

현대모비스 (012330/KS)

여전히 회수보다는 투자의 시기

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 310,000 원(유지)

현재주가: 240,500 원

상승여력: 28.9%

Analyst
윤혁진hjyoon2019@sk.com
3773-9025R.A.
박준형jh.park@sk.com
3773-8589

Company Data

발행주식수	9,300 만주
시가총액	22,524 십억원
주요주주	
기아(외6)	31.68%
국민연금공단	8.56%

Stock Data

주가(24/04/26)	240,500 원
KOSPI	2,656.33 pt
52주 최고가	269,000 원
52주 최저가	199,000 원
60일 평균 거래대금	65 십억원

주가 및 상대수익률



1Q24 실적 Review: 일회성(?) 품질 이슈로 예상치 하회

현대모비스 1Q24 매출액 13.9 조원(-5.4% YoY, -5.5% QoQ, 이하 YoY, QoQ 생략), 영업이익 5,427 억원(+29.8%, +3.7%), OPM 3.9% 기록했다. 컨센서스 매출액 14.3 조원, 영업이익 6,190 억원(당사 기존 추정치 매출액 13.9 조원, 영업이익 6,575 억원)을 하회했다.

매출액은 현대차, 기아 완성차 생산이 전년대비 3% 감소하고, 전분기부터 발생하고 있는 전동화 사업부의 역성장(셀 조달 사급으로 전환, 셀 가격 하락, EV 에서 HEV 로 믹스변화로 매출액 1.27 조원 YoY 감소)으로 핵심부품(제어기, ADAS 등) 매출 호조에도 불구하고 전년대비 감소했다. 영업이익은 1Q23 일회성비용 1,700 억원의 지저 효과로 큰 폭의 개선을 기대했지만, 이번에도 일회성(?) 비용(ICCU 품질비용 400 억원, 기타 품질비용 400 억원)과 인건비 증가 650 억원이 반영되며 컨센을 하회하는 5,427 억원(+29.8%, +3.7%)을 기록했다.

AS 부문은 북미 및 유럽 지역의 물량 증가 및 원화 약세 영향으로 매출액도 +11.4% 증가하고 영업이익률도 24.8%를 기록하는 등 서프라이즈한 실적을 기록했다. 결론적으로 전동화 사업부의 예상보다 큰 매출액 급감, 모듈 및 핵심부품 부문의 저 수익성의 마이너스 요인이 AS 부문의 플러스 요인을 상회한 실적이었다.

늦어지는 전동화 사업부 흑자 전환, 아직은 회수보다는 투자의 시기

당사는 현대모비스 주가 및 실적 턴어라운드의 키를 전동화 사업부의 흑자전환으로 보고 있는데, 2, 3 분기에 적자폭이 줄어들더라도 다시 4 분기 북미 전동화 공장이 가동되면서 적자폭이 확대될 것으로 추정된다. 5 월 이후 주주환원 정책 강화가 기대되지만, 여전히 R&D 인력 증가, ADAS, PE 시스템 등 신기술 투자, 북미공장 투자 등 투자가 지속되는 국면이라, 아직은 회수보다는 투자의 시기에 있는 것으로 판단된다. 투자 의견 매수, 목표주가 31 만원을 유지한다. 완성차 업체들은 Q 는 정체지만, ASP 를 끌어올리면서 매출액과 영업이익 성장을 가져오고 있지만, 부품업체는 ASP 인상이 어렵고, Q 는 정체돼 있어 실적 개선이 쉽지 않은 상황이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	41,702	51,906	59,254	58,796	63,574	67,708
영업이익	십억원	2,040	2,027	2,295	2,477	3,006	3,498
순이익(지배주주)	십억원	2,352	2,485	3,423	3,427	3,873	4,379
EPS	원	24,872	26,358	36,543	36,847	41,641	47,091
PER	배	10.2	7.6	6.5	6.5	5.8	5.1
PBR	배	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	배	5.9	4.4	4.9	4.2	3.2	2.3
ROE	%	6.9	6.8	8.7	8.1	8.5	8.9

