

2022. 1. 26



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

Buy

적정주가 (12개월) **300,000 원**

현재주가 (1.26) **229,000 원**

상승여력 **31.0%**

KOSPI 2,709.24pt

시가총액 216,572억원

발행주식수 9,457만주

유동주식비율 64.97%

외국인비중 34.36%

52주 최고/최저가 358,000원/220,500원

평균거래대금 666.0억원

주요주주(%)

기아 외 7 인 31.30

국민연금공단 9.50

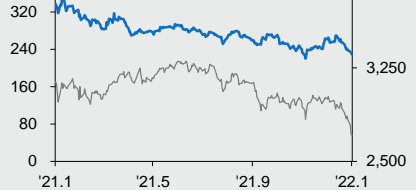
미래에셋자산운용 외 9 인 5.10

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -12.9 -15.7 -32.2

상대주가 -3.2 0.4 -21.5

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	38,048.8	2,359.3	2,290.7	23,532	21.3	332,926	9.7	0.7	6.8	7.3	43.8
2020	36,626.5	1,830.3	1,529.1	15,709	-33.2	342,361	14.6	0.7	7.9	4.7	45.5
2021P	41,702.2	2,040.1	2,352.3	24,165	53.8	358,067	9.5	0.6	7.2	6.9	49.5
2022E	44,531.7	2,439.1	2,765.7	28,412	17.6	382,465	8.1	0.6	6.2	7.7	48.2
2023E	47,065.8	2,618.1	2,937.5	30,176	6.2	408,459	7.6	0.6	5.9	7.6	44.4

현대모비스 012330

수익성 개선으로 이어지지 못한 외형 성장

- ✓ 반도체 공급 부족 상황에서도 컨센서스 +10% 상회하는 분기 매출 실현
- ✓ 현대·기아의 고사양 기능 탑재 차량 판매 비중 증가 및 BEV 판매량 확대, C19 국면 간 누적됐던 교체 부품의 대기 수요 발현에 근거
- ✓ 높은 매출 성장에도 수익성은 악화, 영업이익, 지속 낮아진 컨센서스를 -2% 하회
- ✓ 매출 성장과 수익성 개선의 디커플링 국면 지속

수익성 개선으로 이어지지 못한 외형 성장

4Q21 매출은 11.6조원 (+9% YoY, 이하 YoY)으로 컨센서스를 +10% 상회했다. 반도체 부족에 따른 현대·기아의 생산 감소 (-13%)에도 불구하고, 1) 고사양 기능 탑재 차량 판매 비중 증가를 통해 핵심 부품 매출이 +1% 증가했고, 2) 현대·기아 BEV 판매 성장 (+69%)과 동행해 전동화 매출이 +63% 늘었으며, 3) 누적되어왔던 교체 부품 수요가 발현되며 AS 매출 또한 +22% 상승했다.

그러나 영업이익은 5,286억원 (-25%)으로 지난 한달 간 -12% 하향 조정된 컨센서스를 다시금 -2% 하회했다. 영업이익률은 4.6%로 전년동기 대비 -2.0%p 감소다. 높아진 물류 비용 반영이 계속되고 있다는 점도 부담이지만, 가파른 매출 성장이 이어지고 있음에도 연결 손익 개선에 기여하지 못하고 있는 전동화 부문의 부진이 아쉽다. 전동화 부문의 매출 규모는 지난 5년간 가파르게 성장해왔다. 2017년 1.2조원 (부품 사업 내 매출 비중 3%), 2018년 1.8조원 (5%), 2019년 2.8조원 (7%), 2020년 4.2조원 (12%), 2021년 5.7조원 (18%), 4Q21 2.0조원 (22%). 현대·기아의 BEV 판매 확대가 모비스 기업가치 개선에 도움이 되기 위해서는 전동화 부문의 수익성 확보와 연결 손익 기여에 대한 확인이 필요하다.

