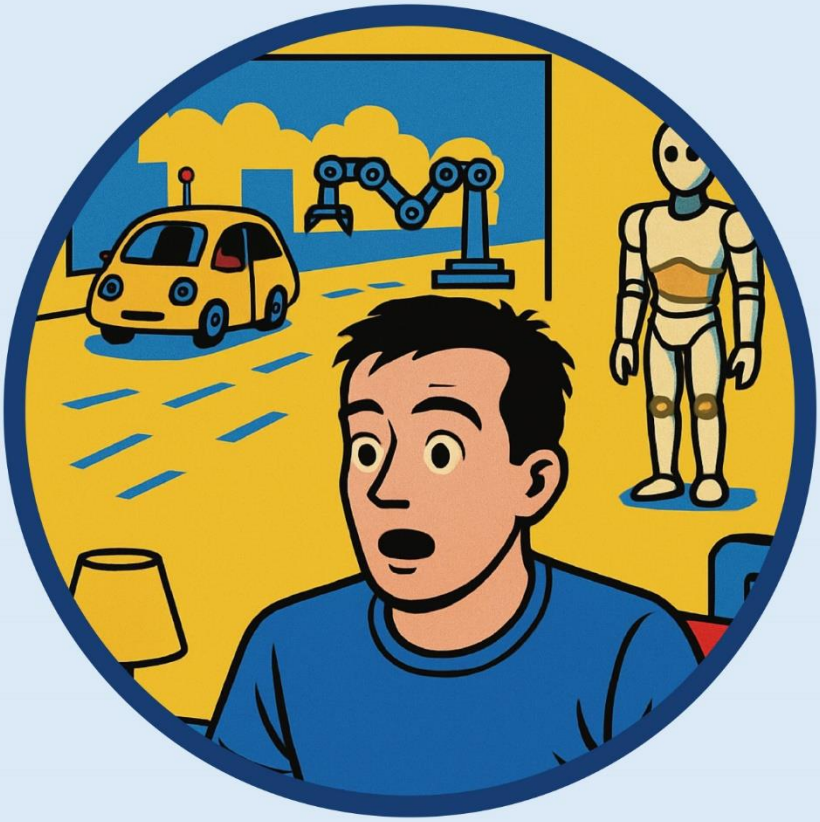
[자동차]

꿈에서 깨어날 시간

YUANTA

김용민 조선/자동차
02 3770 5606
yongmin.kim@yuantakorea.com

유안타증권 Yuanta Securities (Korea)



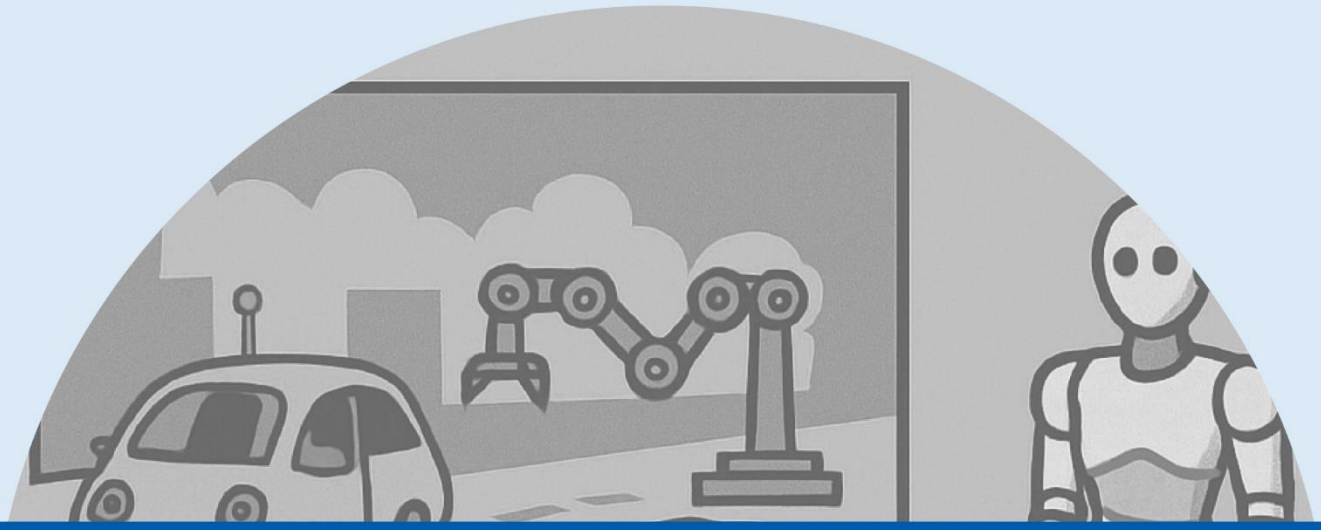
꿈에서 깨어날 시간

김용민

조선/자동차

02 3770 5606

yongmin.kim@yuantakorea.com



CONTENTS

I. 꿈에서 깨어날 시간	05
II. 중장기 자동차 시장 전동화 전망	14
III. 싸다고 다 담으려고 할 수는 없다	19
IV. 기업분석	31

자동차/부품

김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

꿈에서 깨어날 시간

종목	투자의견	목표주가 (원)
현대차	매수 (I)	300,000 (I)
기아	중립 (I)	120,000 (I)
현대모비스	매수 (I)	410,000 (I)
HL 만도	매수 (I)	52,000 (I)
한온시스템	중립 (I)	3,200 (I)

전동화에서 시작해서 자율주행, AI, 로보틱스까지 기나긴 꿈

COVID-19으로 인한 전동화 드라이브가 테슬라를 필두로 자동차 시장 변화를 초래. 전기차 (EV)가 내연기관차 (ICE)와 달리 모터와 배터리로 구동되며 차량의 제어 시스템을 전자화하고 소프트웨어 기반으로 전환하는 데 유리한 환경을 제공하기 때문. 이후 전동화뿐만 아니라 이에 따른 자율주행, AI, 로보틱스까지 업종 관련 산업으로 떠오름.

일장춘몽에서 깨어나, 현실을 마주할 시간

전기차 시장의 청사진은 불과 5년만에 초라해졌음. 글로벌 EV 판매량은 견조하나, 이는 중국의 압도적인 양적 성장에 기인. 중국 전기차 시장은 현지 업체들의 판매 호조로 해외 업체들의 진입장벽이 가장 높은 곳이라 판단. 따라서 전동화 기반 신기술의 업종 내 접목이 국내 업체들의 주가 상승 Catalyst로 평가되기는 요원하다고 판단.

완성차 업체를 부품업체 대비 절대적 선호

완성차 업체들의 경우 차량의 세그먼트 믹스, 하이브리드의 판매비중 상승 등으로 오히려 이익을 확대하는 모습을 보였으나, 문제는 부품사. 전동화로 인한 장밋빛 미래를 꿈꿨으나 기존 예상치를 매우 하회하는 고객사 전기차 생산량으로 인해 전기차 부품사업은 현재 이익률 희석 요소로 작용하고 있는 상황. 업종 중립 의견 내에서 완성차 업체에 대한 절대적 선호의견을 제시.

싸다고 다 담으라고 할 수는 없다

자동차/부품 업종에 대한 지배적인 매수 의견 근거는 현재 저평가 구간에 있어 향후 주가 상승을 기대할 만하다는 것인데, 당사는 이에 대해 업종 전체가 해당하지는 않는다고 판단. 향후 이익의 상승이 예상되어 지속적으로 밸류에이션 멀티플이 하락할 것으로 예상되는 업종이라면 그러한 논리가 통할 수 있으나, 현재 업종이 직면한 관세, 전동화 및 여러 가지 리스크 요인들을 고려한다면 이러한 예상에 대한 가시성이 부족한 상황.

업종 중립의견 제시, Top picks: 현대차, 현대모비스

업종 중립의견, Top picks로 현대차와 현대모비스를 제시. 현대차는 금융부문의 향후 이익률 개선세와 제한적인 관세 리스크에 대한 프리미엄 부여. 현대모비스는 전동화 트렌드 지연과 무관한 AS부문의 견조한 이익이 부각될 수 있다고 판단. 과거 전동화에 대한 기대감이 반영되어 인정받던 높은 Valuation multiple 대비 **할인을 받는 구간이라는 이유만으로 업종 비중확대를 추천하기에는 대미 수출 관세, 전동화 지연 등의 불확실성이 투자심리 피로감을 누적하고 있는 상황**이라 판단. Re-rating catalyst: 1) 업종 전체의 유효한 관세 절감 전략, 2) 글로벌 BEV 시장 확장에 대한 trigger 등장. Downside risk: 1) 3분기 이후 지속되는 25% 대미 수출 관세율, 2) 글로벌 소비심리 위축으로 인한 판매량 감소.

꿈에서 깨어날 시간

자동차/부품 업종에 대해 **중립 의견**으로 커버리지를 개시한다. 저렴한 밸류에이션으로 인해 중장기적 저점에 도달한 것으로 보이나, 그만큼 산업 패러다임 변화의 과도기에서 리스크가 상존하는 것 또한 사실이라 판단한다. 유기적 믹스 개선으로 인한 완성차 업체들의 반영구적 수익성 향상은 전동화 지연을 상쇄하는 긍정적인 요소라 판단하나, 부품업체의 경우 전기차 부품사업의 향후 제한적인 수익성 개선을 예상한다. 완성차 업체를 부품 업체 대비 절대적으로 선호하는 이유이다.

중장기적 전동화에 대해서는 긍정적인 전망을 제시하나, 완성차 업체와 부품업체에 미치는 영향은 다소 상반될 것이라 예상한다. 완성차 업체의 경우, 마진이 높은 내연기관차 (ICE)와 하이브리드 (HEV)의 견조한 판매비중을 통해 이익을 연장할 수 있으나, 부품 업체의 경우 전기차 (BEV) 부품 사업의 수익성 개선 시점이 기존 예상보다 더욱 지연될 것이라 예상한다.

차량의 전동화를 근간으로 확장되는 자율주행, AI, 로보틱스 등의 먼 미래에 대한 이야기는 이미 잘 알려져 있으나, 이러한 요소가 주가 상승의 Catalyst로 평가되기는 요원하다고 판단한다. 오히려, 본업 내에서 개선을 이루고 있는 요소들과, 향후 수익성을 제한할 수 있는 관세와 같은 요소에 대한 분석이 우선된 이후 실질적인 가치를 따지는 것이 필요하다고 판단한다.

Valuation multiple 관점에서 업종 전체적인 과거 대비 할인 구간에 있다고 보일 수 있으나, 이에 대해서도 중립적인 접근이 필요하다 판단. 글로벌 자동차 시장의 전동화 가속화 패러다임이 유효하던 시기에는 단기적인 수익성 악화가 미래 시점의 영업 레버리지 확대를 위한 성장통이라 설명할 수 있었으나, 현재 지연되고 있는 전동화 트렌드에 대한 개선 가능성이 제한적이라고 판단한다.

Top-picks로는 현대차와 현대모비스를 제시한다. 현대차의 경우 기아와 달리 금융사업을 영위하고 있으며, 이는 관세로 인한 감익 효과가 제한적이며 향후 금리인하에 따른 안정적인 이익 성장이 가능하다고 판단한다. 현대모비스 또한 단순 부품사업을 제외한 AS부문에 대해서 안정적인 이익을 낼 수 있으며 점진적인 운행차량집단의 ASP 상승으로 인한 증익이 가능할 것이라 판단한다.

Top-picks의 공통점은 결국, 불확실성이 상존하는 현재의 자동차/부품 업종에서 외부 환경에 큰 영향을 받지 않으며 안정적인 이익 성장을 보여줄 수 있는 사업 부문에 대한 할증이 필요하다는 것이며, 향후 업종내 대미 수출 관세 절감 전략, 부품업체들의 유의미한 Non-captive 추가수주 및 전동화 부품사업의 수익성 개선이 일어날 경우 업종에 대한 투자의견 상향이 가능할 것이라 예상한다.

업종내 전동화 기반 기대감에 대한 중립적 접근

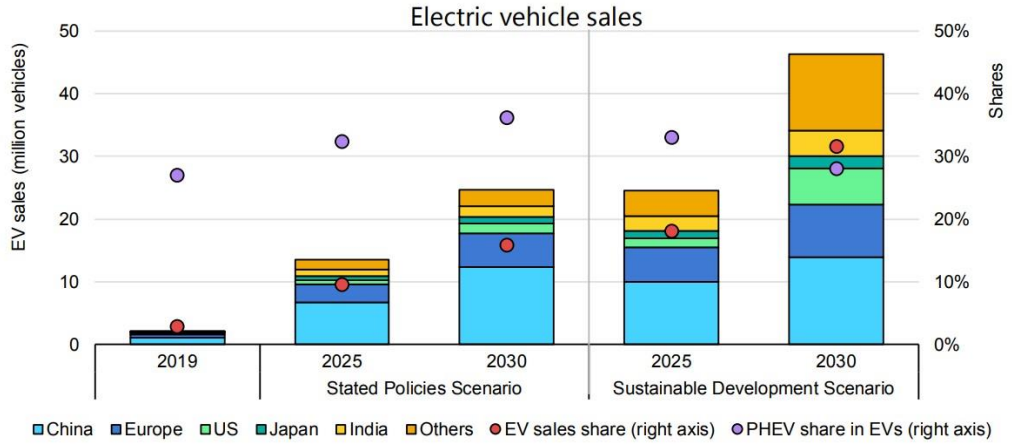
자율주행, AI, 로보틱스… 근간은 전동화

차량의 전동화는 최근 언급되는 기술의 융합에서 대전제로 작용한다. 자동차 산업에서 대두된 자율주행, AI, 로보틱스와 같은 기술의 융합은 단순한 기술적 진보를 넘어 산업 구조와 비즈니스 모델의 근본적인 변화를 추구하는데, 이는 전기차 (EV)가 내연기관차 (ICE)와 달리 모터와 배터리로 구동되며 차량의 제어 시스템을 전자화하고 소프트웨어 기반으로 전환하는 데 유리한 환경을 제공하기 때문이다.

그때와 지금이 다른 점 – 호시절 전동화의 청사진

글로벌 BEV 판매량은 2020년 COVID이후 급증세를 보였는데, 이는 경기부양 패키지와 동반된 친환경 드라이브가 가장 주요했다. 당시 테슬라를 필두로 신생 전기차 생산업체의 성장은 마치 보장된 것처럼 보였고, 실제로 단기간에 급격한 판매량 성장세를 기록했다 (21,22,23년 글로벌 BEV 판매량 전년대비 120%,61%,29% 증가). 2020년 당시 International Energy Agency (IEA)에서 제시한 글로벌 BEV/PHEV 판매량 전망치는 정책 시나리오 (STEPS) 기준 2025년 1,400만 대, 2030년 2,500만 대였다. 이는 낙관적인 전망치를 제시하는 지속가능발전 시나리오 (SDS) 기준이 아닌, 각국의 정책들을 기반으로 예측한 합리적 전망치였다.

2020 년 당시 IEA 가 제시한 시나리오별 EV 판매량 전망치



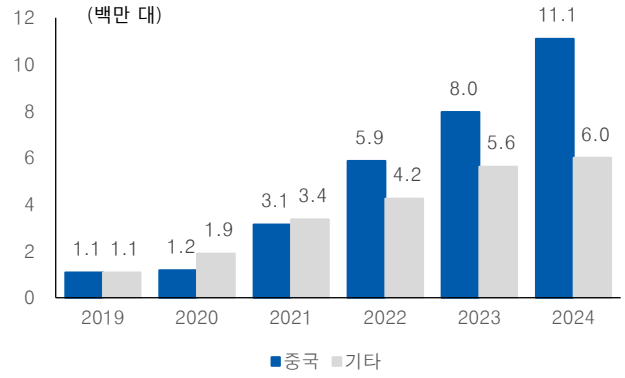
자료: 유안타증권 리서치센터, IEA

5년이 지난 현재, 글로벌 BEV/PHEV 판매량은 이미 2024년을 기준으로 1,700만대가 팔렸다. IEA가 제시했던 STEPS 기준으로는 예상대로의 성장을 달성했다. 다만, 당사는 이러한 글로벌 시장 단위의 성장 속에서 시장 내의 희비는 엇갈렸다고 판단한다.

그때와 지금이 다른 점 – 다같이 커질 줄 알았는데 중국만…

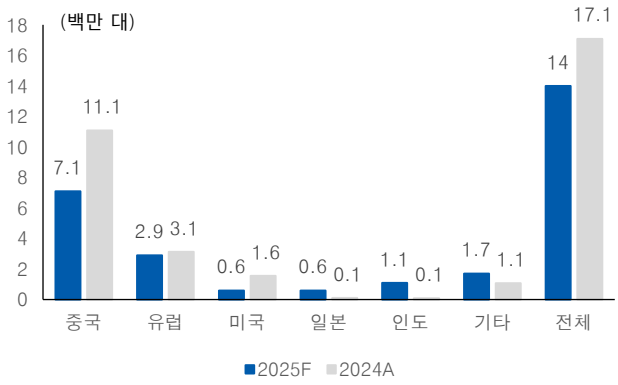
글로벌 전기차 시장 성장의 일등공신은 당연히 중국이었다. 2024년 판매량 기준으로 중국은 글로벌 BEV/PHEV 시장 점유율 65%를 기록했으며, 판매량 성장세로 보아도 전년대비 39% 증가했다 (vs. 중국 제외 2024년 글로벌 판매량 성장률 7%). 실제로, 앞서 언급한 IEA의 판매량 전망치에 대해 상회 기록 또한 중국의 기여도가 가장 높았다.

글로벌 BEV/PHEV 판매량



자료: 유안타증권 리서치센터, SNER

25 년 판매 전망치를 24 년에 초과달성한 것은 중국의 역할이 컸음

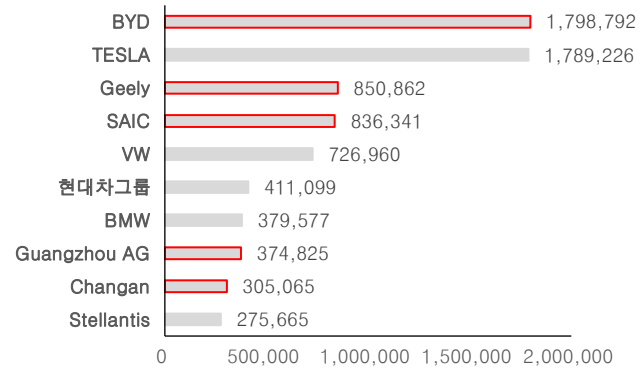


자료: 유안타증권 리서치센터, IEA, 주: 2025 년 전망치는 2020 년 당시 IEA 제시 데이터

중국이 1등을 하면 생기는 일 – 그들만의 리그

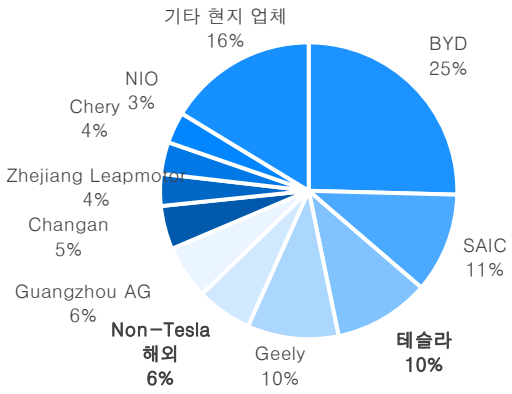
양적 성장을 충족시킨 글로벌 전기차 시장에서 중국의 압도적인 점유율이 글로벌 완성차 업체들에게 좋지 않은 이유는 중국 전기차 시장이 사실상 현지 업체들의 폐쇄적인 리그이기 때문이다. 당연히 중국 전기차 시장이 가장 크면 글로벌 판매량 상위권에 중국 전기차 업체들이 주력으로 포진할 수는 있지만, 현지 시장의 경우 이러한 우위를 넘어서 사실상 테슬라를 제외한 해외 완성차 업체의 진입 여력이 없는 상황이다.

2024 년 글로벌 BEV 판매량 Top 10 에 중국 회사들이 포진한 것은 당연하나…



자료: 유안타증권 리서치센터, SNER

문제는 그 중국 시장에서 해외 업체들의 입지가 암담하다는 것



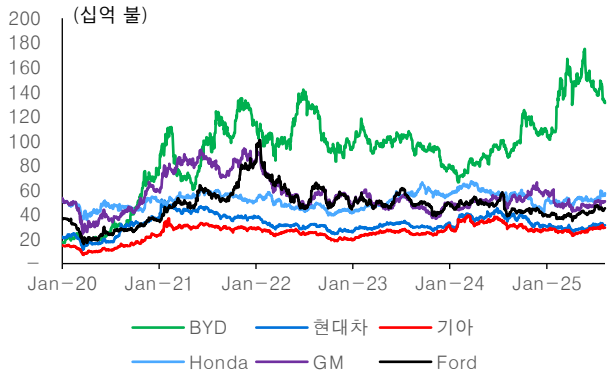
자료: 유안타증권 리서치센터, IEA

중국에 쏠린 전동화 모멘텀, 그 결과는 주가에도 반영

주식 시장에서 20-22년 글로벌 전기차 시장의 개화 구간에 주요 업체들은 각자의 전동화 비전을 제시하며 주가 리레이팅을 경험하였으나, 이후 소강상태에 접어들게 되었다. 분명히 시장은 커졌지만, 그 안에서 기존의 예상과는 전혀 다른 양상이 펼쳐짐에 따라 주가 반응 또한 극명하게 갈렸다.

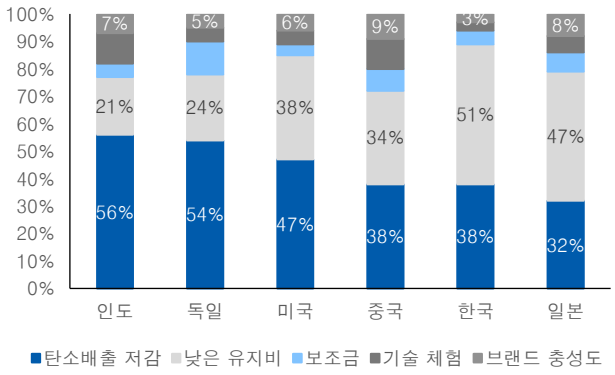
특히, 대중 브랜드 (Mass-market brand)에 속하는 완성차 업체들에 대한 실망감이 더욱 컸을 것이라 판단한다. Mercedes, BMW와 같은 프리미엄 브랜드의 경우, ICE 시장 내에서 유구한 역사와 우수한 엔진 성능으로 견고한 브랜드 이미지를 구축하며 대중 브랜드 대비 높은 이익률을 자랑했으나, 전기차 시장의 경우 엔진 대신 모터를 사용하며 브랜드 이미지에 대한 일종의 초기화가 가능하여 높은 판매량을 가진 대중 브랜드의 전기차 시장 진출 의지는 프리미엄 브랜드보다 매우 컸다 (그리고 그러한 높은 판매량은 중국이 가져갔다).

20-22 년 전기차 시장 개화 초기 기대를 받았으나 결국 중국 OEM 만 재평가



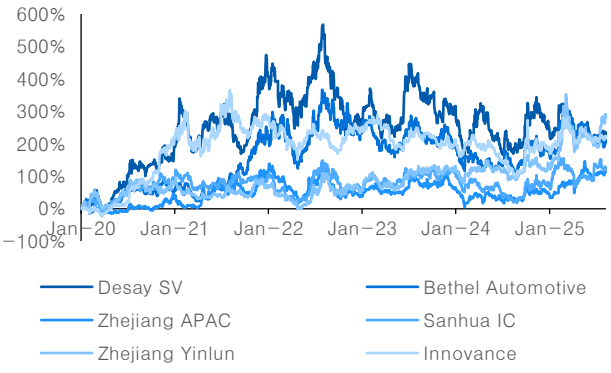
자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

전기차 구매시 브랜드 이미지는 우선순위 제외, 대중 브랜드에 거는 기대가 컸음



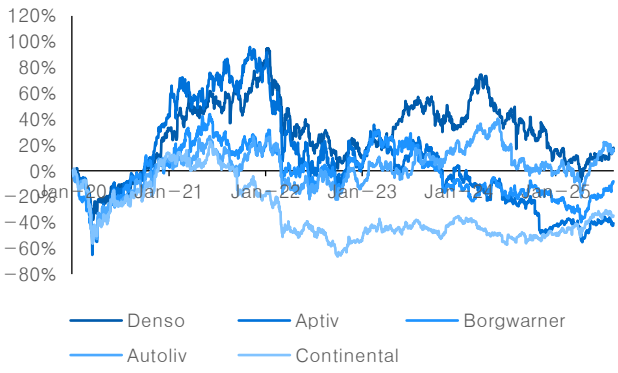
자료: 유안타증권 리서치센터, Deloitte 2020

부품업체 주가의 경우에도 중국 전기차 부품 공급업체는 호조를 보이는 반면



자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

글로벌 주요 부품사들의 주가는 20-22 년 호시절 이후 제자리로 회귀



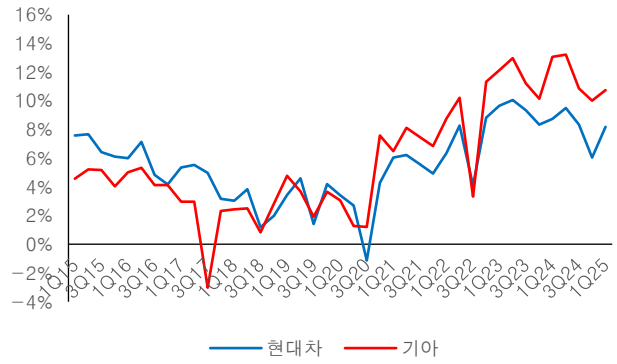
자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

중국을 제외한 전동화 지연에 따른 영향

패러다임 전환 지연? 자동차는 "아쉽다", 부품은 "큰일났다"

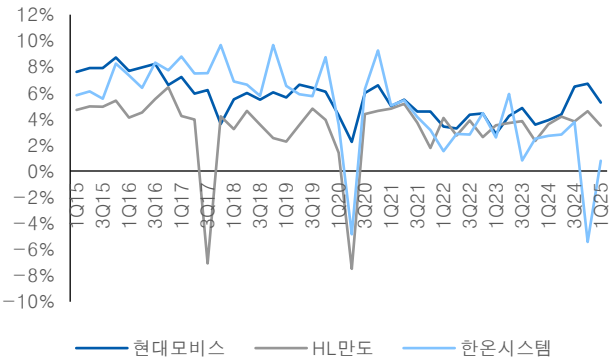
예상보다 늦어지는 전동화 패러다임 전환으로 인한 부정적인 여파는 완성차 업체보다 부품업체에 더 치명적이라 판단한다. 글로벌 전동화의 실질적 주인공이자 시장 진입장벽이 너무나도 높아진 중국을 제외한다면, 결국 ICE에서 EV로의 시장 전환은 기존의 전망보다 더딘 상황이다(=EV캐즘). 이러한 와중에도 완성차 업체와 부품업체의 상황을 명확하게 구분짓는 것은 바로 영업이익률이다.

견조한 영업이익률을 기록중인 완성차 업체들



자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

영업이익률 하락세를 보이고 있는 부품업체들



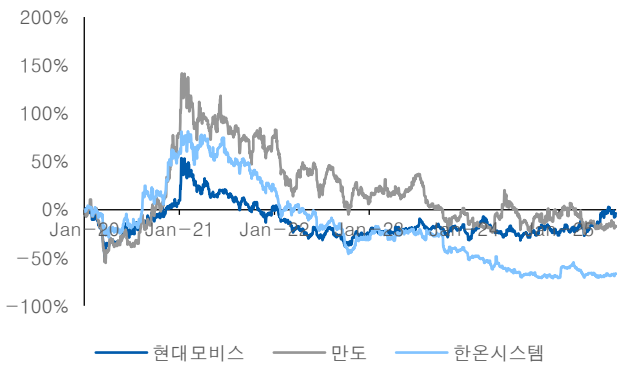
자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

완성차 업체들의 경우 환율과 같은 비유기적 요인을 제외하여도, 1) 믹스 개선, 2) 하이브리드(HEV) 판매비중 상승, 3) 판가 인상 등을 통해 견조한 영업이익률을 기록했다. 이에 반해, 자동차 부품사들의 경우 이익률의 하락세를 보이고 있는데, 당사는 이러한 영업 환경이 (특히 전기차 부품 사업 부문에서) 단기간에 호전될 가능성은 제한적이라 판단한다.

가장 큰 이유는 **전기차의 핵심 부품 공급을 담당하는 업체들의 중장기 로드맵의 괴멸**이다. 대부분의 제조업종이 그러하듯, 전기차 부품사업 또한 초도 계약 물량의 수익성은 기존 사업보다 낮았다. 그럼에도 해당 사업이 리레이팅의 핵심으로 부상할 수 있었던 이유는 1) 기술력을 근간으로 선도 자동차 업체들과의 공급 계약을 완료한 뒤 2) 전기차 시장의 성장으로 점차 규모의 경제를 일으켜 실질 가동률을 높인 후 3) 향후 Lock-in 효과를 통해 공급 단가를 비약적으로 높일 수 있을 것이라는 전망에 대한 설득력이 충분했기 때문이다.

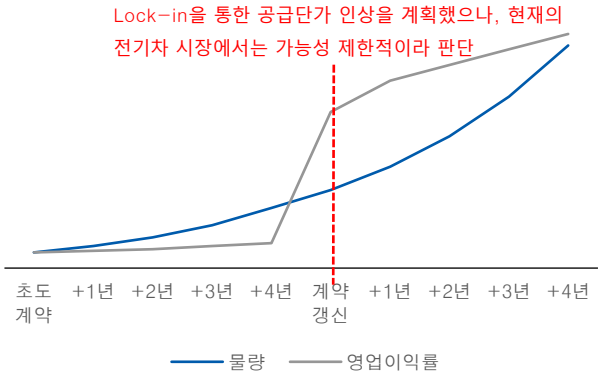
문제는 전기차 시장의 성장이 중국을 중심으로 일어났으며, 국내 부품업체들의 주요 공급처이던 기존의 대중 및 프리미엄 브랜드 업체들의 전기차 판매량이 비약적인 성장을 기록하지 못했다는 것이다. 결론적으로, 공급 계약 갱신이 도래하는 현 시점에서 공급 단가를 비약적으로 높일 근거가 마련되지 못했다.

지속 하락중인 부품업체들의 주가는…



자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

… 계획했던 청사진대로 시장이 성장하지 못했기 때문이라 판단



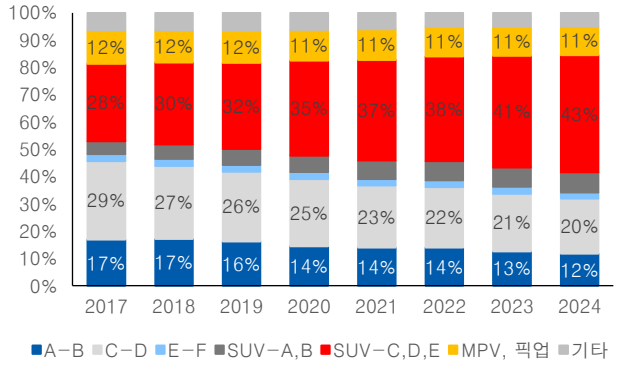
자료: 유안타증권 리서치센터

완성차에 대한 선호 근거 1: 유기적 성장으로 이익률 개선

국내 완성차 업체들의 견조한 영업이익률에는 여러 가지 요인이 있었다 (원화 약세, 차량용 반도체 품귀 현상, 예상보다 더딘 전동화로 인한 역설적인 제품 믹스 방어). 그러나, 이러한 비유기적 요인에 우선하는 현대차그룹의 제품 믹스 개선세는 단순히 전동화 패러다임의 지연 유무를 떠나서 이익 펀더멘탈을 지속적으로 강화시킨 요인이라 판단한다.

