

2019. 7. 25



## ▲ 자동차/타이어

Analyst 김준성

02. 6454-4866

joonsung.kim@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 300,000 원

현재주가 (7.24) 232,500 원

상승여력 29.0%

KOSPI 2,082.30pt

시가총액 221,588억원

발행주식수 9,531만주

유동주식비율 66.41%

외국인비중 48.76%

52주 최고/최저가 237,000원/167,000원

평균거래대금 409.4억원

## 주요주주(%)

기아자동차 외 4 인 30.81

국민연금공단 10.98

미래에셋자산운용 외 9 인 5.07

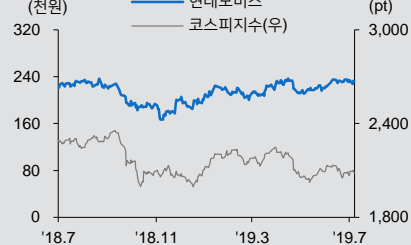
## 주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 1.5 8.4 2.9

상대주가 3.7 11.7 12.7

## 주가그래프



## 현대모비스 012330

## 차별화되는 성장 Cycle 시작

- ✓ 2Q19 실적, 현대/기아차 신차효과 및 우호적 환율효과로 어닝서프라이즈 실현
- ✓ 2H19 신차출시 통한 실적개선 더욱 확장 예정이며, 현재 환율은 2Q19 대비 더 약세
- ✓ 20년부터는 신차효과에 따른 영업 승수효과 확대가 이어지는 가운데, 17년부터 본격화됐던 타OE 수주물량의 매출인식 및 현대/기아차 EV 플랫폼 매출반영 시작
- ✓ 현 시점 이후 차별화된 매출 성장과 수익성 개선이 지속될 모비스에 대해 투자 의견 Buy를 유지하며, 적정주가를 기존 270,000만원에서 300,000원으로 상향

## 2Q19 실적, 현대/기아차 신차효과 및 우호적 환율효과로 어닝서프라이즈

매출 9,46조원 (+7% YoY (이하 YoY), 시장기대치 2.3% 상회): 1) 코나EV/니로EV 판매호조로 전동화 매출 +82%, 2) 고부가가치 옵션 채택을 높은 신차 판매증가로 핵심부품 매출 +11%, 3) 중국 부진 불구, 신차효과 통한 국내/미국 가동률 개선으로 모듈 매출 방어 -2%, 4) 환율효과 통한 AS 매출 +12%.

영업이익 6,272억원 (+18%, 시장기대치 11% 상회). 1) 부품 1,408억원 (+22%)으로 1Q17 이후 가장 높은 영업이익률 실현 (1.9%), 2) AS 4,865억원 (+17% YoY)으로 역대 3번째로 높은 영업이익률 기록 (25.8%).

## 완성차 성공적 신차 Cycle 개시→ 모비스 더 높은 이익 승수효과 발현

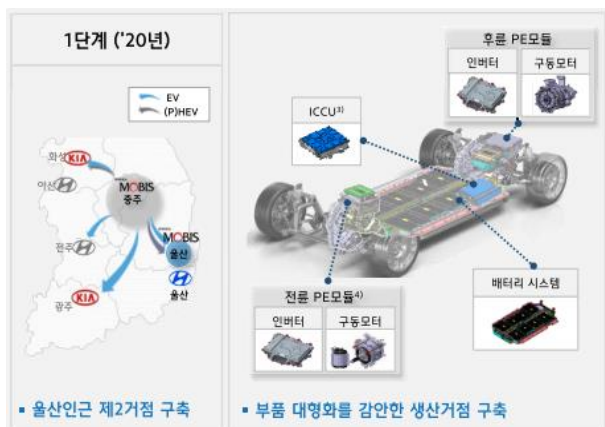
새로운 Cycle의 신차 판매호조를 통한 현대/기아차의 가동률 회복과 동행해 모듈 손익 안정화 시작. 모비스는 이에 더해 1) Sedan 대비 상대적으로 ASP가 높은 SUV 중심 신차 판매증대 및 소비자의 고부가가치 옵션 (Display Audio, In-vehicle Infotainment 등) 채택률 상승을 통해 고수익 (high-single) 핵심부품 매출증가를 기록 중이며, 2) 친환경차 라인업 확대 기조 속 높은 ASP (약 800만원)의 구동시스템 매출 확대 및 수익성 개선 (17년 두 자릿수 적자 → 1H19 BEP 근접)을 누리는 중. 이 같은 외형성장과 이익개선 승수효과는 신차 출시일정 상 21년까지 확대 지속.