현대모비스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2021	2022	2023	2024
매출액	14,667	15,685	14,230	14,672	13,869	14,669	14,828	15,431	41,702	51,906	59,254	58,796
영업이익	418	664	690	523	543	621	709	605	2,041	2,026	2,295	2,477
OPM	2.8%	4.2%	4.8%	3.6%	3.9%	4.2%	4.8%	3.9%	4.9%	3.9%	3.9%	4.2%
모듈 및 핵심부품	12,036	12,988	11,457	11,890	10,937	11,833	11,901	12,481	33,265	41,697	48,371	47,152
전동화	3,327	3,744	2,724	2,454	1,876	2,059	2,587	2,331	6,093	9,676	12,248	8,853
부품제조	2,526	2,759	2,761	3,050	2,988	3,201	3,257	3,587	7,979	9,333	11,096	13,033
모듈조립	6,183	6,485	5,972	6,387	6,073	6,573	6,056	6,563	19,193	22,688	25,027	25,265
영업이익	-117	96	15	-69	-185	-32	67	8	156	67	-76	-141
OPM	-1.0%	0.7%	0.1%	-0.6%	-1.7%	-0.3%	0.6%	0.1%	0.5%	0.2%	-0.2%	-0.3%
AS 매출액	2,631	2,697	2,773	2,782	2,932	2,836	2,927	2,950	8,437	10,210	10,883	11,645
영업이익	535	568	676	592	728	652	642	597	1,885	1,958	2,371	2,619
OPM	20.3%	21.1%	24.4%	21.3%	24.8%	23.0%	21.9%	20.2%	22.3%	19.2%	21.8%	22.5%

자료: 현대모비스, SK 증권

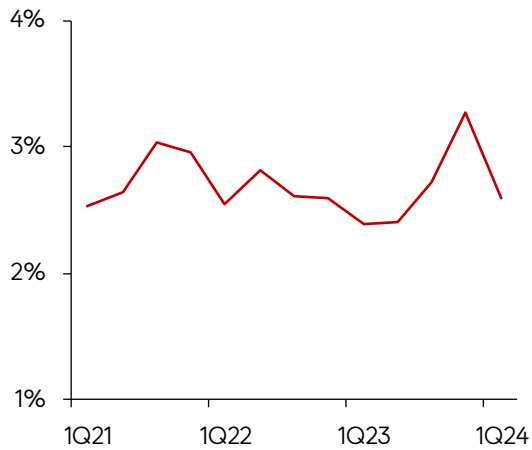
글로벌 자동차 그룹 밸류에이션 비교

(단위: 십억원, 배, %)

기업명	시가총액 (십억원)	PER(배)		OP Growth(%)		PBR(배)		EV/EBITD(배)		ROE(%)		부채비율 (%)	22년 이자보상배율 (배)
		23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E		
현대차	5.2	5.1	46.9	1.0	0.6	0.6	2.6	2.6	12.1	11.2	123.6	18.8	5.2
기아	5.1	5.0	55.9	0.4	0.9	0.8	3.3	3.2	18.0	16.1	8.9	31.0	5.1
GM	4.8	4.7	31.1	-5.1	0.7	0.6	2.7	3.1	16.3	12.4	179.6	10.4	4.8
Ford	6.9	6.9	77.0	-1.3	1.1	1.0	3.2	3.3	15.3	14.1	353.1	5.0	6.9
Stellantis	4.4	4.3	17.1	0.6	0.8	0.7	2.5	2.5	19.3	17.1	35.9	19.8	4.4
Toyota	10.2	10.1	73.6	4.5	1.5	1.3	7.1	6.7	15.7	13.9	100.4	51.6	10.2
Honda	8.5	8.0	55.1	8.7	0.7	0.7	4.6	4.3	8.9	8.7	69.4	21.6	8.5
Daimler	6.3	6.1	-3.2	0.6	0.8	0.7	3.2	3.2	12.3	11.8	124.2	50.1	6.3
Volkswagen	4.6	4.3	10.9	8.0	0.4	0.4	1.5	1.4	8.0	7.8	122.6	20.1	4.6
BMW	6.4	6.4	22.3	-0.7	0.7	0.7	2.7	2.7	11.3	10.6	97.5	20.0	6.4
Tesla	51.4	38.7	-34.7	49.7	6.7	5.7	29.6	21.8	13.8	15.2	15.0	71.5	51.4
평균 (테슬라, 현대차 그룹 제외)	6.5	6.3	35.5	1.9	0.8	0.8	3.5	3.4	13.4	12.1	135.3	24.8	6.5

