

2020. 1. 31



▲ 자동차/타이어

Analyst **김준성**  
02. 6454-4866  
joonsung.kim@meritz.co.kr

RA **이다빈**  
02. 6454-4882  
dabin.lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **320,000 원**

현재주가 (1.30) **237,000 원**

상승여력 **35.0%**

KOSPI 2,148.00pt

시가총액 225,877억원

발행주식수 9,531만주

유동주식비율 67.22%

외국인비중 47.62%

52주 최고/최저가 267,000원/200,000원

평균거래대금 633.5억원

주요주주(%)

기아자동차 외 4 인 30.81

국민연금공단 11.13

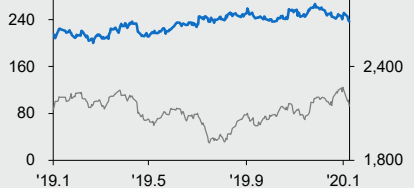
미래에셋자산운용 외 9 인 5.07

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -7.4 -2.9 5.6

상대주가 -5.3 -7.8 8.4

주가그래프



# 현대모비스 012330

## 20년, EV 프리미엄 반영의 시작점

- ✓ 중국 부진에 대한 막연한 우려를 딛고 시장기대치 상회하는 양호한 실적 실현
- ✓ 실적 불확실성에 근거해 발현된 연초 기업가치 조정, 빠르게 회복될 전망
- ✓ 본격적인 기업가치 re-rating 시작은 5월초 전후. 이는 1) 현대/기아차의 경쟁업체 대비 차별화되는 EV 판매성장 (월간 판매) 및 2) 이를 통한 모비스의 완성차 대비 차별화되는 매출 및 이익 개선 (1Q20 실적)을 확인하게 되는 시점. 중장기 EV 성장 Cycle에서의 높은 성장 가시성이 기업가치 프리미엄으로 반영될 전망

### 4Q19 Review, 중국 불확실성을 떨쳐낸 양호한 분기실적 실현

매출 10.4조원 (+7.9% YoY, 이하 YoY)으로 시장기대치 +3.3% 상회. 기아차 국내공장의 신차출시 전 가동률 조정과 현대/기아차 중국 판매부진 영향으로 핵심부품 매출이 감소했으나 (-5.9%), EV 판매확대에 기인한 전동화 매출성장 (+20.5%) · 미국 오하이오 공장 재가동 기저효과 통한 모듈 매출확대 (+12.3%) · 우호적 환율/ 리콜 반영에 근거한 A/S 매출증가 (+8.9%)로 높은 외형성장 지속

영업이익은 6,344억원 (+9.1%)으로 시장기대치 +2.5% 상회. 타OE 매출확보 및 해외 공급거점 증대, 4Q18 단가인하 압력 발현의 기저효과로 중국 영업이익이 전년동기 대비 +1,177억원 회복했으며, 전동화 사업부 또한 매출증가를 통한 고정비 회수를 통해 적자 폭을 크게 축소, A/S는 전년동기와 유사한 24.4%의 높은 수익성을 유지

### EV 수요성장 수혜 통해 업종 내 차별화되는 기업가치 개선 지속될 전망

20년 실적에서는 중국 부진 안정화, 현대/기아차 신차효과 확대 통한 가동률 개선, 연초부터 빠르게 증가할 EV 수요성장 동행 등을 통해 전 사업부의 고른 성장이 보여질 전망. 특히 지난 3년간 지속적인 매출 고속성장 (연평균 성장률 +54.4%)을 통해 적자 폭을 빠르게 줄여온 전동화 사업부는 20년 연중 흑자전환 및 유의미한 손익기여를 기록할 전망. EV의 가파른 판매확대 이면에 내연기관의 판매감소라는 상쇄요인이 존재하는 완성차와 달리, 내연기관에서 EV로의 수요이전 환경 속에서도 기존 사업의 매출축소 요인이 존재하지 않는 모비스는 EV 구동시스템 매출의 폭발적 성장 수혜를 온전히 누릴 수 있는 상황. 중장기 EV 성장세 지속을 통한 완성차 대비 차별화된 매출 및 이익개선 가시성이 발현될 20년, 모비스의 기업가치 프리미엄 부여 시작될 예정. 기존 투자이건 Buy, 적정주가 320,000원을 유지

(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	14.7	0.8	6.2	5.4	42.2
2018	35,149.2	2,025.0	1,888.8	19,403	20.4	315,399	12.2	0.8	8.5	6.3	40.3
2019P	38,048.8	2,359.3	2,290.7	23,532	21.3	333,742	10.1	0.7	7.2	7.2	43.0
2020E	41,487.0	2,666.2	2,786.1	28,622	21.6	357,903	8.3	0.7	6.4	8.3	43.8
2021E	44,783.0	2,971.4	3,080.4	31,644	10.6	384,440	7.5	0.6	5.7	8.5	45.2