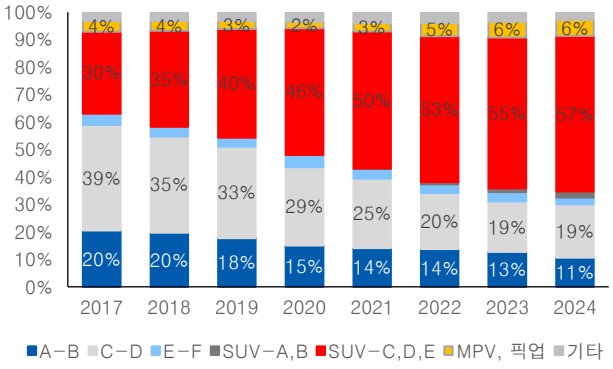
현대차와 기아의 믹스 개선 트렌드는 글로벌 완성차 시장을 완전히 압도했다. 2017년 기준, 글로벌 자동차 시장에서 SUV (트럭, MPV포함)의 판매 비중은 45%, 세단은 48%였다. 2024년 기준 SUV 판매비중은 61%까지 상승하고 세단은 34%까지 하락하며 글로벌 SUV 선호 현상이 일어났고, 이는 전체적인 완성차 업체들의 영업이익률 상승에 기여했다. 현대차그룹의 경우, 2017년 기준 63% (vs. 글로벌 48%) 라는 매우 높은 세단 판매비중을 기록했으나, 2024년 33%까지 하락시켰다. SUV 판매비중은 2017년 34%였으나 (vs. 글로벌 45%) 2024년 65%까지 급증했다.

글로벌 자동차 시장의 SUV 선호 현상으로 전체적인 믹스 개선이 일어났는데



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

현대차그룹은 세단 중심에서 완전히 탈피하는 모습을 보여줌



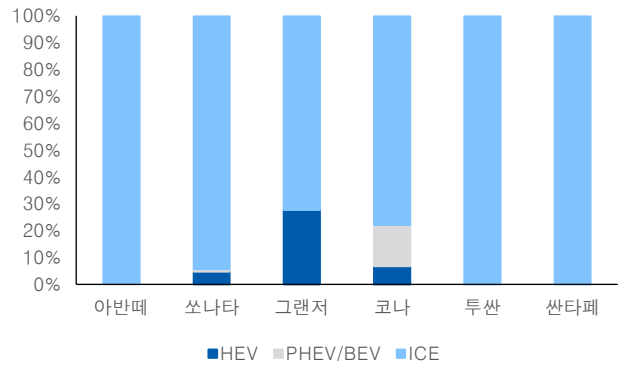
자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

완성차에 대한 선호 근거 2: HEV는 기존의 ICE 시장을 잠식하는 중

완전한 전동화를 장기적 목표로 잡고 있는 글로벌 완성차 시장에서, 과거 HEV는 단지 연비가 좋은 과도기적 친환경 차종으로 인식되었다. 그러나, BEV/PHEV의 시장 성장과는 별개로 글로벌 HEV 시장 또한 지속적인 성장세를 보이고 있다. 다시 말해, HEV와 BEV/PHEV는 상호 경쟁 관계가 아니며, 오히려 기존 ICE 소비자들이 HEV로 넘어오고 있다는 것이다.

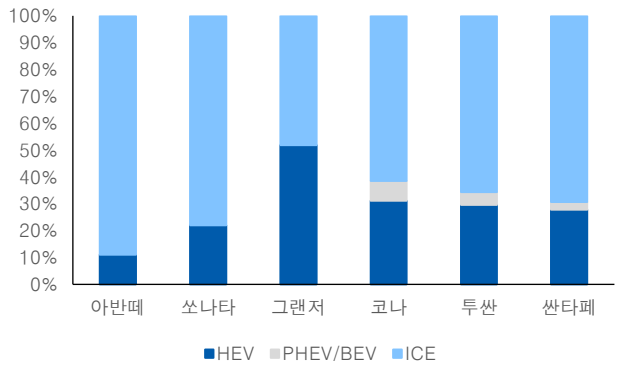
HEV의 판매 비중 증가는 앞서 언급한 세그먼트 분야의 믹스 개선과 다른 친환경 제품 믹스 개선으로 이어진다. 일반적으로 동일 트림 하의 HEV는 ICE모델 대비 국내에서 500만원가량 높은 가격으로 판매되기에, 절대적 이익의 규모를 향상시킬 수 있다. 특히, International Council On Clean Transportation (ICCT)에 의하면 고효율 HEV의 경우 ICE보다 파워트레인 비용을 최대 25-40% 낮출 수 있다. 현대의 기술로는 엔진 제어 수준을 높이기 위해 필요한 부품의 수가 큰 폭으로 감소하여, 파워트레인의 디콘텐팅 (Decontenting)이 일어난다는 것이다.

2019 년 매우 제한적인 현대자동차 주력 모델내 HEV 판매 비중 (2.9%)



자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차

2025 년 주력 모델 6 종 내 HEV 판매 비중은 26%까지 상승



자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차

공장 출하량 기준으로, 2019년 현대차의 6개 주력 차종 모델의 HEV 판매비중은 2.9%에 불과했으나, 2024년 26.1%까지 상승하였다. 중요한 점은, 향후에도 지속적인 HEV판매비중의 상승 여력이 남아있다는 점이다. 이는 곧 1) HEV 파워트레인 자체의 원가절감뿐만 아니라 2) 규모의 경제로 인한 추가적인 이익률 개선, 또한 3) GM과 같은 해외 OEM과의 핵심부품 공동조달로 향후 HEV로 인한 이익 기여가 대폭 상승할 수 있음을 의미한다.

현재는 팰리세이드(현대), 스타리아(현대), 쏘렌토(기아)와 같은 차종의 HEV 판매 또한 호조를 보이고 있으나, 앞서 언급한 2024년 주력 6종 모델의 중장기 HEV 판매 비중의 변화에 따라 전사 영업이익 또한 큰 폭으로 상승할 수 있다. 특히, Total Cost of Ownership (총소유비용, TCO)을 비교했을 때 현재의 HEV는 이미 ICE와 소비자 관점의 TCO 측면에서 큰 차이가 없다. 심지어 평균적으로 주행거리가 국내 대비 매우 긴 미국에서는 이미 대부분의 HEV가 TCO 측면에서 ICE보다 우세하다.

2024 년 주력 모델 6 종 내 HEV 판매비중과 수익성에 따른 전사 영업이익 기여

(십억 원)	30%	40%	50%	60%	70%
12%	46	152	258	364	470
14%	53	177	301	425	548
16%	61	202	344	485	627
18%	68	228	387	546	705
20%	76	253	430	607	783

자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차, 주: 세로축은 6 종 전체 OPM, 가로축은 HEV 판매비중, 흰색 셀은 판매비중과 영업이익률 증가에 따른 2024 년 대비 영업이익 기여도 증가치. HEV 가격차 5 백만 원 가정.

2024 년 미국내 HEV 37 종에 대한 HEV 와 ICE 의 TCO 비교

	5년 사용	10년 사용
손해 (모델 수)	9	3
이득 (모델 수)	28	34
평균 TCO 절감 (달러)	222	2,520
SUV TCO 절감 (달러)	1,480	3,925
픽업 TCO 절감 (달러)	- 1,259	-

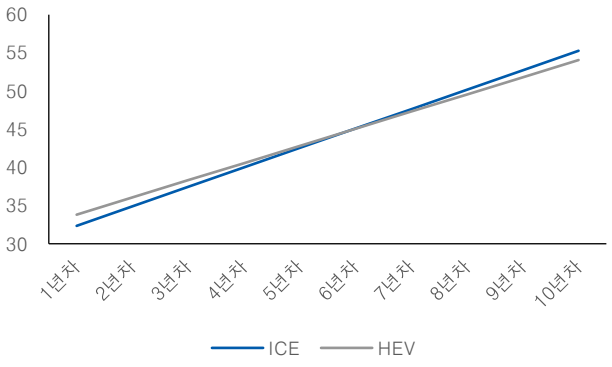
자료: 유안타증권 리서치센터, ICCT, 주: 픽업트럭 모델의 경우 10 년 사용시 동일한 수준의 TCO 이며, 5 년 사용시에는 아직까지도 ICE 의 TCO 가 더 저렴한 상황

주행거리가 짧은 국내에서 비교를 해봐도…

소나타 DN8	파워트레인	ICE	HEV
	트림	프리미엄	
일회성	판매가격 (백만 원)	27.9	32.3
	취득세 (백만 원)	2.0	2.3
	총합 (백만 원)	29.8	34.6
연간 비용	연간 주행거리 (km)	13,000	
	연비 (km/l)	12.6	19.4
	연료비(원/l)	1,650	
	연료비 (백만 원)	1.70	1.11
	자동차세 (백만 원)	0.3	0.3
	유지보수 (백만 원)	0.25	0.45
	보험료 (백만 원)	0.3	0.4
	총합 (백만 원)	2.54	2.25

자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차

ICE 와 HEV 의 TCO 격차는 사실상 전무한 수준



자료: 유안타증권 리서치센터, 주: HEV 에 잔존가치 3 백만원 프리미엄 적용

미국내 TCO 를 보면 GM 과 현대차의 HEV-픽업 협업의 필요성이 이해되는 상황

자료: 유안타증권 리서치센터, 한국경제

중장기 자동차 시장 전동화 전망

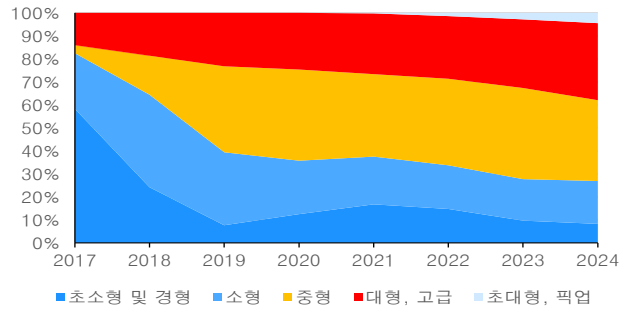
예상보다는 더디지만, 꾸준한 성장을 예상

작금의 전기차 시장 성장은 중국이 이끌었고 글로벌 완성차 업체들의 상대적 부진이 지속되었으나, 중장기 전기차 시장 자체는 지속적인 성장을 할 것이라 예상한다. 더욱 다양한 모델이 출시될 것이고, 전기차 TCO는 충분히 하락했다.

미국, 유럽 시장내 중-대형 BEV 신모델 출시 호조 예상

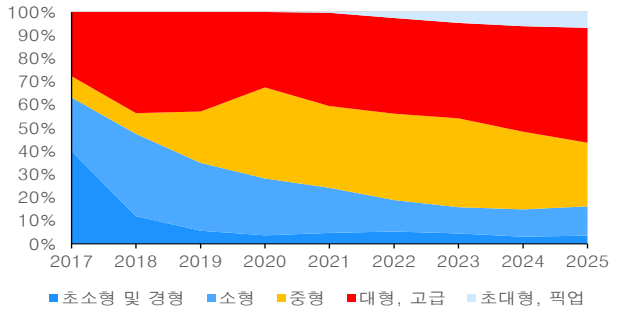
중-대형 BEV의 수요가 신흥국 대비 높은 유럽과 미국 시장 내에서 신규 BEV 모델 확대를 통한 중장기 판매량 호조를 예상한다. 글로벌 BEV 시장은 태동기 당시 경형 (~30kWh) 혹은 소형 (30-50kWh) BEV의 판매가 주력이었으나, 시간이 지나며 중형 (50~70kWh)과 대형 (70~100kWh) 모델의 판매량이 상승세를 기록했다. 특히, 단순 글로벌 시장 내에서의 판매보다, 1) 중국을 제외한 글로벌 시장, 2) 미국과 유럽 시장의 데이터를 주목하는 것이 국내 자동차 업종과 직결되어 있다고 판단한다. 중국시장 판매 데이터는 과도한 모델 확장과 압도적인 점유율, 높은 진입장벽으로 인해 실질적인 시장 예측을 힘들게 만들기 때문이다.

글로벌 시장내 중-대형 BEV 의 판매비중은 증가하는 추세



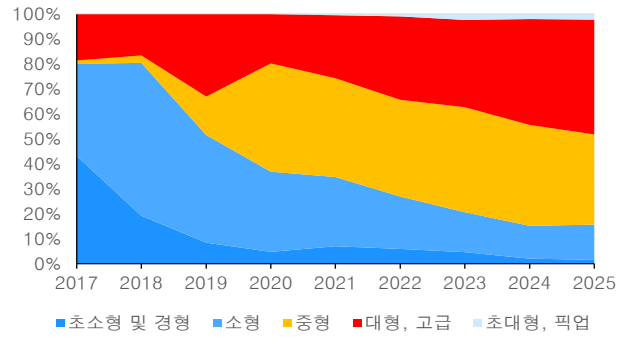
자료: 유안타증권 리서치센터, SNER

중국시장 제외시 24 년 기준 BEV 판매량의 73%가 중형급 이상



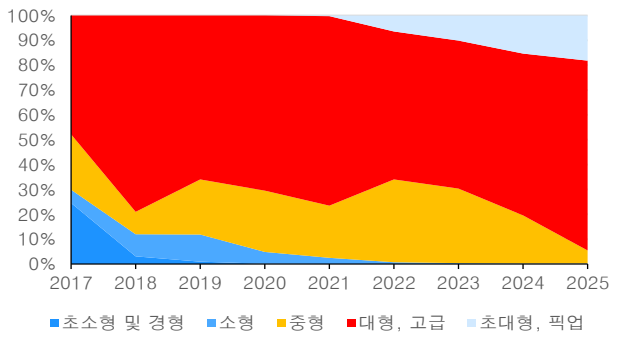
자료: 유안타증권 리서치센터, SNER

유럽은 그 비중이 85%이고…



자료: 유안타증권 리서치센터, SNER

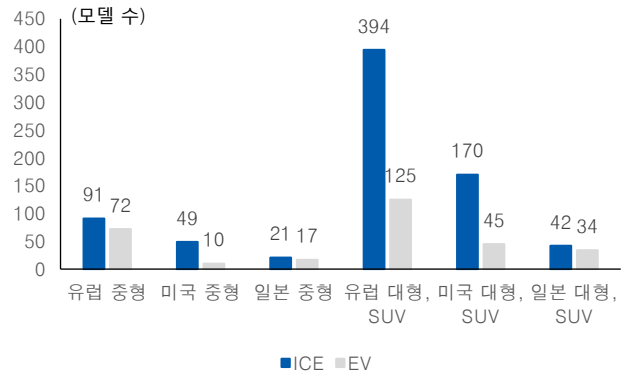
미국은 중형 아래로는 구매 자체를 하지 않는다



자료: 유안타증권 리서치센터, SNER

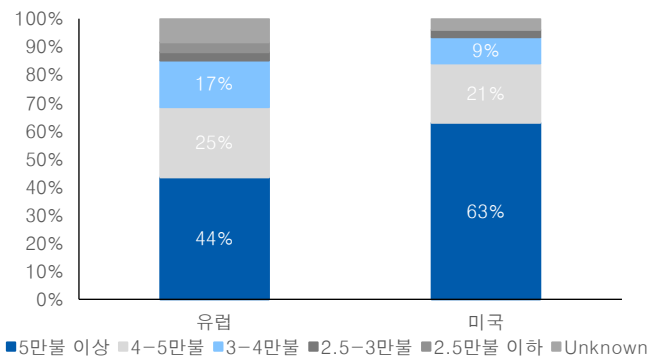
당사는 이러한 중-대형 선호 현상이 국내 완성차 업체들의 주요 BEV 시장인 미국과 유럽에서 향후 지속될 것이라 판단한다. 2024년 기준 미국과 유럽의 대형 BEV 모델의 수는 ICE 대비 각각 26%, 32%에 불과하며 향후 이러한 격차를 좁히는 신규 BEV 모델의 출시로 인해 해당 세그먼트의 BEV 판매량 상승세를 촉진할 것이라 예상한다. 더욱이, 유럽과 미국 시장은 이미 5만불이 넘는 "비싼 전기차" 에 익숙해져 있어 가격적인 측면은 크게 문제가 되지 않을 것이다.

대형 BEV 모델은 아직 ICE 만큼 유럽-미국에서 다양화되지 않았으며



자료: 유안타증권 리서치센터, IEA, 2024 년 기준

해당 시장은 고가의 BEV 구매에 익숙해져 있다

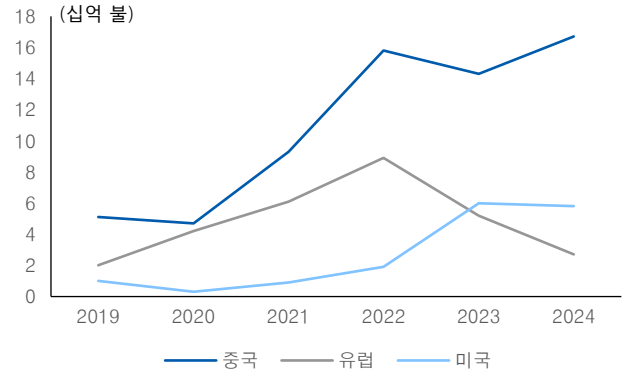


자료: 유안타증권 리서치센터, IEA, 2024 년 기준

가장 큰 우려는 보조금 감소? 사실은 감소해도 더 사고 있습니다

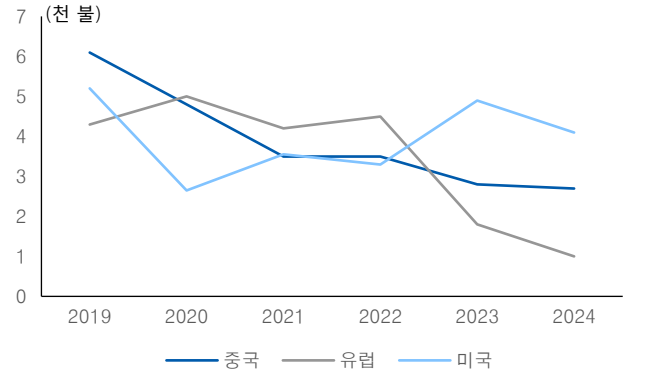
향후 전기차 시장의 추가적인 성장에 대해 가장 큰 우려로 손꼽히는 것은 주요 국가들의 BEV 보조금 축소 및 폐쇄이다. 여전히 ICE 대비 가격이 높은 BEV가 보조금이 사라질 경우 ICE대비 구매비용의 격차가 확대되어 소비자에게 외면될 수 있다는 것이다. 실제로, 중국과 유럽은 2020년 이후 지속적인 대당 EV 구매 보조금 하락세를 보이고 있다.

국가별 보조금 사용액의 총액은 늘어나는 것처럼 보여도…



자료: 유안타증권 리서치센터, IEA

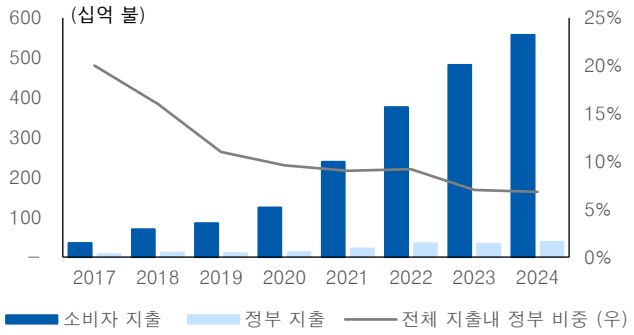
대당 보조금으로 환산하면 전체적인 하락세를 보이고 있음



자료: 유안타증권 리서치센터, IEA

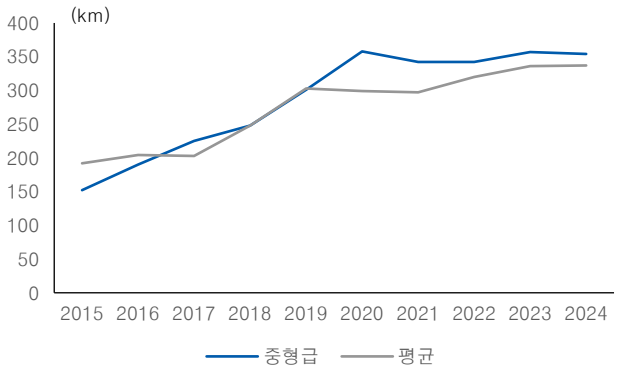
그러나, 실질적인 소비자-정부 간의 지출액을 비교했을 때, 소비자들은 점점 더 지갑을 열고 있다. 바꿔 말하자면, 정부 보조금은 늘 줄어들고 있었고, 그럼에도 불구하고 전기차 시장은 성장했기에 앞으로도 추가적인 보조금 감소로 인한 전기차 시장의 위축은 없을 것이다. 또한, 글로벌 전기차 제조업체 간의 주행가능거리 경쟁이 사실상 종결되어 고성능 배터리 탑재로 인한 가격 부담 상승세도 완화될 것이라 예상한다. 달리 말하자면 이제는 고가의 고성능 BEV 경쟁이 아니라 적당한 성능을 가진 차량을 얼마나 저렴하게 공급할 수 있는지에 대한 경쟁이 시작된 것이다.

글로벌 전기차 구매 금액에서 정부 지출 비중은 지속 감소



자료: 유안타증권 리서치센터, IEA

글로벌 BEV 주행가능거리 경쟁도 종결 - 추가적인 가격상승 요인 사라짐



자료: 유안타증권 리서치센터, IEA

TCO 비교 – ICE, HEV, BEV는 이제 취향의 영역

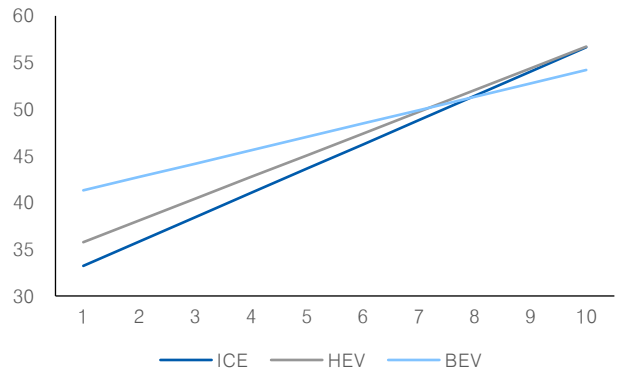
정량화가 힘든 부분 (충전의 어려움, V2G의 간편함 등)을 제외하고, 비용의 측면에서 비교했을 때, 당사가 추정한 파워트레인별 TCO는 다음과 같다. 초기 비용에는 다소 격차가 존재하나, 사용연수의 증가에 따라 ICE, HEV, BEV간의 격차가 좁혀지는 점을 확인할 수 있다.

Kona SX2 의 파워트레인별 TCO 계산에 필요한 가정

	파워트레인	ICE	HEV	BEV
	트림	프리미엄		
일회성	판매가격 (백만 원)	28.6	34.1	45.9
	취득세 (백만 원)	2.0	2.4	0.0
	총합 (백만 원)	30.6	36.4	45.9
연간 비용	연간 주행거리 (km)	13,000		
	연비 (km/l,km/kWh)	12.2	18.1	5.5
	연료비(원/l, 원/kWh)	1,650		330
	연료비 (백만 원)	1.76	1.19	0.78
	자동차세 (백만 원)	0.3	0.3	0.0
	유지보수 (백만 원)	0.25	0.45	0.15
	보험료 (백만 원)	0.3	0.4	0.5
	총합 (백만 원)	2.60	2.33	1.43

자료: 유안타증권 리서치센터 추정

사용연수에 따른 TCO 변화



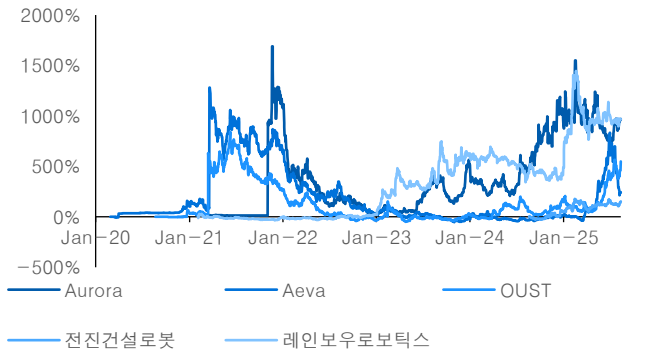
자료: 유안타증권 리서치센터 추정, 주: ICE, HEV, BEV 간 절대적 잔존가치 300 만 원 차이를 적용

전동화 확장은 하는데 미래기술 얘기는 안 하는 이유

AI 도, 로봇도, 자율주행도 아닌 자동차 업종이니까

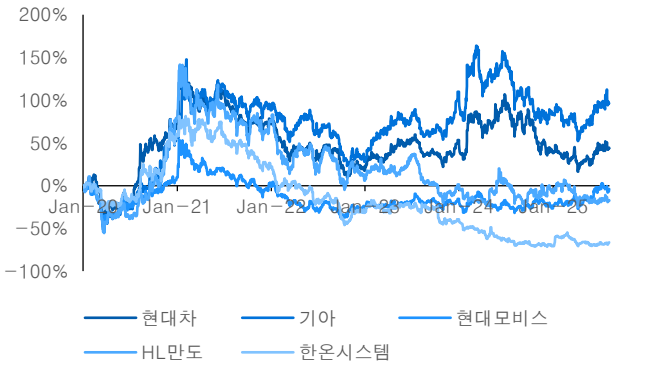
자동차 산업의 고도화에 따라 강한 연관성을 갖게 된 미래 기술 (AI, 로보틱스, 자율주행)이 향후 업종내 리레이팅을 초래할 가능성은 현재 제한적이라 판단한다. 해당 기술들은 자동차 업종의 수익성을 강화할 수 있는 중장기 요인 (AI 및 자율주행: 시장 경쟁력, 로보틱스: 생산비 절감)으로 작용할 것이라 여겨지고 있으나, 결론적으로 이러한 기술들이 실적에 영향을 줄 수 있는 가시권에 들어오기까지는 아직 시간이 필요하다. 이뤄낸 것과 이뤄낼 수도 있는 것은 엄연히 다르다. 앞서 언급한 현대차와 기아의 유기적인 제품 믹스 개선은 실제로 영업이익률 개선에 큰 기여를 했다. 이에 반해 위의 미래 기술들은 아직 연구개발 단계에 있으며, 실질적 상용화로 인한 이익기여보다는 아직 비용을 발생시키는 요인이다.

로봇, 자율주행 관련주와 주가 방향성을 비교해 봐도…



자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

…이 업종과는 관련성이 크지 않다



자료: 유안타증권 리서치센터 추정, Bloomberg

로봇을 통한 생산비용 절감보다 생산직 자연감소 효과에 기대

당사는 현대차그룹의 구조적 생산비용 절감은 로보틱스의 적용보다 생산직 인원의 자연감소에서 더 큰 효과를 보일 것이라 예상한다. 현대차그룹은 로보틱스 전문 계열사 보스턴 다이내믹스(BD)가 만드는 휴머노이드 로봇 아틀라스를 올해 말 완성차 생산 현장에 시범 투입할 예정이고. 이와 같은 로봇의 생산라인 투입은 장기적으로는 생산비용 절감에 기여할 것으로 보이나, 단기적으로는 여전히 실질적 상용화 가시성은 아직 확보되지 않았다. 작년 BD는 아틀라스의 구동방식을 유압식에서 전기식으로 변경하였는데, 이를 통해 제조 현장 투입이 더욱 용이해질 것이라 예상한다. 다만, 그 시점에 대해서는 하반기 시범적 투입에 검증기간을 고려한다면 단기적 혁신보다는 장기적 개선효과 정도로 보아야 한다.

BD Atlas 의 유압식에서 전기식으로의 구동방식 변경은, 연구개발 단계에서 실질적 상용화로 목표가 변경되었다는 점을 시사

	유압식	전기식	전환시 기대효과
출력, 토크 밀도	매우 높음	기술 발전으로 최근 격차 감소	제조업에서는 충분한 성능
반응 속도	유체 압력 제어로 고속 응답	실시간 제어 가능, 정밀성 우수	정밀제어 가능
에너지 효율	낮음 (유체 손실, 발열, 펌프 구동 손실)	높음 (직접 구동)	운영비 절감, 지속시간 향상
유지보수	누유, 오일 교환, 배관 점검 필요	모듈형 교체 용이, 소모품 적음	서비스 비용 절감
안전성	누유 위험, 안전규정 강화에 취약	청정 작업환경 유지 가능	사업반경 클린룸 적용 가능
시스템 부피, 중량	펌프,탱크,밸브 등 부품 다수	모터, 전원부로 간소화	작업범위 확대
양산성	부품 표준화 어려움	전장, 모터 부품 표준화 용이	대량생산 가능
제어 유연성	유압 회로 설계, 튜닝 복잡	SW 업데이트, 제어 로직 변경 용이	고객 맞춤형 적용 가능
AI 통합	실시간 데이터 수집, 반영 어려움	센서 및 네트워크와 쉽게 연동	디지털 전환 가속화

자료: 유안타증권 리서치센터, Boston Dynamics

오히려, 당사는 현대차그룹의 생산직 자연감소 효과가 직접적인 생산비용 절감에 기여할 것이라 판단한다. 현대차의 생산직 채용 규모와 퇴직자 규모를 비교하였을 때, 2023-2030년 생산직의 순 은퇴 인력은 13,000명 이상이 될 것이라 예상한다. 2025-2030년 6년간 순 은퇴 예정 인력이 1만 명 정도이기에, 단순히 연간 인건비 1억원을 상정해도 생산직 자연감소로 인해 연간 1조원 수준의 비용 절감을 달성할 수 있을 것이라 예상한다. 퇴직자 1인당 평균 인건비를 1억-1억 5천만원 수준으로 선정한 아래 표는, 1) 단순 급여액뿐만 아니라 퇴직급여 충당금과 기타 복리후생비를 포함한 회사 측의 총 비용, 2) 근속연수의 증가에 따른 높은 급여 수준, 3) 임금피크제 적용, 10%의 삭감률을 고려해도 생산직 퇴직자의 급여가 전사 평균 급여액 (24년 기준 1.24억원)을 초과할 것이라는 전제를 고려하였다.

