맡아왔던 미국에서의 AS 유통사업을 모비스에게 인계

· **변경 전:** HMA·KMA 에 대한 수출 목적으로 모비스의 국내 울산·아산 물류센터가 배에 AS 부품을 싣기만 하면 본사에서 매출로 인식

· **변경 후:** 모비스의 국내 울산·아산 물류센터에서 HMA·KMA 가 아닌 미국 현지 손자회사 MPA (Mobis Parts America, 이전까지는 중남미 AS 유통사업만을 주관했던 현지 법인)에게 AS 부품을 보내고, MPA 가 현지 딜러에게 AS 부품을 판매하면서 미국 연결법인 (Mobis America)이 매출로 인식

[그림 20] 2013년 1월 발생한 모비스 미국 AS 사업구조 변경 이슈 정리



자료: 모비스, 메리츠종금증권 리서치센터

미국 AS 사업구조의 변경으로 HMA·KMA 는 더 이상 AS 물류창고를 운영할 필요가 없게 되었으며, 이 물류창고는 MPA 에게 매각됨. 이 과정에서 모비스에게는 아래의 두 가지 수익성 악화 이슈가 동시에 발생

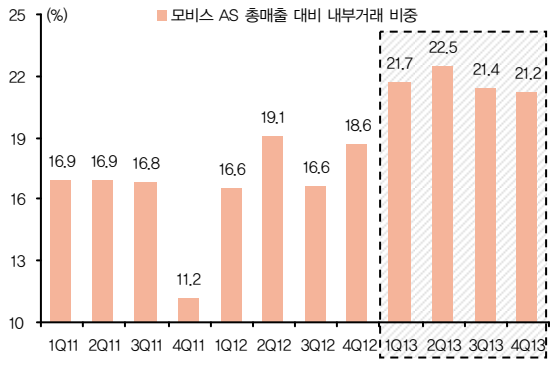
· **모비스에게 미친 영향 1: 고원가율 재고 소진 과정에서 미국 현지 수익성 악화**

MPA 가 매입한 미국 현지 AS 물류창고에는 HMA·KMA 가 모비스로부터 미리 구입해둔 AS 부품 재고가 포함되어 있었음. 이 재고는 모비스가 이미 2012 년 22.6%의 영업이익률을 확정하며 수출한 물량이기 때문에, 이를 재인수한 MPA 입장에서는 상품 매출원가가 100% 달했을 것. 이에 따라 해당 재고가 소진될 때까지 (글로벌 재고운용 전략을 고려했을 때 2 개 분기), 모비스는 기존에 취할 수 있었던 20% 이상의 높은 영업이익률이 아닌 현지 딜러 매출에서 발생하는 낮은 수준의 마진만을 취할 수 있었음

· **모비스에게 미친 영향 2: 항해 중 재고 발생으로 본사 인식가능 고마진 AS 매출 감소**

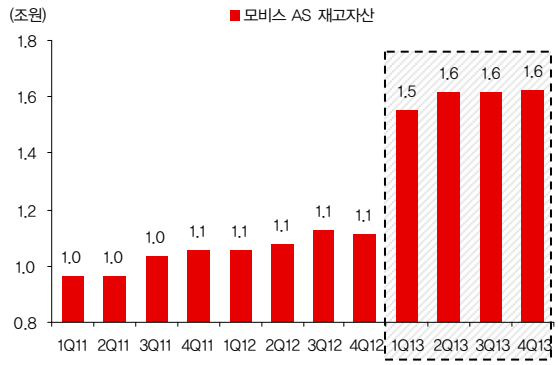
사업구조가 변경되기 전 모비스는 국내 물류센터에서 미국 HMA·KMA 에 대한 수출 물량을 배에 싣는 동시에 AS 매출을 인식했으나, 변경 후에는 미국 물류창고에서 현지 딜러에게 판매가 발생할 때 매출로 인식하게 되었음. 이에 따라 2013 년이 시작된 직후에는 국내 물류센터에서 미국 MPA 를 향해 선적시킨 물량이 매출이 아닌 항해 중 재고로 인식되면서, 일시적으로 본사인식 AS 매출규모가 줄어드는 상황이 발생했을 것

[그림 21] 사업구조 변경으로 증가한 내부거래 매출 비중



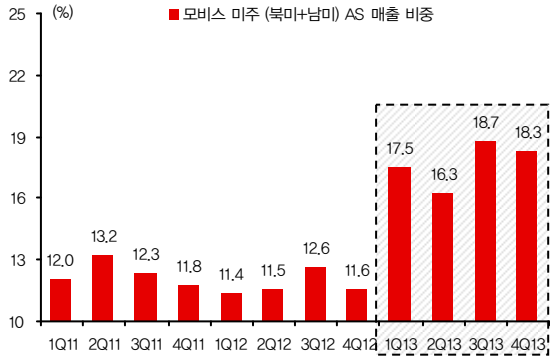
자료: 모비스, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 22] 사업구조 변경으로 증가한 글로벌 AS 재고



