2020. 7. 27

현대모비스 012330

성장과 동행한 수확의 시기, 아직 미지수

▲ 자동차/타이어
Analyst **김준성**
02. 6454-4866
joonsung.kim@meritz.co.kr

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

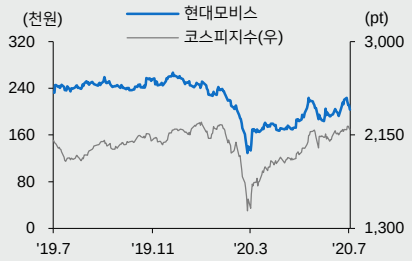
- ✓ 아쉬운 2Q20 실적, 전방업체 가동 중단과 딜러 영업 중단 영향으로 부진한 모습
- ✓ 2H20과 21년, C19로부터의 회복 이어지며 점진적 이익 개선 전망 (영업이익, 3Q20 –17%, 4Q20 +3%, 21년 +52% 예상)
- ✓ 성장의 중심 축인 전동화 사업은 현대 · 기아차의 차별화된 BEV 판매 증가를 통해 고속 성장세 유지. 다만, 지속적인 투자 증가로 비용을 넘어서는 이익 실현의 시점이 미지수로 남아 있다는 점은 아쉬운 상황. 기존 투자의견과 적정주가 유지

Buy

적정주가 (12 개월)	**240,000 원**
현재주가 (7.24)	**203,500 원**
상승여력	**17.9%**
KOSPI	2,200.44pt
시가총액	193,436억원
발행주식수	9,505만주
유동주식비율	67.08%
외국인비중	44.74%
52주 최고/최저가	267,000원/129,000원
평균거래대금	718.8억원
주요주주(%)	
기아자동차 외 6 인	31.22
국민연금공단	11.57
미래에셋자산운용 외 9 인	5.08

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.7	-19.1	-12.5
상대주가	-2.5	-17.4	-17.2

주가그래프



2Q20 Review, 전동화 성장 지속됐으나 고정비 부담 확대로 아쉬운 실적

매출 7.54조원 (–20% YoY, 이하 YoY)으로 시장 기대치에 부합했다. C19에 의한 현대 · 기아차 글로벌 생산량 감소 (–36%) 영향으로, 핵심부품 (1.52조원, –23%) · 모듈 (3.58조원, –12%) 매출이 감소했고 북미 · 유럽 딜러 영업중단으로 A/S 매출 또한 (1.44조원, –24%) 역성장하였다. 그러나 전동화 부문은 현대 · 기아차 친환경차 판매 성장 (+48%)과 동행한 고속 성장 (+50%)을 이어갔다. 전동화 부문은 현대 · 기아차의 BEV 신차 효과가 시작된 1Q18 이후 10개 분기 연속 YoY 매출 증가를 기록 중이다.

영업이익은 1,687억원 (–73%)으로 시장 기대치를 –13% 하회했다. 매출 감소에 따른 고정비 부담 확대가 발목을 잡았다. 이익 기여도가 높은 A/S 부문 (19년 기준 연간 영업이익의 81%)의 수익성 훼손 (영업이익률 19.6%, –6.2%)이 기대치 하회 근거이다.