매출 성장과 수익성 개선의 디커플링 해소 필요

지난 2010년 IFRS 회계 기준 도입 이후, 모비스의 매출은 큰 폭으로 증가해왔다 (2010년 17조원 → 2021년 42조원). 그러나 영업이익은 사실상 정체다 (2010년 2.5조원 → 2021년 2.0조원, 2020년 2.6조원). 기업가치 개선을 위해서는 매출 성장과 동행한 이익 증가의 근거 확인이 필요하다. 비용 부담 지속과 전동화 부문의 낮은 수익성 기조를 반영해 2022년 EPS 추정치를 -5.3% 조정하며, 이에 부품 업종 평균 PER 10.6배를 적용해 적정주가를 300,000원으로 하향한다.

표1 4Q21 영업이익, 물류 비용 상승 · 전동화 사업의 낮은 수익성 기조 지속으로 낮아진 컨센서스를 다시금 -2% 하회

(십억원)	4Q21P	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	11,611.4	10,676.4	8.8	9,989.9	16.2	10,595.0	9.6	10,615.6	9.4
영업이익	528.6	702.3	-24.7	457.6	15.5	537.6	-1.7	540.5	-2.2
세전이익	721.3	808.1	-10.7	724.5	-0.5	842.6	-14.4	757.3	-4.8
순이익	552.0	556.8	-0.9	533.9	3.4	626.9	-11.9	588.9	-6.3
영업이익률(%)	4.6	6.6		4.6		5.1		5.1	
세전이익률(%)	6.2	7.6		7.3		8.0		7.1	
순이익률(%)	4.8	5.2		5.3		5.9		5.5	

자료: Bloomberg, 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

표2 물류 비용 상승 부담 지속과 전동화 부문 수익성 부진으로 2022년 컨센서스 하회 전망

(십억원)	2022E			2023E		
	메리츠	컨센서스	(% diff.)	메리츠	컨센서스	(% diff.)
매출액	44,531.7	45,146.8	-1.4	47,065.8	48,433.6	-2.8
영업이익	2,439.1	2,523.9	-3.4	2,618.1	2,879.8	-9.1
세전이익	3,784.5	3,869.7	-2.2	4,019.5	4,297.3	-6.5
순이익	2,765.7	2,857.5	-3.2	2,937.5	3,178.8	-7.6
영업이익률(%)	5.5	5.6	-0.2%p	5.6	5.9	-0.2%p
세전이익률(%)	8.5	8.6	-0.1%p	8.5	8.9	-0.1%p
순이익률(%)	6.2	6.3	-0.1%p	6.2	6.6	-0.1%p

자료: Bloomberg, 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

표3 2021년 · 2022년 실적 추정치 하향

(십억원)	2021P	2022E	2023E
매출액 - 신규 추정	41,702.2	44,531.7	47,065.8
매출액 - 기존 추정	40,924.4	45,774.5	48,774.5
(% diff.)	1.9%	-2.7%	-3.5%
영업이익 - 신규 추정	2,040.1	2,439.1	2,618.1
영업이익 - 기존 추정	2,077.7	2,516.6	2,676.6
(% diff.)	-1.8%	-3.1%	-2.2%
세전이익 - 신규 추정	3,194.5	3,784.5	4,019.5
세전이익 - 기존 추정	3,337.4	3,951.4	4,109.4
(% diff.)	-4.3%	-4.2%	-2.2%
지배주주 순이익 - 신규 추정	2,352.3	2,765.7	2,937.5
지배주주 순이익 - 기존 추정	2,446.6	2,919.4	2,999.4
(% diff.)	-3.9%	-5.3%	-2.1%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	24,164.7	28,411.7	30,176.3
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	25,133.5	29,990.8	30,812.6
(% diff.)	-3.9%	-5.3%	-2.1%