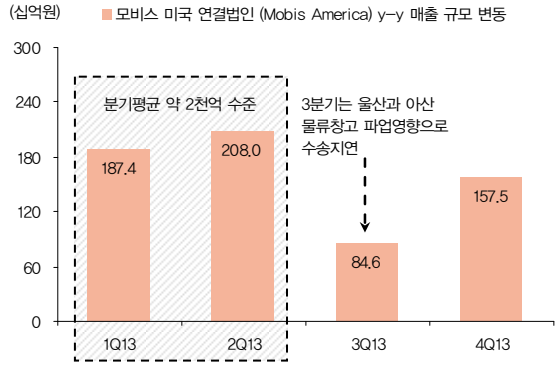
자료: 모비스, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 23] 사업구조 변경으로 증가한 미주 내 AS 매출 비중



자료: 모비스, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 24] 미주 2개 분기 매출 증가 = AS 재고 증가



자료: 모비스, 메리츠종금증권 리서치센터

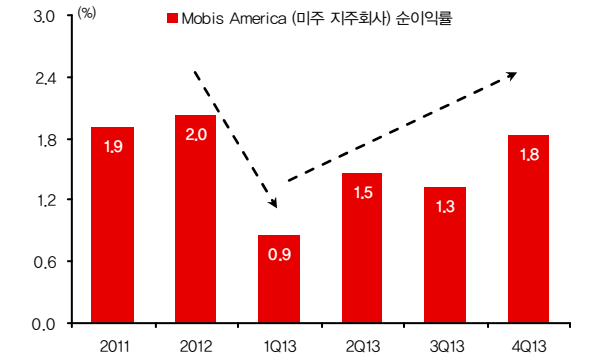
모비스 AS 사업 수익성 악화 정량화 프로세스

· **1 단계**:HMA 와 KMA 가 운용해왔던 2 개 분기치의 AS 부품 재고를 MPA 가 인수
(이 과정에서 모비스의 글로벌 AS 재고가 4Q12 대비 1Q13 에 4,406 억원 증가했으며, 이 금액은 모비스의 1H13 (2 개 분기) 미국 AS 매출 y-y 증가분 3,954 억원과 대응됨)

· **2 단계**:본사기준으로 인식했어야할 분기당 약 2,000 억원의 매출 (영업이익률 22-23%)은 1Q13 에 항해 중 재고로 미인식되었으며, 같은 규모의 매출이 MPA 가 현지 딜러에게 AS 부품을 판매하며 발생. 문제는 딜러 매각 AS 부품의 상품매출원가율이 100%였음을 고려할 때, MPA 의 수익성이 적자였을 것이라는 점
(미주지역 연결 지주회사인 Mobis America 의 순이익률은 11 년 1.9%, 12 년 2.0%를 기록했으나, 사업구조가 변경된 1Q13 에는 0.9%로 감소. 이후 분기를 거듭해 나가며 수익률 개선세 지속. 2Q13 1.5%, 3Q13 1.3%, 4Q13 1.8%)

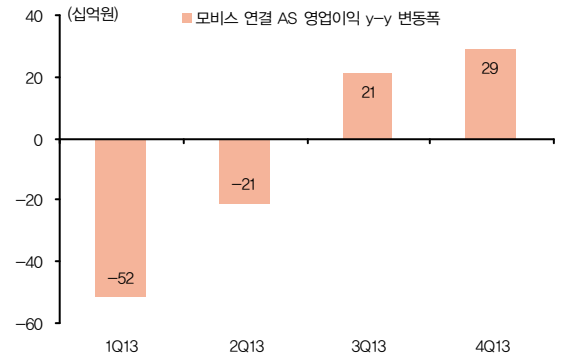
· **3 단계**:연결기준 매출인식 규모는 본사가 인식하나 미주법인이 인식하나 마찬가지. 그러나 수익성에서는 차이가 발생. AS 사업 영업이익률을 22%로 가정했을 때, 사업구조 변화가 없었다면 연결 실체는 분기 2,000 억원 매출과 440 억원의 영업이익을 인식할 수 있었을 것. 그러나 본사 매출이 항해 중 재고로 잡히면서 본사 인식가능한 440 억원의 영업이익 인식은 소멸되었으며, 그와 동시에 MPA 는 100% 상품매출원가율과 소정의 판관비율을 반영하며 적자를 기록했을 것으로 추정
산술적으로 매출은 분기 2,000 억원 그대로이나 본사에서는 22%의 영업이익률을 실현할 기회를 상실했고 동시에 미주에서는 적자를 기록했기에, 실제 기록할 수 있었던 이익은 사업구조가 변경되지 않았다고 가정할 때와 비교해 약 540 억원 축소 (미국 판관비율을 -5%로 가정)

[그림 25] 사업구조 변경으로 Mobis America 순이익률 1Q13 축소된 뒤 다시 회복되고 있음



자료: 모비스, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 26] 당사 추정 모비스 AS 영업이익 축소 540억원과 유사한 1Q13 모비스 글로벌 AS 영업이익 축소 규모



자료: 모비스, 메리츠종금증권 리서치센터

2013 년 분기별 AS 영업이익률에 대한 해석

· **1Q13 19.1%:**미국 사업구조 변경 이슈로 모비스의 1Q13 AS 사업 영업이익률은 20 개 분기만에 처음으로 20%에 미치지 못했음. 이는 어닝쇼크와 주가 하향 변동성 확대로 연결

