

현대모비스 (012330/KS)

전동화 사업 흑전 후 의미 있는 주가 반등 가능할 듯

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 270,000 원(하향)

현재주가: 204,000 원

상승여력: 32.4%



Analyst
윤혁진

hjyoon2019@sk.com
3773-9025

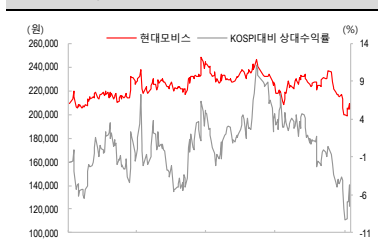
Company Data

발행주식수	9,366 만주
시가총액	19,106 십억원
주요주주	
기아(외6)	31.68%
국민연금공단	8.56%

Stock Data

주가(24/01/26)	204,000 원
KOSPI	2,478.56 pt
52주 최고가	248,500 원
52주 최저가	199,000 원
60일 평균 거래대금	29 십억원

주가 및 상대수익률



4Q23 실적 Review: 전동화 사업부 매출 감소와 일회성 품질 이슈로 예상치 하회

현대모비스 4Q23 매출액 14.7 조원(-2.1% YoY, +3.1% QoQ, 이하 YoY, QoQ 생략), 영업이익 5,232 억원(-20.8%, -24.2%), OPM 3.6% 기록했다. 컨센서스 매출액 15.3 조원, 영업이익 6,725 억원(당사 기존 추정치 매출액 15.6 조원, 영업이익 7,190 억원)을 하회했다. 매출액은 전동화 부문 매출액이 전분기대비 9.9% 감소한 2.45 조원을 기록하면서 하회했는데, 1) 신규 생산 EV 부터 배터리 셀 조달이 사급으로 전환(배터리 가격에서 셀 가격 70~75% 수준)되면서 3,000 억원, 2) 셀 가격 하락에 따른 효과 3,400 억원, 3) 고객사의 EV 에서 HEV 로의 믹스변화 효과 3,000 억원의 영향이 있었다. 영업이익은 일회성 품질비용이 1,210 억원 발생하며 컨센서스를 하회했는데, 모듈 및 핵심 부품에서 ICCU 등의 품질비용으로 830 억원, AS 부문에서 380 억원 발생했다. AS 부문과 부품제조/모듈조립 부분은 일회성 품질 비용을 제외하면 OPM 이 각각 +22.7%, +LS% 기록한 것으로 추정돼 안정적인 이익률을 유지하고 있는 것으로 판단된다.

늦어지는 전동화 사업부 흑자 전환과 서프라이즈 없는 주주친화 정책

당사는 현대모비스 주가 및 실적 턴어라운드의 키를 전동화 사업부의 흑자전환으로 보고 있는데, 24 년 중에 가능할지 아직 미지수의 상황이다. 현대차 그룹의 24 년 EV 판매량 목표치가 현대차 +12%, 기아 +50% 이상으로 시장보다 공격적이고 긍정적이지만, 최근 EV 시장 냉각과 미국 전동화 공장 가동에 따른 비용 증가 요인까지 고려한다면 넘어야 할 산이 많아 보인다. 완성차 업체들도 시장 기대치를 하회하는 4Q23 실적을 발표했지만, 동사 주가와는 달리 특히 기아의 주가가 강하게 반등했던 이유는 시장 기대치를 상회하는 24 년 가이던스와 주주환원 정책을 발표해서였다. 현대모비스의 23 년 배당금은 4,500 원, 24 년 자기주식 매입/소각 1,500 억원으로 다소 아쉽지만, 기대치 수준이라 판단한다. 늦어지는 전동화 사업부 흑자전환과 낮아진 24 년 실적 전망치를 반영해서 현대모비스 목표주가를 기존 28 만원에서 27 만원으로 하향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	36,627	41,702	51,906	59,255	57,733	60,908
영업이익	십억원	1,830	2,040	2,027	2,295	2,789	3,049
순이익(지배주주)	십억원	1,529	2,352	2,485	3,356	3,626	3,857
EPS	원	16,086	24,872	26,358	35,835	38,714	41,186
PER	배	15.9	10.2	7.6	6.6	5.3	5.0
PBR	배	0.7	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	배	6.0	5.9	4.4	5.0	2.8	2.1
ROE	%	4.7	6.9	6.8	8.5	8.6	8.4

