

2021. 10. 28



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

## Buy

적정주가 (12개월) **320,000 원**

현재주가 (10.28) **263,500 원**

상승여력 **21.4%**

KOSPI	3,009.55pt
시가총액	249,780억원
발행주식수	9,479만주
유동주식비율	64.75%
외국인비중	34.97%
52주 최고/최저가	361,000원/225,500원
평균거래대금	659.7억원

주요주주(%)	
기아 외 7인	31.30
국민연금공단	9.50
미래에셋자산운용 외 9인	5.10

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.2	-5.0	4.4
상대주가	7.2	0.4	-18.7

### 주가그래프



# 현대모비스 012330

## 실적 홍보 장기화 극복 근거 필요

- ✓ 모비스 3Q21 실적, 지난 두 분기에 이어 세 분기 연속 컨센서스 하회
- ✓ 유일한 성장 사업인 전동화 부문의 이익 기여 부재 지속 중이며, 실적 안정성을 책임져온 AS 사업 또한 물류 비용 증가로 저조한 수익성 기록
- ✓ 연결 IFRS 기준 실적 공시 시작된 2010년 이후 2~3조원 수준에서의 이익 정체, 2022년에도 이어질 전망. 완성차 대비 상대 매력도 비교 열위
- ✓ 2022년 EPS 추정치 조정 반영해 적정주가 320,000원으로 하향

### 3Q21 실적, 반도체 부족과 물류 비용 상승으로 부진

1Q21 · 2Q21에 이어 3Q21 또한 컨센서스를 하회 (-16%)하는 부진한 실적을 기록했다. 실적 부진 지속으로 2021년 연간 영업이익 컨센서스는 연초 대비 현재까지 -20% 하락한 상황이며, 추가적인 하락이 불가피하다.

유일한 구조적 성장 사업인 전동화 부문은 연구개발비 증가와 수소 차량의 높은 적자 기록으로 연결 실적에 대한 긍정적 기여를 하지 못하고 있다. 실적 안정성을 책임져온 AS 사업은 물류 비용의 증가로 우호적 환율 속에서도 저조한 수익성을 기록했다. 물류 비용 상승 부담은 적어도 2022년 상반기까지 이어질 전망이다.

4Q21 이후 반도체 공급 부족 상황 완화로 현대 · 기아 가동률 상승과 동행한 매출 및 이익 회복이 기대된다. 그러나 반도체 이슈가 부재했던 지난 5년의 부품 영업 이익률은 1% 내외에 불과했다 (2017년 1.0%, 2018년 1.1%, 2019년 1.5%, 2020년 0.9%, 1H21 0.9%). 수소 차량의 요원한 이익 기여, 연구개발 비용의 지속적인 확대 반영이 이어지는 한, 2010년 이후 이어져온 영업이익 2~3조원 정체 국면을 벗어나는 것은 2021년에도 2022년에도 어렵다고 판단한다.

### 현대 · 기아 대비 기업가치 상승 상대 매력도 비교열위

모비스 주가는 매출의 90% 이상이 발생되고 있는 현대 · 기아와의 비교 관점에서 변동해왔다. B2C 비즈니스를 지닌 현대 · 기아가 ASP 인상을 통해 반도체 부족에 대응하고 물량 증가 이상의 실적 승수효과를 누릴 수 있는 반면, B2B 비즈니스인 모비스는 각종 비용 부담으로 어려움을 겪고 있는 모습이다. 완성차 대비 상대 비교 매력도가 높다고 할 수 없다.

비용 증가와 지연되는 전동화 사업 부문 실적 개선을 반영해 2022년 EPS 추정을 -2.7% 조정하며, 이를 반영해 적정 주가를 320,000원으로 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	13.7	0.8	9.5	6.3	40.3
2019	38,048.8	2,359.3	2,290.7	23,532	21.3	332,926	11.3	0.8	7.9	7.3	43.8
2020	36,626.5	1,830.3	1,529.1	15,709	-33.2	342,361	16.9	0.8	9.2	4.7	45.5
2021E	40,924.4	2,077.7	2,446.6	25,133	60.0	361,421	10.6	0.7	8.4	7.1	45.9
2022E	43,774.5	2,576.6	2,999.4	30,813	22.6	388,218	8.6	0.7	7.0	8.2	44.0

**표1 3Q21 영업이익, 저조한 전동화 사업 수익성과 완성차 가동률 하락·물류비 부담으로 컨센서스 하회**

(십억원)	3Q21P	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	9,989.9	9,991.6	0.0	10,285.1	-2.9	10,024.2	-0.3	10,328.8	-3.3
영업이익	457.6	598.3	-23.5	563.6	-18.8	544.7	-16.0	562.4	-18.6
세전이익	724.6	548.2	32.2	924.1	-21.6	849.7	-14.7	893.6	-18.9
순이익	533.9	389.7	37.0	666.6	-19.9	627.2	-14.9	667.1	-20.0
영업이익률(%)	4.6	6.0		5.5		5.4		5.4	
세전이익률(%)	7.3	5.5		9.0		8.5		8.7	
순이익률(%)	5.3	3.9		6.5		6.3		6.5	