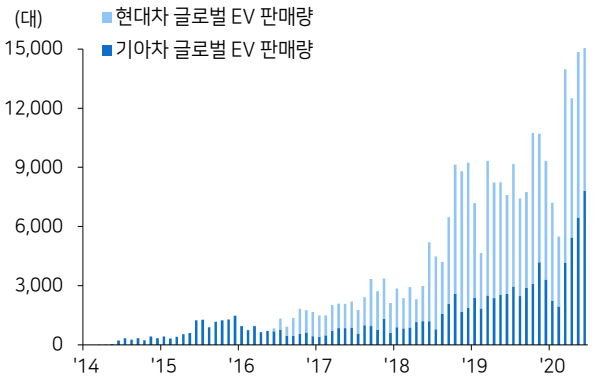
성장의 중심 전동화, 매출 성장 가시성 두드러지나 손익 기여는 미지수

현대 · 기아차의 친환경차 판매 성장이 지속 중이다. 특히 BEV (순수 전기차)에서의 차별화된 경쟁력 발현과 점유율 상승이 인상적이다. C19 영향과 무관한 BEV 판매 증가 (양 사 합산 BEV 판매 성장률, 17년 +98%, 18년 +125%, 19년 +65%, 1Q20 +26%, 2Q20 +96%)는 차별화된 시장 점유율 확장으로 이어지고 있다. 양 사 합산 글로벌 BEV 시장 판매 순위는 17년 13등, 18년 8등, 19년 5등, 1Q20 3등, 2Q20 2등이다.

전방업체 선전에 동행하여 모비스의 전동화 매출 성장이 지속될 전망이다 (매출, 17년 1.2조원, 18년 1.8조원, 19년 2.8조원, 20년E 3.9조원, 21년E 5.6조원, 22년E 7.3조원). 문제는 투자이다. BEV 핵심부품 기술 고도화를 이끌고 있어 R&D 증가가 가파르다. 대부분 자산화 없이 비용 처리 중인 R&D는 매년 약 1,000억원씩 늘고 있다. 연구개발의 중심에 서 있는 모비스가 비용 증가를 넘어서는 이익 증대 효과를 보기 위해서는 B2C (제조 · 서비스) 사업을 영위 중인 완성차 업체보다 더 긴 시간이 걸릴 수 있다.

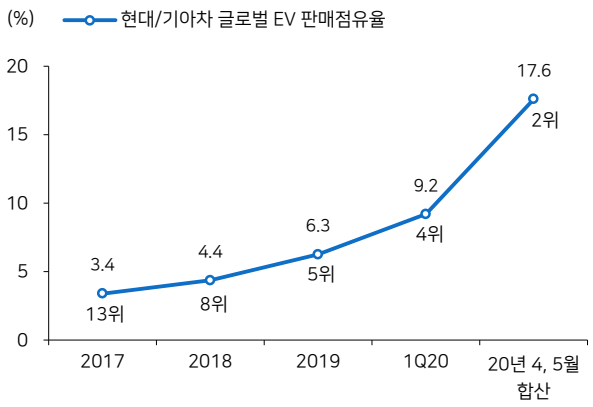
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	35,149.2	2,025.0	1,888.8	19,403	20.4	315,399	10.5	0.6	7.3	6.3	40.3
2019	38,048.8	2,359.3	2,290.7	23,532	21.3	332,926	8.6	0.6	6.0	7.3	43.8
2020E	36,110.9	1,683.3	1,791.0	18,398	-21.8	344,377	11.1	0.6	7.5	5.4	40.0
2021E	41,611.9	2,552.1	2,709.3	27,833	51.3	368,499	7.3	0.6	5.3	7.8	39.8
2022E	45,508.5	2,816.4	3,004.3	30,862	10.9	395,180	6.6	0.5	4.8	8.1	41.4

그림1 현대/기아차 글로벌 EV 판매량 빠르게 증가



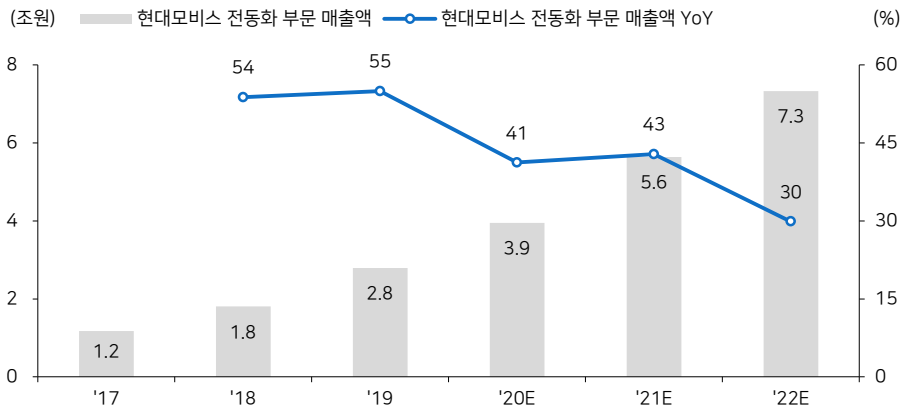
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 글로벌 EV 판매 점유율 또한 가파른 상승세



