

2022. 7. 24



▲ 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) 265,000 원**

**현재주가 (7.22) 218,500 원**

**상승여력 21.3%**

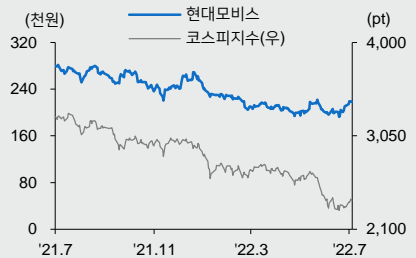
KOSPI	2,393.14pt
시가총액	206,642억원
발행주식수	9,457만주
유동주식비율	64.90%
외국인비중	34.17%
52주 최고/최저가	282,000원/192,500원
평균거래대금	494.2억원

**주요주주(%)**

기아 외 8 인	31.38
국민연금공단	9.50
미래에셋자산운용 외 9 인	5.10

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	10.4	-8.2	-22.5
상대주가	8.0	8.7	5.2

**주가그래프**



# 현대모비스 012330

## 수익성 악화, 13년째 지속

- ✓ 2Q22, 부진한 실적 전개 지속
- ✓ 영업이익률, 연결 IFRS 회계 도입된 2010년 이후 13년째 내리막
- ✓ 매출 성장과 동행하지 못하는 이익 성장 → 자본 효율성 악화 & 밸류에이션 훼손
- ✓ 상반기보다 나아질 하반기 실적 전망되나, 연간 실적은 역대 최저 규모에 머물 것
- ✓ 구조적 주가 반등 위해서는 13년째 멈춰 있는 이익의 명확한 개선 근거 확인 필요

### 낮은 밸류에이션 ≠ 매력적인 밸류에이션

12개월 선행 PBR 0.52배이다. Covid-19 영향으로 증시 전반이 큰 폭의 조정을 경험했던 2020년 상반기를 제외하면 역사상 가장 낮은 수준이다. 하지만 낮은 밸류에이션이 매력적인 밸류에이션이라고 판단하지 않는다.

현상보다 과정이 중요하다. 수익성 악화가 13년째 이어지고 있다. 2010년 11.3%였던 영업이익률은 올해 4.0%가 예상된다. 2010년 22.1조원이었던 매출은 2022년 47.6조원까지 늘어날 예정이다. 2010년 2.51조원이었던 영업이익은 2010-2021년 연평균 2.52조원을 기록할 전망이다. 2010년 27.9%에 달했던 ROE는 이제 7.0% 수준까지 내려왔다. 현대차 지분법 이익이 없었다면 더 낮은 수준으로 내려왔을 것이다. 낮은 밸류에이션이 매력적이기 위해서는 자본 효율성 개선에 따른 결과 확인이 필요하다.

### 자본 효율성 개선의 키워드, R&D 결실 확보 + 전동화 수익 기여

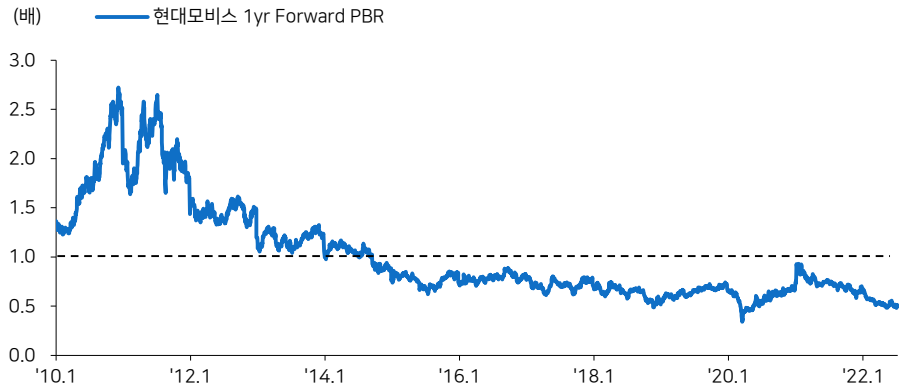
2010년 2,662억원 집행된 연구개발비는 매년 매출 성장률보다 더 크게 늘어났다. 2022년 1,29조원이 예상되며, 2025년 가이던스는 1,70조원이다. 연구개발비 증가 자체가 부정적이지는 않다. 하지만 수익성 개선으로 이어지지 않는 비용 증가는 자본 효율성 악화로 이어진다. 투자의 결실이 요구된다.

