



▲ 자동차/타이어

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

Buy

적정주가 (12개월)	345,000 원
현재주가 (4.23)	290,500 원
상승여력	18.8%
KOSPI	3,186.10pt
시가총액	275,374억원
발행주식수	9,479만주
유동주식비율	65.67%
외국인비중	38.73%
52주 최고/최저가	361,000원/167,500원
평균거래대금	1,730.2억원
주요주주(%)	
기아 외 7 인	31.30
국민연금공단	10.52
미래에셋자산운용 외 9 인	5.10
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	1.4 23.9 64.1
상대주가	-4.4 -8.2 -1.4

주가그래프

현대모비스 012330

불편한 진실

- ✓ 모비스 1Q21 실적, 컨센서스 하회
- ✓ 기업가치 평가의 기준이 되어왔던 현대 · 기아와의 비교 관점에서, 단기 실적 · 미래 성장 동력의 성과 · 장기 손익 가이던스 모두 불편한 차이가 발생 중
- ✓ 완성차 대비 적정 PER 프리미엄을 기준 +20%에서 +10%로 하향하며, 21년 연간 EPS 추정치 또한 기존 대비 -6% 하향. 이를 반영해 적정주가 345,000원으로 조정
- ✓ 현대 · 기아 대비 기업가치 상승 상대 매력도 비교열위라고 판단

단기 실적 · 성장 동력 · 장기 전망 모두에서 아쉬움이 존재하는 모비스

모비스에 대한 투자판단은 연결 매출의 90% 이상이 발생되는 현대 · 기아와의 상대비교 관점에서 이루어지는 경우가 대부분이다. 이 같은 맥락에서 최근 발표된 단기 실적 · 미래 성장 동력 성과 · 장기 손익 전망에서의 차이는 매우 불편하다.

단기 실적: 모비스 1Q21 영업이익은 컨센서스를 -20% 하회했다. 컨센서스를 상회한 현대 · 기아와 차이가 크다. 현대 · 기아 1Q21 영업이익률은 각각 5년, 7년만에 6%대를 회복했다. 지난 5~7년전 마찬가지로 6%대 영업이익률을 영위했던 모비스 부품 사업부 1Q21 성과는 20년 연간 0.9%와 유사한 0.7%에 불과하다.

성장 동력: 모비스 매출 성장 중심축은 전동화 부문이다. 이를 제외하면 연결 매출은 5년째 정체다. 수익성이 어렵다. 지난 17년 1.17조원이었던 전동화 부문 매출은 올해까지 약 다섯 배 증가가 예상된다. 현대 · 기아 BEV 판매 증가와 동행한 결과다. 그러나 높은 매출 성장에도 불구하고, 이번 1Q21를 포함해 수년 째 적자 지속이다.

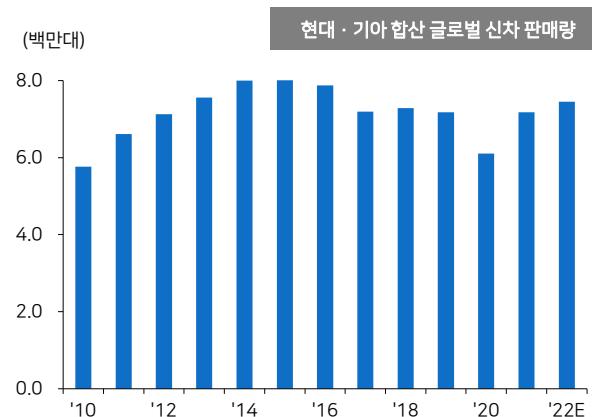
장기 전망: 전동화 적자의 이유는 비용 증가이다. 지난 10년간 모비스의 연간 연구 개발 비용은 0.27조원에서 1.01조원으로 증가했다. 이 같은 상황에서 모비스는 이 달 초 25년까지 이 비용이 1.7조원으로 증가한다는 비용집행 계획을 발표했다. 실제 개선으로 이어지지 못하는 비용 증가는 부담스럽다. 작년 말과 올해 초 공격적 25년 수익성 목표 (현대 8.0% · 기아 7.9%)를 제시한 완성차와 다른 행보다.

