

2024. 4. 2



▲ 자동차/타이어

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

Buy (20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 300,000 원

현재주가 (4.1) 251,000 원

상승여력 19.5%

KOSPI	2,747.86pt
시가총액	235,074억원
발행주식수	9,300만주
유동주식비율	64.70%
외국인비중	40.08%
52주 최고/최저가	269,000원/199,000원
평균거래대금	626.9억원

주요주주(%)

기아 외 6 인	31.68
국민연금공단	8.56
미래에셋자산운용 외 9 인	5.16

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.5	4.4	16.2
상대주가	-0.5	-6.4	4.7

주가그래프



현대모비스 012330

아직은 실적 정체의 시간

- ✓ 1Q24 실적, 품질 비용 반영으로 컨센서스 하회 전망
- ✓ 시장의 관심은 1Q24 실적이 아니라, 수소 사업 양도 영향 반영될 2Q24 이후 실적
- ✓ 수소 사업의 현대차 양도는 14년간 지속된 실적·주가 동반 정체 및 비주력 사업에 대한 현금 지출 지속에 대한 프레임 변화로 해석 가능
- ✓ 실적 방향성 전환과 동반한 제 2차 지배구조 개편 발현 및 기업가치 변화에 주목

1Q24 실적, 일회성 비용 발생 지속으로 컨센서스 하회 전망

매출 15.1조원 (+3% YoY, 이하 YoY), 영업이익 6,001억원 (+44%), 영업이익률 4.0%를 전망한다. 운송비 증가, 특별 성과금 지급, 품질 비용 발생 등 다양한 비용이 점철됐던 전년 동기 대비 큰 폭의 이익 개선이 예상된다. 그러나 현대차·기아의 BEV 모델에 대한 ICCU 품질 비용이 두 분기 연속 발생하게 되며, 컨센서스 (영업 이익 6,460억원) 하회가 불가피하다. 인상적이지 못한 실적 전개에 지속적이다.

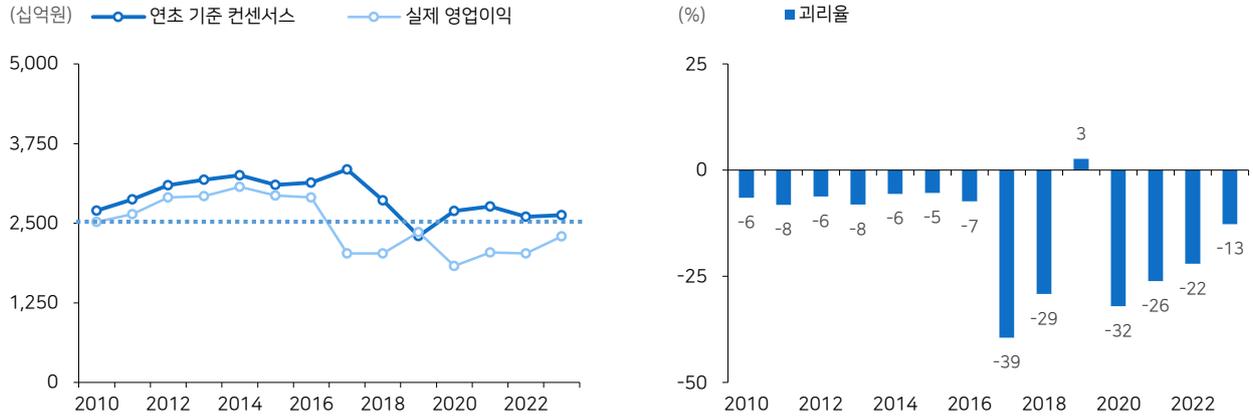
수소 사업 이관 이후의 실적 방향성에 주목

연초 정부 밸류업 프로그램에 대한 업종 전반의 기대감이 고조되었을 때도 모비스 주가는 큰 변화가 없었다 (연초 이후 2월 16일까지 주가 수익률 비교: 현대차 +26%, 기아 +19%, 모비스 -2%). 본격적인 변화가 시작된 시점은 2월 16일 이후다. 2월 16일 수소 사업 이관 공시 이후 모비스 주가는 +11% 상승했다. 적자가 지속되어온 수소 사업의 현대차 양도는 14년간 지속된 실적·주가 동반 정체 및 비주력 사업에 대한 현금 지출 지속에 대한 프레임이 변화함으로 인지됐다.