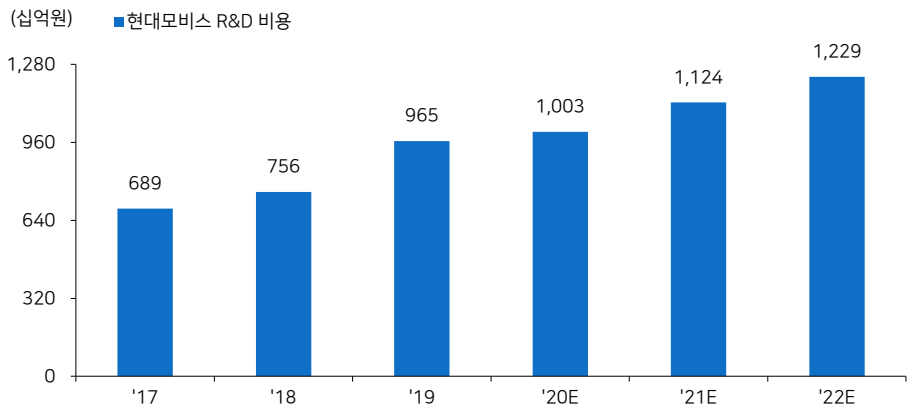
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 전방업체 선전에 동행하여 모비스 전동화 매출 성장 지속 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 다만, 늘어나는 개발 비용을 상쇄할만한 수익성 확보에는 시간이 걸릴 수 있다고 판단



자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 2Q20 영업이익, 전방업체 가동 중단 및 AS 매출 감소에 따른 고정비 부담 확대로 시장기대치 하회

(십억원)	2Q20P	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	**7,535.5**	9,462.3	-20.4	8,423.0	-10.5	7,454.5	1.1	7,430.3	1.4
영업이익	**168.7**	627.3	-73.1	360.9	-53.2	194.0	-13.0	211.1	-20.1
세전이익	**259.8**	877.2	-70.4	501.8	-48.2	341.0	-23.8	351.1	-26.0
순이익	**234.2**	642.8	-63.6	354.5	-33.9	240.2	-2.5	263.0	-10.9
영업이익률(%)	**2.2**	6.6		4.3		2.6		2.8	
세전이익률(%)	**3.4**	9.3		6.0		4.6		4.7	
순이익률(%)	**3.1**	6.8		4.2		3.2		3.5	

자료: Bloomberg, 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

표2 2H20과 21년, C19로부터의 회복 이어지며 점진적 이익 개선 전망

	2020E			2021E		
(십억원)	메리츠	컨센서스	(% diff.)	메리츠	컨센서스	(% diff.)
매출액	**36,110.9**	35,639.5	1.3	**41,611.9**	40,803.9	2.0
영업이익	**1,683.3**	1,660.6	1.4	**2,552.1**	2,535.1	0.7
세전이익	**2,418.7**	2,398.7	0.8	**3,606.5**	3,549.9	1.6
순이익	**1,791.0**	1,763.6	1.6	**2,709.3**	2,653.5	2.1
영업이익률(%)	**4.7**	4.7	-0.2%p	**6.1**	6.2	-0.2%p
세전이익률(%)	**6.7**	6.7	-0.1%p	**8.7**	8.7	-0.1%p
순이익률(%)	**5.0**	4.9	-0.1%p	**6.5**	6.5	-0.1%p