생산직 자연감소에 따른 연간 인건비 절감 시나리오

	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
신규 고용 인원	**400**	**800**	**800**	600	600	600	600	500
은퇴 인원	2,388	2,402	2,650	2,674	2,301	2,436	2,032	1,659
연간 순 은퇴 인원	1,988	1,602	1,850	2,074	1,701	1,836	1,432	1,159
누적 순 은퇴 인원	1,988	3,590	5,440	7,514	9,215	11,051	12,483	13,642
24년 대비 연간 인건비 절감 효과 (십억 원)								
퇴직자 평균 인건비 1억 가정시			185	392	563	746	889	1,005
퇴직자 평균 인건비 1.3억 가정시			241	510	731	970	1,156	1,307
퇴직자 평균 인건비 1.5억 가정시			278	589	844	1,119	1,334	1,508

자료: 유안타증권 리서치센터, 언론 종합. 주: 주: 24 년 임단협 당시 26 년 신규 고용 300 명으로 합의되었으나 보수적 예상치 적용, 볼드체는 확정된 내용

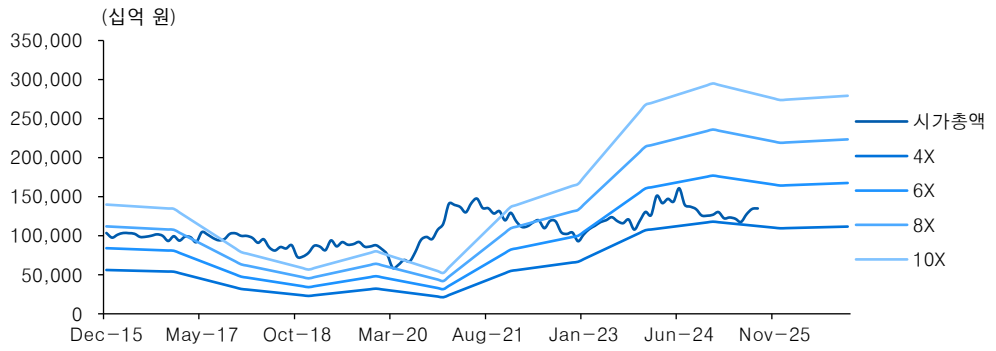
싸다고 다 담으라고 할 수는 없다

업종 전체에 대한 의견을 중립으로 바라보는 이유

자동차/부품 업종에 대한 지배적인 의견은 현재 저평가 구간에 있어 향후 주가 상승을 기대할 만하다는 것인데, 당사는 이에 대해 업종 전체가 해당하지는 않는다고 판단한다. 향후 이익의 상승이 예상되어 지속적으로 밸류에이션 멀티플이 하락할 것으로 예상되는 업종이라면 그러한 논리가 통할 수 있으나, 현재 업종이 직면한 관세, 전동화 및 여러 가지 리스크 요인들을 고려한다면 이러한 예상에 대한 가시성이 부족한 상황이다.

KRX 자동차 업종에 대한 컨센서스를 살펴보면 2024년 순이익 29.5조원을 정점으로 25년 27조, 26년 28조원의 예상치를 보이고 있다. 업종 전체적인 이익 레벨에 대한 개선세가 예상되지 않는다면, 오늘이 가장 저렴한 구간이 아니라 앞으로도 계속 저렴한 구간에 머물고, 이후 이러한 밸류에이션이 고착화될 수도 있다.

KRX 자동차 지수의 시가총액 변화와 P/E Band Chart



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

이러한 우려는 경험적인 측면에서도 검증된다. 국내 주요 자동차/부품 기업들의 주가 퍼포먼스를 답습하였을 때, 현대차, 기아, 모비스 3사를 제외한 부품 업체들의 성적은 다소 실망스러운 상황이다. 특히, 당사는 전동화 관련 수혜주로서 주요 완성차 및 BEV 생산업체향 수주가 직접적인 주가 상승으로 이어졌던 2020-2022년 대비 현재 낙폭이 크다는 점을 통해, 해당 호시절의 밸류에이션 멀티플 대비 저렴한 구간이라는 이유가 향후 주가 상승을 보장할 수는 없다고 판단한다.

국내 주요 자동차/부품 업체들의 과거 주가 대비 퍼포먼스

	현대차	기아	현대모비스	한온시스템	에스엘	HL만도	SNT모티브	성우하이텍	모트렉스	화신	서연이화	현대위아
YTD	4%	6%	36%	-11%	12%	-12%	-10%	21%	-5%	29%	0%	36%
3개월 전	19%	19%	27%	18%	7%	6%	23%	8%	-2%	10%	2%	20%
6개월 전	14%	14%	31%	-19%	-2%	-19%	45%	19%	-9%	14%	-7%	26%
1년 전	-14%	0%	48%	-12%	0%	5%	-20%	-17%	-16%	-4%	-21%	0%
2년 전	18%	34%	38%	-61%	-1%	-15%	-26%	-40%	-50%	-30%	-23%	-10%
3년 전	13%	33%	52%	-64%	-12%	-32%	-24%	18%	-30%	-20%	41%	-32%

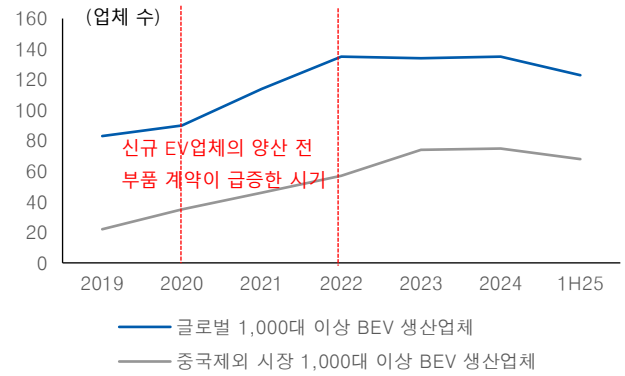
자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

현대모비스 제외 부품업종에 대한 보수적 의견 제시

현대모비스를 제외한 부품업종에 대해 상대적으로 보수적인 의견을 제시한다. 과거와 달리 현재는 실적 개선을 제외하면 전동화 부품 관련 단기 주가 부양 요소가 없다. 2020-2022년 BEV 시장 개화기 당시에는, 신규 EV업체향 수주 사실만으로도 주가부양이 가능했으나, 1) 현재는 신규 EV 생산업체의 출현이 없으며 2) 앞서 언급했듯 전동화 물량에 대한 단기적 급증 가능성이 제한적이다.

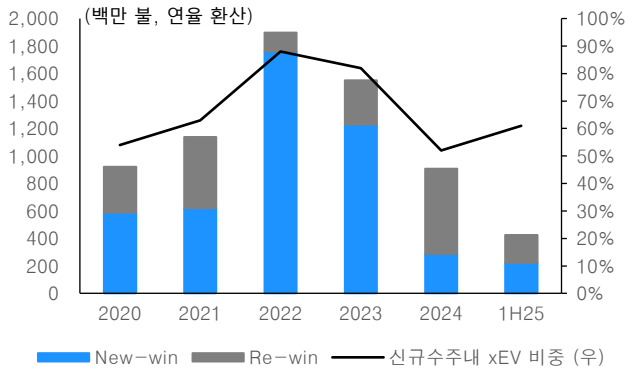
실제로 글로벌 BEV 시장에서 1,000대 이상의 BEV를 생산 및 판매하는 업체의 수는 2020-2022년 급증하였다 (중국을 제외한 경우, 몇몇 프리미엄 브랜드의 BEV 출시 지연으로 2023년까지도 상승세). 그러나, 1H25 기준 이러한 업체의 수는 오히려 감소세를 보이며 초기 과열된 시장에 진입한 생산 업체들의 생존경쟁 구간에 돌입하였다.

정상화 구간에 돌입한 BEV 생산업체 수



자료: 유안타증권 리서치센터, SNER

대표적인 전동화부품 공급업체 한온시스템의 연간 신규수주 추이



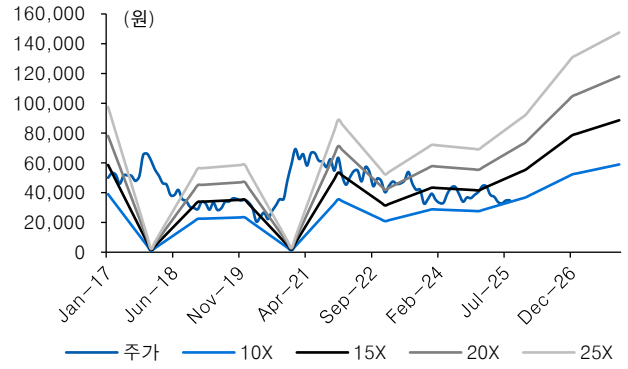
자료: 유안타증권 리서치센터, 한온시스템

Historical P/E 가 저렴하다는 뜻의 숨은 의미는?

다음 페이지에 표시된 국내 주요 자동차 부품업체들의 P/E band chart에서는 공통점이 발견되는데, 이는 현재의 P/E multiple이 모두 역사적 저점에 위치해 있다는 점이다. 주가 관점에서는 횡보를 했으나, 이전 시점의 이익 레벨이 너무나도 낮았고 향후 지속적인 이익 성장을 전제했을 때 지금이 가장 저렴한 구간이라는 뜻이다.

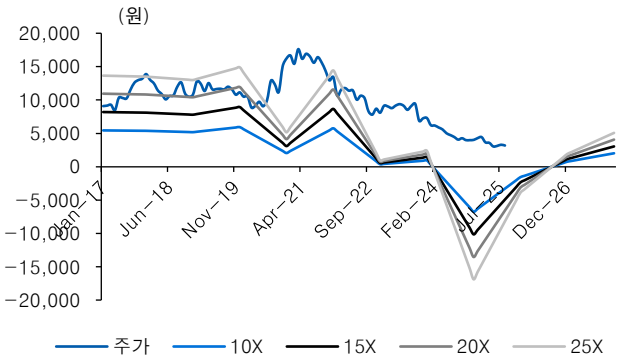
그렇다면 역설적으로 이전에는 왜 높은 P/E multiple을 인정받았는지 생각해볼 필요가 있다. 앞서 언급한 것처럼, 국내 부품사들에 대한 전동화 수혜 기대감이 단기 실적의 부진을 상쇄했기 때문이다. 그때는 지금이 실적 황금기일 것이라 예상했고, 지금은 나중이 실적 황금기일 것이라 예상하고 있다. 다만, 당사는 1) 국내 부품업체들의 가장 큰 매출비중을 차지하는 현대차-기아의 단기 판매량 급증이 어렵고 2) 관세로 인한 타격이 하위 밸류 체인에도 영향을 미칠 수 있다는 점에서 향후 개선될 것으로 예상되는 의견에 대해 보수적인 관점을 제시한다.

HL 만도: P/E band chart



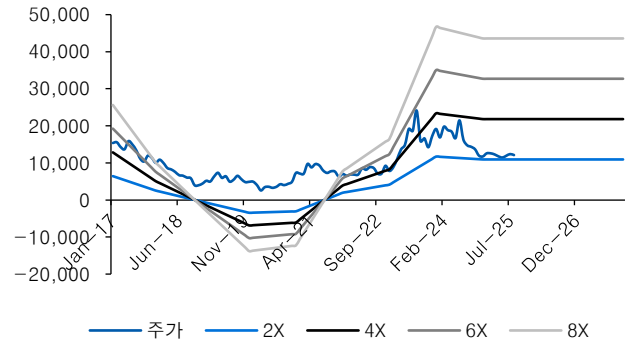
자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

한온시스템: P/E band chart



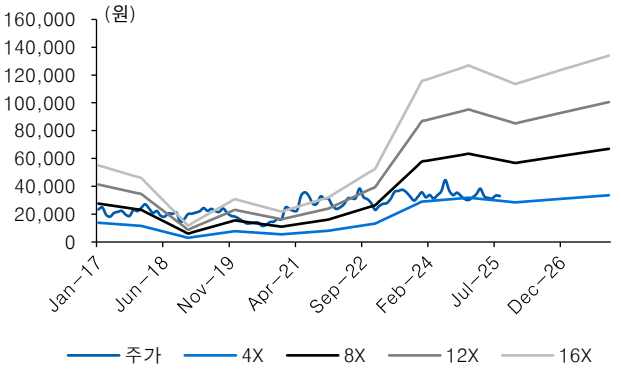
자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

서연이화: P/E band chart



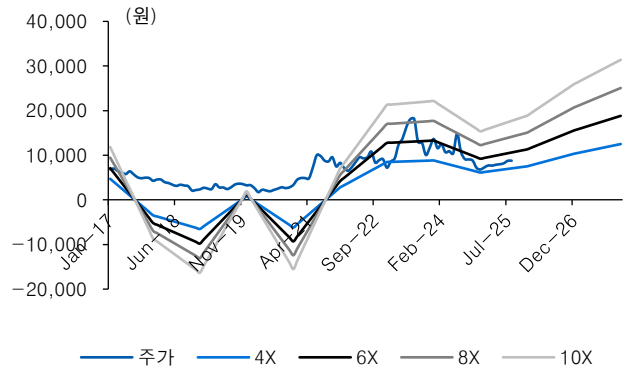
자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

에스엘: P/E band chart



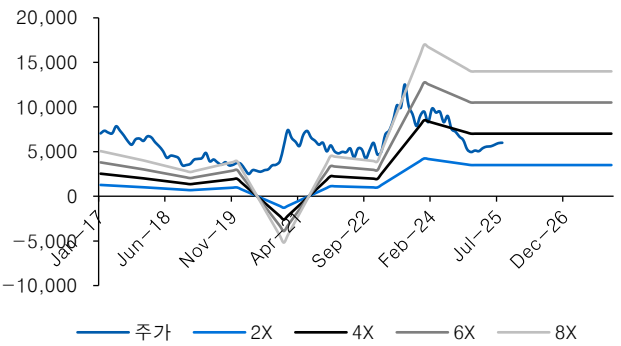
자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

화신: P/E band chart



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

성우하이텍: P/E band chart



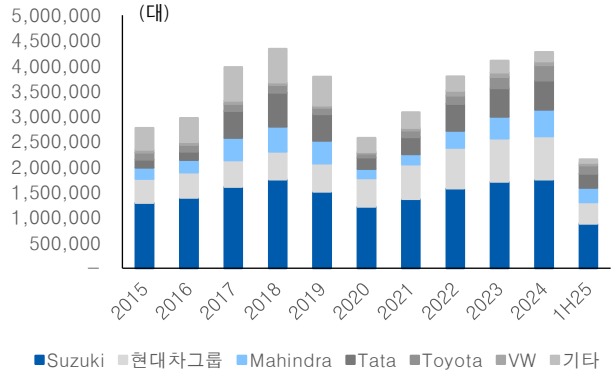
자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

권역별 자동차 시장 현황

인도 – 초급속 믹스 개선 시장

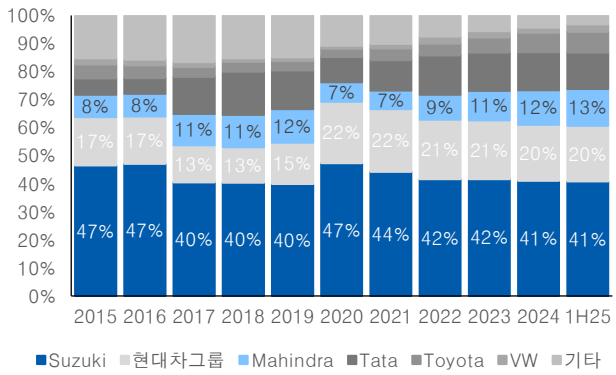
인도시장의 경우 2018년 434만 대 판매 이후 1H25 216만 대를 판매하며 COVID-19 이전 수준으로의 판매량 회복을 목전에 앞두고 있다. 여기서 현대차그룹은 20% 수준의 시장 점유율을 사수하고 있는데, 이는 2017년 13%대 점유율 대비 COVID 시기 22%까지 급증 이후 안정화된 수치이다.

인도 자동차 시장 전체 판매 대수 - OEM 별



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

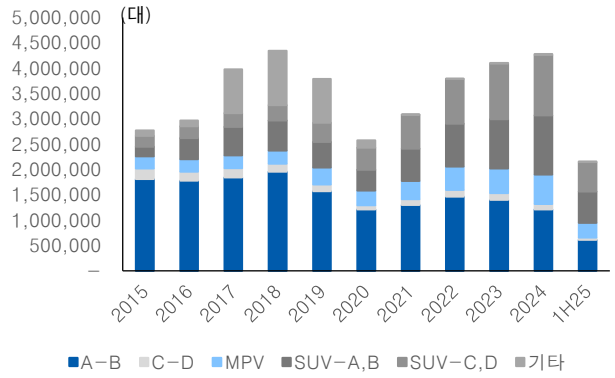
인도 자동차 시장 전체 시장 점유율 - OEM 별



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

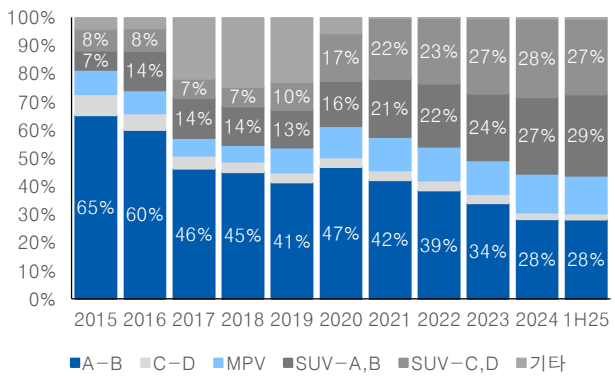
인도 자동차 시장에서 주목해야 할 점은 믹스 개선세이다 (BEV의 경우 24년 판매량 21만 대에 그쳐 단기 판매량 급증을 기대하기는 어렵다). 글로벌 SUV 선호 트렌드와 마찬가지로 인도내 전체 자동차 판매량 중 세단의 비중은 2015년 72% 수준에서 2024년 30%까지 하락하였고, SUV와 MPV의 비중이 23%에서 69%까지 급증하였다. 프리미엄급에 해당하는 E세그먼트 이상의 차종이 본격적으로 보급되지 않은 신흥 시장일지라도 SUV에 대한 선호 현상이 매우 급격하게 두드러졌다는 것을 알 수 있다.

인도 자동차 시장 전체 판매 대수 - 세그먼트별



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

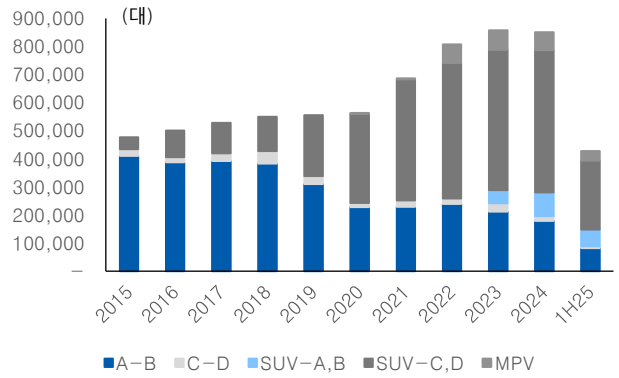
인도 자동차 시장 전체 시장 점유율 - 세그먼트별



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

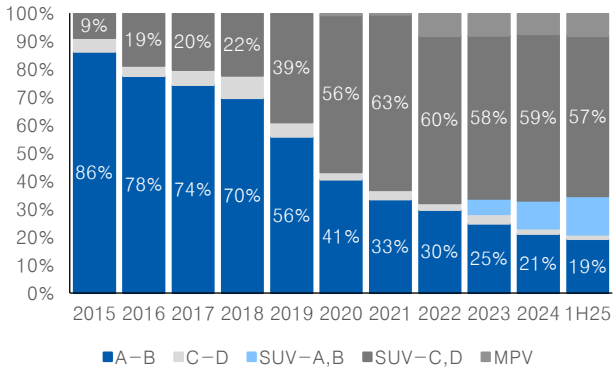
현대차그룹의 판매 전략 또한 이에 기민하게 반응하였다. 2015년 기준 91%에 달하는 인도시장 내 세단 판매 비중을 2024년 23%까지 낮추는 반면, SUV와 MPV 판매비중은 2015년 9%에서 2024년 77%까지 확대하였다. 특히, 사실상 인도 자동차 시장의 상위 트림 차종이라 할 수 있는 SUV C, D 세그먼트 시장에서 점유율을 끌어올린 뒤 40% 이상을 유지하고 있다.

인도 자동차 시장 내 현대차그룹 판매 대수



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

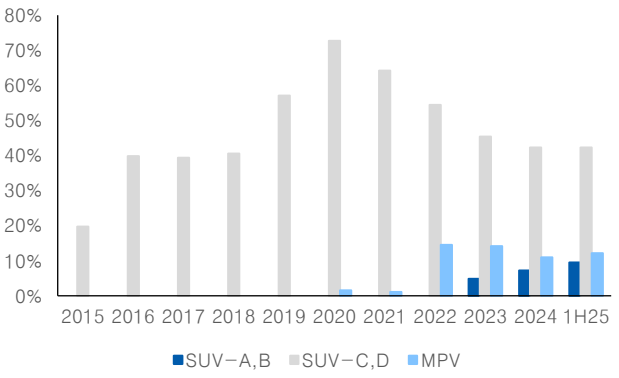
인도 자동차 시장 내 현대차그룹 세그먼트별 판매 비중



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

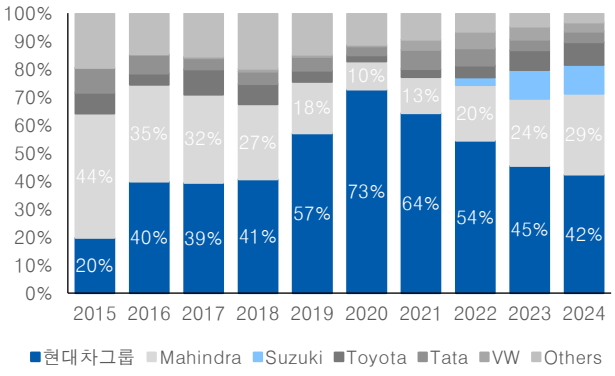
SUV-C, D 세그먼트의 경우 시장 점유율이 70% 이상으로 급등했다가 정상화되는 양상을 띠고 있는데, 이는 Mahindra, Suzuki와 같은 현지 브랜드의 신차 사이클로 인한 약진 때문이라 판단한다. 그럼에도, 현대차그룹 또한 SUV-A, B 세그먼트와 MPV 세그먼트의 신규 시장 점유율, 또한 이후의 신차 출시를 통해 SUV-C, D 시장 점유율을 안정적으로 방어하며 해외 OEM 브랜드 중에서는 가장 높은 점유율 유지가 가능할 것이라 예상한다.

현대차그룹의 세그먼트별 인도시장 내 시장 점유율 변화



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

SUV-C,D 세그먼트 점유율 하락이유는 현지 브랜드의 약진

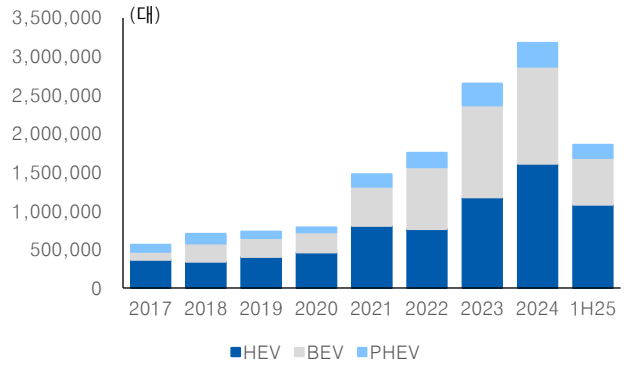


자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

미국 – HEV 시장의 "진짜" 도약

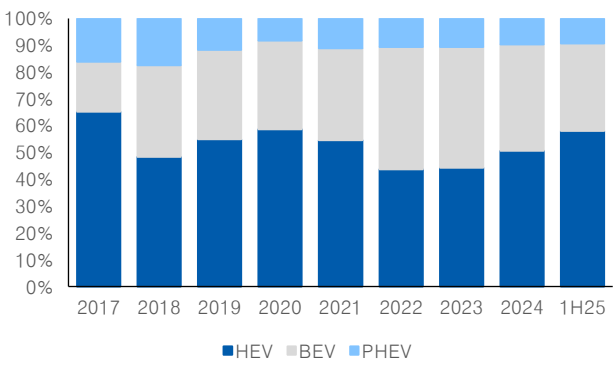
미국 자동차 시장에서 가장 눈여겨볼 만한 점은 HEV 시장의 성장세이다. 지리적 여건상 대도시를 제외하고 BEV가 각광받기 힘든 시장에서 HEV는 지속적이고 강력한 판매량 성장세를 기록하고 있다. BEV가 2024/1H25 기준 126만/61만 대 판매된 것과 달리 HEV는 161만/108만 대를 기록하며 올해에도 30% 이상의 판매량 성장을 기록할 전망이다.

미국 자동차 시장내 친환경차 판매 대수



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

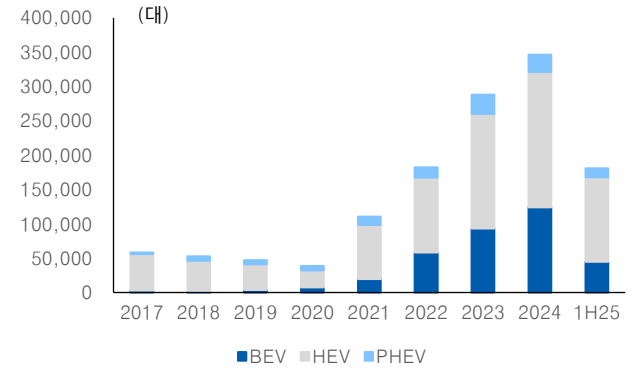
미국 자동차 시장내 친환경차 판매 비중



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

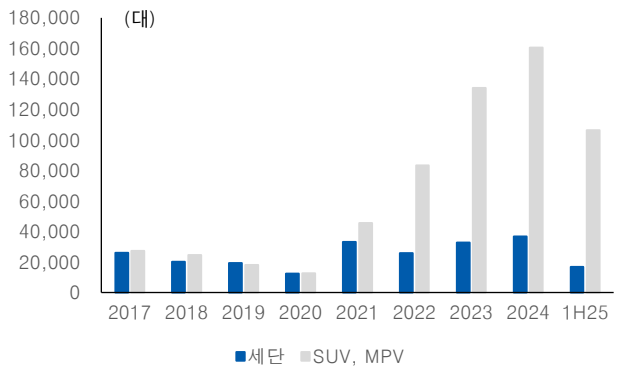
여느 자동차 시장과 마찬가지로 SUV에 대한 선호도가 높은 미국 시장에서, HEV+SUV의 조합은 필승의 공식을 지닌다. 실제로 현대차그룹의 2017년 미국내 HEV 판매 중 세단과 SUV는 각 49%, 51% 정도의 비율을 기록했으나, 1H25 기준 14%, 86%로 HEV-SUV의 의존도가 매우 높다. 향후 팰리세이드 HEV 판매량 상승, 제네시스의 GV시리즈 HEV모델 출시를 예상하는 가장 큰 이유이다.

현대차그룹의 미국내 친환경차 판매 대수와 종류



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

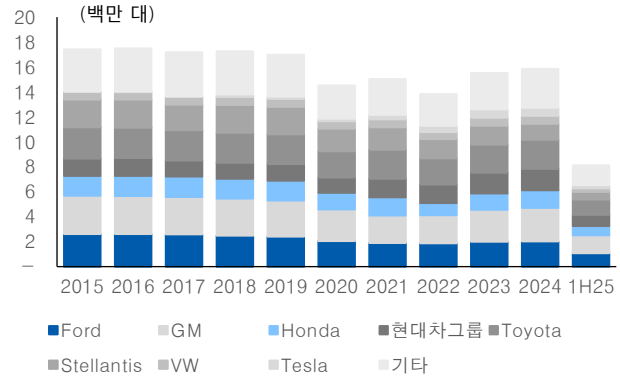
현대차그룹의 미국내 HEV 판매량 - 세단과 SUV



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

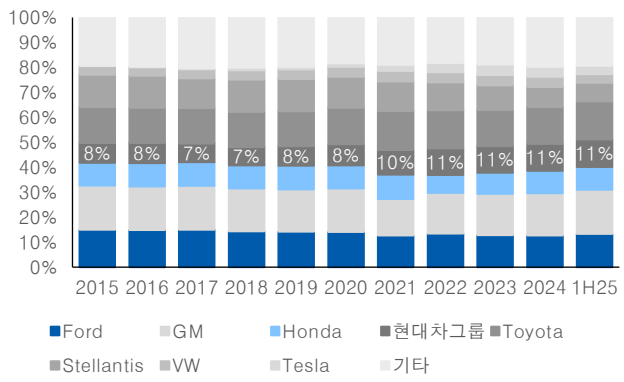
상대적으로 시장 성장이 정체되어 있던 미국 자동차 시장은 COVID 이후 올해 처음으로 1,600 만 대 판매를 달성할 것으로 예상한다 (2016년 1,750만 대 판매). 현대차그룹은 2016년 142만 대를 판매했으나, 올해에는 180만 대를 판매하며 시장 점유율 또한 11%대를 유지할 수 있을 것이라 예상한다. 미국 자동차 시장의 경우 점유율이 COVID 이전 대비 3-4% pts 상승한 수준이나, 이미 완숙한 선진 시장에서 이와 같은 점유율 상승은 브랜드 가치의 유기적인 개선을 의미한다.

미국 자동차 시장 전체 판매 대수 - OEM 별



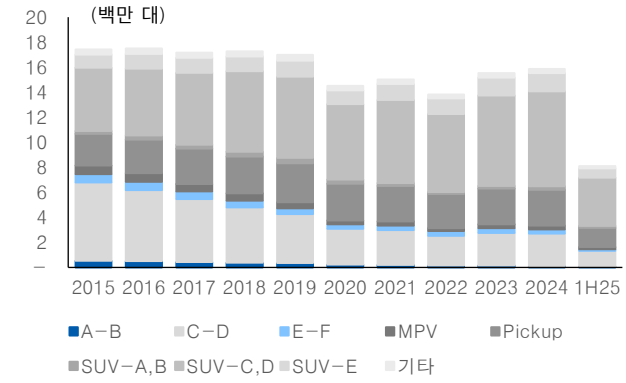
자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

미국 자동차 시장 전체 시장 점유율 - OEM 별



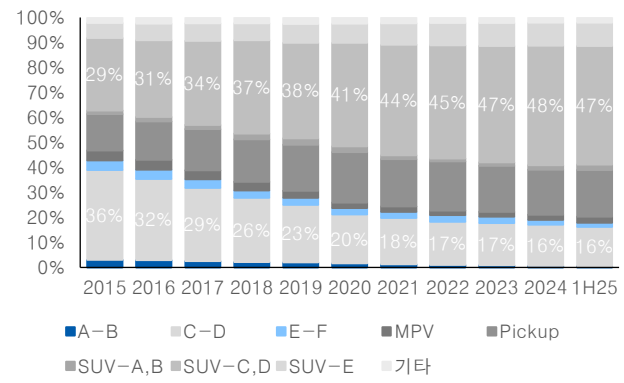
자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

미국 자동차 시장 전체 판매 대수 - 세그먼트별



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

미국 자동차 시장 전체 시장 점유율 - 세그먼트별

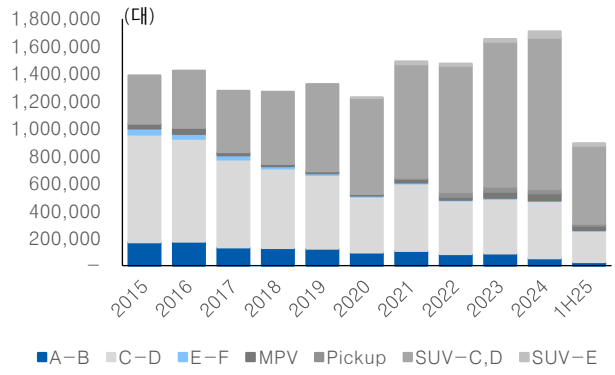


자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

미국 자동차 시장에도 SUV 선호 현상은 뚜렷하다. 2015년 세단 판매 비중 43%에서 1H25 18%까지 하락한 반면 SUV 판매비중은 36%에서 59%까지 상승했다. 기타 권역 대비 제한적인 상승폭은 예전부터 꾸준히 높은 선호도를 유지했던 Pickup 세그먼트의 판매 호조 때문이다. 특히, A-B 세그먼트는 세단과 SUV 모두 1-2% 수준의 판매 비중을 기록하며 소형 차량에 대한 압도적인 비선호 현상을 보이고 있다.