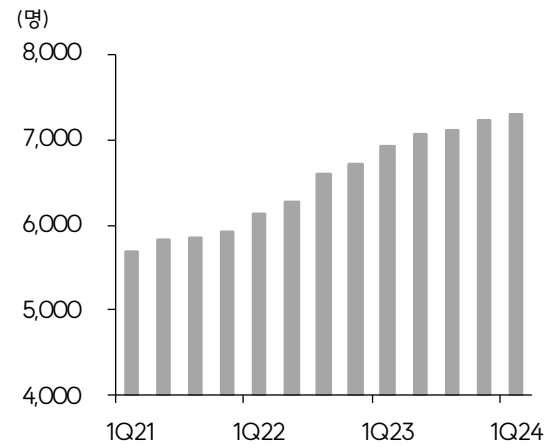
자료: 블룸버그, SK 증권

매출액 대비 R&D 투자 비중 추이



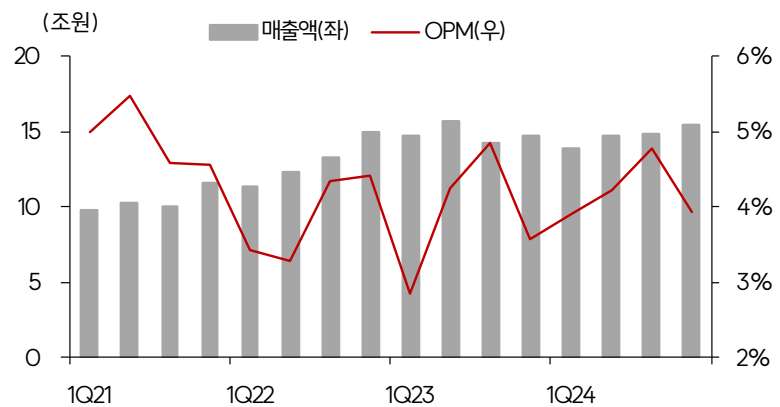
자료: 현대모비스, SK 증권

연구개발 인력 추이



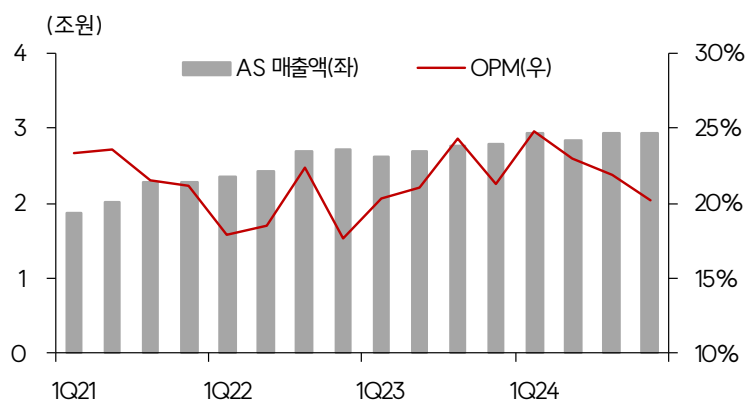
자료: 현대모비스, SK 증권

현대모비스 실적 추이 및 전망



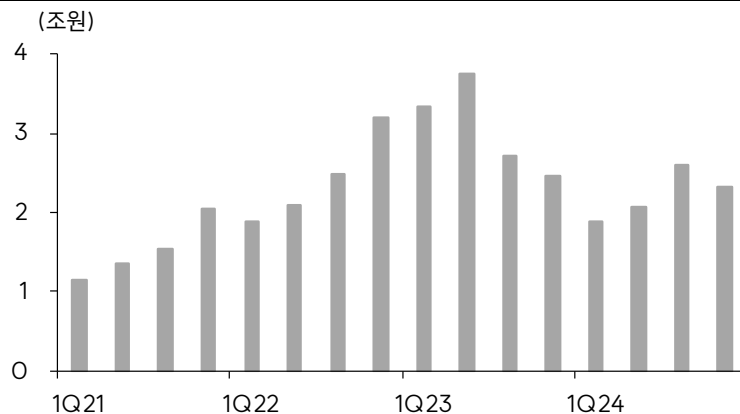
자료: 현대모비스, SK 증권

AS 사업부문 실적 추이 및 전망



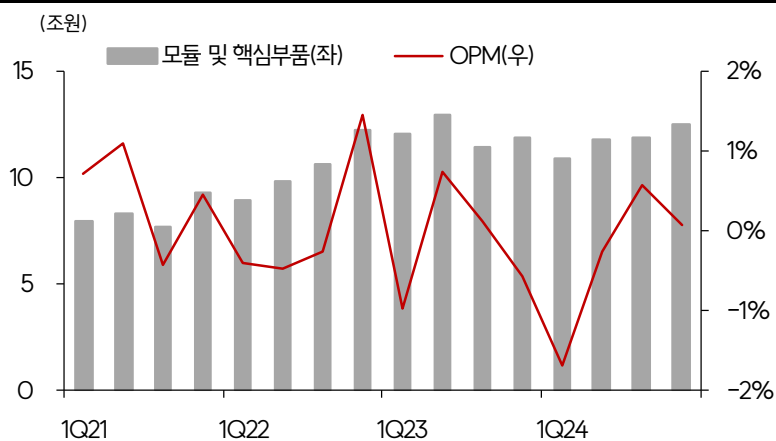
자료: 현대모비스, SK 증권

전동화 사업부문 매출액 추이 및 전망



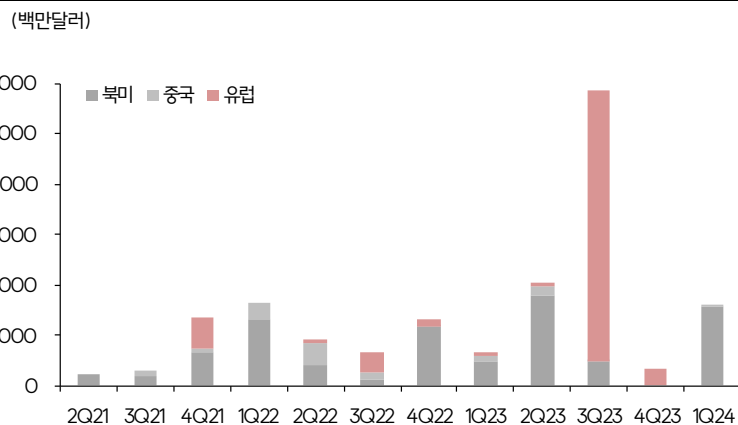
자료: 현대모비스, SK 증권

모듈 및 핵심부품 사업부문 실적 추이 및 전망



자료: 현대모비스, SK 증권

Non-Captive 수주실적 추이



자료: 현대모비스, SK 증권

〈실적발표회 Q&A 정리〉

Q. 1분기 품질 비용 금액과 향후 전망?

- 1분기에 발생한 품질 비용은 800 억 (전동화, 램프 및 전장부품에 집중)
- 작년 1분기와 4 분기에도 발생한 비용
- 전장/전동화 사업들이 현재 초기 단계이기 때문에 안정화되는 단계까지 리스크(비용)들이 있다고 판단
