

2022. 3. 23



▲ 자동차/타이어

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

RA **장재혁**
 02. 6454-4882
 jaehyeok.jang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 275,000 원

현재주가 (3.21) 210,000 원

상승여력 31.0%

KOSPI	2,710.00pt
시가총액	198,603억원
발행주식수	9,457만주
유동주식비율	64.97%
외국인비중	34.16%
52주 최고/최저가	317,500원/204,500원
평균거래대금	621.3억원

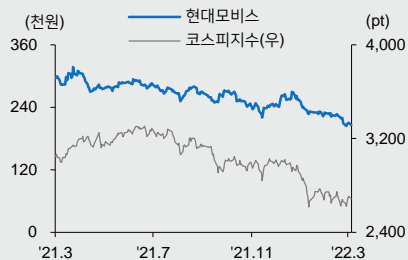
주요주주(%)

기아 외 7인	31.30
국민연금공단	9.50
미래에셋자산운용 외 9인	5.10

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.3	-21.5	-28.1
상대주가	-7.4	-9.0	-19.4

주가그래프



현대모비스 012330

2022년, 이익 성장 정체 국면 지속

- ✓ 계속되는 외형 성장 불구, 전동화 부문 (BEV · FCEV) 적자 기여와 R&D 비용증가로 수익성 악화 및 영업이익 정체 (2010년 2,510억원 → 2022E 2,330억원) 지속
- ✓ 2022년 또한 물류비 상승에 따른 비용 부담 증가로 수익성 개선 어려울 전망
- ✓ 기업가치 상승 위해서는 장기 정체된 이익 규모의 개선 근거 발현 필요
- ✓ 물류비 상승을 반영해 2022년 EPS -3.5% 조정, 적정주가 275,000원으로 하향

수익성 개선으로 이어지지 못했던 외형 성장, 2022년에도 이어질 전망

모비스의 외형 성장은 계속되어 왔다. 연결 IFRS 회계 기준이 도입된 지난 2010년 22.1조원이었던 매출은 2021년 41.7조원까지 +88% 증가했다. 매출과 손익 대부분이 발생되고 있는 현대 · 기아의 같은 기간 매출 증가 폭 +76%, +95%와 비교해도 크게 차이 나지 않는 성장을 기록했다.

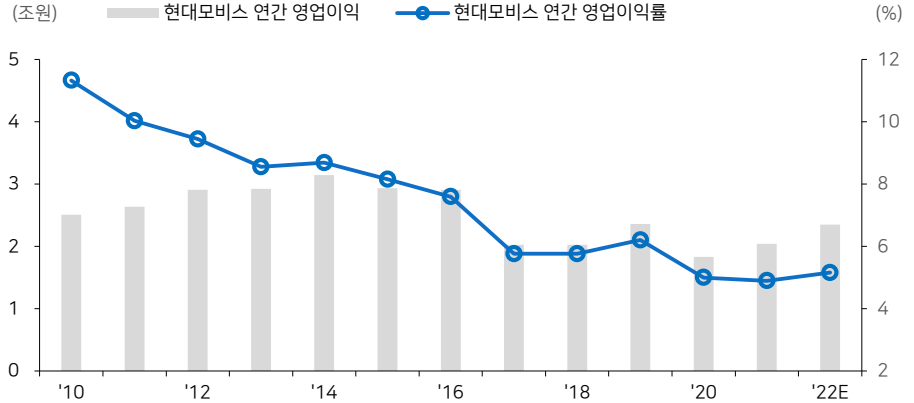
그러나 이익은 다르다. 현대 · 기아의 영업이익은 주기 별 출시 신차의 경쟁력에 따라 등락을 거듭하는 것은 사실이나, 2010년 대비 2021년 각각 +13%, +114% 늘어났다. 그러나 같은 기간 모비스의 영업이익은 -19% 감소했으며, 영업이익률은 한 해를 제외하면 매년 YoY 축소되었다. 이는 가파른 매출 증가에도 흑자 전환에 대한 기약이 부재한 전동화 (BEV · FCEV) 부문과 ROE 개선과의 연결고리가 부재한 끝없는 R&D 비용 상승 때문이다 (2010년 0.27조원 → 2022E 1.26조원).

