한화투자증권

INDUSTRY

| 2025년 3월 4일 |

자동차 (Positive)

'25년, 국내 자동차업종 성장 정체기인가

자동차/부품 김성래 | sr.kim@hanwha.com | 3772-7751 RA 권지우 | jiwoo.kwon@hanwha.com | 3772-7689

Contents

I. 핵심 요약 03

II. '25년, 정말 자동차 성장 정체기인가 04

1. 완성차 주가 흐름의 정체, 'Value Trap' 04

2. '25년 자동차 업종 전망 뜯어보기(P, Q, C 관점에서) 07

III. 완성차 실적 반전 요소는? 15

1. 선별적 View로 다시 뜯어보자 15

2. 투자전략: SDV 부품주 중심 유지, 관세 발표 이후 완성차 주목 25

IV. 기업분석 31

1. 현대차 (005380) 32

2. 기아 (000270) 37

3. 현대모비스 (012330) 42

4. HL만도 (204320) 46

5. 에스엘 (005850) 51

I. 핵심 요약

'21년 대비 '24년 이익은 두배 이상 늘었지만 주가는 그대로

4년 전인 '21년 2월 당시는 애플카 협력 기대감으로 단기에 국내 자동차업종 주가가 상승했다가 버블이 꺼지면서 조정을 받는 상황이었다. 기아의 경우 '21.2/5에 10만원을 넘어서기도 했었고 애플 협력이 소문으로 밝혀진 이후 '21.3월 말까지 조정을 받은 가격이 현대차는 215,500원, 기아는 80,600원이었다. 4년 사이 이익은 2배 이상 증가했음에도 불구하고 현대차는 거의 4년이 지난 현재보다 조정을 받았을 당시 주가가 더 높고, 기아는 당시 주가 대비로는 높으나 14,000원 차이(17.4%)에 불과한 상황이다.

밸류에이션 하락의 핵심은 관세와 자동차업종 실적 하락 우려

'23년부터 지난해 국내 완성차업체의 역대급 호실적을 나타내던 구간에서 상승하지 못한 주가는 마치 저평가 구간에 갇힌 '밸류트랩(Value Trap)'의 양상을 보이고 있다. 핵심은 지난해 11월 미국 대선에서의 트럼프 당선에 따른 불확실성 확대로 판단된다. 국내에서 생산되는 대미 수출 물량에 대한 보편관세 적용 가능성이 제기되면서 완성차업체를 비롯한 국내 산업계 전반의 불안감은 여전히 지속되고 있다.

'25년 자동차 업종 전망 뜯어보기(P, Q, C 관점에서)

현대차/기아 양사의 매출 가이던스를 뜯어보면 '24년에 이어 올해도 보수적인 판매 물량 가이던스를 제시했고, 미국/유럽에서의 인센티브 증가에 따른 실질 ASP의 감소(매출 차감) 영향이 증가 예상된다. 또한, 그동안 호실적을 기록하며 점진적으로 지출 규모가 증가해온 인건비, 연구개발비 등 고정비가 상대적으로 부각될 가능성도 존재한다. 그러나 무엇보다 '25년의 핵심 이슈는 '관세'이다. 지난해 미국 메타플랜트(HMGMA)의 가동이 시작되었으나, 올해 여전히 미국 판매량의 55%(97만대, 현대차 47만대, 기아 50만대)는 수출을 통한 물량 대응이 불가피하여 국내 완성차업체들은 트럼프 관세 영향에서 자유로울 수 없는 상황이다.

그러나, 선별적 View로 다시 뜯어보자

그러나, 다시 한번 최근의 국내 완성차업체들의 실적 성장 요인을 뜯어보면 외생변수인 환율 효과를 제외하더라도 제품믹스 통한 ASP 상승이 주효했음을 알 수 있다. 특히, 기존 내연기관차량 대비 ASP가 높은 xEV 판매 비중 확대를 통해 가이던스를 상회하는 ASP 증가율을 기록했다는 점에 주목할 필요가 있다. 또한, 현재 완성차 주가는 관세율 25% 수준의 손익 영향(30% 감익)을 이미 반영한 것으로 추정된다. 이에, 향후 미국 현지 물량의 증가라던가, 미국의 주요 완성차업체 포함한 대다수 경쟁사들도 국내업체와 비슷한 관세 부담을 겪을 가능성이 높다는 점을 고려하면 손익 영향에 대한 우려는 점진적으로 완화될 가능성이 높다.

단기는 SDV 전환 수혜가 높은 전자제어 부품주 선호, 4월 전후로는 저평가된 완성차 주목 필요

비록 올해 차량 판매량(Q) 성장은 보수적이나, SDV 기능 탑재를 위해 전장/제어부품에 대한 수요 확대에 따른 수혜가 예상되는 SDV 관련 전장, 제어 관련 부품주들의 안정적 매출/수익 성장에 주목할 필요가 있으며, 현대모비스, HL만도와 신규 커버리지 개시하는 에스엘 '전장/제어부품 3대장주'에 대한 비중 확대 의견을 제시한다. 완성차의 경우, 주가 향방의 가장 큰 변곡점은 4월 2일 트럼프 정부에서 발표 시점으로 판단한다. 대미 수출 차량 관세 부과 수준에 따라 완성차 주가 흐름이 결정될 것이다. 긍정적 환율 효과와 20% 대비 낮은 관세율, 그리고 xEV 물량 확대 시 완성차 주가 반등을 예상한다.

II. '25 년, 정말 자동차 성장 정체기인가

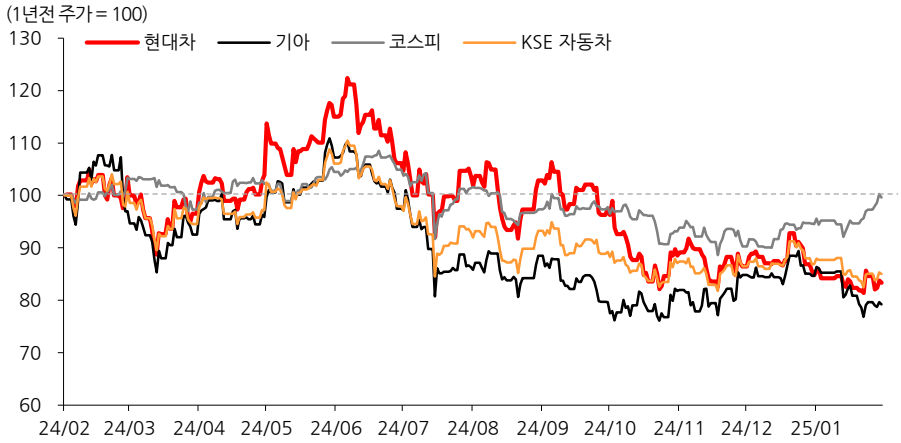
1. 완성차 주가 흐름의 정체, 'Value Trap'

4Q24 실적 발표 마무리, '25년 실적 기대치 하향으로 주가 정체 지속

대다수 업체들의 4Q24 실적 발표가 마무리되었다. 지난해 하반기부터 하락세를 지속해 온 국내 완성차업체들의 '25년 가이던스는 하향되었고, 그동안 부진했던 주가를 반등시키는 촉매제가 될 수 없었다. 지난해 같은 기간에는 상대적으로 아쉬운 4분기 실적에도 불구하고 배당기준일 변경에 따른 배당 수익률 기대 수급과 정부의 기업 밸류업 강화 도입/운영 계획 발표에 따른 현대차/기아의 추가 주주환원 기대감으로 상반기까지 주가 랠리가 이어졌었다. 그러나, 올해는 지난해 확정된 주주환원 프로그램 이행에 따른 자사주 매입/소각 등 이벤트 이외에 아직 별다른 모멘텀이 존재하지 않는 상황이다.

현대차와 기아는 지난해 7월 2Q24 실적발표에서 창사 이래 최대 매출/영업이익을 기록했을 당시 GM, 포드 등 글로벌 주요 완성차업체들의 하반기 실적에 대한 보수적인 가이던스 제시와 8월 초 부정적인 미국 고용 지표 발표에 따른 경기 둔화 등 글로벌 전반의 매크로 불확실성 우려 심화로 증시 대폭락의 피해를 함께 겪었다. 이후 CEO Investor Day를 통한 주주환원 방안 발표를 비롯하여 인도 IPO 등 여러 주가 상승 모멘텀이 있었음에도 기대와는 달리 주가는 지속적으로 하락 추세를 벗어나지 못했다.

[그림1] 지난 1 년간 코스피와 국내 자동차 업종 주가 수익률 비교



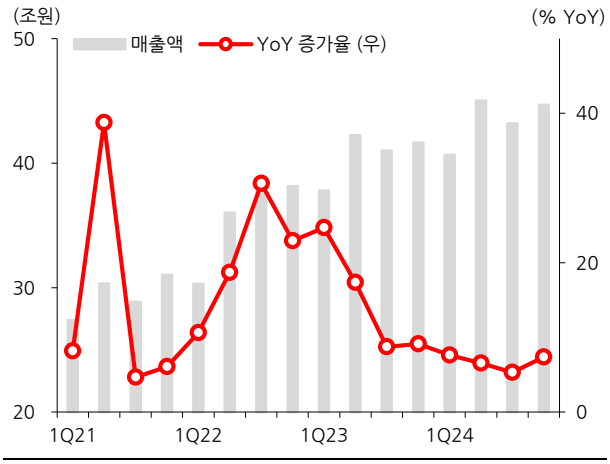
자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

'21년 대비 '24년 이익은 두배 이상 늘었지만 주가는 그대로

'25년 2월이 마무리되는 시점(2/27)에서 보통주 종가 기준 현대차 주가는 200,500원이고 기아는 94,600원이다. '21년 2월 26일 보통주 기준 현대차 237,000원, 기아 79,400원이었다. 이는 당시 애플카 협력 기대감으로 단기에 국내 자동차업종 주가가 상승했다가 버블이 꺼지면서 조정을 받는 상황에서의 가격이었다. 기아의 경우 '21.2/5 당시 10만원을 넘어서기도 했었고 애플 협력이 소문으로 밝혀진 이후 '21.3월 말까지 조정을 받은 가격이 현대차는 215,500원, 기아는 80,600원이었다. 현대차는 거의 4년이 지난 현재보다 조정을 받을 당시의 주가가 높았고, 기아는 당시 주가 대비로는 높으나 14,000원 차이(17.4%)에 불과하다. '21년 당시 현대차 영업이익은 6.7조원, 지배주주당

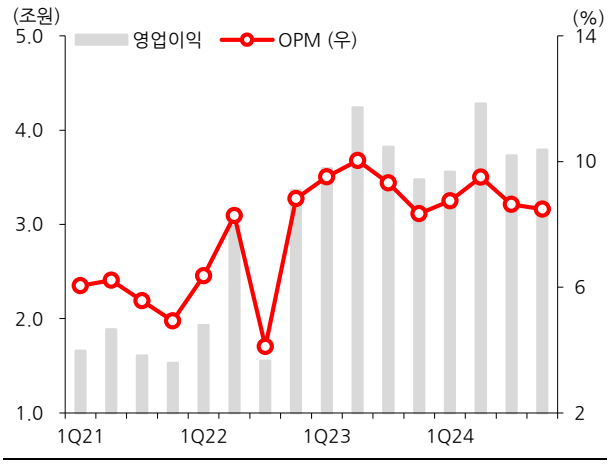
기순이익 4.9조원이었고 '24년 현대차 영업이익은 14.2조원, 지배주주당기순이익 12.5조원으로 각각 2.1배, 2.5배 성장했다. '21년 당시 기아 영업이익은 5조원, 지배주주당기순이익 4.76조원이었고, '24년 기아 영업이익은 12.7조원, 지배주주당기순이익 9.8조원으로 각각 2.5배, 2.1배 성장했다. 즉, 이익은 2배 이상 성장했으나, 밸류에이션은 오히려 낮아진 것이다.

[그림2] 현대차 분기별 매출액 및 증가율



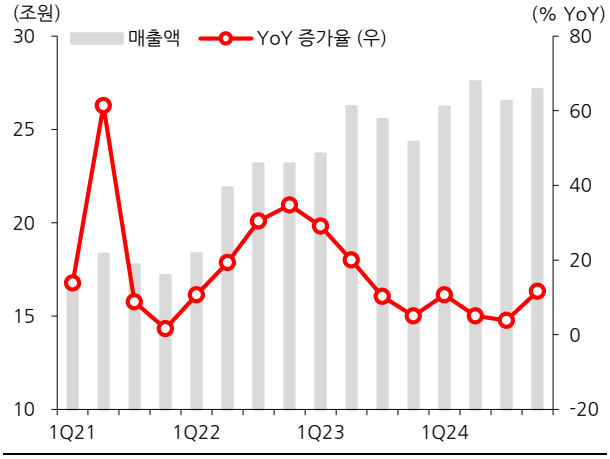
자료: 현대차, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 현대차 분기별 영업이익 및 OPM



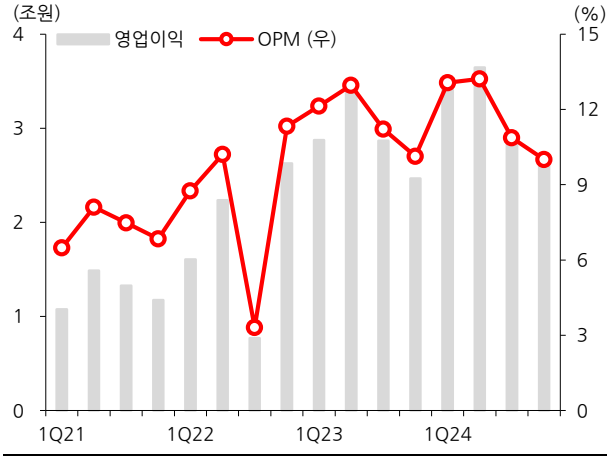
자료: 현대차, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 기아 분기별 매출액 및 증가율



자료: 기아, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 기아 분기별 영업이익 및 OPM



자료: 기아, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 현대차 주가 추이 및 12M FWD PBR 밴드

자료: 현대차, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 기아 주가 추이 및 12M FWD PBR 밴드

자료: 기아, 한화투자증권 리서치센터

밸류에이션 하락의 핵심은 관세와 자동차업종 실적 하락 우려

지난해 8월 대폭락 이후 6개월이 지난 현재 시점에서도 주가 움직임은 여전히 정체가 지속 중이다. '23년에서 지난해 국내 완성차업체의 역대급 호실적을 나타내던 구간에서 상승하지 못한 주가는 마치 저평가 구간에 갇힌 '밸류트랩(Value Trap)'의 양상을 보이고 있다. 핵심은 지난해 11월 미국 대선에서의 트럼프 당선에 따른 불확실성 확대로 판단된다. 국내에서 생산되는 대미 수출 물량에 대한 보편관세 적용 가능성이 제기되면서 완성차업체를 비롯한 국내 산업계 전반의 불안감은 3개월간 지속되고 있고, 엄밀하게는 트럼프의 당선 가능성이 점쳐지던 9월 이후 시점부터였다고 판단된다.

관세 부과는 아직, 그러나 시장 우려는 지난해 하반기부터 지속 중

문제는, 아직까지 본격적인 관세 영향이 발현되지 않았다는 점이다. 지난 1월 20일 트럼프 정부가 정식 취임한 이후 실제 발표된 관세 부과 방침은 2월 1일에 발표한 멕시코와 캐나다에서 미국으로 수출되는 물품에 대한 25% 관세 및 중국에 대한 10% 추가 관세 행정명령이 시작이었다. 그리고, 지난 10일 대미 철강/알루미늄 수출분에 대한 25% 관세가 발표되었다. 트럼프 대통령은 '자동차, 반도체, 의약품'에 대한 관세도 검토중'이라고 언급하였으며, 지난 14일 행정명령 서명 행사에서 기자들의 수입 자동차 관세 도입 일정에 대한 질문에 4월 2일이라고 짧게 언급한 상황이다. 다만, '4월 2일'이 대미 수출국에 대한 자동차 관세 부과 시작일인 것인지, 자동차 관세 부과 정책을 발표하는 시점인 것인지는 아직 불명확한 상황이다.

[표1] 트럼프 정부 관세 부과 관련 이력

날짜	내용
1월 20일	취임
2월 4일	중국 관세 10% 추가 부과 시행
3월 4일	캐나다·멕시코 관세 25% 부과 예정
3월 12일	전세계 철강·알루미늄 관세 25% 부과 예정
3월 중(또는 더 이른 시점)	자동차·반도체·의약품 관세 발표
4월 초	미국 대비 수입관세가 높은 국가에 대한 상호관세 부과 예고

자료: 언론 종합, 한화투자증권 리서치센터

2. '25 년 자동차 업종 전망 뜯어보기(P, Q, C 관점에서)

>> [Q] '25 년 보수적 판매 가이던스

24년에 이어 올해도 보수적 판매 물량 가이던스 제시

'25년 하향된 국내 자동차업종의 가이던스를 뜯어보면 현대차/기아의 경우 올해 완성차 판매 물량을 각각 417.4만대와 321.6만대 제시했다. 이는 전년 대비 각각 0.8%, 4.1% 증가하는 수준으로 올해 양사의 Q 성장 계획은 지난해에 이어 보수적이라 할 수 있다. 지난해 양사의 판매 증가율은 도매 기준 각각 -1.8%, 0.1%로 이를 고려 시, 지난해에 미미했던 Q 성장 속도에도 견조한 실적을 기록했던 점을 감안하면 올해 보수적인 Q 성장과 관계없이 실적 개선에 대한 기대감이 유효할 수 있다.

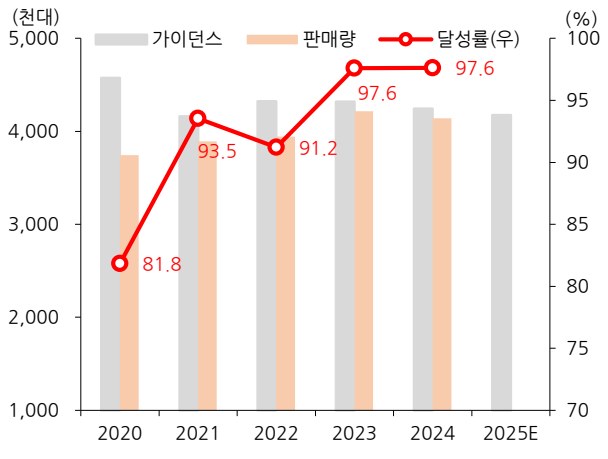
그러나, 올해의 판매량 가이던스가 '24년에 제시된 가이던스 수준과 비슷한 상황에서 통상적인 판매 가이던스의 달성도를 고려하면 올해 양사의 실적에 있어 Q를 통한 개선 속도는 매우 보수적으로 보는 것이 적절할 것이다. 이는 하반기부터 이어져 온 글로벌 불확실성이 올해까지 완성차 수요에 영향을 줄 것으로 예상됨에 따른 것으로 판단된다.

[표2] 현대차/기아 최근 5 개년 판매 가이던스 대비 실제 판매량

	현대차			기아		
	가이던스(만대)	판매실적(만대)	달성률(%)	가이던스(만대)	판매실적(만대)	달성률(%)
2020	4,576	3,745	81.8	2,960	2,607	88.1
2021	4,160	3,891	93.5	2,922	2,776	95.0
2022	4,323	3,943	91.2	3,150	2,902	92.1
2023	4,321	4,217	97.6	3,200	3,087	96.5
2024	4,243	4,142	97.6	3,200	3,089	96.5
2025E	4,174			3,216		

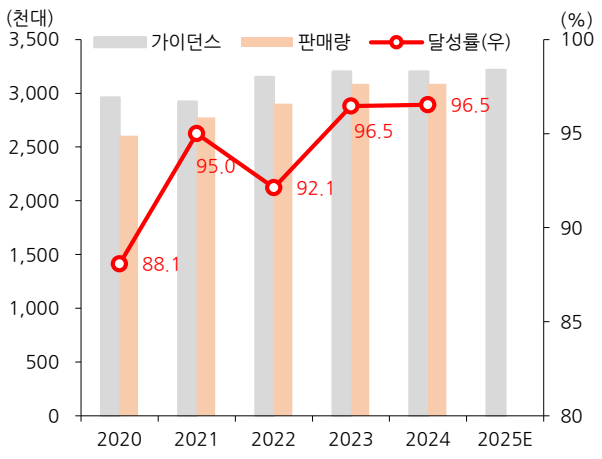
자료: 현대차, 기아 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 현대차 최근 5 개년 판매 가이던스, 판매 실적 및 달성도



자료: 현대차, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 기아 최근 5 개년 판매 가이던스, 판매 실적 및 달성도



자료: 기아, 한화투자증권 리서치센터

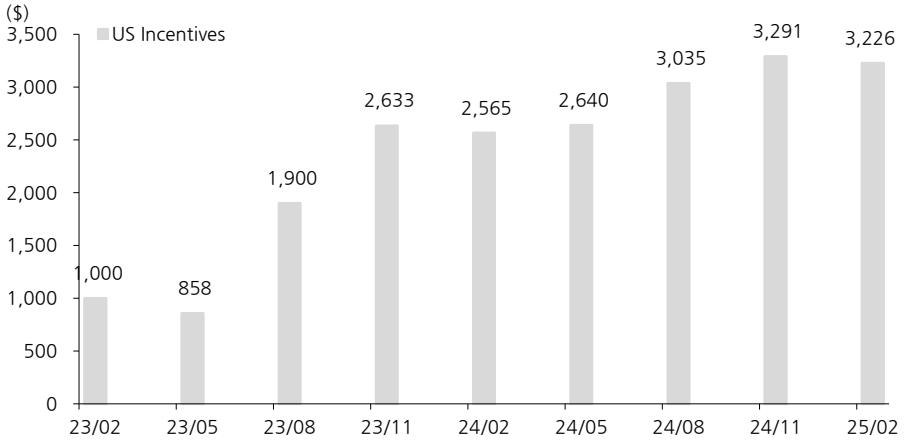
>> [P] 인센티브 증가에 따른 ASP 증가의 상쇄

판매경쟁 심화에 따른 인센티브 증가

또한, '25년 인센티브의 증가로 인한 P growth 효과의 상쇄가 우려되고 있다. 미국 승용차량(Light Vehicle) 산업 평균 인센티브는 '25년 2월 기준 $3,250 수준으로 전년 동월 대비 $660 이상 상승했다. 코로나 직후 공급 정상화 시기였던 '23년 2월 산업 평균 $1,000 대비로는 연평균 $1,120 이상 상승이다. 현재의 인센티브 상승 추세를 고려했을 때 '25년 산업 평균 인센티브는 '24년 대비 최소 $500 이상 상승할 것으로 전망한다. 특히, GM, Ford, 토요타, 혼다 등 미국/일본의 주요 완성차업체들의 중국 판매가 빠르게 둔화되면서 단기적으로 판매를 극대화할 수 있는 시장으로서 미국/유럽 시장 확대에 주력함에 따라, 주력시장에서의 판매 경쟁은 더욱 치열해질 것으로 전망하며 인센티브 지급 경쟁 또한 불가피할 것이다.

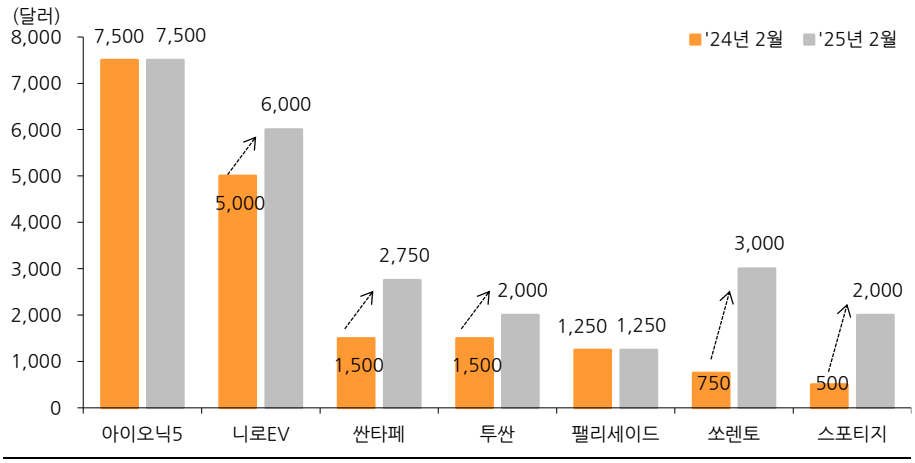
실제 현대차/기아의 경우 '24년을 기점으로 주요 차종별 인센티브가 증가하고 있는 추세이다. 미국 시장 가격을 기준으로 봤을 때, 아이오닉5나 EV6 등 BEV의 경우는 IRA 보조금 지급 대상 제외에 따라 $7,500 수준의 인센티브가 '24년 연중으로 유지되었으며, 싼타페, 스포티지 등 주력 SUV 차종의 경우 연간으로 각각 $1,250과 $1,500 상승했다. 인센티브 산출 방식에 따라 차이가 존재할 수 있겠으나, 그동안 산업 평균 수준($3,250)의 인센티브를 지급해 온 현대차의 경우 올해 $500 상승에 따른 미국 인센티브 평균은 연말까지 $3,750 수준으로 상승할 것으로 전망되고, 이는 현대차그룹의 '25년 1월 기준 미국 ATP(Average Transaction Price)인 $37,800의 10% 비중에 근접하게 된다. 즉, 인센티브 증가에 따른 실질 ASP의 감소(매출 차감) 영향이 증가할 수 있음을 의미한다.

[그림10] US Incentive 추이



자료: J.D.Power, Autovista24, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 현대차/기아 미국 판매 차종별 Incentive 추이



자료: S&P Global, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 미국 내 주요 OEM 별 ATP(Average Transaction Price) 추이

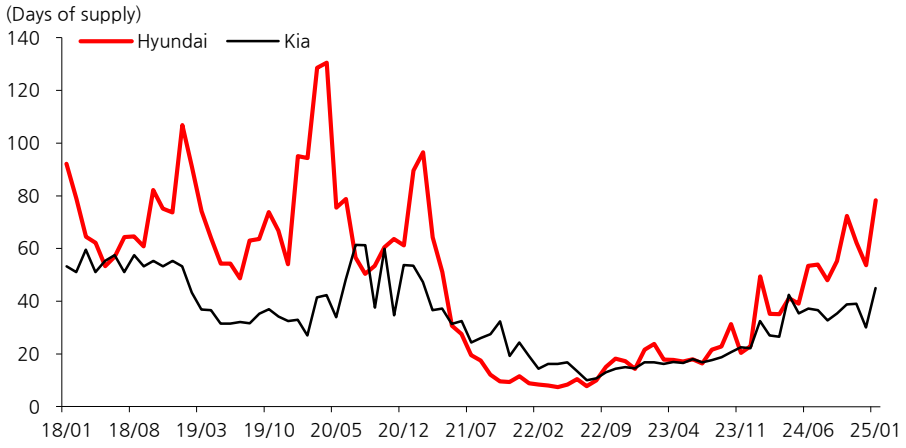
제조사	2025 년 1 월 거래 가격 (평균)	2024 년 12 월 거래 가격 (평균)	2024 년 1 월 거래 가격 (평균)	MoM	YoY
Hyundai Motor Group	$37,795	$38,971	$37,182	-3.0%	1.6%
Ford Motor Company	$56,146	$57,131	$54,971	-1.7%	2.1%
General Motors	$52,980	$54,923	$51,267	-3.5%	3.3%
Toyota Motor Corporation	$44,234	$44,981	$43,019	-1.7%	2.8%
Honda Motor Company	$38,315	$39,182	$37,147	-2.2%	3.1%
Subaru Corporation	$34,831	$34,743	$35,135	0.3%	-0.9%
Tesla	$55,380	$55,261	$52,995	0.2%	4.5%
Industry Average	**$48,641**	**$49,738**	**$48,031**	**-2.2%**	**1.3%**

자료: EPA, 한화투자증권 리서치센터

재고수준 증가 추세는 인센티브 증가 가능성 시사

최근 재고수준의 증가 추세도 고려해야 한다. 코로나 이후 차량반도체 공급 이슈가 겹치며 감소되었던 재고수준은 '22년 하반기부터 점진적으로 상승해왔으나 코로나 이전 수준(3개월)에는 못미치는 수준을 유지해왔었다. 그러나, 현대차 기준 '23년 하반기부터 미국과 유럽 등 주력시장에서의 재고수준이 안전재고인 2.5개월 수준에 근접했으며, '24년 하반기부터 2.5개월 수준을 넘어선 이후 '25년 1월에는 미국과 유럽의 재고수준이 각각 3.2개월을 기록하며 코로나 이전 수준으로 회복되었다. 현재의 재고 증가 추이가 이어질 경우 재고 소진을 위한 인센티브 상승이 예상된다.