현대 · 기아 대비 기업가치 상승 상대 매력도 비교열위

21년 영업이익 개선 폭은 현대 +373%, 기아 +201%, 모비스 +76%로 전망되나, 21년 기준 PER은 현대 8.1배, 기아 7.4배, 모비스 10.5배이다. 완성차 대비 모비스의 상대주가 매력도가 높다고 할 수 없다. 완성차 대비 적정 PER 프리미엄을 기준 +20%에서 +10%로 낮추며, 이를 조정 21년 EPS에 적용해 적정주가를 하향한다.

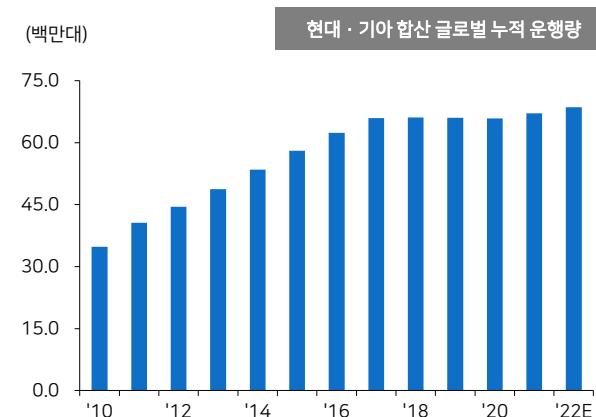
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	35,149.2	2,025.0	1,888.8	19,403	20.4	315,399	15.0	0.9	10.4	6.3	40.3
2019	38,048.8	2,359.3	2,290.7	23,532	21.3	332,926	12.3	0.9	8.7	7.3	43.8
2020	36,626.5	1,830.3	1,529.1	15,709	-33.2	342,361	18.5	0.8	10.1	4.7	45.5
2021E	41,260.5	2,405.1	2,692.9	27,663	76.1	366,021	10.5	0.8	8.1	7.8	46.0
2022E	44,106.1	2,635.9	3,044.7	31,278	13.1	393,337	9.3	0.7	7.3	8.2	43.9