## 20년 이후, 신차효과 확대 + 타OE 및 EV 플랫폼 매출인식 시작

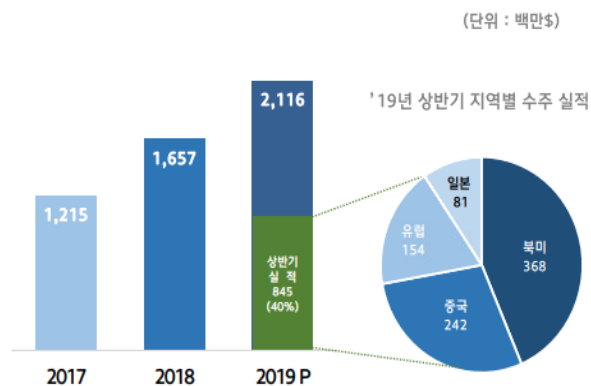
20년부터는 17년부터 본격화됐던 타OE 수주물량 (17년 \$1.22bn, 18년 \$1.66bn, 19년 예상 \$2.12bn)의 매출인식과 EV 전용 플랫폼 (E-GMP, 현재 CAPA 45만대 → 21년 65만대) 관련 매출반영이 시작. 모비스의 매출 성장 및 수익성 개선은 완성차 신차 Cycle 효과를 넘어 중장기적으로 지속될 전망. 기대 이상의 핵심부품 및 전동화 손익 확대를 반영해 19년, 20년 EPS 추정치를 상향하며, 이를 반영해 적정주가를 기존 270,000원에서 300,000원으로 상향.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	35,144.6	2,024.9	1,568.2	16,109	-48.4	301,588	14.4	0.8	6.1	5.4	42.2
2018	35,149.2	2,025.0	1,888.8	19,403	20.4	315,399	12.0	0.7	8.4	6.3	40.3
2019E	37,138.7	2,350.4	2,489.9	25,578	31.8	333,027	9.1	0.7	7.1	7.9	40.6
2020E	39,291.7	2,668.7	2,755.0	28,302	10.6	356,917	8.2	0.7	6.4	8.2	38.1
2021E	41,446.8	2,996.8	3,067.7	31,514	11.4	383,774	7.4	0.6	5.7	8.5	36.7

그림1 20년 이후 EV 플랫폼 매출반영 및 non-captive 타OE 매출인식 시작

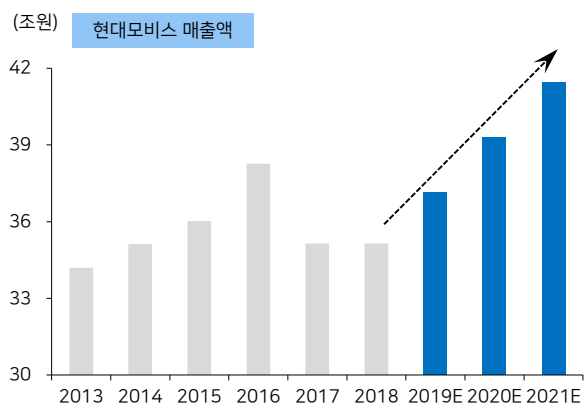


자료: 현대모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

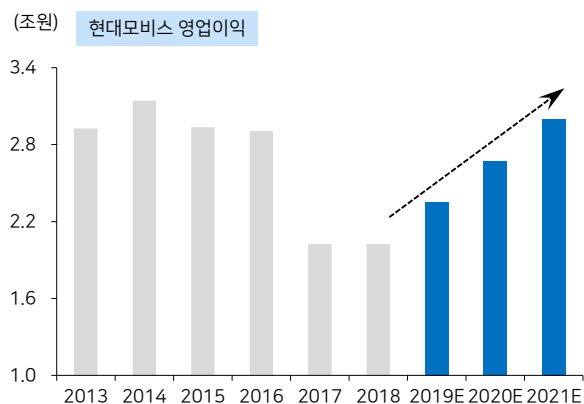


자료: 현대모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 성공적인 완성차 신차 Cycle 개시 및 신규 성장동력 확대로 매출 및 영업이익의 구조적인 Level-up 지속 전망