2022년도 하향 정체된 이익 흐름이 이어질 전망이다. 현대 · 기아 BEV 판매 성장과 동행한 전동화 사업부의 매출 성장이 이어질 예정이나, BEV 부품 라인의 규모의 경제 부족과 FCEV 부품 라인의 극악 수익성은 여전하다. R&D 비용 또한 지난해 공표한 바와 같이 2025년 1.7조원 지출 목표에 준거해 부담이 가중된다. 2021년 하반기 실적 악화 원인이었던 글로벌 물류 병목현상에 의한 항공 운송 확대 사용 (해상 운송 비용의 x10) 기조도 2022년 상반기 중 지속될 예정이다.

2022년 연간 EPS 추정치를 -3.5% 조정하며, 이에 지난 10년 평균 1yr forward PER 10.0배를 적용해 적정주가 또한 275,000원으로 하향한다. 기업가치 개선을 위해서는 이익 정체와 수익성 하락 지속을 끊어낼 1) 성장 사업 부문의 수익 기여 개시, 2) ROE 개선으로 이어질 수 있는 R&D 투자의 결실 확인이 필요하다.

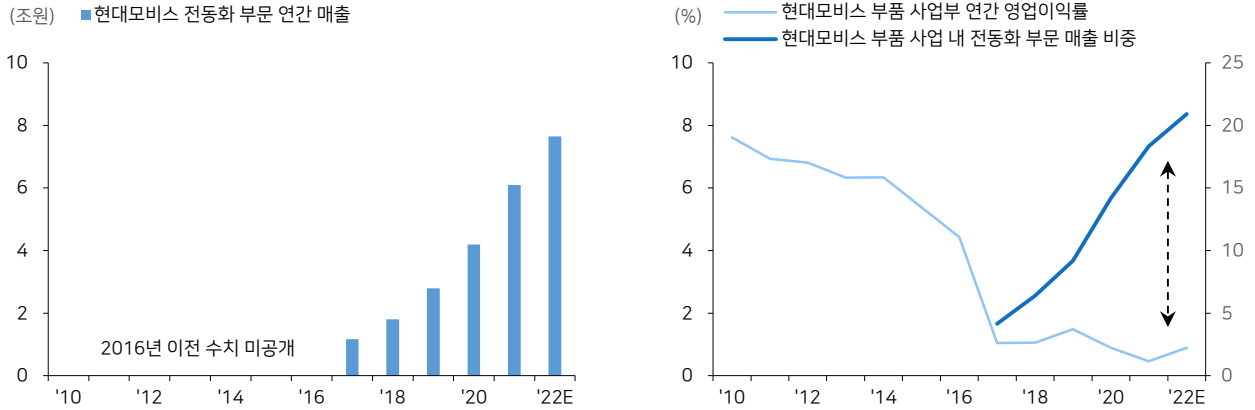
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	38,048.8	2,359.3	2,290.7	23,532	21.3	332,926	8.8	0.6	6.1	7.3	43.8
2020	36,626.5	1,830.3	1,529.1	15,709	-33.2	342,361	13.1	0.6	7.0	4.7	45.5
2021P	41,702.2	2,040.1	2,352.3	24,165	53.8	358,067	8.5	0.6	6.4	6.9	49.5
2022E	45,540.2	2,334.3	2,669.3	27,422	13.5	381,478	7.5	0.5	5.7	7.4	51.3
2023E	48,110.5	2,570.9	2,933.3	30,134	9.9	407,432	6.8	0.5	5.3	7.6	47.4