그림1 과거와 같은 양적 팽창을 목표하지 않는 현대·기아



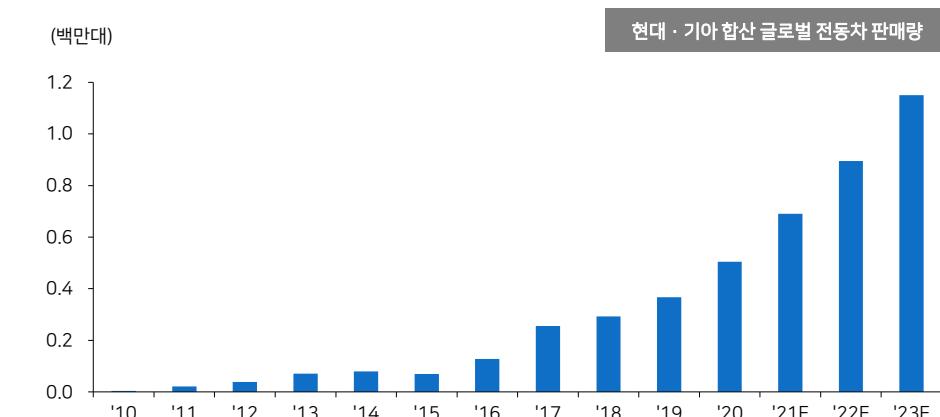
자료: 현대차, 기아, 메리츠증권 리서치센터

그림2 양 사의 글로벌 UIO 또한 성장을 둔화 시작



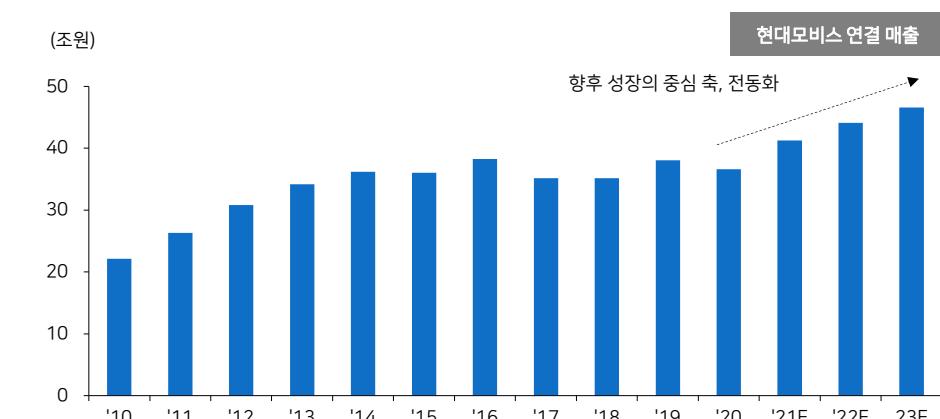
자료: 현대차, 기아, 메리츠증권 리서치센터

그림3 현대차그룹의 '제조' 영역에서 고속 성장이 기대되는 사업 부문은 전동화 (BEV)