체스는 첫 수에 20가지 경우의 수가 존재한다. 두 플레이어가 첫 수를 주고 받는 경우의 수는 400가지다. 게임 진행 중 발생 가능한 총 경우의 수는 1,010경 가지에 달한다. 그러나 최종 승리조건은 하나다. '킹'을 잡는 것이다. 시장은 장기간 지속된 이해하기 어려운 실적과 주가·연구 개발과 자본 투자 흐름을 보여왔던 모비스를 현대차그룹 지배구조 개편의 '킹'으로 인지한다. 게임의 끝이 가까워졌다 생각한다면 '킹'에 대한 관심을 키우는 것이 옳다. 4월 그룹 주요 업체들의 실적, 5월 정부 정책 발표, 6월 현대차 Investor Day 내 주주가치 제고 발표, 7월 모비스 수소사업 이관 이후 첫 실적의 내용에 따른 '킹'의 주가 변동성 확대를 기대한다.

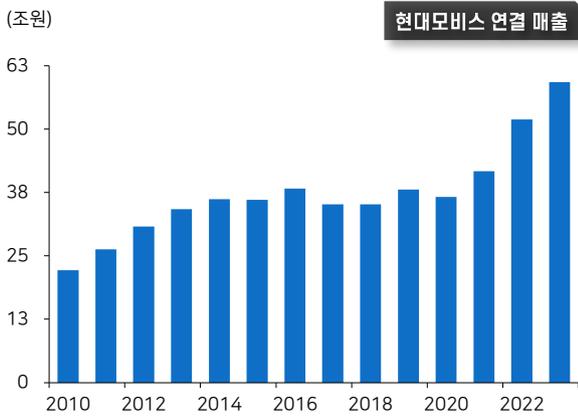
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	41,702.2	2,040.1	2,352.3	24,819	54.3	373,848	10.1	0.7	8.2	6.8	45.6
2022	51,906.3	2,026.5	2,485.3	26,302	6.0	400,976	9.5	0.6	8.1	6.8	46.5
2023	59,254.4	2,295.3	3,422.6	36,341	38.2	434,078	6.9	0.6	6.7	8.7	44.1
2024E	62,041.4	2,612.1	3,769.8	40,252	10.8	469,808	6.2	0.5	6.1	8.9	39.0
2025E	64,707.5	2,790.0	3,784.1	40,405	0.4	505,702	6.2	0.5	5.4	8.3	31.8

그림1 지난 14년간 모비스 연간 영업이익은 대부분의 경우 연초 기대했던 컨센서스를 하회



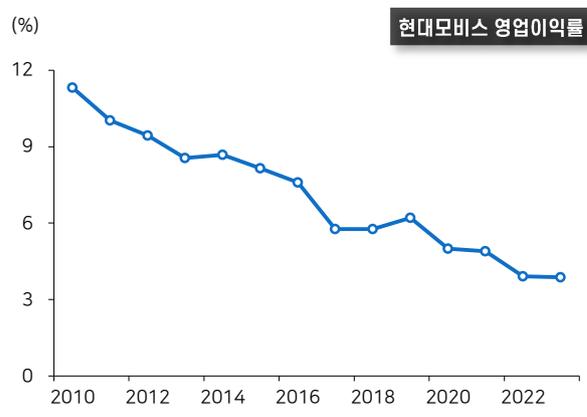
자료: Bloomberg, 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 모비스의 매출은 2010년 이후 꾸준히 증가했으나...



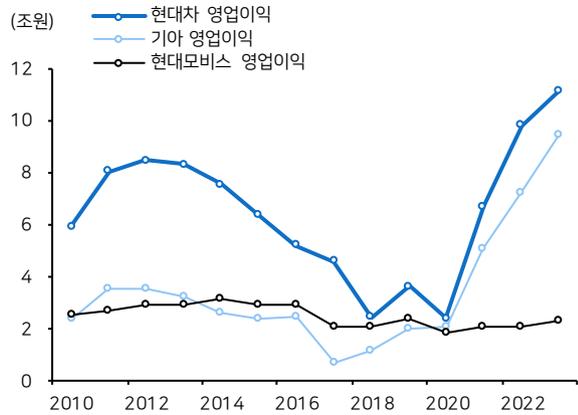
자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 영업이익률은 다종 비용 증가로 지속적으로 하락