대표적 투자 대상이었던 전동화 부문의 수익성 확보 부재가 아쉽다. 2017년 1.17조원이었던 매출은 2022년 8.28조원까지 늘어날 예정이다. 부품 사업 내 매출 비중은 4.2%에서 22.2%까지 증가한다. 그러나 2017년 1.0%였던 부품 사업 총 영업이익률은 2022년 -0.04%가 전망된다. 매출 증대에 따른 규모의 경제 확인이 어렵다.

계속해서 발생하는 일회성 비용의 제거, 전동화 부문의 수익 기여 개선, 그 밖의 연구개발 영역에서의 실적 발현 확인이 기업가치 개선의 선결조건이라 판단한다.

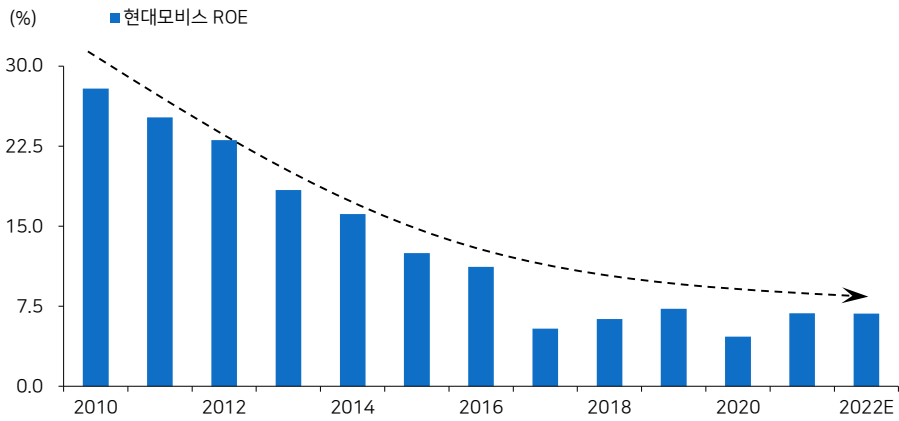
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	38,048.8	2,359.3	2,290.7	23,532	21.3	332,926	8.7	0.6	6.1	7.3	43.8
2020	36,626.5	1,830.3	1,529.1	15,709	-33.2	342,361	13.0	0.6	7.0	4.7	45.5
2021	41,702.2	2,040.1	2,521.9	24,165	53.8	363,208	8.4	0.6	6.6	6.8	45.6
2022E	47,581.2	1,898.9	2,764.6	28,401	17.5	384,689	7.2	0.5	6.6	7.6	57.2
2023E	50,042.9	2,313.9	2,962.0	30,428	7.1	410,834	6.7	0.5	5.7	7.6	52.7

그림1 낮은 밸류에이션 ≠ 매력적인 밸류에이션



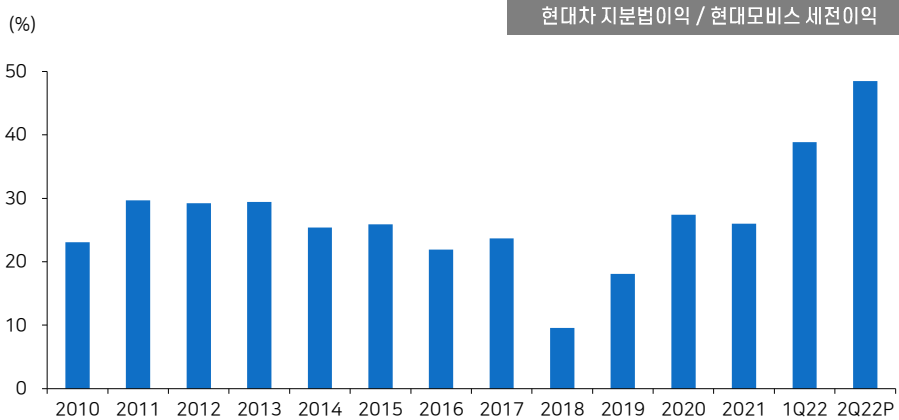
자료: Bloomberg, 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 이유 있는 밸류에이션 축소, ROE 지속 악화