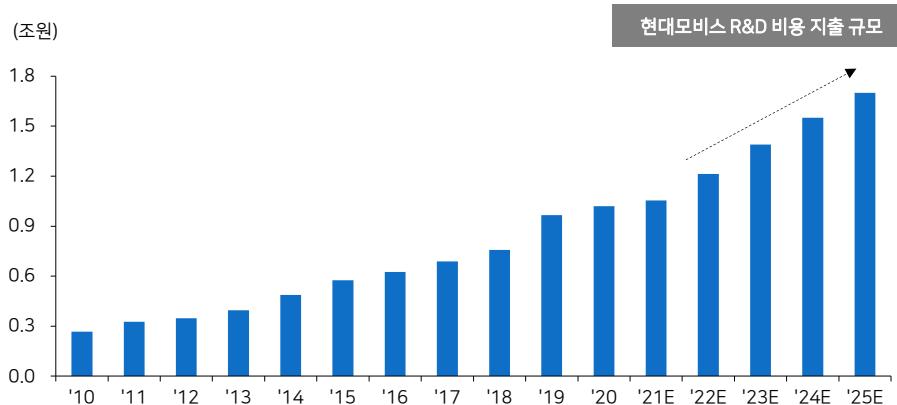
자료: 현대차, 기아, 메리츠증권 리서치센터

그림4 16년까지 매출 성장을 주도했던 AS·모듈 부문 이제 정체, 앞으로의 성장 축 전동화



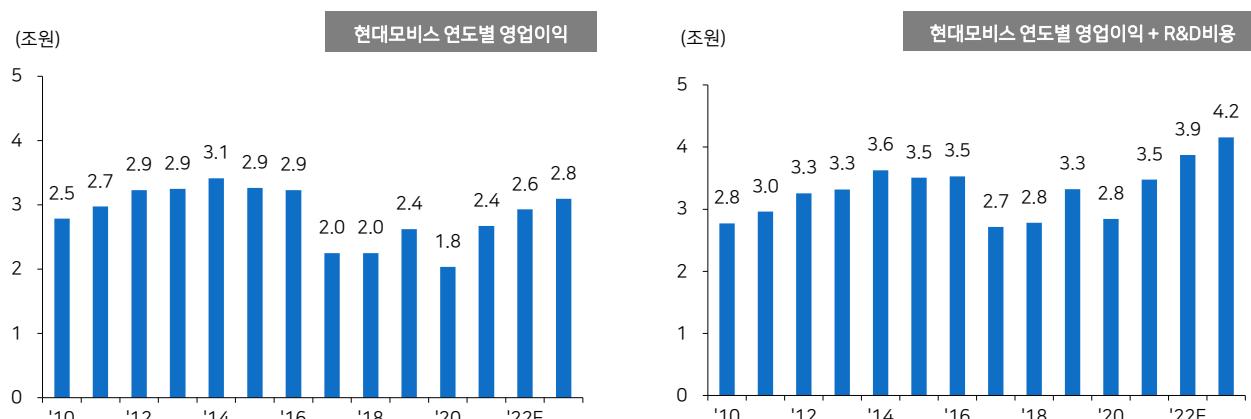
자료: 모비스, 메리츠증권 리서치센터

**그림5 가파르게 증가하고 있는 연구개발비, 주로 전동화 및 관련 파생 사업에 투자
투자 확장이 기업 가치 상승으로 이어지려면 투자 결과에 대한 긍정적 기대 필요**



자료: 모비스, 메리츠증권 리서치센터

**그림6 연구개발비 반영 이후 영업이익 vs. 연구개발비 미반영 영업이익 → 지난 10년의 투자는 아직 실적 부양 근거로 미작동
투자에 따른 수확의 시기 · 과실의 크기를 가늠할 근거가 발현되어야, 투자 규모와 기업가치의 방향이 동행 가능할 것**



자료: 모비스, 메리츠증권 리서치센터

자료: 모비스, 메리츠증권 리서치센터

표1 1Q21 영업이익, 저조한 부품 수익성 실현으로 동일 영업 환경 내에서 현대 · 기아와 달리 컨센서스 크게 하회

(십억원)	1Q21P	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	9,815.8	8,423.0	16.5	10,676.4	-8.1	9,723.3	1.0	9,211.8	6.6
영업이익	490.4	360.9	35.9	702.3	-30.2	613.7	-20.1	619.7	-20.9
세전이익	824.6	501.8	64.3	842.1	-2.1	840.6	-1.9	881.8	-6.5
순이익	599.8	348.4	72.1	584.2	2.7	611.0	-1.8	660.9	-9.2
영업이익률(%)	5.0	4.3		6.6		6.3		6.7	
세전이익률(%)	8.4	6.0		7.9		8.6		9.6	
순이익률(%)	6.1	4.1		5.5		6.3		7.2	

자료: Bloomberg, 모비스, 메리츠증권 리서치센터

표2 전동화 수익성 부진 · 모듈 및 A/S 매출 성장 정체로 21년 · 22년 컨센서스 하회 전망

(십억원)	2021E			2022E		
	메리츠	컨센서스	(% diff.)	메리츠	컨센서스	(% diff.)
매출액	41,260.5	42,940.2	-3.9	44,106.1	46,785.1	-5.7
영업이익	2,405.1	2,728.8	-11.9	2,635.9	3,074.7	-14.3
세전이익	3,630.4	3,816.1	-4.9	4,103.5	4,331.0	-5.3
순이익	2,692.9	2,827.5	-4.8	3,044.7	3,209.5	-5.1
영업이익률(%)	5.8	6.4	-0.2%p	6.0	6.6	-0.2%p
세전이익률(%)	8.8	8.9	-0.1%p	9.3	9.3	-0.1%p
순이익률(%)	6.5	6.6	-0.1%p	6.9	6.9	-0.1%p