자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

표4 현대모비스 분기 및 연간 실적 Snapshot											
(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021P	2022E	2023E
매출액	9,815.8	10,285.1	9,989.9	11,611.4	10,105.7	10,980.3	11,055.7	12,390.0	41,702.2	44,531.7	47,065.8
(% YoY)	16.5	36.5	0.0	8.8	3.0	6.8	10.7	6.7	13.9	6.8	5.7
부품	7,952.4	8,272.8	7,717.0	9,323.1	8,120.6	9,079.6	8,905.4	10,218.5	33,265.4	36,324.1	38,702.5
(% YoY)	21.7	35.8	-5.4	5.9	2.1	9.8	15.4	9.6	12.4	9.2	6.5
전동화	1,150.1	1,363.7	1,531.2	2,048.2	1,516.7	1,761.5	1,893.6	2,470.8	6,093.2	7,642.5	9,285.0
(% YoY)	63.7	37.8	22.9	63.0	31.9	29.2	23.7	20.6	45.2	25.4	21.5
부품제조	1,955.8	1,983.8	1,871.1	2,168.2	1,906.7	2,092.2	2,109.3	2,234.6	7,978.9	8,342.7	8,536.1
(% YoY)	9.7	30.4	-3.4	0.6	-2.5	5.5	12.7	3.1	7.9	4.6	2.3
모듈조립	4,846.5	4,925.3	4,314.7	5,106.7	4,697.2	5,226.0	4,902.5	5,513.1	19,193.2	20,338.9	20,881.4
(% YoY)	19.6	37.5	-13.2	-5.3	-3.1	6.1	13.6	8.0	6.7	6.0	2.7
AS	1,863.4	2,012.3	2,272.9	2,288.3	1,985.1	1,900.6	2,150.3	2,171.6	8,436.8	8,207.6	8,363.3
(% YoY)	-1.2	39.5	23.8	22.1	6.5	-5.5	-5.4	-5.1	19.8	-2.7	1.9
OP	490.4	563.6	457.6	528.6	547.7	601.4	616.8	673.2	2,040.1	2,439.1	2,618.1
(% YoY)	35.9	234.0	-23.5	-24.7	11.7	6.7	34.8	27.4	11.5	19.6	7.3
부품	55.6	89.8	-33.3	43.0	81.2	145.3	115.8	173.7	155.2	516.0	619.2
(% YoY)	-161.9	-160.1	-120.6	-87.5	46.0	61.8	-448.2	304.0	-41.6	232.6	20.0
AS	434.7	473.8	490.8	485.6	466.5	456.1	501.0	499.5	1,885.0	1,923.1	1,998.8
(% YoY)	-3.6	48.9	12.3	35.3	7.3	-3.7	2.1	2.9	20.5	2.0	3.9
RP	824.6	924.1	724.5	721.3	879.5	984.6	960.9	959.6	3,194.5	3,784.5	4,019.5
(% YoY)	64.3	255.7	32.2	-10.7	6.7	6.5	32.6	33.0	50.8	18.5	6.2
NP	599.8	666.6	533.9	552.0	643.9	711.2	703.5	707.1	2,352.3	2,765.7	2,937.5
(% YoY)	72.1	184.6	37.0	-0.9	7.4	6.7	31.8	28.1	53.8	17.6	6.2
OP margin (%)	5.0	5.5	4.6	4.6	5.4	5.5	5.6	5.4	4.9	5.5	5.6
부품 (%)	0.7	1.1	-0.4	0.5	1.0	1.6	1.3	1.7	0.5	1.4	1.6
AS (%)	23.3	23.5	21.6	21.2	23.5	24.0	23.3	23.0	22.3	23.4	23.9
RP margin (%)	8.4	9.0	7.3	6.2	8.7	9.0	8.7	7.7	7.7	8.5	8.5
NP margin (%)	6.1	6.5	5.3	4.8	6.4	6.5	6.4	5.7	5.6	6.2	6.2