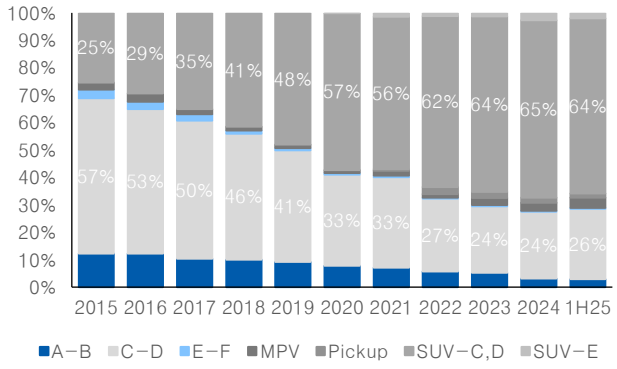
마찬가지로 현대차그룹 또한 SUV 판매비중이 의미있게 상승했다. 2015년 25%에서 1H25 66%로 상승하며 시장 트렌드 (+23% pts)를 상회했고, 세단 판매비중도 72%에서 29%로 낮췄다. 다만, 세단 판매비중은 여전히 미국 시장 평균 (18%)보다 높은 수준인데, 이는 Pickup 세그먼트의 부재로 인한 것이라 판단하며 이는 중장기적으로 GM과의 협업에서 보강될 것이라 예상한다.

미국 자동차 시장 내 현대차그룹 판매 대수



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

미국 자동차 시장 내 현대차그룹 세그먼트별 판매 비중

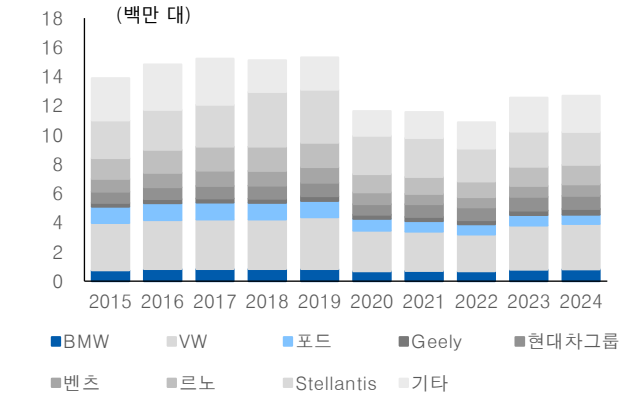


자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

유럽 – COVID 이전 판매량으로 복귀 중, 친환경차는 SUV 위주로

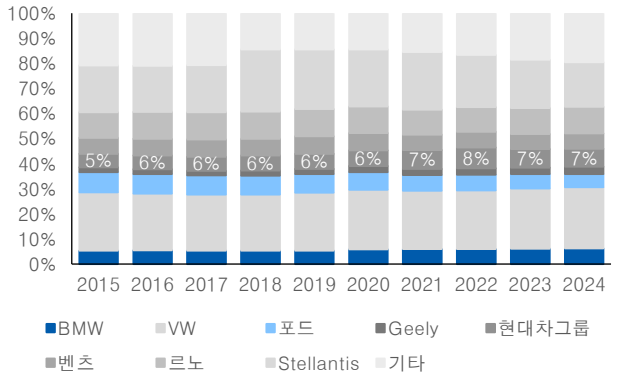
유럽 자동차 시장은 COVID 이후 올해 처음으로 1,400만 대 판매를 달성할 것으로 예상한다 (2019년 1,500만 대 판매). 현대차그룹은 올해 100만 대를 판매하며 시장 점유율 또한 7%대를 유지할 수 있을 것이라 예상한다. 현지 브랜드 (VW, Renault, Stellantis)에 대한 브랜드 충성도가 매우 높은 시장답게 회사별 시장 점유율이 크게 변동하지는 않는 모습을 보인다.

유럽 자동차 시장 전체 판매 대수 - OEM 별



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

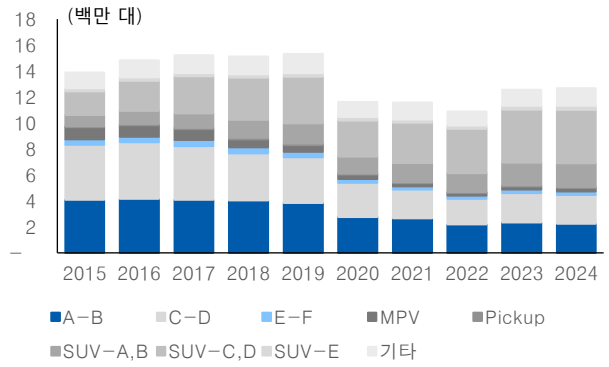
유럽 자동차 시장 전체 시장 점유율 - OEM 별



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

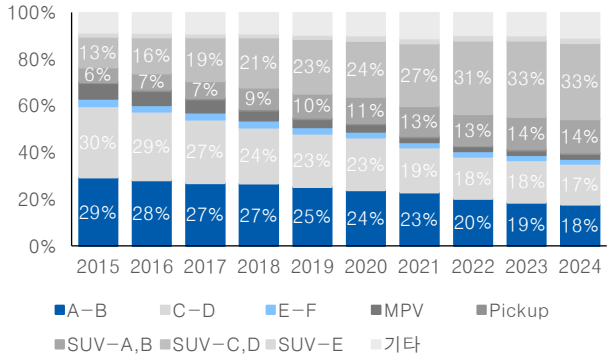
그럼에도 불구하고 SUV를 선호하는 트렌드는 유럽에서도 유효하다. 2024년에도 세단 판매 비중이 37%로 다른 지역 (미국 18%)대비 여전히 높긴 하지만, 2015년 (63%) 대비 크게 하락하였다. 다만 여전히 A-B 세그먼트의 판매 비중이 SUV와 세단을 합쳐 32%수준이라는 점은 대형 차량의 선호도가 높은 미국 시장과 차별되는 부분이다.

유럽 자동차 시장 전체 판매 대수 - 세그먼트별



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

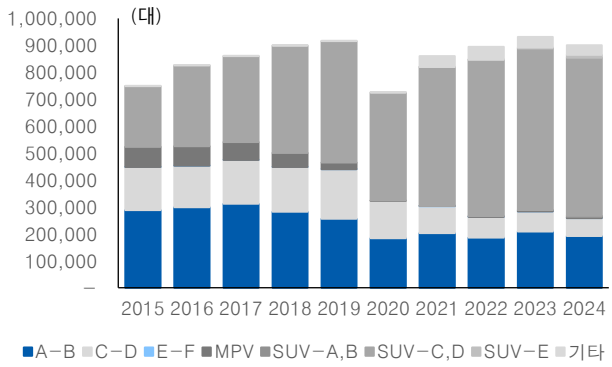
유럽 자동차 시장 전체 시장 점유율 - 세그먼트별



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

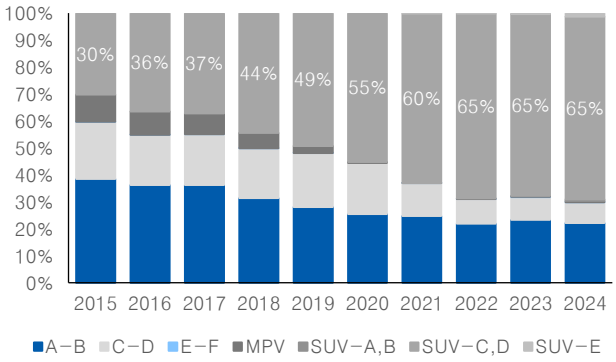
현대차그룹은 과감하게 SUV-C, D 세그먼트를 통해 유럽 시장을 공략하고 있다. 수익성이 저조한 SUV-A, B와 세단 세그먼트의 판매 비중은 지속적으로 하락하였고 SUV- C, D의 판매 비중은 65% 수준을 유지하고 있다. 이후 추가적인 신모델 투입 또한 C세그먼트 이상의 중대형 SUV 위주로 진행될 것이라 예상하며, 이는 HEV, BEV의 친환경 차량일 가능성이 높다고 예상한다.

유럽 자동차 시장 전체 판매 대수 - 세그먼트별



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

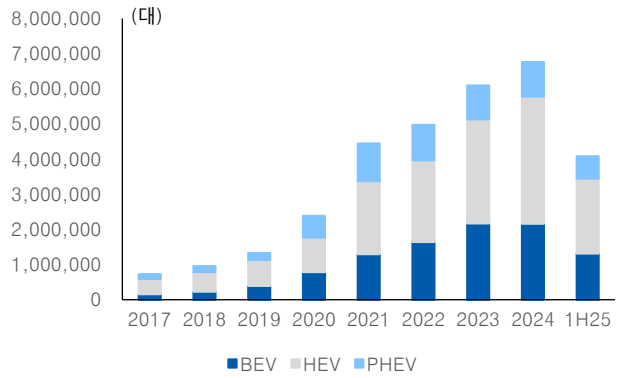
유럽 자동차 시장 전체 시장 점유율 - 세그먼트별



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

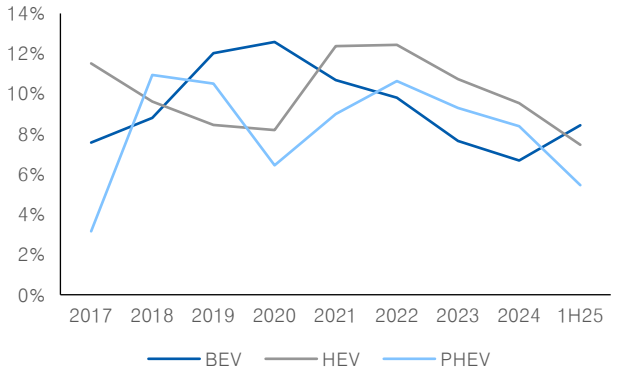
유럽의 친환경차 시장은 느리지만 꾸준히 성장하고 있다. 그 중에서도, HEV는 매우 꾸준한 성장세를유지하고 있으며 BEV의 경우는 올해 250만 대 이상의 판매량을 기록하며 둔화되었던 성장폭을 다시 늘릴 것으로 전망한다. 이러한 와중에, 현대차그룹의 친환경차 시장 점유율은 최근 하락세를 보이고 있는데, 이는 경쟁업체들의 신규 EV모델 출시에 따른 경쟁 심화에 기인한다.

유럽 친환경차 판매 대수



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

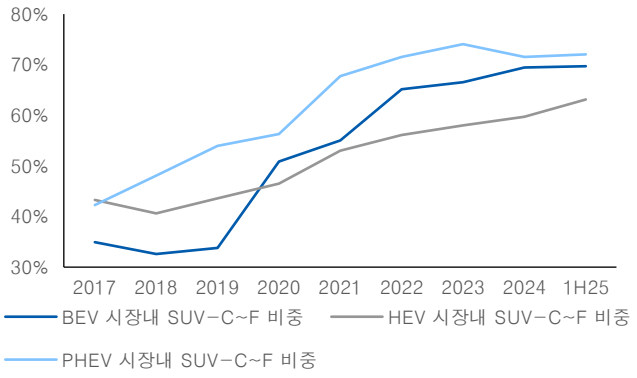
현대차그룹의 유럽 친환경차 시장 점유율 변화



자료: 유안타증권 리서치센터, SNER

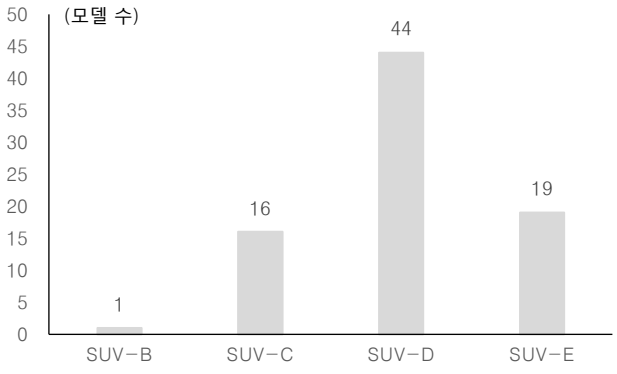
현대차그룹의 돌파구는 두 가지가 있는데, 1) SUV 친환경차 라인업의 확충과 2) 친환경 SUV-B 세그먼트 진출이다. 친환경차 시장 내에서도 SUV에 대한 선호도는 분명하며, 특히 C세그먼트 이상의 중대형 SUV에 대한 선호도가 분명하다. 1H25 기준 BEV/HEV/PHEV 시장 내 SUV-C 세그먼트 이상 차종의 판매 비중은 각각 70%/63%/72%이다. 또한, SUV-B세그먼트의 BEV 출시 또한 기대할 만하다. 현재 유럽에서 판매되는 BEV 중 SUV-B세그먼트는 사실상 Dacia의 Spring electric이 유일한데, 현대차그룹은 이를 공략할 예정이다. 현대차는 Ioniq 2, 기아는 EV2를 유럽시장에 판매하며 SUV-B세그먼트 시장의 점유율 상승을 노려볼 만하다.

유럽 친환경치 시장 내 SUV-C 이상 세그먼트 판매 비중



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

유럽 BEV 시장내 판매되고 있는 SUV 세그먼트별 모델 수 (1H25 500 대 이상 기준)

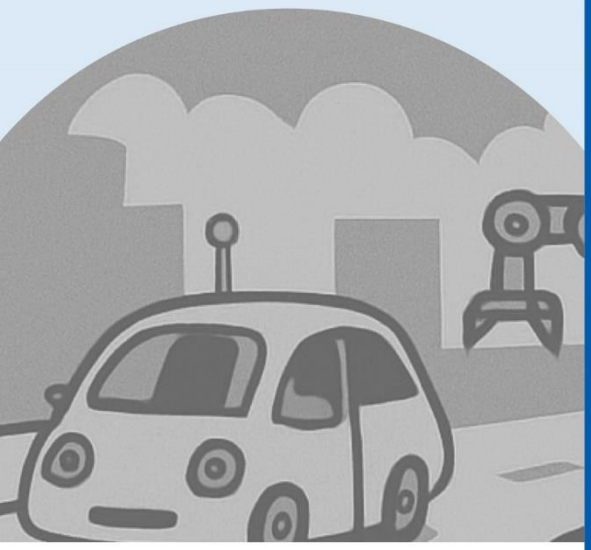


자료: 유안타증권 리서치센터, SNER

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: **김용민**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



기업분석

현대차 (005380)

기아 (000270)

현대모비스 (012330)

HL만도 (204320)

한온시스템 (018880)

현대차 (005380)

김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

모든 것을 걸러내도 차고 넘치는 상승여력

체질 개선이 아니라 다시 태어난 수준

원화 약세, 차량용 반도체 부족 등으로 FY22-24 호실적을 기록. 이러한 비유기적 요인으로 인한 실적 피크아웃 우려는 상존했으나, 동사의 본질적인 제품 믹스 개선에 주목할 필요 있음. 2017년 전체 판매량 중 세단 비중 63%, SUV 29%에서 1H25 SUV 55%, 세단 32%로 전체 판매량 중 25%가량이 세단에서 SUV로 개선. 제네시스 판매비중 또한 1.9%에서 5.6%까지 상승 (세단 비중 100%에서 SUV 비중 66%까지 상승).

최악의 여건에서 최고의 실적을 뽑아내는 금융 부문

미국내 고금리의 연속에 따른 자동차금융 연체율 역사상 최고점을 기록중. 그럼에도 불구하고 금융부문은 상반기 1.2조원의 영업이익 달성하며 전사 영업이익의 17% 기여. 그 중에서도 현대캐피탈아메리카 (HCA)는 상반기 영업이익 7,400억원 기록 추정. 일반적으로 5년 이상으로 계약하는 자동차금융 특성상 자동차 사업부문 대비 향후 안정적인 이익을 기록할 수 있다는 점에서 전사 이익을 지지할 수 있는 효자사업부문이라 판단. 향후 조달금리 인하 시 이익개선 폭이 확대될 것이며, HCA의 높은 오토론 프라임 비중 (90%)으로 연체 리스크 또한 매우 제한적이라 판단.

투자의견 BUY, 목표주가 300,000원으로 커버리지 개시, Top pick

SOTP 밸류에이션 기반 (FY25-26F 평균, 금융부문 Target P/E 8배, 이외 5.5배)한 목표주가 300,000원으로 커버리지 개시. 가장 보수적인 자동차부문 P/E multiple 적용 이후에도 막대한 상승여력이 확보되는 것은, 현재 주가가 1) 관세 영향에 대한 우려가 과도하게 반영되었으며, 2) 업종 내 중장기 전동화 관련 리레이팅에 대한 공감이 어렵기 때문이라 판단. 9월 예정된 CEO Investor day, GM과의 협업 범위 구체화, 우려 대비 낮은 관세 관련 비용 등이 확인되는 경우 동사의 주가 상승 트리거가 될 것이라 예상. 자동차 사업뿐만 아니라 금융부문 보유로 인한 향후 실적개선 가능성으로 인해 업종 내 Top pick 선정.

BUY (I)

목표주가	300,000원 (I)
직전 목표주가	N.A.
현재주가 (9/1)	220,500원
상승여력	36%

시가총액	451,491억원
총발행주식수	265,390,108주
60일 평균 거래대금	1,623억원
60일 평균 거래량	765,202주
52주 고/저	259,000원 / 177,500원
외인지분율	36.36%
배당수익률	5.66%
주요주주	현대모비스 외 11 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.0	19.0	(13.7)
상대	4.2	2.1	(26.6)
절대 (달러환산)	5.6	17.8	(17.3)

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	3Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	43,453	1.2	-10.0	44,601	-2.6
영업이익	2,154	-39.9	-40.2	2,763	-22.1
세전계속사업이익	2,809	-35.7	-36.0	3,541	-20.7
지배순이익	1,647	-45.9	-45.1	2,478	-33.6
영업이익률 (%)	5.0	-3.3 %pt	-2.5 %pt	6.2	-1.2 %pt
지배순이익률 (%)	3.8	-3.3 %pt	-2.4 %pt	5.6	-1.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	162,664	175,231	185,091	194,978
영업이익	15,127	14,240	12,254	14,226
지배순이익	11,962	12,527	10,481	11,968
PER	3.5	4.2	4.7	4.0
PBR	0.5	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	7.6	10.7	11.4	9.9
ROE	13.7	12.4	9.1	9.4

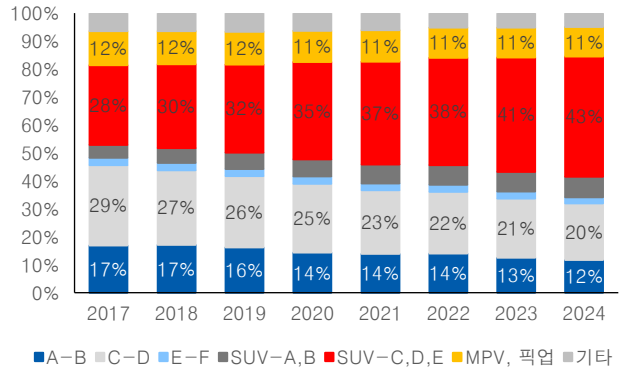
자료: 유안타증권

믹스에 대한 이야기

폭력적인 믹스개선

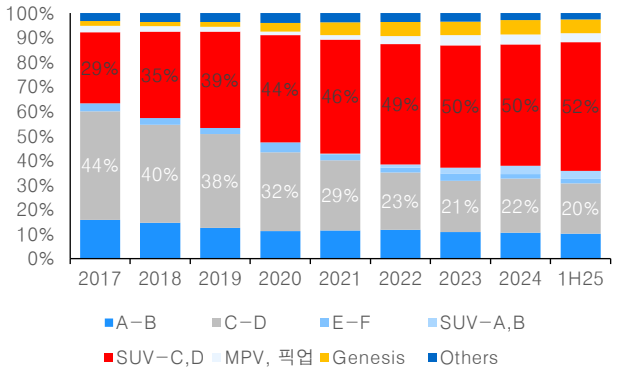
현대차는 지난 수 년간 글로벌 시장 트렌드를 상회하는 믹스 개선세를 이뤄냈다. 동사는 2017년 기준 세단 판매비중 63%를 기록하는 세단 위주의 완성차 업체였다. SUV 및 픽업, MPV, 제네시스 판매를 모두 합쳐도 37%에 불과했기에, 수익성이 낮은 세단 특성상 영업이익률의 상한선이 존재했다. 그러나 1H25 기준 세단의 판매비중은 32% (-31%p)로 낮아졌으며 SUV를 포함한 이외 차종의 비중은 68%로 상승 (+31%p), 글로벌 시장의 세단 판매비중 감소폭인 48%에서 34% (-14%p) 수준을 매우 상회하는 개선세를 기록하였다.

글로벌 세단 판매비중 또한 감소한 것이 사실이나…



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

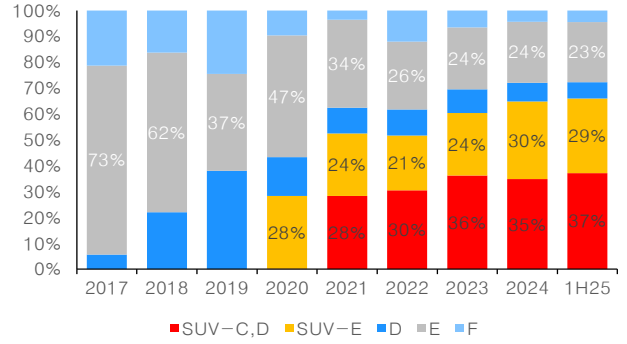
현대차의 경우 이를 매우 상회하는 믹스 개선세를 기록



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

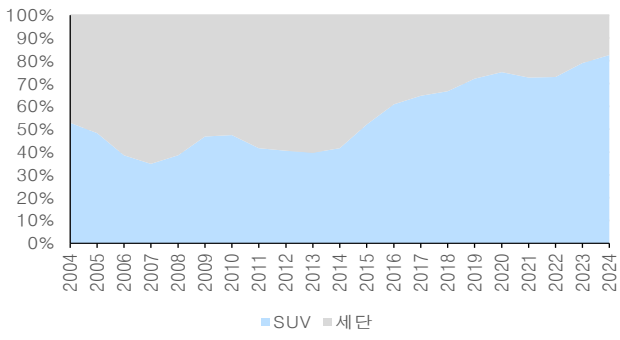
또한, 동사의 프리미엄 브랜드 제네시스 또한 비약적인 성장을 경험했다. 2015년 출범한 제네시스는 초기 세단만을 출시하였으나, 향후 SUV모델인 GV시리즈를 출시하며 SUV 판매비중을 단기간에 끌어올렸다. 향후 GV80 모델을 통해 최초 출시할 하이브리드 (HEV)와 주행거리 연장형 전기차 (EREV) 출시를 통해 지속적인 판매량 증가세와 이에 따른 SUV 판매 비중 상승세를 예상한다.

SUV 세그먼트 출시 이후 가파르게 상승한 제네시스의 SUV 비중은…



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

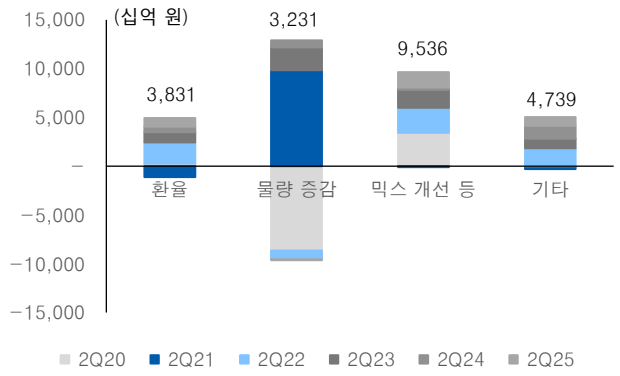
가장 가까운 벤치마크 Lexus의 전철을 밟아 SUV 판매비중 지속 상승할 것



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

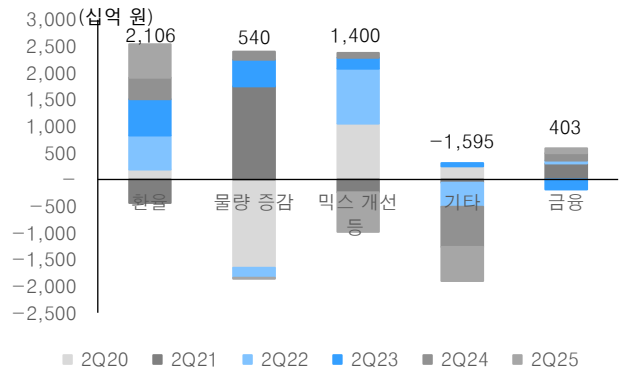
이러한 결과는 단순한 판매 호조가 아니라 외형과 이익의 성장에도 큰 기여를 했다. 2Q19 대비 2Q25 동사는 믹스개선으로 인한 외형 성장 9.5조원을 기록했으며 (자동차부문 전체 매출 79% 성장), 영업이익 측면에서도 1.4조원의 기여도를 보였다 (자동차부문 전체 영업이익 131% 성장).

2Q19 대비 2Q25 기준 매출 누적 기여도



자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차, 주: 상단의 숫자는 2Q19 대비 순증감

2Q19 대비 2Q25 기준 영업이익 누적 기여도



자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차, 주: 상단의 숫자는 2Q19 대비 순증감

해당 차트를 통해 확인할 수 있는 추가적인 사실은, 동사의 지난 수 년간의 영업이익 개선세가 매우 유기적이라는 점이다. COVID-19 이후 원화 약세와 차량용 반도체 부족으로 인한 자동차 품귀화 현상 등으로 역대 최고의 실적을 기록한 동사였지만, 이러한 부분들은 비유기적 기타요인으로 대부분 상쇄해도 이익체력이 개선된 점을 확인할 수 있다 (2Q25 영업이익 기준 환율 누적 +2.1조, 기타부문 누적 -1.6조로 5천억원가량의 이익인 반면, 물량 증가와 믹스개선으로 1.9조 이익 기여).

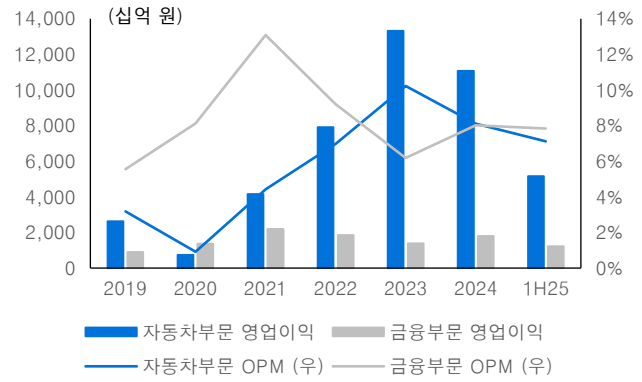
금융부문에 대한 이야기

대충 짚고 넘어가기엔 너무나 큰 사업

동사와 기아의 가장 큰 사업부문별 차이점은 금융사업의 존재 유무이다. 동사는 현대캐피탈, 현대카드, 현대캐피탈아메리카 (HCA)를 보유하고 있는데, 현대카드의 신용카드업을 제외시 자동차 할부금융사업과 리스금융사업이 주를 이루고 있다.

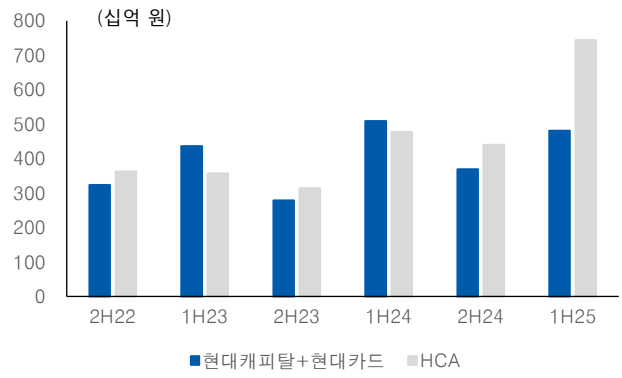
이러한 여신전문 업무를 영위하는 금융부문의 이익기여를 무시할 수 없다. 특히, 1H25 기준 금융부문의 영업이익은 1.2조원을 기록하며 자동차부문 (5.1조)의 24%까지 상승했다. 그 중에서도, 당사 추정 HCA의 영업이익은 1H25 급격한 상승세를 기록하였다. 추정 방법에는 금융부문 전체 영업이익에서 현대카드와 현대캐피탈의 연결영업이익을 제외한 나머지를 HCA의 영업이익이라 가정하였다. 실제로 HCA는 상반기 세전이익 (US GAAP기준) 4.66억불을 기록했는데, 이는 2024년 전체 세전이익의 77%, 2023년 기준으로는 한 해 세전이익의 108% 수준이었다.

무시할 수 없는 금융부문의 영업이익 기여



자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차

1H25 HCA 의 영업이익 비약적 상승



자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차

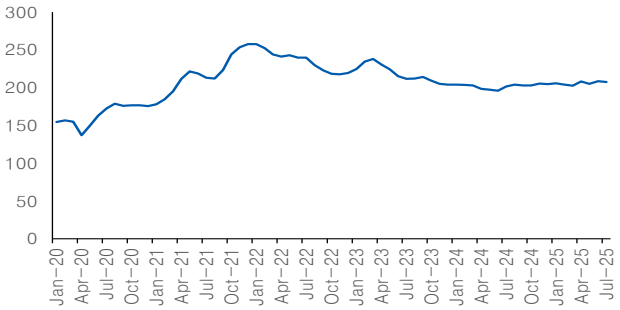
HCA: 최악의 상황에서 최고점을 뚫고 있다면

HCA의 이익 개선세는 현재 시장 환경이 너무나도 비우호적인 가운데 일어난 것이기에 특별하다. 미국내 고금리의 연속으로 인해 동사의 조달금리는 역사적 고점 수준이며, 이에 따른 전체 시장의 자동차금융 (Auto-loan) 연체율은 역사상 최고점을 기록중이다. 또한, 리스금융 사업으로 인해 충당금 설정 규모에 영향을 줄 수 있는 중고차 가격 또한 최근 변동성을 보이지 않아 특별한 일회성 이익이 발생할 만한 상황이 아니다.

최고점에 머물러있는 미국채 10년물 금리와 오토론 연체율

자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

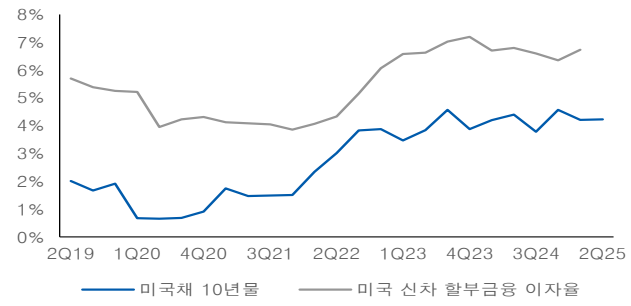
만하임 중고차 가치 지수 또한 큰 변동 없는 상황



자료: 유안타증권 리서치센터, COX automotive

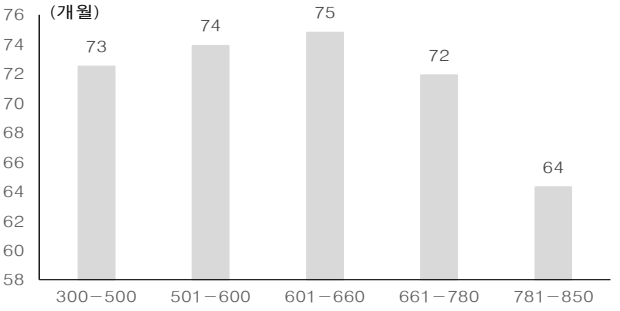
말하자면 최악의 영업 환경에 놓여있는 미국 자동차금융 시장에서 HCA는 이익 규모를 늘려왔다. 이에 대해 당사는 1) 조달금리 상승시기 (22-23년) 이후 이를 고객에게 완전히 전가하는 사이클이 도래했으며, 2) Prime등급 신용도를 보유한 고객 비중이 90%에 육박하여 연체율이 매우 낮기 때문에 가능했던 결과라고 판단한다. 일반적으로 자동차금융 사업은 조달금리 상승시 할부금융 금리 또한 상승하나, 주로 5년 이상으로 계약하는 자동차금융 특성상 기존 할부금융에 적용되는 금리를 올리는 데에 시간이 필요했고, 현재는 기존 저금리(저마진) 상품의 매출인식 비중의 의미있게 줄어들고 있다고 판단한다.