- 리스크가 보이면 충당금을 쌓고 나중에 환입 한다는 기본 과정이기 때문에 올해는 배제할 수 없음

Q. 1 분기 A/S 이익률이 결과가 좋았는데, 상세한 설명과 앞으로 방향성은?

- A/S 물량 확대로 이익 규모에 미치는 영향을 800 억
- 원화 약세로 430 억, 물가 인상을 반영한 ASP 상승이 약 330 억 그리고 물류비 감소는 작년 대비 500 억
- 환율만 변수로 판단하고 환율을 제외한 나머지는 올해 지속될 것으로 예상
- 23 년에 A/S 이익률 20~23%예상으로 소통했는데, 예상보다 긍정적일 것으로 생각함

Q. 25 년 이후 CAPEX 와 FCF 의 방향성은?

- 계획대로 봐도 올해가 CAPEX 피크
- 전동화 투자가 조정될 수 있기 때문에 내년을 보고 현 시점에서 이야기하는 것은 다소 빠름

Q. 물량 효과가 예상했던 것 보다 좋은 결과인데, 물량 증가의 요인과 지속 가능 여부 설명

- 그레이 마켓 수요가 예전으로 돌아가는 모습은 아님
- 전장 제품이 고급화되면서 사양이 좋아지고 순정 부품의 수요가 늘어남
- 예상 대비 좋은 실적으로 수요는 줄어들지 않을 것

Q. 모비스의 중간 단계의 역할은 왜 생겼는지? 그리고 어떤 Benefit 이 있는지?

- 1) 배터리셀 패키징과 장착을 일괄 단일화로 하는 경우, 2) 모비스/VW 처럼 BSA 상태로 조달 받아서 배터리를 가져오는 경우
- 당사의 BSA 는 배터리셀 제조 후 패키징 업무로 부가가치 창출을 위한 것