자료: Bloomberg, 모비스, 메리츠증권 리서치센터

표3 비용 구조 악화 반영해 21년 · 22년 실적 추정치 하향

(십억원)	2020	2021E	2022E
매출액 - 신규 추정	36,626.5	41,260.5	44,106.1
매출액 - 기존 추정	36,626.5	41,568.8	44,951.8
(% diff.)	0.0%	-0.7%	-1.9%
영업이익 - 신규 추정	1,830.3	2,405.1	2,635.9
영업이익 - 기존 추정	1,830.3	2,651.1	2,819.6
(% diff.)	0.0%	-9.3%	-6.5%
세전이익 - 신규 추정	2,118.0	3,630.4	4,103.5
세전이익 - 기존 추정	2,118.0	3,810.7	4,310.9
(% diff.)	0.0%	-4.7%	-4.8%
지배주주 순이익 - 신규 추정	1,529.1	2,692.9	3,044.7
지배주주 순이익 - 기존 추정	1,529.1	2,856.1	3,231.1
(% diff.)	0.0%	-5.7%	-5.8%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	15,708.7	27,663.3	31,277.8
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	15,708.7	29,340.4	33,192.8
(% diff.)	0.0%	-5.7%	-5.8%

자료: 모비스, 메리츠증권 리서치센터

표4 현대모비스 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2021E
매출액	8,423.0	7,535.5	9,991.6	10,676.4	9,815.8	10,114.1	10,597.2	10,733.4	36,626.5	41,260.5	44,106.1
(% YoY)	-3.6	-20.4	5.8	2.6	16.5	34.2	6.1	0.5	-3.7	12.7	6.9
부품	6,536.1	6,092.5	8,156.3	8,801.6	7,952.4	8,304.4	8,821.1	8,914.2	29,586.4	33,992.1	36,974.7
(% YoY)	-5.7	-19.6	8.6	4.0	21.7	36.3	8.2	1.3	-2.9	14.9	8.8
전동화	702.4	989.8	1,246.2	1,256.9	1,150.1	1,185.4	1,516.8	1,494.7	4,195.3	5,347.0	7,004.9
(% YoY)	22.2	50.1	76.9	46.5	63.7	19.8	21.7	18.9	50.0	27.5	31.0
부품제조	1,782.9	1,521.7	1,936.5	2,154.7	1,955.8	2,043.4	2,172.1	2,197.4	7,395.8	8,368.7	8,940.0
(% YoY)	-5.5	-23.4	-2.1	-1.3	9.7	34.3	12.2	2.0	-7.9	13.2	6.8
모듈조립	4,050.8	3,580.9	4,973.5	5,390.1	4,846.5	5,075.6	5,132.2	5,222.1	17,995.3	20,276.5	21,029.8
(% YoY)	-9.3	-27.4	3.0	-0.6	19.6	41.7	3.2	-3.1	-8.4	12.7	3.7
AS	1,886.9	1,443.0	1,835.3	1,874.8	1,863.4	1,809.7	1,776.1	1,819.2	7,040.1	7,268.4	7,131.4
(% YoY)	4.3	-23.4	-5.1	-3.3	-1.2	25.4	-3.2	-3.0	-7.0	3.2	-1.9
OP	360.9	168.7	598.3	702.3	490.4	599.3	629.2	686.2	1,830.3	2,405.1	2,635.9
(% YoY)	-26.9	-73.1	-0.9	10.7	35.9	255.2	5.2	-2.3	-22.4	31.4	9.6
부품	-89.9	-149.4	161.3	343.5	55.6	157.8	202.9	249.6	265.6	665.9	924.4
(% YoY)	-329.4	-206.1	46.0	112.1	-161.9	-205.6	25.8	-27.3	-41.3	150.7	38.8
AS	450.8	318.1	437.0	358.8	434.7	441.6	426.3	436.6	1,564.7	1,739.1	1,711.5
(% YoY)	-0.8	-34.6	-11.4	-24.0	-3.6	38.8	-2.5	21.7	-17.9	11.1	-1.6
RP	501.8	259.8	548.2	808.1	824.6	899.4	917.0	989.4	2,118.0	3,630.4	4,103.5
(% YoY)	-29.9	-70.4	-28.9	-4.9	64.3	246.2	67.3	22.4	-34.1	71.4	13.0
NP	348.4	234.2	389.7	556.8	599.8	670.9	683.9	738.2	1,529.1	2,692.9	3,044.7
(% YoY)	-27.9	-63.6	-32.5	-5.3	72.1	186.5	75.5	32.6	-33.2	76.1	13.1
OP margin (%)	4.3	2.2	6.0	6.6	5.0	5.9	5.9	6.4	5.0	5.8	6.0
부품 (%)	-1.4	-2.5	2.0	3.9	0.7	1.9	2.3	2.8	0.9	2.0	2.5
AS (%)	23.9	22.0	23.8	19.1	23.3	24.4	24.0	24.0	22.2	23.9	24.0
RP margin (%)	6.0	3.4	5.5	7.6	8.4	8.9	8.7	9.2	5.8	8.8	9.3
NP margin (%)	4.1	3.1	3.9	5.2	6.1	6.6	6.5	6.9	4.2	6.5	6.9