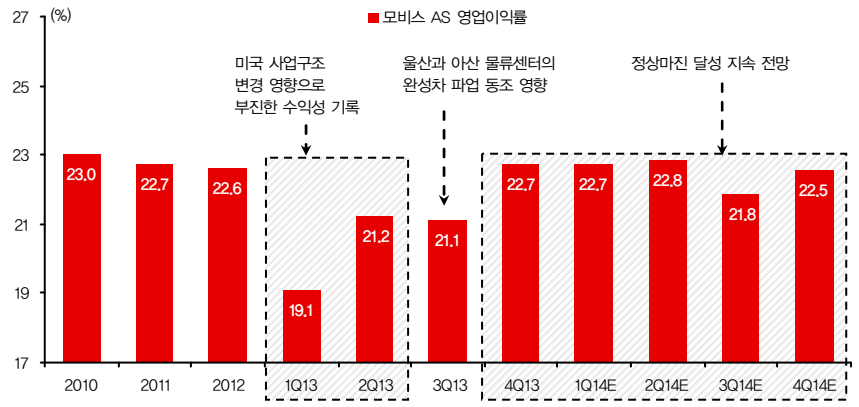
· **2Q13 21.2%:** 1 분기에 이미 HMA·KMA 로부터 인수한 고원가율 재고 중 절반 이상이 소진되었으며, 본사에서 수입된 고마진 재고의 판매가 진행되며 21%까지 회복

· **3Q13 21.1%:** 인수 재고 물량이 대부분 소진되며 1·2 분기 지속된 사업구조 변경 영향은 소멸되었으나, 현대차·기아차 국내공장 파업 영향 발생. 모비스의 AS 사업은 2000 년 2 월과 12 월 각각 현대차·기아차로부터 양수되었으며, 당시 모비스로 이전된 아산과 울산 물류창고의 근로자들은 스스로의 소속을 현대자동차 노동조합 모비스지부로 여기며 완성차 파업에 동조해왔음

· **4Q13 22.7%:** 상반기의 사업구조 변경 이슈와 3 분기의 파업 이슈에서 벗어난 정상적인 분기 실적을 공시. 2011 년 22.7%, 2012 년 22.6%에 준한 4Q13 수익성 달성

결론: 1Q14·2Q14 AS 사업 영업이익률은 기존 정상마진인 각각 22.7%와 22.8%를 기록할 수 있을 것으로 판단

[그림 27] AS 사업 수익성 정상화로 1H14 y-y 영업이익률 정상화 두드러질 것



자료: 모비스, 메리츠종금증권 리서치센터

2. 1H14 한국·중국 중심의 완성차 볼륨성장 → 모비스 모듈 수익성 개선

모비스의 모듈 부품사업은 크게 1) low-single 마진의 단순모듈 조립·공급 사업과 2) high-single 마진의 핵심부품 제조·공급 사업으로 구분

단순모듈 사업의 경우, 현대위아가 담당하고 있는 기아차 국내공장을 제외한 모든 완성차 글로벌 공장의 직서열 공급을 모비스가 책임지고 있음. 즉, 모비스 단순모듈 매출은 현대차·기아차의 글로벌 생산볼륨 증가에 직접적으로 연동. 그러나 핵심부품의 경우, 한국·중국을 제외하면 모비스의 해외 현지 핵심부품 생산공장이 부재하며, 기타 해외지역에 핵심부품을 공급하기 위해서는 수출을 해야 함. 문제는 완성차 해외공장이 모비스 부품을 수입해서 쓰는 것보다 원가 측면에서 유리한 현지 조달 방법을 선호하고 있고, 이로 인해 한국·중국 공장과 비교해 기타 해외공장에서의 모비스 핵심부품의 공급점유율이 상대적으로 낮게 유지되고 있다는 점

[그림 28] 모비스 글로벌 단순모듈 생산법인 분포 vs. 핵심부품 생산법인 분포

완성차 단순모듈 직서열 공급 대부분 모비스의 몫

현대차 모듈 대응		기아차 모듈 대응	
모비스 국내모듈 법인	현대차 국내공장	현대위아	기아차 국내공장
Mobis Alabama	현대차 미국 공장	Mobis Georgia	기아차 미국 공장
Mobis Automotive Czech	현대차 체코 공장	Mobis Slovakia	기아차 슬로바키아 공장
Beijing Mobis Automotive	현대차 중국 공장	Jiangsu Mobis Automotive	기아차 중국 공장
Mobis Brasil	현대차 브라질 공장		
Mobis Module CIS	현대차 러시아 공장		
Mobis India	현대차 인도 공장		
Mobis Ohio Module Mobis Michigan Module	미국 크라이슬러 공장		

그에 반해, 한국 · 중국에만 집중되어 있는 핵심부품 생산법인

해외 핵심부품 생산법인

중국	
Beijing Mobis Chonche	범퍼, 캐리어 등 플라스틱 사출품 생산
Shanghai Mobis	에어백 생산
Wuxi Mobis Automotive	MEB, PSP, CBS 생산
Tianjin Mobis Automotive	오디오 생산
Beijing Mobis Transmission	수동변속기 생산, 2012.08 현대다이모스에 양도