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	13,379	14,489	14,552	15,312	41,702	51,906	59,254	57,732
영업이익	418	664	690	523	616	678	769	726	2,041	2,026	2,295	2,789
OPM	2.8%	4.2%	4.8%	3.6%	4.6%	4.7%	5.3%	4.7%	4.9%	3.9%	3.9%	4.8%
모듈 및 핵심부품	12,036	12,988	11,457	11,890	10,663	11,705	11,689	12,439	33,265	41,697	48,371	46,497
전동화	3,327	3,744	2,724	2,454	2,163	2,359	2,860	2,576	6,093	9,676	12,248	9,957
부품제조	2,526	2,759	2,761	3,050	2,447	2,799	2,801	3,228	7,979	9,333	11,096	11,274
모듈조립	6,183	6,485	5,972	6,387	6,054	6,547	6,029	6,635	19,193	22,688	25,027	25,265
영업이익	-117	96	15	-69	63	91	107	145	156	67	-76	406
OPM	-1.0%	0.7%	0.1%	-0.6%	0.6%	0.8%	0.9%	1.2%	0.5%	0.2%	-0.2%	0.9%
AS 매출액	2,631	2,697	2,773	2,782	2,716	2,785	2,863	2,872	8,437	10,210	10,883	11,236
영업이익	535	568	676	592	552	587	663	581	1,885	1,958	2,371	2,383
OPM	20.3%	21.1%	24.4%	21.3%	20.3%	21.1%	23.1%	20.2%	22.3%	19.2%	21.8%	21.2%

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	39,916	4.1	4.2	44.3	-0.6	0.5	0.4	1.5	1.5	11.5	10.6	124.6	18.3
기아	37,390	4.2	4.2	52.4	-0.9	0.7	0.6	2.7	2.7	18.0	15.9	19.7	31.0
GM	63,489	4.6	4.5	24.4	-12.7	0.7	0.5	2.7	2.7	15.8	11.8	160.0	10.4
Ford	58,988	5.9	6.5	64.8	-5.6	1.0	0.9	2.9	2.8	15.3	14.1	325.4	5.0
Stellantis	89,184	3.6	4.0	25.3	-10.9	0.8	0.7	2.2	2.4	23.2	18.4	37.5	19.6
Toyota	437,712	9.5	9.4	62.3	4.1	1.3	1.2	6.3	6.1	14.1	12.8	100.4	51.6
Honda	78,382	7.8	7.3	56.1	7.8	0.6	0.6	4.1	3.9	8.8	8.6	69.4	21.6
Daimler	92,893	4.6	5.1	8.0	-9.5	0.7	0.7	2.5	2.7	14.6	12.4	137.6	50.1
Volkswagen	88,512	4.2	4.3	4.7	-1.7	0.4	0.4	1.3	1.3	8.9	8.0	112.0	20.1
BMW	85,985	5.0	5.7	31.5	-12.4	0.6	0.6	2.4	2.6	13.0	10.8	97.6	20.0
Tesla	882,669	59.0	43.8	-10.6	45.2	10.3	8.3	36.0	25.5	19.1	19.6	8.2	71.5
평균 (테슬라, 현대차 그룹 제외)	124,393	5.7	5.9	34.6	-5.1	0.8	0.7	3.0	3.1	14.2	12.1	130.0	24.8

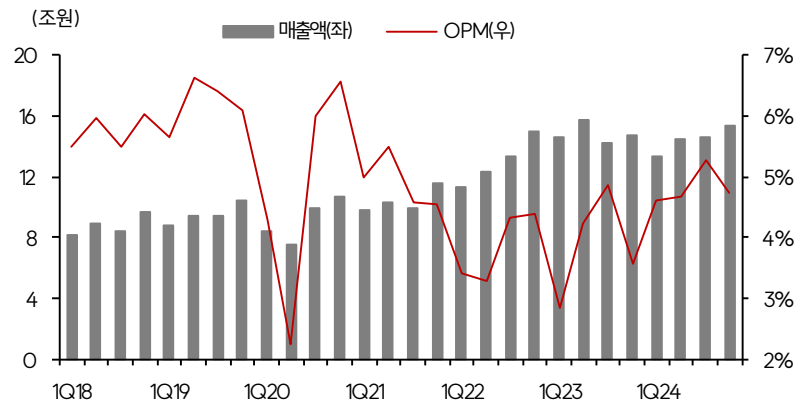
자료: 블룸버그, SK 증권

현대모비스 Valuation

구분	단위	비고
24년 EPS	38,714원	
적용 PER	7.1배	테슬라 제외한 글로벌 OEM PER 평균에 20% 프리미엄
TP	270,000원	6개월 목표주가
현재주가	204,000원	1/26 주가
Upside	32.4%	