자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

표5 완성차 대비 적정 PER 프리미엄을 기준 +20%에서 +10%로 하향하며, 21년 연간 EPS 추정치 또한 기존 대비 -6% 하향. 이를 반영해 적정주가 345,000원으로 조정

적정 벌류에이션 PER (배, a)	12.4배
현대모비스 21년 EPS 추정치 (원, b)	27,663원
Fair Value (원, c = a x b)	343,855원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	345,000원
현재 주가 (4월 23일 기준 종가)	290,500원
괴리율 (%)	18.8%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

현대모비스 (012330)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	35,149.2	38,048.8	36,626.5	41,260.5	44,106.1
매출액증가율 (%)	0.0	8.2	-3.7	12.7	6.9
매출원가	30,582.2	32,819.6	31,922.3	35,863.9	38,265.4
매출총이익	4,567.0	5,229.2	4,704.2	5,396.6	5,840.7
판매관리비	2,542.0	2,869.9	2,873.9	2,991.6	3,204.8
영업이익	2,025.0	2,359.3	1,830.3	2,405.1	2,635.9
영업이익률	5.8	6.2	5.0	5.8	6.0
금융손익	69.6	143.3	18.8	309.0	278.1
종속/관계기업손익	392.5	708.9	378.0	1,036.4	1,307.1
기타영업외손익	-12.1	2.8	-109.1	-120.0	-117.6
세전계속사업이익	2,474.9	3,214.3	2,118.0	3,630.4	4,103.5
법인세비용	586.7	920.0	591.1	922.7	1,042.9
당기순이익	1,888.2	2,294.3	1,526.9	2,707.7	3,060.6
지배주주지분 순이익	1,888.8	2,290.7	1,529.1	2,692.9	3,044.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	1,610.1	2,644.1	2,476.7	2,924.6	3,120.7
당기순이익(손실)	1,888.2	2,294.3	1,526.9	2,707.7	3,060.6
유형자산상각비	638.9	751.5	788.8	809.3	923.4
무형자산상각비	75.3	69.6	66.8	65.2	64.1
운전자본의 증감	-1,298.6	-502.0	-231.6	142.9	85.1
투자활동 현금흐름	-944.0	-720.2	-1,256.8	-1,972.8	-2,423.7
유형자산의증가(CAPEX)	-531.4	-789.4	-1,095.9	-1,117.8	-1,140.2
투자자산의감소(증가)	-22.2	-0.2	-527.4	-1,914.1	-1,175.4
재무활동 현금흐름	-720.6	-972.0	-231.9	-420.1	-358.9
차입금의 증감	-629.8	-439.5	10.3	-19.4	19.2
자본의 증가	0.0	-322.5	-234.9	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-72.8	1,006.9	860.5	531.7	338.1
기초현금	2,409.3	2,336.4	3,343.3	4,202.4	4,734.1
기말현금	2,335.1	3,342.0	4,202.4	4,734.1	5,072.2