조달금리 상승시 약간의 시차를 두고 할부금융 이자율도 오르긴 하지만



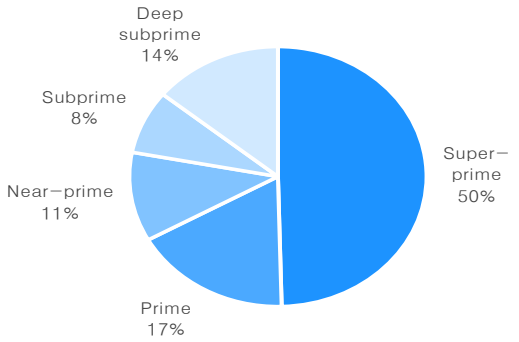
자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg, Experian

미국내 자동차금융 계약기간은 5년 이상 (신용점수별 개월수, 1Q25 기준)



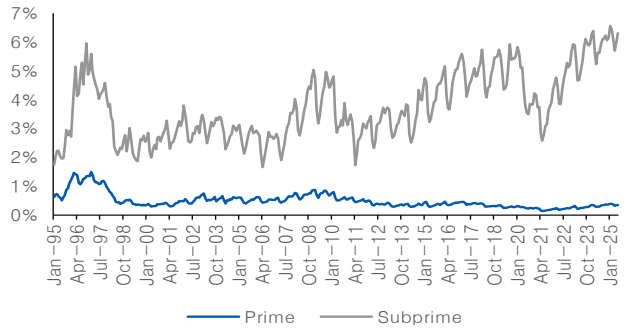
자료: 유안타증권 리서치센터, Lendingtree

HCA 의 프라임등급 고객 비중은 90%로 시장 평균 (67%) 대비 매우 높으며



자료: 유안타증권 리서치센터, Equifax

신용등급별 연체율은 매우 상이하다 (=HCA 는 안정적인 포트폴리오를 보유)



자료: 유안타증권 리서치센터, Fitch Ratings

결론: 금융부문은 앞으로 안정적으로 더 나아질 것

높은 금리와 연체율 환경 내에서, 마진 스프레드가 제한적이면서도 보수적인 충당금 설정을 해야 했던 HCA는 그럼에도 불구하고 호실적을 기록중이다. 그렇다면 1) 조달금리가 하락하고, 2) 이에 따라 시장 연체율도 하락한다면 HCA의 실적은 향후에도 더욱 개선될 수 있을 것이다. 또한, 이러한 시장 상황의 변동 없이도 지속적인 영업수익의 증가를 통해 이익 폭을 확대할 수 있을 것이라 판단한다. 이는 곧 이익의 안정성 측면에서 최근 관세 영향을 받고 있는 자동차 사업보다 견조할 것을 의미한다.

관세에 대한 이야기

아프겠지만, 생각보다는 덜 아플 것

트럼프 2.0 이후 자동차 및 부품 수출 관세 부과 우려는 업종 내 최대의 리스크였다. 우여곡절 끝에 15%의 관세율이 확정된 지금, 향후 이로 인한 영향을 예상하는 것이 필수적이다. 2Q25 실적발표를 통해 관세 관련 비용이 확인되었으나, 문제는 해당 비용에는 미국 공장에 납품하는 부품사들의 관세 영향에 대한 비용 분담금도 포함되어 (이 또한 분담 비율은 공개되지 않는다) 있고 관세 영향은 전체 분기가 아닌 5,6월에 발생했기 때문이다.

당사는 추정을 통해 국내에서 미국으로 수출되는 완성차 관세와 미국 현지 생산을 위해 수출되는 부품에 대한 관세 충당금을 분류하였다. 주의할 점은, 자동차에 부과되는 관세는 완성차 업체가 직접적 비용으로 인식하나, 당사가 추정한 수출 부품에 대한 관세 부담은 부품 공급사들이 일차적으로 부담하고 추후 완성차 업체에게 보전하는 충당금 성격의 비용이라는 것이다.

일반적으로 관세를 부과하는 기준은 권장소비자가격 (MSRP)이 아니라 본선인도 (FOB) 당시 가격 (제조원가+제조사 수출용 마진+수출항까지 내륙운송비+선적비) 기준이기에 완성차에 한정되는 관세 영향을 정확히 추정하기는 사실상 불가능하다. 그럼에도 불구하고 이를 추정하기 위해, 다음과 같은 방법을 채택한다. 1) 2Q25 소매판매 기준 미국생산 물량과 수출물량의 매출 비중을 추정, 2) 완성차 부문 관세대상 금액을 추정한다. 또한 3) 미국 현지생산에 투입되는 수출 부품의 비중을 구하고 4) 해당 부품에 부과되는 관세가 완성차 업체에 얼마나 전가될 수 있는지 추정한다. 여기서 2)와 4)를 통해 각각 완성차 부문 관세와 부품 부문 충당금을 분리할 수 있다.

정보 1) 2Q25 소매기준 북미에서 생산된 현대차 모델별 판매대수와 MSRP

2Q25	소매판매 (대)	가격 (천 불)
Tucson	35,371	31
SantaCruz	7,573	37
SantaFe	20,076	40
SantaFe HEV	13,601	43
GV70	6,031	59
GV70 EV	467	69
Ioniq5	9,711	50
Ioniq9	1,013	68
Tucson (멕시코)	5,483	31
총합 (가격은 가중평균치)	**99,326**	**39**

자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차, 주: MSRP 는 최상위-최하위 트림의 중위값

정보 2) 판매법인 매출을 통한 전체 대당 매출

	2Q25
HMA (미국 판매법인) 매출 (십억 원)	13,050
소매기준 한국생산량 (대)	156,253
소매기준 미국생산량 (대)	99,326
전체 소매대수 (대)	255,579
대당 매출 (백만 원)	51

자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차

완성차 수출을 통해서 발생하는 매출 추정과 실질적으로 발생한 관세 관련 비용을 통한 관세대상 금액 추정

		비고
2Q25 전체 소매판매 (대)	255,579	[A]
2Q25 소매판매중 수출물량 (대)	156,253	[B]
비중	61.1%	전체 소매판매량 내 수출물량 비중
2Q25 소매판매중 현지물량 (대)	99,326	[C]
비중	38.9%	전체 소매판매량 내 미국생산 비중
HMA (판매법인) 전체매출 (십억 원)	13,050	[D]
미국생산 물량 대당 매출 (천 불)	37	[E],딜러 인센티브 2천 불 매출감소 반영
미국생산 물량 매출 (백만 불)	**3,678**	**[F]=[C]*[E]/10^3**
미국생산 물량 매출 (십억 원)	**5,150**	**[G]=[F]*1.4**
HMA 매출내 비중	39.5%	[H]=[G]/[D]
수출물량 매출 (십억 원)	**7,900**	**[I]=[D]-[G]**
수출물량 대당 매출 (백만 원)	51	[J]=[I]/[B]*10^3
5,6월 2개월치 관세 비용 (십억 원)	828	[K]
분기 환산 (십억 원)	1,242	[L]=[K]*1.5
관세대상 금액 (십억 원)	**4,968**	**[M]=[L]*4 (관세 25% 역산)**

자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차, 주: 환율은 1,400 원 적용

앞서 언급한 것처럼, 관세부과의 기준은 최종 매출이 아닌 FOB 당시 가격에 기반하기 때문에, 수출물량의 매출 전체 (7.9조 원)은 2Q25 실적발표에서 추정할 수 있는 관세대상 금액 (5조 원)을 매우 상회한다. 따라서 부품 수출에 따른 관세의 영향에 대한 추정도 병행한다. 가장 먼저, 2Q25 미국내 판매된 모델의 각 국가별 부품 사용비중을 구한 뒤, 판매량에 따라 가중평균치를 구하여 전체적인 부품 사용비중을 추정하였다. 대당 매출액의 경우, 수출 물량 (5,056만 원)과 전체 소매 (5,106만 원), 미국생산 물량 (37,034 불)의 가격 추정치가 거의 일치하여 단순 판매량에 따라 비중을 구하였다.

미국에서 판매되는 현대차 모델의 미국부품 및 한국부품 사용비중

모델명	2Q25 소매판매량	미국부품 비중	한국부품 비중	조립국가	모델명	2Q25 소매판매량	미국부품 비중	한국부품 비중	조립국가
Elantra	34,245	0%	90%	한국	G70	2,761	3%	85%	한국
Elantra HEV	5,137	0%	90%	한국	G80	893	3%	80%	한국
Elantra N	1,896	0%	80%	한국	G80 EV	26	2%	70%	한국
Ioniq 5 N	770	1%	65%	한국	G90	365	2%	80%	한국
Ioniq 6	3,004	1%	90%	한국	GV60	459	1%	70%	한국
Kona	21,820	2%	90%	한국	GV70	2,464	3%	85%	한국
Kona EV	990	0%	45%	한국	GV80	6,387	3%	85%	한국
Nexo	2	1%	80%	한국	Ioniq 5	5,000	63%	29%	미국
Palisade	30,962	2%	90%	한국	Ioniq 5	4,711	29%	29%	미국
Sonata	12,497	0%	90%	한국	Santa Cruz	7,573	60%	27%	미국
Sonata HEV	4,692	0%	90%	한국	Santa Fe	20,076	47%	36%	미국
Tucson	68	1%	90%	한국	Santa Fe HEV	13,601	39%	46%	미국
Tucson HEV	15,991	1%	85%	한국	Tucson	35,371	55%	30%	미국
Tucson PHEV	1,424	0%	90%	한국	GV70	6,031	25%	70%	미국
Venue	9,400	1%	90%	한국	GV70 EV	467	17%	80%	미국
전체	**254,566**	**19% (미국생산 48%)**	**69% (미국생산 36%)**		Tucson	5,483	15%	55%	멕시코

자료: 유안타증권 리서치센터, NHTSA, 주: Ioniq 9 은 미국에서 생산되었으나 (1,013) 제외

미국내 생산되는 자동차 부품 중 48%는 미국산이다. 이에 따라 관세에 노출된 수출부품의 비중은 50% 수준이라는 점을 알 수 있다. 그러나 1) 2Q25 실적발표 당시 부품 조달의 현지화 노력이 진행중이라는 점을 언급한 것 (NHTSA 자료는 1월 공개됨)과 2) 기아의 현지조달 부품 비중(59%)을 고려해 당사는 2Q25 현대차 관세 관련 비용에는 미국 생산 자동차의 약 60%의 부품에 대한 25% 관세가 반영되어 있었다고 추정한다.

일반적인 자동차 GPM 20%를 제외한 전체 매출원가 (80%) 내에서 원재료의 비중이 약 75%라는 점을 감안하여, 매출액 대비 부품 비용의 비중은 50-60% 수준이라 추정한다. 결국 2Q25 분기 전체로 환산된 **관세 비용 1.24조원 중 1,700-2,830억 원 정도는 부품사를 위해 설정해 둔 것**이라는 결과가 도출된다. 동사가 부품사의 관세 비용에서 높은 비중을 부담해 줄 것이라 (60~100%) 가정한 이유는 동사가 부품 관련 비용인하를 충분히 진행한 상황이기에 관세와 같은 비용은 상당부분 이상 보전해줄 것이라 판단하기 때문이다.

미국에서 생산된 자동차의 부품내 수출부품 비중과, 매출대비 전체 부품비용 비중에 따른 현대차의 2Q25 부품 관련 충당금 추정 (단위: 십억 원)

부품사 관세비용 60% 부담시		매출대비 전체 부품비용 비중		
		50%	**55%**	60%
수출 부품 비중	35%	135	149	162
	40%	154	**170**	185
	45%	174	191	209

부품사 관세비용 70% 부담시		매출대비 전체 부품비용 비중		
		50%	**55%**	60%
수출 부품 비중	35%	158	173	189
	40%	180	**198**	216
	45%	203	223	243

부품사 관세비용 80% 부담시		매출대비 전체 부품비용 비중		
		50%	**55%**	60%
수출 부품 비중	35%	180	198	216
	40%	206	**227**	247
	45%	232	255	278

부품사 관세비용 100% 부담시		매출대비 전체 부품비용 비중		
		50%	**55%**	60%
수출 부품 비중	35%	225	248	270
	40%	257	**283**	309
	45%	290	319	348

자료: 유안타증권 리서치센터

그렇다면 다시 원점으로 돌아와서, 자동차 자체에 부과되는 관세로 인한 비용 9.6천억-1.07조원은 당시 25% 관세율 역산을 통해 2Q25 FOB 당시 관세부과 대상 금액이 3.8조-4.3조원 수준이었다는 것을 유추할 수 있다. 앞선 추정에서 수출물량 매출이 7.9조원이었다는 점을 감안한다면, 실제로 관세 부과시의 기준인 FOB 가격은 실제 매출의 49-54% 수준에 해당하여 예상보다 관세 영향이 제한적일 것이라는 결론에 도달할 수 있다. 이러한 동사 추정치를 완전히 적용시, 판매량의 변동이 없다는 전제 하에 3-4분기 관세율 할인에 따른 관세 관련 비용은 2분기 (분기환산 1.2조) 대비 4분기 7,450억까지 내려갈 수 있다.

당사 추정 2Q25 관세 비용 Breakdown

2Q25 분기환산 관세 비용 (십억 원)	1,242
2Q25 소매 수출 물량 (대)	156,253
수출 완성차 대상 관세	9,590억-1.07조
수출 차량당 관세 부과 (25%)	**614-686만원**
2Q25 소매 현지 물량 (대)	99,326
현재 생산 대상 관세	1,700억-2,830억
현지생산 1대당 부품 관세 부담 (25%)	**171-285만 원**

자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차

당사 예상 3Q25-4Q25 관세 비용 Breakdown

3Q25 - 25%	
현지생산 1대당 부품 관세 부담	171-285만 원
수출 차량당 관세 부과	614-686만 원
4Q25 - 15% 관세 완전 반영	
현지생산 1대당 부품 관세 부담 (15%)	102-170만 원
수출 차량당 관세 부과 (15%)	368-412만 원

자료: 유안타증권 리서치센터

HMGMA에 관한 이야기

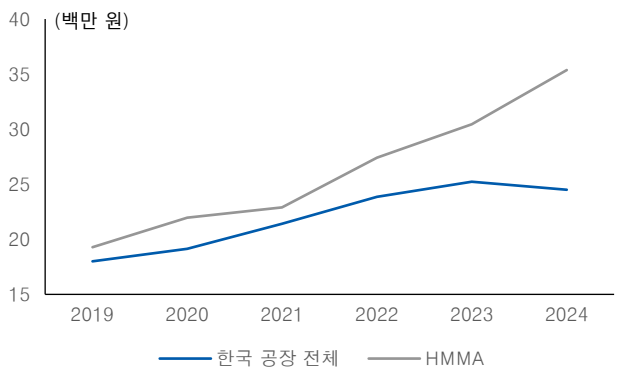
관세 충격이 HMGMA 단기 생산 전략에 변화를 주지는 않을 것

미국발 관세에 대한 대응 방안으로 고려되는 옵션 중 하나는 작년 가동을 시작한 조지아공장(HMGMA)을 통해 현지 생산 비중을 확대하는 것이다. 그러나, 당사는 밸류체인 특성상 이러한 전략 변화가 일어날 가능성이 제한적이라 판단한다. 가장 먼저, ICE 혼류생산 가능성은 매우 제한적이다. 애초에 HMGMA는 BEV 전용공장 목적으로 건설되었으며, 기존에 가동중인 앨라배마 공장 (HMMA)에서 ICE를 생산중이다.

다음으로, HEV 생산에 대해서도 회사 입장에서 단기간 내에 대량생산 체제를 확보하기는 힘들 것이라 예상한다. 동사는 올해 초 팰리세이드 LX3 HEV를 출시했는데, 이는 동사의 차세대 하이브리드 시스템인 TMED-2가 최초로 적용된 모델이다. HEV 시스템의 세대교체가 이뤄진 현 시점에서, 향후 미국 시장에 출시할 신규 HEV 모델은 TMED-2를 채용할 확률이 매우 높다. TMED-2 시스템 적용을 위해서는 넘어야 할 산이 두 개가 있는데, 1) 생산에 필요한 하위 공급사들의 미국공장 신설과 2) 해당 모델의 해외 생산을 위한 노조와의 합의이다.

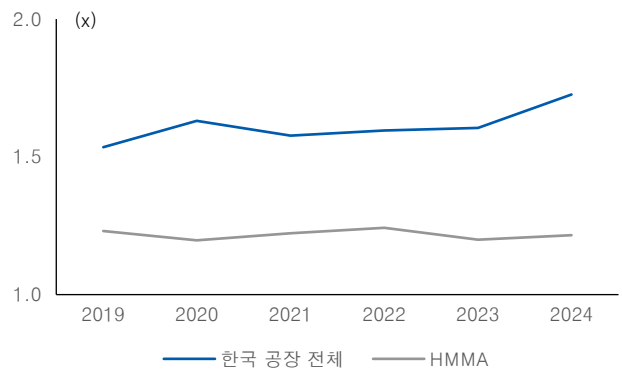
또한, 현지 생산을 통한 관세 절약과 비용 상승의 상쇄를 고려해야 한다. 미국 지역이 높은 영업이익 기여도를 자랑했던 이유는 비교적 생산비용이 저렴한 한국에서 만들어 미국으로 수출하는 마진이 높았기 때문인데, 현지 생산 비중을 확대할 경우 전체적인 이익률에 악영향을 줄 수 있다. 실제로, 미국내 생산되는 자동차의 원자재 매입 비용은 지속적으로 증가 (물론 매출도 증가)하고 있다. 수출 물량에는 선적비, 운반비, 관세 등의 비용이 포함될 수 있어 단순히 차량 매출 대비 원자재 매입을 비교하는 것은 무리가 있으나, 그럼에도 불구하고 미국내 생산비중 확대가 무조건적인 답안은 아니라는 것이다.

연간 지역별 차량 1 대당 원자재 매입 비용



자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차

연간 지역별 차량 1 대당 매출/원자재 매입비 계수



자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차

협업에 관한 이야기

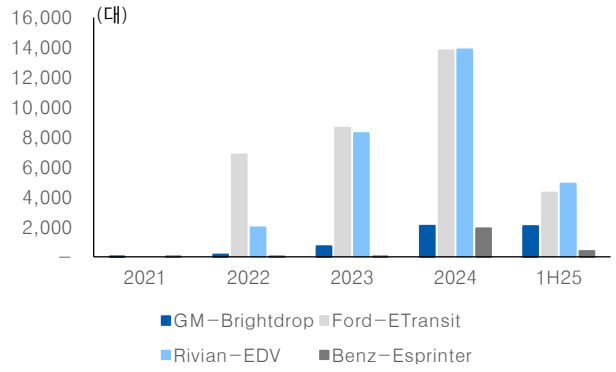
GM 과의 차량 공동 개발=앞서 언급한 장벽 제거 요소

8월 현대차와 GM이 픽업트럭과 전기 밴 등 차량 5종을 공동 개발하기로 발표했다. 양사는 중남미 시장용 차량 4종 (픽업 2종, 승용 1종, SUV 1종)과 북미 시장용 전기 상용 밴 차량을 공동 개발해 나갈 계획이라 밝혔으며, 중남미 시장용 차량은 ICE뿐만 아니라 HEV 시스템 탑재도 가능할 것이라 보도되었다. 당사는 이에 대해 전기 상용 밴 협업보다 HEV 시스템 탑재가 가능한 중남미 시장용 차량 공동개발이 더 의미있다고 판단한다.

전기 상용 밴 – GM 은 개선이 절박, 현대에겐 중장기 비용 절감

북미 시장용 전기 상용 밴에 대한 공동개발은 GM의 요청에 의한 것이라 판단한다. 북미 전기 상용차 시장은 대표적으로 GM, Ford, Rivian, Mercedes 4사의 주력 상용 전기차가 경쟁하는데, 여기서 GM은 설 자리를 잃어버렸기 때문이다. 현대차의 입장에선 기보유한 상용 전기차인 ST1을 개량하여 GM과의 합작을 통한 중장기적 플랫폼 공유 및 이로 인한 비용 절감이 가능할 것이라 예상한다.

북미 상용 BEV 시장에서 경쟁력을 잃은 GM 의 Brightdrop 브랜드



자료: 유안타증권 리서치센터, SNER

현대차가 올 하반기 출시한 2026 ST1

자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차

중남미 차량 4종에 현대의 TMED-2 시스템이 적용되면

마찬가지로 GM은 HEV 시장에서도 경쟁력이 없다. EV캐즘이 지속되며 HEV 판매량 전망치가 상승하고 있는 국면에서, GM 입장에서는 HEV 또한 현대차의 TMED-2 시스템의 적용을 절실하게 원할 것이라 판단한다. 만약 GM 북미공장에서 TMED-2 기반 HEV 양산이 현실화된다면, 앞서 언급한 하위 공급사들의 미국 진출에 대한 부담이 규모의 경제로 인해 완화될 것이라 판단한다.

미주 전체 HEV 판매량 – 현대차와 기아의 합산 점유율은 도요타와 혼다그룹 다음으로 3 위

(판매 대수)	2020	2021	2022	2023	2024	1H25
Toyota (그룹)	391,620	633,107	559,298	747,401	1,129,053	633,585
Honda (그룹)	61,405	105,080	96,907	293,875	316,703	203,273
현대차	13,468	58,774	63,362	89,300	132,785	77,292
기아	15,323	24,408	48,551	83,749	75,608	62,805
Ford (그룹)	52,632	90,631	98,911	127,058	182,035	111,974
Mazda	0	2	4,811	7,312	32,621	53,201
Geely Holding Group	0	0	1,408	1,356	1,700	44,169

자료: 유안타증권 리서치센터, SNER

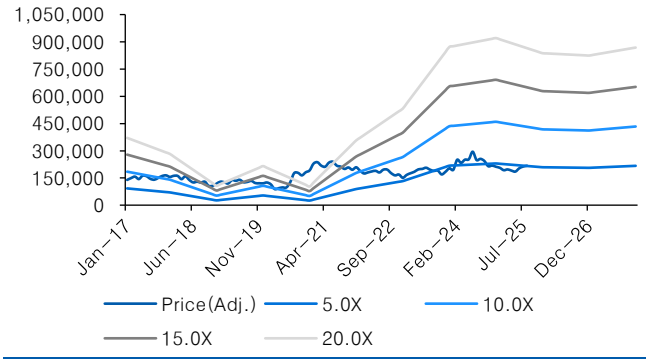
밸류에이션 및 목표주가

최대한 보수적으로 걸러봐도, 너무나도 높은 상승여력

동사에 대한 SOTP 기반 목표주가를 300,000원으로 제시한다. FY25-26F 평균 자동차사업 및 기타사업의 세후영업이익 (NOPAT)에 Target P/E 5.5배를 적용하며, 이는 Global peer 및 동사의 역사적 P/E band 상에서도 최하단에 위치하며, 이에 대한 근거는 1) 현재 형성된 이익 예상치에 대한 시장의 불확실성 및 2) 전동화 기반 신기술 적용에 있어 글로벌 BEV 선도업체 대비 상대적인 가시성 부족이다.

금융부문에 대해서는 Target P/E 8배를 적용한다. 자동차 사업이나 기타사업 대비 높은 P/E multiple을 적용하는 이유는 1) 자동차 할부금융은 관세 적용으로 인한 영향이 제한적이며, 2) 사업 특성상 이익의 낙폭이 제한적이며 향후 시장 상황 개선에 따라 더욱 이익폭이 증가할 수 있기 때문이다. 주력 사업에 대한 보수적인 밸류에이션을 적용함에도 불구하고 높은 상승여력을 보유했으며, 이익 불확실성의 확대에 따른 주가 하락폭이 과도한 시점이라 판단하여 자동차/부품 업종 내에서 Top pick으로 선정한다.

현대차: P/E band chart



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

현대차: Valuation 및 목표주가

	FY25F	FY26F
자동차 사업 NOPAT	6,390	7,190
Target P/E		5.5
금융부문 NOPAT	2,021	2,363
Target P/E		8.0
기타부문 NOPAT	1,029	1,109
Target P/E		5.5
자동차부문 적정가치 (십억 원)		37,346
금융부문 적정가치 (십억 원)		17,534
기타부문 적정가치 (십억 원)		5,880
적정 시가총액 (십억 원)		60,760
보통주 주식발행수 (천 주)		204,758
목표주가		297,000

자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 완성차 업체 및 미국 자동차금융 업체 peer valuation

	Ticker	단위	주가	시총	절대수익률 (%)				지수	지수대비 수익률(%)				P/E (x)		P/BV (x)	
				(백만 불)	1M	3M	6M	12M		1M	3M	6M	12M	25F	26F	25F	26F
미국																	
Ford	F US	USD	12	46,843	7.7	16.7	26.7	14.0	SPX Index	6.3	7.4	18.2	(1.5)	10.6	8.7	1.0	1.0
GM	GM US	USD	59	55,782	12.4	21.0	19.9	19.7	SPX Index	11.0	11.7	11.4	4.2	6.3	6.1	0.8	0.8
유럽																	
Daimler	MBG GY	EUR	54	60,743	1.1	1.9	(2.2)	(6.3)	DAX Index	1.8	1.5	(8.8)	(33.4)	9.1	7.8	0.6	0.5
BMW	BMW GY	EUR	91	67,266	5.0	15.3	13.8	13.9	DAX Index	5.8	14.9	7.3	(13.2)	8.4	7.6	0.6	0.6
VW	VOW GY	EUR	103	59,783	5.1	5.2	2.1	5.8	DAX Index	5.9	4.8	(4.5)	(21.2)	5.6	4.3	0.3	0.3
일본																	
Honda	7267 JP	JPY	1,669	59,944	5.8	13.7	22.7	9.9	TPX Index	1.9	4.4	8.5	(3.0)	8.0	11.6	0.6	0.6
Nissan	7201 JP	JPY	336	8,476	1.2	(9.1)	(22.0)	(21.2)	TPX Index	(2.7)	(18.4)	(36.2)	(34.1)	(6.9)	(4.5)	0.2	0.2
Toyota	7203 JP	JPY	2,859	307,122	4.9	3.2	8.2	7.0	TPX Index	1.0	(6.1)	(6.0)	(5.9)	8.3	11.2	1.0	1.0
중국																	
GWM	2333 HK	HKD	19	28,479	49.8	62.5	53.7	76.4	HSI Index	45.2	52.5	42.0	34.0	12.0	10.3	1.8	1.6
BAIC	1958 HK	HKD	2	2,108	(4.2)	3.5	(14.2)	10.8	HSI Index	(8.7)	(6.5)	(25.9)	(31.6)	8.9	8.3	0.3	0.3
Geely	175 HK	HKD	19	24,744	8.3	10.6	11.1	120.9	HSI Index	3.7	0.6	(0.6)	78.5	12.1	10.2	1.9	1.6
한국																	
현대차	005380 KS	KRW	220,500	32,418	6.2	20.4	17.1	(8.1)	KOSPI Index	5.5	3.9	(7.0)	(25.7)	4.9	4.8	0.5	0.5
기아	000270 KS	KRW	106,500	30,113	5.7	19.1	22.3	7.4	KOSPI Index	4.9	2.6	(1.8)	(10.1)	4.8	4.8	0.7	0.6
산업 평균				**60,294**	**8.4**	**14.2**	**12.2**	**19.3**		**6.3**	**5.6**	**(0.3)**	**(4.8)**	**7.1**	**7.0**	**0.8**	**0.7**
미국 자동차금융 업체																	
Ally Financial	ALLY US	KRW	41	12,636	7.4	17.3	12.6	(0.0)	SPX Index	6.0	8.0	4.1	(15.6)	11.4	7.6	1.0	0.9
Credit Acceptance Corp	CACC US	KRW	515	5,784	(0.2)	6.6	4.5	9.0	SPX Index	(1.6)	(2.7)	(4.0)	(6.6)	13.1	11.2	3.3	2.4
산업 평균				**9,210**	**3.6**	**11.9**	**8.6**	**4.5**		**2.2**	**2.7**	**0.1**	**(11.1)**	**12.2**	**9.4**	**2.2**	**1.6**

자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

현대차 (005380) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**162,664**	**175,231**	**185,091**	**194,978**	**205,856**
매출원가	129,179	139,482	150,133	156,278	164,782
매출총이익	33,484	35,749	34,959	38,700	41,074
판관비	18,357	21,510	22,704	24,474	25,889
영업이익	**15,127**	**14,240**	**12,254**	**14,226**	**15,185**
EBITDA	20,073	18,527	17,292	19,861	21,284
영업외손익	2,492	3,542	2,704	2,855	3,373
외환관련손익	150	295	0	0	0
이자손익	440	529	516	558	591
관계기업관련손익	2,471	3,114	2,584	2,693	3,179
기타	-569	-396	-396	-396	-396
법인세비용차감전순손익	17,619	17,781	14,958	17,081	18,558
법인세비용	4,627	4,232	3,889	4,441	4,825
계속사업순손익	12,992	13,549	11,069	12,640	13,733
중단사업순손익	-720	-319	0	0	0
당기순이익	12,272	13,230	11,069	12,640	13,733
지배지분순이익	**11,962**	**12,527**	**10,481**	**11,968**	**13,003**
포괄순이익	12,429	18,255	16,094	17,665	18,758
지배지분포괄이익	12,204	17,100	15,076	16,548	17,571

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**-2,519**	**-5,662**	**-1,453**	**608**	**1,539**
당기순이익	12,272	13,230	11,069	12,640	13,733
감가상각비	3,284	3,398	3,965	4,401	4,722
외환손익	-64	-13	0	0	0
종속,관계기업관련손익	-2,490	-3,113	-2,584	-2,693	-3,179
자산부채의 증감	-30,365	-35,160	-35,038	-35,037	-35,177
기타현금흐름	14,844	15,997	21,135	21,296	21,440
투자활동 현금흐름	**-8,649**	**-14,623**	**-11,978**	**-13,684**	**-13,567**
투자자산	-2,259	-3,371	-2,015	-2,020	-2,223
유형자산 증가 (CAPEX)	-7,071	-8,061	-8,800	-8,500	-8,100
유형자산 감소	144	172	0	0	0
기타현금흐름	536	-3,362	-1,163	-3,164	-3,244
재무활동 현금흐름	**9,393**	**19,493**	**15,861**	**13,904**	**10,907**
단기차입금	-2,580	582	30	30	33
사채 및 장기차입금	15,107	31,507	4,000	1,000	-2,000
자본	137	3,278	0	0	0
현금배당	-2,499	-3,913	-4,169	-3,126	-3,126
기타현금흐름	-772	-11,961	16,000	16,000	16,000
연결범위변동 등 기타	77	640	597	829	831
현금의 증감	**-1,698**	**-152**	**3,027**	**1,657**	**-290**
기초 현금	20,865	19,167	19,015	22,042	23,699
기말 현금	19,167	19,015	22,042	23,699	23,409
NOPLAT	**15,127**	**14,240**	**12,254**	**14,226**	**15,185**
FCF	**-9,590**	**-13,723**	**-10,253**	**-7,892**	**-6,561**