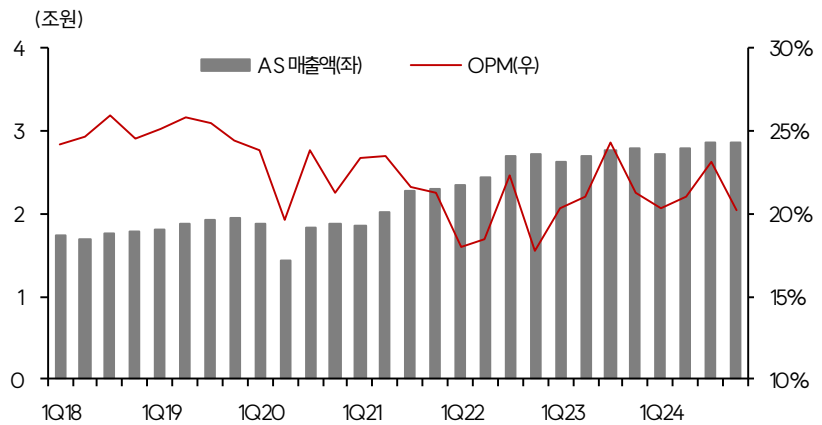
자료: 현대모비스, SK 증권

현대모비스 실적 추이 및 전망



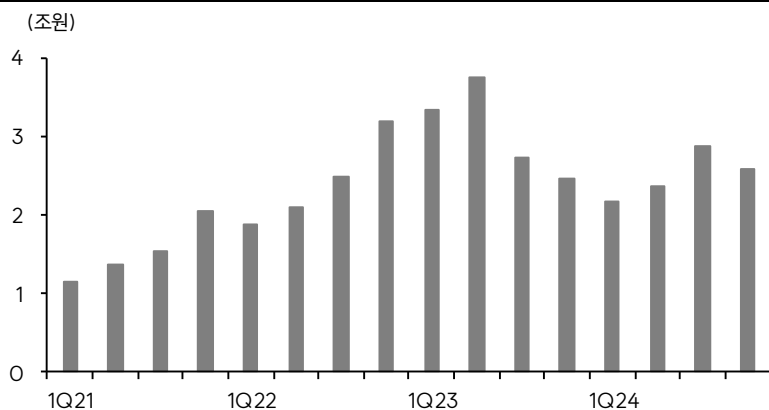
자료: 현대모비스, SK 증권

AS사업부문 실적 추이 및 전망



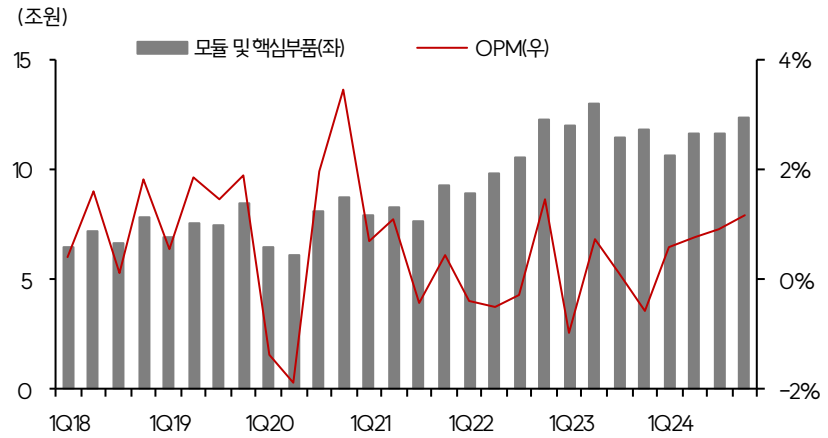
자료: 현대모비스, SK 증권

전동화 사업부문 매출액 추이 및 전망



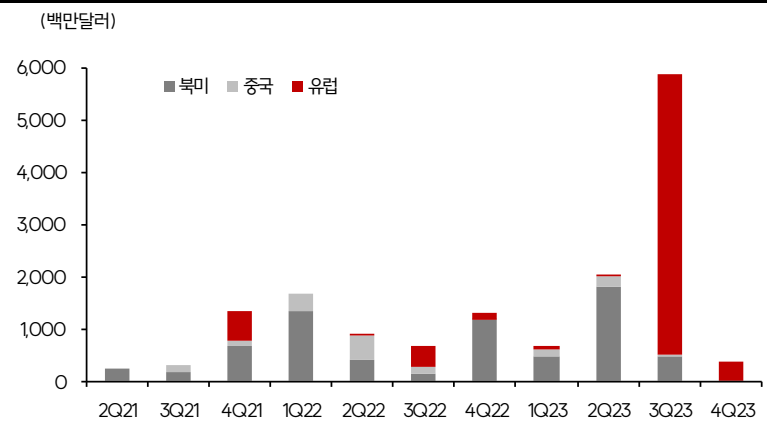
자료: 현대모비스, SK 증권

모듈 및 핵심부품 사업부문 실적 추이 및 전망



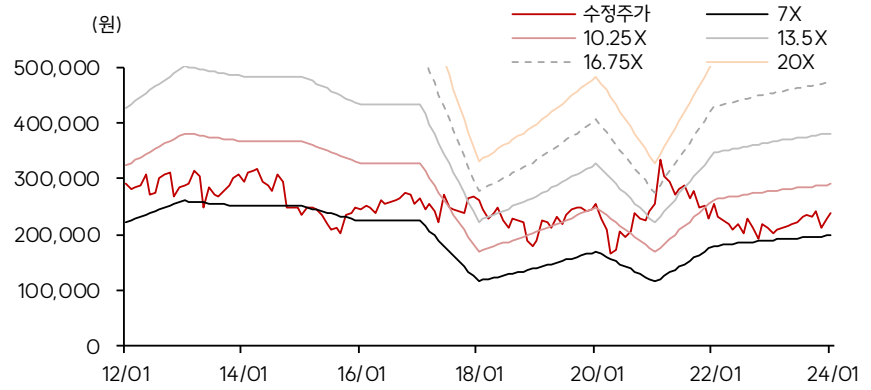
자료: 현대모비스, SK 증권

Non-Captive 수주실적 추이



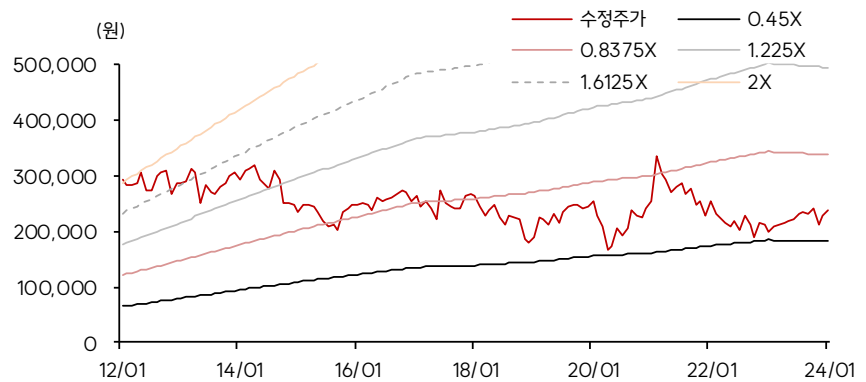
자료: 현대모비스, SK 증권

현대모비스 PER Band 차트



자료: 현대모비스, SK 증권

현대모비스 PBR Band 차트



자료: 현대모비스, SK 증권

〈실적발표회 Q&A 정리〉

Q. (실적) 부품과 AS 에서 품질비용이란 단어를 기재했는데, 관련 내용과 규모는? 이익의 99% AS 에서 나오고 있는데, 일회성 비용을 제외했을 때, 물류비 감소 효과로 마진이 어떻게 나오는지?

- 4Q23 품질비용: 제조 부문 830 억원 / AS 는 380 억원
- A/S: 북미쪽에서 먼지 쌓이고 불이 난 부분을 전기 합선이 발생하지 않도록 교체하고 하는 비용이 380 억원 발생. 일회성 비용 제외하면 OPM 23% 가까이 나옴

Q. (수주) Non-Captive 수주가 원화로 환산 시, 연간으로 봤을 때 분기 매출에 육박하는데, 핵심 부품 매출이 두 자릿수 비중을 차지하기 시작했다고 발언. 하지만 핵심 부품 사업을 포함한 부품 사업은 저조한 상황. Non-Captive 의 매출 규모와 이익률은? 그리고 앞으로의 이익률 방향은?