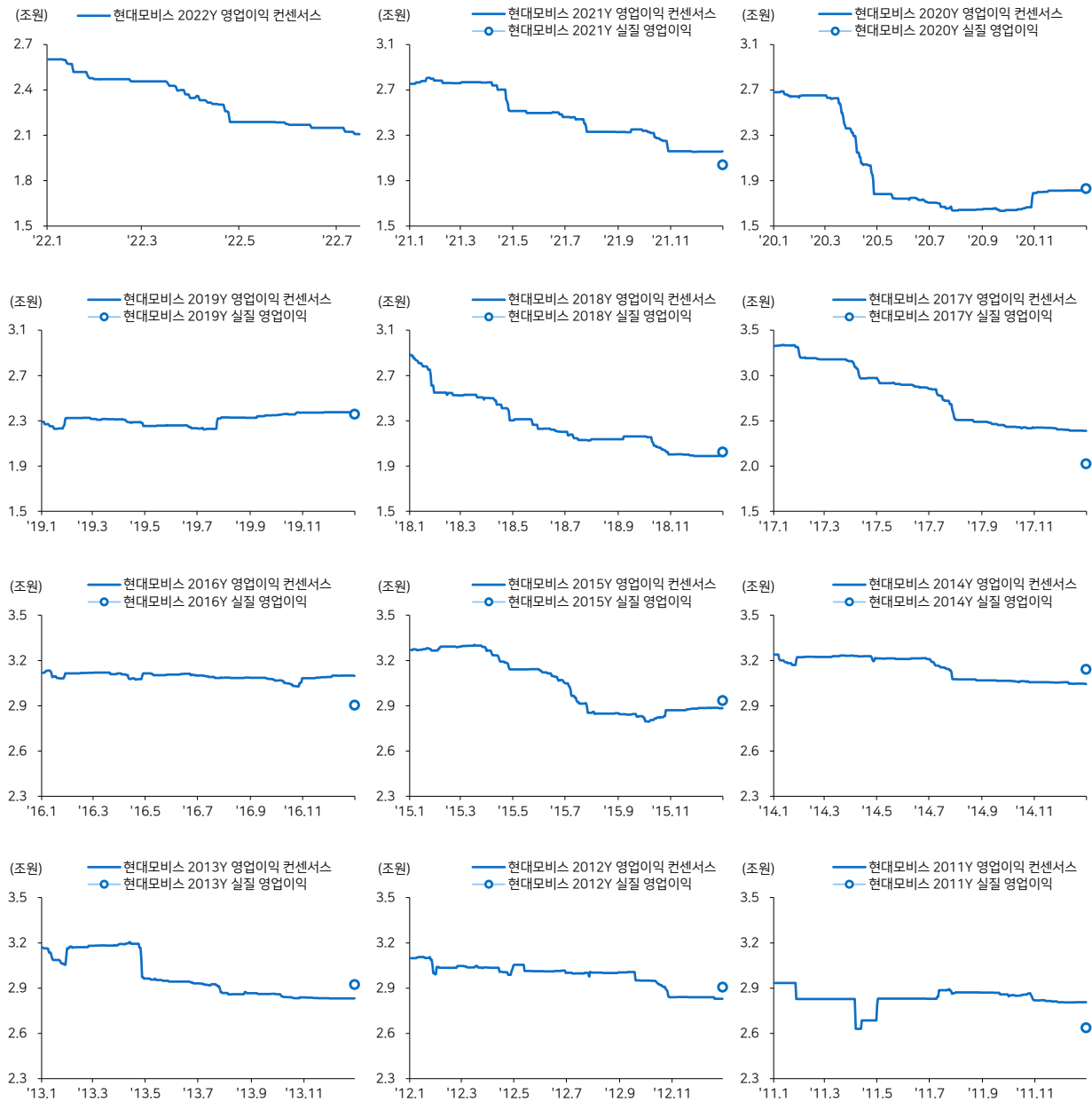
자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 현대차 지분법이익 반영 없었다면, ROE 더욱 낮아졌을 것