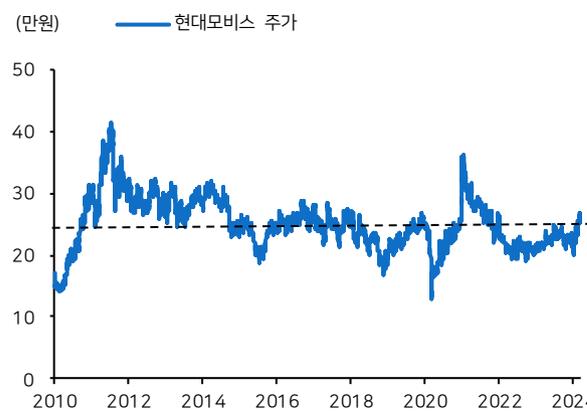
자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 현대차 · 기아와 달리 모비스의 영업이익은 늘 일정



자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

그림5 주가 또한 언제나 일정한 범위 내 장기 정체



자료: Bloomberg, 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

표1 1Q24 영업이익, 컨센서스 하회 -7% 하회 전망

(십억원)	1Q24E	1Q23	(% YoY)	4Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	15,061.2	14,667.0	2.7	14,672.2	2.7	14,663.9	2.7
영업이익	600.1	418.1	43.5	523.2	14.7	646.0	-7.1
세전이익	1,240.9	1,040.7	19.2	829.8	49.5	1,195.4	3.8
지배순이익	930.1	841.4	10.5	652.0	42.6	902.7	3.0
영업이익률(%)	4.0	2.9		3.6		4.4	
세전이익률(%)	8.2	7.1		5.7		8.2	
순이익률(%)	6.2	5.7		4.4		6.2	

자료: Bloomberg, 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

표2 2024년 실적, 수소 사업 이관 전후 다른 결을 보일 것으로 기대

(십억원)	2024E			2025E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	62,041.4	61,066.2	1.6	64,707.5	65,101.1	-0.6
영업이익	2,612.1	2,761.0	-5.4	2,790.0	3,075.8	-9.3
세전이익	5,029.5	4,876.9	3.1	5,048.8	5,257.5	-4.0
순이익	3,769.8	3,663.8	2.9	3,784.1	3,939.0	-3.9
영업이익률(%)	4.2	4.5	-0.2%p	4.3	4.7	-0.2%p
세전이익률(%)	8.1	8.0	-0.1%p	7.8	8.1	-0.1%p
순이익률(%)	6.1	6.0	-0.1%p	5.8	6.1	-0.1%p

자료: Bloomberg, 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

표3 2024년 이후의 실적 전망, 기존 전망치 대비 소폭 조정

(십억원)	2024E	2025E	2026E
매출액 - 신규 추정	62,041.4	64,707.5	65,868.1
매출액 - 기존 추정	62,081.6	64,785.2	65,980.8
% change	-0.1%	-0.1%	-0.2%
영업이익 - 신규 추정	2,612.1	2,790.0	2,956.6
영업이익 - 기존 추정	2,643.4	2,831.1	2,989.4
% change	-1.2%	-1.5%	-1.1%
세전이익 - 신규 추정	5,029.5	5,048.8	5,113.5
세전이익 - 기존 추정	5,192.7	5,139.3	5,148.1
% change	-3.1%	-1.8%	-0.7%
지배주주 순이익 - 신규 추정	3,769.8	3,784.1	3,832.6
지배주주 순이익 - 기존 추정	3,892.2	3,852.0	3,858.5
% change	-3.1%	-1.8%	-0.7%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	40,251.6	40,404.7	40,949.1
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	41,558.4	41,129.3	41,226.5
% change	-3.1%	-1.8%	-0.7%