- 매출의 기여가 10% 수준까지 올라갔고, 올해도 같을 것으로 예상
- 비중은 수시로 바뀌겠지만 10~20%으로 성장 기대
- 이익률은 기존 이하의 수준은 받지 않아 이익률은 문제없을 것
- 전사 부품 마진율이 향후 개선되는 모습을 보일 것으로 예상

Q. (사업부) 수소 사업부에 현대차 이관 뉴스가 있었는데, 검토 중이라고 마지막으로 업데이트. 수소 사업부 이관이 됐는지? 된다면 언제? 그리고 손익에 영향은?

- 현대차와 방향성에 대한 합의를 완료. 12 월 말 기준으로 양사가 합의한 감정 평가 법인을 선정해서 평가가 진행 중
- 상반기 내에는 양수도가 완료될 것으로 예상

Q. (사업부) 수소 사업이 어느정도 손실 기여를 했는지?

- 초기 사업이다 보니 적자 사업인거는 맞음. 볼륨이 과거보다 떨어져 손익에는 도움이 될 것
- 미래 성장성이 있으니, 미래 성장에 대한 투자를 받고 반면 기존의 다른 사업에 집중을 하기 위해 전략적인 선택을 하게 된 것
- 단기적인 손익에는 도움이 될 것

Q. (AS) 물류비 하락은 하반기 나올 만큼 나온 건지? 아니면 올 상반기에 이익 증가요인이 있는지 기대를 해도 되는지?

- 물류 파동으로 인한 높아진 재고 소진되는데 통상 두 분기 정도 소요
- 그래서 작년에 상저하고의 흐름을 보일 것으로 가이드를 드림
- 이러한 기조는 올해도 유지될 것. 추가로 늘어날 거 같지는 않음

Q. (AS) 올해 하반기에 물류비 상승에 대해서 AS 쪽에서 걱정해야 할 거 같은데, 회사에 대응 방법은?

- 물류비는 연간으로 계획으로 이루어짐
- 급격한 인상이 있을 경우에 추가적인 변동 가능성 존재하며, 그럴 경우, 하반기에는 상황에 따라 유연하게 대처할 것
- 현 시점에서 물류비는 안정되어 있는 상태

Q. (전동화 사업부) 셀 사급 전환에 따라 올해는 전반적으로 매출 감소 할거 같은데, 어느정도 인지 가이던스 부탁. 전동화 사업부에서는 올해 흑자전환을 시점이 늦어진다고 하면 그 이유는?

- 4 분기 전동화 매출에서 사급전환 효과 3,000 억원 발생, 배터리 셀 가격 하락 부분 3,400 억, EV 에서 하이브리드로의 믹스 변화 효과 3,000 억원 정도 추정
- 올해는 사급 전환에 따라 1.6 조원 매출액 감소 효과 예상. But 손익에 미치는 영향 없음
- 올해 셀 가격에 추이에 따라, 매출 감소에 반영될 것. 따라서 전동화는 매출이 줄어들 가능성이 높음

Q. (법인 매각) 완성차의 법인 매각이 모비스에는 어떤 영향이 있는지? 영업적인 측면, 재무적인 변동 등에서 어떻게 봐야할지?

- 러시아: 생산 일정 부분 진행하기로 했기 때문에, 일단 해당 사업을 유지하는 쪽에 집중
- 중국: 마찬가지로, 물량이 불확실한 상황에서 중국 사업전략을 고민 중
- 중국 턴어라운드를 언급했는데, 그런 활동들이 결과로 나온거라고 생각. 현재 물량 수준에서 탄탄한 실적을 유지할 계획

Q. (전동화 매출) 전동화 매출액이 줄어든다면 향후 수익성을 어떻게 봐야 하는지?

- 이익율에 대한 현실화 측면으로 볼 것
- 배터리 셀이 BSA 에서 대략 70~75% 정도 비중 차지. 셀 부분 매출을 제거하면서 모비스의 경쟁력에 대한 이익률 지표를 현실화하는 국면에서는 큰 도움될 것으로 판단

Q. (2024 년 추정) 이번 완성차 사업계획에서 이상적이라고 보는 것은, 북미 지역에 대한 업사이드를 긍정적으로 보고 있다는 점. 마진을 브레이크 다운해서 추정할 때, 지역적 믹스 이익의 영향이 긍정적으로 작용할 수 있는 부분이 있는지?