**표1 4Q19 실적, 친환경차 판매 호조로 인한 전동화 매출 증가와 모듈 가동률 상승으로 시장기대치 소폭 상회**

(십억원)	4Q19P	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	10,403.7	9,644.0	7.9	9,444.9	10.2	10,069.7	3.3	10,266.4	1.3
영업이익	634.4	581.7	9.1	603.9	5.0	618.8	2.5	638.8	-0.7
세전이익	849.7	550.5	54.4	771.3	10.2	896.7	-5.2	900.0	-5.6
순이익	587.8	420.4	39.8	577.2	1.8	687.4	-14.5	694.0	-15.3
영업이익률(%)	6.1	6.0		6.4		6.1		6.2	
세전이익률(%)	8.2	5.7		8.2		8.9		8.8	
순이익률(%)	5.6	4.4		6.1		6.8		6.8	

자료: Bloomberg, 현대모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

**표2 중국 부진이 안정화될 20년, 신차효과 확산과 전동화 매출 성장 및 타OE 매출 확대로 지속적인 이익 성장 실현 전망**

(십억원)	2019P			2020E		
	메리츠	컨센서스	(% diff.)	메리츠	컨센서스	(% diff.)
매출액	38,048.8	37,680.9	1.0	41,487.0	39,972.9	3.8
영업이익	2,359.3	2,355.4	0.2	2,666.2	2,653.5	0.5
세전이익	3,214.3	3,230.4	-0.5	3,705.3	3,671.3	0.9
순이익	2,290.7	2,415.2	-5.2	2,786.1	2,739.2	1.7
영업이익률(%)	6.2	6.3	-0.2%p	6.4	6.6	-0.2%p
세전이익률(%)	8.4	8.6	-0.1%p	8.9	9.2	-0.1%p
순이익률(%)	6.0	6.4	-0.1%p	6.7	6.9	-0.1%p

자료: Bloomberg, 현대모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

**표3 중국 공장 실적 개선과 가파른 전동화 매출성장 반영하여 20년 이익 추정치 상향**

(십억원)	2018	2019P	2020E
매출액 - 신규 추정	35,149.2	38,048.8	41,487.0
매출액 - 기존 추정	35,149.2	37,911.4	40,076.9
<b>(% diff.)</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.4%</b>	<b>3.5%</b>
영업이익 - 신규 추정	2,025.0	2,359.3	2,666.2
영업이익 - 기존 추정	2,025.0	2,363.7	2,645.0
<b>(% diff.)</b>	<b>0.0%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>0.8%</b>
세전이익 - 신규 추정	2,474.9	3,214.3	3,705.3
세전이익 - 기존 추정	2,474.9	3,242.5	3,696.4
<b>(% diff.)</b>	<b>0.0%</b>	<b>-0.9%</b>	<b>0.2%</b>
지배주주 순이익 - 신규 추정	1,888.8	2,290.7	2,786.1
지배주주 순이익 - 기존 추정	1,888.8	2,334.9	2,775.5
<b>(% diff.)</b>	<b>0.0%</b>	<b>-1.9%</b>	<b>0.4%</b>
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	19,403.4	23,531.7	28,621.7
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	19,403.4	23,985.8	28,512.8
<b>(% diff.)</b>	<b>0.0%</b>	<b>-1.9%</b>	<b>0.4%</b>