자료: Bloomberg, 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

**표2 21년·22년 실적, 컨센서스 하회 전망**

(십억원)	2021E			2022E		
	메리츠	컨센서스	(% diff.)	메리츠	컨센서스	(% diff.)
매출액	40,924.4	41,232.9	-0.7	43,774.5	45,505.5	-3.8
영업이익	2,077.7	2,249.4	-7.6	2,576.6	2,684.3	-4.0
세전이익	3,337.4	3,553.4	-6.1	4,089.4	4,150.9	-1.5
순이익	2,446.6	2,606.0	-6.1	2,999.4	3,053.5	-1.8
영업이익률(%)	5.1	5.5	-0.2%p	5.9	5.9	-0.2%p
세전이익률(%)	8.2	8.6	-0.1%p	9.3	9.1	-0.1%p
순이익률(%)	6.0	6.3	-0.1%p	6.9	6.7	-0.1%p

자료: Bloomberg, 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

**표3 21년·22년 실적 추정치 하향**

(십억원)	2020	2021E	2022E
매출액 - 신규 추정	36,626.5	40,924.4	43,774.5
매출액 - 기존 추정	36,626.5	41,263.3	44,142.9
(% diff.)	0.0%	-0.8%	-0.8%
영업이익 - 신규 추정	1,830.3	2,077.7	2,576.6
영업이익 - 기존 추정	1,830.3	2,224.0	2,620.5
(% diff.)	0.0%	-6.6%	-1.7%
세전이익 - 신규 추정	2,118.0	3,337.4	4,089.4
세전이익 - 기존 추정	2,118.0	3,596.5	4,188.3
(% diff.)	0.0%	-7.2%	-2.4%
지배주주 순이익 - 신규 추정	1,529.1	2,446.6	2,999.4
지배주주 순이익 - 기존 추정	1,529.1	2,645.9	3,082.5
(% diff.)	0.0%	-7.5%	-2.7%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	15,708.7	25,133.5	30,812.6
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	15,708.7	27,181.4	31,665.9
(% diff.)	0.0%	-7.5%	-2.7%