[그림12] 현대차/기아 미국재고 추이



자료: 현대차, 기아, 한화투자증권 리서치센터

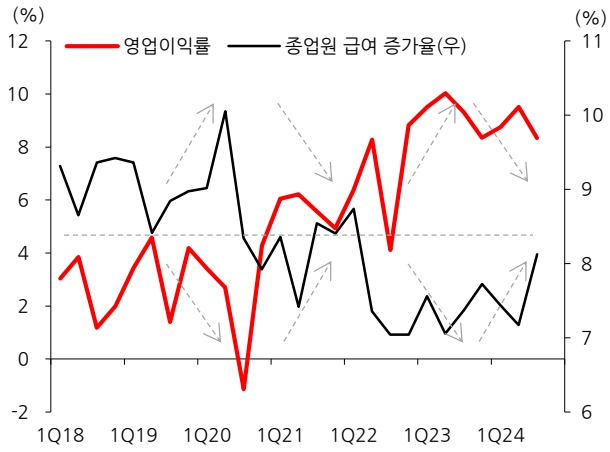
>> [C] 고정비 부담과 트럼프 관세 폭탄

매출 성장 속도의 완화는 인건비 등 고정비를 부각시킬 가능성

올해 P와 Q의 성장 속도 완화는 그동안 호실적을 기록하며 점진적으로 증가해온 고정비를 상대적으로 부각시킬 가능성이 있다. 대표적으로 인건비를 들 수 있다. 국내 자동차업종 전반은 코로나19 이후 인플레이션 및 양호한 실적에 따라 인건비가 상승해왔다.

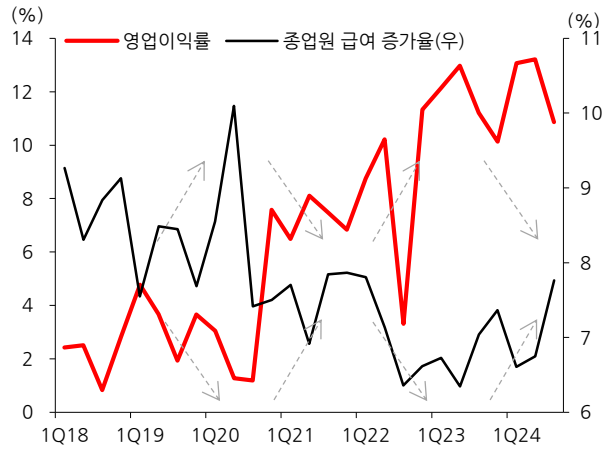
가령, 현대차를 예시적으로 살펴보면 지난 '22년도에 연간 인건비 지출액이 10조원을 넘어선 이후 '23년~'24년 호실적 기록으로 기본급 인상 및 성과급 상향 지급에 따른 인건비 지출이 빠르게 증가해 왔다. '24년 7월 타결된 임단협 결과에 의거한 인건비충당부채 추가 전입분을 포함한 '24년 3Q 누적 기준 동사의 인건비는 총 9.7조원이 지출되었으며, 증가 추이를 고려했을 때 '24년 발생된 인건비 지출(종업원 급여 항목 기준)은 총 13조원을 넘어설 것으로 추정된다. 이는 '22년부터 2년간 CAGR 12% 수준의 증가세이며, '25년에도 기존 증가세 유지될 경우 매출 가이던스를 통해 제시된 매출 성장(2~3%) 및 지난해 매출 증가율(+7.7%) 대비 높은 인건비 상승 가능성을 시사한다.

[그림13] 현대차 영업이익률 및 종업원 급여 증가율 추이 상관성



자료: 현대차, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 기아 영업이익률 및 종업원 급여 증가율 추이 상관성



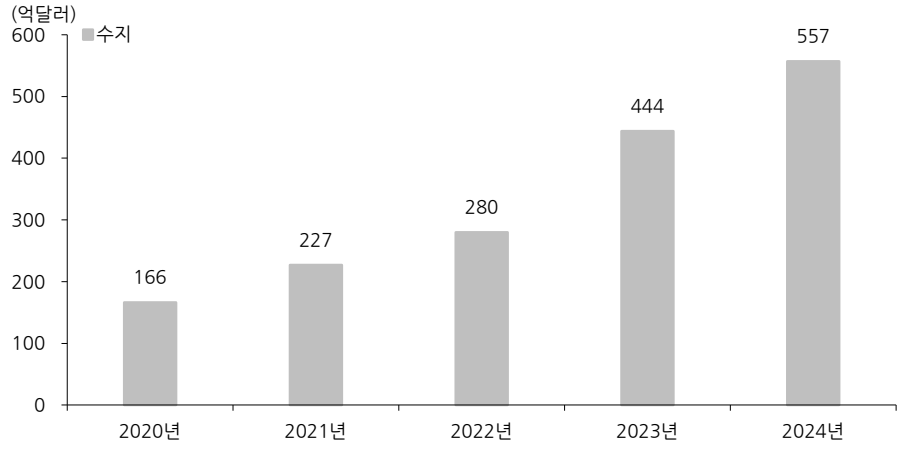
자료: 기아, 한화투자증권 리서치센터

무엇보다 '25년 최대 이슈는 관세 부과

또한, 아직 현실화되진 않았으나 미-중 갈등과 국가별 자국 보호주의에 따른 공급망 재편 및 보편 관세 부과에 따른 비용 전반의 구조적 상승에 대한 고려도 필요하다. 미국은 IRA(Inflation Reduction Act)를 시행한 바이든 정부부터 관세 부과를 강조하는 트럼프 정부에 이르기까지 자국 산업 육성 및 중국 견제를 위한 목적의 정책을 적극 도입하고 있다. 이에, 현대차그룹을 비롯하여 국내 주요 기업들은 적극적으로 미국 현지 공장 건설 투자를 이행해왔다.

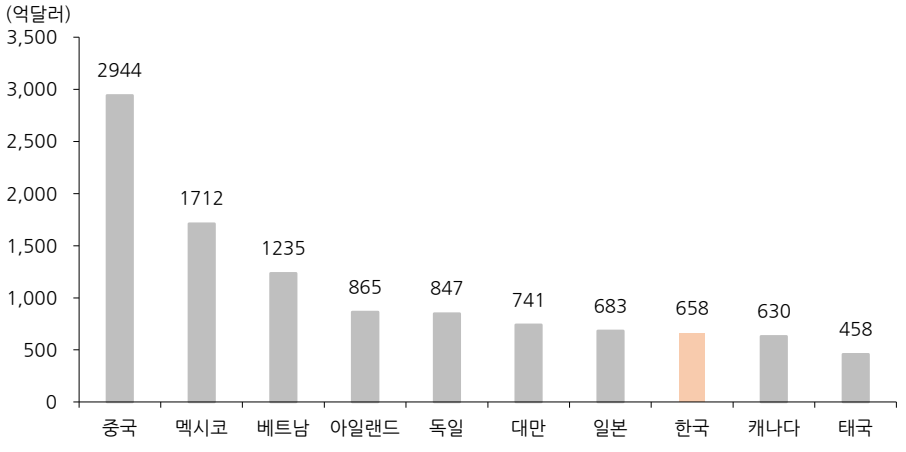
트럼프 정부가 조만간 시행할 것으로 예상되는 보편관세의 경우, 적극적인 미국 현지 생산시설 투자에 힘써온 국내 업체들에 있어 상대적 영향도를 낮출 수 있을 것으로 기대되어 왔으나, 현실적으로 회피가 쉽지 않을 전망이다. 한국은 '23년 기준 대미 무역흑자국 세계 8위로서 보편 관세 적용 가능성이 높은 국가로 끊임없이 지목되고 있으며, 특히 대미 수출의 30%를 차지하는 자동차에 대한 관세 부과 가능성이 높은 상황이다.

[그림15] 연도별 대미 무역수지 흑자 규모 - 최근 급증에 따라 관세 적용 대상국 지정 가능성 高



자료: 한국무역협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 2024년 미국의 주요 무역수지 적자 국가



자료: 한국무역협회, 한화투자증권 리서치센터

관세 대상 물량 97만대 추정(미국 판매량의 55%)

현대차그룹의 경우 미국 조지아에 HMGMA(메타플랜트)를 지난해 10월부터 조기 가동 시작하였고, CAPA는 연 30~35만대 수준의 규모로 기존 현대차 알라바마 36만대와 기아 조지아 웨스트포인트 34만대를 합산하면 그룹 차원의 미국 현지 총 CAPA는 100만대에 이른다. 그러나, '24년 기준 현대차/기아의 미국 판매량은 소매기준 171만대(현대차 91.2만대, 기아 79.6만대)였고, '25년 양사의 사업계획에 기반한 미국 판매 목표는 176.3만대(현대차 92만대, 기아 84.3만대) 규모로서 HMGMA 풀가동에도 76만대에 대한 대미 수출이 불가피하다.

더군다나, '25년 HMGMA 양산 물량 확정 및 초기 가동에 따른 ramp-up 소요되는 기간 등을 고려했을 때 더 큰 규모의 대미 수출 물량 의존은 당분간 불가피하다. HMGMA의 연말 가동률 목표는 현대차 기준 60~70%로서 달성 시 연간 평균 가동률은 대략 40~45% 수준일 것으로 판단된다. 기아의 경우는 아직 물량 배분 계획이 미확정으로 '25년 내 HMGMA 생산 물량은 불분명한 상황이다. 평균 가동률 등 고려했을 때 올해 현지에서 생산 가능한 최대 물량은 79만대(현대차 45만, 기아 34만) 수준으로 현지 생산 비중은 약 45% 수준(+5%p)으로 증가할 것으로 예상한다. 그러나, 여전히 미국 판매량의 55%(97만대, 현대차 47만대, 기아 50만대)는 수출을 통한 물량 대응이 불가피하여 트럼프 관세 영향에서 자유로울 수 없는 상황이다.

[표4] 분석의 가정

(단위: 천대, %, %p)

	현대차	기아	합산	비고
매출액(FY2025) 추정 (조원)	180.6	111.7	292.3	
영업이익(FY2025) 추정 (조원)	13.37	12.2	25.6	
OPM 추정 (%)	7.4	10.9	8.8	
'25 글로벌 판매 목표 (천대)	4,174	3,216	7,390	
미국판매 목표 (천대)	920	843	1,763	
미국 판매 비중 (%)	22.0	26.2	23.9	
미국생산 CAPA (천대)	360	340	700	현대 알라바마, 기아 조지아 기준
현지생산 커버리지 (%)	39.1	40.3	39.7	미국 생산 CAPA / 미국 판매 목표
관세 부과 대상(대미수출) 물량 (천대)	560	503	1,063	미국 판매 목표 - 미국 생산 CAPA
관세 부과 대상 물량 비중 (%)	13.4	15.6	14.4	25 글로벌 판매 목표 대비
HMGMA CAPA (천대)	180	120	300	
HMGMA '25년 예상 생산 물량 (천대)	81	-	81	평균 가동률: 현대차 45% / 기아 0%
미국생산 CAPA(Ramp-up 가정) (천대)	450	344	794	기존 공장 추가 가동률 향상(현대차 9천대, 기아 4천대)
현지생산 커버리지 (%)	48.9	40.8	45.0	
관세 부과 대상(대미수출) 물량 (천대)	470	499	969	
관세 부과 대상 물량 비중 (%)	11.3	15.5	13.1	

자료: 한화투자증권 리서치센터

25% 보편 관세 가정 시 연간 9.3조원 규모 부담 (현대차 4.5조, 기아 4.8조)

25% 보편 관세 부과 가정 시, 현대차/기아에 부과되는 관세 부담 규모는 연간 9.3조원으로 추정된다. 관세 영향 분석에 있어 관세 부과 대상 차종 믹스, 차종별 관세 부과 기준 가격(CIF)등 다양한 전제가 고려되어야 하므로 단순 계산 결과로 판단하는 것은 유의할 필요가 있다.

그러나, 현대차그룹의 '25.1월 미국 평균 시장가격(ATP)이 $38,000이고, 차량 수입 관세를 적용하게 되는 CIF(cost in freight) 산정에 있어 일반적으로 시장 가격이 CIF에서 현지 운송, 딜러 마진 등 각종 비용이 반영되어 35% marked up된 가격이라고 가정하면, CIF를 $28,148 수준으로 추정된다. 이에 대한 25% 관세는 대당 $7,037로 예상되며, 여기에서 달러원 환율(1,400원/$) 및 관세가 적용되는 대미 수출 물량(93.3만대, 현대차 47만대, 기아 50만대)을 반영하면 현대차/기아의 연간 합산 총 관세 부담액은 9.3조원 규모로 추정된다. 이는 현대차/기아의 '25년 합산 영업이익 추정치 25.6조원의 36% 수준에 이르는 규모이다.

[표5] 대당 관세 부담액 산출 방식 (단위: 천대, %, %p)

구분	산출 기준	비고
미국 ASP	$38,000	'25.1월 Cox Automotive 기준 현대차/기아 ATP(Average Transaction Price)
CIF(Cost, Insurance, Freight) 금액	$28,148	CIF = (미국 ASP) - (35% mark-up*)
대당 관세 부과 금액	CIF 금액 X 관세율(%)	

주: VAT, 운반비, 딜러마진 등
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표6] 관세 부과율에 따른 손익 영향도(달러 환율은 1,360 원/$ 가정) (단위: 천대, %, %p)

관세율		25%	20%	10%
대당 관세 부과 금액($)		7,037.0	5,629.6	2,814.8
현대	대미 수출 물량(천대)	470	470	470
	관세 부담 금액(조원)	4.5	3.6	1.8
	EBIT 영향(%)	33.6	26.9	13.5
	OPM 영향(%p)	2.5	2.0	1.0
기아	대미 수출 물량(천대)	499	499	499
	관세 부담 금액(조원)	4.8	3.8	1.9
	EBIT 영향(%)	39.1	31.3	15.6
	OPM 영향(%p)	4.3	3.4	1.7

자료: 한화투자증권 리서치센터

미국 현지 생산 증가로 관세 우려 해소해도 국내 공장 가동률 저하 가능성 상존

그 외에 기존 국내 공장에서 생산한 30~35만대 규모의 물량이 관세 회피를 위해 미국 현지 생산으로 재분배될 경우 국내 공장 생산 감소분을 어떻게 채울 것인가에 대한 부분도 고려 필요하다. 앞서 살펴본 바와 같이 '25년 판매 가이던스를 기준으로 보면 IRA 및 보편관세 대응을 위한 국내 생산 물량 감소분(미국 현지 생산 물량 증가분) 대비 기타 권역 판매 확대를 위한 국내 생산 증가분을 비교하면 기아의 경우는 충족 가능할 것으로 예상되나, 현대차의 경우는 올해 1% 수준의 판매량 증가에 따라 약 5.8만대 수준 생산 물량 감소가 예상된다. 이는 미국 현지 물량 증가에 따른 국내 공장의 가동률 저하 가능성 및 인건비, 제조 경비(Fixed OH) 등 고정비 부담 증가 가능성을 의미한다.

[표7] 현대차/기아 '25 년 판매 가이던스와 미국 현지 물량 배분 시나리오 고려한 국내 배분 물량 순증 추정 (단위: 천대)

구분	현대차	기아	합산
'24 글로벌 판매	4,142	3,089	7,231
'25 글로벌 판매 목표(가이던스)	4,174	3,216	7,390
'25 년 글로벌 판매 증분 (생산 배분 물량 증가)	32	127	159
미국 생산 CAPA (기존)	360	340	700
미국 생산 CAPA (확대)	450	344	794
국내 대미 수출 물량 조정분(생산 배분 물량 감소)	90	4	94
배분 물량 순증가	-58	123	65

자료: 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 완성차 실적 반전 요소는?

1. 선별적 View 로 다시 뜯어보자

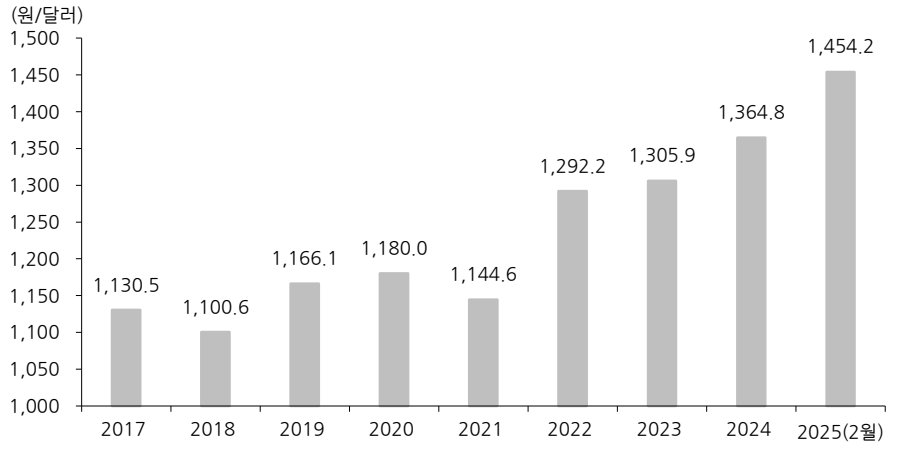
›› View Point ① - 파워트레인 다양화 효과는 매출 성장에 기여(P↑, Q↑)

최근 완성차 실적 성장은 환율, 제품믹스 통한 ASP 상승이 주효

앞서 언급한 판매 정체, 인센티브 증가, 관세 부과 등 P/Q/C 관점의 국내 완성차업종 실적 개선에 대한 부정적 흐름에서 그나마 위안 삼을 수 있는 부분은 이러한 흐름이 국내 완성차업종에게만 국한되어 나타나는 부분이 아니라는 점이다. GM, 포드, 도요타 등 미국 내 판매 비중이 높은 글로벌 완성차업체들도 '25년 보수적인 가이던스 제시와 동시에 관세 등 시장 불확실성에 대한 우려를 표명하고 있는 상황이다. 따라서, 현 상황에 대한 영향을 얼마나 최소화하며 극복해 나갈 수 있는지가 향후 경쟁상 대비 국내 자동차업종의 경쟁력을 강화하는 계기가 될 수도 있다.

최근 현대차/기아 실적 성장은 ASP 상승이 주도해 왔다. '24년 ASP 상승의 근간은 1)긍정적 환율과 2)제품 믹스 개선이었다. 우선, 환율의 경우 '24년 평균 원달러 환율은 1,364.8원/$으로 '23년의 1,305.9원/$ 대비 4.5% 상승했다. 공시된 양사의 실적발표 자료에 의거하면 현대차의 연간 환율 효과는 매출 기준 1.1조원이었고, 기아의 연간 환율 효과는 영업이익 기준 1.46조원을 나타냈다. 이를 단순 계산하면 현대차는 10원당 1,860억원 수준의 환율 효과가 매출 기준 발생한 것이고, 기아는 10원당 2,370억원 수준의 환율 효과가 영업이익 기준 발생했다고 볼 수 있다. 환율 효과가 발생하는 수출 물량 비중에 있어 '24년에 현대차는 28.5%, 기아는 32%였다.

[그림17] 연도별 평균 환율 변동 추이



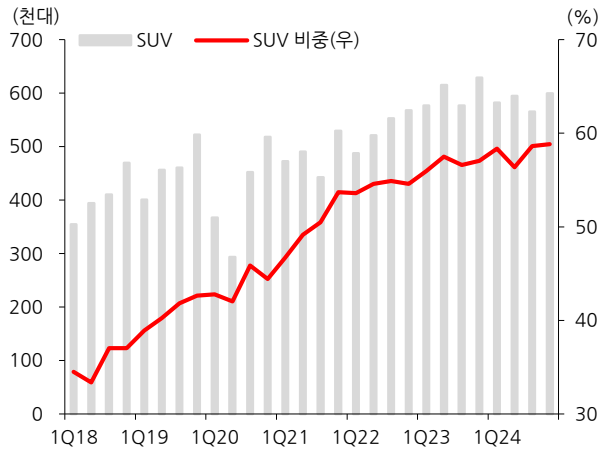
자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

SUV 중심에서 점차적으로 xEV 중심 믹스 효과 기대

환율 효과와 함께 ASP 성장의 토대가 되어준 제품 믹스 개선은 미국 등 선진시장에서의 SUV 또는 전자/디지털화 사양 탑재 등 고부가가치 차종 중심 판매 확대를 통해 효과가 두드러졌다. 현대차/기아의 SUV 비중은 '18년 당시 30~40%대 수준이었으나, 셀토스, 베뉴를 비롯하여 팰리세이드, 텔루라이드에 이르기까지 소형에서 대형까지 Full Line-up을 구축하면서 빠르게 확대되었고, '24년 기준 현대차와 기아 각각 60%, 70% 수준의 SUV 비중에 이르렀다.

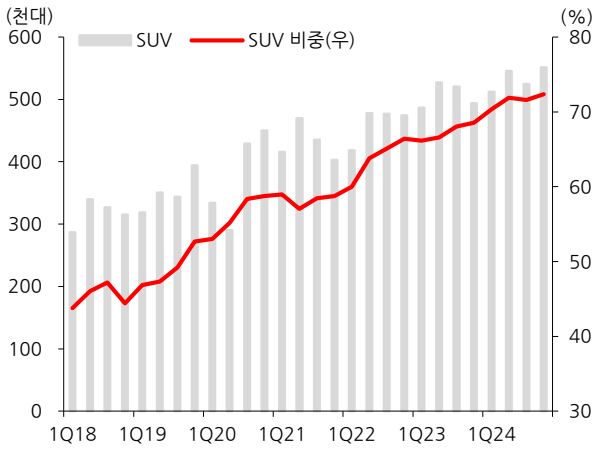
기존에는 SUV 판매 확대가 제품 믹스 개선을 견인했다면 최근에는 ICE 대비 상대적으로 가격대가 높은 HEV 등 xEV 비중 확대가 ASP 성장을 견인하고 있다. 일반적으로 내연기관 대비 400~500만원 정도 가격대가 높은 xEV의 비중 확대가 ASP 성장에 기여할 것으로 전망된다. 특히, 아직 xEV 침투율은 20% 수준이라는 점에서 향후 xEV 중심의 파워트레인 다양화 전개를 통한 제품 믹스 개선에 주목할 필요가 있다.

[그림18] 현대차 분기별 SUV 판매량 및 비중 추이



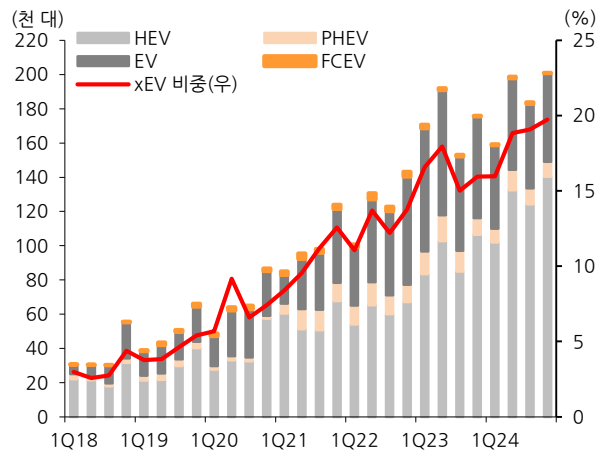
주: 국내 생산판매(내수/수출 합산) 기준
자료: 현대차, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 기아 분기별 SUV 판매량 및 비중 추이



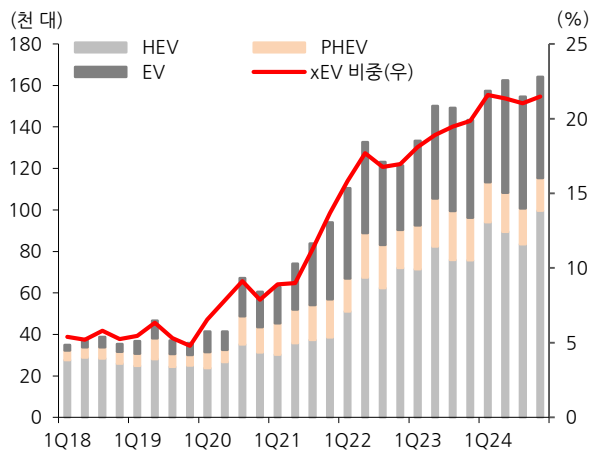
주: 글로벌 소매 기준
자료: 기아, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 현대차 분기별 xEV 판매량 및 비중 추이



자료: 현대차, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 기아 분기별 xEV 판매량 및 비중 추이



자료: 기아, 한화투자증권 리서치센터

'25년 공격적인 xEV 비중 확대는 Q와 P 상승에 기여

'25년 완성차의 ASP 흐름은 '24년과 유사한 SUV 비중 확대 및 HEV/BEV 중심 차종 믹스 개선 흐름을 보일 것으로 전망된다. 특히, 양사는 공격적인 친환경차 비중 확대 목표를 제시함에 따라, '24년에 나타냈던 ASP 성장세를 '25년에도 이어나가겠다는 계획이다. 이는 통상적으로 HEV 모델의 가격이 가솔린 모델 대비 500만원 높고, 같은 차급의 BEV 모델이 가솔린 모델 대비 1,000만원 높다고 가정하면, 같은 1대를 판매했을 때 xEV 판매에 따른 ASP 증가 기여도가 일반 내연기관 차량 대비 높다고 볼 수 있기 때문이다.

(현대차) '25년 1Q부터 팰리세이드 및 아이오닉9 등 대형 SUV 중심 라인업 전개에 따라 SUV 비중 확대가 기대된다. 또한, '25년에 BEV 33.6만대(+53.7% YoY), HEV 64.7만대(+30.2% YoY) 등 xEV 중심 판매 확대 계획을 제시함에 따라, 이에 대한 물량 목표 달성시 제품 믹스 개선세를 강화할 것으로 전망한다. 동사의 '25년 계획 기준 BEV/HEV 합산 판매 목표는 98만대로서 이는 전년 동기 대비 36% 물량 증가를 의미하며, 전체 판매 물량(417만대) 대비 23.5% 비중을 차지하는 수준으로 증가함(+6.2% YoY)을 뜻한다. 해당 BEV/HEV 물량 확대 계획에 기반한 현대차 ASP 증가 기여도는 2024년 4.5만원에서 2025년 44.5만원으로 증가한다.