Q. 직접 매입과 사급의 차이 그리고 현대차가 얻는 Benefit 과 모비스가 얻는 Benefit 은 무엇이 있는지?

- 배터리셀의 조달 그리고 가격 결정에 대한 책임은 완성차에게 있음
- 차이: 사급 이전에는 총액 매출 인식을 했던 상황. 당사가 결정하지 않은 가격과 조달이 매출로 인식되다 보니 매출이 과대 평가되는 상황 발생
- 완성차의 Benefit: 큰 영향은 없음
- 모비스의 Benefit: 회계처리만 사급으로 바뀌는 것이기 때문에 운영상 Benefit 은 존재하지 않음. 다만, 매출이 정상화되며 이익률이 정상화됨

Q. ICCU 리콜의 1분기 규모는?

- ICCU 리콜 400 억 총당금 설정

Q. 미국 전기차 공장 투자 하면서 2 가지 혜택 보유: 1) 투자 세액 공제와 2) AMPC. 투자 세액 공제는 일부 700 억 정도 확정됐다는 언론 보도가 있었는데, 2 분기에 반영이 될 것인지? 그리고 AMPC 에 대한 기대감이 있는데, AMPC 분배에 대한 가이드는?

- 두 가지 효과를 기대할 수 있을 것
- AMPC 는 배터리와 관련된 BSA 에 수혜가 있을 것. 배터리사가 미리 평가 계산해서 인식. 완성차 분단 비율은 현재 협상 중
- 투자 세액 공제는 전동화 공장(PE 시스템 같은 모터 공장)에서 수혜를 받을 수 있을 것
- 언론보도에서 나온 것과는 다르게 45X 도 AMPC 도 확정 단계가 아님
- 올해 2 분기와 3 분기 초까지 확정 금액에 대한 Application 이 들어가야 하는 상황

Q. 하이브리드로 전환하면서 전동화 사업부 투자에 대한 영향은?

- 전기차 기존 예상 물량이 단기적으로 섰다운
- 24 년과 25 년을 봤을 때, 물량 감소가 예상이 되지만 2030 년 Long-Term 물량 계획은 조정하지 않음

Q. 전동화 매출의 하락 폭이 컸음에도 불구하고 이익의 변화는 크지 않음. 전동화 손실 폭이 줄어들었던 영향인지? 아니면 핵심부품 마진율이 개선되면서 전동화의 손실을 만회해준 것인지?

- 후자가 맞음. BEV 가 19% 감소하고 HV 는 증가
- 매출 규모에 따른 고정비 효과가 HV 와 EV 와의 차이가 존재하고 모터의 차이 때문에 이번 1분기 전동화 손익이 좋지 않았음
- 부품 제조: 현대기아 완성차 물량이 3% 감소했음에도 불구하고 모비스의 Non-Captive 물량이 늘어난 부분
- 단가가 높은 전장 매출이 증가하면서 물량 감소에도 높은 매출 성장 기록

Q. 부품 제조 매출이 수익성을 기여하는 시점은?

- 수주와 매출 인식 간의 시차가 존재하기 때문에 단기간 개선은 어려움
- 작년부터 비용 절감, 매출 믹스도 좋아지면서 순차적으로 좋아질 것으로 예상

Q. ICCU 품질 비용 400 억을 제외하더라도 모듈 및 핵심 부품에서 1,800억 적자가 발생했는데, 나머지 1,400억에 대한 설명은?

- 품질 비용 전체로는 800 억
- 인건비 증가 분이 약 650 억
- 물량 감소로 발생한 요인
- 공장 초기 발생 비용이 100~150 억

Q. R&D 인력이 연평균 10% 증가하고 있는데, 이익 효과가 늘어나지 못함. R&D 효율화가 어떻게 반영이 되는 건지?

- R&D 인력은 전동화 Non-Captive 에 대응하기 위해 늘어남
- 그보다 큰 폭으로 Allocation 되는 부분은 전장
- 인력은 지난 3 년 간 빠른 속도로 성장하고 올해부터 R&D 효율화를 위한 리서치 증으로 증가율 자체는 둔화 상태
- 매출이 커지고 사업 영향이 확장되면서 절대적인 숫자 감소는 어려움