슬로바키아	
Mobis Slovakia	CBS 생산

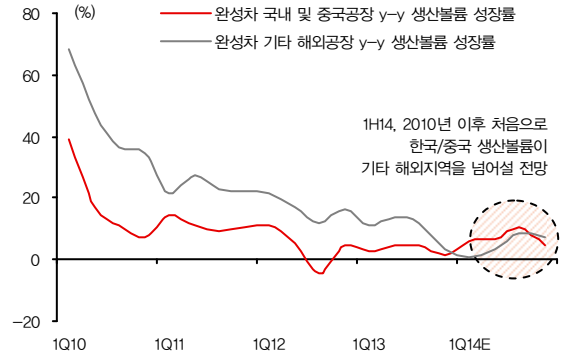
인도	
Mobis India	에어백 생산, 2014.08 완공 예정

자료: 모비스, 메리츠종금증권 리서치센터

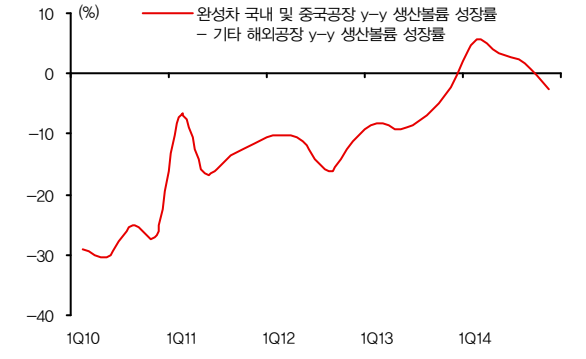
이에 따라 한국·중국을 제외한 지역에서 완성차 증설이 발생하면, 저마진 단순모듈 매출은 완성차 생산볼륨에 근거해 성장성을 기록하는 반면, 고마진 핵심부품 매출은 낮은 공급점유율로 인해 단순모듈보다 낮은 성장성을 기록하게 됨

2010년 이후 공급점유율이 높은 한국·중국에서의 완성차 생산볼륨 y-y 성장률은 공급점유율이 낮은 기타 해외지역의 완성차 생산볼륨 y-y 성장률보다 항상 낮아왔으며, 이는 고마진 핵심부품 매출비중의 지속적인 감소에 따른 전체 모듈 사업 수익성 축소로 연결

[그림 29] 2010–13년, 모비스의 핵심부품 공급점유율이 낮은 기타 해외지역의 생산볼륨이 한국·중국보다 더 빠르게 성장

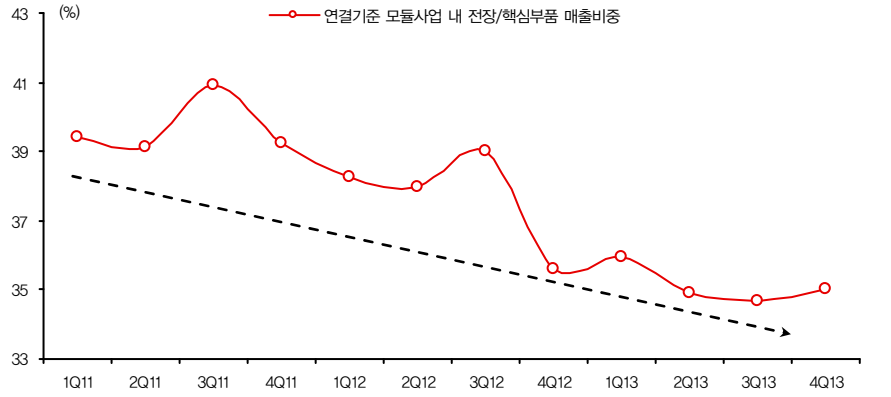


자료: 현대차, 기아차, 메리츠종금증권 리서치센터



자료: 현대차, 기아차, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 30] 같은 기간 고마진 핵심부품 매출비중 지속적으로 감소



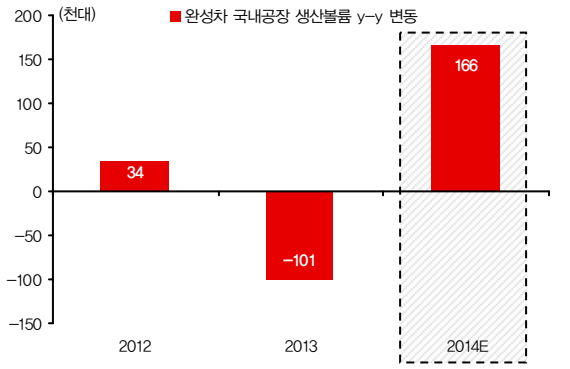
자료: 모비스, 메리츠종금증권 리서치센터

1H14는 2010년 이후 처음으로 핵심부품 공급점유율이 높은 완성차 한국·중국공장에서의 생산볼륨 증가가 기타 해외지역 공장의 생산볼륨 증가를 넘어서는 시기