자료: 현대모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 현대모비스 분기 및 연간 실적 Snapshot											
(십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	2018	2019P	2020E
<b>매출액</b>	<b>8,194.3</b>	<b>8,883.5</b>	<b>8,427.3</b>	<b>9,644.0</b>	<b>8,737.8</b>	<b>9,462.3</b>	<b>9,444.9</b>	<b>10,403.7</b>	<b>35,149.2</b>	<b>38,048.8</b>	<b>41,487.0</b>
(% YoY)	-11.6	7.3	-3.9	9.3	6.6	6.5	12.1	7.9	0.0	8.2	9.0
부품	6,450.4	7,200.6	6,677.2	7,862.9	6,928.9	7,578.2	7,510.6	8,465.0	28,191.1	30,482.7	33,425.3
(% YoY)	-14.1	8.2	-4.4	10.6	7.4	5.2	12.5	7.7	-0.2	8.1	9.7
전동화	303.6	362.0	427.2	711.8	574.6	659.6	704.6	858.0	1,804.6	2,796.8	4,390.9
(% YoY)	43.1	20.3	32.7	110.2	89.2	82.2	64.9	20.5	53.8	55.0	57.0
부품제조	1,535.1	1,794.7	1,869.1	2,321.6	1,885.9	1,986.4	1,977.1	2,183.8	7,520.5	8,033.2	8,595.6
(% YoY)	-10.6	12.6	11.1	36.4	22.9	10.7	5.8	-5.9	12.3	6.8	7.0
모듈조립	4,611.7	5,043.8	4,381.0	4,829.5	4,468.4	4,932.2	4,828.9	5,423.2	18,866.0	19,652.7	20,438.8
(% YoY)	-17.4	5.9	-12.0	-4.7	-3.1	-2.2	10.2	12.3	-7.5	4.2	4.0
AS	1,743.9	1,682.9	1,750.2	1,781.1	1,809.0	1,884.0	1,934.4	1,938.7	6,958.1	7,566.1	8,061.7
(% YoY)	-0.7	3.6	-2.2	3.9	3.7	11.9	10.5	8.8	1.1	8.7	6.6
<b>OP</b>	<b>449.8</b>	<b>531.2</b>	<b>462.2</b>	<b>581.7</b>	<b>493.7</b>	<b>627.3</b>	<b>603.9</b>	<b>634.4</b>	<b>2,025.0</b>	<b>2,359.3</b>	<b>2,666.2</b>
(% YoY)	-32.7	7.9	-15.1	82.1	9.8	18.1	30.6	9.1	0.0	16.5	13.0
부품	27.3	115.5	8.9	144.7	39.2	140.7	110.5	162.0	296.5	452.4	658.8
(% YoY)	-89.1	37.8	-90.4	흑자전환	43.5	21.9	1,134.9	11.9	0.6	52.6	45.6
AS	422.5	415.7	453.3	437.0	454.5	486.5	493.4	472.4	1,728.5	1,906.8	2,007.4
(% YoY)	1.0	1.7	0.5	-3.3	7.6	17.0	8.8	8.1	-0.1	10.3	5.3
<b>RP</b>	<b>614.7</b>	<b>736.9</b>	<b>572.8</b>	<b>550.5</b>	<b>716.1</b>	<b>877.2</b>	<b>771.3</b>	<b>849.7</b>	<b>2,474.9</b>	<b>3,214.3</b>	<b>3,705.3</b>
(% YoY)	-36.2	6.8	-22.4	17.4	16.5	19.0	34.6	54.4	-13.5	29.9	15.3
<b>NP</b>	<b>466.5</b>	<b>553.1</b>	<b>448.8</b>	<b>420.4</b>	<b>483.0</b>	<b>642.8</b>	<b>577.2</b>	<b>587.8</b>	<b>1,888.8</b>	<b>2,290.7</b>	<b>2,786.1</b>
(% YoY)	-38.7	14.9	-6.9	-368.8	3.5	16.2	28.6	39.8	20.4	21.3	21.6
OP margin (%)	5.5	6.0	5.5	6.0	5.7	6.6	6.4	6.1	5.8	6.2	6.4
부품 (%)	0.4	1.6	0.1	1.8	0.6	1.9	1.5	1.9	1.1	1.5	2.0
AS (%)	24.2	24.7	25.9	24.5	25.1	25.8	25.5	24.4	24.8	25.2	24.9
RP margin (%)	7.5	8.3	6.8	5.7	8.2	9.3	8.2	8.2	7.0	8.4	8.9
NP margin (%)	5.7	6.2	5.3	4.4	5.5	6.8	6.1	5.6	5.4	6.0	6.7

자료: 현대모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

## 현대모비스 (012330)

### Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>35,144.6</b>	<b>35,149.2</b>	<b>38,048.8</b>	<b>41,487.0</b>	<b>44,783.0</b>
매출액증가율 (%)	-8.1	0.0	8.2	9.0	7.9
매출원가	30,679.4	30,582.2	32,826.4	35,712.5	38,464.1
매출총이익	4,465.2	4,567.0	5,222.3	5,774.4	6,318.9
판매관리비	2,440.3	2,542.0	2,863.1	3,108.2	3,347.5
<b>영업이익</b>	<b>2,024.9</b>	<b>2,025.0</b>	<b>2,359.3</b>	<b>2,666.2</b>	<b>2,971.4</b>
영업이익률	5.8	5.8	6.2	6.4	6.6
금융손익	59.3	69.6	5.2	22.0	-37.4
중속/관계기업손익	811.2	392.5	708.9	996.4	1,117.7
기타영업외손익	-35.0	-12.1	140.9	20.7	44.8
세전계속사업이익	2,860.4	2,474.9	3,214.3	3,705.3	4,096.5
법인세비용	1,302.7	586.7	920.0	915.2	1,011.8
<b>당기순이익</b>	<b>1,557.7</b>	<b>1,888.2</b>	<b>2,294.3</b>	<b>2,790.1</b>	<b>3,084.7</b>
지배주주지분 손이익	1,568.2	1,888.8	2,290.7	2,786.1	3,080.4