Q. 배터리 사급이 지난 4 분기에서는 올해 연간 전동화 매출 감소 영향이 1.6 조라고 들었는데, 이번 분기 감소폭이 좀 크다고 판단. 4 분기 추정 부분과 차이점은?

- 연간 2 조 수준
- 사급 효과는 매출 원가에서 동시에 감소하기 때문에 이익이 올라가는 효과가 나온다
- 모비스 측면에서는 과거 대비 재고 관리에 대한 부담이 줄어들음

Q. 소프트웨어 관련해서 다른 R&D 비용은?

- R&D 비용의 절반은 전장 (소프트웨어 포함)
- 나머지는 전동
- 소프트웨어 엔지니어도 천여명 보유

Q. 하이브리드 올라가면 전동화 둔화로 되는 거 같은데, 중기적인 관점에서 수익에 플러스 인지 마이너스 인지 방향성?

- 장기적으로 배터리 EV 가 갈 것이 기본 인식
- 별개로 몇 분기전부터 전장은 볼륨 증가를 훨씬 상회하는 매출 증가
- 고부가가치 제품이 많이 팔리는 상황이고 초기에는 R&D 비용이 많이 들어가지만 결국은 메인 마켓이 될 것이기 때문에 장기적 수익에는 도움이 될 것

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	25,660	25,565	26,727	29,834	33,530
현금및현금성자산	4,088	5,079	5,945	7,821	10,460
매출채권 및 기타채권	10,152	10,152	10,081	10,821	11,457
재고자산	5,267	5,512	5,473	5,874	6,217
비유동자산	29,747	33,021	34,370	36,043	37,414
장기금융자산	1,177	1,065	1,064	1,077	1,088
유형자산	9,371	10,481	11,875	12,209	12,428
무형자산	965	1,034	973	921	877
자산총계	55,407	58,586	61,097	65,878	70,944
유동부채	11,476	12,053	11,961	12,915	13,740
단기금융부채	1,884	1,665	1,652	1,787	1,903
매입채무 및 기타채무	7,622	7,742	7,682	8,307	8,847
단기충당부채	879	1,206	1,196	1,294	1,378
비유동부채	6,123	5,878	5,459	5,814	6,122
장기금융부채	1,759	1,085	1,085	1,085	1,085
장기매입채무 및 기타채무	404	385	385	385	385
장기충당부채	302	378	375	406	432
부채총계	17,599	17,931	17,420	18,729	19,862
지배주주지분	37,799	40,634	43,656	47,126	51,059
자본금	491	491	491	491	491
자본잉여금	1,362	1,363	1,363	1,363	1,363
기타자본구성요소	-601	-715	-715	-715	-715
자기주식	-568	-682	-682	-682	-682
이익잉여금	36,979	39,640	42,661	46,131	50,064
비지배주주지분	8	21	22	22	23
자본총계	37,808	40,655	43,677	47,149	51,082
부채와자본총계	55,407	58,586	61,097	65,878	70,944

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	2,154	5,343	2,202	2,652	3,080
당기순이익(손실)	2,487	3,423	3,427	3,873	4,380
비현금성항목등	700	205	-655	-522	-505
유형자산감가상각비	836	852	1,105	1,166	1,206
무형자산감각비	62	74	62	52	43
기타	-198	-721	-1,823	-1,740	-1,755
운전자본감소(증가)	-764	1,748	2	-17	-8
매출채권및기타채권의감소(증가)	-1,985	105	71	-741	-636
재고자산의감소(증가)	-870	-172	38	-400	-344
매입채무및기타채무의증가(감소)	1,189	-185	-60	624	540
기타	-1,018	-801	-1,715	-1,951	-2,188
법인세납부	-750	-767	-1,144	-1,269	-1,401
투자활동현금흐름	-1,604	-2,541	-122	-475	-82
금융자산의감소(증가)	-196	-167	1	-5	-5
유형자산의감소(증가)	-1,056	-1,764	-2,500	-1,500	-1,425
무형자산의감소(증가)	-86	-111	0	0	0
기타	-265	-499	2,378	1,030	1,348
재무활동현금흐름	-638	-1,889	-418	-268	-331
단기금융부채의증가(감소)	-39	-1,249	-13	134	116
장기금융부채의증가(감소)	13	18	0	0	0
자본의증가(감소)	-37	1	0	0	0
배당금지급	-368	-367	-406	-402	-447
기타	-207	-292	0	0	0
현금의 증가(감소)	-68	991	866	1,876	2,638
기초현금	4,156	4,088	5,079	5,945	7,821
기말현금	4,088	5,079	5,945	7,821	10,460
FCF	1,098	3,579	-298	1,152	1,655