이는 글로벌 공장 가동률이 이미 100%를 넘어선 상황에서 의미 있는 증설이 부재한 기타 해외지역의 생산볼륨 증가가 제한적인 반면, 한국·중국공장은 1) 전년 주간연속 2교대 도입 과정에서 발생한 3·4·5월 주말특근 거부에 따른 생산손실 물량 약 7만대 (현대차 5만대, 기아차 2만대 추정)가 기저효과로 증가 가능하고, 2) 전년 하반기 UPH가 개선된 기아차 광주공장의 생산볼륨이 반기 2만대 (연간 4만대) 증가할 수 있고, 3) 중국 현대차 3공장 추가증설 물량 (생산 CAPA 연간 15만대), 기아차 3공장 증설 물량 (생산 CAPA 연간 30만대)의 가동이 시작되며 y-y 생산볼륨 증가가 두드러지기 때문

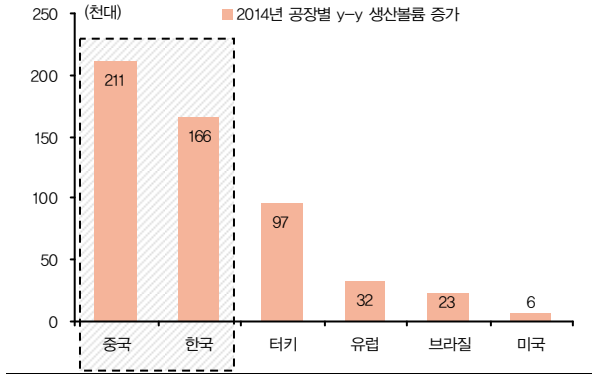
지난 4년간 핵심부품 공급점유율이 낮은 기타 해외공장 생산볼륨의 높은 증가로 수익성 Mix가 악화되었던 모비스. 1H14에는 공급점유율이 높은 한국·중국공장 생산볼륨이 더 높은 성장을 기록하며, 핵심부품 매출비중 bottom-out에 따른 수익성 개선이 가능할 것

[그림 31] 14년 국내공장의 생산볼륨 턴어라운드 전망



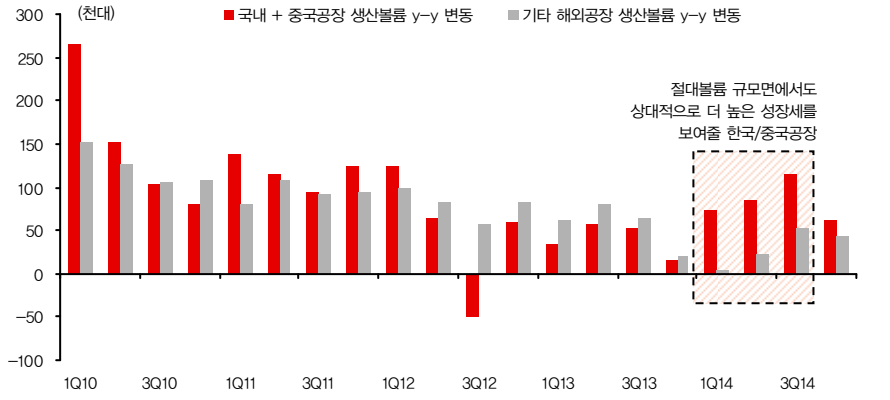
자료: 현대차, 기아차, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 32] 14년 대부분의 생산볼륨 증가 한국·중국에서 발생



자료: 현대차, 기아차, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 33] 한국·중국공장의 생산볼륨 성장 차별화가 두드러질 1H14

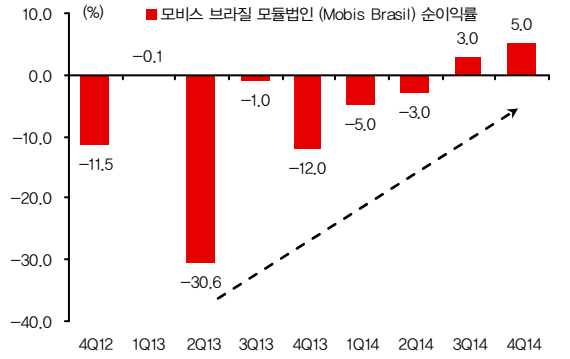


자료: 현대차, 기아차, 메리츠종금증권 리서치센터

이와 더불어 1) 2012년 11월 가동을 시작한 브라질 모듈 법인의 초기 가동비용이 축소되며 적자폭이 지속적으로 감소하고, 2) 2012년 핵심부품인 CBS 생산설비를 구축하며 적자 전환했던 슬로바키아 모듈 법인이 해당 핵심부품 생산이 정상궤도에 진입하며 수익성 개선이 지속될 것으로 전망되어, 모듈 사업의 전체적인 수익성 개선을 거들 것으로 판단

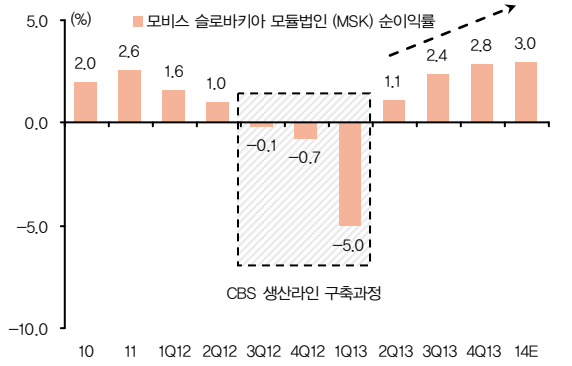
2014년 분기별 모듈 사업 영업이익률은 완성차 국내공장 파업가능성이 있는 3분기를 제외하면, 전 분기 6.5% 이상 (2012년 연평균 영업이익률 6.3%)을 기록할 수 있을 것으로 전망