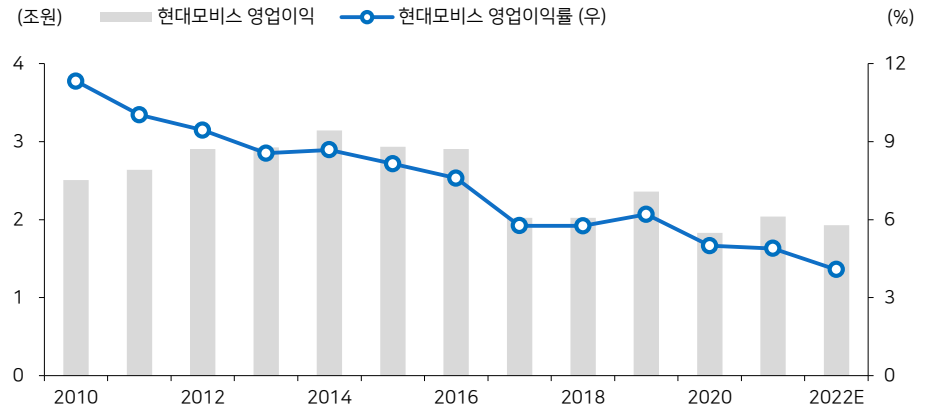
자료: 현대차, 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 현대모비스 영업이익 컨센서스, 거의 매해 연초 대비 연말까지 우하향



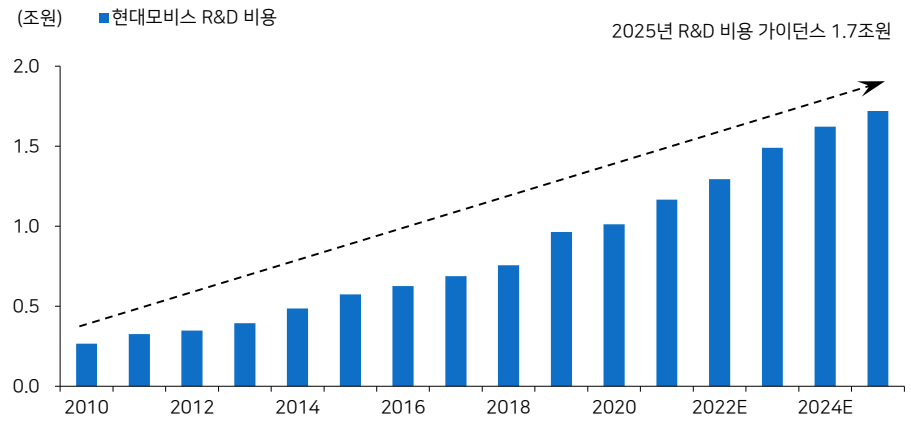
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림5 이익 성장 없는 매출 증가 → 수익성 악화, 영업이익률 13년째 내리막**



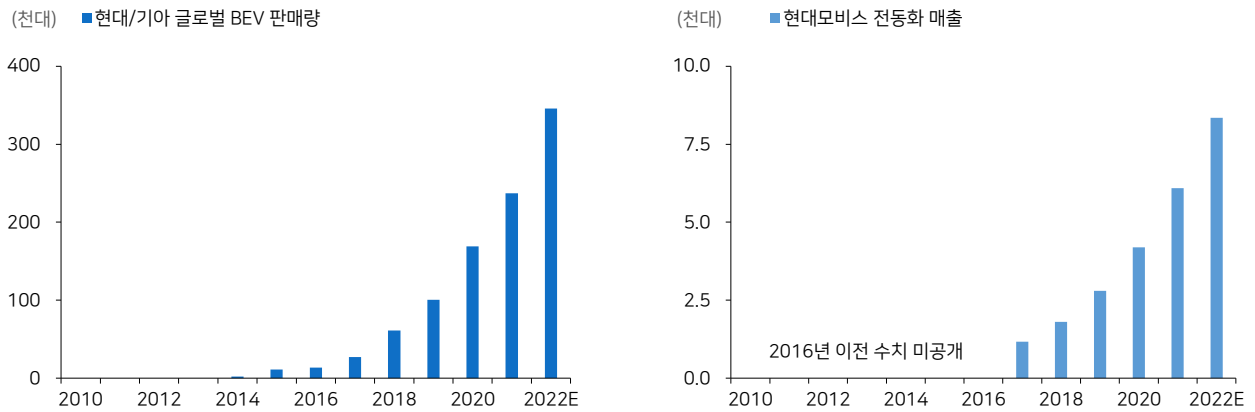
자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