자료: 현대모비스, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: 현대모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 2Q19 실적, 성공적 신차효과와 우호적 환율효과를 통해 시장기대치 큰 폭으로 상회

(십억원)	2Q19P	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	9,462.3	8,883.5	6.5	8,737.8	8.3	9,246.1	2.3	9,236.8	2.4
영업이익	627.2	531.2	18.1	493.7	27.0	563.1	11.4	558.2	12.4
세전이익	877.2	736.9	19.0	716.1	22.5	802.2	9.4	810.8	8.2
순이익	642.8	553.1	16.2	483.0	33.1	611.1	5.2	605.1	6.2
영업이익률(%)	6.6	6.0		5.7		6.1		6.0	
세전이익률(%)	9.3	8.3		8.2		8.7		8.8	
순이익률(%)	6.8	6.2		5.5		6.6		6.6	

자료: Bloomberg, 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

표2 19년과 20년 모두 연간 시장기대치를 상회하는 실적 기록 전망

(십억원)	2019E			2020E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	37,138.7	36,917.4	0.6	39,291.7	38,882.5	1.1
영업이익	2,350.4	2,240.1	4.9	2,668.7	2,521.8	5.8
세전이익	3,347.9	3,130.1	7.0	3,660.5	3,483.7	5.1
순이익	2,489.9	2,331.5	6.8	2,755.0	2,638.8	4.4
영업이익률(%)	6.3	6.1	-0.2%p	6.8	6.5	-0.2%p
세전이익률(%)	9.0	8.5	-0.1%p	9.3	9.0	-0.1%p
순이익률(%)	6.7	6.3	-0.1%p	7.0	6.8	-0.1%p

자료: Bloomberg, 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

표3 기대 이상의 핵심부품 및 전동화 매출성장 반영 19년과 20년 이익 추정치 상향

(십억원)	2018	2019E	2020E
매출액 - 신규 추정	35,149.2	37,138.7	39,291.7
매출액 - 기존 추정	35,149.2	36,714.0	38,766.9
% change	0.0%	1.2%	1.4%
영업이익 - 신규 추정	2,025.0	2,350.4	2,668.7
영업이익 - 기존 추정	2,025.0	2,245.0	2,468.8
% change	0.0%	4.7%	8.1%
세전이익 - 신규 추정	2,474.9	3,347.9	3,660.5
세전이익 - 기존 추정	2,474.9	3,236.4	3,452.6
% change	0.0%	3.4%	6.0%
지배주주 순이익 - 신규 추정	1,888.8	2,489.9	2,755.0
지배주주 순이익 - 기존 추정	1,888.8	2,414.6	2,594.1
% change	0.0%	3.1%	6.2%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	19,403.4	25,578.4	28,301.7
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	19,403.4	24,804.7	26,649.3
% change	0.0%	3.1%	6.2%

자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

표4 현대모비스 분기 및 연간 실적 Snapshot											
(십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	8,194.3	8,883.5	8,427.3	9,644.0	8,737.8	9,462.3	8,856.7	10,081.9	35,149.2	37,138.7	39,291.7
(%, YoY)	-11.6	7.3	-3.9	9.3	6.6	6.5	5.1	4.5	0.0	5.7	5.8
부품	6,450.4	7,200.6	6,677.2	7,862.9	6,928.9	7,578.3	7,048.1	8,274.2	28,191.1	29,829.4	31,873.7
(%, YoY)	-14.1	8.2	-4.4	10.6	7.4	5.2	5.6	5.2	-0.2	5.8	6.9
AS	1,743.9	1,682.9	1,750.2	1,781.1	1,809.0	1,884.0	1,808.6	1,807.7	6,958.1	7,309.3	7,418.1
(%, YoY)	-0.7	3.6	-2.2	3.9	3.7	11.9	3.3	1.5	1.1	5.0	1.5
OP	449.8	531.2	462.2	581.7	493.7	627.2	585.0	644.4	2,025.0	2,350.4	2,668.7
(%, YoY)	-32.7	7.9	-15.1	82.1	9.8	18.1	26.6	10.8	0.0	16.1	13.5
부품	27.3	115.5	8.9	144.7	39.2	140.7	129.2	190.0	296.5	499.1	806.8
(%, YoY)	-89.1	37.8	-90.4	흑자전환	43.5	21.9	1,344.0	31.3	0.6	68.4	61.6
AS	422.5	415.7	453.3	437.0	454.5	486.5	455.8	454.5	1,728.5	1,851.3	1,861.9
(%, YoY)	1.0	1.7	0.5	-3.3	7.6	17.0	0.5	4.0	-0.1	7.1	0.6
RP	614.7	736.9	572.8	550.5	716.1	877.3	834.9	919.6	2,474.9	3,347.9	3,660.5
(%, YoY)	-36.2	6.8	-22.4	17.4	16.5	19.1	45.8	67.0	-13.5	35.3	9.3
NP	466.5	553.1	448.8	420.4	483.0	642.8	657.9	706.2	1,888.8	2,489.9	2,755.0
(%, YoY)	-38.7	14.9	-6.9	-368.8	3.5	16.2	46.6	68.0	20.4	31.8	10.6
OP margin (%)	5.5	6.0	5.5	6.0	5.7	6.6	6.6	6.4	5.8	6.3	6.8
부품 (%)	0.4	1.6	0.1	1.8	0.6	1.9	1.8	2.3	1.1	1.7	2.5
AS (%)	24.2	24.7	25.9	24.5	25.1	25.8	25.2	25.1	24.8	25.3	25.1
RP margin (%)	7.5	8.3	6.8	5.7	8.2	9.3	9.4	9.1	7.0	9.0	9.3
NP margin (%)	5.7	6.2	5.3	4.4	5.5	6.8	7.4	7.0	5.4	6.7	7.0