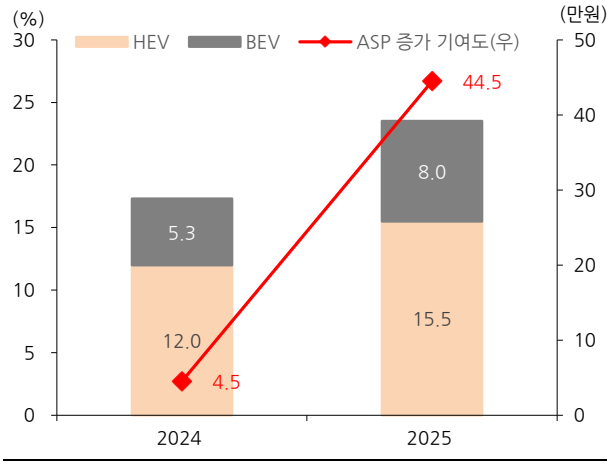
(기아) '25년 BEV 31만대(+54.2% YoY), HEV 48만대(+30.8% YoY) 등 xEV 중심 판매 확대 계획을 제시했다. 이에 기반한 BEV/HEV 합산 판매 목표는 79만대로서 이는 전년 동기 대비 39.1%의 물량 증가를 의미하며, 전체 판매 물량(321.6만대) 대비 24.5% 수준으로 친환경차 비중을 확대(+5.5% YoY)시킬 계획이다. 해당 BEV/HEV 물량 확대 계획에 기반한 기아 ASP 증가 기여도는 2024년 16.1만원에서 2025년 46만원으로 증가한다.

[표8] 현대차/기아 친환경차(BEV/HEV) 물량 및 비중 증감 비교('23 년, '24 년 실적 및 '25 년 가이던스)

		2023		2024		2025		2024 대비 2025 증감	
		물량(만대)	비중(%)	물량(만대)	비중(%)	물량(만대)	비중(%)	물량(%)	비중(%p)
현대차	HEV	37.5	8.9	49.7	12	64.7	15.5	30.2	3.5
	BEV	27.0	6.4	21.9	5.3	33.6	8	53.4	2.8
	합계	64.5	15.3	71.6	17.3	98.3	23.6	37.3	6.3
	전체 판매량	421.7	-	414.2	-	417.4	–	0.8	-
기아	HEV	30.6	9.9	36.7	11.9	48	14.9	30.8	3
	BEV	18.2	5.9	20.1	6.5	31	9.6	54.2	3.1
	합계	48.8	15.8	56.8	18.4	79	24.6	39.1	6.2
	전체 판매량	308.7	-	308.9	-	321.6	-	4.1	-

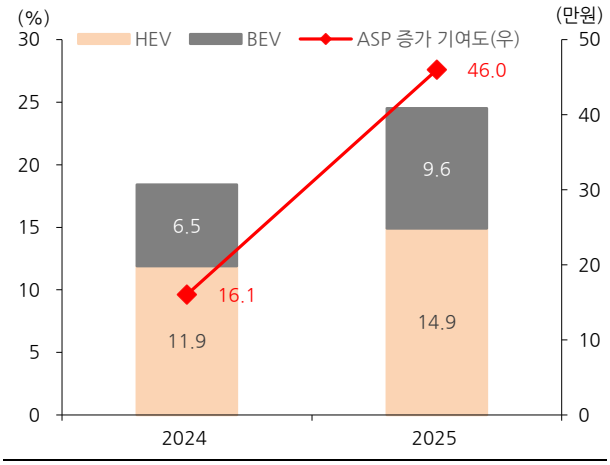
자료: 현대차, 기아 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 현대차 xEV 비중 추이 및 ASP 증가 기여도



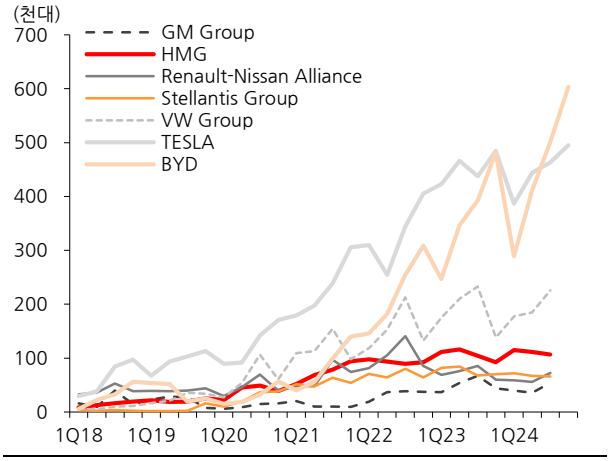
자료: 현대차, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 기아 xEV 비중 추이 및 ASP 증가 기여도



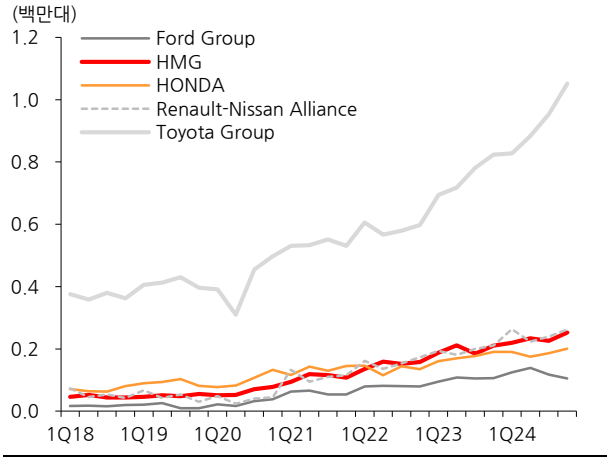
자료: 기아, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 주요 업체별 글로벌 BEV 판매 추이



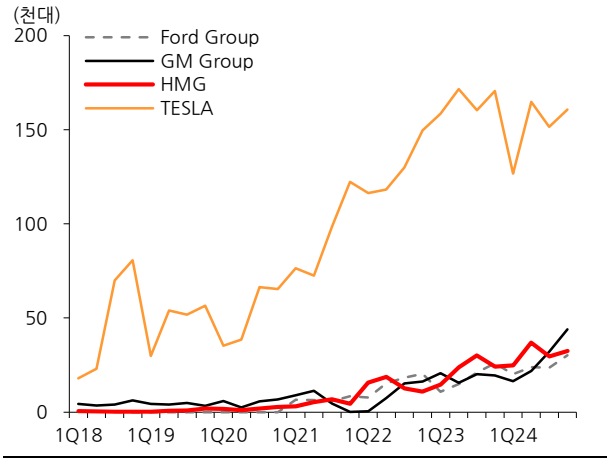
자료: SNER, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 주요 업체별 글로벌 HEV 판매 추이



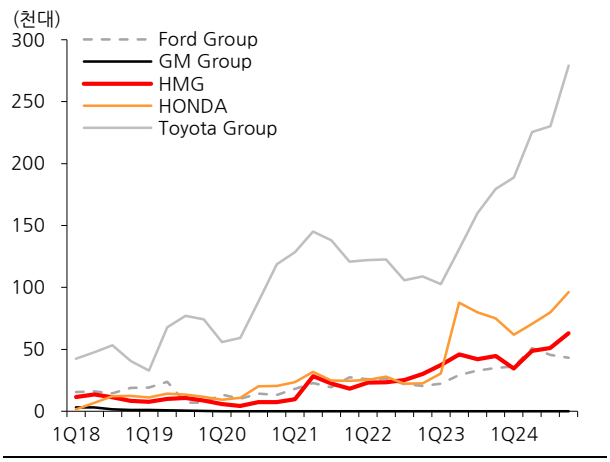
자료: SNER, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 미국 내 업체별 BEV 판매 추이



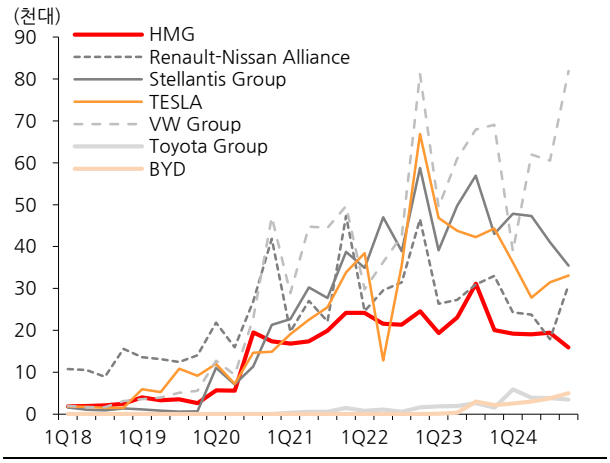
자료: SNER, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 미국 내 업체별 HEV 판매 추이



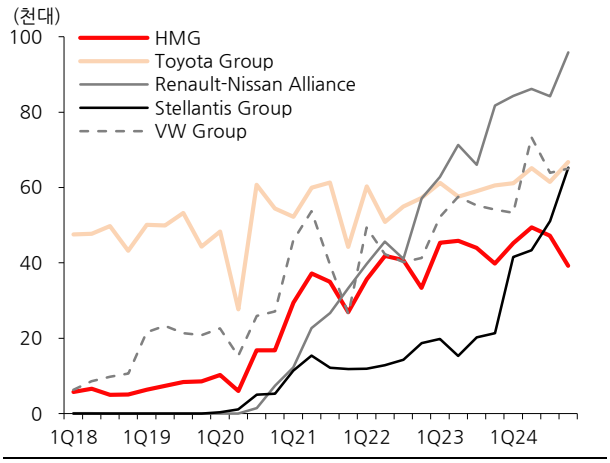
자료: SNER, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 유럽 주요국(UK, 독일, 프랑스) 내 업체별 BEV 판매 추이



자료: SNER, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 유럽 주요국(UK, 독일, 프랑스) 내 업체별 HEV 판매 추이



자료: SNER, 한화투자증권 리서치센터

>> View Point ② - 최근 ASP 는 가이던스를 상회해 왔다

현대차/기아의 ASP는 매년 가이던스를 상회

→ '25년 인센티브 상승 우려를 극복하는 Key로 작용 가능성

'24년 현대차/기아 양사 매출액은 각각 175.2조원과 107.4조원을 기록했다. 이는 전년 대비 각각 7.7%, 7.6% 성장한 수치였다. 앞서 언급한 바와 같이 양사의 판매량(Q) 증가율이 각각 -1.8%, 0.1%에 불과했다는 점을 고려하면 '24년 매출 성장은 P의 성장(ASP growth)에 기반했다는 점을 확인할 수 있다. 양사의 매출을 단순히 'P x Q' 형태로 전개했을 때 '24년도 양사의 ASP 증가율은 각각 9.5%, 7.6%이다. (현대차 연결매출의 경우 금융, 기타 부문 매출이 포함되어 있으나 차량 판매량과 가격의 곱(P x Q) 형태로 단순화했다.) 이는 양사의 '24년 매출 가이던스 기준 ASP growth 가이던스 대비 상회하는 수치이다. 매출 가이던스 기준에서 현대차의 '24년 ASP growth는 3.4~4.4%이고 기아는 -2.4%이었다. 현대차는 가이던스 대비 ASP 상승률이 5.1%p 상회했고, 기아는 10%p 상회했다.

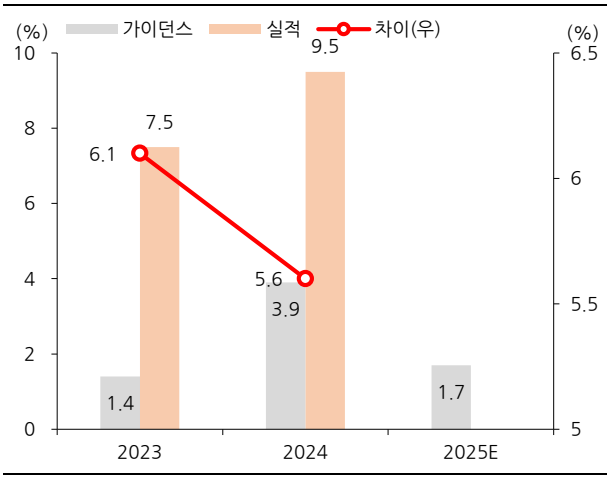
'25년 현대차/기아의 매출 가이던스와 연초에 제시된 물량 가이던스를 기준으로 '25년 ASP 가이던스를 추정해보면 현대차는 전년대비 1.2~2.2% 증가, 기아는 0.7% 증가라 할 수 있다. 일단 '25년 사업계획 환율이 1,320원/$이라는 것에 대해 올해 1월 초부터 현재까지 1,420원/$ 수준이 유지되고 있는 환율 추세를 고려하면 조심스럽게 지난해 평균 환율 1,364원/$을 상회하는 '25년 평균 환율을 예상해볼 수도 있을 것이다. 만약 '25년 평균 환율이 지난해와 동일한 1,364원/$이라고 가정하면, 현대차/기아의 '25년 조정 ASP 가이던스는 기존 수치에서 3.2%p를 더하여 현대차는 4.4~5.2% 증가, 기아는 3.9% 증가를 기대해볼 수 있을 것으로 판단된다.

[표9] 현대차/기아 연도별 매출, 판매 물량, ASP 증감 가이던스 및 실적 비교

		2023		2024		2025E
		가이던스	실적	가이던스	실적	가이던스
현대차	매출액(조원)	157.1~158.5	162.7	169.2~170.8	175.2	178.7~180.4
	증감(%)	10.5~11.5	14.4	4~5	7.7	2~3
	판매 물량(만대)	432.1	421.7	424.3	414.2	417.4
	증감(%)	9.6	6.9	0.6	-1.8	0.8
	ASP 증감 추정(%) (환율 효과 제외 시)	0.9~1.9	7.5 (6.4)	3.4~4.4	9.5 (5.0)	1.2~2.2
기아	매출액(조원)	97.6	99.8	101.1	107.4	112.5
	증감(%)	12.8	15.3	1.3	7.7	4.7
	판매 물량(만대)	320.0	308.7	320.0	308.9	321.6
	증감(%)	10.3	6.4	3.7	0.1	4.1
	ASP 증감 추정(%) (환율 효과 제외 시)	2.5	8.9 (7.8)	-2.4	7.6 (3.1)	0.7

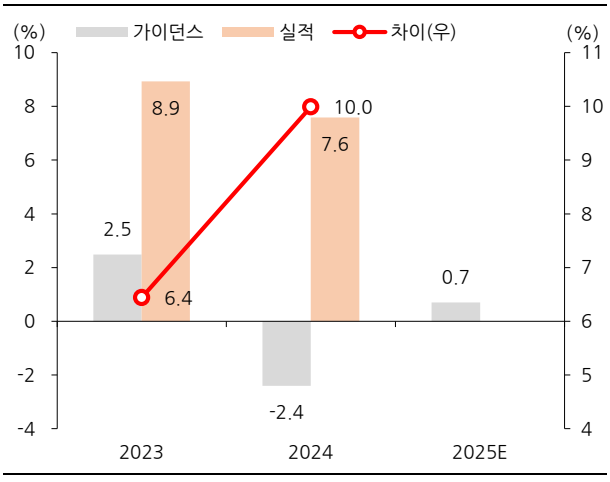
자료: 현대차, 기아 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 현대차 ASP 증가율 가이던스 및 실적 차이 비교



자료: 현대차, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 기아 ASP 증가율 가이던스 및 실적 차이 비교

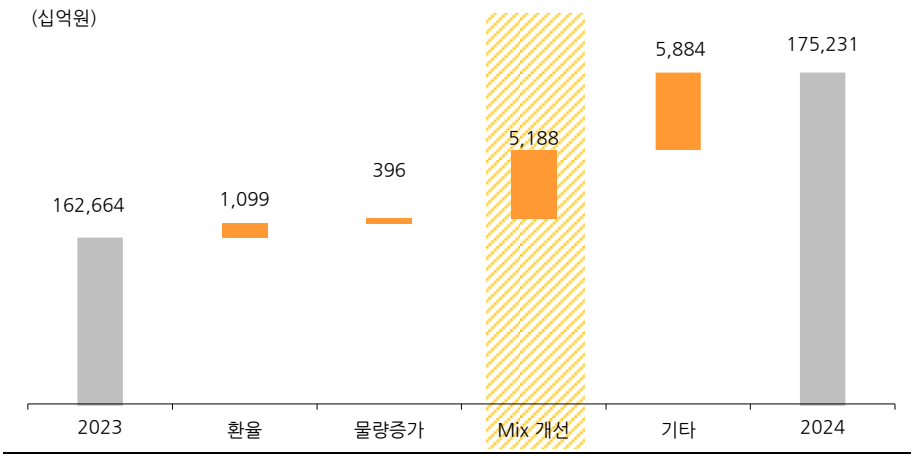


자료: 기아, 한화투자증권 리서치센터

외생변수인 환율 제외한 제품 믹스 통한 P 성장 또한 견조

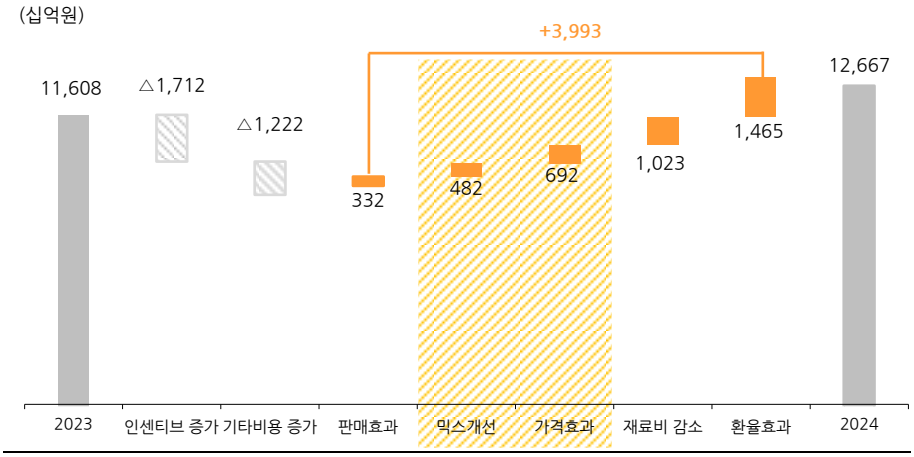
긍정적 환율 효과와 함께 ASP 성장을 견인한 제품믹스의 경우 그동안 SUV 비중 확대를 통해 지속적으로 개선되어 왔으며, 최근에는 상대적으로 차종당 가격이 높은 xEV(BEV/HEV) 비중 확대를 통해 개선되고 있다. 현대차의 경우 SUV 비중은 도매기준 '23년 대비 '24년에 54.5%에서 56.1%로 1.6%p 증가했으며, xEV 비중은 16.5%에서 18.3%로 1.8%p 증가했다. 기아의 경우는 '24년 4Q ASP가 전년 동기 대비 5.9% 증가한 37.4백만원을 나타낼 정도로 견조한 ASP 증가세를 기록했는데, SUV 비중은 소매기준 '23년 대비 '24년에 67.2%에서 71.4%로 2.8%p 증가했으며, xEV 비중은 19.1%에서 21.4%로 2.3%p 증가하며 믹스 개선에 기여했다.

[그림32] 현대차 '24 년 매출 증감 요인



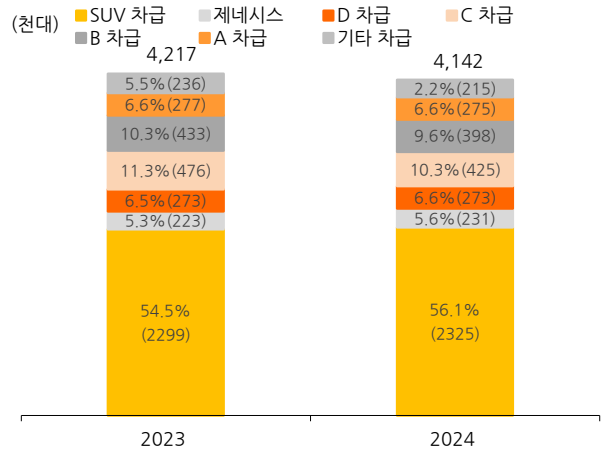
자료: 현대차, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 기아 '24 년 영업이익 증감 요인



자료: 기아, 한화투자증권 리서치센터

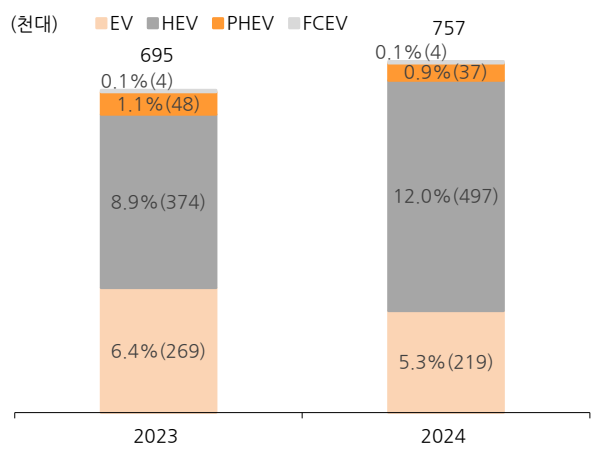
[그림34] 현대차 차급별 판매 비중 비교('23 vs. '24)



주: 도매 기준

자료: 현대차, 한화투자증권 리서치센터

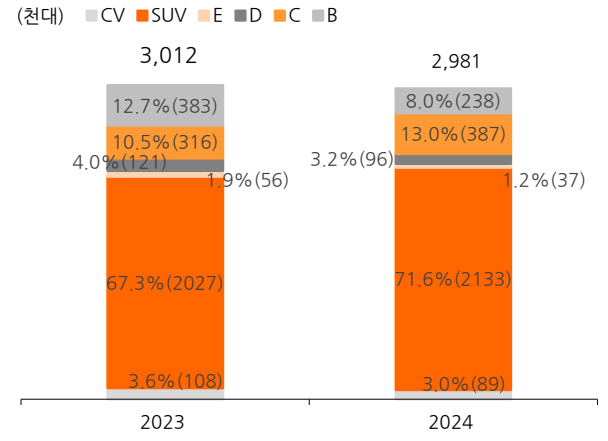
[그림35] 현대차 친환경차 판매 비중 비교('23 vs. '24)



주: 도매 기준

자료: 현대차, 한화투자증권 리서치센터

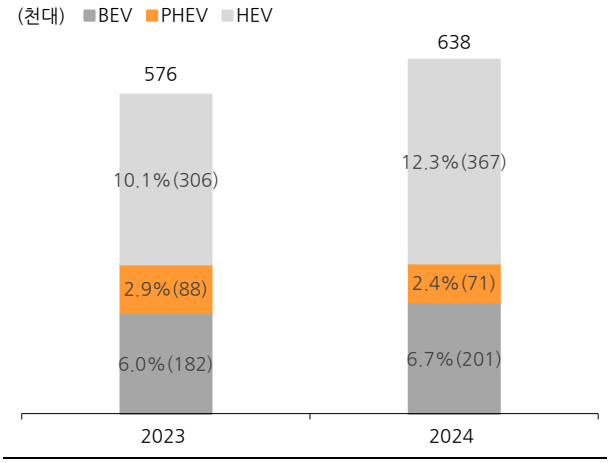
[그림36] 기아 차급별 판매 비중 비교('23 vs. '24)



주: 소매 기준

자료: 기아, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 기아 친환경차 판매 비중 비교('23 vs. '24)



주: 소매 기준

자료: 기아, 한화투자증권 리서치센터

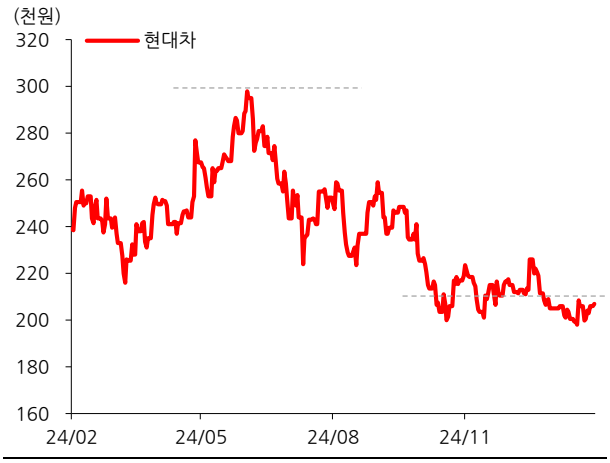
>> View Point ③ - 관세 영향은 주가에 이미 반영,

현재 완성차 주가는 관세율 20% 부과 수준의 손익 영향(30% 감익)을 이미 반영한 것으로 추정

'25.2월 기준 국내 완성차업체 주가는 '24년 6월말 고점 대비 30% 정도 하락한 수준이 유지되고 있다. 현대차와 기아는 '24.6/27 각각 종가 기준 298,000원, 131,500원으로 최고점을 기록했으며, '25.2/24 종가 기준 양사의 주가는 각각 207,000원, 94,900원으로 최고점 대비 30.5%, 27.8% 하락했다. 이는 앞서 언급한 바와 같이 '24년 하반기 자동차 업황 둔화 우려 및 트럼프 당선 이전부터 대두되었던 관세 부과 등으로 인한 업체들의 실적 악화 가능성이 주가에 반영된 것으로 판단한다.

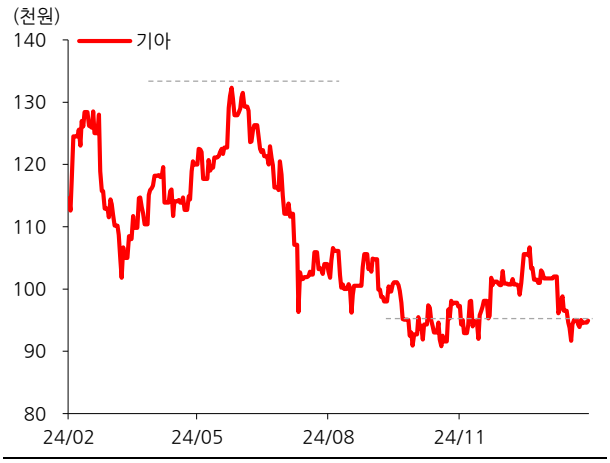
현대차와 기아의 고점 대비 30% 하락한 현재 주가를 관세 부과 관점으로 좁혀서 해석해본다면, 4월 트럼프 정부의 실제 관세율 및 부과 시점에 따라 국내 완성차업체들의 주가 변동 가능성을 예상해볼 수 있을 것이다. 관세율 20% 적용시 현대차와 기아의 관세 부담액은 가격 인상 등 관세를 전가하는 요인이 없다고 가정할 경우 각각 3.6조원, 3.8조원 수준으로 추정되며, 영업이익 추정치 기준 EBIT 영향은 각각 26.9%, 31.3% 감익 예상된다. 영업외손익에 따라 지배주주순이익 영향이 달라지겠으나, EBIT 영향도와 지배주주순이익 영향도가 동일하다고 가정 시 고점 대비 30% 하락한 현재 주가는 20% 관세율에 따른 30% 수준의 감익 영향을 반영했다고 판단할 수 있다.

[그림38] 현대차 최근 1 년간 주가 추이



자료: 현대차, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 기아 최근 1 년간 주가 추이



자료: 기아, 한화투자증권 리서치센터

[표10] 관세 부과율에 따른 손익 영향도(달러 환율은 1,360 원/$ 가정) (단위: 천대, %, %p)

관세율		25%	20%	10%
대당 관세 부과 금액($)		7,037.0	5,629.6	2,814.8
현대	대미 수출 물량(천대)	470	470	470
	관세 부담 금액(조원)	4.5	3.6	1.8
	EBIT 영향(%)	33.6	26.9	13.5
	OPM 영향(%p)	2.5	2.0	1.0
기아	대미 수출 물량(천대)	499	499	499
	관세 부담 금액(조원)	4.8	3.8	1.9
	EBIT 영향(%)	39.1	31.3	15.6
	OPM 영향(%p)	4.3	3.4	1.7

자료: 한화투자증권 리서치센터

관세율 20% 보다 낮은 수준으로 부과될 경우 현재 주가는 저평

미국 정부의 4월 제시되는 관세 정책 실행 시점을 고려하면 일단 '25년 연간 관세 부과에 따른 감익 영향은 30% 수준보다는 낮을 수밖에 없다. 2Q에 즉시 시행한다 해도 산술적으로 '25년 연간 손익의 3/4에 대해서만 영향을 미치게 되는 식이다. 따라서, 관세에 따른 손익 영향의 상당 부분은 30% 하락한 주가에 이미 반영되었다고 보는 것이 타당하다. 또한, '26년 HMGMA 가동 등 미국 현지 생산량 증가 시 연간 손익 영향이 30% 이하(7.3조원 수준 추정)로 낮아지는 부분도 고려할 필요가 있다. 결국, 주가 상 관세 영향이 상당 부분 반영되어 있다는 점과 HMGMA CAPA 증설 및 가동 본격화에 따른 미국 현지 물량 증가분 등을 고려했을 때, 트럼프 대통령이 언급한 25% 관세율 대비 낮은 관세율 확정 시에는 주가 반등에 대한 기대가 가능할 것으로 판단한다.