- AS 는 이미 북미나 유럽에 상당 부분 기여
- 정상적인 수준의 탑라인 Gross 그리고 마진도 작년 상반기 대비 더 좋아진 정도 수준을 반영하면 안정화된 AS 마진을 가정 가능
- 부품 믹스에서도 지역별 믹스가 크게 작용할 것 같지는 않음
- 올해 전동화 부분의 양산 초기 비용은 고려해야 할 부분. 다만, 양산은 북미 쪽에서 매출이 늘어날 수 있다는 얘기
- 작년 대비 지역별로 크게 바뀌어질 부분은 없을 것으로 예상

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	23,552	25,660	27,525	29,528	32,803
현금및현금성자산	4,156	4,088	3,481	5,913	8,291
매출채권 및 기타채권	8,134	10,152	11,451	11,185	11,741
재고자산	4,275	5,267	5,938	5,801	6,088
비유동자산	27,930	29,747	33,053	33,814	34,944
장기금융자산	651	1,177	1,215	1,207	1,223
유형자산	9,131	9,371	10,249	11,507	11,724
무형자산	916	965	913	870	834
자산총계	51,483	55,407	60,578	63,342	67,747
유동부채	10,077	11,476	13,066	12,737	13,424
단기금융부채	1,676	1,884	2,150	2,095	2,210
매입채무 및 기타채무	6,369	7,622	8,701	8,477	8,943
단기충당부채	960	879	1,003	977	1,031
비유동부채	6,048	6,123	6,712	6,585	6,850
장기금융부채	1,871	1,759	1,759	1,759	1,759
장기매입채무 및 기타채무	0	25	25	25	25
장기충당부채	637	681	777	757	799
부채총계	16,125	17,599	19,778	19,322	20,274
지배주주지분	35,273	37,799	40,789	44,007	47,456
자본금	491	491	491	491	491
자본잉여금	1,399	1,362	1,362	1,362	1,362
기타자본구성요소	-888	-601	-601	-601	-601
자기주식	-867	-568	-568	-568	-568
이익잉여금	34,679	36,979	39,969	43,187	46,636
비지배주주지분	84	8	11	14	17
자본총계	35,357	37,808	40,800	44,021	47,473
부채와자본총계	51,483	55,407	60,578	63,342	67,747

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	2,248	1,673	1,707	2,478	2,667
당기순이익(손실)	2,362	2,487	3,359	3,629	3,861
비현금성항목등	933	700	-720	-266	-203
유형자산감가상각비	777	836	1,003	1,242	1,283
무형자산상각비	59	62	52	43	36
기타	97	-198	-1,775	-1,551	-1,523
운전자본감소(증가)	-454	-764	-93	14	-32
매출채권및기타채권의감소(증가)	368	-1,985	-1,299	266	-556
재고자산의감소(증가)	-1,087	-870	-671	137	-287
매입채무및기타채무의증가(감소)	-517	1,189	1,079	-223	466
기타	783	902	798	-165	345
법인세납부	-594	-750	-1,221	-1,291	-1,379
투자활동현금흐름	-1,559	-1,066	-1,759	407	27
금융자산의감소(증가)	-432	-196	-12	2	-5
유형자산의감소(증가)	-863	-1,056	-1,882	-2,500	-1,500
무형자산의감소(증가)	-32	-86	0	0	0
기타	-231	273	134	2,904	1,532
재무활동현금흐름	-470	-359	-100	-463	-293
단기금융부채의증가(감소)	-791	-39	267	-55	115
장기금융부채의증가(감소)	818	104	0	0	0
자본의증가(감소)	1	-37	0	0	0
배당금지급	-464	-368	-367	-408	-408
기타	-35	-20	0	0	-0
현금의 증가(감소)	-46	-68	-607	2,432	2,378
기초현금	4,202	4,156	4,088	3,481	5,913
기말현금	4,156	4,088	3,481	5,913	8,291
FCF	1,385	617	-174	-22	1,167