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	19,720.5	21,504.6	22,902.9	23,691.3	25,336.8
현금및현금성자산	2,335.1	3,342.0	4,202.4	4,734.1	5,072.2
매출채권	6,444.7	6,949.2	7,554.6	7,839.5	7,939.1
재고자산	2,762.9	3,034.2	3,057.2	3,300.8	3,528.5
비유동자산	23,350.7	25,101.4	25,594.7	28,316.4	29,761.6
유형자산	8,029.5	8,605.4	8,721.1	9,434.6	9,651.4
무형자산	931.4	914.0	881.3	866.1	852.0
투자자산	14,020.7	14,660.4	15,129.0	17,043.2	18,218.6
자산총계	43,071.1	46,606.1	48,497.7	52,007.7	55,098.4
유동부채	8,242.2	8,962.3	10,082.2	11,180.7	11,527.5
매입채무	4,554.3	4,798.3	5,307.0	5,978.4	6,390.7
단기차입금	1,123.2	1,270.4	1,404.6	1,390.6	1,404.5
유동성장기부채	518.9	321.5	535.4	530.1	535.4
비유동부채	4,125.5	5,234.2	5,087.4	5,195.7	5,280.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1,059.0	1,152.5	1,135.5	1,124.2	1,135.4
부채총계	12,367.7	14,196.4	15,169.6	16,376.4	16,807.9
자본금	491.1	491.1	491.1	491.1	491.1
자본잉여금	1,396.0	1,397.9	1,398.0	1,398.0	1,398.0
기타포괄이익누계액	-1,013.3	-822.8	-927.8	-927.8	-927.8
이익잉여금	30,095.5	31,656.8	32,851.3	35,169.6	37,840.8
비지배주주지분	72.9	79.6	75.5	60.4	48.3
자본총계	30,703.4	32,409.6	33,328.1	35,631.4	38,290.5

Key Financial Data

	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	361,083	390,870	376,259	423,863	453,096
EPS(지배주주)	19,403	23,532	15,709	27,663	31,278
CFPS	31,891	36,146	29,335	28,575	31,183
EBITDAPS	28,139	32,671	27,592	33,690	37,223
BPS	315,399	332,926	342,361	366,021	393,337
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,200
배당수익률(%)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	15.0	12.3	18.5	10.5	9.3
PCR	9.1	8.0	9.9	10.2	9.3
PSR	0.8	0.7	0.8	0.7	0.6
PBR	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EBITDA	2,739.2	3,180.3	2,685.9	3,279.5	3,623.4
EV/EBITDA	10.4	8.7	10.1	8.1	7.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.3	7.3	4.7	7.8	8.2
EBITDA 이익률	7.8	8.4	7.3	7.9	8.2
부채비율	40.3	43.8	45.5	46.0	43.9
금융비용부담률	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(X)	3.2	3.1	3.4	4.3	4.6
매출채권회전율(X)	5.6	5.7	5.1	5.4	5.6
재고자산회전율(X)	12.9	13.1	12.0	13.0	12.9

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 간접 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 Hold Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 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	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

현대모비스 (012330) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2019.03.18	산업분석	Buy	270,000	김준성	-17.2	-12.2	(원)	현대모비스
2019.07.25	기업브리프	Buy	300,000	김준성	-18.7	-15.8	450,000	적정주가
2019.09.18	산업분석	Buy	320,000	김준성	-27.7	-16.6		
2020.04.06	산업분석	Buy	240,000	김준성	-17.7	-0.4		
2020.08.31	산업분석	Buy	270,000	김준성	-13.6	-6.5	300,000	
2020.11.18	산업분석	Buy	285,000	김준성	-10.3	26.1		
2021.01.11	산업분석	Buy	420,000	김준성	-24.6	-14.0	150,000	
2021.04.12	기업브리프	Buy	400,000	김준성	-24.4	-22.5		
2021.06.01	기업브리프	Buy	315,000	김준성	-14.0	-10.0		