**그림6 ROE 개선 위해서는 큰 폭으로 늘어난 연구개발비 집행의 결과 제시 필요**



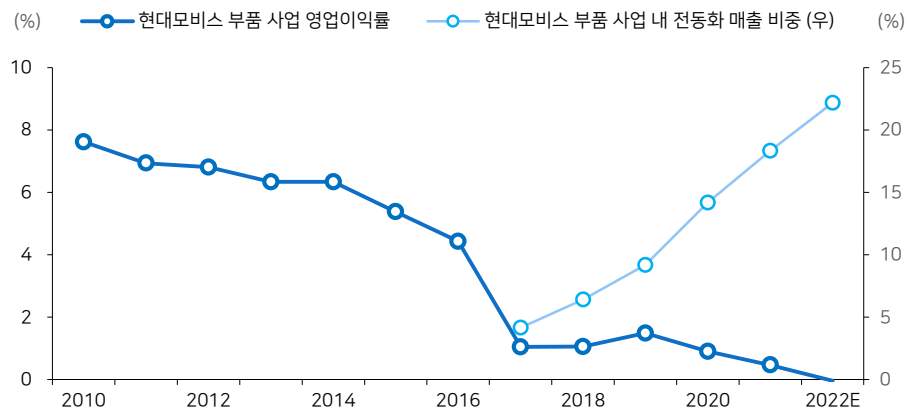
자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

그림7 2018년 이후 매출 성장 동력으로 자리잡은 전동화 (BEV) 사업



자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

그림8 이제 10조원에 육박하는 매출이 예상되나, 부품 사업 영업이익률 개선 기여는 부재



자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

**표1 2Q22 영업이익 부진 지속**

(십억원)	2Q22P	2Q21	(% YoY)	1Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	12,308.1	10,285.1	19.7	11,308.2	8.8	11,717.2	5.0	11,978.7	2.7
영업이익	403.3	563.6	-28.4	386.9	4.3	482.2	-16.4	423.0	-4.6
세전이익	1,055.9	924.1	14.3	741.8	42.3	826.4	27.8	807.3	30.8
순이익	768.6	666.6	15.3	519.0	48.1	599.9	28.1	595.3	29.1
영업이익률(%)	3.3	5.5		3.4		4.1		3.5	
세전이익률(%)	8.6	9.0		6.6		7.1		6.7	
순이익률(%)	6.2	6.5		4.6		5.1		5.0	

자료: Bloomberg, 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

**표2 2022년 · 2023년 컨센서스 하회 영업이익 기록 전망**

(십억원)	2022E			2023E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	47,581.2	47,524.9	0.1	50,042.9	51,730.4	-3.3
영업이익	1,898.9	2,080.2	-8.7	2,313.9	2,569.2	-9.9
세전이익	3,796.6	3,424.7	10.9	4,065.2	3,979.6	2.2
순이익	2,764.6	2,522.8	9.6	2,962.0	2,936.5	0.9
영업이익률(%)	4.0	4.4	-0.2%p	4.6	5.0	-0.2%p
세전이익률(%)	8.0	7.2	-0.1%p	8.1	7.7	-0.1%p
순이익률(%)	5.8	5.3	-0.1%p	5.9	5.7	-0.1%p