자료 : 현대모비스, SK증권 추정

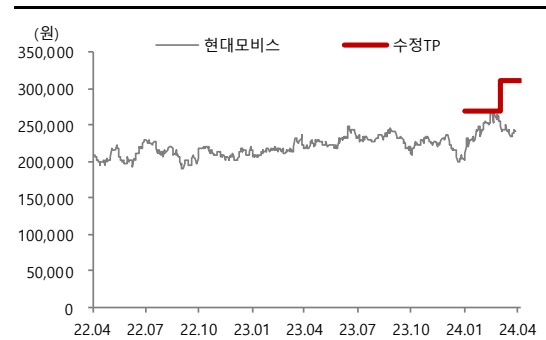
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	51,906	59,254	58,796	63,574	67,708
매출원가	45,919	52,492	51,887	55,776	59,105
매출총이익	5,987	6,762	6,910	7,798	8,602
매출총이익률(%)	11.5	11.4	11.8	12.3	12.7
판매비와 관리비	3,961	4,467	4,432	4,793	5,104
영업이익	2,027	2,295	2,477	3,006	3,498
영업이익률(%)	3.9	3.9	4.2	4.7	5.2
비영업손익	1,336	2,150	2,094	2,137	2,283
순금융손익	177	232	83	99	124
외환관련손익	32	-21	-20	-22	-24
관계기업등 투자손익	1,222	1,845	2,015	2,044	2,166
세전계속사업이익	3,363	4,445	4,571	5,142	5,781
세전계속사업이익률(%)	6.5	7.5	7.8	8.1	8.5
계속사업법인세	875	1,022	1,144	1,269	1,401
계속사업이익	2,487	3,423	3,427	3,873	4,380
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,487	3,423	3,427	3,873	4,380
순이익률(%)	4.8	5.8	5.8	6.1	6.5
지배주주	2,485	3,423	3,427	3,873	4,379
지배주주귀속 순이익률(%)	4.8	5.8	5.8	6.1	6.5
비지배주주	2	1	1	1	1
총포괄이익	2,715	3,462	3,427	3,873	4,380
지배주주	2,712	3,461	3,427	3,873	4,380
비지배주주	4	0	0	0	0
EBITDA	2,925	3,221	3,645	4,224	4,748

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	24.5	14.2	-0.8	8.1	6.5
영업이익	-0.7	13.3	7.9	21.3	16.4
세전계속사업이익	5.3	32.2	2.8	12.5	12.4
EBITDA	1.7	10.1	13.1	15.9	12.4
EPS	6.0	38.6	0.8	13.0	13.1
수익성 (%)					
ROA	4.7	6.0	5.7	6.1	6.4
ROE	6.8	8.7	8.1	8.5	8.9
EBITDA마진	5.6	5.4	6.2	6.6	7.0
안정성 (%)					
유동비율	223.6	212.1	223.4	231.0	244.0
부채비율	46.5	44.1	39.9	39.7	38.9
순차입금/자기자본	-16.3	-16.0	-16.9	-19.4	-22.8
EBITDA/이자비용(배)	38.7	21.5	117.5	133.3	143.4
배당성향	14.8	11.9	11.7	11.5	10.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	26,358	36,543	36,847	41,641	47,091
BPS	406,916	441,136	476,753	514,071	556,359
CFPS	35,882	46,431	49,399	54,736	60,524
주당 현금배당금	4,000	4,500	4,500	5,000	5,000
Valuation지표 (배)					
PER	7.6	6.5	6.5	5.8	5.1
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
PCR	5.6	5.1	4.9	4.4	4.0
EV/EBITDA	4.4	4.9	4.2	3.2	2.3
배당수익률	2.0	1.9	1.9	2.1	2.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.04.01	매수	310,000원	6개월		
2024.01.29	매수	270,000원	6개월	-9.38%	-0.37%
2023.11.17	매수	280,000원	6개월	-20.68%	-15.36%
2022.01.27	매수	310,000원	6개월	-29.86%	-19.84%



Compliance Notice

작성자(윤혁진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 04월 29일 기준)

매수	95.98%	중립	4.02%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------