자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

표4 현대모비스 분기 및 연간 실적 Snapshot											
(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>8,423.0</b>	<b>7,535.5</b>	<b>9,991.6</b>	<b>10,676.4</b>	<b>9,815.8</b>	<b>10,285.1</b>	<b>9,989.9</b>	<b>10,833.6</b>	<b>36,626.5</b>	<b>40,924.4</b>	<b>43,774.5</b>
(% YoY)	-3.6	-20.4	5.8	2.6	16.5	36.5	0.0	1.5	-3.7	11.7	7.0
부품	6,536.1	6,092.5	8,156.3	8,801.6	7,952.4	8,272.8	7,717.0	8,898.3	29,586.4	32,840.5	35,843.0
(% YoY)	-5.7	-19.6	8.6	4.0	21.7	35.8	-5.4	1.1	-2.9	11.0	9.1
전동화	702.4	989.8	1,246.2	1,256.9	1,150.1	1,363.7	1,531.2	1,577.7	4,195.3	5,622.7	7,366.2
(% YoY)	22.2	50.1	76.9	46.5	63.7	37.8	22.9	25.5	50.0	34.0	31.0
부품제조	1,782.9	1,521.7	1,936.5	2,154.7	1,955.8	1,983.8	1,871.1	2,153.5	7,395.8	7,964.2	8,507.9
(% YoY)	-5.5	-23.4	-2.1	-1.3	9.7	30.4	-3.4	-0.1	-7.9	7.7	6.8
모듈조립	4,050.8	3,580.9	4,973.5	5,390.1	4,846.5	4,925.3	4,314.7	5,167.2	17,995.3	19,253.7	19,969.0
(% YoY)	-9.3	-27.4	3.0	-0.6	19.6	37.5	-13.2	-4.1	-8.4	7.0	3.7
AS	1,886.9	1,443.0	1,835.3	1,874.8	1,863.4	2,012.3	2,272.9	1,935.3	7,040.1	8,083.8	7,931.5
(% YoY)	4.3	-23.4	-5.1	-3.3	-1.2	39.5	23.8	3.2	-7.0	14.8	-1.9
<b>OP</b>	<b>360.9</b>	<b>168.7</b>	<b>598.3</b>	<b>702.3</b>	<b>490.4</b>	<b>563.6</b>	<b>457.6</b>	<b>566.2</b>	<b>1,830.3</b>	<b>2,077.7</b>	<b>2,576.6</b>
(% YoY)	-26.9	-73.1	-0.9	10.7	35.9	234.0	-23.5	-19.4	-22.4	13.5	24.0
부품	-89.9	-149.4	161.3	343.5	55.6	89.8	-33.3	97.9	265.6	210.0	681.0
(% YoY)	-329.4	-206.1	46.0	112.1	-161.9	-160.1	-120.6	-71.5	-41.3	-20.9	224.3
AS	450.8	318.1	437.0	358.8	434.7	473.8	490.9	468.3	1,564.7	1,867.7	1,895.6
(% YoY)	-0.8	-34.6	-11.4	-24.0	-3.6	48.9	12.3	30.5	-17.9	19.4	1.5
<b>RP</b>	<b>501.8</b>	<b>259.8</b>	<b>548.2</b>	<b>808.1</b>	<b>824.6</b>	<b>924.1</b>	<b>724.5</b>	<b>864.1</b>	<b>2,118.0</b>	<b>3,337.4</b>	<b>4,089.4</b>
(% YoY)	-29.9	-70.4	-28.9	-4.9	64.3	255.7	32.2	6.9	-34.1	57.6	22.5
<b>NP</b>	<b>348.4</b>	<b>234.2</b>	<b>389.7</b>	<b>556.8</b>	<b>599.8</b>	<b>666.6</b>	<b>533.9</b>	<b>646.3</b>	<b>1,529.1</b>	<b>2,446.6</b>	<b>2,999.4</b>
(% YoY)	-27.9	-63.6	-32.5	-5.3	72.1	184.6	37.0	16.1	-33.2	60.0	22.6
OP margin (%)	4.3	2.2	6.0	6.6	5.0	5.5	4.6	5.2	5.0	5.1	5.9
부품 (%)	-1.4	-2.5	2.0	3.9	0.7	1.1	-0.4	1.1	0.9	0.6	1.9
AS (%)	23.9	22.0	23.8	19.1	23.3	23.5	21.6	24.2	22.2	23.1	23.9
RP margin (%)	6.0	3.4	5.5	7.6	8.4	9.0	7.3	8.0	5.8	8.2	9.3
NP margin (%)	4.1	3.1	3.9	5.2	6.1	6.5	5.3	6.0	4.2	6.0	6.9

자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

표5 Target PER은 유지, '22년 EPS 추정치 하향하여 목표주가 320,000원으로 하향

적정 밸류에이션 PER (배, a)	10.5배
현대모비스 2022 EPS 추정치 (원, b)	30,813원
Fair Value (원, c = a x b)	323,537원
<b>적정 주가 ('000 rounding, 원)</b>	<b>320,000원</b>
현재 주가 (10월 28일 기준 종가)	263,500원
<b>과리율 (%)</b>	<b>+21.4%</b>

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 현대모비스 (012330)

### Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>35,149.2</b>	<b>38,048.8</b>	<b>36,626.5</b>	<b>40,924.4</b>	<b>43,774.5</b>
매출액증가율 (%)	0.0	8.2	-3.7	11.7	7.0
매출원가	30,582.2	32,819.6	31,922.3	35,726.4	37,868.3
매출총이익	4,567.0	5,229.2	4,704.2	5,198.0	5,906.2
판매관리비	2,542.0	2,869.9	2,873.9	3,120.3	3,329.6
<b>영업이익</b>	<b>2,025.0</b>	<b>2,359.3</b>	<b>1,830.3</b>	<b>2,077.7</b>	<b>2,576.6</b>
영업이익률	5.8	6.2	5.0	5.1	5.9
금융손익	69.6	143.3	18.8	276.8	290.7
중속/관계기업손익	392.5	708.9	378.0	1,070.1	1,307.6
기타영업외손익	-12.1	2.8	-109.1	-87.3	-85.5
세전계속사업이익	2,474.9	3,214.3	2,118.0	3,337.4	4,089.4
법인세비용	586.7	920.0	591.1	880.8	1,079.3
<b>당기순이익</b>	<b>1,888.2</b>	<b>2,294.3</b>	<b>1,526.9</b>	<b>2,456.6</b>	<b>3,010.1</b>
지배주주지분 손이익	1,888.8	2,290.7	1,529.1	2,446.6	2,999.4

### Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	<b>19,720.5</b>	<b>21,504.6</b>	<b>22,902.9</b>	<b>23,304.5</b>	<b>24,927.5</b>
현금및현금성자산	2,335.1	3,342.0	4,202.4	4,501.7	4,815.2
매출채권	6,444.7	6,949.2	7,554.6	7,775.6	7,879.4
재고자산	2,762.9	3,034.2	3,057.2	3,274.0	3,502.0
<b>비유동자산</b>	<b>23,350.7</b>	<b>25,101.4</b>	<b>25,594.7</b>	<b>28,022.2</b>	<b>29,498.4</b>
유형자산	8,029.5	8,605.4	8,721.1	9,230.9	9,452.1
무형자산	931.4	914.0	881.3	922.4	932.9
투자자산	14,020.7	14,660.4	15,129.0	16,904.3	18,081.6
<b>자산총계</b>	<b>43,071.1</b>	<b>46,606.1</b>	<b>48,497.7</b>	<b>51,326.7</b>	<b>54,425.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>8,242.2</b>	<b>8,962.3</b>	<b>10,082.2</b>	<b>10,956.1</b>	<b>11,361.7</b>
매입채무	4,554.3	4,798.3	5,307.0	5,929.7	6,342.7
단기차입금	1,123.2	1,270.4	1,404.6	1,390.6	1,404.5
유동성장기부채	518.9	321.5	535.4	481.9	486.7
<b>비유동부채</b>	<b>4,125.5</b>	<b>5,234.2</b>	<b>5,087.4</b>	<b>5,187.0</b>	<b>5,271.9</b>
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
<b>부채총계</b>	<b>12,367.7</b>	<b>14,196.4</b>	<b>15,169.6</b>	<b>16,143.1</b>	<b>16,633.6</b>
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	34,887.3	37,508.0
비지배주주지분	72.9	79.6	75.5	60.4	48.3
<b>자본총계</b>	<b>30,703.4</b>	<b>32,409.6</b>	<b>33,328.1</b>	<b>35,183.6</b>	<b>37,792.2</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,610.1</b>	<b>2,644.1</b>	<b>2,476.7</b>	<b>3,360.7</b>	<b>2,857.2</b>
당기순이익(손실)	1,888.2	2,294.3	1,526.9	2,456.6	3,010.1
유형자산상각비	638.9	751.5	788.8	771.9	787.0
무형자산상각비	75.3	69.6	66.8	58.9	59.5
운전자본의 증감	-1,298.6	-502.0	-231.6	631.7	81.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-944.0</b>	<b>-720.2</b>	<b>-1,256.8</b>	<b>-2,232.4</b>	<b>-2,184.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-531.4	-789.4	-1,095.9	-876.7	-1,008.2
투자자산의감소(증가)	-22.2	-0.2	-527.4	-1,196.9	-1,177.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-720.6</b>	<b>-972.0</b>	<b>-231.9</b>	<b>-949.9</b>	<b>-359.4</b>
차입금의 증감	-629.8	-439.5	10.3	-521.4	18.7
자본의 증가	0.0	-322.5	-234.9	-223.3	0.0
현금의 증가(감소)	-72.8	1,006.9	860.5	299.2	313.5
기초현금	2,409.3	2,336.4	3,343.3	4,202.4	4,501.7
기말현금	2,335.1	3,342.0	4,202.4	4,501.7	4,815.2

### Key Financial Data

	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	361,083	390,870	376,259	420,411	449,689
EPS(지배주주)	19,403	23,532	15,709	25,133	30,813
CFPS	31,891	36,146	29,335	29,657	28,517
EBITDAPS	28,139	32,671	27,592	29,879	35,166
BPS	315,399	332,926	342,361	361,421	388,218
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,200
배당수익률(%)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	13.7	11.3	16.9	10.6	8.6
PCR	8.3	7.3	9.1	9.0	9.3
PSR	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
PBR	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
EBITDA	2,739.2	3,180.3	2,685.9	2,908.5	3,423.2
EV/EBITDA	9.5	7.9	9.2	8.4	7.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	6.3	7.3	4.7	7.1	8.2
EBITDA 이익률	7.8	8.4	7.3	7.1	7.8
부채비율	40.3	43.8	45.5	45.9	44.0
금융비용부담률	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	3.2	3.1	3.4	3.7	4.5
매출채권회전율(x)	5.6	5.7	5.1	5.3	5.6
재고자산회전율(x)	12.9	13.1	12.0	12.9	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 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	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자 의견 비율**

투자 의견	비율
매수	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

2021년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**현대모비스 (012330) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.10.25	주요지표및뉴스	Buy	320,000	김준성	-28.7	-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	
2020.11.18	산업분석	Buy	285,000	김준성	-10.3	26.1	
2021.01.11	산업브리프	Buy	420,000	김준성	-24.6	-14.0	
2021.04.12	기업브리프	Buy	400,000	김준성	-24.4	-22.5	
2021.04.26	기업브리프	Buy	345,000	김준성	-19.6	-14.8	
2021.09.28	산업분석	Buy	330,000	김준성	-20.3	-17.3	
2021.10.28	기업브리프	Buy	320,000	김준성	-	-	