자료: Bloomberg, 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

**표3 2022년 · 2023년 영업이익 추정 유지, 세전이익은 현대차 손익 반영 상황**

(십억원)	2021	2022E	2023E
매출액 - 신규 추정	41,702.2	47,581.2	50,042.9
매출액 - 기존 추정	41,702.2	47,251.8	49,700.1
% change	0.0%	0.7%	0.7%
영업이익 - 신규 추정	2,040.1	1,898.9	2,313.9
영업이익 - 기존 추정	2,040.1	1,928.5	2,304.7
% change	0.0%	-1.5%	0.4%
세전이익 - 신규 추정	3,364.1	3,796.6	4,065.2
세전이익 - 기존 추정	3,364.1	3,383.4	3,792.1
% change	0.0%	12.2%	7.2%
지배주주 순이익 - 신규 추정	2,521.9	2,764.6	2,962.0
지배주주 순이익 - 기존 추정	2,521.9	2,467.6	2,759.6
% change	0.0%	12.0%	7.3%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	24,164.7	28,400.5	30,428.0
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	24,164.7	25,349.3	28,349.3
% change	0.0%	12.0%	7.3%

자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

표4 분기 및 연간 실적 Snapshot											
(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>9,815.8</b>	<b>10,285.1</b>	<b>9,989.9</b>	<b>11,611.4</b>	<b>11,308.2</b>	<b>12,308.1</b>	<b>11,564.1</b>	<b>12,400.8</b>	<b>41,702.2</b>	<b>47,581.2</b>	<b>50,042.9</b>
(% YoY)	16.5	36.5	0.0	8.8	15.2	19.7	15.8	6.8	13.9	14.1	5.2
부품	7,952.4	8,272.8	7,717.0	9,323.1	8,956.0	9,870.2	9,134.6	9,960.1	33,265.4	37,920.9	39,904.9
(% YoY)	21.7	35.8	-5.4	5.9	12.6	19.3	18.4	6.8	12.4	14.0	5.2
전동화	1,150.1	1,363.7	1,531.2	2,048.2	1,886.0	2,101.1	2,075.9	2,212.4	6,093.2	8,275.4	9,165.8
(% YoY)	63.7	37.8	22.9	63.0	64.0	54.1	35.6	8.0	45.2	35.8	10.8
부품제조	1,955.8	1,983.8	1,871.1	2,168.2	2,085.2	2,304.6	2,109.3	2,234.6	7,978.9	8,733.7	9,382.9
(% YoY)	9.7	30.4	-3.4	0.6	6.6	16.2	12.7	3.1	7.9	9.5	7.4
모듈조립	4,846.5	4,925.3	4,314.7	5,106.7	4,984.9	5,464.4	4,949.4	5,513.1	19,193.2	20,911.8	21,356.2
(% YoY)	19.6	37.5	-13.2	-5.3	2.9	10.9	14.7	8.0	6.7	9.0	2.1
AS	1,863.4	2,012.3	2,272.9	2,288.3	2,352.2	2,437.9	2,429.5	2,440.7	8,436.8	9,660.3	10,138.0
(% YoY)	-1.2	39.5	23.8	22.1	26.2	21.1	6.9	6.7	19.8	14.5	4.9
<b>OP</b>	<b>490.4</b>	<b>563.6</b>	<b>457.6</b>	<b>528.6</b>	<b>386.9</b>	<b>403.3</b>	<b>521.8</b>	<b>586.9</b>	<b>2,040.1</b>	<b>1,898.9</b>	<b>2,313.9</b>
(% YoY)	35.9	234.0	-23.5	-24.7	-21.1	-28.4	14.0	11.0	11.5	-6.9	21.9
부품	55.6	89.8	-33.3	43.0	-35.5	-47.5	9.1	59.8	155.2	-14.1	159.6
(% YoY)	-161.9	-160.1	-120.6	-87.5	-163.8	-152.9	-127.5	39.0	-41.6	-109.1	-1,234.3
AS	434.7	473.8	490.8	485.6	422.3	450.8	512.6	527.2	1,885.0	1,913.0	2,154.3
(% YoY)	-3.6	48.9	12.3	35.3	-2.8	-4.8	4.4	8.6	20.5	1.5	12.6
<b>RP</b>	<b>824.6</b>	<b>924.1</b>	<b>724.5</b>	<b>721.3</b>	<b>741.8</b>	<b>1,055.9</b>	<b>949.3</b>	<b>1,049.7</b>	<b>3,364.1</b>	<b>3,796.6</b>	<b>4,065.2</b>
(% YoY)	64.3	255.7	32.2	-10.7	-10.0	14.3	31.0	45.5	58.8	12.9	7.1
<b>NP</b>	<b>599.8</b>	<b>666.6</b>	<b>533.9</b>	<b>552.0</b>	<b>519.0</b>	<b>768.6</b>	<b>701.4</b>	<b>775.6</b>	<b>2,521.9</b>	<b>2,764.6</b>	<b>2,962.0</b>
(% YoY)	72.1	184.6	37.0	-0.9	-13.5	15.3	31.4	40.5	64.9	9.6	7.1
OP margin (%)	5.0	5.5	4.6	4.6	3.4	3.3	4.5	4.7	4.9	4.0	4.6
부품 (%)	0.7	1.1	-0.4	0.5	-0.4	-0.5	0.1	0.6	0.5	0.0	0.4
AS (%)	23.3	23.5	21.6	21.2	18.0	18.5	21.1	21.6	22.3	19.8	21.3
RP margin (%)	8.4	9.0	7.3	6.2	6.6	8.6	8.2	8.5	8.1	8.0	8.1
NP margin (%)	6.1	6.5	5.3	4.8	4.6	6.2	6.1	6.3	6.0	5.8	5.9