자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

기업명	국가	시가총액 (조원)	PER(배)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)	
			22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E
현대모비스	KS	21.7	7.5	6.8	0.6	0.5	4.0	3.3	7.9	8.2
만도	KS	2.4	10.7	9.2	1.2	1.1	5.3	4.6	11.7	12.3
한온시스템	KS	5.7	16.6	13.6	2.3	2.1	7.5	6.8	15.1	16.1
현대위아	KS	1.8	9.7	8.0	0.5	0.5	5.4	4.7	5.5	6.5
에스엘	KS	1.3	7.0	6.6	0.7	0.7	3.6	3.2	11.0	10.9
S&T모티브	KS	0.6	8.4	7.0	0.7	0.7	1.9	1.5	10.0	9.9
Lear	US	12.2	11.3	7.9	2.3	1.9	5.8	4.5	18.6	21.4
Magna	US	28.0	11.8	8.2	1.9	1.7	6.2	4.9	16.7	20.6
Aptiv	US	44.0	30.1	20.9	4.0	3.5	13.9	11.0	14.5	18.3
Autoliv	US	10.2	13.5	9.7	3.0	2.6	7.0	5.6	22.5	27.3
BorgWarner	US	12.7	9.5	7.8	1.4	1.2	5.0	4.3	14.7	15.8
Cummins	US	38.8	12.5	11.2	3.7	3.3	8.3	7.7	30.4	30.7
Aisin Seiki	JP	12.9	6.0	5.7	0.6	0.6	3.0	2.5	10.3	10.3
Denso	JP	70.4	14.6	12.7	1.5	1.4	7.0	6.1	10.8	11.3
Sumitomo Electric	JP	12.7	9.4	8.4	0.7	0.6	5.1	4.7	7.1	7.4
JTEKT	JP	3.5	7.8	7.4	0.6	0.5	5.0	4.7	7.3	7.2
Toyota Boshoku	JP	4.1	7.6	7.3	0.9	0.9	2.6	2.3	13.3	13.1
Continental	GR	23.3	9.8	7.4	1.2	1.1	3.9	3.2	12.4	15.1
Schaeffler	GR	5.9	5.6	4.8	1.5	1.3	2.7	2.4	28.2	26.8
BASF	GR	82.7	11.3	11.0	1.6	1.5	7.0	6.8	13.3	12.8
Hella	GR	9.3	17.4	14.8	2.4	2.2	7.2	6.3	14.1	14.6
Faurecia	FP	7.4	8.9	6.0	1.4	1.2	3.1	2.5	16.9	20.5
Valeo	FP	8.0	11.3	7.1	1.6	1.4	3.4	2.8	14.1	19.8
글로벌 Peer 평균			10.6	8.8	1.5	1.4	5.1	4.5	13.8	15.2

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

적정 밸류에이션 PER (배, a)	10.6배
현대모비스 22년 EPS 추정치 (원, b)	28,412원
Fair Value (원, c = a x b)	301,164원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	300,000원
현재 주가 (1월 26일 기준 종가)	229,000원
괴리율 (%)	31.0%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

현대모비스 (012330)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
매출액	38,048.8	36,626.5	41,702.2	44,531.7	47,065.8
매출액증가율 (%)	8.2	-3.7	13.9	6.8	5.7
매출원가	32,819.6	31,922.3	36,437.6	38,919.3	41,082.9
매출총이익	5,229.2	4,704.2	5,264.6	5,612.4	5,982.9
판매관리비	2,869.9	2,873.9	3,224.5	3,173.3	3,364.8
영업이익	2,359.3	1,830.3	2,040.1	2,439.1	2,618.1
영업이익률	6.2	5.0	4.9	5.5	5.6
금융손익	143.3	18.8	276.8	242.2	244.1
중속/관계기업손익	708.9	378.0	922.2	1,147.0	1,200.2
기타영업외손익	2.8	-109.1	-44.6	-43.7	-42.9
세전계속사업이익	3,214.3	2,118.0	3,194.5	3,784.5	4,019.5
법인세비용	920.0	591.1	832.1	1,007.9	1,070.5
당기순이익	2,294.3	1,526.9	2,362.5	2,776.6	2,949.0
지배주주지분 순이익	2,290.7	1,529.1	2,352.3	2,765.7	2,937.5