자료: Bloomberg, 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

표3 성장을 이끄는 전동화 부문, 지속적인 투자 증가로 비용을 넘어서는 이익 실현의 시점이 미지수로 남아 있다는 점은 아쉬운 상황. 기존 이익추정치 유지

(십억원)	2019	2020E	2021E
매출액 - 신규 추정	38,048.8	36,110.9	41,611.9
매출액 - 기존 추정	38,048.8	36,117.6	42,121.7
(% diff.)	**0.0%**	**0.0%**	**-1.2%**
영업이익 - 신규 추정	2,359.3	1,683.3	2,552.1
영업이익 - 기존 추정	2,359.3	1,714.0	2,638.6
(% diff.)	**0.0%**	**-1.8%**	**-3.3%**
세전이익 - 신규 추정	3,214.3	2,418.7	3,606.5
세전이익 - 기존 추정	3,214.3	2,434.4	3,733.6
(% diff.)	**0.0%**	**-0.6%**	**-3.4%**
지배주주 순이익 - 신규 추정	2,290.7	1,791.0	2,709.3
지배주주 순이익 - 기존 추정	2,290.7	1,802.4	2,764.8
(% diff.)	**0.0%**	**-0.6%**	**-2.0%**
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	23,531.7	18,398.3	27,832.5
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	23,531.7	18,515.6	28,402.9
(% diff.)	**0.0%**	**-0.6%**	**-2.0%**

자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

표4 현대모비스 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	**8,737.8**	**9,462.3**	**9,444.9**	**10,403.7**	**8,423.0**	**7,535.5**	**9,194.1**	**10,958.3**	**38,048.8**	**36,110.9**	**41,611.9**
(% YoY)	6.6	6.5	12.1	7.9	-3.6	-20.4	-2.7	5.3	8.2	-5.1	15.2
부품	6,928.9	7,578.2	7,510.6	8,465.0	6,536.1	6,092.5	7,336.5	9,063.5	30,482.6	29,028.5	34,433.7
(% YoY)	7.4	5.2	12.5	7.7	-5.7	-19.6	-2.3	7.1	8.1	-4.8	18.6
전동화	574.6	659.6	704.6	857.7	702.4	989.8	1,028.1	1,229.4	2,796.4	3,949.7	5,641.8
(% YoY)	89.2	82.2	64.9	20.5	22.2	50.1	45.9	43.3	55.0	41.2	42.8
부품제조	1,885.9	1,986.4	1,977.1	2,183.9	1,782.9	1,521.7	2,009.5	2,433.8	8,033.3	7,747.9	9,031.9
(% YoY)	22.9	10.7	5.8	-5.9	-5.5	-23.4	1.6	11.4	6.8	-3.6	16.6
모듈조립	4,468.4	4,932.2	4,828.9	5,423.4	4,050.8	3,580.9	4,298.9	5,400.3	19,652.9	17,330.9	19,759.9
(% YoY)	-3.1	-2.2	10.2	12.3	-9.3	-27.4	-11.0	-0.4	4.2	-11.8	14.0
AS	1,809.0	1,884.0	1,934.4	1,938.7	1,886.9	1,443.0	1,857.6	1,894.8	7,566.1	7,082.4	7,178.2
(% YoY)	3.7	11.9	10.5	8.9	4.3	-23.4	-4.0	-2.3	8.7	-6.4	1.4
OP	**493.7**	**627.3**	**603.9**	**634.4**	**360.9**	**168.7**	**498.7**	**655.0**	**2,359.3**	**1,683.3**	**2,552.1**
(% YoY)	9.8	18.1	30.6	9.1	-26.9	-73.1	-17.4	3.2	16.5	-28.7	51.6
부품	39.2	140.7	110.5	162.0	-89.9	-114.5	80.7	181.3	452.4	57.5	757.5
(% YoY)	43.5	21.9	1,134.9	11.9	-329.4	-181.4	-27.0	11.9	52.6	-87.3	1,216.8
AS	454.5	486.5	493.4	472.4	450.8	283.3	418.0	473.7	1,906.8	1,625.8	1,794.6
(% YoY)	7.6	17.0	8.8	8.1	-0.8	-41.8	-15.3	0.3	10.3	-14.7	10.4
RP	**716.1**	**877.2**	**771.3**	**849.7**	**501.8**	**259.8**	**727.1**	**930.0**	**3,214.3**	**2,418.7**	**3,606.5**
(% YoY)	16.5	19.0	34.6	54.4	-29.9	-70.4	-5.7	9.4	29.9	-24.8	49.1
NP	**483.0**	**642.8**	**577.2**	**587.8**	**354.5**	**234.2**	**552.0**	**650.3**	**2,290.7**	**1,791.0**	**2,709.3**
(% YoY)	3.5	16.2	28.6	39.8	-26.6	-63.6	-4.4	10.6	21.3	-21.8	51.3
OP margin (%)	5.7	6.6	6.4	6.1	4.3	2.2	5.4	6.0	6.2	4.7	6.1
부품 (%)	0.6	1.9	1.5	1.9	-1.4	-1.9	1.1	2.0	1.5	0.2	2.2
AS (%)	25.1	25.8	25.5	24.4	23.9	19.6	22.5	25.0	25.2	23.0	25.0
RP margin (%)	8.2	9.3	8.2	8.2	6.0	3.4	7.9	8.5	8.4	6.7	8.7
NP margin (%)	5.5	6.8	6.1	5.6	4.2	3.1	6.0	5.9	6.0	5.0	6.5