그림1 외형 성장 불구, 수익성 악화 지속으로 영업이익의 하향 정체 국면 유지



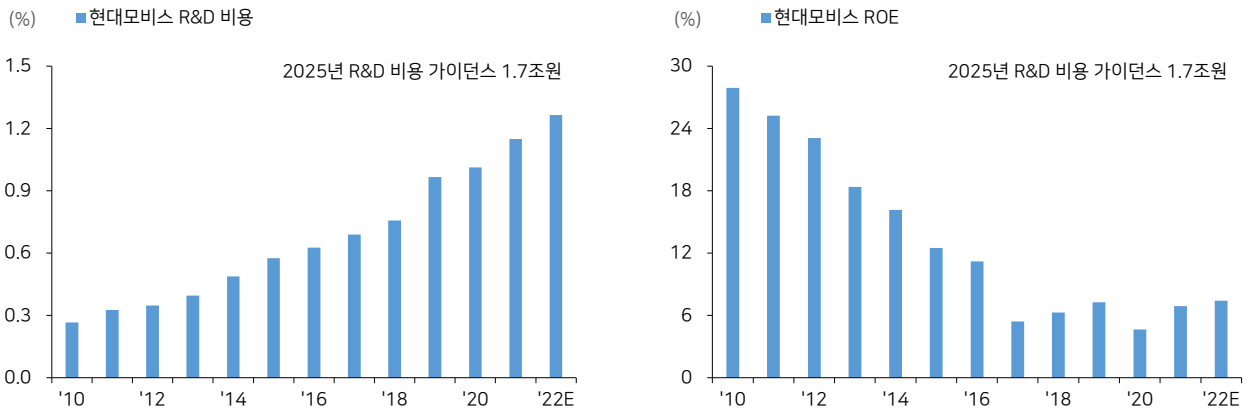
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 외형 성장 견인하고 있는 전동화 사업 부문 (BEV·FCEV), 적자 기여 지속



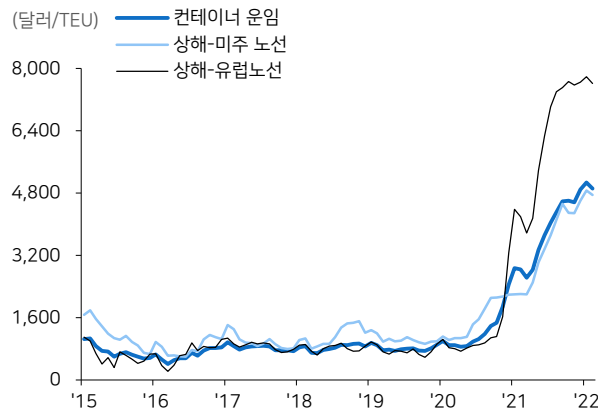
자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 구조적으로 늘어나고 있는 R&D 비용, ROE 개선 기여 부재



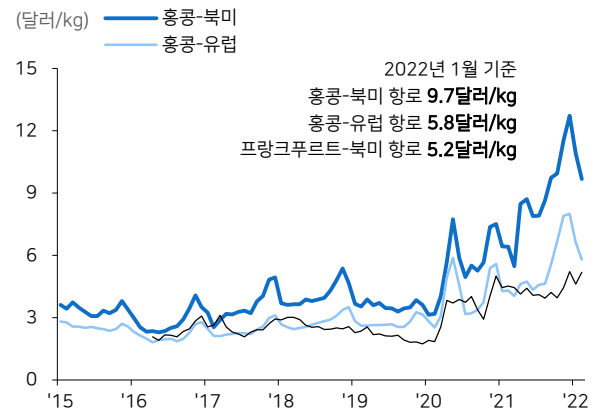
자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 비싸진 해상 운송, 물류 병목 현상으로 가동률도 하락



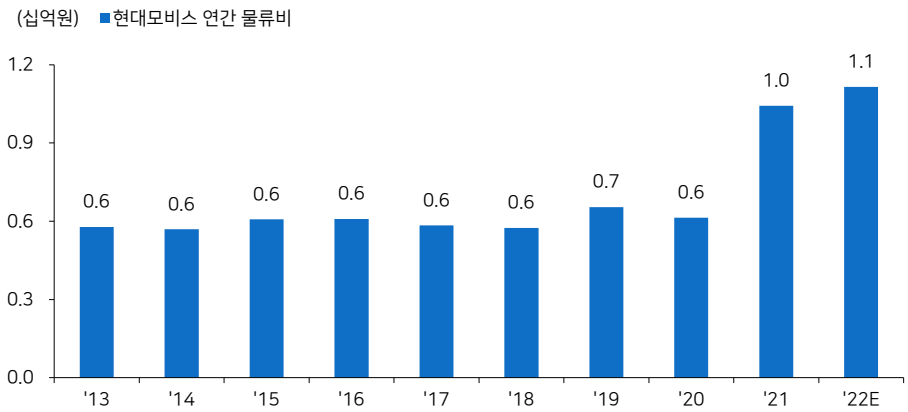
자료: Shanghai Shipping Exchange, 메리츠증권 리서치센터