[표11] HMGMA 풀 가동 시 관세 부과율에 따른 손익 영향도(달러 환율은 1,360 원/$ 가정) (단위: 천대, %, %p)

관세율		25%	20%	10%
대당 관세 부과 금액($)		7,037.0	5,629.6	2,814.8
현대	대미 수출 물량(천대)	380	380	380
	관세 부담 금액(조원)	3.6	2.9	1.5
	EBIT 영향(%)	-27.2	21.8	10.9
	OPM 영향(%p)	2.0	1.6	0.8
기아	대미 수출 물량(천대)	383	383	383
	관세 부담 금액(조원)	3.6	2.9	1.5
	EBIT 영향(%)	-30.0	24.0	12.0
	OPM 영향(%p)	3.3	2.6	1.3

자료: 한화투자증권 리서치센터

글로벌 완성차업체들의 관세 부담은 공통적 이슈 결국, 관세 부담의 일부는 시장에 전가 불가피

또한, 현대차/기아뿐만 아니라 GM, 도요타, 스텔란티스 등 대부분의 글로벌 완성차업체들도 미국 현지 판매량 대비 현지 생산 CAPA 부족한 상황으로 정도의 차이는 있겠으나, 관세 부과를 피할 수 없는 상황이다. 따라서, 글로벌 완성차업체들의 관세 부담은 특정 업체에 있어 가격/원가 경쟁력 요소로 작용하기가 어려우며, 이는 차량 가격 인상을 통해 관세 부담을 미국 시장에 전가하는 형태로 전개될 가능성이 높다.

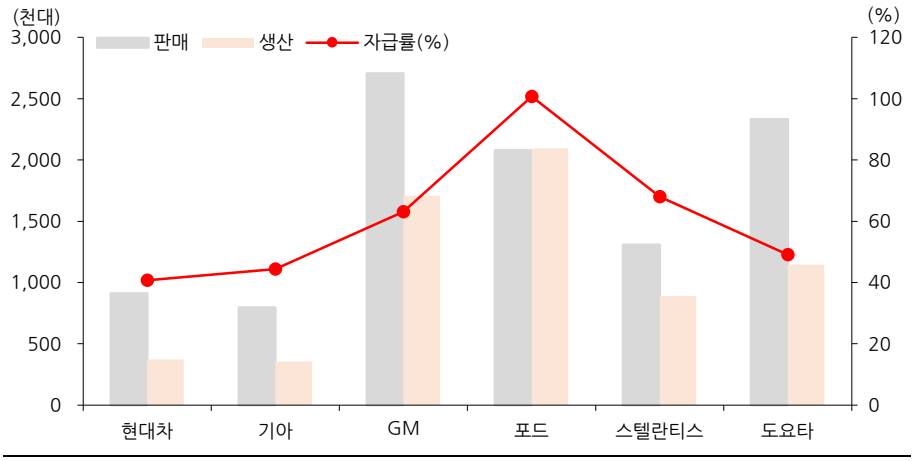
[표12] 글로벌 완성차업체 '24 년 북미 지역별/차급별 판매 및 생산 실적

		미국		멕시코		캐나다		북미 3 개국 합계	
		Car	Light Truck	Car	Light Truck	Car	Light Truck	Car	Light Truck
현대차	판매(천대)	236.2	675.6	25.9	27.4	27.8	105.4	289.9	808.4
	생산(천대)	13.7	358.0					13.7	358.0
	자급률(%)	5.8	53.0	-	-	-	-	4.7	44.3
기아	판매(천대)	240.4	556.1	66.5	37.9	11.7	69.2	318.5	663.2
	생산(천대)	1.3	352.5	256.7				258.0	352.5
	자급률(%)	0.6	63.4	386.2	-	-	-	81.0	53.2
GM	판매(천대)	177.6	2,527.5	79.1	126.0	9.2	285.1	265.9	2,938.6
	생산(천대)	191.0	1,516.8		889.1		151.9	191.0	2,557.8
	자급률(%)	107.5	60.0	-	705.9	-	53.3	71.8	87.0
포드	판매(천대)	44.0	2,034.8	923.0	53.3	3.8	275.4	970.8	2,363.5
	생산(천대)	56.7	2,037.1		386.8		54.2	56.7	2,478.1
	자급률(%)	129.0	100.1	-	725.9	-	19.7	5.8	104.8
스텔란티스	판매(천대)	71.6	1,236.7	13.7	80.1	4.0	126.6	89.3	1,443.5
	생산(천대)		890.1		419.4	10.9	149.3	10.9	1,458.8
	자급률(%)	-	72.0	-	523.4	269.4	117.9	12.2	101.1
도요타	판매(천대)	689.3	1,643.3	46.2	78.5	48,793.0	181.1	49,528.5	1,902.9
	생산(천대)	538.5	607.5		245.0		533.6	538.5	1,386.1
	자급률(%)	78.1	37.0	-	312.1	-	294.7	1.1	72.8

주: 자급률(%): 권역 내 판매 대비 생산 수준

자료: Words Intelligence, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 주요 완성차업체 '24 년 미국 현지 생산/판매 및 자급률



자료: Words Intelligence, 한화투자증권 리서치센터

2. 투자전략: SDV 부품주 중심 유지, 관세 발표 이후 완성차 주목

'25년 SDV 관련주 비중 확대 유지 : 완성차 SDV 비중 확대 효과의 수혜

현대차그룹을 비롯하여 대부분의 완성차업체들에 있어 '25년은 SDV 전환을 본격화하는 시기로서, 현대차그룹은 '22년 GN7(그랜저 신형)을 시작으로 기존에 분산된 제어기 구조를 4개 도메인(전자/편의, 주행성능, 인포, ADAS) 단위로 통합된 전기전자 플랫폼을 신규 차종에 순차적으로 적용 중이다. 올해까지 글로벌 시장에서 판매되는 모든 차종에 OTA(Over the Air) 기반 SW 업데이트를 기본 적용할 계획이다.

특히, OTA 기반 SW 업데이트 범위는 기존 인포테인먼트, 편의 영역에서 엔진/변속기 제어, 전자제어 서스펜션, 배터리(BMS) 제어 등 차량 기본성능 관련 제어 SW 영역으로 확대되고 있다. 따라서, 차량 내/외부 통신 및 각 기능을 안정적이고 높은 성능으로 유지시키기 위한 차량 제어기 및 조향, 제동 등 차량의 핵심 메커니즘이 제어SW 기반으로 구동될 수 있는 전자화 샤시부품 수요가 동시에 증가할 수밖에 없다.

이러한 측면에서 비록 올해 차량 판매량(Q) 성장은 보수적이나, 차량 전반의 SDV 기능 탑재를 위해 전장/제어부품에 대한 수요 확대의 수혜가 예상되는 SDV 관련 전장, 제어 관련 부품주들의 안정적 매출/수익 성장에 주목할 필요가 있으며, 현대모비스, HL만도와 신규 커버리지 개시하는 에스엘 등 '전장/제어부품 3대장주'에 대한 비중 확대 의견을 제시한다.

현대모비스, '투자회수 사이클 진입 본격화'

현대모비스 '25년은 지난 CEO Investor Day에서 제시한 바와 같이 '투자회수 사이클 진입'이 본격화되는 한 해가 될 것으로 전망한다. 그룹 차원의 SDV 전환 기조에 맞춰 고부가가치 전장부품 및 Non-Cap. 매출 성장 본격화에 따른 모듈/핵심부품의 완연한 성장세와 순정부품 수요 증가에 따른 A/S의 견조한 수익성이 올해 지속될 것으로 기대된다. 모듈/핵심부품은 GN7을 시작으로 SDV 전환을 위한 통합 전자 아키텍처 적용 차종 확대 중으로 통합제어기(BDC, CCU 등)를 비롯하여 PRK/DRV 등 전장 사양 고급화에 따른 차종당 매출(ASP) 증가에 따라 20%대의 매출 성장 및 수익성 개선이 가시화될 것으로 전망한다. 다만, 전동화부문의 경우 지난해 10월 초기 가동을 시작한

HMGMA의 제한적 생산 물량으로 인해 미국 전동화 공장 고정비 부담이 예상되나, 국내 공장의 경우는 '25년 아이오닉9 등 Captive BEV 라인업 증가로 동사 전동화 물량 효과 또한 개선될 것으로 예상되어 적자 폭은 축소될 것으로 예상된다. A/S부문은 사업계획 상으로는 점진적인 환율 효과 완화가 예상되나, 2월 말 기준 1,420원/$ 수준의 환율이 유지되고 있고 순정부품 수요가 지속되고 있는 점 고려 시 23% 대 이상의 고마진 구조가 '25년에도 지속될 것으로 기대된다.

[표13] 현대모비스 분기 및 연간 실적 추이 및 전망 (단위: 십억 원, %, %YoY)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024P	2025E	2026E
매출액	13,869	14,655	14,002	14,711	14,532	16,173	15,477	16,458	57,237	62,639	67,531
모듈 및 핵심부품	10,937	11,691	10,941	11,582	11,396	13,003	12,323	13,289	45,152	50,010	54,391
모듈조립	6,073	6,619	6,279	6,662	6,167	6,758	6,382	6,808	25,633	26,114	26,577
핵심부품	2,988	3,347	3,084	3,406	3,565	4,129	3,821	4,228	12,825	15,743	18,057
전동화부품	1,876	1,725	1,579	1,514	1,664	2,116	2,120	2,253	6,694	8,152	9,757
A/S	2,928	2,964	3,061	3,128	3,137	3,170	3,154	3,169	12,080	12,629	13,140
매출 비중											
모듈 및 핵심부품	78.9	79.8	78.1	78.7	78.4	80.4	79.6	80.7	78.9	79.8	80.5
모듈조립	43.8	45.2	44.8	45.3	42.4	41.8	41.2	41.4	44.8	41.7	39.4
핵심부품	21.5	22.8	22.0	23.2	24.5	25.5	24.7	25.7	22.4	25.1	26.7
전동화부품	13.5	11.8	11.3	10.3	11.4	13.1	13.7	13.7	11.7	13.0	14.4
A/S	21.1	20.2	21.9	21.3	21.6	19.6	20.4	19.3	21.1	20.2	19.5
영업이익	543	636	909	986	925	1,194	630	924	3,073	3,673	4,120
모듈 및 핵심부품	-185	-124	93	174	214	445	-115	182	-43	726	1,141
A/S	728	760	816	812	710	749	745	742	3,116	2,946	2,979
세전이익	1,223	1,412	1,307	1,321	1,538	1,838	1,144	1,258	5,263	5,778	6,417
지배주주순이익	861	996	920	1,277	1,137	1,359	845	930	4,054	4,271	4,743
OPM	3.9	4.3	6.5	6.7	6.4	7.4	4.1	5.6	5.4	5.9	6.1
모듈 및 핵심부품	-1.7	-1.1	0.8	1.5	1.9	3.4	-0.9	1.4	-0.1	1.5	2.1
A/S	24.9	25.7	26.7	26.0	22.6	23.6	23.6	23.4	25.8	23.3	22.7
NPM	6.2	6.8	6.6	8.7	7.8	8.4	5.5	5.7	7.1	6.8	7.0
% YoY											
매출액	-5.4	-6.6	-1.6	0.3	4.8	10.4	10.5	11.9	-3.4	9.4	7.8
영업이익	29.8	-4.2	31.6	88.5	70.4	87.7	-30.7	-6.3	33.9	19.5	12.2
지배주주순이익	2.4	7.0	-7.8	95.8	32.0	36.4	-8.1	-27.2	18.5	5.3	11.1

자료: 현대모비스, 한화투자증권 리서치센터

HL만도, '25년 xEV 및 SDV 전환 수요 확대 대응을 통해 Top-line 성장이 지속될 것으로 전망한다. 멕시코 관세와 매크로 불확실성 증대에 따른 글로벌 주요 OEM들의 권역별 생산 물량 조정 가능성이 지속되고 있으나, 현대차그룹을 비롯하여 GM 등 주요 완성차업체들의 xEV/SDV 전환 계획은 대체로 적극적인 상황이며, 주요 고객 중 하나인 북미 선도 EV사의 경우도 올해 기존 모델에 대한 페이스리프트 출시 등을 통해 판매량 감소 우려를 해소할 계획이다. 이에, 전동화/전장화 기능 SW 제어가 용이한 액추에이터 기반 전자화 샤시 부품 중심 수요는 견조할 것으로 판단한다. 동사는 '24년 신규 수주 실

적 17.6조원으로 연간 신규 수주 계획(16.6조원) 대비 달성도를 117% 초과달성 했으며, 특히 이 중에서 xEV 관련 수주 비중 67%, 전자화 부품 비중 79%를 차지할 만큼 향후 고부가가치 전자화 샤시부품 기반의 안정적 매출 증가에 대한 명확한 방향성이 입증되었다. 올해 북미지역 IDB2 및 R-EPS 공급 통해 20%대 매출 성장세 기록할 것으로 예상하며, 인도의 경우도 마힌드라, 타타 등 로컬업체들이 출시하는 EV向 매출 확대로 13%대 매출 성장 전망된다.

[표14] HL만도의 분기 및 연간 실적 추이 및 전망 (단위: 십억 원, %, %YoY)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024P	2025E	2026E
매출액	2,107	2,147	2,172	2,422	2,180	2,391	2,319	2,539	8,848	9,430	10,264
한국	738	757	693	873	762	795	698	807	3,060	3,062	3,116
중국	446	465	540	610	451	536	556	609	2,062	2,153	2,430
북미	478	493	508	519	537	604	612	645	1,997	2,399	2,671
인도	211	197	223	202	208	232	251	257	834	948	1,067
매출 비중											
한국	35.0	35.2	31.9	36.0	35.0	33.2	30.1	31.8	34.6	32.5	30.4
중국	21.2	21.7	24.9	25.2	20.7	22.4	24.0	24.0	23.3	22.8	23.7
북미	22.7	23.0	23.4	21.4	24.6	25.3	26.4	25.4	22.6	25.4	26.0
인도	10.0	9.2	10.3	8.4	9.5	9.7	10.8	10.1	9.4	10.0	10.4
매출총이익	295.5	299.8	318.5	406.2	321.9	351.4	344.4	388.0	1,320	1,406	1,562
영업이익	75.6	89.6	82.5	112.6	95.0	116.8	94.0	90.5	360	396	469
세전이익	215.2	50.1	-51.6	51.0	49.2	51.2	27.3	141.2	265	269	338
지배주주순이익	139.6	4.5	-56.7	44.5	30.8	32.1	17.1	88.4	132	168	211
GPM	14.0	14.0	14.7	16.8	14.8	14.7	14.9	15.3	14.9	14.9	15.2
OPM	3.6	4.2	3.8	4.6	4.4	4.9	4.1	3.6	4.1	4.2	4.6
NPM	6.6	0.2	-2.6	1.8	1.4	1.3	0.7	3.5	1.5	1.8	2.1
% YoY											
매출액	5.5	2.9	2.5	10.6	3.5	11.4	6.8	4.8	5.4	6.6	8.8
영업이익	7.7	16.4	1.2	122.6	25.6	30.3	14.0	-19.6	29.0	10.0	18.3
지배주주순이익	255.5	-90.7	적전	25.2	-77.9	620.5	흑전	98.9	-2.7	27.7	25.6

자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

에스엘, 자동차의 전통적인 부품이라 할 수 있는 헤드램프를 전문으로 공급하는 동사는 향후 SDV 전환의 대표 수혜주 중 하나로 성장할 것으로 기대된다. 차량 운전자 시야 확보를 위한 핵심 안전부품이라 할 수 있는 헤드램프는 기존 할로겐에서 HID를 거쳐 최근 LED 램프로 진화하고 있는데, LED 램프는 빛의 균일성, 응답속도, 전력 소비/수명 측면에서의 장점도 있지만 SDV 전환에 있어 중요한 것은 광원을 '전자적으로 제어'할 수 있다는 점에서 향후 OTA 기반 SW 업데이트를 통해 성능 향상 및 기능 다양화가 기대되는 영역이라 할 수 있다. 동사 매출의 80% 비중을 차지하는 헤드램프 부문은 하이빔 보조(HBA, High Beam Assist) 또는 IFS(지능형 헤드램프 시스템, Intelligent Front-lighting System)을 통해 전방 차량 또는 주행 환경에 맞게 광원의 밝기, 방향 등을 조절하여 운전자 시야 확보를 지원하는 기능으로 역할이 확대되고 있으며, 단순 HW 매출뿐 아니라 SDV 지능화 요구 기능에 맞는 전장/SW 솔루션 통합 패키지 제공을 통해

향후 매출 확대가 기대된다. 특히, 동사 전체 매출의 70%을 차지하는 주요 공급처인 현대차그룹, GM의 최근 SDV 전환 본격화와 xEV 중심 물량 확대 연간 가이던스(현대차 +37.3%, 기아 +39.1%, GM +59%)고려 시, 동사의 올해 매출 증가세 방향성은 명확할 것으로 기대된다.

[표15] 에스엘의 분기 및 연간 실적 추이 및 전망 (단위: 십억 원, %, %YoY)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E	2026E
매출액	1,246	1,298	1,192	1,202	1,241	1,332	1,245	1,308	4,938	5,127	5,392
한국	560	609	508	559	555	589	487	541	2,237	2,172	2,157
중국	56	56	50	52	48	53	53	58	213	212	211
북미	424	427	437	398	446	466	486	490	1,687	1,888	2,100
유럽	29	33	20	24	26	35	26	27	107	114	121
인도	163	157	162	152	152	174	176	174	633	676	735
남미	13	16	14	16	13	15	16	18	59	63	65
기타	0	0	0	1	1	1	1	1	2	2	2
매출 비중											
한국	45.0	46.9	42.6	46.5	44.7	44.2	39.1	41.3	45.3	42.4	40.0
중국	4.5	4.3	4.2	4.3	3.9	4.0	4.2	4.5	4.3	4.1	3.9
북미	34.1	32.9	36.7	33.1	35.9	35.0	39.0	37.4	34.2	36.8	39.0
유럽	2.3	2.6	1.7	2.0	2.1	2.6	2.1	2.1	2.2	2.2	2.2
인도	13.1	12.1	13.6	12.6	12.2	13.1	14.2	13.3	12.8	13.2	13.6
남미	1.0	1.2	1.2	1.4	1.1	1.1	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
기타	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
매출총이익	206.5	215.0	144.3	140.2	183.8	217.2	155.2	177.2	706	733	794
영업이익	138.8	147.8	67.7	68.1	112.6	144.6	75.7	100.6	422	433	468
세전이익	160.5	167.6	66.1	74.2	125.0	155.1	87.5	117.3	468	485	515
지배주주순이익	116.4	118.8	56.2	48.4	89.5	111.0	62.6	84.0	340	347	368
GPM	16.6	16.6	12.1	11.7	14.8	16.3	12.5	13.5	14.3	14.3	14.7
OPM	11.1	11.4	5.7	5.7	9.1	10.9	6.1	7.7	8.6	8.5	8.7
NPM	9.3	9.2	4.7	4.0	7.2	8.3	5.0	6.4	6.9	6.8	6.8
% YoY											
매출액	2.9	3.5	0.8	0.9	-0.4	2.6	4.5	8.8	2.1	3.8	5.2
영업이익	33.4	10.3	-18.2	4.2	-18.9	-2.2	11.7	47.7	9.4	2.6	7.9
지배주주순이익	29.2	14.2	-8.0	-39.7	-23.2	-6.6	11.5	73.5	1.3	2.1	6.1

자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

4월, 관세 발표 이후 완성차 주가 반등 가능성 주목 : 환율, 관세율, xEV 물량 효과, GM/도요타 협력 가시화 등이 Driver

향후 완성차 주가 향방의 가장 큰 변곡점은 4월 2일 트럼프 정부에서 발표하게 될 대미 수출 차량 관세 정책의 내용이이고, 4월 초 발표 시점에 맞춰 1Q 완성차 판매 실적과 평균 환율을 고려한 1Q25 실적 전망에 따라 완성차 주가 흐름이 결정될 것이다. 긍정적 환율 효과와 20% 대비 낮은 관세율, 그리고 xEV 물량 확대 시 완성차 주가 반등을 예상한다. '21년 대비 이익이 2배 이상 성장했음에도 불구하고 애플카 협력 기대가 사라진 이후 조정받은 주가보다 낮은 현재의 주가 수준은 과도한 저평가라고 판단한다.

우선 환율 측면에서 보면 '25.2월 말에 접어든 상황에서 환율은 달러당 1,440원대를 웃돌고 있고 1Q24 평균 환율이 1,330원이었다는 점을 고려하면 긍정적인 환율 효과를 기대해볼 수 있다. '24년에 현대차는 매출 기준 10원당 연간 1,860억원 수준의 환율 효과가 발생했고, 기아는 10원당 연간 2,370억원 수준의 환율 효과가 영업이익 기준 발생했었다.

두번째는 앞서 언급한 바와 같이 전고점 대비 30% 주가가 빠진 부분이 관세 측면에서 20% 관세 부과율에 준한 30% 감익 영향을 반영했다고 판단한다면, 향후 20% 보다 낮은 관세율 적용 시, 현대차와 기아의 밸류에이션은 정상화되는 것이 적절하다. '26년부터는 HMGMA CAPA 증설에 따른 30만대 규모의 미국 현지 물량 증가분 등을 통해 점진적으로 관세 영향이 완화되며, 국내 완성차업체 뿐만 아니라 GM, 스텔란티스를 포함한 글로벌업체 전반의 관세 영향이 불가피한 점 고려 시 관세 부담의 상당부분은 시장 가격으로 전가된다는 부분도 견지할 필요가 있다.

세번째는 1Q xEV 중심 판매 확대를 통한 Q와 P의 개선 여부 확인이다. 올해 현대차와 기아의 HEV/BEV 물량 증가 목표는 각각 37.3%, 39.1%이다. 전통적으로 1Q는 친환경차 보조금 등이 확정되는 시기로 판매량이 본격적으로 증가하지는 않으나, 올해 가이던스에 준하는 xEV 판매 성장세가 나타나는지의 여부에 따라 ASP 개선을 기대해 볼 수 있다.

마지막은 GM/도요타 등과의 협력 가시화 여부이다. 미국을 중심으로 한 관세 부담 불확실성에 따라 각 업체들은 수익성 확보를 위해 원가절감이 중요한 어젠다가 될 수 있다. 현대차 4Q24 실적발표 컨퍼런스 콜에서 언급된 바와 같이 GM-현대차 협력은 '공동 구매 추진'이 키워드인 만큼 연 내 구체화된 바인딩 계약은 수익성 개선 기대감에 따른 주가 반등 모멘텀으로 작용할 가능성이 높다.

www.hanwhawm.com

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

Ⅳ.
기업분석

1. 현대차 (005380)
2. 기아 (000270)
3. 현대모비스 (012330)
4. HL만도 (204320)
5. 에스엘 (005850)

2025년 3월 4일
기업분석

현대차 (005380)

관세 불확실성 해소될 '25년 4월

▶Analyst 김성래 sr.kim@hanwha.com 3772-7751 / RA 권지우 jiwoo.kwon@hanwha.com 3772-7689

Buy (유지)

목표주가(유지): 310,000원

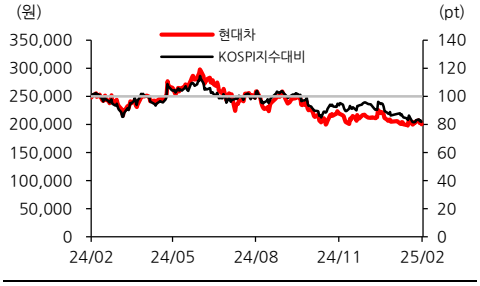
현재 주가(2/27)	209,000원
상승여력	▲ 54.6%
시가총액	419,879억원
발행주식수	209,416천주
52 주 최고가 / 최저가	298,000 / 198,100원
90 일 일평균 거래대금	1,494.14억원
외국인 지분율	37.0%
주주 구성	
현대모비스 (외 11 인)	30.0%
국민연금공단 (외 1 인)	7.2%
현대차우리사주 (외 1 인)	3.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.2	-9.3	-19.0	-15.9
상대수익률(KOSPI)	-5.5	-14.0	-16.5	-15.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	162,664	175,231	180,603	183,029
영업이익	15,127	14,240	13,372	15,251
EBITDA	20,073	18,528	19,031	21,659
지배주주순이익	11,962	12,527	11,734	13,169
EPS	55,934	59,221	56,733	63,565
순차입금	99,214	121,941	129,302	137,340
PER	3.6	3.6	3.5	3.2
PBR	0.6	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	7.4	9.5	9.8	9.0
배당수익률	5.6	5.7	6.0	6.2
ROE	13.7	13.0	11.2	11.7

주가 추이



'25년 보수적인 가이던스

동사가 이번 실적발표를 통해 제시한 '25년 연간 가이던스는 2024 CEO Investor Day를 통해 제시했던 중장기 수익성 가이던스(OPM 9~10%) 대비 하향된 OPM 7~8% 제시. 우선, 매출의 경우 '24년 대비 3~4% 수준의 매출 증가를 제시. 보수적인 판매량 증가분(414만대 → 417만대, +0.8%)을 제네시스, xEV 판매 등을 통한 ASP 증가(+2~3%) 통해 달성하겠다는 계획. 영업이익의 경우, 북미/유럽 경쟁 심화에 따른 인센티브 증가와 지난해 7월 임단협 타결 기준 올해 임금 상승분 적용에 따른 인건비 규모 증가, 그리고 SDV 전환 위한 핵심 기술 확보 목적의 R&D 투자 증가(6.7조원, +37.2%)로 기존 대비 낮은 수익성 목표 제시.

관세 불확실성 지속

현재 시장의 관심은 4월 트럼프 정부가 발표할 대미 수출 차량 관세 정책의 내용과 수준. 이에 따라 동사의 관세 부담액의 규모와 손익 영향이 가시화되기 때문. 지난해 10월부터 HMGMA 가동이 시작되었으나 올해 연말까지 70% 수준의 가동률 도달할 경우 연간 평균 가동률은 45% 수준으로, 이에 따른 올해 현지 생산 증분은 8만대 정도로 추정. 동사의 '24년 미국 판매량은 91만대로 알라바마 36만대 포함 현지 생산량 44만대 수준 증가하더라도 절반 이상은 수출 물량으로 대응이 필요.

그러나 4월 전후 주가 반등 가능성 주목 필요

우선, 사업계획 환율(1,320원/$) 대비 높은 수준의 환율이 유지되는 점과 동사가 제시했던 매출 가이던스 기준에서의 ASP 증가율 가이던스 고려 시, 2~3% 대비 연간으로 높은 ASP 증가율 달성 가능성도 유효. 특히, xEV 중심의 고부가가치 차종 판매 확대를 통한 Mix 개선 효과 흐름을 강화하는 판매 계획(BEV 33.6만대, +53.7%/HEV 64.7만대, +30.2%) 제시는 지난해에 이어 올해도 P 성장을 통한 매출 및 이익 개선 기조를 이어나갈 수 있을 것으로 기대.