자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

**표5 신차효과를 통한 기대 이상의 핵심부품, 전동화 손익 개선 반영해 20년 EPS 추정치를 +6.2% 상향. 조정 EPS에 이익성장기의 밸류에이션 적용해 적정주가 30만원으로 상향**

적정 PER (배, a) - 이익성장기였던 09-12년 완성차 대비 평균 밸류에이션 프리미엄 30%	10.5배
현대모비스 2020년 EPS 추정치 (원, b)	28,302원
Fair Value (원, c = a x b)	297,168원
<b>적정 주가 ('000 rounding, 원)</b>	<b>300,000원</b>
현재 주가 (7월 24일 기준 종가)	232,500원
<b>과리율 (%)</b>	<b>29.0%</b>

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 현대모비스 (012330)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	35,144.6	35,149.2	37,138.7	39,291.7	41,446.8
매출액증가율 (%)	-8.1	0.0	5.7	5.8	5.5
매출원가	30,679.4	30,582.2	32,106.3	33,795.0	35,522.2
매출총이익	4,465.2	4,567.0	5,032.4	5,496.8	5,924.6
판매관리비	2,440.3	2,542.0	2,682.0	2,828.0	2,927.8
영업이익	2,024.9	2,025.0	2,350.4	2,668.7	2,996.8
영업이익률	5.8	5.8	6.3	6.8	7.2
금융손익	59.3	69.6	161.7	108.2	109.1
종속/관계기업손익	811.2	392.5	776.7	864.0	928.0
기타영업외손익	-35.0	-12.1	59.1	19.6	41.4
세전계속사업이익	2,860.4	2,474.9	3,347.9	3,660.5	4,075.3
법인세비용	1,302.7	586.7	849.8	896.8	998.5
당기순이익	1,557.7	1,888.2	2,498.1	2,763.7	3,076.9
지배주주지분 순이익	1,568.2	1,888.8	2,489.9	2,755.0	3,067.7

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	1,948.7	1,610.1	3,011.7	2,356.4	2,086.9
당기순이익(손실)	1,557.7	1,888.2	2,498.1	2,763.7	3,076.9
유형자산상각비	637.3	638.9	714.5	700.9	692.2
무형자산상각비	72.6	75.3	69.0	82.7	85.4
운전자본의 증감	-463.4	-1,298.6	108.6	-670.7	-1,186.4
투자활동 현금흐름	-1,065.5	-944.0	-1,876.6	-1,698.3	-1,440.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-676.9	-531.4	-600.0	-624.0	-642.7
투자자산의 감소(증가)	-61.6	-22.2	-1,103.9	-882.7	-883.6
재무활동 현금흐름	-395.5	-720.6	-557.6	-485.8	-473.7
차입금의 증감	-372.9	-629.8	-186.9	-27.6	-16.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	358.6	-72.8	636.0	172.2	172.4
기초현금	2,050.7	2,409.3	2,335.1	2,971.1	3,143.3
기말현금	2,407.9	2,335.1	2,971.1	3,143.3	3,315.7