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
유동자산	21,504.6	22,902.9	23,747.4	25,358.7	26,331.1
현금및현금성자산	3,342.0	4,202.4	4,587.2	4,898.5	4,706.6
매출채권	6,949.2	7,554.6	7,923.4	8,015.7	8,471.8
재고자산	3,034.2	3,057.2	3,336.2	3,562.5	3,765.3
비유동자산	25,101.4	25,594.7	28,361.8	29,829.0	31,101.6
유형자산	8,605.4	8,721.1	9,230.9	9,452.1	9,599.0
무형자산	914.0	881.3	922.4	932.9	952.1
투자자산	14,660.4	15,129.0	17,225.6	18,394.4	19,441.1
자산총계	46,606.1	48,497.7	52,109.2	55,187.6	57,432.7
유동부채	8,962.3	10,082.2	12,045.1	12,664.0	12,301.8
매입채무	4,798.3	5,307.0	6,042.4	6,452.4	6,819.6
단기차입금	1,270.4	1,404.6	1,390.6	1,404.5	1,418.5
유동성장기부채	321.5	535.4	481.9	486.7	491.6
비유동부채	5,234.2	5,087.4	5,207.1	5,291.4	5,368.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1,152.5	1,135.5	1,124.2	1,135.4	1,146.8
부채총계	14,196.4	15,169.6	17,252.2	17,955.5	17,670.0
자본금	491.1	491.1	491.1	491.1	491.1
자본잉여금	1,397.9	1,398.0	1,398.0	1,398.0	1,398.0
기타포괄이익누계액	-822.8	-927.8	-927.8	-927.8	-927.8
이익잉여금	31,656.8	32,851.3	34,697.7	37,084.9	39,625.0
비지배주주지분	79.6	75.5	60.4	48.3	38.6
자본총계	32,409.6	33,328.1	34,857.1	37,232.2	39,762.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	2,644.1	2,476.7	3,716.5	2,808.6	2,549.9
당기순이익(손실)	2,294.3	1,526.9	2,362.5	2,776.6	2,949.0
유형자산상각비	751.5	788.8	771.9	787.0	810.9
무형자산상각비	69.6	66.8	58.9	59.5	60.8
운전자본의 증감	-502.0	-231.6	914.5	91.3	-291.7
투자활동 현금흐름	-720.2	-1,256.8	-2,629.4	-2,137.9	-2,363.2
유형자산의증가(CAPEX)	-789.4	-1,095.9	-876.7	-1,008.2	-957.8
투자자산의감소(증가)	-0.2	-527.4	-1,179.7	-1,168.8	-1,046.8
재무활동 현금흐름	-972.0	-231.9	-958.2	-359.4	-378.6
차입금의 증감	-439.5	10.3	-752.2	18.7	18.9
자본의 증가	-322.5	-234.9	-370.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,006.9	860.5	384.8	311.2	-191.9
기초현금	2,336.4	3,343.3	4,202.4	4,587.2	4,898.5
기말현금	3,342.0	4,202.4	4,587.2	4,898.5	4,706.6

Key Financial Data

	2019	2020	2021P	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	390,870	376,259	428,401	457,468	483,501
EPS(지배주주)	23,532	15,709	24,165	28,412	30,176
CFPS	36,146	29,335	31,885	27,913	29,190
EBITDAPS	32,671	27,592	29,493	33,753	35,850
BPS	332,926	342,361	358,067	382,465	408,459
DPS	4,000	4,000	4,000	4,200	4,400
배당수익률(%)	1.7	1.7	1.7	1.8	1.9
Valuation(Multiple)					
PER	9.7	14.6	9.5	8.1	7.6
PCR	6.3	7.8	7.2	8.2	7.8
PSR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
PBR	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
EBITDA	3,180.3	2,685.9	2,870.9	3,285.6	3,489.8
EV/EBITDA	6.8	7.9	7.2	6.2	5.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.3	4.7	6.9	7.7	7.6
EBITDA 이익률	8.4	7.3	6.9	7.4	7.4
부채비율	43.8	45.5	49.5	48.2	44.4
금융비용부담률	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	3.1	3.4	3.7	4.3	4.5
매출채권회전율(x)	5.7	5.1	5.4	5.6	5.7
재고자산회전율(x)	13.1	12.0	13.0	12.9	12.8

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	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 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)	
2020.01.13	산업분석	Buy	320,000	김준성	-35.1	-21.4	
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	-22.7	-15.8	
2022.01.26	기업브리프	Buy	300,000	김준성	-	-	