또한, 주가는 이미 전고점 대비 30% 조정 중인 상황으로 약 20% 수준의 관세율 부과 시 감익 영향 수준은 주가에 반영되어 있다고 판단. 결국, 4월 관세 정책 발표와 GM/도요타 글로벌 소싱 협력 구체화 등 관세 불확실성 해소 및 대응 방안 구체화 시 주가는 반등할 가능성 존재.

TSR 35%+ 수준의 상향된 주주환원 프로그램의 올해 이행 시작에 따른 기업가치 방어도 기대 요소. 목표주가 310,000원 유지.

[표16] 현대차의 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

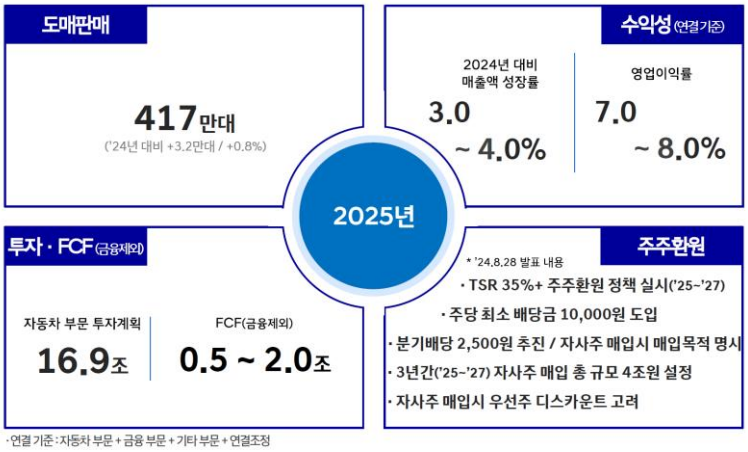
(단위: 십억 원, %, %YoY)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024P	2025E	2026E
매출액	40,659	45,021	42,928	46,624	43,849	46,679	44,236	45,838	175,231	180,603	183,029
% YoY	7.6	6.6	4.7	12.0	7.8	3.7	3.0	-1.7	7.7	3.1	1.3
자동차	31,718	35,237	34,019	35,750	34,236	36,231	34,645	36,010	136,725	141,122	142,198
% YoY	3.5	4.4	5.3	7.0	7.9	2.8	1.8	0.7	5.1	3.2	0.8
금융	6,656	7,105	6,497	8,188	7,256	7,632	7,097	7,105	28,446	29,090	30,043
% YoY	30.8	23.6	10.1	44.6	9.0	7.4	9.2	-13.2	27.0	2.3	3.3
기타	2,285	2,678	2,412	2,686	2,357	2,816	2,495	2,723	10,060	10,391	10,788
% YoY	11.8	-2.1	-13.5	5.5	3.2	5.2	3.4	1.4	-0.5	3.3	3.8
영업이익	3,557	4,279	3,581	2,822	3,475	3,715	2,819	3,363	14,240	13,372	15,251
% YoY	-1.0	1.0	-6.3	-18.8	-2.3	-13.2	-21.3	19.2	-5.9	-6.1	14.1
자동차*	2,900	3,428	2,879	2,205	2,799	2,896	2,161	2,783	11,411	10,638	12,643
금융	425	561	435	374	422	506	381	334	1,795	1,644	1,514
기타	233	290	267	243	254	312	277	246	1,033	1,090	1,094
OPM	8.7	9.5	8.3	6.1	7.9	8.0	6.4	7.3	8.1	7.4	8.3
자동차	9.1	9.7	8.5	6.2	8.2	8.0	6.2	7.7	8.3	7.5	8.9
금융	6.4	7.9	6.7	4.6	5.8	6.6	5.4	4.7	6.3	5.7	5.0
기타	10.2	10.8	11.1	9.0	10.8	11.1	11.1	9.0	10.3	10.5	10.1
세전이익	4,727	5,566	4,370	3,119	4,541	5,067	3,788	3,390	17,781	16,786	18,863
% YoY	3.0	15.1	-6.4	-11.5	-3.9	-9.0	-13.3	8.7	0.9	-5.6	12.4
지배주주순이익	3,231	3,970	3,046	2,280	3,280	3,587	2,558	2,308	12,527	11,734	13,169
% YoY	-2.4	22.7	-4.5	2.5	1.5	-9.6	-16.0	1.2	4.7	-6.3	12.2

주: 영업이익 중 자동차부문 영업이익은 연결조정 포함

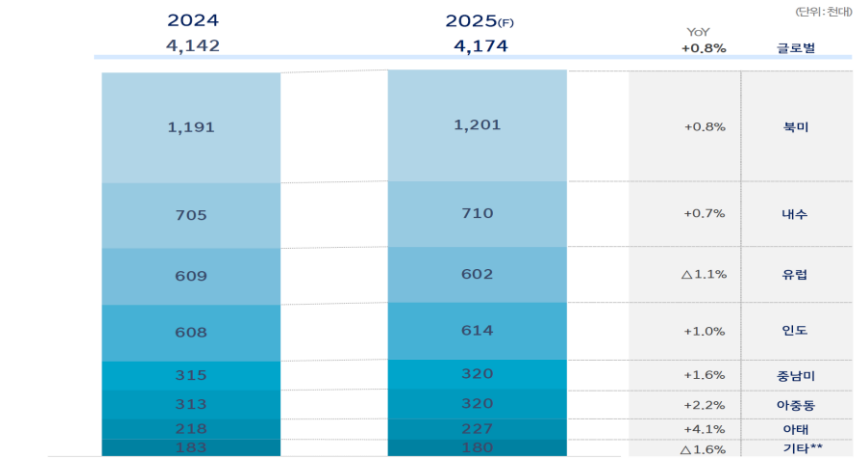
자료: 현대차, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 현대차 2025 연간 가이던스



자료: 현대차, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 현대차 2025 연간 가이던스



주: CKD 포함, 기타는 중국 및 러시아(CIS) 권역 포함

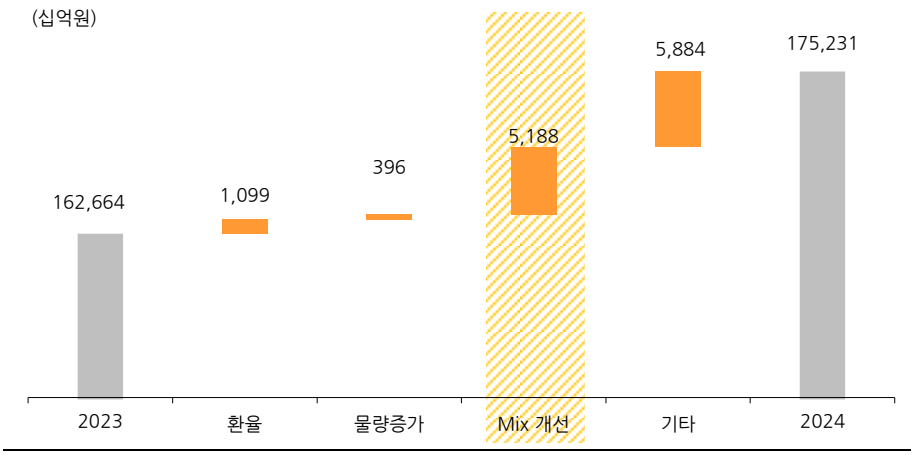
자료: 현대차, 한화투자증권 리서치센터

[표17] 현대차 연도별 매출, 판매 물량, ASP 증감 가이던스 및 실적 비교

	2023		2024		2025E
	가이던스	실적	가이던스	실적	가이던스
매출액(조원)	157.1~158.5	162.7	169.2~170.8	175.2	178.7~180.4
증감(%)	10.5~11.5	14.4	4~5	7.7	2~3
판매 물량(만대)	432.1	421.7	424.3	414.2	417.4
증감(%)	9.6	6.9	0.6	-1.8	0.8
ASP 증감 추정(%) (환율 효과 제외 시)	0.9~1.9	7.5 (6.4)	3.4~4.4	9.5 (5.0)	1.2~2.2

자료: 현대차, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 현대차 '24 년 매출 증감 요인



자료: 현대차, 한화투자증권 리서치센터

[표18] 분석의 가정 (단위: 천대, %, %p)

구분	현대차	비고
매출액(FY2025) 추정 (조원)	180.6	
영업이익(FY2025) 추정 (조원)	13.37	
OPM 추정 (%)	7.4	
'25 글로벌 판매 목표 (천대)	4,174	
미국판매 목표 (천대)	920	
미국 판매 비중 (%)	22.0	
미국생산 CAPA (천대)	360	현대 알라바마 기준
현지생산 커버리지 (%)	39.1	미국 생산 CAPA / 미국 판매 목표
관세 부과 대상(대미수출) 물량 (천대)	560	미국 판매 목표 - 미국 생산 CAPA
관세 부과 대상 물량 비중 (%)	13.4	'25 글로벌 판매 목표 대비
HMGMA CAPA (천대)	180	
HMGMA '25년 예상 생산 물량 (천대)	81	평균 가동률: 현대차 45%
미국생산 CAPA(Ramp-up 가정) (천대)	450	기존 공장 추가 가동률 향상(현대차 9천대)
현지생산 커버리지 (%)	48.9	
관세 부과 대상(대미수출) 물량 (천대)	470	
관세 부과 대상 물량 비중 (%)	11.3	

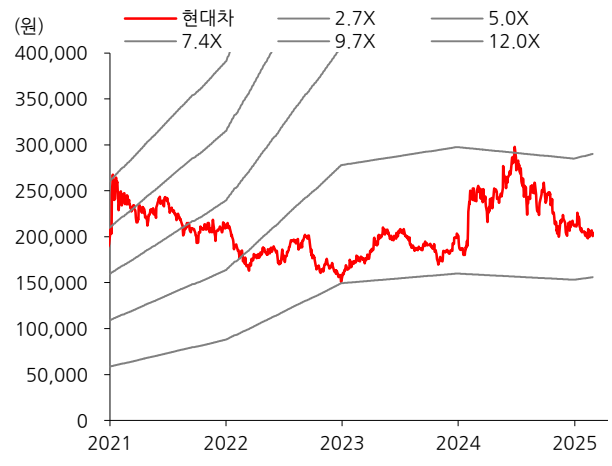
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표19] 관세 부과율에 따른 손익 영향도(달러 환율은 1,360 원/$ 가정) (단위: 천대, %, %p)

관세율	25%	20%	10%
대당 관세 부과 금액($)	7,037.0	5,629.6	2,814.8
대미 수출 물량(천대)	470	470	470
관세 부담 금액(조원)	4.5	3.6	1.8
EBIT 영향(%)	33.6	26.9	13.5
OPM 영향(%p)	2.5	2.0	1.0

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 현대차 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 현대차 12m forward PBR Band

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	142,151	162,664	175,231	180,603	183,029
매출총이익	28,272	33,484	35,750	36,265	37,546
영업이익	9,825	15,127	14,240	13,372	15,251
EBITDA	14,873	20,073	18,528	19,031	21,659
순이자손익	115	519	623	211	-51
외화관련손익	-104	150	-28	-55	-75
지분법손익	1,558	2,471	3,115	3,341	3,821
세전계속사업손익	11,181	17,619	17,781	16,786	18,863
당기순이익	7,984	12,272	13,230	12,351	13,862
지배주주순이익	7,364	11,962	12,527	11,734	13,169
증가율(%)					
매출액	59.3	14.4	7.7	3.1	1.3
영업이익	30.1	54.0	-5.9	-6.1	14.1
EBITDA	47.3	35.0	-7.7	2.7	13.8
순이익	4.4	53.7	7.8	-6.6	12.2
이익률(%)					
매출총이익률	19.9	20.6	20.4	20.1	20.5
영업이익률	6.9	9.3	8.1	7.4	8.3
EBITDA 이익률	10.5	12.3	10.6	10.5	11.8
세전이익률	7.9	10.8	10.1	9.3	10.3
순이익률	5.6	7.5	7.6	6.8	7.6

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	58,352	58,604	57,387	65,611	76,034
현금성자산	27,116	26,825	20,513	30,235	39,446
매출채권	9,199	8,782	10,893	10,406	10,855
재고자산	14,291	17,400	20,438	20,093	20,659
비유동자산	107,027	116,172	136,186	148,229	157,829
투자자산	64,771	71,032	85,441	90,903	94,594
유형자산	36,153	38,921	42,996	47,833	52,275
무형자산	6,102	6,219	7,749	9,493	10,959
자산총계	255,742	282,463	311,626	336,687	361,698
유동부채	74,236	73,362	69,779	66,522	66,012
매입채무	24,700	26,945	29,635	29,136	29,955
유동성이자부채	37,445	34,426	28,270	26,270	24,489
비유동부채	90,609	107,292	130,750	151,807	168,210
비유동이자부채	76,213	91,614	114,185	133,267	152,298
부채총계	164,846	180,654	200,529	218,329	234,222
자본금	1,489	1,489	1,489	1,489	1,489
자본잉여금	4,241	4,378	4,588	4,588	4,588
이익잉여금	79,954	88,666	97,019	104,280	113,399
자본조정	-3,335	-2,036	-2,239	-2,239	-2,239
자기주식	-1,714	-1,197	-618	-1,354	-2,090
자본총계	90,897	101,809	111,097	118,358	127,476

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업현금흐름	10,627	-2,519	2,791	11,199	7,933
당기순이익	7,984	12,272	13,230	12,351	13,862
자산상각비	5,048	4,946	4,288	5,658	6,408
운전자본증감	-13,923	-30,365	-223	240	59
매출채권 감소(증가)	-1,326	-99	-1,918	486	-448
재고자산 감소(증가)	-2,721	-3,250	-2,892	344	-565
매입채무 증가(감소)	3,333	984	2,700	-499	820
투자현금흐름	-1,203	-8,649	-20,632	-13,963	-11,821
유형자산처분(취득)	-3,878	-6,926	-8,019	-8,621	-8,621
무형자산 감소(증가)	-1,711	-1,778	-2,298	-3,619	-3,696
투자자산 감소(증가)	6,535	2,398	244	398	366
재무현금흐름	-1,324	9,393	11,999	12,883	13,465
차입금의 증가(감소)	126	11,281	14,371	17,083	17,249
자본의 증가(감소)	-1,548	-2,616	-2,372	-4,199	-3,784
배당금의 지급	-1,355	-2,616	-3,739	-3,464	-3,048
총현금흐름	28,240	33,465	3,014	10,959	7,874
(-)운전자본증가(감소)	-8,673	-1,602	2,522	-240	-59
(-)설비투자	4,015	7,071	8,126	8,621	8,621
(+)자산매각	-1,575	-1,634	-2,191	-3,619	-3,696
Free Cash Flow	31,323	26,362	-9,825	-1,041	-4,384
(-)기타투자	24,745	34,310	8,260	2,121	-130
잉여현금	6,578	-7,948	-18,084	-3,162	-4,254
NOPLAT	7,207	11,155	10,850	9,839	11,208
(+) Dep	5,048	4,946	4,288	5,658	6,408
(-)운전자본투자	-8,673	-1,602	2,522	-240	-59
(-)Capex	4,015	7,071	8,126	8,621	8,621
OpFCF	16,913	10,632	4,490	7,117	9,055

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
주당지표					
EPS	32,510	55,934	59,221	56,733	63,565
BPS	297,355	337,373	371,578	407,304	451,730
DPS	7,000	11,430	12,040	12,030	12,530
CFPS	101,970	122,058	11,105	41,863	30,378
ROA(%)	3.0	4.4	4.2	3.6	3.8
ROE(%)	9.4	13.7	13.0	11.2	11.7
ROIC(%)	11.6	18.6	15.8	12.3	12.7
Multiples(x,%)					
PER	4.6	3.6	3.6	3.5	3.2
PBR	0.5	0.6	0.6	0.5	0.4
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	1.5	1.7	19.1	4.8	6.6
EV/EBITDA	8.3	7.4	9.5	9.8	9.0
배당수익률	4.6	5.6	5.7	6.0	6.2
안정성(%)					
부채비율	181.4	177.4	180.5	184.5	183.7
Net debt/Equity	95.2	97.5	109.8	109.2	107.7
Net debt/EBITDA	581.9	494.3	658.2	679.4	634.1
유동비율	78.6	79.9	82.2	98.6	115.2
이자보상배율(배)	18.8	27.1	31.7	26.8	27.5
자산구조(%)					
투하자본	39.0	38.4	42.1	40.7	41.1
현금+투자자산	61.0	61.6	57.9	59.3	58.9
자본구조(%)					
차입금	55.6	55.3	56.2	57.4	58.1
자기자본	44.4	44.7	43.8	42.6	41.9

주: IFRS 연결 기준

2025년 3월 4일
기업분석

기아 (000270)

관세 불확실성 해소에 따른 주가 반등 가능성에 주목

▶Analyst 김성래 sr.kim@hanwha.com 3772-7751 / RA 권지우 jiwoo.kwon@hanwha.com 3772-7689

Buy (유지)

목표주가(유지): 140,000원

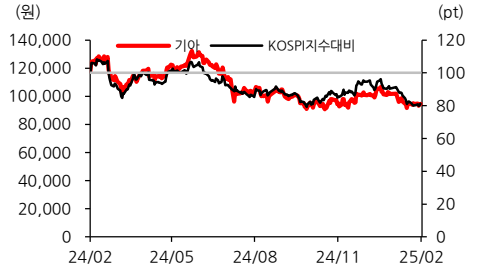
현재 주가(2/27)	94,600원
상승여력	▲ 48.0%
시가총액	376,198억원
발행주식수	397,673천주
52 주 최고가 / 최저가	132,300 / 90,800원
90 일 일평균 거래대금	1,103.22억원
외국인 지분율	39.3%
주주 구성	
현대자동차 (외 5 인)	36.3%
국민연금공단 (외 1 인)	6.6%
기아차우리사주 (외 1 인)	2.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-7.0	0.3	-7.1	-16.0
상대수익률(KOSPI)	-10.3	-4.4	-4.6	-15.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	99,808	107,449	111,667	118,659
영업이익	11,608	12,667	12,218	13,130
EBITDA	13,961	15,216	14,990	16,058
지배주주순이익	8,777	9,789	9,921	10,690
EPS	22,152	24,852	26,039	28,377
순차입금	-12,718	-14,391	-19,754	-24,287
PER	4.5	4.8	3.6	3.3
PBR	0.9	0.9	0.6	0.5
EV/EBITDA	2.0	2.2	1.2	0.8
배당수익률	5.6	5.5	6.9	7.6
ROE	20.4	19.7	17.6	16.9

주가 추이



'25년 가이던스는 가격/믹스효과 상쇄 가능성을 고려

동사는 '25년 도매판매 321.6만대(+4.1%), 매출액 112.5조원(+4.7%)을 목표로 제시했으며, 따라서 ASP 증가 효과는 보수적(+0.7%) 제시. 이는 인센티브 증가와 인건비 등 비용 구조의 상승으로 인한 가격/믹스 효과의 상쇄 가능성을 고려한 것으로 판단. 동사는 산업 평균 대비 여전히 낮은 인센티브 수준 유지 중이나, '24년 인센티브가 전년 동기 대비 1.7조원 증가한 점 고려 시 '25년도 2조원 수준 증가 예상. 또한, 인건비, 연구개발비의 경우도 매출 증가율 대비 높은 상승에 따라 수익성 제약 요소로 작용.

다만, '25년 동사 사업계획에 적용된 평균환율은 1,320원('24년 평균 환율 1,364원, -3.2%)으로 원화 약세가 이어질 경우 사업 계획(+0.7%) 대비 높은 ASP 증가율(~ +3.9%) 및 이에 따른 매출 증가(+4.7%~+7.9%) 기대도 가능.

관세 불확실성 지속

현재 시장의 관심은 4월 트럼프 정부가 발표할 대미 수출 차량 관세 정책의 내용과 수준. 이에 따라 동사의 관세 부담액의 규모와 손익 영향이 가시화되기 때문. 지난해 10월부터 HMGMA 가동이 시작되었으나 동사의 올해 가동 물량 계획은 없는 상황으로, 이에 따른 올해 현지 생산 증분은 조지아 웨스트포인트 초과 생산 외에는 없는 상황. 동사의 '24년 미국 판매량은 79만대이고, '25년 계획은 84.3만대로서 조지아 34만대 수준에서 일부 물량 증가를 고려하더라도 약 60% 물량은 국내 또는 멕시코 수출 물량으로 대응이 필요.

그러나 4월 전후 불확실성 해소에 따른 주가 반등 가능성에 주목

주가는 이미 전고점 대비 30% 조정 중인 상황으로 약 20% 수준의 관세율 부과 시 감익 영향 수준은 주가에 반영되어 있다고 판단. 결국, 4월 관세 정책 발표와 그룹사의 GM/도요타 글로벌 소싱 협력 구체화 등 관세 불확실성 해소 및 대응 방안 구체화에 따라 주가는 반등할 가능성 존재.

또한 '24년 TSR 33.3%+ 수준 주주환원 이행에 따른 약 7,000억원 규모의 자사주 매입/소각도 기업가치 방어 기대 요소이며, 대미 수출 관세, 주력시장 경쟁 심화에 따른 인센티브 증가 우려 속에서 '25년 신차 통한 물량 증대는 동사의 실적 둔화 영향을 환기시킬 것으로 기대. 시로스, 타스만, PBV 등은 동사의 신규 시장 수요 확장의 기회로 작용 전망.

목표주가 140,000원 유지.

[표20] 기아의 분기 및 연간 실적 추이 및 전망 (단위: 십억 원, %, %YoY)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024P	2025E	2026E
매출액	26,213	27,568	26,520	27,148	27,489	28,890	27,457	27,831	107,449	111,667	118,659
영업이익	3,426	3,644	2,881	2,716	2,899	3,553	2,887	2,880	12,667	12,218	13,130
세전이익	3,785	4,040	3,232	2,464	3,270	4,051	3,333	2,937	13,520	13,591	14,643
순이익	2,808	2,955	2,268	1,758	2,387	2,957	2,433	2,144	9,789	9,921	10,690
% YoY											
매출액	10.6	5.0	3.8	11.6	4.9	4.8	3.5	2.5	7.7	3.9	6.3
영업이익	19.2	7.1	0.6	10.2	-15.4	-2.5	0.2	6.0	9.1	-3.5	7.5
순이익	32.5	4.9	2.1	8.5	-15.0	0.1	7.3	22.0	11.5	1.4	7.7
이익률											
매출총이익	23.8	24.1	23.2	21.2	21.2	22.8	23.0	21.2	23.1	22.0	21.8
영업이익	13.1	13.2	10.9	10.0	10.5	12.3	10.5	10.3	11.8	10.9	11.1
순이익	10.7	10.7	8.6	6.5	8.7	10.2	8.9	7.7	9.1	8.9	9.0

자료: 기아, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 기아 2025 년 사업계획

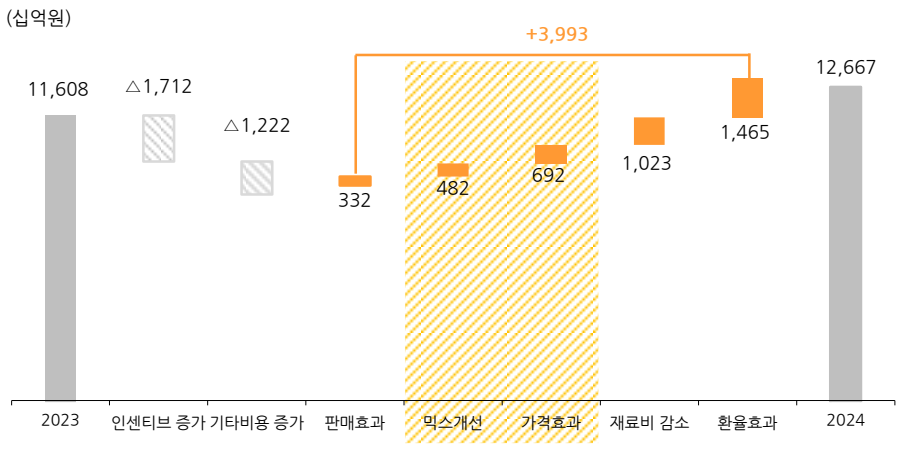
자료: 기아, 한화투자증권 리서치센터

[표21] 현대차/기아 연도별 매출, 판매 물량, ASP 증감 가이던스 및 실적 비교

	2023		2024		2025E
	가이던스	실적	가이던스	실적	가이던스
매출액(조원)	97.6	99.8	101.1	107.4	112.5
증감(%)	12.8	15.3	1.3	7.7	4.7
판매 물량(만대)	320.0	308.7	320.0	308.9	321.6
증감(%)	10.3	6.4	3.7	0.1	4.1
ASP 증감 추정(%) (환율 효과 제외 시)	2.5	8.9 (7.8)	-2.4	7.6 (3.1)	0.7

자료: 기아 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 기아 '24 년 영업이익 증감 요인



자료: 기아, 한화투자증권 리서치센터

[표22] 분석의 가정 (단위: 천대, %, %p)

구분	기아	비고
매출액(FY2025) 추정 (조원)	111.7	
영업이익(FY2025) 추정 (조원)	12.2	
OPM 추정 (%)	10.9	
'25 글로벌 판매 목표 (천대)	3,216	
미국판매 목표 (천대)	843	
미국 판매 비중 (%)	26.2	
미국생산 CAPA (천대)	340	기아 조지아 기준
현지생산 커버리지 (%)	40.3	미국 생산 CAPA / 미국 판매 목표
관세 부과 대상(대미수출) 물량 (천대)	503	미국 판매 목표 - 미국 생산 CAPA
관세 부과 대상 물량 비중 (%)	15.6	'25 글로벌 판매 목표 대비
HMGMA CAPA (천대)	120	
HMGMA '25년 예상 생산 물량 (천대)	-	평균 가동률: 기아 0%
미국생산 CAPA(Ramp-up 가정) (천대)	344	기존 공장 추가 가동률 향상(기아 4천대)
현지생산 커버리지 (%)	40.8	
관세 부과 대상(대미수출) 물량 (천대)	499	
관세 부과 대상 물량 비중 (%)	15.5	

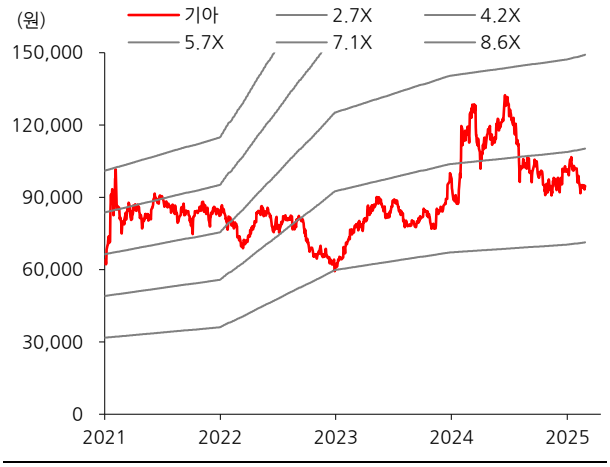
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표23] 관세 부과율에 따른 손익 영향도(달러 환율은 1,360 원/$ 가정) (단위: 천대, %, %p)

관세율	25%	20%	10%
대당 관세 부과 금액($)	7,037.0	5,629.6	2,814.8
대미 수출 물량(천대)	499	499	499
관세 부담 금액(조원)	4.8	3.8	1.9
EBIT 영향(%)	39.1	31.3	15.6
OPM 영향(%p)	4.3	3.4	1.7

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 기아 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 기아 12m forward PBR Band