자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

## 현대모비스 (012330)

### Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>38,048.8</b>	<b>36,626.5</b>	<b>41,702.2</b>	<b>47,581.2</b>	<b>50,042.9</b>
매출액증가율 (%)	8.2	-3.7	13.9	14.1	5.2
매출원가	32,819.6	31,922.3	36,430.3	42,012.3	43,856.3
매출총이익	5,229.2	4,704.2	5,271.9	5,568.8	6,186.6
판매관리비	2,869.9	2,873.9	3,231.8	3,669.9	3,872.7
<b>영업이익</b>	<b>2,359.3</b>	<b>1,830.3</b>	<b>2,040.1</b>	<b>1,898.9</b>	<b>2,313.9</b>
영업이익률	6.2	5.0	4.9	4.0	4.6
금융손익	143.3	18.8	276.8	211.0	211.1
중속/관계기업손익	708.9	378.0	922.2	1,536.8	1,393.2
기타영업외손익	2.8	-109.1	125.0	150.0	147.0
세전계속사업이익	3,214.3	2,118.0	3,364.1	3,796.6	4,065.2
법인세비용	920.0	591.1	832.1	1,026.7	1,097.6
<b>당기순이익</b>	<b>2,294.3</b>	<b>1,526.9</b>	<b>2,532.1</b>	<b>2,769.9</b>	<b>2,967.6</b>
지배주주지분 손이익	2,290.7	1,529.1	2,521.9	2,764.6	2,962.0

### Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>21,504.6</b>	<b>22,902.9</b>	<b>23,552.4</b>	<b>27,840.5</b>	<b>28,780.5</b>
현금및현금성자산	3,342.0	4,202.4	4,156.0	5,233.9	5,004.3
매출채권	6,949.2	7,554.6	7,823.3	8,564.6	9,007.7
재고자산	3,034.2	3,057.2	4,275.0	4,877.6	5,130.0
<b>비유동자산</b>	<b>25,101.4</b>	<b>25,594.7</b>	<b>27,930.2</b>	<b>31,040.7</b>	<b>32,292.5</b>
유형자산	8,605.4	8,721.1	9,130.5	9,709.9	9,887.4
무형자산	914.0	881.3	915.9	925.8	944.5
투자자산	14,660.4	15,129.0	16,592.9	18,932.1	19,911.6
<b>자산총계</b>	<b>46,606.1</b>	<b>48,497.7</b>	<b>51,482.5</b>	<b>58,881.2</b>	<b>61,073.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>8,962.3</b>	<b>10,082.2</b>	<b>10,077.0</b>	<b>15,219.1</b>	<b>14,787.1</b>
매입채무	4,798.3	5,307.0	5,378.2	6,136.4	6,453.9
단기차입금	1,270.4	1,404.6	1,205.8	1,314.3	1,432.6
유동성장기부채	321.5	535.4	469.8	493.3	518.0
<b>비유동부채</b>	<b>5,234.2</b>	<b>5,087.4</b>	<b>6,048.1</b>	<b>6,213.4</b>	<b>6,292.1</b>
사채	0.0	0.0	349.1	352.5	356.1
장기차입금	1,152.5	1,135.5	1,238.5	1,250.9	1,263.4
<b>부채총계</b>	<b>14,196.4</b>	<b>15,169.6</b>	<b>16,125.1</b>	<b>21,432.5</b>	<b>21,079.2</b>
자본금	491.1	491.1	491.1	491.1	491.1
자본잉여금	1,397.9	1,398.0	1,399.0	1,399.0	1,399.0
기타포괄이익누계액	-822.8	-927.8	-429.8	-429.8	-429.8
이익잉여금	31,656.8	32,851.3	34,679.5	36,787.5	39,346.2
비지배주주지분	79.6	75.5	84.4	67.6	54.0
<b>자본총계</b>	<b>32,409.6</b>	<b>33,328.1</b>	<b>35,357.5</b>	<b>37,448.6</b>	<b>39,993.8</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>2,644.1</b>	<b>2,476.7</b>	<b>2,608.8</b>	<b>1,577.9</b>	<b>2,045.0</b>
당기순이익(손실)	2,294.3	1,526.9	2,362.5	2,769.9	2,967.6
유형자산상각비	751.5	788.8	777.4	793.8	829.7
무형자산상각비	69.6	66.8	59.4	60.1	61.3
운전자본의 증감	-502.0	-231.6	-454.0	-563.1	-378.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-720.2</b>	<b>-1,256.8</b>	<b>-1,953.4</b>	<b>-277.5</b>	<b>-2,024.8</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-789.4	-1,095.9	-921.8	-1,060.1	-1,007.1
투자자산의감소(증가)	-0.2	-527.4	-456.3	-2,263.8	-979.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-972.0</b>	<b>-231.9</b>	<b>-962.4</b>	<b>-282.8</b>	<b>-249.9</b>
차입금의 증감	-439.5	10.3	-791.2	59.7	143.0
자본의 증가	-322.5	-234.9	-428.6	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,006.9	860.5	-46.4	1,077.9	-229.6
기초현금	2,336.4	3,343.3	4,203.8	4,156.0	5,233.9
기말현금	3,342.0	4,202.4	4,156.0	5,233.9	5,004.3

### Key Financial Data

	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	390,870	376,259	428,401	488,795	514,084
EPS(지배주주)	23,532	15,709	24,165	28,401	30,428
CFPS	36,146	29,335	33,857	23,183	24,890
EBITDAPS	32,671	27,592	29,555	28,279	32,924
BPS	332,926	342,361	363,208	384,689	410,834
DPS	4,000	4,000	4,001	4,200	4,400
배당수익률(%)	2.0	2.0	2.0	2.1	2.2
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	8.7	13.0	8.4	7.2	6.7
PCR	5.6	7.0	6.0	8.8	8.2
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	2,877.0	2,752.8	3,204.9
EV/EBITDA	6.1	7.0	6.6	6.6	5.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	7.3	4.7	6.8	7.6	7.6
EBITDA 이익률	8.4	7.3	6.9	5.8	6.4
부채비율	43.8	45.5	45.6	57.2	52.7
금융비용부담률	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	3.1	3.4	5.3	4.4	5.2
매출채권회전율(x)	5.7	5.1	5.4	5.8	5.7
재고자산회전율(x)	13.1	12.0	11.4	10.4	10.0



**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	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	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	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자 의견 비율**

투자 의견	비율
매수	77.8%
중립	22.2%
매도	0.0%

2022년 6월 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)	
2020.07.27	기업브리프	Buy	240,000	김준성	-9.4	-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	-25.8	-22.7	
2022.03.23	기업브리프	Buy	275,000	김준성	-23.0	-21.1	
2022.04.24	기업브리프	Buy	265,000	김준성	-	-	