자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

현대모비스 (012330)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**35,149.2**	**38,048.8**	**36,110.9**	**41,611.9**	**45,508.5**
매출액증가율 (%)	0.0	8.2	-5.1	15.2	9.4
매출원가	30,582.2	32,819.6	31,552.5	35,948.1	39,290.0
매출총이익	4,567.0	5,229.2	4,558.4	5,663.7	6,218.5
판매관리비	2,542.0	2,869.9	2,875.1	3,111.7	3,402.1
영업이익	**2,025.0**	**2,359.3**	**1,683.3**	**2,552.1**	**2,816.4**
영업이익률	5.8	6.2	4.7	6.1	6.2
금융손익	69.6	143.3	55.1	49.6	-6.9
종속/관계기업손익	392.5	708.9	623.9	949.6	1,135.6
기타영업외손익	-12.1	2.8	56.4	55.2	54.1
세전계속사업이익	2,474.9	3,214.3	2,418.7	3,606.5	3,999.2
법인세비용	586.7	920.0	631.6	901.6	999.8
당기순이익	**1,888.2**	**2,294.3**	**1,787.1**	**2,704.9**	**2,999.4**
지배주주지분 순이익	1,888.8	2,290.7	1,791.0	2,709.3	3,004.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**1,610.1**	**2,644.1**	**2,038.5**	**2,904.5**	**2,604.9**
당기순이익(손실)	1,888.2	2,294.3	1,787.1	2,704.9	2,999.4
유형자산상각비	638.9	751.5	787.3	809.1	815.0
무형자산상각비	75.3	69.6	66.8	65.6	64.5
운전자본의 증감	-1,298.6	-502.0	-222.2	-14.3	-521.7
투자활동 현금흐름	**-944.0**	**-720.2**	**-1,457.0**	**-1,926.5**	**-1,818.7**
유형자산의증가(CAPEX)	-531.4	-789.4	-813.1	-829.4	-846.0
투자자산의감소(증가)	-22.2	-0.2	670.6	-2,200.4	-1,558.6
재무활동 현금흐름	**-720.6**	**-972.0**	**-22.9**	**-372.9**	**-357.5**
차입금의 증감	-629.8	-439.5	341.4	-20.1	19.9
자본의 증가	0.0	-322.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-72.8	1,006.9	630.2	605.1	428.6
기초현금	2,409.3	2,336.4	3,342.0	3,972.2	4,577.3
기말현금	2,335.1	3,342.0	3,972.2	4,577.3	5,005.9