자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

표4 분기 및 연간 실적 Snapshot											
(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q23E	2023	2024E	2025E
매출액	14,667.0	15,684.9	14,230.2	14,672.2	15,061.2	15,884.7	15,375.5	15,720.1	59,254.4	62,041.4	64,707.5
(% YoY)	29.7	27.4	7.0	-2.1	2.7	1.3	8.0	7.1	14.2	4.7	4.3
부품	12,036.3	12,987.8	11,457.0	11,890.3	12,369.2	13,124.8	12,594.5	12,901.9	48,371.5	50,990.4	53,404.9
(% YoY)	34.4	31.6	8.1	-3.1	2.8	1.1	9.9	8.5	16.0	5.4	4.7
전동화	3,326.9	3,743.6	2,723.6	2,453.5	3,677.4	3,785.8	3,602.2	3,435.6	12,247.6	14,501.0	15,938.6
(% YoY)	76.4	78.2	9.3	-23.3	10.5	1.1	32.3	40.0	26.6	18.4	9.9
부품제조	2,526.1	2,759.0	2,761.3	3,049.8	2,581.8	2,794.6	2,789.3	3,059.0	11,096.2	11,224.7	11,544.0
(% YoY)	21.1	19.7	18.8	16.5	2.2	1.3	1.0	0.3	18.9	1.2	2.8
모듈조립	6,183.3	6,485.2	5,972.1	6,387.0	6,110.0	6,544.4	6,203.0	6,407.3	25,027.6	25,264.6	25,922.2
(% YoY)	24.0	18.7	3.3	-1.1	-1.2	0.9	3.9	0.3	10.3	0.9	2.6
AS	2,630.7	2,697.1	2,773.2	2,781.9	2,691.9	2,759.9	2,781.0	2,818.2	10,882.9	11,051.1	11,302.6
(% YoY)	11.8	10.6	2.7	2.3	2.3	2.3	0.3	1.3	6.6	1.5	2.3
OP	418.1	663.8	690.2	523.2	600.1	670.9	660.7	680.4	2,295.3	2,612.1	2,790.0
(% YoY)	8.1	64.6	19.8	-20.8	43.5	1.1	-4.3	30.0	13.3	13.8	6.8
부품	-165.2	95.6	14.6	-69.2	2.5	49.9	37.8	32.3	-124.2	122.4	224.3
(% YoY)	적자지속	흑자전환	흑자전환	적자전환	흑자전환	-47.9	158.6	흑자전환	-282.1	-198.6	83.3
AS	583.3	568.1	675.6	592.4	597.6	621.0	622.9	648.2	2,419.5	2,489.7	2,565.7
(% YoY)	38.1	26.0	11.9	23.0	2.5	9.3	-7.8	9.4	23.5	2.9	3.1
RP	1,040.7	1,252.1	1,322.3	829.8	1,240.9	1,293.5	1,215.4	1,279.8	4,444.9	5,029.5	5,048.8
(% YoY)	40.3	18.6	40.8	32.6	19.2	3.3	-8.1	54.2	32.2	13.2	0.4
NP	841.4	931.4	997.8	652.0	930.1	969.5	910.9	959.3	3,422.6	3,769.8	3,784.1
(% YoY)	62.1	21.2	79.5	1.6	10.5	4.1	-8.7	47.1	37.7	10.1	0.4
OP margin (%)	2.9	4.2	4.9	3.6	4.0	4.2	4.3	4.3	3.9	4.2	4.3
부품 (%)	-1.4	0.7	0.1	-0.6	0.0	0.4	0.3	0.3	-0.3	0.2	0.4
AS (%)	22.2	21.1	24.4	21.3	22.2	22.5	22.4	23.0	22.2	22.5	22.7
RP margin (%)	7.1	8.0	9.3	5.7	8.2	8.1	7.9	8.1	7.5	8.1	7.8
NP margin (%)	5.7	5.9	7.0	4.4	6.2	6.1	5.9	6.1	5.8	6.1	5.8

자료: 현대모비스, 메리츠증권 리서치센터

표5 모비스 적정주가, 300,000원 유지

적정 밸류에이션 PER (a) - 부품 업종 Peer Group의 2024년 평균 PER	7.2배
현대모비스 2024년 EPS 추정치 (b)	40,252원
Fair Value (c = a x b)	289,812원
적정 주가 ('000 rounding)	300,000원
현재 주가 (4월 1일 기준 종가)	251,000원
과리율 (%)	+19.5%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

현대모비스 (012330)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	41,702.2	51,906.3	59,254.4	62,041.4	64,707.5
매출액증가율(%)	13.9	24.5	14.2	4.7	4.3
매출원가	36,437.6	45,919.1	52,492.2	54,805.8	57,129.6
매출총이익	5,264.5	5,987.2	6,762.2	7,235.6	7,577.9
판매관리비	3,224.4	3,960.6	4,466.9	4,623.5	4,787.9
영업이익	2,040.1	2,026.5	2,295.3	2,612.1	2,790.0
영업이익률(%)	4.9	3.9	3.9	4.2	4.3
금융손익	107.2	116.6	219.6	323.3	312.4
중속/관계기업손익	922.2	1,221.6	1,844.7	1,989.1	1,843.5
기타영업외손익	125.0	-2.0	85.3	105.0	102.9
세전계속사업이익	3,194.5	3,362.6	4,444.9	5,029.5	5,048.8
법인세비용	832.1	875.4	1,021.5	1,257.4	1,262.2
당기순이익	2,362.5	2,487.2	3,423.3	3,772.1	3,786.6
지배주주지분 순이익	2,352.3	2,485.3	3,422.6	3,769.8	3,784.1