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	86,559	99,808	107,449	111,667	118,659
매출총이익	18,023	22,629	24,771	24,618	25,903
영업이익	7,233	11,608	12,667	12,218	13,130
EBITDA	9,656	13,961	15,216	14,990	16,058
순이자손익	117	729	898	1,041	1,284
외화관련손익	-64	38	-144	-2	-17
지분법손익	364	684	415	616	531
세전계속사업손익	7,502	12,677	13,520	13,591	14,643
당기순이익	5,409	8,778	9,791	9,921	10,690
지배주주순이익	5,409	8,777	9,789	9,921	10,690
증가율(%)					
매출액	83.8	15.3	7.7	3.9	6.3
영업이익	181.2	60.5	9.1	-3.5	7.5
EBITDA	147.0	44.6	9.0	-1.5	7.1
순이익	80.7	62.3	11.5	1.3	7.7
이익률(%)					
매출총이익률	20.8	22.7	23.1	22.0	21.8
영업이익률	8.4	11.6	11.8	10.9	11.1
EBITDA 이익률	11.2	14.0	14.2	13.4	13.5
세전이익률	8.7	12.7	12.6	12.2	12.3
순이익률	6.2	8.8	9.1	8.9	9.0

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	34,147	37,466	39,871	45,425	52,235
현금성자산	13,840	16,883	17,565	23,728	28,852
매출채권	4,800	4,957	5,950	6,100	6,616
재고자산	9,104	11,273	13,091	12,200	13,232
비유동자산	39,564	43,162	48,797	51,762	54,864
투자자산	21,274	23,747	26,910	28,002	29,139
유형자산	15,383	16,104	18,130	19,751	21,470
무형자산	2,906	3,310	3,758	4,009	4,255
자산총계	73,711	80,628	88,668	97,187	107,098
유동부채	25,378	25,674	27,683	29,537	32,021
매입채무	15,278	16,346	17,256	17,690	19,186
유동성이자부채	3,502	1,182	1,241	2,288	2,888
비유동부채	8,990	8,395	8,086	8,088	8,340
비유동이자부채	4,284	2,982	1,933	1,685	1,677
부채총계	34,368	34,070	35,769	37,626	40,361
자본금	2,139	2,139	2,139	2,139	2,139
자본잉여금	1,737	1,758	1,758	1,758	1,758
이익잉여금	36,321	43,271	50,306	56,969	64,145
자본조정	-859	-616	-1,314	-1,314	-1,314
자기주식	-249	-395	-521	-1,221	-2,221
자본총계	39,343	46,558	52,899	59,562	66,738

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업현금흐름	9,333	11,297	11,321	13,743	13,545
당기순이익	5,409	8,778	9,791	9,921	10,690
자산상각비	2,423	2,353	2,549	2,772	2,928
운전자본증감	-2,217	-4,247	-340	1,415	199
매출채권 감소(증가)	-796	125	-795	-150	-516
재고자산 감소(증가)	-2,196	-2,511	-2,048	891	-1,032
매입채무 증가(감소)	2,416	702	-301	434	1,496
투자현금흐름	-5,671	-3,107	-8,325	-5,310	-5,696
유형자산처분(취득)	-1,443	-2,230	-3,688	-3,728	-3,927
무형자산 감소(증가)	-596	-793	-996	-916	-966
투자자산 감소(증가)	-1,816	1,681	-975	-190	-197
재무현금흐름	-3,454	-5,596	-4,456	-2,459	-2,922
차입금의 증가(감소)	-2,081	-3,755	-1,803	800	591
자본의 증가(감소)	-1,313	-1,903	-2,653	-3,259	-3,514
배당금의 지급	-1,203	-1,403	-2,219	-2,559	-2,514
총현금흐름	14,051	17,614	11,661	12,327	13,347
(-)운전자본증가(감소)	2,509	-2,339	-228	-1,415	-199
(-)설비투자	1,495	2,335	3,741	3,728	3,927
(+)자산매각	-544	-687	-943	-916	-966
Free Cash Flow	9,503	16,931	7,205	9,099	8,652
(-)기타투자	1,525	8,351	3,234	477	606
잉여현금	7,979	8,580	3,970	8,622	8,046
NOPLAT	5,215	8,037	9,174	8,919	9,585
(+) Dep	2,423	2,353	2,549	2,772	2,928
(-)운전자본투자	2,509	-2,339	-228	-1,415	-199
(-)Capex	1,495	2,335	3,741	3,728	3,927
OpFCF	3,635	10,395	8,210	9,378	8,785

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
주당지표					
EPS	13,345	22,152	24,852	26,039	28,377
BPS	97,044	115,789	132,998	152,435	175,290
DPS	3,500	5,600	6,500	6,500	7,200
CFPS	34,662	43,812	29,307	32,020	35,061
ROA(%)	7.7	11.4	11.6	10.7	10.5
ROE(%)	14.6	20.4	19.7	17.6	16.9
ROIC(%)	42.9	61.5	67.4	59.5	60.0
Multiples(x,%)					
PER	4.4	4.5	4.8	3.6	3.3
PBR	0.6	0.9	0.9	0.6	0.5
PSR	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
PCR	1.7	2.3	4.1	3.0	2.7
EV/EBITDA	1.9	2.0	2.2	1.2	0.8
배당수익률	5.9	5.6	5.5	6.9	7.6
안정성(%)					
부채비율	87.4	73.2	67.6	63.2	60.5
Net debt/Equity	-15.4	-27.3	-27.2	-33.2	-36.4
Net debt/EBITDA	-62.7	-91.1	-94.6	-131.8	-151.2
유동비율	134.6	145.9	144.0	153.8	163.1
이자보상배율(배)	31.0	63.8	125.5	116.2	108.5
자산구조(%)					
투하자본	28.1	23.4	25.0	22.7	22.5
현금+투자자산	71.9	76.6	75.0	77.3	77.5
자본구조(%)					
차입금	16.5	8.2	5.7	6.3	6.4
자기자본	83.5	91.8	94.3	93.7	93.6

주: IFRS 연결 기준

2025년 3월 4일
기업분석

현대모비스 (012330)

불확실성 속에서도 펀더멘털 개선

▶Analyst 김성래 sr.kim@hanwha.com 3772-7751 / RA 권지우 jiwoo.kwon@hanwha.com 3772-7689

Buy (유지)

목표주가(유지): 330,000원

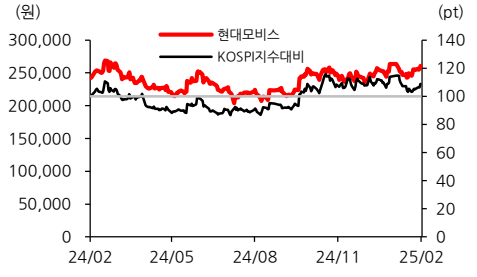
현재 주가(2/27)	260,500 원
상승여력	▲ 26.7%
시가총액	242,252 억원
발행주식수	92,995 천주
52 주 최고가 / 최저가	269,000 / 204,000 원
90 일 일평균 거래대금	471.85 억원
외국인 지분율	41.7%
주주 구성	
기아 (외 9 인)	31.9%
국민연금공단 (외 1 인)	8.6%
미래에셋자산운용 (외 10 인)	5.2%

주가수익률(%)	1 개월	3 개월	6 개월	12 개월
절대수익률	-1.1	5.9	17.3	11.6
상대수익률(KOSPI)	-4.5	1.2	19.9	11.7

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2023E	2024P	2025E	2026E
매출액	59,254	57,237	62,639	67,531
영업이익	2,295	3,073	3,673	4,120
EBITDA	3,221	4,047	4,758	5,304
지배주주순이익	3,423	4,054	4,271	4,743
EPS	37,748	44,761	48,268	54,875
순차입금	-2,394	-3,519	-3,023	-2,987
PER	6.3	5.9	5.4	4.7
PBR	0.5	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.1	5.3	4.5	4.0
배당수익률	1.9	2.3	3.4	3.8
ROE	8.7	9.6	9.4	9.7

주가 추이



'25년, 상저하고 구조의 실적 흐름은 지속

동사의 '24년 실적 흐름은 상반기 대비 하반기에 완연히 개선되는 상저하고의 흐름이 전개되었는데, 이는 각종 비용화수 시점이 하반기에 집중되었기 때문. 올해도 지난해와 같이 하반기 임단협 타결 기준 상반기 미청구 단가 반영을 비롯하여 환율 변동성 반영 및 초기 개발비 부담 대비 경기변동에 따른 매출 변동분에 대한 화수 등 동사의 비용 화수를 통한 하반기 수익성 개선 흐름이 가시화될 전망.

전장부품 및 Non-Captive 수주 중심 펀더멘털 개선

'25년은 지난 CEO Investor Day에서 제시한 바와 같이 '투자화수 사이클 진입'이 본격화되는 한 해가 될 것. 고부가가치 전장부품 및 Non-Cap. 매출 성장 본격화에 따른 모듈/핵심부품의 완연한 성장세와 순정부품 수요 증가에 따른 A/S의 견조한 수익성이 올해 지속될 것으로 기대.

모듈/핵심부품은 GN7을 시작으로 SDV 전환을 위한 통합 전자 아키텍처 적용 차종 확대 중으로 통합제어기(BDC, CCU 등)를 비롯하여 PRK/DRV 등 전장 사양 고급화에 따른 차종당 매출(ASP) 증가에 따라 20%대의 매출 성장 및 수익성 개선이 기대. 전동화부문은 북미 산공장의 가동에 따른 초기 고정비 부담으로 '25년에도 적자 흐름이 불가피하나, 국내 공장은 아이오닉9 등 Captive BEV 라인업 증가로 전동화 물량 증가를 통한 손익 점진적 개선. A/S부문은 점진적으로 환율 효과 완화 예상되나, 순정부품 수요가 지속되고 있는 점 고려 시, 23% 대 이상의 고마진 구조가 '25년에도 지속될 전망.

Non-Captive 수주 확대에도 주목 필요. 비록 '24년에 일부 대형 수주건의 미결에 따라 달성률이 기대에 못미쳤으나, 올해 추가적인 진행을 통해 성과 도출 예정이며, 이와 별도로 '25년에는 PE시스템(EDU) 수주를 통한 BSA, ICCU에서 PE시스템으로 이어지는 전동화 핵심 부품 全 라인업 수주 체제 구축 및 DRV, 샤시안전(X-by-Wire) 등 차세대 핵심부품 영역에 대한 수주 확대 통해 올해 $74.5억 규모의 신규 수주 달성을 추진할 계획.

상향된 주주환원 이행도 시작

동사 TSR 30% 수준의 주주환원은 상반기 우선 3천억원 규모의 자사주 매입/소각 방침 확정을 통해 이행 시작. '25년 주주환원 소요 재원은 올해 지배주주 당기순이익 추정치 4.3조 기준 약 1.3조 규모로 추정. 이는 최근 3개년 주주환원 금액 평균 0.65조원 대비 2배 증가 수준으로 주가 상승 모멘텀으로 작용할 것. 투자의견 Buy, TP 330,000원 유지

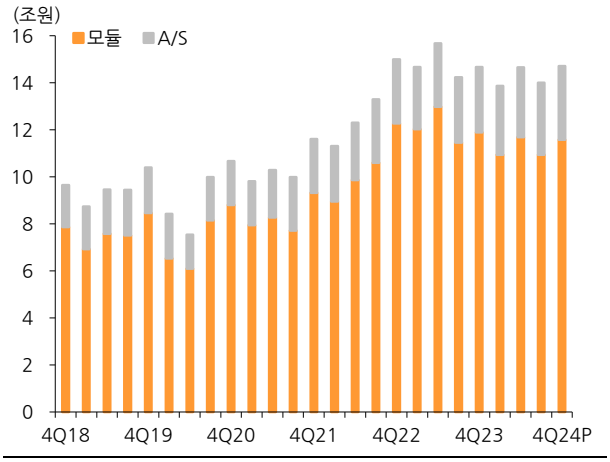
[표24] 현대모비스 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, %YoY)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024P	2025E	2026E
매출액	13,869	14,655	14,002	14,711	14,532	16,173	15,477	16,458	57,237	62,639	67,531
모듈 및 핵심부품	10,937	11,691	10,941	11,582	11,396	13,003	12,323	13,289	45,152	50,010	54,391
모듈조립	6,073	6,619	6,279	6,662	6,167	6,758	6,382	6,808	25,633	26,114	26,577
핵심부품	2,988	3,347	3,084	3,406	3,565	4,129	3,821	4,228	12,825	15,743	18,057
전동화부품	1,876	1,725	1,579	1,514	1,664	2,116	2,120	2,253	6,694	8,152	9,757
A/S	2,928	2,964	3,061	3,128	3,137	3,170	3,154	3,169	12,080	12,629	13,140
매출 비중											
모듈 및 핵심부품	78.9	79.8	78.1	78.7	78.4	80.4	79.6	80.7	78.9	79.8	80.5
모듈조립	43.8	45.2	44.8	45.3	42.4	41.8	41.2	41.4	44.8	41.7	39.4
핵심부품	21.5	22.8	22.0	23.2	24.5	25.5	24.7	25.7	22.4	25.1	26.7
전동화부품	13.5	11.8	11.3	10.3	11.4	13.1	13.7	13.7	11.7	13.0	14.4
A/S	21.1	20.2	21.9	21.3	21.6	19.6	20.4	19.3	21.1	20.2	19.5
영업이익	543	636	909	986	925	1,194	630	924	3,073	3,673	4,120
모듈 및 핵심부품	-185	-124	93	174	214	445	-115	182	-43	726	1,141
A/S	728	760	816	812	710	749	745	742	3,116	2,946	2,979
세전이익	1,223	1,412	1,307	1,321	1,538	1,838	1,144	1,258	5,263	5,778	6,417
지배주주순이익	861	996	920	1,277	1,137	1,359	845	930	4,054	4,271	4,743
OPM	3.9	4.3	6.5	6.7	6.4	7.4	4.1	5.6	5.4	5.9	6.1
모듈 및 핵심부품	-1.7	-1.1	0.8	1.5	1.9	3.4	-0.9	1.4	-0.1	1.5	2.1
A/S	24.9	25.7	26.7	26.0	22.6	23.6	23.6	23.4	25.8	23.3	22.7
NPM	6.2	6.8	6.6	8.7	7.8	8.4	5.5	5.7	7.1	6.8	7.0
% YoY											
매출액	-5.4	-6.6	-1.6	0.3	4.8	10.4	10.5	11.9	-3.4	9.4	7.8
영업이익	29.8	-4.2	31.6	88.5	70.4	87.7	-30.7	-6.3	33.9	19.5	12.2
지배주주순이익	2.4	7.0	-7.8	95.8	32.0	36.4	-8.1	-27.2	18.5	5.3	11.1

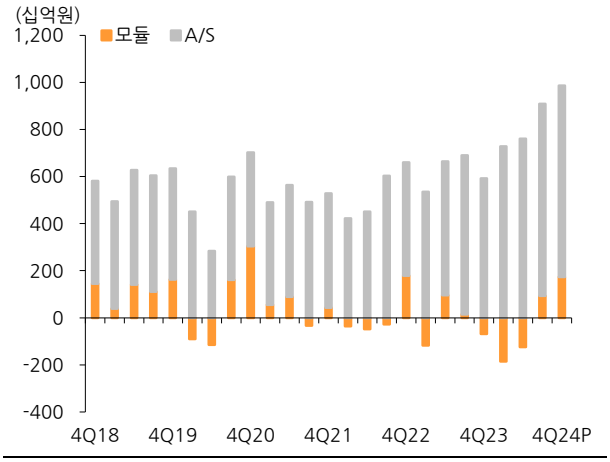
자료: 현대모비스, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 현대모비스 부문별 매출 추이



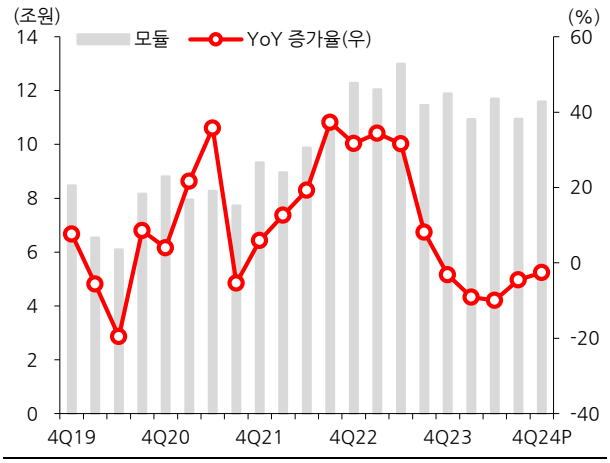
자료: 현대모비스, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 현대모비스 부문별 영업이익 추이



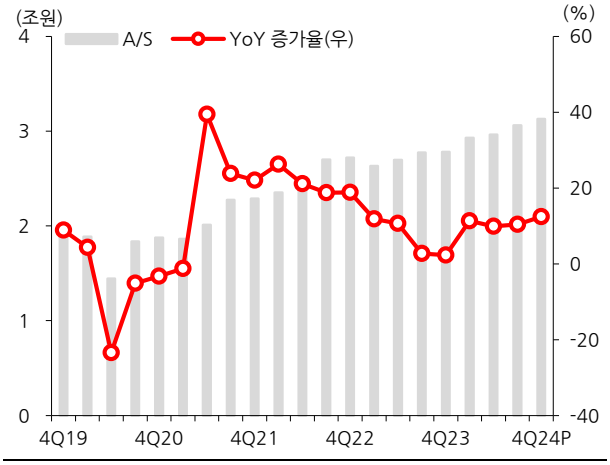
자료: 현대모비스, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 현대모비스 모듈 및 핵심부품 매출 추이



자료: 현대모비스, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 현대모비스 A/S 부문 매출 추이



자료: 현대모비스, 한화투자증권 리서치센터

[표25] 현대모비스 주주환원 이력 및 TSR 30%확대 시나리오 ① 자사주매입/소각 5 천억원이상

(단위: 십억 원, %)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025E	2026E	비고
당기순이익(지배)	2,291	1,529	2,352	2,485	3,423	4,056	4,300	4,808	
배당금 지급	375.0	370.1	364.9	367.1	408.5	542.5	775.6	866.0	
배당성향	16.4	24.2	15.5	14.8	11.9	13.4	18.2	18.4	※ 배당성향 및 자사주매입/소각 규모 가이던스는 미발표에 따라 아래와 같이 가정 (가정) 자사주매입/소각 금액 규모 연간 최소 5,000 억원 이상
자사주 매입	322.5	234.8	428.6	313.2	146.5	163.0	520	580	
자사주 소각	473.6	62.5	62.5	62.5	146.5	163.0	520	580	
총주주환원*	697.5	604.9	793.5	680.3	555.0	705.5	1,295.6	1,446	
TSR	30.5	39.6	33.7	27.4	16.2	17.4	30.0	30.0	
자기자본(지배)	32,330	33,253	35,273	37,799	40,634	43,761	46,996	50,460	
ROE	7.3	4.7	6.9	6.8	8.7	9.6	9.5	9.9	

주: 배당금지급과 자사주매입/소각 금액의 합('22년까지는 자사주 매입금액 기준)

자료: 현대모비스, Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[표26] 현대모비스 주주환원 이력 및 TSR 30%확대 시나리오 ② 배당성향 20%이상

(단위: 십억 원, %)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025E	2026E	비고
당기순이익(지배)	2,291	1,529	2,352	2,485	3,423	4,056	4,300	4,808	
배당금 지급	375.0	370.1	364.9	367.1	408.5	542.5	890.9	959.6	
배당성향	16.4	24.2	15.5	14.8	11.9	13.4	20.6	20.7	※ 배당성향 및 자사주매입/소각 규모 가이던스는 미발표에 따라 아래와 같이 가정 (가정) 배당성향 최소 20% 이상 - 2025 년 주당 배당 10,000 원 - 2026 년 주당 배당 11,500 원
자사주 매입	322.5	234.8	428.6	313.2	146.5	163.0	402.5	481.5	
자사주 소각	473.6	62.5	62.5	62.5	146.5	163.0	402.5	481.5	
총주주환원*	697.5	604.9	793.5	680.3	555.0	705.5	1,293.4	1,441.1	
TSR	30.5	39.6	33.7	27.4	16.2	17.4	30.0	30.0	
자기자본(지배)	32,330	33,253	35,273	37,799	40,634	43,761	46,982	50,466	
ROE	7.3	4.7	6.9	6.8	8.7	9.6	9.5	9.9	

주: 배당금지급과 자사주매입/소각 금액의 합('22년까지는 자사주 매입금액 기준)

자료: 현대모비스, Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	51,906	59,254	57,237	62,639	67,531
매출총이익	5,987	6,762	8,063	9,240	10,202
영업이익	2,027	2,295	3,073	3,673	4,120
EBITDA	2,925	3,221	4,047	4,758	5,304
순이자손익	179	248	277	227	210
외화관련손익	32	-21	119	12	45
지분법손익	1,222	1,845	1,788	1,836	2,011
세전계속사업손익	3,363	4,445	5,263	5,778	6,417
당기순이익	2,487	3,423	4,058	4,276	4,748
지배주주순이익	2,485	3,423	4,054	4,271	4,743
증가율(%)					
매출액	47.8	14.2	-3.4	9.4	7.8
영업이익	-35.5	13.3	33.9	19.5	12.2
EBITDA	-19.6	10.1	25.6	17.6	11.5
순이익	-26.7	37.6	18.6	5.4	11.1
이익률(%)					
매출총이익률	11.5	11.4	14.1	14.8	15.1
영업이익률	3.9	3.9	5.4	5.9	6.1
EBITDA 이익률	5.6	5.4	7.1	7.6	7.9
세전이익률	6.5	7.5	9.2	9.2	9.5
순이익률	4.8	5.8	7.1	6.8	7.0

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	25,660	25,565	27,844	30,278	32,770
현금성자산	4,173	5,144	6,789	7,128	7,818
매출채권	10,152	10,152	9,875	11,048	12,032
재고자산	5,267	5,512	6,005	6,718	7,316
비유동자산	29,747	33,021	36,074	39,050	41,894
투자자산	19,411	21,505	23,032	24,491	25,953
유형자산	9,371	10,481	11,934	13,376	14,685
무형자산	965	1,034	1,108	1,183	1,257
자산총계	55,407	58,586	63,919	69,329	74,665
유동부채	11,476	12,053	12,488	13,589	14,470
매입채무	8,144	8,430	8,963	10,027	10,920
유동성이자부채	1,884	1,665	1,015	949	831
비유동부채	6,123	5,878	7,637	8,739	9,795
비유동이자부채	1,759	1,085	2,255	3,155	4,000
부채총계	17,599	17,931	20,125	22,328	24,265
자본금	491	491	491	491	491
자본잉여금	1,362	1,363	1,363	1,363	1,363
이익잉여금	36,979	39,640	43,063	46,270	49,669
자본조정	-1,033	-859	-1,158	-1,158	-1,158
자기주식	-568	-682	-573	-573	-573
자본총계	37,808	40,655	43,794	47,001	50,400

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업현금흐름	2,154	5,343	4,307	2,293	2,776
당기순이익	2,487	3,423	4,058	4,276	4,748
자산상각비	898	926	974	1,085	1,184
운전자본증감	-764	1,748	-61	-930	-802
매출채권 감소(증가)	-1,985	105	642	-1,173	-984
재고자산 감소(증가)	-870	-172	-449	-713	-598
매입채무 증가(감소)	1,189	-185	316	1,064	893
투자현금흐름	-1,604	-2,541	-2,554	-2,225	-2,017
유형자산처분(취득)	-1,056	-1,764	-2,175	-2,443	-2,403
무형자산 감소(증가)	-86	-111	-141	-159	-163
투자자산 감소(증가)	-294	-167	-438	0	0
재무현금흐름	-638	-1,889	-44	270	-68
차입금의 증가(감소)	-26	-1,232	266	834	727
자본의 증가(감소)	-612	-761	-310	-564	-795
배당금의 지급	-368	-458	-407	-564	-795
총현금흐름	3,187	3,628	4,368	3,223	3,578
(-)운전자본증가(감소)	902	-1,861	-451	930	802
(-)설비투자	1,134	1,802	2,209	2,443	2,403
(+)자산매각	-8	-73	-107	-159	-163
Free Cash Flow	1,142	3,615	2,502	-308	209
(-)기타투자	29	612	312	-377	-549
잉여현금	1,113	3,002	2,191	68	759
NOPLAT	1,499	1,768	2,370	2,718	3,049
(+) Dep	898	926	974	1,085	1,184
(-)운전자본투자	902	-1,861	-451	930	802
(-)Capex	1,134	1,802	2,209	2,443	2,403
OpFCF	360	2,753	1,586	430	1,028

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
주당지표					
EPS	26,359	37,748	44,761	48,268	54,875
BPS	400,887	433,855	470,532	516,115	566,223
DPS	4,000	4,500	5,990	8,760	10,020
CFPS	33,799	38,739	46,923	35,416	40,223
ROA(%)	4.7	6.0	6.6	6.4	6.6
ROE(%)	6.8	8.7	9.6	9.4	9.7
ROIC(%)	8.0	9.4	12.8	13.6	13.8
Multiples(x,%)					
PER	7.6	6.3	5.9	5.4	4.7
PBR	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5
PSR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
PCR	5.9	6.1	5.6	7.4	6.5
EV/EBITDA	6.3	6.1	5.3	4.5	4.0
배당수익률	2.0	1.9	2.3	3.4	3.8
안정성(%)					
부채비율	46.5	44.1	46.0	47.5	48.1
Net debt/Equity	-1.4	-5.9	-8.0	-6.4	-5.9
Net debt/EBITDA	-18.1	-74.3	-86.9	-63.5	-56.3
유동비율	223.6	212.1	223.0	222.8	226.5
이자보상배율(배)	26.8	15.3	24.7	25.4	23.3
자산구조(%)					
투하자본	44.9	40.8	38.7	40.0	40.7
현금+투자자산	55.1	59.2	61.3	60.0	59.3
자본구조(%)					
차입금	8.8	6.3	6.9	8.0	8.7
자기자본	91.2	93.7	93.1	92.0	91.3

주: IFRS 연결 기준

2025년 3월 4일
기업분석

HL만도 (204320)

xEV/SDV 전환 수요 수혜 지속

▶Analyst 김성래 sr.kim@hanwha.com 02-3772-7751 / RA 권지우 jiwoo.kwon@hanwha.com 3772-7689

Buy (유지)

목표주가(유지): 58,000원

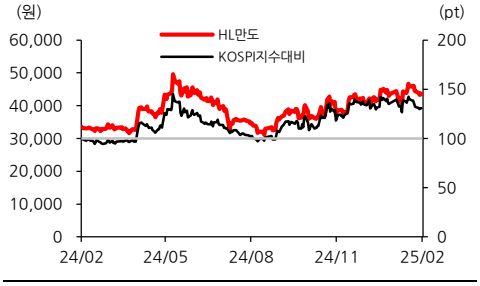
현재 주가(2/27)	43,500원
상승여력	▲ 33.3%
시가총액	20,426억원
발행주식수	46,957천주
52 주 최고가 / 최저가	49,600 / 31,100원
90 일 일평균 거래대금	98.23억원
외국인 지분율	26.0%
주주 구성	
에이치엘홀딩스 (외 5 인)	30.3%
국민연금공단 (외 1 인)	11.8%
T.RowePriceHongKongLimited (외 9 인)	7.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-0.2	16.2	25.5	31.6
상대수익률(KOSPI)	-3.6	11.4	28.1	31.7

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	8,393	8,848	9,430	10,264
영업이익	279	360	396	469
EBITDA	601	693	746	826
지배주주순이익	136	132	168	211
EPS	2,887	2,808	3,586	4,502
순차입금	1,486	1,745	1,731	1,679
PER	13.6	11.7	12.1	9.7
PBR	0.8	0.7	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.5	4.8	5.1	4.5
배당수익률	1.5	2.1	1.8	2.1
ROE	6.2	5.8	7.0	8.3

주가 추이



'25년도 안정적 지역 포트폴리오 구축 지속

동사는 '24년 xEV/SUV중심 시장 확대 움직임에 맞춰 국내 포함한 전 권역에서 전년 동기 대비 매출 증가세를 기록. 북미의 경우는 북미 선도 EV업체 모델 변경 등으로 인한 생산량 감소 영향(-11%) 존재했으나, 현대차/기아 및 GM 등 북미향 BEV/HEV 모델 판매 호조로 '24년 약 2조원에 달하는 매출 실적 및 전년 동기 대비 9.9% 높은 성장세를 기록했으며, 인도에서도 현대차/기아 이외에 인도 현지 로컬업체 대상 매출 증대를 통해 8.3천억원(+8.7% YoY) 규모의 매출 실적 및 성장세를 기록. '25년에도 북미, 인도를 비롯하여 중국의 경우도 정부 주도의 이구환신 정책 연장에 따른 수혜가 기대. 그 중에서도 지역별로는 '25년 가장 성장성 높은 지역은 북미지역으로 IDB2 및 R-EPS 공급 통해 20%대 매출 성장세 기록할 것으로 예상. 인도는 마힌드라, 타타 등 로컬업체들이 출시하는 EV向 매출 확대로 13%대 매출 성장 전망.