[그림 34] 브라질법인 초기손실 축소 전망



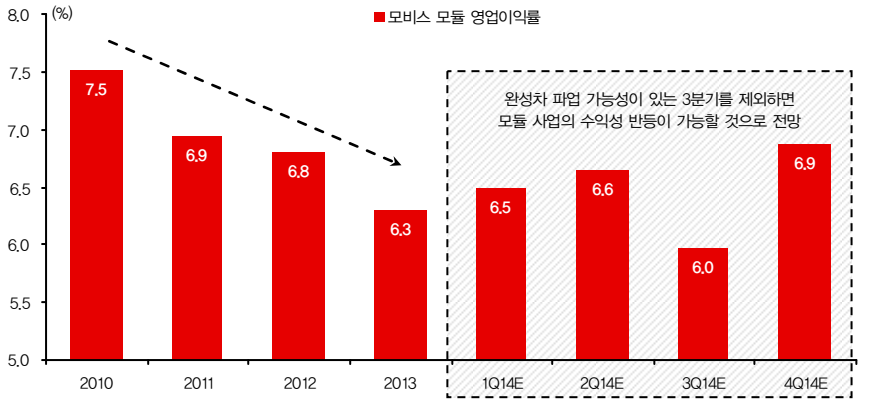
자료: 현대차, 기아차, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 35] 슬로박법인 CBS 생산정상화로 수익성 개선 전망



자료: 현대차, 기아차, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 36] 2014년 모듈 사업의 수익성 반등 전망



자료: 모비스, 메리츠종금증권 리서치센터

Ⅲ. 밸류에이션 및 목표주가

2014년에도 모비스의 수익성 (영업이익률 8.9% 전망)은 현대차 (9.9%)·기아차 (6.8%)의 평균 수익성을 소폭 상회하는 수준을 달성할 것으로 전망. 이에 따라 모비스의 2014년 목표주가는 완성차의 2014년 목표 P/B 멀티플 1.4배를 모비스의 2014년 예상 BPS 244,204원에 적용해 산출한 350,000원을 제시

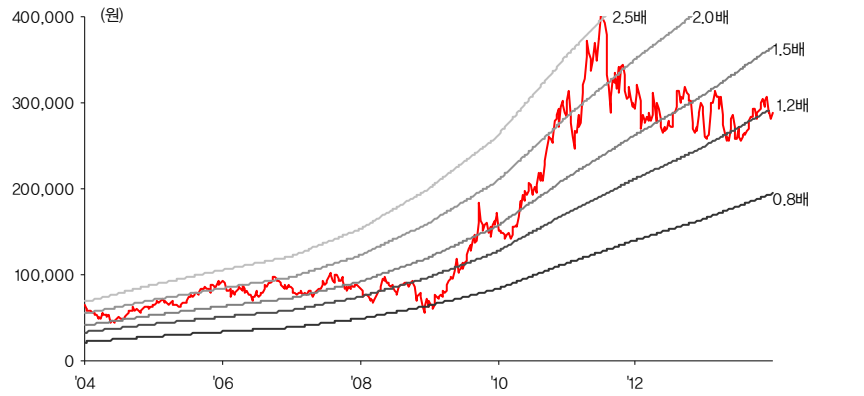
비록 과거와 같은 높은 수익성에 근간한 밸류에이션 프리미엄을 부여하기는 어렵지만, 2008-2009년 금융위기 당시를 제외하면 역사적으로 가장 낮은 밸류에이션이 부여된 현재의 주가를 저점으로 1H14 지속적인 수익성 개선을 통해 점진적 주가 성장을 보일 것으로 판단

[표 1] 모비스 목표주가 산정

현대차·기아차 평균 2014E P/B (A)	**1.4배**		
2014E BPS (B, 원)	244,204		
적정 주가 (원) = (A) X (B)	**352,541**	**목표주가**	**350,000**

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 37] 모비스 밸류에이션, 역사적 저점 수준인 2014E P/B 1.2배



자료: 모비스, 메리츠종금증권 리서치센터

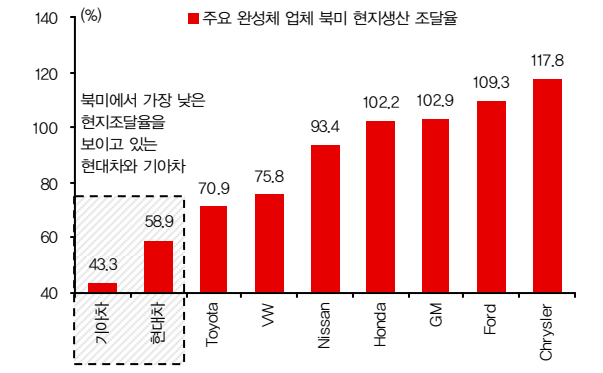
Appendix. 완성차 북미증설이 기대되는 이유

2016년 생산 개시를 목표로 한 완성차의 추가적인 생산 CAPA 증설 가능성이 높아지고 있음. 경쟁업체보다 현지생산 조달율 (= 현지생산 / 현지판매)이 월등히 낮은 미국과 미국 및 브라질로 수출이 가능한 멕시코가 유력한 상황