그림5 부품 적시 공급 위해 값비싼 항공 운송 (x10) 사용



자료: Shanghai Shipping Exchange, 메리츠증권 리서치센터

그림6 전반적인 물류 비용 상승과 불가피한 항공 운송 사용, 1H22에도 여전



자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

표1 1Q22 영업이익, 시장 컨센서스 -17% 하회 전망

(십억원)	1Q22E	1Q21	(% YoY)	4Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	10,438.8	9,815.8	6.3	11,611.4	-10.1	10,900.9	-4.2
영업이익	507.4	490.4	3.5	528.6	-4.0	611.5	-17.0
세전이익	800.7	824.6	-2.9	721.3	11.0	920.8	-13.0
지배순이익	590.0	599.8	-1.6	552.0	6.9	689.5	-14.4
영업이익률 (%)	4.9	5.0		4.6		5.6	
세전이익률 (%)	7.7	8.4		6.2		8.4	
순이익률 (%)	5.7	6.1		4.8		6.3	

자료: Bloomberg, 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

표2 22년 · 23년 연간 영업이익, 시장 컨센서스 각각 -4.1%, -7.8% 하회 전망

(십억원)	2022E			2023E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	45,540.2	46,006.2	-1.0	48,110.5	49,355.8	-2.5
영업이익	2,334.3	2,434.8	-4.1	2,570.9	2,789.8	-7.8
세전이익	3,622.3	3,802.2	-4.7	3,979.9	4,235.0	-6.0
순이익	2,669.3	2,810.7	-5.0	2,933.3	3,139.4	-6.6
영업이익률(%)	5.1	5.3	-0.2%p	5.3	5.7	-0.2%p
세전이익률(%)	8.0	8.3	-0.1%p	8.3	8.6	-0.1%p
순이익률(%)	5.9	6.1	-0.1%p	6.1	6.4	-0.1%p

자료: Bloomberg, 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

표3 22년 · 23년 연간 영업이익 추정치, 각각 -4.3%, -1.8% 하향 조정

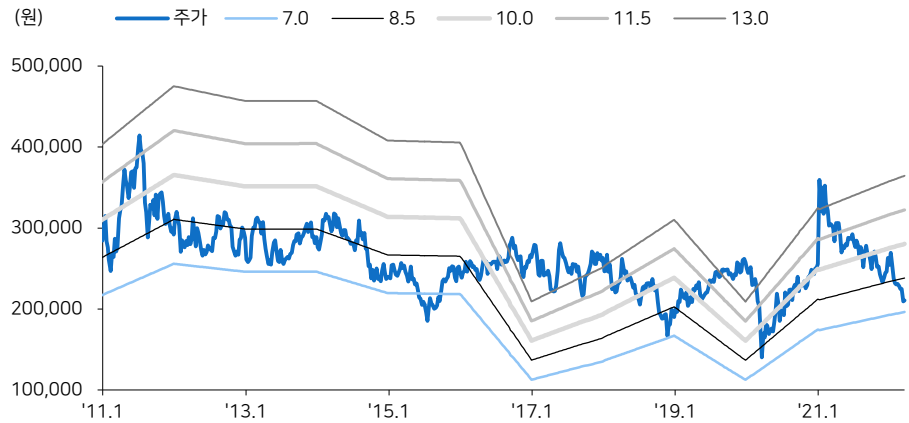
(십억원)	2021P	2022E	2023E
매출액 - 신규 추정	41,702.2	45,540.2	48,110.5
매출액 - 기존 추정	41,702.2	44,531.7	47,065.8
% change	0.0%	2.3%	2.2%
영업이익 - 신규 추정	2,040.1	2,334.3	2,570.9
영업이익 - 기존 추정	2,040.1	2,439.1	2,618.1
% change	0.0%	-4.3%	-1.8%
세전이익 - 신규 추정	3,194.5	3,622.3	3,979.9
세전이익 - 기존 추정	3,194.5	3,784.5	4,019.5
% change	0.0%	-4.3%	-1.0%
지배주주 순이익 - 신규 추정	2,352.3	2,669.3	2,933.3
지배주주 순이익 - 기존 추정	2,352.3	2,765.7	2,937.5
% change	0.0%	-3.5%	-0.1%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	24,164.7	27,421.9	30,133.8
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	24,164.7	28,411.7	30,176.3
% change	0.0%	-3.5%	-0.1%