불확실성 속 견조한 xEV/SDV 전환 수혜 기대

동사는 '25년 xEV 및 SDV 전환 수요 확대 대응을 통해 Top-line 성장을 지속할 것으로 전망. 관세 등 매크로 불확실성 증대에 따른 글로벌 주요 OEM들의 물량 증가 계획은 보수적이나, xEV/SDV 전환 계획은 대체로 적극적인 상황으로, 전동화/전장화 기능 SW 제어가 용이한 액추에이터 기반 전자화 샤시 부품 중심의 수요는 견조할 것으로 판단. 동사의 경우 '24년 신규 수주 실적 17.6조원으로 연간 신규 수주 계획(16.6조원) 대비 달성도는 117%이며, 이 중 xEV 관련 수주 비중 67%, 전자화 부품 비중 79%를 차지. 이는 향후 고부가가치 전자화 샤시부품 기반의 안정적 매출 증가에 대한 명확한 방향성 입증.

수익성에서는 매출 증가에 따른 고정비 부담 완화와 지역별 원가/비용 관리 체계 개선 및 비용 화수 등을 통해 '25년 3.9천억원 수준의 영업이익(+10.0%)과 OPM 4.2%(+0.1%p) 기록할 것으로 전망. 지난해에는 HL클레무브가 투자한 중국 자율주행업체 주가 하락에 따른 금융자산 평가 손실이 4Q에도 340억원 반영되는 등 수익성에 부정적 요인이 존재했으나, 초기 투자자에 대한 Lock-up 기간이 단계별로 해제됨에 따라 주가 하락 리스크는 해소된 상황.

트럼프 관세 부과에 대한 우려는 과도

동사는 북미, 중국, 인도 등 안정적 지역/고객 포트폴리오 보유에 따라 특정 지역 또는 브랜드/차종 이슈 영향 분산 가능. 중국, 국내 등 각 권역별 거점 생산 물량은 대부분 현지에서 소진하는 형태로 운영 중이며, 멕시코의 경우 상당부분 FCA/EXE 인도조건으로 25% 관세에 대한 직접적인 영향은 낮은 상황.

투자의견 Buy 및 목표주가 58,000원 유지.

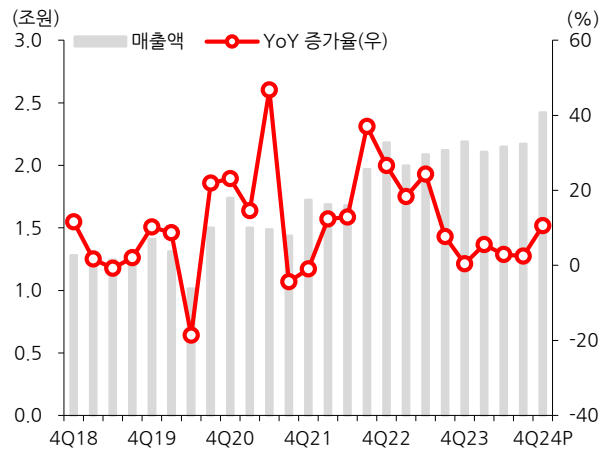
[표27] HL 만도의 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, %YoY)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024P	2025E	2026E
매출액	2,107	2,147	2,172	2,422	2,180	2,391	2,319	2,539	8,848	9,430	10,264
한국	738	757	693	873	762	795	698	807	3,060	3,062	3,116
중국	446	465	540	610	451	536	556	609	2,062	2,153	2,430
북미	478	493	508	519	537	604	612	645	1,997	2,399	2,671
인도	211	197	223	202	208	232	251	257	834	948	1,067
매출 비중											
한국	35.0	35.2	31.9	36.0	35.0	33.2	30.1	31.8	34.6	32.5	30.4
중국	21.2	21.7	24.9	25.2	20.7	22.4	24.0	24.0	23.3	22.8	23.7
북미	22.7	23.0	23.4	21.4	24.6	25.3	26.4	25.4	22.6	25.4	26.0
인도	10.0	9.2	10.3	8.4	9.5	9.7	10.8	10.1	9.4	10.0	10.4
매출총이익	295.5	299.8	318.5	406.2	321.9	351.4	344.4	388.0	1,320	1,406	1,562
영업이익	75.6	89.6	82.5	112.6	95.0	116.8	94.0	90.5	360	396	469
세전이익	215.2	50.1	-51.6	51.0	49.2	51.2	27.3	141.2	265	269	338
지배주주순이익	139.6	4.5	-56.7	44.5	30.8	32.1	17.1	88.4	132	168	211
GPM	14.0	14.0	14.7	16.8	14.8	14.7	14.9	15.3	14.9	14.9	15.2
OPM	3.6	4.2	3.8	4.6	4.4	4.9	4.1	3.6	4.1	4.2	4.6
NPM	6.6	0.2	-2.6	1.8	1.4	1.3	0.7	3.5	1.5	1.8	2.1
% YoY											
매출액	5.5	2.9	2.5	10.6	3.5	11.4	6.8	4.8	5.4	6.6	8.8
영업이익	7.7	16.4	1.2	122.6	25.6	30.3	14.0	-19.6	29.0	10.0	18.3
지배주주순이익	255.5	-90.7	적전	25.2	-77.9	620.5	흑전	98.9	-2.7	27.7	25.6

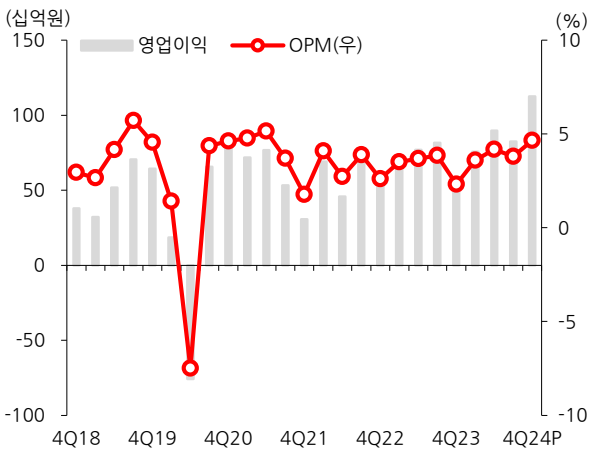
자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] HL 만도 매출액 추이 및 전망



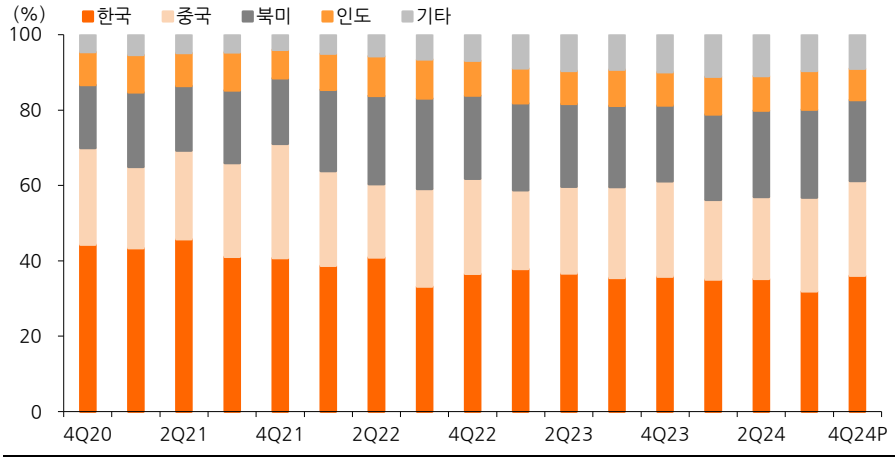
자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] HL 만도 영업이익 추이 및 전망



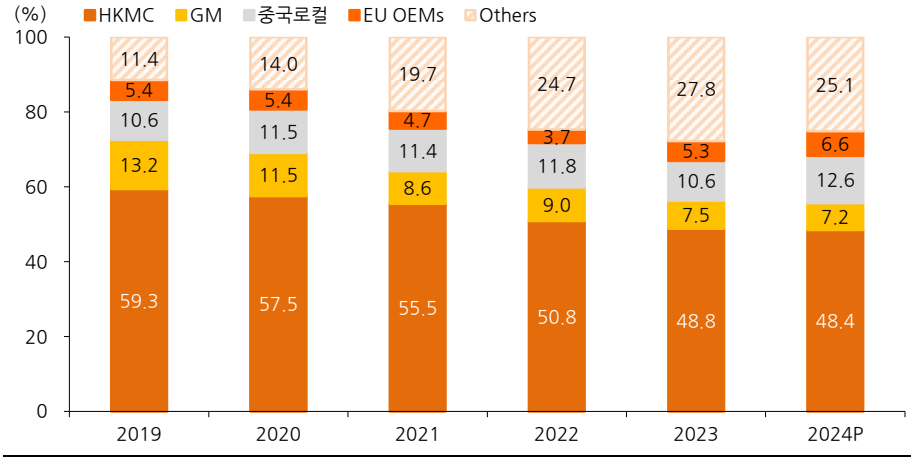
자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] HL 만도 지역별 매출 비중 추이



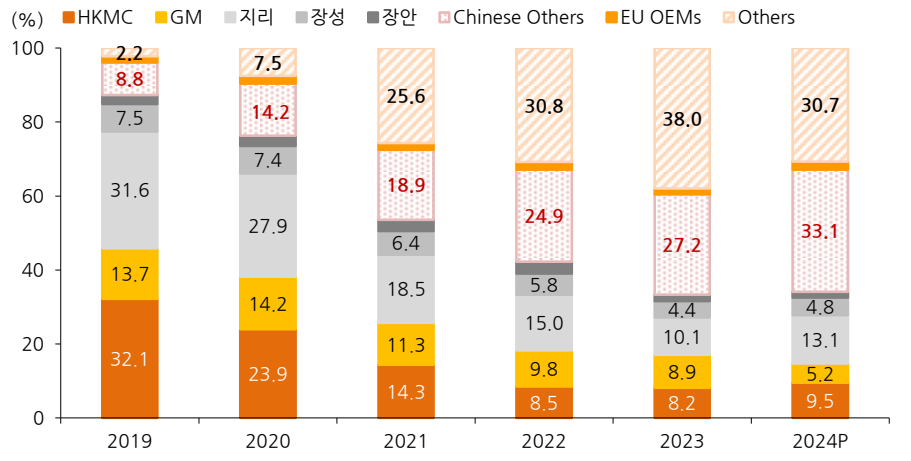
자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] HL 만도 글로벌 주요 고객 매출 비중 추이



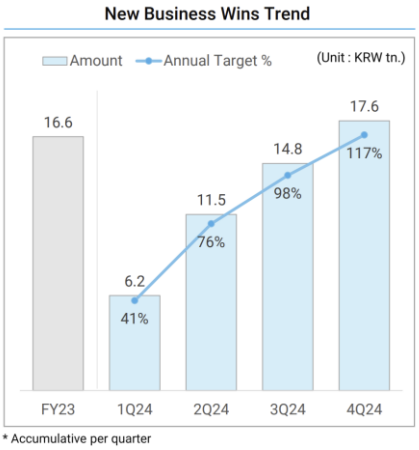
자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림58] HL 만도 중국 내 주요 고객 매출 비중 추이



자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] HL 만도 '24 년 분기별/고객사별/부품군별 수주 실적

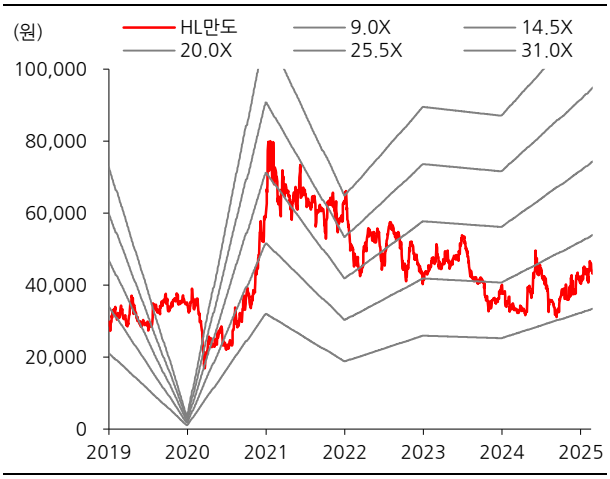


Composition of New Business Wins in FY2024

Category	Components	%
Customers	HMG	48%
	NA OEMs	31%
	China OEMs	11%
	EU OEMs	6%
	India OEMs	3%
xEV (BEV/Hybrid) Programs		67%
Electronic Products		79%

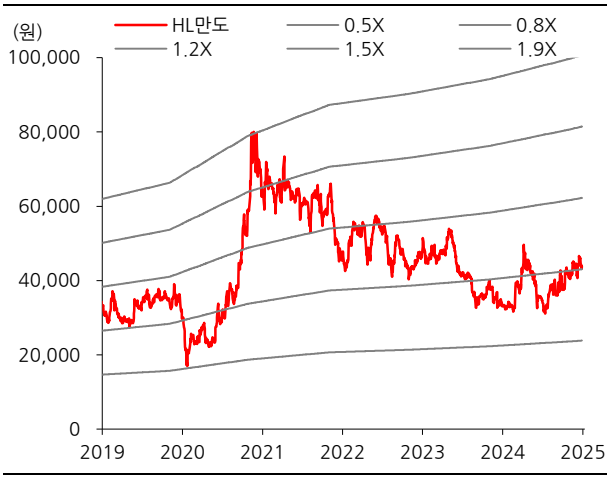
자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] HL 만도 12m forward PER Band



자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] HL 만도 12m forward PBR Band



자료: HL만도, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	7,516	8,393	8,848	9,430	10,264
매출총이익	1,006	1,130	1,320	1,406	1,562
영업이익	248	279	360	396	469
EBITDA	587	601	693	746	826
순이자손익	-38	-69	-85	-62	-56
외화관련손익	96	78	13	70	61
지분법손익	6	-2	-4	-4	0
세전계속사업손익	230	226	265	269	338
당기순이익	118	155	160	196	246
지배주주순이익	98	136	132	168	211
증가율(%)					
매출액	336.6	11.7	5.4	6.6	8.8
영업이익	213.0	12.6	29.0	10.0	18.3
EBITDA	288.4	2.4	15.2	7.7	10.7
순이익	147.0	30.7	3.7	22.5	25.6
이익률(%)					
매출총이익률	13.4	13.5	14.9	14.9	15.2
영업이익률	3.3	3.3	4.1	4.2	4.6
EBITDA 이익률	7.8	7.2	7.8	7.9	8.0
세전이익률	3.1	2.7	3.0	2.9	3.3
순이익률	1.6	1.8	1.8	2.1	2.4

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	2,980	3,265	3,321	3,493	3,870
현금성자산	537	670	368	399	515
매출채권	1,630	1,730	1,831	1,920	2,090
재고자산	665	734	841	882	960
비유동자산	2,866	3,022	3,326	3,468	3,631
투자자산	589	649	766	836	904
유형자산	2,117	2,176	2,340	2,391	2,466
무형자산	160	197	220	241	261
자산총계	5,846	6,287	6,648	6,960	7,500
유동부채	2,151	2,636	2,639	2,614	2,764
매입채무	1,296	1,526	1,778	1,864	2,030
유동성이자부채	757	1,004	724	608	586
비유동부채	1,421	1,295	1,536	1,739	1,955
비유동이자부채	1,309	1,152	1,389	1,523	1,608
부채총계	3,572	3,931	4,176	4,353	4,719
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	603	603	603	603	603
이익잉여금	1,083	1,153	1,249	1,385	1,559
자본조정	425	428	229	229	229
자기주식	-2	0	0	0	0
자본총계	2,274	2,356	2,472	2,607	2,781

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업현금흐름	54	429	399	541	610
당기순이익	118	155	160	196	246
자산상각비	339	322	332	350	357
운전자본증감	-473	-96	-59	-49	-89
매출채권 감소(증가)	-153	-102	-141	-89	-171
재고자산 감소(증가)	-111	-60	-80	-41	-78
매입채무 증가(감소)	24	198	316	86	166
투자현금흐름	-204	-322	-507	-497	-521
유형자산처분(취득)	31	-333	-342	-365	-396
무형자산 감소(증가)	-59	-75	-54	-56	-56
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-2	-2
재무현금흐름	-245	18	-202	-16	26
차입금의 증가(감소)	-197	60	-155	17	63
자본의 증가(감소)	-48	-42	-28	-33	-38
배당금의 지급	-48	-42	-28	-33	-38
총현금흐름	552	608	510	590	699
(-)운전자본증가(감소)	381	-87	75	49	89
(-)설비투자	312	338	344	365	396
(+)자산매각	285	-70	-52	-56	-56
Free Cash Flow	144	287	39	120	158
(-)기타투자	269	98	94	74	68
잉여현금	-125	189	-55	46	90
NOPLAT	128	191	218	289	342
(+) Dep	339	322	332	350	357
(-)운전자본투자	381	-87	75	49	89
(-)Capex	312	338	344	365	396
OpFCF	-227	262	132	224	214

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
주당지표					
EPS	2,093	2,887	2,808	3,586	4,502
BPS	45,945	47,505	49,563	52,449	56,152
DPS	500	600	700	800	900
CFPS	11,759	12,947	10,865	12,574	14,891
ROA(%)	1.7	2.2	2.0	2.5	2.9
ROE(%)	4.8	6.2	5.8	7.0	8.3
ROIC(%)	3.8	5.3	5.7	7.2	8.2
Multiples(x,%)					
PER	19.3	13.6	11.7	12.1	9.7
PBR	0.9	0.8	0.7	0.8	0.8
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	3.4	3.0	3.0	3.5	2.9
EV/EBITDA	5.8	5.5	4.8	5.1	4.5
배당수익률	1.2	1.5	2.1	1.8	2.1
안정성(%)					
부채비율	157.1	166.8	168.9	167.0	169.7
Net debt/Equity	67.3	63.1	70.6	66.4	60.4
Net debt/EBITDA	260.7	247.3	251.9	232.1	203.3
유동비율	138.6	123.9	125.8	133.6	140.0
이자보상배율(배)	4.3	2.9	3.1	4.4	5.5
자산구조(%)					
투하자본	76.1	73.2	77.8	76.8	74.8
현금+투자자산	23.9	26.8	22.2	23.2	25.2
자본구조(%)					
차입금	47.6	47.8	46.1	45.0	44.1
자기자본	52.4	52.2	53.9	55.0	55.9

주: IFRS 연결 기준

2025년 3월 4일
기업분석

에스엘 (005850)

'25년 안정적 성장, '26년부터 실적 한단계 레벨 업

▶Analyst 김성래 sr.kim@hanwha.com 02-3772-7751 / RA 권지우 jiwoo.kwon@hanwha.com 3772-7689

Buy (신규)

목표주가(신규): 44,000원

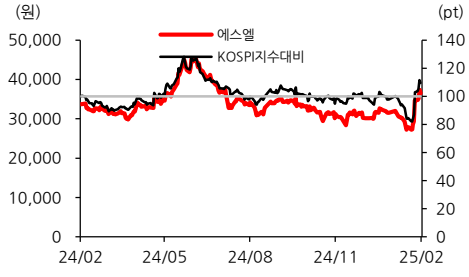
현재 주가(2/27)	36,450원
상승여력	▲ 20.7%
시가총액	16,930억원
발행주식수	46,449천주
52 주 최고가 / 최저가	45,250 / 27,200원
90 일 일평균 거래대금	47.54억원
외국인 지분율	16.1%
주주 구성	
이성엽 (외 11 인)	63.0%
국민연금공단 (외 1 인)	8.3%
StanleyElectric (외 1 인)	7.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	15.7	20.9	9.0	9.6
상대수익률(KOSPI)	12.4	16.2	11.5	9.7

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	4,839	4,938	5,127	5,392
영업이익	386	422	433	468
EBITDA	539	585	608	676
지배주주순이익	336	340	347	368
EPS	7,223	7,380	7,537	8,000
순차입금	50	35	-125	-184
PER	4.9	4.5	4.8	4.6
PBR	0.9	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	3.2	2.7	2.6	2.2
배당수익률	2.5	3.6	3.3	3.6
ROE	18.8	16.3	14.6	13.7

주가 추이



신기원을 맞이하고 있는 헤드램프의 핵심 공급사로 글로벌 시장 확대

동사는 1954년 설립 이후 자동차 헤드램프를 비롯하여 각종 램프류, BMS, 전동 시프터, 미러 등 차량용 부품을 전문으로 공급. 전체 매출의 80%를 차지하는 램프 시스템은 기존 할로겐, HID방식에서 최근 SW 기반 전자 제어가 용이한 'LED 방식'으로 변화하면서 차량 SDV 전략 부품으로 부상 중. 이는 도로 특성, 날씨, 주변 차량의 움직임 등 운전자의 주행 상황에 맞게 밝기 수준이나 조사 방향 등을 감응식으로 조정할 수 있어 안전 성능 향상에 유리하고, HBA(하이빔 보조), IFS(지능형 헤드램프 시스템) 등 광원 개별 제어를 통해 램프 기능을 차별화/다양화하는 것이 가능. 또한, HW가 차지하는 부피가 적어 여러 개 LED 활용을 통한 다양한 디자인 구현도 유리.

'25년 안정적 성장, '26년부터 수요 확대 및 아이템 추가로 실적 레벨 업

동사의 '25년 매출액은 5.1조원(+3.8% YoY), 영업이익 4,335억원(+2.6% YoY) 기록하며 안정적 성장세 지속 예상. 북미(매출 비중 35%)에서는 HMGMA를 가동하기 시작한 현대차그룹을 비롯하여 올해 BEV 30만대 판매 목표를 제시한 GM 등 주요 고객사의 움직임에 따라 견조한 매출 증가세가 지속될 전망. 현대차그룹(현대차, 기아, 현대모비스)과 GM은 동사 전체 매출의 70%을 차지하며, '25년 SDV 전환과 함께 공격적인 xEV 중심 물량 확대 연간 가이던스(현대차 +37.3%, 기아 +39.1%, GM +59%)를 제시한 만큼, 동사의 올해 매출 증가세 방향성 또한 명확할 것으로 기대. 인도의 경우도 현대차의 현지 생산 CAPA 증설('26년초 +25만대) 및 '현대차-GM 공급망 협력' 가능성에 따라 동사의 안정적 현지 매출 확대 예상.

'26년부터는 헤드램프 이외에 그릴, 무드램프 등 아이템 확장으로 매출 규모 및 이익 체력이 한 층 업그레이드될 전망. 동사의 지난해 수주 실적은 3Q YTD 기준 1.5조원 수준으로 사업계획 대비 101.4%로 초과 달성했으며, LED 헤드램프를 포함하여 그릴, 무드램프 등 신규 수주 확대 중. 이는 심미적인 디자인 요소를 강조하여 상대적으로 전통적인 램프류 대비 ASP가 높은 아이템으로 동사의 매출 및 수익성 개선에 기여할 전망

목표주가 44,000원으로 커버리지 개시, 투자의견 Buy 제시

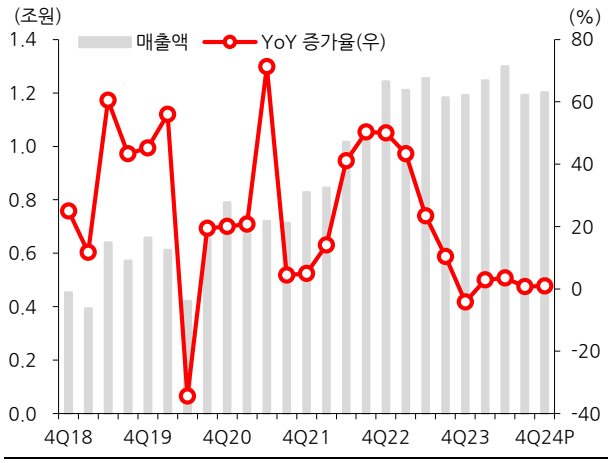
SDV 전환으로 다양한 기능 SW와 호환 가능한 전자화 HW 수요가 증대되면서 동사의 램프 시스템 공급 역량은 고부가가치 부품 공급 역량으로 변모 중. 12M FWD EPS/BPS 추정치에 동사의 최근 5개년 12M FWD PER 하단(6.5)과 PBR 중간(0.7) 적용하여 목표 주가 산출. 17.6% 상승여력 충분 판단.