만약 미국과 멕시코에서의 신규 공장증설이 발표된다면, 북미 지역에서 현대차·기아차의 총 생산볼륨은 기존의 80만대에서 140만대로 증가될 수 있음. 미국이 한국 (340만대, 2013년 기준)과 중국 (158만대, 2013년 기준)에 이어 세 번째로 100만대 이상의 생산능력을 갖춘 지역이 되는 것. 미국이 100만대 이상의 완성차 생산볼륨이 만들어지는 규모의 경제를 갖춘 시장으로 부상하게 된다면, 모비스의 전방위적인 핵심부품 생산법인 설립이 미국에서 발생할 수 있음. 이 경우, 모비스의 단순모듈 사업은 증설되는 신규공장의 생산볼륨만큼의 매출 성장을 누릴 수 있는 반면, 핵심부품은 신규공장과 기존공장 생산볼륨 모두에서 신규 발주가 가능해 핵심부품 매출 성장률 증가에 따른 수익성 Mix 개선이 가능할 전망

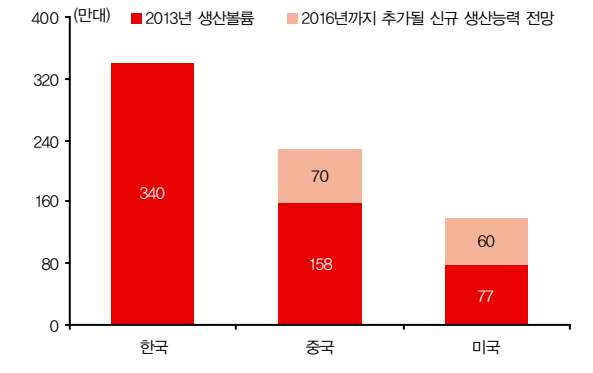
수익성 개선이 모비스 주가에 있어서 가장 중요한 Catalyst인만큼, 모듈 사업의 중장기적인 수익성 개선을 이끌 수 있는 북미지역에서의 대규모 핵심부품 생산법인 설립은 밸류에이션 프리미엄 부여의 근거가 될 수 있을 것

[그림 38] 완성차, 미국에서의 낮은 현지생산 조달율



참고: 현지생산 조달율 (= 현지생산 / 현지판매)
자료: 현대차, 기아차, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 39] 북미, 100만대 이상 생산능력 갖춘 시장이 될 것



자료: 현대차, 기아차, 메리츠종금증권 리서치센터

손익계산서

(억원,원,배,%)

요약 손익계산서	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	262,946	307,890	341,986	371,742	397,283
매출원가	222,568	262,448	293,856	318,240	339,743
매출총이익	40,377	45,442	48,129	53,502	57,540
판매비와관리비	14,014	16,378	18,885	20,481	22,359
기타손익	0	0	0	0	1
영업이익	26,364	29,064	29,244	33,021	35,181
금융수익	-128	1,564	56	58	59
종속/관계기업관련손익	14,009	15,667	15,607	17,607	18,640
기타영업외손익	385	-221	438	112	117
세전계속사업이익	40,630	46,073	45,345	50,797	53,998
법인세비용	10,361	10,653	11,381	12,547	13,337
당기순이익	30,268	35,420	33,964	38,250	40,660
지배주주지분 순이익	30,230	35,585	34,215	38,523	40,952
시가총액	278,969	275,147	280,402	294,952	294,952
기업가치(EV)	273,484	236,732	233,834	236,628	225,627
주당데이터(W)					
기말주식수(만주)	9,734	9,734	9,734	9,734	9,734
SPS	270,121	316,291	351,317	381,885	408,123
EPS(지배주주)	31,054	36,556	35,149	39,574	42,069
CFPS	32,468	39,141	35,543	29,079	31,071
EBITDAPS	30,719	34,566	34,961	38,946	41,543
BPS	141,673	175,001	206,142	244,204	283,762
DPS	1,750	1,900	2,050	2,200	2,200
Valuation(x)					
PER	9.8	8.3	8.6	7.7	7.2
PCR	9.3	7.7	8.5	10.4	9.8
PSR	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
EBITDA	29,903	33,648	34,032	37,912	40,440
PBR	2.1	1.7	1.5	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.7	7.6	7.3	6.2	5.6
수익성과 효율성					
매출총이익률	15.4	14.8	14.1	14.4	14.5
영업이익률	10.0	9.4	8.6	8.9	8.9
순이익률	11.5	11.6	10.0	10.4	10.3
EBITDA 마진율	11.4	10.9	10.0	10.2	10.2
ROA	15.2	13.5	10.6	10.5	10.1
ROE	25.2	23.1	18.4	17.6	15.9
성장성					
매출액증감율	18.7	17.1	11.1	8.7	6.9
매출총이익증감율	-4.6	12.5	5.9	11.2	7.5
영업이익증감율	13.1	10.2	0.6	12.9	6.5
순이익증감율	20.7	17.7	-3.9	12.6	6.3