자료 : 현대모비스, SK증권 추정

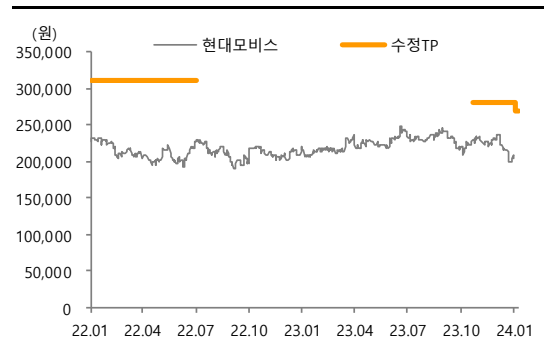
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	41,702	51,906	59,255	57,733	60,908
매출원가	36,438	45,919	52,492	50,592	53,267
매출총이익	5,265	5,987	6,762	7,141	7,641
매출총이익률(%)	12.6	11.5	11.4	12.4	12.5
판매비와 관리비	3,224	3,961	4,467	4,352	4,592
영업이익	2,040	2,027	2,295	2,789	3,049
영업이익률(%)	4.9	3.9	3.9	4.8	5.0
비영업손익	1,154	1,336	2,285	2,131	2,190
순금융손익	93	177	70	79	107
외환관련손익	65	32	37	36	38
관계기업등 투자손익	922	1,222	2,177	2,015	2,044
세전계속사업이익	3,195	3,363	4,580	4,920	5,239
세전계속사업이익률(%)	7.7	6.5	7.7	8.5	8.6
계속사업법인세	832	875	1,221	1,291	1,379
계속사업이익	2,362	2,487	3,359	3,629	3,861
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,362	2,487	3,359	3,629	3,861
순이익률(%)	5.7	4.8	5.7	6.3	6.3
지배주주	2,352	2,485	3,356	3,626	3,857
지배주주귀속 순이익률(%)	5.6	4.8	5.7	6.3	6.3
비지배주주	10	2	3	3	3
총포괄이익	2,911	2,715	3,359	3,629	3,861
지배주주	2,900	2,712	3,355	3,624	3,856
비지배주주	11	4	4	5	5
EBITDA	2,877	2,925	3,350	4,074	4,368

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	13.9	24.5	14.2	-2.6	5.5
영업이익	11.5	-0.7	13.3	21.5	9.3
세전계속사업이익	50.8	5.3	36.2	7.4	6.5
EBITDA	7.1	1.7	14.5	21.6	7.2
EPS	54.6	6.0	36.0	8.0	6.4
수익성 (%)					
ROA	4.7	4.7	5.8	5.9	5.9
ROE	6.9	6.8	8.5	8.6	8.4
EBITDA마진	6.9	5.6	5.7	7.1	7.2
안정성 (%)					
유동비율	233.7	223.6	210.7	231.8	244.4
부채비율	45.6	46.5	48.5	43.9	42.7
순차입금/자기자본	-20.6	-16.3	-13.0	-17.7	-21.2
EBITDA/이자비용(배)	74.5	38.7	78.5	92.9	98.8
배당성향	15.5	14.8	12.2	11.3	11.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	24,872	26,358	35,835	38,714	41,186
BPS	382,120	406,916	441,572	475,930	512,760
CFPS	33,720	35,882	47,096	52,436	55,272
주당 현금배당금	4,000	4,000	4,500	4,500	5,000
Valuation지표 (배)					
PER	10.2	7.6	6.6	5.3	5.0
PBR	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4
PCR	7.5	5.6	5.0	3.9	3.7
EV/EBITDA	5.9	4.4	5.0	2.8	2.1
배당수익률	1.6	2.0	1.9	2.2	2.5

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.01.29	매수	270,000원	6개월		
2023.11.17	매수	280,000원	6개월	-20.68%	-15.36%
		담당자 변경			
2022.01.27	매수	310,000원	6개월	-29.86%	-19.84%
2021.10.29	매수	350,000원	6개월	-29.47%	-23.00%



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 기관투자가 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 01월 29일 기준)

매수	94.83%	중립	5.17%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------