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	19,720.5	21,504.6	22,050.4	22,912.7	25,513.4
현금및현금성자산	2,335.1	3,342.0	3,972.2	4,577.3	5,005.9
매출채권	6,444.7	6,949.2	6,861.1	7,490.1	8,191.5
재고자산	2,762.9	3,034.2	3,250.0	3,329.0	3,640.7
비유동자산	23,350.7	25,101.4	24,895.6	27,228.5	28,894.1
유형자산	8,029.5	8,605.4	8,725.4	8,745.7	8,776.7
무형자산	931.4	914.0	887.2	871.6	857.1
투자자산	14,020.7	14,660.4	14,444.4	16,644.8	18,203.4
자산총계	**43,071.1**	**46,606.1**	**46,945.9**	**50,141.2**	**54,407.5**
유동부채	8,242.2	8,962.3	8,185.2	8,886.9	10,432.4
매입채무	4,554.3	4,798.3	4,553.9	5,247.7	5,739.1
단기차입금	1,123.2	1,270.4	1,524.5	1,509.2	1,524.3
유동성장기부채	518.9	321.5	482.2	477.4	482.1
비유동부채	4,125.5	5,234.2	5,236.3	5,381.7	5,505.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1,059.0	1,152.5	1,210.1	1,198.0	1,210.0
부채총계	**12,367.7**	**14,196.4**	**13,421.6**	**14,268.6**	**15,937.6**
자본금	491.1	491.1	491.1	491.1	491.1
자본잉여금	1,396.0	1,397.9	1,397.9	1,397.9	1,397.9
기타포괄이익누계액	-1,013.3	-822.8	-822.8	-822.8	-822.8
이익잉여금	30,095.5	31,656.8	32,718.6	35,082.7	37,692.7
비지배주주지분	72.9	79.6	79.6	63.7	50.9
자본총계	**30,703.4**	**32,409.6**	**33,524.4**	**35,872.6**	**38,469.9**

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	361,083	390,870	370,962	427,473	467,502
EPS(지배주주)	19,403	23,532	18,398	27,833	30,862
CFPS	31,891	36,146	24,584	29,983	32,118
EBITDAPS	28,139	32,671	26,065	35,203	37,967
BPS	315,399	332,926	344,377	368,499	395,180
DPS	4,000	4,000	3,500	4,000	4,500
배당수익률(%)	2.0	2.0	1.7	2.0	2.2
Valuation(Multiple)					
PER	10.5	8.6	11.1	7.3	6.6
PCR	6.4	5.6	8.3	6.8	6.3
PSR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
PBR	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
EBITDA	2,739.2	3,180.3	2,537.3	3,426.8	3,695.9
EV/EBITDA	7.3	6.0	7.5	5.3	4.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.3	7.3	5.4	7.8	8.1
EBITDA 이익률	7.8	8.4	7.0	8.2	8.1
부채비율	40.3	43.8	40.0	39.8	41.4
금융비용부담률	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	3.2	3.1	2.5	3.7	4.0
매출채권회전율(x)	5.6	5.7	5.2	5.8	5.8
재고자산회전율(x)	12.9	13.1	11.5	12.7	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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

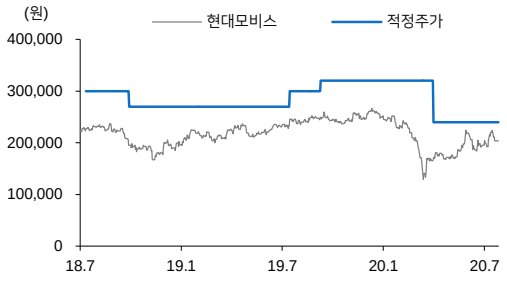
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

2020년 6월 30일 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	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
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	-27.7	-16.6
2020.04.06	산업분석	Buy	240,000	김준성	-	-

주가 및 적정주가 변동추이