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,948.7</b>	<b>1,610.1</b>	<b>3,236.9</b>	<b>2,226.4</b>	<b>1,931.1</b>
당기순이익(손실)	1,557.7	1,888.2	2,294.3	2,790.1	3,084.7
유형자산상각비	637.3	638.9	743.1	754.3	766.7
무형자산상각비	72.6	75.3	68.6	81.7	83.9
운전자본의 증감	-463.4	-1,298.6	277.3	-858.5	-1,416.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,065.5</b>	<b>-944.0</b>	<b>-2,085.8</b>	<b>-1,462.9</b>	<b>-1,153.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-676.9	-531.4	-600.0	-636.0	-661.4
투자자산의감소(증가)	-61.6	-22.2	-1,023.3	-1,409.7	-1,351.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-395.5</b>	<b>-720.6</b>	<b>-559.6</b>	<b>-488.4</b>	<b>-514.1</b>
차입금의 증감	-372.9	-629.8	-208.1	-31.3	-18.1
자본의 증가	0.0	0.0	-6.3	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	358.6	-72.8	708.8	275.1	263.7
기초현금	2,050.7	2,409.3	2,335.1	3,043.9	3,319.0
기말현금	2,407.9	2,335.1	3,043.9	3,319.0	3,582.6

### Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>18,217.8</b>	<b>19,720.5</b>	<b>21,704.2</b>	<b>24,091.8</b>	<b>27,073.8</b>
현금및현금성자산	2,407.9	2,335.1	3,043.9	3,319.0	3,582.6
매출채권	6,047.5	6,444.7	6,848.8	7,882.5	9,404.4
재고자산	2,690.3	2,762.9	2,990.8	3,261.1	3,582.6
<b>비유동자산</b>	<b>23,519.0</b>	<b>23,350.7</b>	<b>24,759.4</b>	<b>26,010.4</b>	<b>27,252.4</b>
유형자산	8,206.4	8,029.5	7,886.4	7,768.1	7,662.9
무형자산	957.0	931.4	911.6	880.0	847.9
투자자산	14,024.9	14,020.7	15,600.0	17,009.7	18,361.0
<b>자산총계</b>	<b>41,736.8</b>	<b>43,071.1</b>	<b>46,463.6</b>	<b>50,102.1</b>	<b>54,326.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>7,893.2</b>	<b>8,242.2</b>	<b>9,938.2</b>	<b>11,223.9</b>	<b>12,855.0</b>
매입채무	4,264.7	4,554.3	4,930.0	5,375.5	5,802.6
단기차입금	1,235.5	1,123.2	1,291.6	1,265.8	1,253.1
유동성장기부채	510.7	518.9	544.9	539.4	534.0
<b>비유동부채</b>	<b>4,484.6</b>	<b>4,125.5</b>	<b>4,036.3</b>	<b>4,037.1</b>	<b>4,046.8</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1,320.4	1,059.0	953.1	934.1	924.7
<b>부채총계</b>	<b>12,377.9</b>	<b>12,367.7</b>	<b>13,974.5</b>	<b>15,261.0</b>	<b>16,901.8</b>
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	31,626.2	33,978.3	36,576.2
비지배주주지분	63.6	72.9	72.9	72.9	58.3
<b>자본총계</b>	<b>29,359.0</b>	<b>30,703.4</b>	<b>32,489.1</b>	<b>34,841.1</b>	<b>37,424.4</b>

### Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	361,035	361,083	390,870	426,190	460,049
EPS(지배주주)	16,109	19,403	23,532	28,622	31,644
CFPS	30,367	31,891	33,426	31,689	34,387
EBITDAPS	28,094	28,139	32,575	35,978	39,262
BPS	301,588	315,399	333,742	357,903	384,440
DPS	3,500	4,000	4,500	5,000	5,500
배당수익률(%)	1.5	1.7	1.9	2.1	2.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	14.7	12.2	10.1	8.3	7.5
PCR	7.8	7.4	7.1	7.5	6.9
PSR	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
PBR	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
EBITDA	2,734.8	2,739.2	3,171.0	3,502.2	3,821.9
EV/EBITDA	6.2	8.5	7.2	6.4	5.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	5.4	6.3	7.2	8.3	8.5
EBITDA 이익률	7.8	7.8	8.3	8.4	8.5
부채비율	42.2	40.3	43.0	43.8	45.2
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	5.2
재고자산회전율(x)	12.7	12.9	13.2	13.3	13.1

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 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	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2019년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**현대모비스 (012330) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.03.29	산업브리프	Buy	320,000	김준성	-27.6	-17.3	
2018.07.27	기업브리프	Buy	300,000	김준성	-25.0	-21.0	
2018.10.12	산업브리프	Buy	270,000	김준성	-22.3	-12.2	
2019.07.25	기업브리프	Buy	300,000	김준성	-18.7	-15.8	
2019.09.18	산업분석	Buy	320,000	김준성	-	-	