자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

표4 분기 및 연간 실적 Snapshot											
(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021P	2022E	2023E
매출액	9,815.8	10,285.1	9,989.9	11,611.4	10,438.8	11,396.1	11,227.0	12,478.4	41,702.2	45,540.2	48,110.5
(% YoY)	16.5	36.5	0.0	8.8	6.3	10.8	12.4	7.5	13.9	9.2	5.6
부품	7,952.4	8,272.8	7,717.0	9,323.1	8,271.1	9,098.4	8,977.4	10,218.5	33,265.4	36,565.5	38,965.8
(% YoY)	21.7	35.8	-5.4	5.9	4.0	10.0	16.3	9.6	12.4	9.9	6.6
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	1,944.8	2,092.2	2,109.3	2,234.6	7,978.9	8,380.9	8,575.2
(% YoY)	9.7	30.4	-3.4	0.6	-0.6	5.5	12.7	3.1	7.9	5.0	2.3
모듈조립	4,846.5	4,925.3	4,314.7	5,106.7	4,809.6	5,244.8	4,974.6	5,513.1	19,193.2	20,542.1	21,105.6
(% YoY)	19.6	37.5	-13.2	-5.3	-0.8	6.5	15.3	8.0	6.7	7.0	2.7
AS	1,863.4	2,012.3	2,272.9	2,288.3	2,167.7	2,297.6	2,249.6	2,259.9	8,436.8	8,974.7	9,144.8
(% YoY)	-1.2	39.5	23.8	22.1	16.3	14.2	-1.0	-1.2	19.8	6.4	1.9
OP	490.4	563.6	457.6	528.6	507.4	576.1	598.2	652.6	2,040.1	2,334.3	2,570.9
(% YoY)	35.9	234.0	-23.5	-24.7	3.5	2.2	30.7	23.5	11.5	14.4	10.1
부품	55.6	89.8	-33.3	43.0	41.4	63.7	80.8	132.8	155.2	318.7	467.6
(% YoY)	-161.9	-160.1	-120.6	-87.5	-25.7	-29.1	-343.0	208.9	-41.6	105.4	46.7
AS	434.7	473.8	490.8	485.6	466.0	512.4	517.4	519.8	1,885.0	2,015.6	2,103.3
(% YoY)	-3.6	48.9	12.3	35.3	7.2	8.1	5.4	7.0	20.5	6.9	4.4
RP	824.6	924.1	724.5	721.3	800.7	928.2	939.9	953.5	3,194.5	3,622.3	3,979.9
(% YoY)	64.3	255.7	32.2	-10.7	-2.9	0.4	29.7	32.2	50.8	13.4	9.9
NP	599.8	666.6	533.9	552.0	590.0	684.1	692.8	702.6	2,352.3	2,669.3	2,933.3
(% YoY)	72.1	184.6	37.0	-0.9	-1.6	2.6	29.8	27.3	53.8	13.5	9.9
OP margin (%)	5.0	5.5	4.6	4.6	4.9	5.1	5.3	5.2	4.9	5.1	5.3
부품 (%)	0.7	1.1	-0.4	0.5	0.5	0.7	0.9	1.3	0.5	0.9	1.2
AS (%)	23.3	23.5	21.6	21.2	21.5	22.3	23.0	23.0	22.3	22.5	23.0
RP margin (%)	8.4	9.0	7.3	6.2	7.7	8.1	8.4	7.6	7.7	8.0	8.3
NP margin (%)	6.1	6.5	5.3	4.8	5.7	6.0	6.2	5.6	5.6	5.9	6.1

자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

그림7 과거 10년 1yr forward PER 추이



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표5 2022년 EPS 추정치 조정 반영해, 적정주가 275,000원으로 하향