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**58,604**	**64,336**	**67,301**	**71,058**	**73,138**
현금및현금성자산	19,167	19,015	22,042	23,699	23,409
매출채권 및 기타채권	8,782	10,320	10,736	11,309	11,940
재고자산	17,400	19,791	20,905	22,021	23,250
비유동자산	116,172	147,622	155,900	163,285	170,009
유형자산	38,921	44,534	49,369	53,468	56,846
관계기업등 지분관련자산	28,476	34,644	36,594	38,548	40,699
기타투자자산	4,578	6,748	6,813	6,879	6,952
자산총계	**282,463**	**339,798**	**357,434**	**375,288**	**391,139**
유동부채	73,362	79,510	81,387	83,131	84,795
매입채무 및 기타채무	26,945	30,057	31,184	32,175	33,010
단기차입금	9,036	9,327	9,327	9,327	9,327
유동성장기부채	25,109	26,742	26,742	26,742	26,742
비유동부채	107,292	140,013	143,846	145,417	143,974
장기차입금	17,570	24,286	26,286	28,286	27,286
사채	73,033	96,134	98,134	97,134	96,134
부채총계	**180,654**	**219,522**	**225,233**	**228,549**	**228,769**
지배지분	92,497	109,103	120,439	134,306	149,207
자본금	1,489	1,489	1,489	1,489	1,489
자본잉여금	4,378	7,656	7,656	7,656	7,656
이익잉여금	88,666	96,596	102,907	111,749	121,625
비지배지분	9,312	11,173	11,761	12,433	13,163
자본총계	**101,809**	**120,276**	**132,200**	**146,739**	**162,370**
순차입금	**96,730**	**127,380**	**130,170**	**129,329**	**127,357**
총차입금	126,039	158,128	162,159	163,189	161,222

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	53,295	56,300	47,403	55,021	60,073
BPS	351,861	413,568	462,701	515,974	573,221
EBITDAPS	73,148	68,094	64,676	74,838	80,199
SPS	592,754	644,061	692,296	734,684	775,672
DPS	11,400	12,000	12,000	12,000	12,000
PER	**3.5**	**4.2**	**4.7**	**4.0**	**3.7**
PBR	**0.5**	**0.6**	**0.5**	**0.4**	**0.4**
EV/EBITDA	**7.6**	**10.7**	**11.4**	**9.9**	**9.2**
PSR	**0.3**	**0.4**	**0.3**	**0.3**	**0.3**

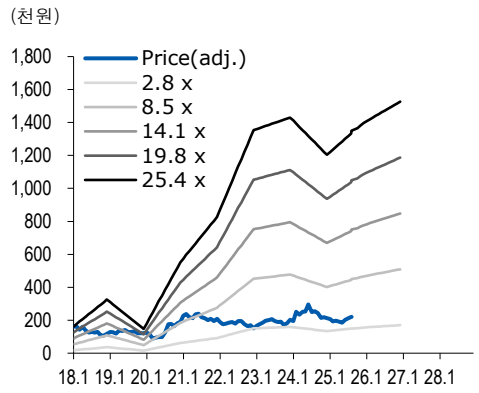
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	**14.4**	**7.7**	**5.6**	**5.3**	**5.6**
영업이익 증가율 (%)	**54.0**	**-5.9**	**-13.9**	**16.1**	**6.7**
지배순이익 증가율 (%)	**62.4**	**4.7**	**-16.3**	**14.2**	**8.6**
매출총이익률 (%)	20.6	20.4	18.9	19.8	20.0
영업이익률 (%)	**9.3**	**8.1**	**6.6**	**7.3**	**7.4**
지배순이익률 (%)	7.4	7.1	5.7	6.1	6.3
EBITDA 마진 (%)	12.3	10.6	9.3	10.2	10.3
ROIC	33.4	27.7	20.1	20.5	19.8
ROA	4.4	4.0	3.0	3.3	3.4
ROE	**13.7**	**12.4**	**9.1**	**9.4**	**9.2**
부채비율 (%)	177.4	182.5	170.4	155.8	140.9
순차입금/자기자본 (%)	104.6	116.8	108.1	96.3	85.4
영업이익/금융비용 (배)	27.1	31.5	24.1	27.5	29.5

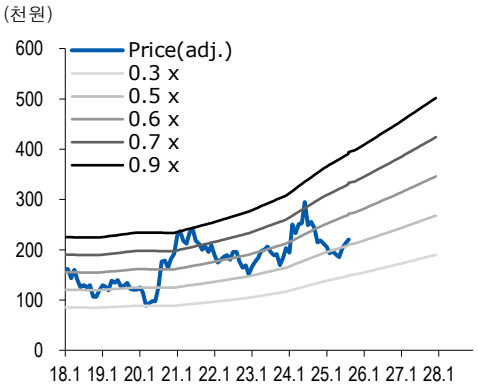
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

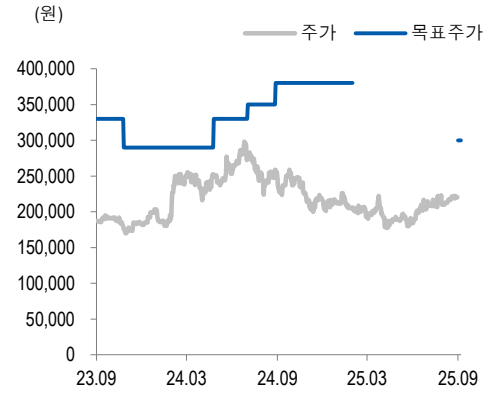
P/E band chart



P/B band chart



현대차 (005380) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-09-02	BUY 담당자변경	300,000	1년		
2025-02-07	BUY	380,000	1년	-46.90	-41.32
2024-08-29	BUY	380,000	1년	-41.32	-31.84
2024-07-04	BUY	350,000	1년	-27.11	-19.14
2024-04-26	BUY	330,000	1년	-19.72	-9.70
2023-10-27	BUY	290,000	1년	-27.21	-11.90
2023-04-26	BUY	330,000	1년	-40.64	-36.36

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.6
Hold(중립)	6.4
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-09-01

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **김용민**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

기아 (000270)

김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

잘 달려왔다. 더 달릴 수 있을까?

글로벌 트렌드를 넘어서는 믹스 개선을 보여줬는데…

2017년 기준 세단 판매비중 59%에서 1H25 25% (-34%p)로 하락하는 동시에, 상대적으로 높은 마진을 가진 SUV C-D 세그먼트와 MPV 합산 판매비중은 2017년 38%에서 1H25 69% (+31%p)를 기록. 이는 글로벌 트렌드를 매우 상회하는 수치이며, 동사의 수익성 개선의 근간이 되었던 제 1요소.

…여기서 한 단계 더 나아갈 수 있을까?

SUV-C, D 판매비중은 1H25에 2024년 (62%) 대비 오히려 하락한 53%를 기록. 이를 회복하고 향후 추가적인 판매비중을 확대하는 것은 어렵다고 판단. 전사적 SUV 판매비중 상승은 필연적으로 미국 판매비중의 상승이 전제되는데, 동사의 미국판매 비중은 2021년 28%를 기록한 뒤 최근 3년간 27-28% 횡보 중.

3분기 관세 관련 비용 1.2조 예상

트럼프 행정부의 자동차 품목관세 합의 결과인 15% 관세율 적용이 미뤄지고 있는 현재, 순매출 인식까지의 시차를 고려시 사실상 3분기 미국 자동차 시장에서 발생하는 매출은 기존 25% 관세율에 노출되어 있는 상황이라고 판단. 향후 15% 적용 시점 확정에 따라 불식될 수 있는 리스크임에도 불구하고, 기존 컨센서스 대비 실적 하회할 가능성 존재.

투자의견 HOLD, 목표주가 120,000원으로 커버리지 개시

목표주가는 FY25-26F 평균 EPS에 Target P/E multiple 5.5배를 적용. 이는 Global peer 및 동사의 역사적 P/E 상에서 최하단에 위치하며, 이에 대한 근거는 1) 상존하는 대미 수출 관세 불확실성 및 2) 2) 전동화 기반 신기술 적용에 있어 글로벌 BEV 선도업체 대비 상대적인 가시성 부족. 상승여력은 존재하나 당사 투자등급 기준 (상승여력 15%이상)에 부합하지 않아 Hold의견 제시.

HOLD (I)

목표주가	120,000원 (I)
직전 목표주가	N.A.
현재주가 (9/1)	106,500원
상승여력	13%

시가총액	419,386억원
총발행주식수	393,789,270주
60일 평균 거래대금	1,009억원
60일 평균 거래량	993,816주
52주 고/저	110,400원 / 82,000원
외인지분율	40.30%
배당수익률	6.45%
주요주주	현대자동차 외 4 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.7	19.1	0.4
상대	4.9	2.3	(14.6)
절대 (달러환산)	6.2	18.0	(3.8)

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	3Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	27,991	5.5	-4.6	27,662	1.2
영업이익	2,204	-23.5	-20.3	2,443	-9.8
세전계속사업이익	2,600	-19.6	-13.3	2,789	-6.8
지배순이익	1,804	-20.4	-20.5	2,027	-11.0
영업이익률 (%)	7.9	-3.0 %pt	-1.5 %pt	8.8	-0.9 %pt
지배순이익률 (%)	6.4	-2.2 %pt	-1.3 %pt	7.3	-0.9 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	99,808	107,449	114,989	117,080
영업이익	11,608	12,667	10,638	10,967
지배순이익	8,777	9,773	8,307	8,610
PER	3.7	4.4	5.1	4.9
PBR	0.7	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	1.1	1.6	1.6	1.3
ROE	20.4	19.1	13.9	12.7

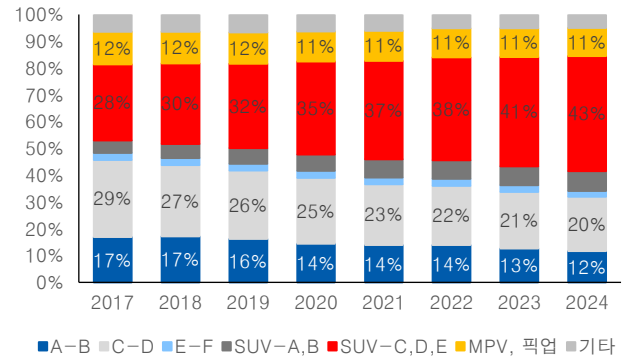
자료: 유안타증권

믹스에 대한 이야기

소형차는 취급 안 할 기세로 성장한 제품 믹스

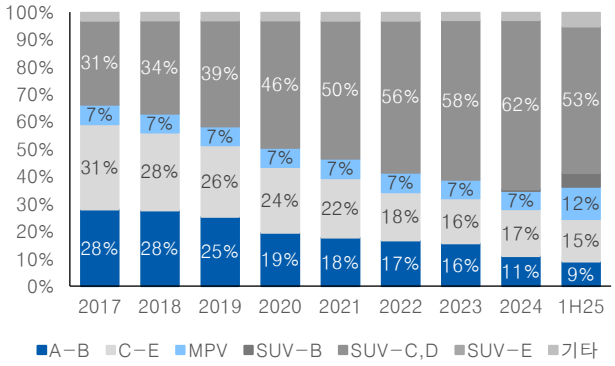
동사는 경쟁사와 마찬가지로 글로벌 시장 트렌드를 상회하는 믹스 개선세를 이뤄냈다. 특히, 세단과 SUV를 모두 합쳐 A-B 세그먼트의 판매비중이 1H25 기준 14%까지 하락하며, 일반적으로 수익성이 낮은 제품군의 판매 비중을 획기적으로 낮추는 데 성공하였다. 2017년 기준 세단 판매비중 59%에서 1H25 25% (-34%p)로 하락하는 동시에, 상대적으로 높은 마진을 가진 SUV C-D 세그먼트와 MPV (카렌스와 카니발) 판매비중은 2017년 38%에서 1H25 69% (+31%p)를 기록하였다.

글로벌 세단 판매비중 또한 감소한 것이 사실이나…



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

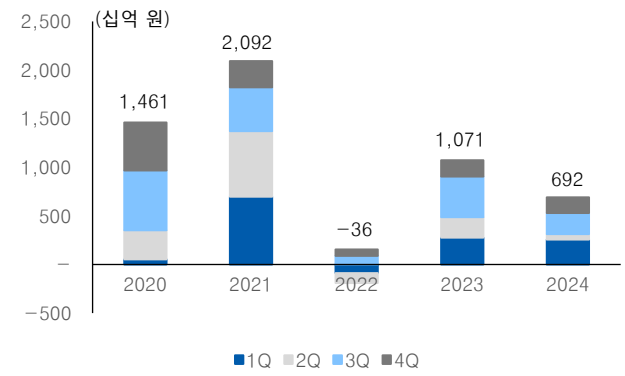
동사는 이를 매우 상회하는 믹스 개선세를 기록



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

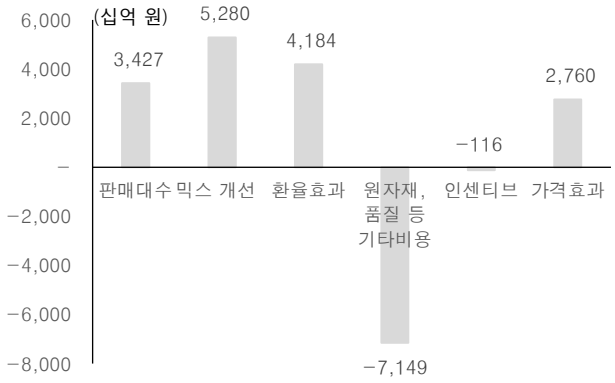
실제로, 동사가 공개하는 영업이익 증감 요인에서 2020-2024 5년간 믹스 개선으로 인한 2019년 대비 영업이익 증가는 총 5.3조원 수준이다. 판매량의 상승이나 환율효과 등을 제외해도 순수 믹스개선 만으로 연평균 1조씩 이익을 낸 셈이다.

기아의 연간 믹스 개선으로 인한 전년대비 영업이익 변동



자료: 유안타증권 리서치센터, 기아

2020-2024 5 년간 2019 년 대비 영업이익 증감요인 총합



자료: 유안타증권 리서치센터, 기아

믹스 개선 고점에 대한 우려가 발생할 수 있음

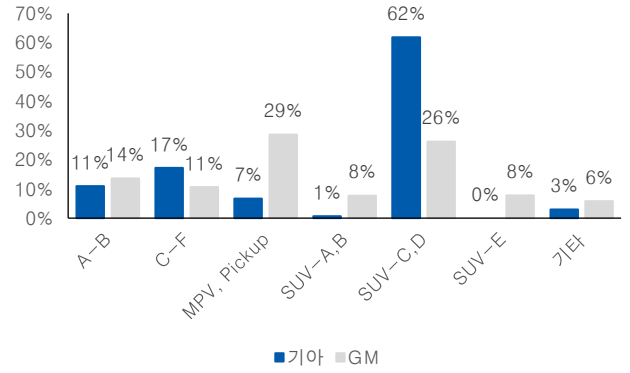
이렇듯 견조한 믹스 개선세에 제기될 수 있는 반론은 SUV의 판매 비중이 어디까지 더 상승할 수 있냐는 것이다. 실제로 동사의 SUV-C, D 판매비중은 1H25에 2024년 (62%) 대비 오히려 하락한 53%를 기록하였다. SUV-B 세그먼트인 EV3의 판매가 증가하며 1H25 세단 판매비중 24% (24년 28%) 라는 긍정적 결과를 상쇄하며 수익성이 희석되었을 것이라 판단한다.

동사의 고수익성 차종이 대거 포진한 SUV-C, D의 판매량을 더욱 끌어올리면 문제가 없겠으나, 이 또한 쉽지 않을 것이라 예상한다. 무한히 지속되는 믹스 개선을 바라는 것보다 실질적인 한계를 진단해 볼 필요가 있으며 이를 위해 GM을 peer로 비교를 진행한다.

GM 과 비교하며 기아의 믹스 개선 한계점 찾기

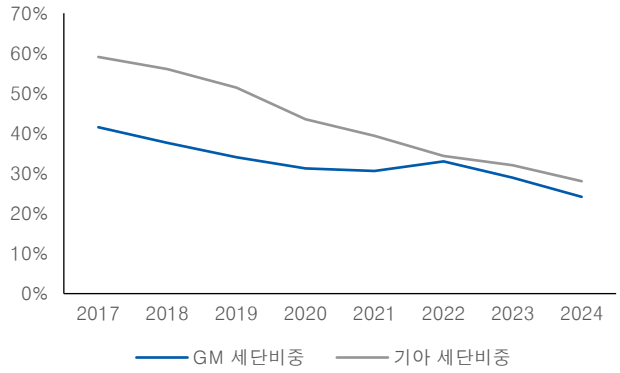
동사의 믹스 개선세는 글로벌 트렌드보다 견조했고, 이는 GM과 비교해도 예외가 아니다. 2017년 기준 세단 판매비중은 17%p의 격차가 있었지만 2024년 기준 4%p까지 좁혔다.

24 년 기준 기아와 GM 의 제품 믹스 비교



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

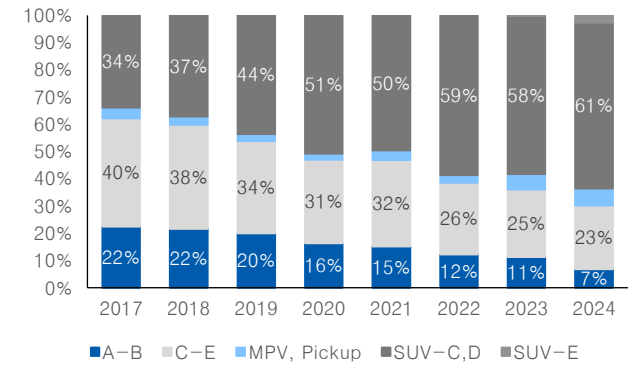
기아의 세단 판매 비중은 GM 수준까지 접근



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

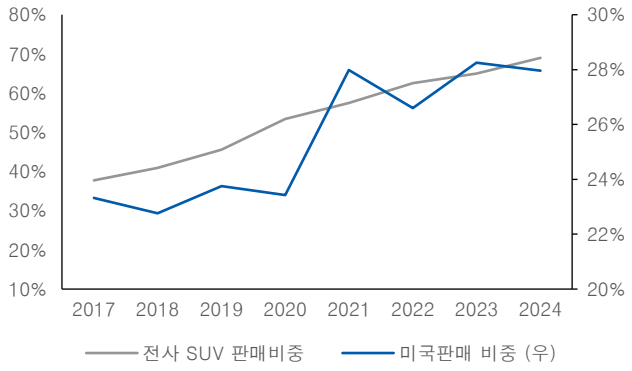
반대로 말하면, 믹스 개선세의 지속 여부 관점에서 GM과의 비교 포인트는 “남아있는 격차를 더 좁힐 수 있을까” 이다. 결론적으로는 쉽지 않을 것이라 예상한다. 미국은 2024년 기준 전체 판매의 83%가 SUV와 픽업트럭으로 구성된 시장이고 동사의 전사적 SUV 판매비중 상승은 필연적으로 미국 판매비중의 상승이 전제된다. 그리고 2017-2021 동사의 미국판매 비중은 23%에서 28%까지 상승했으나, 이후 22-24년 27-28% 구간을 횡보하고 있다.

기아의 미국시장내 믹스 개선



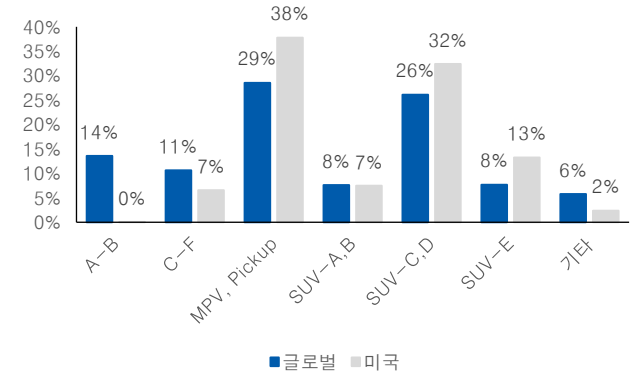
자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

기아의 SUV 판매비중 상승은 미국판매 비중 상승과 동반



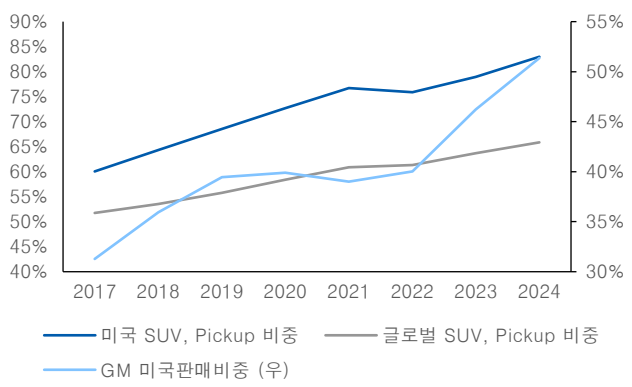
자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

GM 도 미국시장에서 SUV 를 더 많이 팔고 있는데 (2024 년 기준)



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

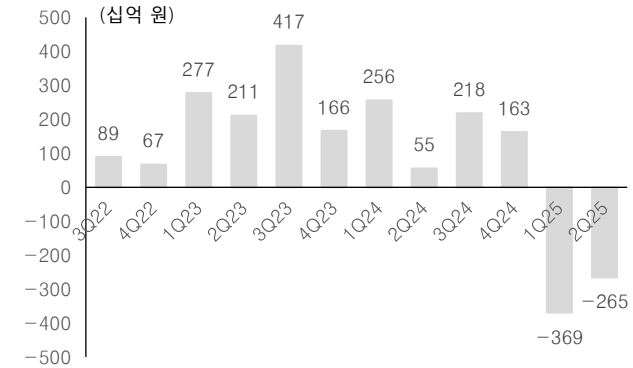
그만큼 미국 시장의 압도적인 SUV 선호가 있는 덕분이다



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

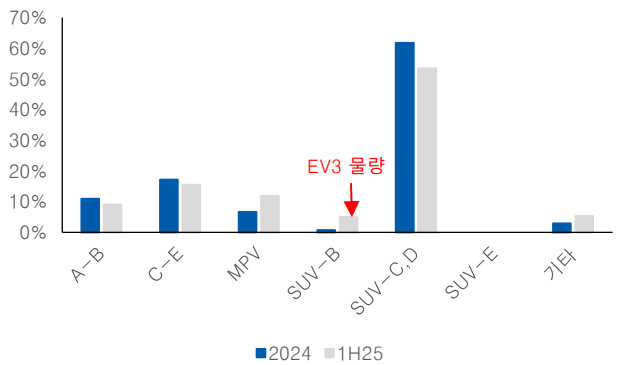
결정적으로, 2년 이상 상승세를 유지하던 믹스 개선으로 인한 영업이익 기여도가 1H25에 오히려 전년대비 영업이익 감소 요인으로 작용하게 되었다.

기아: 최근 분기내 믹스로 인한 영업이익 증감치



자료: 유안타증권 리서치센터, 기아

기아: 2024 대비 1H25 낮아진 SUV-C, D 비중



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

관세에 대한 이야기

아프겠지만, 생각보다는 덜 아플 것

(이하 본문의 내용은 현대차와 같으며, 추정치와 차트의 내용만 차이가 있음) 트럼프 2.0 이후 자동차 및 부품 수출 관세 부과 우려는 업종 내 최대의 리스크였다. 우여곡절 끝에 15%의 관세율이 확정된 지금, 향후 이로 인한 영향을 예상하는 것이 필수적이다. 2Q25 실적발표를 통해 관세 관련 비용이 확인되었으나, 문제는 해당 비용에는 미국 공장에 납품하는 부품사들의 관세 영향에 대한 비용 분담금도 포함되어 (이 또한 분담 비율은 공개되지 않는다) 있고 관세 영향은 전체 분기가 아닌 5,6월에 발생했기 때문이다.

당사는 추정을 통해 국내에서 미국으로 수출되는 완성차 관세와 미국 현지 생산을 위해 수출되는 부품에 대한 관세 충당금을 분류하였다. 주의할 점은, 자동차에 부과되는 관세는 완성차 업체가 직접적 비용으로 인식하나, 당사가 추정한 수출 부품에 대한 관세 부담은 부품 공급사들이 일차적으로 부담하고 추후 완성차 업체에게 보전하는 충당금 성격의 비용이라는 것이다.

일반적으로 관세를 부과하는 기준은 권장소비자가격 (MSRP)이 아니라 본선인도 (FOB) 당시 가격 (제조원가+제조사 수출용 마진+수출항까지 내륙운송비+선적비) 기준이기에 완성차에 한정되는 관세 영향을 정확히 추정하기는 사실상 불가능하다. 그럼에도 불구하고 이를 추정하기 위해, 다음과 같은 방법을 채택한다. 1) 2Q25 소매판매 기준 미국생산 물량과 수출물량의 매출 비중을 추정, 2) 완성차 부문 관세대상 금액을 추정한다. 또한 3) 미국 현지생산에 투입되는 수출 부품의 비중을 구하고 4) 해당 부품에 부과되는 관세가 완성차 업체에 얼마나 전가될 수 있는지 추정한다. 여기서 2)와 4)를 통해 각각 완성차 부문 관세와 부품 부문 충당금을 분리할 수 있다.

정보 1) 2Q25 소매기준 북미에서 생산된 기아 모델별 판매대수와 MSRP

2Q25	소매판매 (대)	가격 (천 불)
EV6	2,137	48
Sportage	33,002	34
Sorento	20,612	40
EV9	1,182	63
Telluride	31,659	45
총합 (가격은 가중평균치)	**88,592**	**40**

자료: 유안타증권 리서치센터, 기아, 주: MSRP 는 최상위-최하위 트림의 중위값

정보 2) 판매법인 매출을 통한 전체 대당 매출

	2Q25
KUS (미국 판매법인) 매출 (십억 원)	11,013
소매기준 수출물량 (대)	132,695
소매기준 미국생산량 (대)	84,966
전체 소매대수 (대)	217,661
대당 매출 (백만 원)	51

자료: 유안타증권 리서치센터, 기아

완성차 수출을 통해서 발생하는 매출 추정과 실질적으로 발생한 관세 관련 비용을 통한 관세대상 금액 추정

		비고
2Q25 전체 소매판매 (대)	217,661	[A]
2Q25 소매판매중 수출물량 (대)	132,695	[B]
비중	61.0%	전체 소매판매량 내 수출물량 비중
2Q25 소매판매중 현지물량 (대)	84,966	[C]
비중	39.0%	전체 소매판매량 내 미국생산 비중
KUS (판매법인) 전체매출 (십억 원)	11,013	[D]
미국생산 물량 대당 매출 (천 불)	38	[E], 딜러 인센티브 2천 불 매출감소 반영
미국생산 물량 매출 (백만 불)	**3,233**	**[F]=[C]*[E]/10^3**
미국생산 물량 매출 (십억 원)	**4,526**	**[G]=[F]*1.4**
KUS 매출내 비중	41.1%	[H]=[G]/[D]
수출물량 매출 (십억 원)	**6,486**	**[I]=[D]-[G]**
수출물량 대당 매출 (백만 원)	49	[J]=[I]/[B]*10^3
5,6월 2개월치 관세 비용 (십억 원)	786	[K]
분기 환산 (십억 원)	1,179	[L]=[K]*1.5
관세대상 금액 (십억 원)	**4,716**	**[M]=[L]*4 (관세 25% 역산)**

자료: 유안타증권 리서치센터, 기아, 주: 환율은 1,400 원 적용

앞서 언급한 것처럼, 관세부과의 기준은 최종 매출이 아닌 FOB 당시 가격에 기반하기 때문에, 수출물량의 매출 전체 (6.5조 원)은 2Q25 실적발표에서 추정할 수 있는 관세대상 금액 (4.7조 원)을 매우 상회한다. 따라서 부품 수출에 따른 관세의 영향에 대한 추정도 병행한다. 가장 먼저, 2Q25 미국내 판매된 모델의 각 국가별 부품 사용비중을 구한 뒤, 판매량에 따라 가중평균치를 구하여 전체적인 부품 사용비중을 추정하였다. 대당 매출액의 경우, 수출 물량 (4,888만 원)과 전체 소매 (5,060만 원), 미국생산 물량 (38,051불)의 가격 추정치가 거의 일치하여 단순 판매량에 따라 비중을 구하였다.

미국에서 판매되는 기아 모델의 미국부품 및 한국부품 사용비중

모델명	2Q25 소매판매	미국부품 비중	한국부품 비중	조립국가	모델명	2Q25 소매판매	미국부품 비중	한국부품 비중	조립국가
Carnival	18,578	2%	95%	한국	Sportage HEV	9,267	1%	90%	한국
EV6 GT	-	0%	90%	한국	Sportage PHEV	3,602	0%	90%	한국
K5	18,818	0%	95%	한국	EV6	2,137	80%	15%	미국
Niro Electric	1,701	1%	70%	한국	EV9 Electric	591	30%	30%	미국
Niro HEV	4,230	1%	90%	한국	EV9 Electric	591	60%	20%	미국
Niro PHEV	739	1%	90%	한국	Sorento	20,612	55%	35%	미국
Seltos	13,564	1%	90%	한국	Sportage	33,002	60%	30%	미국
Sorento HEV	4,139	1%	95%	한국	Telluride	31,659	60%	30%	미국
Sorento PHEV	1,051	2%	90%	한국	K4	38,495	20%	40%	멕시코
Soul	14,849	1%	90%	한국	K4 GT	-	20%	45%	멕시코
Sportage	-	0%	90%	한국	**전체**	217,625	**28% (미국생산 59%)**	**58% (미국생산 31%)**	

자료: 유안타증권 리서치센터, NHTSA, 주: K3 와 군용차 제외

미국내 생산되는 자동차 부품 중 59%는 미국산이다. 이에 따라 관세에 노출된 수출부품의 비중은 40% 수준이라는 점을 알 수 있다. 따라서 당사는 2Q25 기아 관세 관련 비용에는 미국 생산 자동차의 약 40%의 부품에 대한 25% 관세가 반영되어 있었다고 추정한다.

또한 일반적인 자동차 GPM 20%를 제외한 전체 매출원가 (80%) 내에서 원재료의 비중이 약 75%라는 점을 감안하여, 매출액 대비 부품 비용의 비중은 50-60% 수준이라 추정한다. 이러한 경우, 2Q25 분기 전체로 환산된 **관세 비용 1.18조원 중 1,500-2,500억 원 정도는 부품사를 위해 설정해 둔 것**이라는 결과가 도출된다 (실제로 컨퍼런스 콜에서도 8:2 정도의 비중을 언급). 동사가 부품사의 관세 관련 비용에서 매우 높은 비중을 부담해 줄 것이라 (60~100%) 가정한 이유는 압도적인 매출기여도로 부품 관련 비용인하를 충분히 해놓은 상황이기에 관세와 같은 비용은 상당 부분 이상 보전해줄 것이라 판단하기 때문이다.