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	23,552.4	25,659.7	25,565.2	25,674.2	26,130.4
현금및현금성자산	4,156.0	4,088.2	5,079.4	4,342.9	4,529.5
매출채권	7,823.3	9,774.9	9,737.1	10,236.8	10,353.2
재고자산	4,275.0	5,267.2	5,511.6	5,273.5	5,176.6
비유동자산	27,930.2	29,747.0	33,020.7	35,468.8	36,281.6
유형자산	9,130.5	9,370.7	10,480.9	13,898.9	14,744.8
무형자산	915.9	965.1	1,034.4	1,096.2	1,153.9
투자자산	16,592.9	18,029.0	19,900.5	19,232.8	19,412.3
자산총계	51,482.5	55,406.7	58,585.8	61,143.0	62,412.0
유동부채	10,077.0	11,476.2	12,052.8	11,336.8	9,273.4
매입채무	5,378.2	6,606.4	6,504.4	7,134.8	7,117.8
단기차입금	1,205.8	1,490.5	557.8	502.1	451.8
유동성장기부채	469.8	393.0	1,107.3	1,140.5	1,174.7
비유동부채	6,048.1	6,122.9	5,877.7	5,804.3	5,775.0
사채	349.1	349.3	199.7	189.7	180.2
장기차입금	1,238.5	1,112.7	492.4	393.9	315.1
부채총계	16,125.1	17,599.1	17,930.5	17,141.2	15,048.4
자본금	491.1	491.1	491.1	491.1	491.1
자본잉여금	1,399.0	1,362.2	1,363.1	1,363.1	1,363.1
기타포괄이익누계액	-429.8	-464.9	-177.4	-177.4	-177.4
이익잉여금	34,679.5	36,979.3	39,639.5	42,990.2	46,355.3
비지배주주지분	84.4	8.4	20.9	16.7	13.4
자본총계	35,357.5	37,807.6	40,655.3	44,001.8	47,363.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	2,608.8	2,154.1	5,342.6	3,490.9	3,483.5
당기순이익(손실)	2,362.5	2,487.2	3,423.3	3,772.1	3,786.6
유형자산상각비	777.4	836.2	852.3	964.7	1,154.1
무형자산상각비	59.4	61.8	73.8	78.2	82.3
운전자본의 증감	-454.0	-764.1	1,748.3	368.7	-36.4
투자활동 현금흐름	-1,953.4	-1,604.0	-2,541.4	-3,674.9	-2,771.1
유형자산의증가(CAPEX)	-921.8	-1,134.4	-1,801.9	-3,100.0	-2,000.0
투자자산의감소(증가)	-456.3	-126.1	-487.6	667.6	-179.4
재무활동 현금흐름	-962.4	-638.5	-1,889.4	-552.5	-525.7
차입금의 증감	-791.2	-38.9	-1,249.4	-22.6	-16.0
자본의 증가	-428.6	-244.2	-303.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-46.4	-67.7	991.2	-736.5	186.6
기초현금	4,203.8	4,157.4	4,089.6	5,079.4	4,342.9
기말현금	4,156.0	4,088.2	5,079.4	4,342.9	4,529.5

Key Financial Data

	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	439,996	549,343	629,162	662,446	690,913
EPS(지배주주)	24,819	26,302	36,341	40,252	40,405
CFPS	34,774	33,726	38,523	33,335	37,582
EBITDAPS	30,355	30,952	34,204	39,026	42,992
BPS	373,848	400,976	434,078	469,808	505,702
DPS	4,000	4,000	4,500	4,500	4,500
배당수익률(%)	1.6	1.6	1.8	1.8	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	10.1	9.5	6.9	6.2	6.2
PCR	7.2	7.4	6.5	7.5	6.7
PSR	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
PBR	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
EBITDA(십억원)	2,877.0	2,924.6	3,221.3	3,655.0	4,026.4
EV/EBITDA	8.2	8.1	6.7	6.1	5.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.8	6.8	8.7	8.9	8.3
EBITDA 이익률	6.9	5.6	5.4	5.9	6.2
부채비율	45.6	46.5	44.1	39.0	31.8
금융비용부담률	0.1	0.1	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	5.3	2.7	1.5	1.7	1.8
매출채권회전율(x)	5.4	5.9	6.1	6.2	6.3
재고자산회전율(x)	11.4	10.9	11.0	11.5	12.4

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 추천 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 관련된 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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

현대모비스 (012330) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