적정 밸류에이션 PER (배, a) - 과거 10년 평균 1yr forward PER	10.0배
현대모비스 22년 EPS 추정치 (원, b)	27,422원
Fair Value (원, c = a x b)	274,218원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	275,000원
현재 주가 (3월 22일 기준 종가)	210,000원
과리율 (%)	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	45,540.2	48,110.5
매출액증가율 (%)	8.2	-3.7	13.9	9.2	5.6
매출원가	32,819.6	31,922.3	36,437.6	39,805.1	41,880.5
매출총이익	5,229.2	4,704.2	5,264.6	5,735.1	6,230.1
판매관리비	2,869.9	2,873.9	3,224.5	3,400.8	3,659.2
영업이익	2,359.3	1,830.3	2,040.1	2,334.3	2,570.9
영업이익률	6.2	5.0	4.9	5.1	5.3
금융손익	143.3	18.8	276.8	299.7	293.3
중속/관계기업손익	708.9	378.0	922.2	1,028.5	1,155.1
기타영업외손익	2.8	-109.1	-44.6	-40.2	-39.4
세전계속사업이익	3,214.3	2,118.0	3,194.5	3,622.3	3,979.9
법인세비용	920.0	591.1	832.1	941.8	1,034.8
당기순이익	2,294.3	1,526.9	2,362.5	2,680.5	2,945.1
지배주주지분 순이익	2,290.7	1,529.1	2,352.3	2,669.3	2,933.3

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
유동자산	21,504.6	22,902.9	23,747.4	25,933.0	26,915.5
현금및현금성자산	3,342.0	4,202.4	4,587.2	5,009.4	4,811.1
매출채권	6,949.2	7,554.6	7,923.4	8,197.2	8,659.9
재고자산	3,034.2	3,057.2	3,336.2	3,643.2	3,848.8
비유동자산	25,101.4	25,594.7	28,361.8	30,269.3	31,557.8
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	18,811.0	19,872.7
자산총계	46,606.1	48,497.7	52,109.2	56,202.3	58,473.3
유동부채	8,962.3	10,082.2	12,045.1	13,748.7	13,415.4
매입채무	4,798.3	5,307.0	6,042.4	6,598.5	6,970.9
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	5,317.5	5,395.2
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	19,066.2	18,810.6
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	36,988.8	39,525.0
비지배주주지분	79.6	75.5	60.4	48.3	38.6
자본총계	32,409.6	33,328.1	34,857.1	37,136.1	39,662.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	2,644.1	2,476.7	3,715.8	2,663.8	2,543.7
당기순이익(손실)	2,294.3	1,526.9	2,362.5	2,680.5	2,945.1
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	-24.8	-295.9
투자활동 현금흐름	-720.2	-1,256.8	-2,628.8	-1,882.2	-2,363.5
유형자산의증가(CAPEX)	-789.4	-1,095.9	-876.7	-1,008.2	-957.8
투자자산의감소(증가)	-0.2	-527.4	-1,179.7	-1,585.4	-1,061.7
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	422.2	-198.4
기초현금	2,336.4	3,343.3	4,202.4	4,587.2	5,009.4
기말현금	3,342.0	4,202.4	4,587.2	5,009.4	4,811.1

Key Financial Data

	2019	2020	2021P	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	390,870	376,259	428,401	467,829	494,233
EPS(지배주주)	23,532	15,709	24,165	27,422	30,134
CFPS	36,146	29,335	31,879	27,618	29,169
EBITDAPS	32,671	27,592	29,493	32,676	35,365
BPS	332,926	342,361	358,067	381,478	407,432
DPS	4,000	4,000	4,000	4,200	4,400
배당수익률(%)	1.9	1.9	1.9	2.0	2.1
Valuation(Multiple)					
PER	8.8	13.1	8.5	7.5	6.8
PCR	5.7	7.0	6.5	7.5	7.1
PSR	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
PBR	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
EBITDA	3,180.3	2,685.9	2,870.9	3,180.8	3,442.6
EV/EBITDA	6.1	7.0	6.4	5.7	5.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.3	4.7	6.9	7.4	7.6
EBITDA 이익률	8.4	7.3	6.9	7.0	7.2
부채비율	43.8	45.5	49.5	51.3	47.4
금융비용부담률	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	3.1	3.4	3.7	4.1	4.4
매출채권회전율(x)	5.7	5.1	5.4	5.6	5.7
재고자산회전율(x)	13.1	12.0	13.0	13.0	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 증가대비 3등급	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	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)	
2020.01.31	기업브리프	Buy	320,000	김준성	-38.1	-24.2	
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	-25.7	-22.7	
2022.03.23	기업브리프	Buy	275,000	김준성	-	-	