[표28] 에스엘의 분기 및 연간 실적 추이 및 전망 (단위: 십억 원, %, %YoY)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E	2026E
매출액	1,246	1,298	1,192	1,202	1,241	1,332	1,245	1,308	4,938	5,127	5,392
지역별 매출											
한국	560	609	508	559	555	589	487	541	2,237	2,172	2,157
중국	56	56	50	52	48	53	53	58	213	212	211
북미	424	427	437	398	446	466	486	490	1,687	1,888	2,100
유럽	29	33	20	24	26	35	26	27	107	114	121
인도	163	157	162	152	152	174	176	174	633	676	735
남미	13	16	14	16	13	15	16	18	59	63	65
기타	0	0	0	1	1	1	1	1	2	2	2
지역별 매출 비중											
한국	45.0	46.9	42.6	46.5	44.7	44.2	39.1	41.3	45.3	42.4	40.0
중국	4.5	4.3	4.2	4.3	3.9	4.0	4.2	4.5	4.3	4.1	3.9
북미	34.1	32.9	36.7	33.1	35.9	35.0	39.0	37.4	34.2	36.8	39.0
유럽	2.3	2.6	1.7	2.0	2.1	2.6	2.1	2.1	2.2	2.2	2.2
인도	13.1	12.1	13.6	12.6	12.2	13.1	14.2	13.3	12.8	13.2	13.6
남미	1.0	1.2	1.2	1.4	1.1	1.1	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
기타	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
부문별 매출											
한국	995.0	1,045.3	938.2	961.7	1,005.0	1,079.9	1,001.7	1,065.7	3,940	4,152	4,387
중국	129.6	140.1	134.6	134.6	130.4	140.5	134.7	134.5	539	540	546
북미	121.3	113.0	118.9	105.9	105.5	112.0	108.7	108.0	459	434	459
부문별 매출 비중											
한국	79.9	80.5	78.7	80.0	81.0	81.0	80.4	81.5	79.8	81.0	81.4
중국	10.4	10.8	11.3	11.2	10.5	10.5	10.8	10.3	10.9	10.5	10.1
북미	9.7	8.7	10.0	8.8	8.5	8.4	8.7	8.3	9.3	8.5	8.5
매출총이익	206.5	215.0	144.3	140.2	183.8	217.2	155.2	177.2	706	733	794
영업이익	138.8	147.8	67.7	68.1	112.6	144.6	75.7	100.6	422	433	468
세전이익	160.5	167.6	66.1	74.2	125.0	155.1	87.5	117.3	468	485	515
지배주주순이익	116.4	118.8	56.2	48.4	89.5	111.0	62.6	84.0	340	347	368
GPM	16.6	16.6	12.1	11.7	14.8	16.3	12.5	13.5	14.3	14.3	14.7
OPM	11.1	11.4	5.7	5.7	9.1	10.9	6.1	7.7	8.6	8.5	8.7
NPM	9.3	9.2	4.7	4.0	7.2	8.3	5.0	6.4	6.9	6.8	6.8
% YoY											
매출액	2.9	3.5	0.8	0.9	-0.4	2.6	4.5	8.8	2.1	3.8	5.2
영업이익	33.4	10.3	-18.2	4.2	-18.9	-2.2	11.7	47.7	9.4	2.6	7.9
지배주주순이익	29.2	14.2	-8.0	-39.7	-23.2	-6.6	11.5	73.5	1.3	2.1	6.1

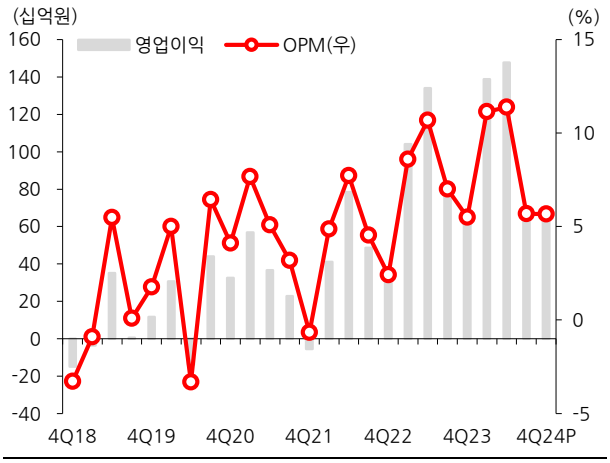
자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 에스엘 매출액 추이 및 전망



자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] 에스엘 영업이익/OPM 추이 및 전망



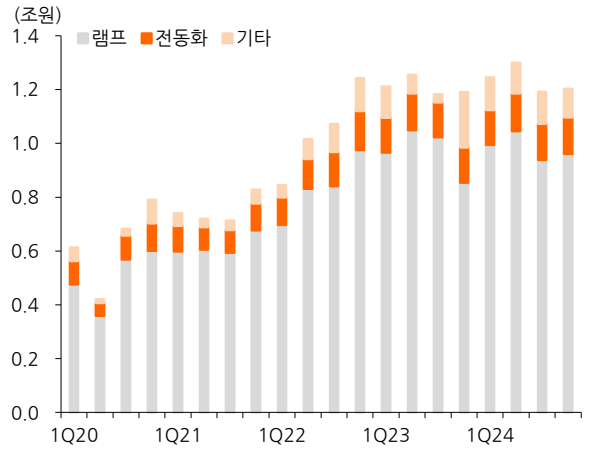
자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[표29] 에스엘 부문별 주요 제품군 및 관련 동향

부문	주요 제품군	최근 동향
램프	- 헤드/리어램프 - 무드램프 - 그릴램프	- 기존 할로겐, HID 에서 LED 광원으로 전환 중 - 할로겐 램프 대비 발광 성능 우수, 에너지 효율 20 배 향상 - 센서 등 전자제어 연동성 강화, LED 개별 제어로 조사 영역 가변성 우수 - 컴팩트한 램프 유닛 구조로 헤드램프 경량화 설계 및 디자인 자유도 개선 **→LED 광원 활용으로 그릴 램프 및 인테리어 무드 램프 등 신규 아이템 영역의 진화 시작**
전동화	- E-Shifter	- 전자식 기어변속 조작으로 실내 디자인 자유도 개선 - 운전자의 직관적 조작성 향상으로 편의 및 안전성 향상
	- 사이드 바디 제어 모듈 (Side Body Control Module)	- 전자 통합 제어 방향성에 맞게 자동도어, 파워윈도우, 카메라 미러, 후석 커튼 등 9 개 기능을 하나의 제어 모듈로 단일화
기타	- 디지털 사이드/인사이드 미러 - 카메라 모니터 시스템	- 기존 미러시스템 대비 넓은 화각 확보로 사각지대 최소화, 주행 안전성 향상 - 차량 외부로 돌출되는 부분 최소화로 공기저항 개선 및 차량 외관 디자인 자유도 향상

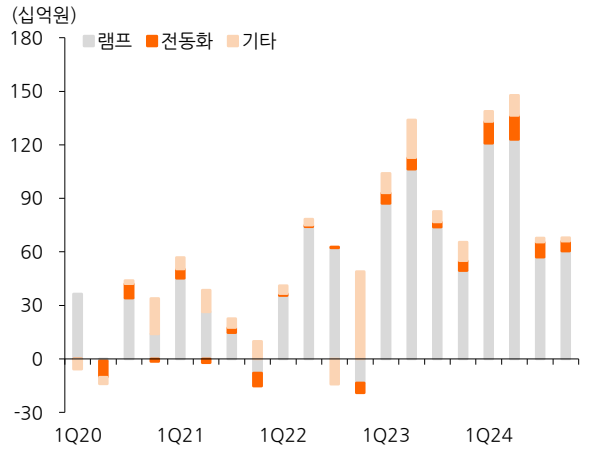
자료: 에스엘, 언론종합, 한화투자증권 리서치센터

[그림64] 에스엘 부문별 매출액 추이 및 전망



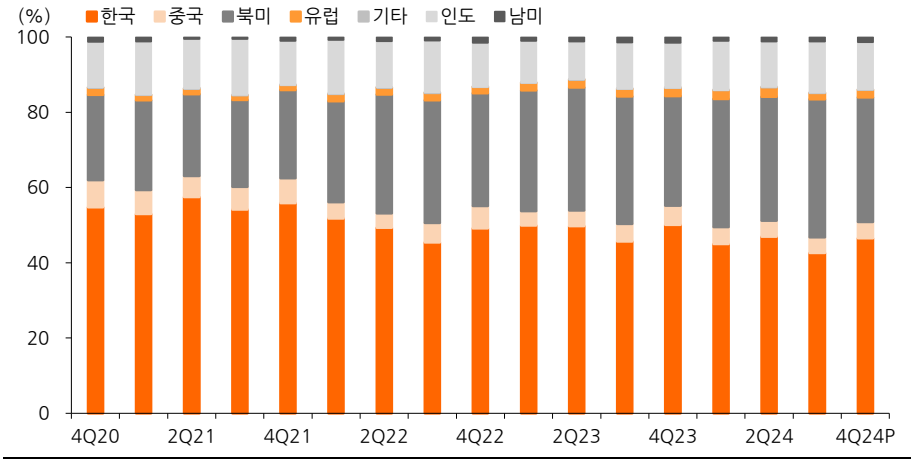
자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 에스엘 부문별 영업이익 추이 및 전망



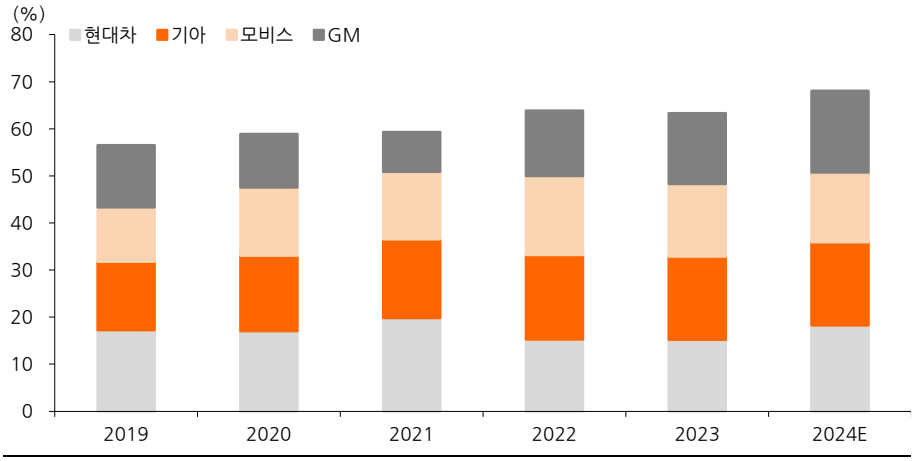
자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[그림66] 에스엘 지역별 매출 비중 추이 및 전망



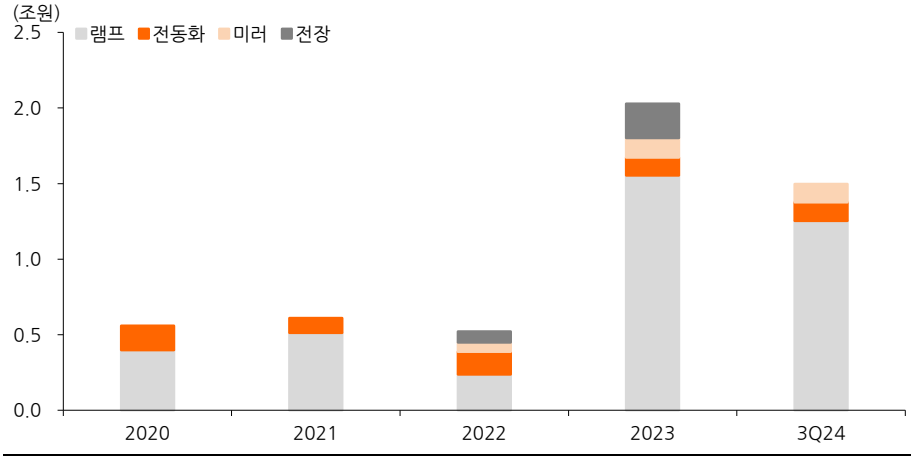
자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[그림67] 에스엘 글로벌 주요 고객 매출 비중 추이



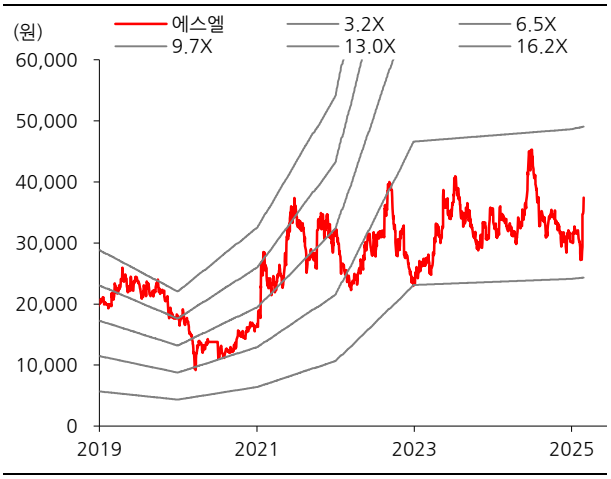
자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[그림68] 에스엘 연도별 수주 실적



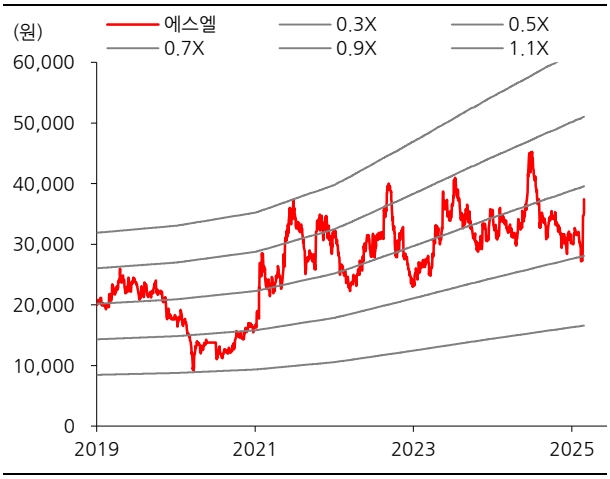
자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[그림69] 에스엘 12m forward PER Band



자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[그림70] 에스엘 12m forward PBR Band



자료: 에스엘, 한화투자증권 리서치센터

[표30] 에스엘 목표주가 산출

(단위: 십억원, 원, %)

구분	에스엘	설명
EPS(FY1)	7,380	
EPS(12M FWD)	7,605	
BPS(FY1)	48,063	
BPS(12M FWD)	55,336	
Target PER	6.50	동사의 최근 5개년 12M FWD PER 하단 적용
Target PBR	0.70	동사의 최근 5개년 12M FWD PBR 중단 적용
적정주가	44,083	**Target PER/PBR과 12M FWD EPS/BPS 적용 주가의 평균**
목표주가	44,000	
현주가	37,400	**2025.2/26 종가 기준**
상승여력	17.6	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표31] 에스엘 부문별 주요 제품군 및 관련 동향

부문	주요 제품군	최근 동향
램프	- 헤드/리어램프 - 무드램프 - 그릴램프	- 기존 할로겐, HID 에서 LED 광원으로 전환 중 - 할로겐 램프 대비 발광 성능 우수, 에너지 효율 20배 향상 - 센서 등 전자제어 연동성 강화, LED 개별 제어로 조사 영역 가변성 우수 - 컴팩트한 램프 유닛 구조로 헤드램프 경량화 설계 및 디자인 자유도 개선 **→LED 광원 활용으로 그릴 램프 및 인테리어 무드 램프 등 신규 아이템 영역의 진화 시작**
전동화	- E-Shifter	- 전자식 기어변속 조작으로 실내 디자인 자유도 개선 - 운전자의 직관적 조작성 향상으로 편의 및 안전성 향상
	- 사이드 바디 제어 모듈 (Side Body Control Module)	- 전자 통합 제어 방향성에 맞게 자동도어, 파워윈도우, 카메라 미러, 후석 커튼 등 9개 기능을 하나의 제어 모듈로 단일화
기타	- 디지털 사이드/인사이드 미러 - 카메라 모니터 시스템	- 기존 미러시스템 대비 넓은 화각 확보로 사각지대 최소화, 주행 안전성 향상 - 차량 외부로 돌출되는 부분 최소화로 공기저항 개선 및 차량 외관 디자인 자유도 향상

자료: 에스엘, 언론종합, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	4,175	4,839	4,938	5,127	5,392
매출총이익	466	639	706	733	794
영업이익	198	386	422	433	468
EBITDA	337	539	585	608	676
순이자손익	-2	-4	9	14	14
외화관련손익	5	17	3	5	5
지분법손익	13	18	19	18	19
세전계속사업손익	216	429	468	485	515
당기순이익	166	349	352	357	378
지배주주순이익	155	336	340	347	368
증가율(%)					
매출액	207.1	15.9	2.1	3.8	5.2
영업이익	231.5	95.1	9.4	2.6	7.9
EBITDA	196.1	60.1	8.5	3.8	11.2
순이익	63.9	110.5	0.9	1.2	6.1
이익률(%)					
매출총이익률	11.2	13.2	14.3	14.3	14.7
영업이익률	4.7	8.0	8.6	8.5	8.7
EBITDA 이익률	8.1	11.1	11.9	11.9	12.5
세전이익률	5.2	8.9	9.5	9.5	9.5
순이익률	4.0	7.2	7.1	7.0	7.0

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	1,773	2,071	2,172	2,479	2,617
현금성자산	266	314	271	452	505
매출채권	861	923	909	989	1,031
재고자산	404	375	422	444	463
비유동자산	1,158	1,165	1,292	1,386	1,612
투자자산	377	376	432	440	449
유형자산	735	748	823	909	1,124
무형자산	46	41	37	37	39
자산총계	2,932	3,236	3,464	3,865	4,229
유동부채	1,092	1,116	1,034	1,124	1,179
매입채무	608	654	613	667	695
유동성이자부채	394	357	301	312	310
비유동부채	133	111	102	116	111
비유동이자부채	41	7	4	15	12
부채총계	1,226	1,227	1,137	1,239	1,290
자본금	23	23	23	23	23
자본잉여금	460	460	460	460	460
이익잉여금	1,175	1,470	1,774	2,066	2,379
자본조정	-23	-25	-25	-25	-25
자기주식	-5	-5	-5	-5	-5
자본총계	1,706	2,009	2,328	2,626	2,939

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업현금흐름	172	432	459	465	529
당기순이익	166	349	352	357	378
자산상각비	139	153	163	174	208
운전자본증감	-215	-111	-70	-47	-28
매출채권 감소(증가)	-252	-17	28	-80	-41
재고자산 감소(증가)	-28	32	-37	-23	-19
매입채무 증가(감소)	174	-9	-46	54	28
투자현금흐름	-179	-270	-384	-250	-415
유형자산처분(취득)	-150	-157	-232	-250	-414
무형자산 감소(증가)	-4	-6	-8	-10	-12
투자자산 감소(증가)	69	-125	-142	0	0
재무현금흐름	-43	-114	-118	-34	-60
차입금의 증가(감소)	-21	-85	-72	21	-4
자본의 증가(감소)	-23	-28	-41	-55	-55
배당금의 지급	-23	-28	-41	-55	-55
총현금흐름	441	624	594	512	556
(-)운전자본증가(감소)	20	189	170	47	28
(-)설비투자	160	161	234	250	414
(+)자산매각	6	-1	-5	-10	-12
Free Cash Flow	267	273	184	206	103
(-)기타투자	288	-95	-98	-10	-10
잉여현금	-22	368	283	216	113
NOPLAT	152	315	318	319	344
(+) Dep	139	153	163	174	208
(-)운전자본투자	20	189	170	47	28
(-)Capex	160	161	234	250	414
OpFCF	110	118	77	196	111

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
주당지표					
EPS	3,331	7,223	7,380	7,537	8,000
BPS	35,191	41,518	48,063	54,346	61,088
DPS	600	900	1,200	1,200	1,300
CFPS	9,497	13,429	12,787	11,032	11,979
ROA(%)	5.6	10.9	10.1	9.5	9.1
ROE(%)	9.9	18.8	16.3	14.6	13.7
ROIC(%)	10.0	18.3	16.1	14.5	14.3
Multiples(x,%)					
PER	6.9	4.9	4.5	4.8	4.6
PBR	0.7	0.9	0.7	0.7	0.6
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	2.4	2.7	2.6	3.3	3.0
EV/EBITDA	3.7	3.2	2.7	2.6	2.2
배당수익률	2.6	2.5	3.6	3.3	3.6
안정성(%)					
부채비율	71.8	61.1	48.8	47.2	43.9
Net debt/Equity	9.9	2.5	1.5	-4.8	-6.2
Net debt/EBITDA	50.2	9.2	5.9	-20.7	-27.2
유동비율	162.3	185.6	210.0	220.6	222.0
이자보상배율(배)	13.5	15.9	22.2	27.9	29.1
자산구조(%)					
투하자본	71.6	72.6	75.2	71.8	72.6
현금+투자자산	28.4	27.4	24.8	28.2	27.4
자본구조(%)					
차입금	20.3	15.3	11.6	11.1	9.9
자기자본	79.7	84.7	88.4	88.9	90.1

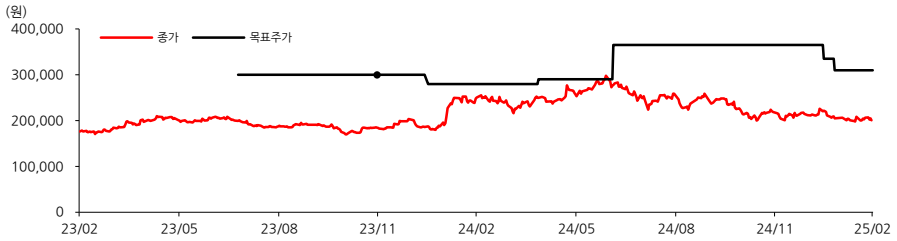
주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2025 년 2 월 28 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김성래, 권지우)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[현대차 주가와 목표주가 추이]



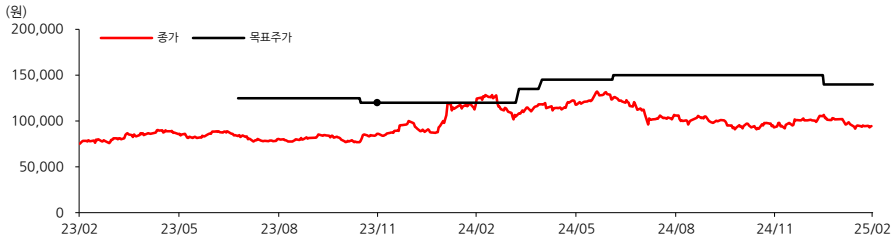
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.07.24	2023.07.24	2023.07.27	2023.09.06	2023.10.06
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김성래	300,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2023.10.27	2023.11.03	2023.11.14	2023.12.04	2023.12.05	2024.01.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2024.01.15	2024.01.26	2024.02.06	2024.02.19	2024.03.04	2024.03.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	280,000	280,000	280,000	280,000	280,000	280,000
일 시	2024.04.04	2024.04.05	2024.04.19	2024.04.26	2024.05.07	2024.05.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	280,000	280,000	280,000	290,000	290,000	290,000
일 시	2024.05.31	2024.06.04	2024.06.07	2024.06.14	2024.06.28	2024.07.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	290,000	290,000	290,000	290,000	290,000	365,000
일 시	2024.07.26	2024.08.02	2024.08.05	2024.08.29	2024.08.30	2024.09.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	365,000	365,000	365,000	365,000	365,000	365,000
일 시	2024.09.13	2024.09.24	2024.09.27	2024.10.07	2024.10.14	2024.10.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	365,000	365,000	365,000	365,000	365,000	365,000
일 시	2024.11.04	2024.11.08	2024.11.13	2024.12.05	2024.12.27	2025.01.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	365,000	365,000	365,000	365,000	365,000	365,000
일 시	2025.01.14	2025.01.24	2025.02.24	2025.02.28		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	335,000	310,000	310,000	310,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.07.24	Buy	300,000	-37.59	-32.17
2024.01.15	Buy	280,000	-17.64	-8.75
2024.04.26	Buy	290,000	-8.76	2.76
2024.07.04	Buy	365,000	-35.86	-22.47
2025.01.14	Buy	335,000	-36.36	-33.73
2025.01.24	Buy	310,000		

[기아 주가와 목표주가 추이]



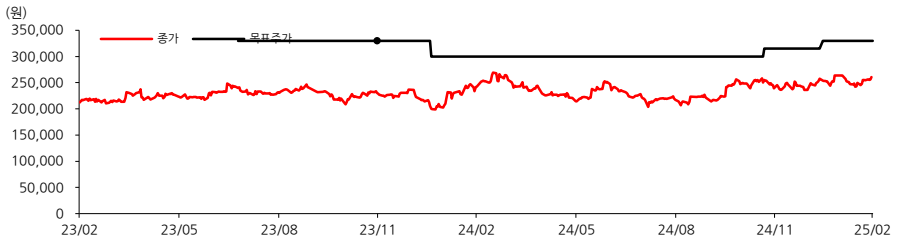
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.07.24	2023.07.24	2023.07.28	2023.09.06	2023.10.06
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김성래	125,000	125,000	125,000	125,000
일 시	2023.10.30	2023.11.03	2023.11.14	2023.12.04	2023.12.05	2023.12.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	125,000	125,000	120,000	120,000	120,000	120,000
일 시	2024.01.08	2024.01.15	2024.01.26	2024.02.06	2024.03.04	2024.03.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	120,000	120,000	120,000	120,000	120,000	120,000
일 시	2024.04.04	2024.04.08	2024.04.19	2024.04.26	2024.04.29	2024.05.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	120,000	135,000	135,000	135,000	145,000	145,000
일 시	2024.05.10	2024.05.31	2024.06.04	2024.06.07	2024.06.14	2024.06.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000
일 시	2024.07.04	2024.07.26	2024.07.29	2024.08.02	2024.08.05	2024.08.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
일 시	2024.09.04	2024.09.24	2024.10.07	2024.10.14	2024.10.28	2024.11.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
일 시	2024.11.04	2024.11.08	2024.11.13	2024.11.29	2024.12.04	2024.12.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
일 시	2024.12.27	2025.01.08	2025.01.14	2025.01.31	2025.02.24	2025.02.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	150,000	150,000	140,000	140,000	140,000	140,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.07.24	Buy	125,000	-35.78	-31.84
2023.11.14	Buy	120,000	-15.30	7.08
2024.04.08	Buy	135,000	-16.14	-12.44
2024.04.29	Buy	145,000	-16.30	-8.76
2024.07.04	Buy	150,000	-31.83	-15.80
2025.01.14	Buy	140,000		

[현대모비스 주가와 목표주가 추이]



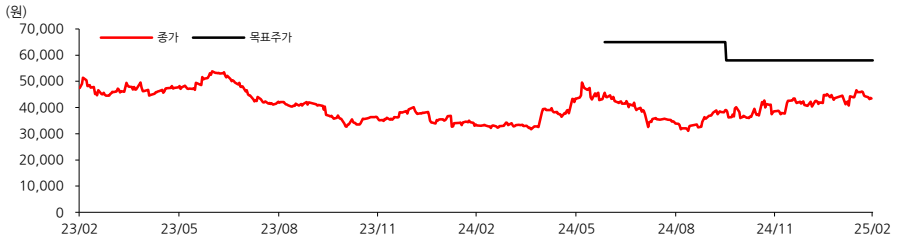
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.07.24	2023.07.24	2023.07.28	2023.10.12	2023.10.30
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김성래	330,000	330,000	330,000	330,000
일 시	2024.01.18	2024.01.29	2024.02.19	2024.02.29	2024.03.29	2024.04.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2024.04.23	2024.04.26	2024.04.29	2024.06.04	2024.07.08	2024.07.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2024.09.13	2024.10.16	2024.10.25	2024.10.28	2024.11.08	2024.11.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	315,000
일 시	2024.11.29	2025.01.13	2025.01.24	2025.01.31	2025.02.28	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	315,000	330,000	330,000	330,000	330,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.07.24	Buy	330,000	-30.83	-25.30
2024.01.18	Buy	300,000	-22.55	-10.33
2024.11.20	Buy	315,000	-22.04	-18.25
2025.01.13	Buy	330,000		

[HL만도 주가와 목표주가 추이]



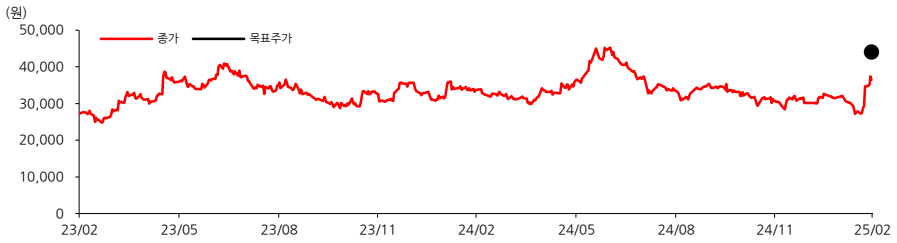
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.06.26	2024.06.26	2024.07.08	2024.07.29	2024.10.16
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김성래	65,000	65,000	65,000	58,000
일 시	2024.10.28	2024.11.01	2024.11.08	2024.11.28	2025.01.13	2025.01.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000
일 시	2025.02.07	2025.02.28				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	58,000	58,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.06.26	Buy	65,000	-42.35	-29.85
2024.10.16	Buy	58,000		

[에스엘 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2025.02.28	2025.02.28			
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy			
목표가격		김성래	44,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.02.28	Buy	44,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2024 년 12 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%