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	18,217.8	19,720.5	21,185.0	22,817.0	25,056.9
현금및현금성자산	2,407.9	2,335.1	2,971.1	3,143.3	3,315.7
매출채권	6,047.5	6,444.7	6,685.0	7,465.4	8,703.8
재고자산	2,690.3	2,762.9	2,919.3	3,088.5	3,315.7
비유동자산	23,519.0	23,350.7	24,411.8	25,172.3	25,997.4
유형자산	8,206.4	8,029.5	7,915.0	7,838.1	7,788.6
무형자산	957.0	931.4	917.1	890.7	863.4
투자자산	14,024.9	14,020.7	15,226.9	16,109.6	16,993.2
자산총계	41,736.8	43,071.1	45,596.8	47,989.3	51,054.3
유동부채	7,893.2	8,242.2	9,093.3	9,167.9	9,615.9
매입채무	4,264.7	4,554.3	4,812.1	5,091.1	5,370.3
단기차입금	1,235.5	1,123.2	1,134.4	1,111.7	1,100.6
유동성장기부채	510.7	518.9	493.0	488.1	483.2
비유동부채	4,484.6	4,125.5	4,084.0	4,076.3	4,078.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1,320.4	1,059.0	1,006.1	986.0	976.1
부채총계	12,377.9	12,367.7	13,177.3	13,244.3	13,694.8
자본금	491.1	491.1	491.1	491.1	491.1
자본잉여금	1,407.2	1,396.0	1,396.0	1,396.0	1,396.0
기타포괄이익누계액	-1,044.1	-1,013.3	-1,013.3	-1,013.3	-1,013.3
이익잉여금	28,780.1	30,095.5	31,811.5	34,137.1	36,766.2
비지배주주지분	63.6	72.9	72.9	72.9	58.3
자본총계	29,359.0	30,703.4	32,419.4	34,745.1	37,359.6

## Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	361,035	361,083	381,521	403,639	425,777
EPS(지배주주)	16,109	19,403	25,578	28,302	31,514
CFPS	30,367	31,891	29,974	31,096	33,625
EBITDAPS	28,094	28,139	32,195	35,466	38,774
BPS	301,588	315,399	333,027	356,917	383,774
DPS	3,550	4,000	4,500	4,600	4,700
배당수익률(%)	1.5	1.7	1.9	2.0	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	14.4	12.0	9.1	8.2	7.4
PCR	7.7	7.3	7.8	7.5	6.9
PSR	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
PBR	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
EBITDA	2,734.8	2,739.2	3,134.0	3,452.4	3,774.4
EV/EBITDA	6.1	8.4	7.1	6.4	5.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.4	6.3	7.9	8.2	8.5
EBITDA 이익률	7.8	7.8	8.4	8.8	9.1
부채비율	42.2	40.3	40.6	38.1	36.7
금융비용부담률	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	4.0	3.2	3.6	4.0	4.4
매출채권회전율(x)	5.3	5.6	5.7	5.6	5.1
재고자산회전율(x)	12.7	12.9	13.1	13.1	12.9

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 7월 25일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 7월 25일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 7월 25일 현재 동 자료에 언급된 종목을 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 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)	
2017.07.31	기업브리프	Buy	325,000	김준성	-26.1	-20.8	
2017.10.18	기업브리프	Buy	325,000	김준성	-24.4	-16.0	
2017.11.27	산업분석	Buy	325,000	김준성	-23.3	-15.8	
2018.01.15	산업분석	Buy	325,000	김준성	-23.0	-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	-29.1	-26.5	
2018.10.29	산업브리프	Buy	270,000	김준성	-29.3	-26.5	
2018.11.07	산업분석	Buy	270,000	김준성	-29.1	-20.4	
2019.01.28	기업브리프	Buy	270,000	김준성	-27.1	-16.7	
2019.02.27	산업브리프	Buy	270,000	김준성	-26.6	-16.7	
2019.03.18	산업분석	Buy	270,000	김준성	-24.0	-12.2	
2019.05.27	산업분석	Buy	270,000	김준성	-22.8	-12.2	
2019.07.08	기업브리프	Buy	270,000	김준성	-22.3	-12.2	
2019.07.25	기업브리프	Buy	300,000	김준성	-	-	