미국에서 생산된 자동차의 부품내 수출부품 비중과, 매출대비 전체 부품비용 비중에 따른 기아의 2Q25 부품 관련 충당금 추정 (단위: 십억 원)

부품사 관세비용 60% 부담시		매출대비 전체 부품비용 비중		
		50%	**55%**	60%
수출 부품 비중	35%	119	131	143
	40%	136	**149**	163
	45%	153	168	183

부품사 관세비용 70% 부담시		매출대비 전체 부품비용 비중		
		50%	**55%**	60%
수출 부품 비중	35%	139	152	166
	40%	158	**174**	190
	45%	178	196	214

부품사 관세비용 80% 부담시		매출대비 전체 부품비용 비중		
		50%	**55%**	60%
수출 부품 비중	35%	158	174	190
	40%	181	**199**	217
	45%	204	224	244

부품사 관세비용 100% 부담시		매출대비 전체 부품비용 비중		
		50%	**55%**	60%
수출 부품 비중	35%	198	218	238
	40%	226	**249**	272
	45%	255	280	306

자료: 유안타증권 리서치센터

그렇다면 다시 원점으로 돌아와서, 자동차 자체에 부과되는 관세로 인한 비용 9,300억-1.03조원은 당시 25% 관세율 역산을 통해 2Q25 FOB 당시 관세부과 대상 금액이 3.7조-4.1조원 수준이었다는 것을 유추할 수 있다. 앞선 추정에서 수출물량 매출이 7.9조원이었다는 점을 감안한다면, 실제로 관세 부과시의 기준인 FOB 가격은 실제 매출의 57-63% 수준에 해당하여 예상보다 관세 영향이 제한적일 것이라는 결론에 도달할 수 있다. 이러한 동사 추정치를 완전히 적용시, 판매량의 변동이 없다는 전제 하에 4분기 관세율 할인에 따른 관세 관련 비용은 2분기 (분기환산 1.18조) 대비 4분기 (7,070억)까지 내려갈 수 있다.

당사 추정 2Q25 관세 비용 Breakdown

2Q25 분기환산 관세 비용 (십억 원)	1,242
2Q25 소매 수출 물량 (대)	156,253
수출 완성차 대상 관세	8,880억-1.03조
수출 차량당 관세 부과 (25%)	**568-659만원**
2Q25 소매 현지 물량 (대)	99,326
현재 생산 대상 관세	2,120억-3,540억
현지생산 1대당 부품 관세 부담 (25%)	**213-356만 원**

자료: 유안타증권 리서치센터, 기아

당사 예상 3Q25-4Q25 관세 비용 Breakdown

3Q25 - 25%	
현지생산 1대당 부품 관세 부담 (25%)	176-293만 원
수출 차량당 관세 부과 (25%)	701-776만원
4Q25 - 15% 관세 완전 반영	
현지생산 1대당 부품 관세 부담 (15%)	105-176만 원
수출 차량당 관세 부과 (15%)	421-466만 원

자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 완성차 업체 peer valuation

	Ticker	단위	주가	시총	절대수익률 (%)				지수	지수대비 수익률(%)				P/E (x)		P/BV (x)	
				(백만 불)	1M	3M	6M	12M		1M	3M	6M	12M	25F	26F	25F	26F
미국																	
Ford	F US	USD	12	46,843	7.7	16.7	26.7	14.0	SPX Index	6.3	7.4	18.2	(1.5)	10.6	8.7	1.0	1.0
GM	GM US	USD	59	55,782	12.4	21.0	19.9	19.7	SPX Index	11.0	11.7	11.4	4.2	6.3	6.1	0.8	0.8
유럽																	
Daimler	MBG GY	EUR	54	60,743	1.1	1.9	(2.2)	(6.3)	DAX Index	1.8	1.5	(8.8)	(33.4)	9.1	7.8	0.6	0.5
BMW	BMW GY	EUR	91	67,266	5.0	15.3	13.8	13.9	DAX Index	5.8	14.9	7.3	(13.2)	8.4	7.6	0.6	0.6
VW	VOW GY	EUR	103	59,783	5.1	5.2	2.1	5.8	DAX Index	5.9	4.8	(4.5)	(21.2)	5.6	4.3	0.3	0.3
일본																	
Honda	7267 JP	JPY	1,669	59,944	5.8	13.7	22.7	9.9	TPX Index	1.9	4.4	8.5	(3.0)	8.0	11.6	0.6	0.6
Nissan	7201 JP	JPY	336	8,476	1.2	(9.1)	(22.0)	(21.2)	TPX Index	(2.7)	(18.4)	(36.2)	(34.1)	(6.9)	(4.5)	0.2	0.2
Toyota	7203 JP	JPY	2,859	307,122	4.9	3.2	8.2	7.0	TPX Index	1.0	(6.1)	(6.0)	(5.9)	8.3	11.2	1.0	1.0
중국																	
GWM	2333 HK	HKD	19	28,479	49.8	62.5	53.7	76.4	HSI Index	45.2	52.5	42.0	34.0	12.0	10.3	1.8	1.6
BAIC	1958 HK	HKD	2	2,108	(4.2)	3.5	(14.2)	10.8	HSI Index	(8.7)	(6.5)	(25.9)	(31.6)	8.9	8.3	0.3	0.3
Geely	175 HK	HKD	19	24,744	8.3	10.6	11.1	120.9	HSI Index	3.7	0.6	(0.6)	78.5	12.1	10.2	1.9	1.6
한국																	
현대차	005380 KS	KRW	220,500	32,418	6.2	20.4	17.1	(8.1)	KOSPI Index	5.5	3.9	(7.0)	(25.7)	4.9	4.8	0.5	0.5
기아	000270 KS	KRW	106,500	30,113	5.7	19.1	22.3	7.4	KOSPI Index	4.9	2.6	(1.8)	(10.1)	4.8	4.8	0.7	0.6
산업 평균				**60,294**	**8.4**	**14.2**	**12.2**	**19.3**		**6.3**	**5.6**	**(0.3)**	**(4.8)**	**7.1**	**7.0**	**0.8**	**0.7**

자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

기아 (000270) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**99,808**	**107,449**	**114,989**	**117,080**	**123,040**
매출원가	77,180	82,678	92,064	93,572	97,265
매출총이익	22,629	24,771	22,925	23,508	25,775
판관비	11,021	12,104	12,288	12,542	13,116
영업이익	**11,608**	**12,667**	**10,638**	**10,967**	**12,659**
EBITDA	13,961	15,216	13,210	13,539	15,231
영업외손익	1,069	833	744	830	989
외환관련손익	38	32	-84	-121	-130
이자손익	726	918	954	1,087	1,265
관계기업관련손익	684	395	395	395	395
기타	-378	-513	-521	-531	-541
법인세비용차감전순손익	12,677	13,500	11,382	11,797	13,648
법인세비용	3,900	3,725	3,073	3,185	3,685
계속사업순손익	8,778	9,775	8,309	8,612	9,963
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	8,778	9,775	8,309	8,612	9,963
지배지분순이익	**8,777**	**9,773**	**8,307**	**8,610**	**9,961**
포괄순이익	8,968	11,811	10,345	10,648	11,999
지배지분포괄이익	8,967	11,808	10,342	10,645	11,996

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**11,297**	**12,564**	**10,905**	**11,940**	**12,622**
당기순이익	8,778	9,775	8,309	8,612	9,963
감가상각비	1,846	2,010	1,980	1,940	1,900
외환손익	-120	186	84	121	130
종속,관계기업관련손익	0	0	-395	-395	-395
자산부채의 증감	-4,247	-4,287	-3,974	-3,278	-3,956
기타현금흐름	5,040	4,881	4,901	4,941	4,981
투자활동 현금흐름	**-3,107**	**-10,153**	**-7,928**	**-5,980**	**-6,331**
투자자산	-1,778	-2,538	-3,053	-2,725	-2,796
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,335	-3,485	-3,300	-3,400	-3,500
유형자산 감소	105	62	500	500	500
기타현금흐름	901	-4,191	-2,075	-355	-536
재무활동 현금흐름	**-5,596**	**-3,570**	**-4,805**	**-4,181**	**-4,078**
단기차입금	-1,519	98	6	2	5
사채 및 장기차입금	-2,102	-623	-900	-500	-400
자본	21	2	0	0	0
현금배당	-1,403	-2,194	-2,559	-2,330	-2,330
기타현금흐름	-592	-853	-1,353	-1,353	-1,353
연결범위변동 등 기타	206	372	2,707	2,013	2,495
현금의 증감	**2,799**	**-787**	**878**	**3,792**	**4,709**
기초 현금	11,554	14,353	13,567	14,445	18,236
기말 현금	14,353	13,567	14,445	18,236	22,945
NOPLAT	**11,608**	**12,667**	**10,638**	**10,967**	**12,659**
FCF	**8,961**	**9,079**	**7,605**	**8,540**	**9,122**

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**37,466**	**41,797**	**44,708**	**48,231**	**53,548**
현금및현금성자산	14,353	13,567	14,445	18,236	22,945
매출채권 및 기타채권	4,957	6,842	6,895	7,020	7,378
재고자산	11,273	12,419	13,291	13,532	14,221
비유동자산	43,162	50,958	55,239	59,292	63,516
유형자산	16,104	18,279	19,099	20,059	21,159
관계기업등 지분관련자산	20,762	23,858	26,721	29,393	32,039
기타투자자산	1,443	3,365	3,555	3,608	3,758
자산총계	**80,628**	**92,756**	**99,948**	**107,523**	**117,063**
유동부채	25,674	26,977	27,117	26,863	26,895
매입채무 및 기타채무	16,346	17,275	16,808	16,386	15,938
단기차입금	129	221	221	221	221
유동성장기부채	969	838	838	838	838
비유동부채	8,395	9,938	9,205	8,716	8,556
장기차입금	200	0	0	0	0
사채	2,502	2,176	1,276	776	376
부채총계	**34,070**	**36,916**	**36,322**	**35,580**	**35,451**
지배지분	46,552	55,831	63,615	71,931	81,598
자본금	2,139	2,139	2,139	2,139	2,139
자본잉여금	1,758	1,760	1,760	1,760	1,760
이익잉여금	43,271	50,241	55,989	62,269	69,900
비지배지분	6	9	11	13	15
자본총계	**46,558**	**55,840**	**63,626**	**71,944**	**81,613**
순차입금	**-16,602**	**-18,427**	**-21,275**	**-24,919**	**-29,558**
총차입금	4,164	3,639	2,746	2,247	1,852

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	21,770	24,413	20,972	21,864	25,295
BPS	117,495	141,812	163,807	185,220	210,112
EBITDAPS	34,629	38,011	33,349	34,381	38,678
SPS	247,564	268,412	290,304	297,316	312,451
DPS	5,600	6,500	6,000	6,000	7,000
PER	**3.7**	**4.4**	**5.1**	**4.9**	**4.2**
PBR	**0.7**	**0.8**	**0.7**	**0.6**	**0.5**
EV/EBITDA	**1.1**	**1.6**	**1.6**	**1.3**	**0.8**
PSR	**0.3**	**0.4**	**0.4**	**0.4**	**0.3**

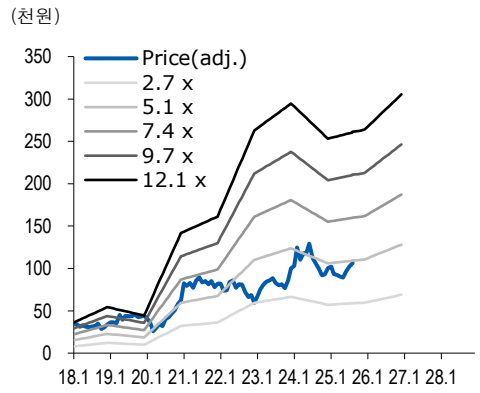
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	**15.3**	**7.7**	**7.0**	**1.8**	**5.1**
영업이익 증가율 (%)	**60.5**	**9.1**	**-16.0**	**3.1**	**15.4**
지배순이익 증가율 (%)	**62.3**	**11.3**	**-15.0**	**3.6**	**15.7**
매출총이익률 (%)	22.7	23.1	19.9	20.1	20.9
영업이익률 (%)	**11.6**	**11.8**	**9.3**	**9.4**	**10.3**
지배순이익률 (%)	8.8	9.1	7.2	7.4	8.1
EBITDA 마진 (%)	14.0	14.2	11.5	11.6	12.4
ROIC	71.3	65.8	45.5	41.6	43.3
ROA	11.4	11.3	8.6	8.3	8.9
ROE	**20.4**	**19.1**	**13.9**	**12.7**	**13.0**
부채비율 (%)	73.2	66.1	57.1	49.5	43.4
순차입금/자기자본 (%)	-35.7	-33.0	-33.4	-34.6	-36.2
영업이익/금융비용 (배)	63.8	124.8	128.1	168.9	237.4

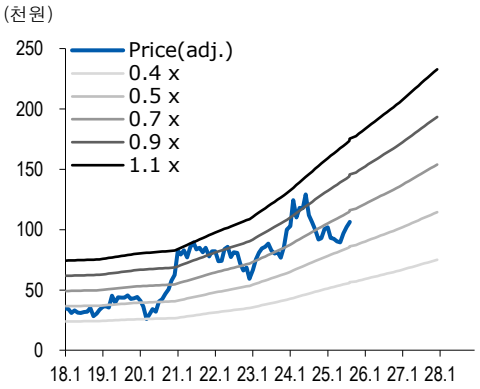
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

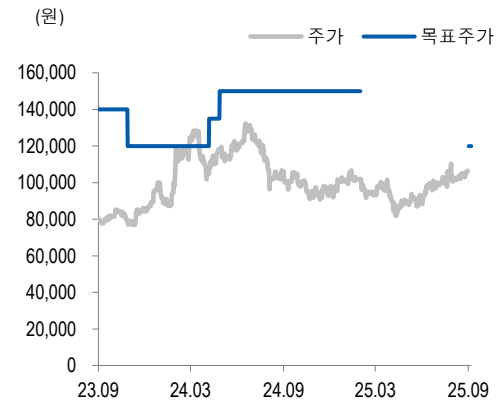
P/E band chart



P/B band chart



기아 (000270) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-09-02	HOLD 담당자변경	120,000	1년		
2025-02-03	BUY	150,000	1년	-35.99	-26.40
2024-04-29	BUY	150,000	1년	-28.77	-11.80
2024-04-08	BUY	135,000	1년	-15.87	-12.44
2023-10-30	BUY	120,000	1년	-17.16	7.08
2023-04-27	BUY	140,000	1년	-40.48	-35.64

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.6
Hold(중립)	6.4
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-09-02

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **김용민**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

현대모비스 (012330)

김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

AS도 부품모듈도 나빠질 수가 없다

AS부문: 시간차 공격 유효, 사실상 무조건적인 이익 성장

현재 글로벌 현대차/기아의 운행차량 (UIO) 가 2017년 이후 판매된 차량들로 형성되어 있다고 추정. 즉, 1) 앞으로는 UIO에 추가되는 신규 판매 차량들의 ASP는 UIO 평균 대비 높을 것이고 2) 이는 순차적으로 UIO의 ASP를 상승시키는 효과를 가져와 3) AS 부문의 이익 또한 증가할 것이라 예상.

모듈 및 부품사업: 분명히 이익을 내겠다는 의지

동사의 CEO Investor day에서 제시된 향후 재무 청사진 달성 조건은 1) 부품부문의 충분한 외형 성장과 2) 이를 상회하는 AS부문의 외형 성장률, 그리고 3) 부품부문 손실률의 제한이 동반되어야 함. 전동화 부품 매출 상승폭이 AS부문의 매출 상승폭을 상회할 경우, 동사의 재무 전략 이행에는 부품부문의 BEP 달성이 무조건적으로 필요. 이는 Non-captive 매출 비중의 확대를 통해 더 높은 계약 단가와 규모의 경제를 통해 실현될 것이라 예상.

Non-captive 매출은 어디서 나올까? 아마도 그건 GM

8월 현대차그룹이 공식화한 GM과의 차량 공동개발 계획으로 미루어 보아 가장 먼저 의미있는 Non-captive 전동화 부품 매출을 발생시킬 수 있는 OEM은 GM일 것이라 예상. 플랫폼 공유를 통한 고정비 절감 효과는 완성차 업체의 비용 절감 효과 대비 단기적 레버리지 효과가 더 클 것이라 판단하며, 향후 협업 구체화에 다른 수혜가 있을 것이라 예상.

투자의견 BUY, 목표주가 410,000원으로 커버리지 개시. Top pick

목표주가는 FY25-26F 평균 EPS에 Target P/E multiple 9배 적용. 이는 국내 부품업체의 평균 P/E multiple (7-8배) 보다 높은 수치이나, 동사의 AS부문 이익 창출 능력에 대해 국내 부품업체 peer 대비 매우 안정적이며 향후 성장성이 확보된다고 판단. 또한 해외 AS부품 유통업체 (O'reilly, GPC, Autozone) 평균 P/E multiple (27배) 대비 매우 보수적. 향후 부품부문 이익 가시성 확보시 추가적인 합산 가능할 것이라 예상.

BUY (I)

목표주가	410,000원 (I)
직전 목표주가	N.A.
현재주가 (9/1)	321,500원
상승여력	28%

시가총액	295,121억원
총발행주식수	90,727,447주
60일 평균 거래대금	645억원
60일 평균 거래량	217,654주
52주 고/저	321,500원 / 207,000원
외인지분율	43.97%
배당수익률	2.54%
주요주주	기아 외 6 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	13.4	27.1	47.8
상대	12.6	9.1	25.8
절대 (달러환산)	14.0	25.8	41.7

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	3Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	14,844	6.0	-6.9	15,054	-1.4
영업이익	802	-11.8	-7.9	896	-10.5
세전계속사업이익	1,269	-2.9	-5.7	1,357	-6.5
지배순이익	820	-10.9	-12.1	1,025	-20.1
영업이익률 (%)	5.4	-1.1 %pt	-0.1 %pt	5.9	-0.5 %pt
지배순이익률 (%)	5.5	-1.1 %pt	-0.4 %pt	6.8	-1.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	59,254	57,237	61,644	67,500
영업이익	2,295	3,073	3,304	3,854
지배순이익	3,423	4,056	3,982	4,442
PER	6.2	5.4	7.4	6.6
PBR	0.5	0.5	0.6	0.5
EV/EBITDA	4.5	3.6	4.9	3.6
ROE	8.7	9.4	8.2	8.2

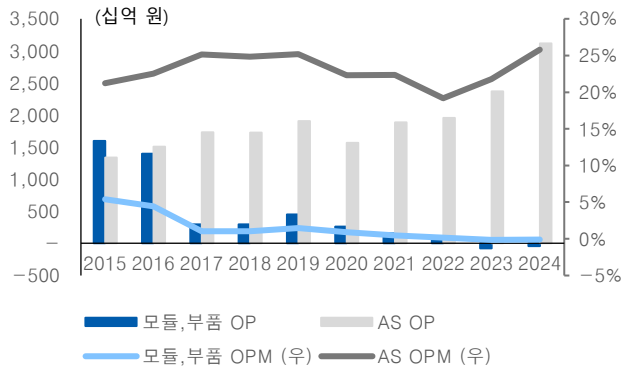
자료: 유안타증권

모비스의 가장 큰 특징: 사업부별 컨셉 명확

동사가 여타 국내 자동차 부품 업체들과 가장 차별화되는 점은 현대차와 기아의 Captive 부품 공급사로서 가지는 사업부별 특징이다. 큰 틀에서 동사의 사업부는 1) 모듈 및 부품 제조사업(부품) 과 2) AS부문으로 나뉘는데, 이로 인해 전자는 현대차그룹의 자동차 생산에 영향을 받는 반면 후자는 현대차/기아의 운행대수 (UIO)에 영향을 받는다.

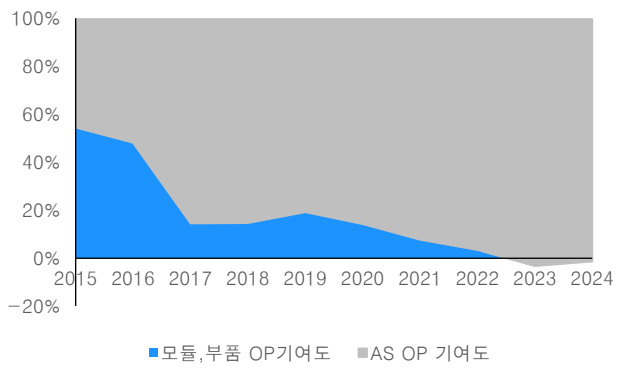
수익성 측면에서도 두 부문은 매우 명확한 차이를 보인다. 최근 5년간 동사의 부품 부문의 연간 영업이익률은 1%를 넘기지 못했다. 이에 반해 AS부문은 작년 기준 26%의 매우 높은 영업이익률을 기록했다. 부문별로 명확히 구분되는 사업의 특징으로 인해, 사실상 동사의 이익은 AS부문에 의해 좌우되는 것처럼 보인다.

현대모비스: 사업부문별 영업이익과 영업이익률



자료: 유안타증권 리서치센터, 현대모비스

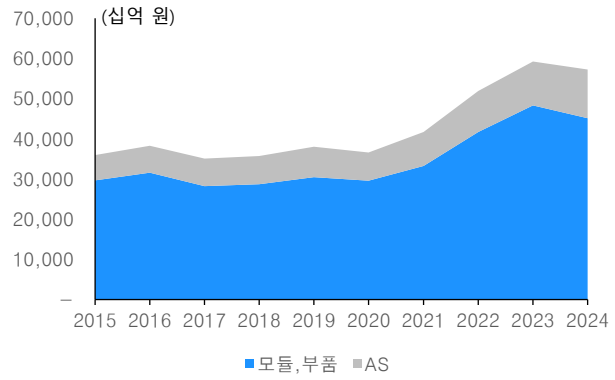
현대모비스: 사업부문별 영업이익 기여도



자료: 유안타증권 리서치센터, 현대모비스

문제는, 부품 부문의 매출기여도가 너무 높이 약간의 영업이익률 변동만으로도 전사 이익에 큰 영향을 줄 수 있다는 것이다. 부품 부문은 지난 10년간 79-83%의 전사 매출기여도를 기록하며 AS부문 대비 약 4배의 매출 규모를 유지하기 때문에, 단순히 "AS부문이 전사 이익을 좌우한다"라고 표현하는 것에는 약간의 오류가 있다.

현대모비스: 부품 과 AS 부문의 매년 매출기여는 약 4 배 차이



자료: 유안타증권 리서치센터, 현대모비스

2024 년 기준, 약간의 부품 부문 OPM 변동만으로 영업이익 대폭 변동

부품 OPM	영업이익 기여	전사 영업이익	전사 영업이익률
+2%	903	4,019	7%
+1%	452	3,568	6%
실제	-	3,116	5%
-1%	- 452	2,664	5%
-2%	- 903	2,213	4%

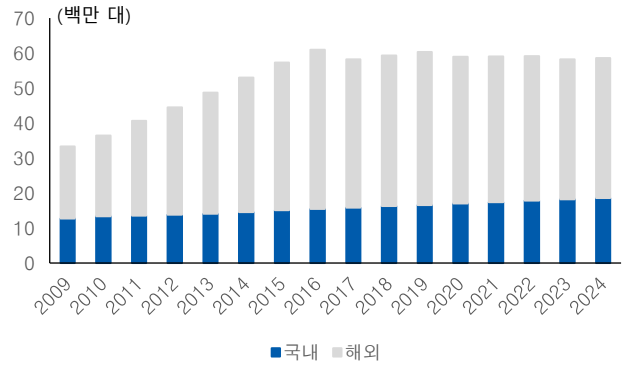
자료: 유안타증권 리서치센터, 현대모비스

AS 부문: 시간차 공격 유효, 사실상 무조건적인 이익 성장

국내외에서 운행 중인 현대차, 기아에 소요되는 보수용 부품을 공급하는 AS사업의 가장 큰 특징은 판매가 아닌 운행되는 차량의 변동에 영향을 받는다는 점이다. 어느 정도 시차를 두고 운행대수 (UIO)가 판매량에 연동되는 것은 사실이나 상대적으로 전방산업인 완성차 시장의 등락에서 자유롭다는 특징을 갖고 있다.

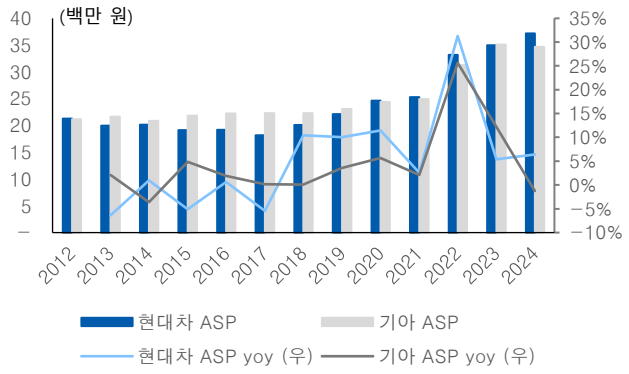
현대차/기아는 지속적인 ASP 상승을 이뤄왔으나, 그 폭은 2020년대부터 급격하게 상승했다. 다시 말해, 현재 UIO에 포함되는 차량들의 ASP는 최근 대폭 증가했다. 일반적으로 차량의 가격이 높을수록 AS부품의 가격도 올라가기 때문에, UIO의 ASP는 동사 AS부문 실적의 중요한 척도가 된다. UIO의 규모 자체는 2016년 이후 크게 변동하지 않고 있음에도 불구하고 동사 AS부문의 실적이 지속적으로 상승한 근거이기도 하다.

현대차/기아 UIO 의 상승세는 멈췄음에도 불구하고



자료: 유안타증권 리서치센터, 현대모비스

ASP 의 상승이 시차를 두고 동사 AS 부문의 실적을 견인



자료: 유안타증권 리서치센터, 현대모비스, 현대차, 기아

향후 동사 AS부문의 무조건적인 이익 성장이 가능하다고 판단하는 이유는 현재 글로벌 현대차/기아의 **UIO가 2017년 이후 판매된 차량들로 형성**되어 있다고 추정해서이다. 즉, 1) 앞으로는 UIO에 추가되는 신규 판매 차량들의 ASP는 UIO 평균 대비 높을 것이고 2) 이는 순차적으로 UIO의 ASP를 상승시키는 효과를 가져와 3) AS 부문의 이익 또한 증가할 것이다.

일반적으로 자동차의 AS부품에 대한 수요는 구매 시점으로부터 2-3년 이후 최초 발생하며, 이후 차량의 생애주기에 걸쳐 지속적으로 유지된다. 그렇다면 22-24년 지속된 AS부문 영업이익률 회복세 (19.2->25.8%)에 대해서 (물론 환율과 같은 외부 요인도 있겠으나) COVID 이후 본격적으로 상승한 ASP의 수혜를 누리는 초입에 위치해 있다는 추정 또한 가능하다.

현재의 UIO가 2017년 이후 판매된 차량들로 형성되어 있다고 추정하는 근거는 다음과 같다.

현대차/기아 UIO 내의 차량들의 폐차 사이클 추정 테이블

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
UIO	33,352	36,387	40,618	44,490	48,722	53,030	57,330	60,950
내년이후 누적폐차	33,265	36,697	40,540	44,812	47,922	50,880	55,445	58,042
폐차시점	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
2010	2,728							
2011	2,366	2,366						
2012	3,254	3,254	3,254					
2013	3,314	3,314	3,314	3,314				
2014	3,694	3,694	3,694	3,694	3,694			
2015	3,714	3,714	3,714	3,714	3,714	3,714		
2016	4,254	4,254	4,254	4,254	4,254	4,254	4,254	
2017	9,941	9,941	9,941	9,941	9,941	9,941	9,941	9,941
2018		6,160	6,160	6,160	6,160	6,160	6,160	6,160
2019			6,209	6,209	6,209	6,209	6,209	6,209
2020				7,527	7,527	7,527	7,527	7,527
2021					6,424	6,424	6,424	6,424
2022						6,652	6,652	6,652
2023							8,279	8,279
2024								6,850

자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차, 기아, 현대모비스

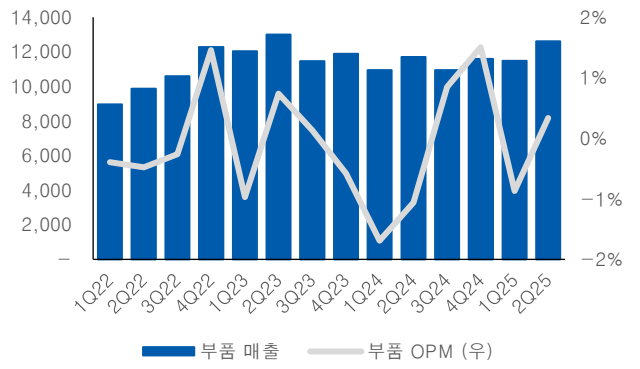
위의 표 최상단은 해당 연도 당시의 UIO이며, 그 아래는 이듬해부터 24년 말까지 지속된 폐차 추정수량의 누적 대수이다. 해당 숫자들이 비슷한 추이를 보인다는 점으로 보아, 차량 판매 이후 순차적으로 폐차된다는 가정을 대입시 현대차, 기아 합산 UIO는 대략 과거 8년간 판매된 차량의 합이며 동사 AS부문의 현재 실적 또한 2017-2024년 판매된 차량들의 AS수요 (첫 AS수요 발생 시점 고려시 엄밀히 말한다면 2017-2023년 정도)에 대한 결과물이라는 것이다.

연간 현대차, 기아의 판매대수 변동성을 고려하지 않고 UIO ASP를 계산시 약 2,700만원이다. 그리고 2024년 기준 양사의 ASP는 3,500만원 이상이다. 즉, 향후 지속적인 UIO의 회전에 따라 UIO ASP는 증가할 것이며, 이에 따라 동사의 AS부문 외형 및 이익 또한 증가할 것이다.

모듈 및 부품사업: 분명히 이익을 내겠다는 의지

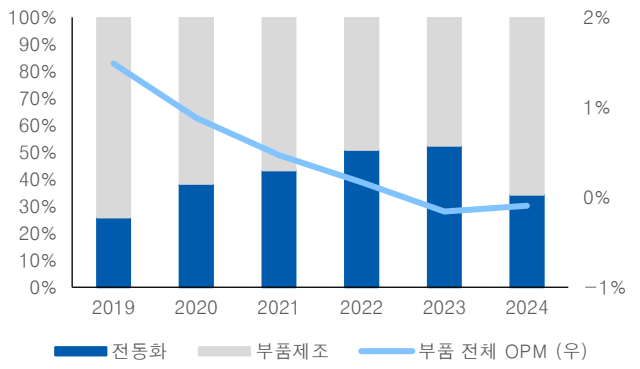
동사의 부품부문 이익은 품질비용 분담금 회수, 일회성 비용 및 이익 등으로 인한 분기별 변동성을 지니고 있으나, 전체적으로 보았을 때 과거 대비 연간 영업이익률이 매우 하락했다. 이는 현대차그룹의 전동화 전략에 따라 확장된 EV 핵심부품 생산 사업의 수익성이 글로벌 EV시장 성장세 둔화로 인해 악화된 결과라 추정하며, 실제로 모듈을 제외한 핵심부품 매출 내에서 전동화 부품의 매출비중 증가에 따라 수익성이 악화되었다 (부품부문은 모듈과 핵심부품 부서로 다시 한번 세분화된다).