대차대조표

(억원,원,배,%)

요약 대차대조표	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	100,635	139,433	162,422	180,422	197,201
현금및현금성자산	20,592	27,962	24,219	26,326	28,135
매출채권	47,009	51,595	57,309	62,295	66,575
재고자산	18,370	19,684	25,649	27,881	29,796
비유동자산	125,121	161,037	180,676	202,061	223,128
유형자산	33,194	37,139	37,563	40,128	42,582
무형자산	8,610	10,469	10,283	10,110	9,949
투자자산	81,748	103,228	121,500	139,506	157,037
자산총계	225,756	300,470	343,099	382,483	420,329
유동부채	70,265	71,947	76,384	77,887	78,201
매입채무	34,361	39,090	35,909	39,033	41,715
단기차입금	21,362	16,587	14,928	12,838	11,041
유동성장기부채	3,164	1,865	1,119	1,063	1,031
비유동부채	17,545	58,126	65,996	66,816	65,831
사채	998	299	898	943	990
장기차입금	2,275	6,957	11,132	11,688	12,273
부채총계	87,811	130,073	142,379	144,703	144,032
자본금	4,911	4,911	4,911	4,911	4,911
자본잉여금	13,857	13,840	13,840	13,840	13,840
이익잉여금	123,123	156,271	186,593	222,701	261,219
비지배주주지분	202	1,353	1,353	1,353	1,353
자본총계	137,946	170,397	200,719	237,779	276,297
재무안정성					
부채비율	63.7	76.3	70.9	60.9	52.1
유동비율	69.8	51.6	47.0	43.2	39.7
차입금의존도	12.3	8.6	8.2	6.9	6.0
이자보상배율	40.2	60.2	75.7	106.8	126.5
금융비용부담률	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1

현금흐름표

(억원,원,배,%)

요약 현금흐름표	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동 현금흐름	21,594	31,135	9,445	24,220	26,740
당기순이익(손실)	30,268	35,420	33,964	38,250	40,660
유형자산감가상각비	2,968	3,502	4,014	4,130	4,510
무형자산상각비	562	1,082	774	761	749
투자활동 현금흐름	-28,521	-20,143	-14,239	-18,572	-21,591
CAPEX	-7,161	-8,584	-6,438	-6,696	-6,963
무형자산의감소(증가)	-11,274	7,597	-12,756	-18,006	-17,531
재무활동 현금흐름	2,786	-2,954	954	-3,541	-3,340
차입금 증감	3,279	-7,035	-2,871	-2,146	-1,829
배당금지급	-1,446	-1,702	-1,848	-1,996	-2,142
자본의증가	0	0	0	0	0
자기주식의처분(취득)	0	0	0	0	0
현금증가	-3,889	7,370	-3,743	2,107	1,809
기초현금	24,495	20,606	27,962	24,219	26,326
기말현금	20,592	27,962	24,219	26,326	28,135

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2014년 3월 25일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2014년 3월 25일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2014년 3월 25일 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)

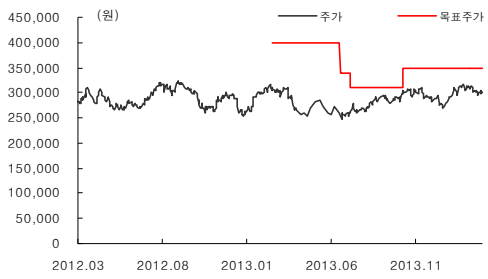
동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항

1. 종목추천관련 투자등급(추천기준일 종가대비 4등급)
→아래 종목투자의견은 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.
· Strong Buy : 추천기준일 종가대비 +50%이상.
· Buy : 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만.
· Hold : 추천기준일 종가대비 +5%이상 ~ +15%미만.
· Reduce : 추천기준일 종가대비 +5%미만.

2. 산업추천관련 투자등급(추천기준일 시장지수대비 3등급)
→아래 산업투자의견은 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천하는 것.
· 비중확대(Overweight).
· 중립(Neutral).
· 비중축소(Underweight)

현대모비스(012330)의 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료의 형식	투자의견	목표주가	담당자
2013.03.06	산업분석	Buy	400,000원	김준성
2013.04.01	산업브리프	Buy	400,000원	김준성
2013.04.08	산업브리프	Buy	400,000원	김준성
2013.04.29	기업브리프	Buy	400,000원	김준성
2013.07.08	기업브리프	Buy	340,000원	김준성
2013.07.29	기업브리프	Buy	310,000원	김준성
2013.09.16	기업브리프	Buy	310,000원	김준성
2013.10.30	기업브리프	Buy	350,000원	김준성
2013.11.19	산업분석	Buy	350,000원	김준성
2014.01.13	기업브리프	Buy	350,000원	김준성
2014.01.28	기업브리프	Buy	350,000원	김준성
2014.03.25	기업분석	Buy	350,000원	김준성

주가 및 목표주가 변동추이