부품사업 부문 전체의 분기 영업이익률의 변동성



자료: 유안타증권 리서치센터, 현대모비스

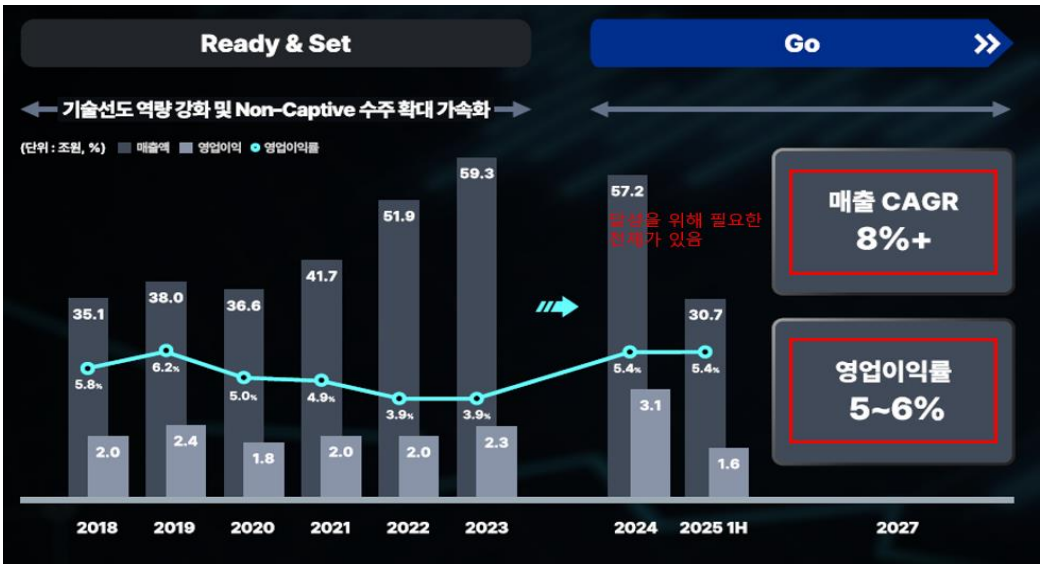
핵심부품 매출 내 전동화 매출비중 증가에 따른 부문 OPM 하락



자료: 유안타증권 리서치센터, 현대모비스, 주: 24 년 전동화매출에 배터리셀 제외 시작

따라서 부품부문에 대한 전체적인 수익성은 국내 부품업체들과 대략적인 궤를 같이할 것이라 예상한다. 중장기 완성차 시장의 전동화 트렌드의 가속도에 따라 수익성 개선 혹은 악화의 여부가 결정될 것이다. 다만, 8월 27일 개최한 동사의 CEO Investor day에서 제시된 향후 재무 청사진에 의하면, 최소한 향후 부품부문 적자율의 확대에 대한 걱정은 하지 않아도 될 것으로 보인다.

현대모비스의 2024-2027 재무 전략: FY24-27F 매출 CAGR 8% 이상, 영업이익률 5% 이상



자료: 유안타증권 리서치센터, 현대모비스

동사의 전사 영업이익률은 앞서 언급한 AS부문의 매우 높은 수익성으로 이미 5%를 초과한 상태이다. 따라서, 3개년 목표 영업이익률에 대한 달성 가능성은 매우 높다. 문제는 매출 연평균 성장 8%라는 전제가 동반됐을 경우이다. 앞서 언급한 것처럼 동사의 사업부문별 성격은 매출비중 80%-이익비중 0%의 부품부문과 매출비중 20%-이익비중 100%로 매우 상반된 상황이다. 결국 위에서 제시한 매출과 영업이익률 목표를 만족시키기 위해서는, 1) 부품부문의 충분한 외형 성장과 2) 이를 상회하는 AS부문의 외형 성장률, 그리고 3) 부품부문 손실률의 제한이 동반되어야 한다.

현대모비스의 2024-2027 재무 전략을 이행하기 위한 최소한의 전사 실적

(십억 원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출	57,237	61,816	66,761	72,102
영업이익	3,073	3,091	3,338	3,605

자료: 유안타증권 리서치센터, 현대모비스

아래는 동사의 실적 목표치의 하한선을 달성하기 위해 부품부문에 허락되는 최소한의 영업손실률을 정리한 표이다 (AS부문 OPM 25% 가정). 연평균 8% 성장이 부문별로 균등할 경우 부품부문의 영업손실률은 0.3%가 하한선이며, 부품부문 8%/AS부문 12% 매출성장 가정시 부품부문의 영업손실률은 2027년 최대 -1%까지 하락해도 목표를 달성할 수 있다.

양 부문 연 매출 성장 8% 가정시

(십억 원)	2025F	2026F	2027F
부품 매출	48,764	52,665	56,878
부품 OPM 하한	**-0.3%**	**-0.3%**	**-0.3%**
부품 OP	- 146	- 158	- 171
AS 매출	13,052	14,096	15,224
AS OP	3,263	3,524	3,806
전사 매출	**61,816**	**66,761**	**72,102**
전사 OP	3,117	3,366	3,635
전사 OPM	**5.0%**	**5.0%**	**5.0%**

자료: 유안타증권 리서치센터, 현대모비스

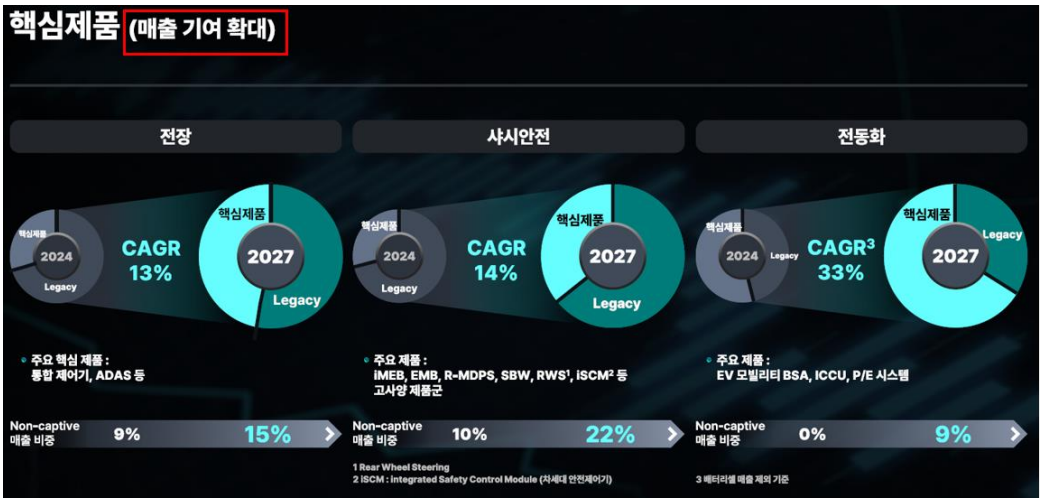
부품부문 연 매출 성장 8%, AS 부문 연 매출 성장 12% 가정시

(십억 원)	2025F	2026F	2027F
부품 매출	48,764	52,665	56,878
부품 OPM 하한	**-0.6%**	**-0.8%**	**-1.0%**
부품 OP	- 293	- 421	- 569
AS 매출	13,535	15,160	16,979
AS OP	3,384	3,790	4,245
전사 매출	**62,299**	**67,825**	**73,857**
전사 OP	3,091	3,369	3,676
전사 OPM	**5.0%**	**5.0%**	**5.0%**

자료: 유안타증권 리서치센터, 현대모비스

이렇듯 부품부문 OPM의 낙폭은 AS부문의 외형 성장으로 상쇄되어야 한다는 것을 확인한 상황에서, 다음으로 주목할 점은 동사의 부품부문 (특히 전동화 부품) 매출 성장폭이 매우 클 것이라는 점이다. 부품부문에서 수익성이 가장 제한적인 것으로 추정되는 전동화 부품의 연평균 매출 성장률 예상치를 33%로 제시했다는 것은, 전동화 부품 매출비중이 상승할 것을 의미한다 (또한 전장, 샤시안전 등 기타 핵심부품의 매출 성장률 목표치 또한 매우 높다).

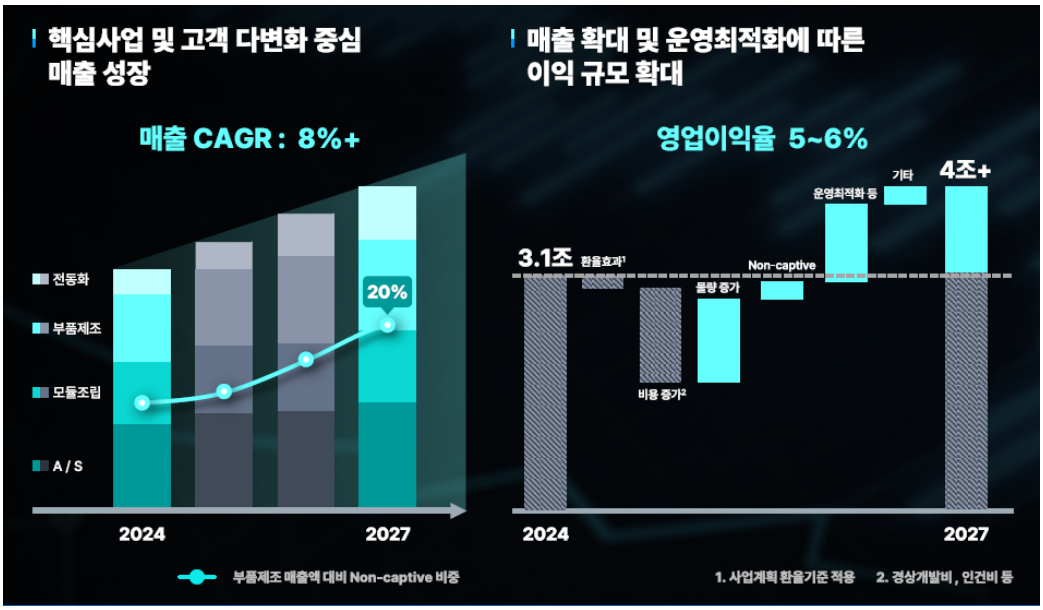
현대모비스 재무전략 - 핵심제품 (부품 부문) 매출 기여 확대



자료: 유안타증권 리서치센터, 현대모비스

그렇다면 앞서 제시한 시나리오에서 부품부문의 매출 상승폭이 AS부문의 매출 상승폭을 상회할 수도 있다. 그러한 경우, 동사의 재무 전략 이행에는 부품부문의 BEP 달성이 무조건적으로 필요하다. 이러한 목표는 위의 자료에서 언급된 Non-captive 매출 비중의 확대를 통해 더 높은 계약 단가와 규모의 경제를 통해 실현될 것이라 예상한다.

현대모비스 재무전략 - 핵심제품 (부품 부문) 매출 기여 확대



자료: 유안타증권 리서치센터, 현대모비스

투자의견 BUY, 목표주가 410,000원으로 커버리지 개시

목표주가는 FY25-26F 평균 EPS에 Target P/E multiple 9배 적용하여 산출하였다. 현재 동사의 이익은 현재 100% AS부문에서 창출되고 있으므로, 해당 사업부문에 대한 적정가치가 곧 동사의 목표주가로 이어진다. 이는 국내 부품업체의 평균 P/E multiple (7-8배) 보다 높은 수치이나, 동사의 AS부문은 앞서 언급한 것처럼 이익 창출 능력에 대해 국내 부품업체 peer 대비 매우 안정적이며 향후 성장성이 확보된다고 판단한다.

해외 (미국) AS부품 유통업체 (O'reilly, GPC, Autozone) 들의 평균 P/E multiple은 27배 수준으로 동사 대비 매우 높은 폭으로 할증되어 거래되고 있다. 이는 1) 동사의 AS부문의 사업 확장성이 현대차, 기아에 종속되어 있으며 2) 지리적 특성상 미국 Aftermarket은 자가정비 문화가 강해 높은 영업 레버리지를 일으킬 수 있기 때문이다. 그러나, 현대차/기아 또한 미국내 매출 비중이 상승하였으며 (1H25 기준 현대차 44%, 기아 37%) Non-captive 수주 확대시 AS부문 사업 확장성도 열릴 수 있다. 따라서 당사가 제시하는 Target P/E multiple 9배는 국내 부품업체보다 우월한 향후 이익 가시성을 반영하되, 글로벌 peer 대비 높은 폭의 할인을 적용한 다소 보수적인 값이라 판단한다.

현대모비스: Peer valuation table

	Ticker	단위	주가	시총	절대수익률 (%)				지수	지수대비 수익률(%)				P/E (x)		P/BV (x)	
				(US$m)	1M	3M	6M	12M		1M	3M	6M	12M	25F	26F	25F	26F
현대모비스	012330 KS	KRW	321,500	21,180	14.0	27.7	34.1	51.4	KOSPI Index	13.2	11.2	10.0	33.8	7.1	6.6	0.6	0.6
HL만도	204320 KS	KRW	35,650	1,201	5.5	5.8	(17.8)	6.9	KOSPI Index	4.7	(10.7)	(41.9)	(10.6)	9.6	6.9	0.7	0.6
한온시스템	018880 KS	KRW	3,575	1,742	13.1	18.4	(19.3)	(11.6)	KOSPI Index	12.4	1.9	(43.4)	(29.1)	N.A.	43.1	0.9	0.8
에스엘	005850 KS	KRW	33,800	1,127	4.3	6.6	(1.7)	4.3	KOSPI Index	3.6	(9.9)	(25.8)	(13.3)	5.1	4.6	0.6	0.6
Denso	6902 JP	JPY	2,120	41,936	1.4	8.1	11.4	(2.4)	TPX Index	(2.4)	(1.3)	(2.9)	(15.3)	13.8	12.1	1.1	1.1
Aisin Seiki	7259 JP	JPY	2,455	12,662	13.6	33.2	41.2	50.0	TPX Index	9.7	23.9	27.0	37.1	17.7	12.7	0.9	0.9
Continental	CON GR	EUR	76	17,759	(1.1)	(1.6)	14.0	29.8	DAX Index	(0.1)	(1.8)	7.7	3.0	10.5	8.6	1.0	1.0
Valeo	FR FP	EUR	10	2,995	6.4	12.1	9.4	12.5	CAC Index	8.4	13.2	14.5	11.8	9.1	5.7	0.7	0.6
Borgwarner	BWA US	USD	43	9,253	21.7	28.3	44.6	27.9	SPX Index	20.3	19.0	36.2	12.4	9.4	8.7	1.5	1.3
Aptiv	APTV US	EUR	80	17,318	16.5	16.8	22.1	12.1	SPX Index	15.1	7.5	13.6	(3.4)	10.6	9.8	1.8	1.6
산업 평균				**12,717**	**9.5**	**15.5**	**13.8**	**18.1**		**8.5**	**5.3**	**(0.5)**	**2.6**	**10.3**	**11.9**	**1.0**	**0.9**
미국 AS부품 유통업체																	
Genuine Parts Company	GPC US	USD	139	19,380	4.4	11.2	13.4	1.1	SPX Index	3.0	1.9	4.9	(14.4)	18.1	16.5	4.0	3.7
Autozone	AZO US	USD	4,199	70,236	8.4	13.8	20.2	31.0	SPX Index	7.0	4.5	11.7	15.5	28.6	25.2	N.A.	N.A.
O'Reilly Automotive	ORLY US	USD	104	87,972	4.8	15.0	13.2	36.6	SPX Index	3.4	5.8	4.7	21.1	35.2	31.4	N.A.	N.A.
산업 평균				**59,196**	**5.9**	**13.3**	**15.6**	**22.9**		**4.5**	**4.1**	**7.1**	**7.4**	**27.3**	**24.4**	**4.0**	**3.7**

자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

현대모비스 (012330) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**59,254**	**57,237**	**61,644**	**67,500**	**73,413**
매출원가	52,492	49,174	52,891	57,578	62,401
매출총이익	6,762	8,063	8,753	9,923	11,012
판관비	4,467	4,989	5,449	6,068	6,673
영업이익	**2,295**	**3,073**	**3,304**	**3,854**	**4,339**
EBITDA	3,221	4,058	4,481	5,207	5,842
영업외손익	2,150	2,191	2,083	2,155	2,306
외환관련손익	-21	112	-19	-21	-24
이자손익	232	296	319	393	546
관계기업관련손익	1,845	1,788	1,788	1,788	1,788
기타	93	-4	-4	-4	-4
법인세비용차감전순손익	4,445	5,264	5,387	6,010	6,644
법인세비용	1,022	1,204	1,401	1,563	1,728
계속사업순손익	3,423	4,060	3,987	4,447	4,917
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,423	4,060	3,987	4,447	4,917
지배지분순이익	**3,423**	**4,056**	**3,982**	**4,442**	**4,911**
포괄순이익	3,462	5,918	5,844	6,305	6,775
지배지분포괄이익	3,461	5,913	5,839	6,300	6,769

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**5,343**	**4,253**	**3,972**	**5,106**	**5,938**
당기순이익	3,423	4,060	3,987	4,447	4,917
감가상각비	852	903	1,093	1,269	1,423
외환손익	19	15	19	21	24
종속,관계기업관련손익	-1,846	-1,773	-1,788	-1,788	-1,788
자산부채의 증감	1,748	-712	-565	-68	140
기타현금흐름	1,147	1,760	1,226	1,225	1,222
투자활동 현금흐름	**-2,541**	**-4,589**	**-5,442**	**-4,608**	**-4,204**
투자자산	-671	-2,739	-2,914	-2,026	-1,641
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,802	-2,204	-2,425	-2,500	-2,500
유형자산 감소	38	116	0	0	0
기타현금흐름	-107	238	-103	-82	-63
재무활동 현금흐름	**-1,889**	**-255**	**-1,082**	**-1,017**	**-905**
단기차입금	-933	90	0	0	0
사채 및 장기차입금	41	714	-500	-400	-200
자본	1	4	0	0	0
현금배당	-367	-406	-582	-617	-705
기타현금흐름	-631	-657	0	0	0
연결범위변동 등 기타	79	300	2,535	3,144	3,144
현금의 증감	**991**	**-291**	**-16**	**2,625**	**3,973**
기초 현금	4,088	5,079	4,788	4,772	7,397
기말 현금	5,079	4,788	4,772	7,397	11,370
NOPLAT	**2,295**	**3,073**	**3,304**	**3,854**	**4,339**
FCF	**3,541**	**2,049**	**1,547**	**2,606**	**3,438**

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**25,565**	**28,424**	**29,107**	**32,765**	**37,574**
현금및현금성자산	5,079	4,788	4,772	7,397	11,370
매출채권 및 기타채권	10,152	10,396	11,114	11,448	11,578
재고자산	5,512	6,763	6,695	7,331	7,974
비유동자산	33,021	38,173	42,437	45,693	48,394
유형자산	10,481	12,003	13,335	14,566	15,644
관계기업등 지분관련자산	18,985	22,410	25,324	27,350	28,991
기타투자자산	916	1,028	1,028	1,028	1,028
자산총계	**58,586**	**66,597**	**71,544**	**78,457**	**85,968**
유동부채	12,053	12,745	12,514	13,587	14,670
매입채무 및 기타채무	8,430	8,903	8,593	9,410	10,234
단기차입금	558	648	648	648	648
유동성장기부채	1,107	569	569	569	569
비유동부채	5,878	7,733	7,649	7,801	8,159
장기차입금	492	1,728	1,228	828	628
사채	200	200	200	200	200
부채총계	**17,931**	**20,479**	**20,163**	**21,388**	**22,829**
지배지분	40,634	46,081	51,339	57,023	63,087
자본금	491	491	491	491	491
자본잉여금	1,363	1,367	1,367	1,367	1,367
이익잉여금	39,640	42,911	46,312	50,137	54,344
비지배지분	21	37	42	47	52
자본총계	**40,655**	**46,118**	**51,381**	**57,069**	**63,139**
순차입금	**-6,517**	**-7,088**	**-7,572**	**-10,596**	**-14,770**
총차입금	2,751	3,554	3,054	2,654	2,454

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	36,341	43,481	43,227	48,964	54,136
BPS	448,144	509,212	582,798	647,315	716,158
EBITDAPS	34,203	43,506	48,645	57,390	64,389
SPS	629,136	613,625	669,130	743,991	809,159
DPS	4,500	6,000	7,000	8,000	9,000
PER	**6.2**	**5.4**	**7.4**	**6.6**	**5.9**
PBR	**0.5**	**0.5**	**0.6**	**0.5**	**0.4**
EV/EBITDA	**4.5**	**3.6**	**4.9**	**3.6**	**2.5**
PSR	**0.4**	**0.4**	**0.5**	**0.4**	**0.4**

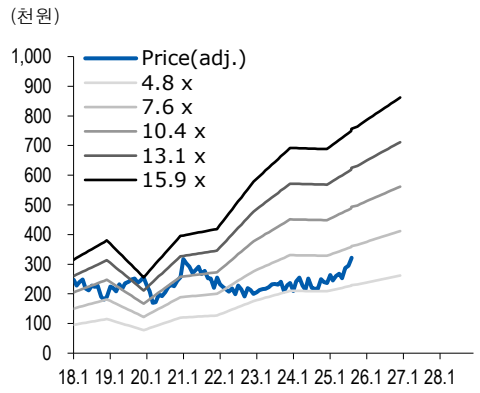
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	**14.2**	**-3.4**	**7.7**	**9.5**	**8.8**
영업이익 증가율 (%)	**13.3**	**33.9**	**7.5**	**16.7**	**12.6**
지배순이익 증가율 (%)	**37.7**	**18.5**	**-1.8**	**11.6**	**10.6**
매출총이익률 (%)	11.4	14.1	14.2	14.7	15.0
영업이익률 (%)	**3.9**	**5.4**	**5.4**	**5.7**	**5.9**
지배순이익률 (%)	5.8	7.1	6.5	6.6	6.7
EBITDA 마진 (%)	5.4	7.1	7.3	7.7	8.0
ROIC	10.4	12.9	13.6	14.9	15.8
ROA	6.0	6.5	5.8	5.9	6.0
ROE	**8.7**	**9.4**	**8.2**	**8.2**	**8.2**
부채비율 (%)	44.1	44.4	39.2	37.5	36.2
순차입금/자기자본 (%)	-16.0	-15.4	-14.7	-18.6	-23.4
영업이익/금융비용 (배)	15.3	23.8	24.4	32.9	41.4

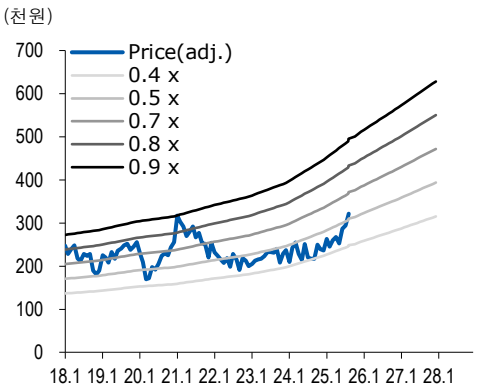
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

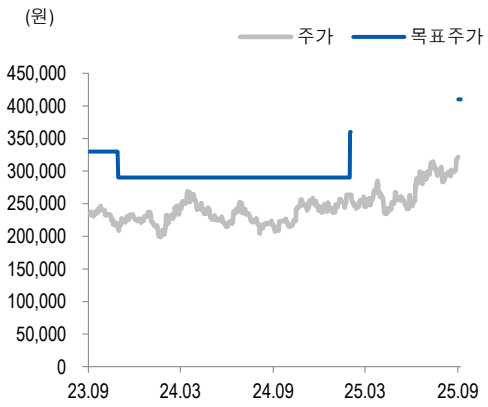
P/E band chart



P/B band chart



현대모비스 (012330) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-09-02	BUY 담당자변경	410,000	1년		
2025-05-15	BUY	360,000	1년	-20.26	-11.53
2025-01-31	BUY	360,000	1년		
2024-10-30	1년 경과 이후		1년	-14.54	-9.14
2023-10-30	BUY	290,000	1년	-20.85	-7.24
2023-07-11	BUY	330,000	1년	-29.50	-24.70

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.6
Hold(중립)	6.4
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-09-01

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **김용민**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

HL만도 (204320)

김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

승부처에 도달, 준비성은 최고

전동화 부품 매출비중 증가세 둔화 중, 향후 추이 주목 필요

전동화 매출비중은 2015년 37.8%에서 2024년 62.6%까지 상승. 기계식 부품의 매출 축소에는 한계가 있기에, FY22-24 기준 62-63% 수준에서 횡보하는 전동화 매출비중을 더욱 끌어올리기 위해서는 기계식 부품의 대체가 아닌 신규 전동화 부품 매출 증대가 필요.

매출원가율 하락세는 긍정적, 판관비율의 합리화 필요한 시점

매출원가율은 약간의 변동폭이 있었으나 하향안정화 추세를 보이고 있음. 주력 제품의 변화(기계식-전동화) 구간에서 동반되는 초기 매출원가율 부담을 매출 상승 (=단가 인상)으로 상쇄했다는 의미로 긍정적. 그러나 연구개발비 상승세로 인한 판관비율의 증가는 R&D비용의 회수 가능성과 시점에 대한 우려로 작용할 수 있다고 판단.

고객사 다변화 포석은 유효, 시장이 어려워도 이만큼 한다

20-22년 신흥 BEV 업체들이 등장할 때 동사는 선제적으로 고객사 다변화. 이는 동사가 가격 결정력을 강화할 수 있었던 핵심 요인. 다만 현재 추가적인 다변화를 도모하기에는 어려운 환경이며 결국 시장 전체의 판매량 성장세에 의존할 수밖에 없는 상황. 상대적으로 높은 비용전가 능력으로 GPM을 유지하였기에 영업환경 개선 시 국내 부품업체 peer 대비 우월한 영업 레버리지 잠재력을 갖고 있다고 판단.

투자의견 BUY, 목표주가 52,000원으로 커버리지 개시

목표주가는 FY25-26F 평균 BPS에 Target P/B multiple 0.8배를 적용. 이미 높은 전동화 매출비중을 달성하였으며 고객사 포트폴리오 또한 국내 부품업체들 중 가장 다변화되어 있는 동사의 적정가치에 대해 0.8배의 P/B multiple은 보수적이라 판단. 이는 2016-2018 ADAS 리레이팅 구간과 COVID 이후-2022 전동화 리레이팅 구간을 제외한 historical P/B 최저점 수준. Downside risk는 1) 주요 고객사의 공급업체 다변화 전략으로 인한 신규 수주 감소, 2) 예상보다 더딘 글로벌 완성차 전동화 지연, 3) 지속적으로 상승하는 판관비율.

BUY (I)

목표주가	52,000원 (I)
직전 목표주가	N.A.
현재주가 (9/1)	35,650원
상승여력	46%

시가총액	16,740억원
총발행주식수	46,957,120주
60일 평균 거래대금	102억원
60일 평균 거래량	296,049주
52주 고/저	46,650원 / 31,100원
외인지분율	23.77%
배당수익률	1.72%
주요주주	에이치엘홀딩스 외 4 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.5	5.8	5.0
상대	4.7	(9.2)	(10.6)
절대 (달러환산)	6.1	4.8	0.7

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	3Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,403	10.6	0.1	2,327	3.3
영업이익	102	23.4	-2.2	97	4.8
세전계속사업이익	88	흑전	158.1	78	13.0
지배순이익	74	흑전	1,541.8	56	31.6
영업이익률 (%)	4.2	+0.4 %pt	-0.1 %pt	4.2	0
지배순이익률 (%)	3.1	흑전	+2.9 %pt	2.4	+0.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

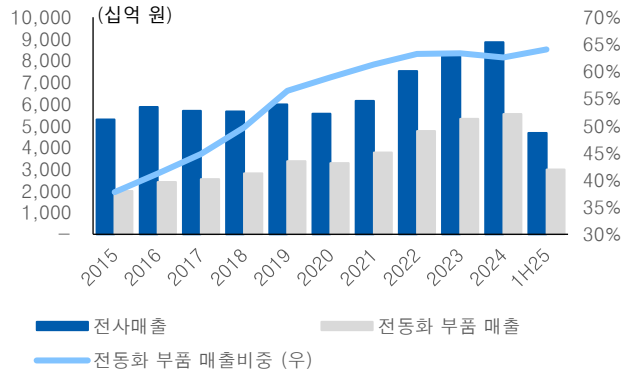
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	8,393	8,848	9,746	10,222
영업이익	279	359	402	403
지배순이익	136	130	181	190
PER	15.1	13.6	9.2	8.8
PBR	0.9	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	6.1	5.0	3.8	3.3
ROE	6.2	5.5	6.7	6.2

자료: 유안타증권

전동화 부품 매출비중 증가세 둔화 중, 향후 추이 주목 필요

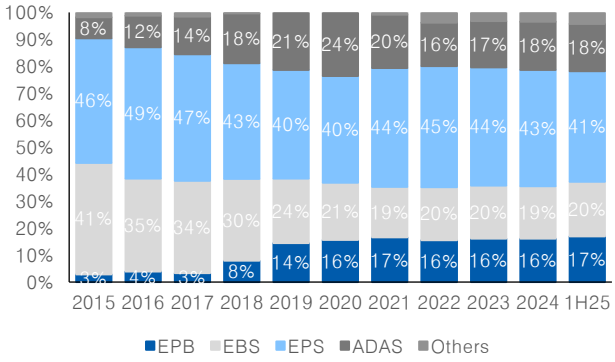
동사의 전동화 부품 매출비중은 2015년 37.8%에서 2024년 62.6%까지 상승하였다. "전동화 부품" 은 EV 전용 부품이 아니라 ICE에도 적용되어 왔으나, 상승 추이를 보았을 때 HEV, BEV 와 같은 자동차 전동화의 트렌드에 영향을 받아왔다. 다만, 그러한 매출비중의 증가세가 둔화되고 있다. 지난 3년간 (FY22-24) 동사의 전동화 부품 매출비중은 62-63% 수준에서 움직였으며, 이전에 보여주었던 지속적인 성장을 보여주지 못하고 있다.

HL 만도: 전동화 부품 매출비중 증가 트렌드



자료: 유안타증권 리서치센터, HL 만도

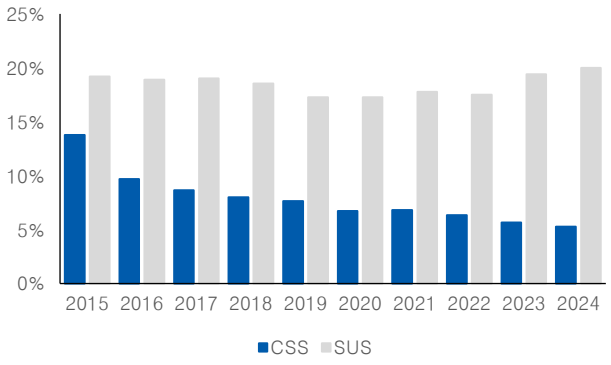
HL 만도: 전동화 부품 매출내 제품군별 비중



자료: 유안타증권 리서치센터, HL 만도

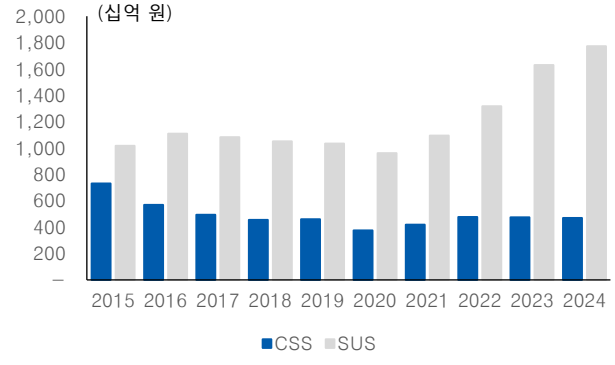
사실, 전동화 부품의 매출비중 증가에는 한계가 존재한다. 전자식 파워 스티어링 (EPS)의 판매량 증가로 인해 서서히 매출비중이 낮아지고 있는 컨벤셔널 스티어링 (CSS)과 달리, 전체 매출에서 꾸준히 일정 비중을 차지하는 기계식 부품인 서스펜션 (SUS)의 경우 이를 대체할 만한 전동화 부품이 없어 매출 비중을 낮추기 힘들다. 따라서, 추가적인 전동화 부품 매출비중의 상승을 위해서는 1) EPS의 CSS 대체 가속화, 혹은 2) SUS의 매출 상승을 추월하는 전동화 부품의 매출 확대가 필요하다.

HL 만도: 기계식 부품 매출비중 트렌드



자료: 유안타증권 리서치센터, HL 만도

HL 만도: 기계식 부품 매출액 트렌드



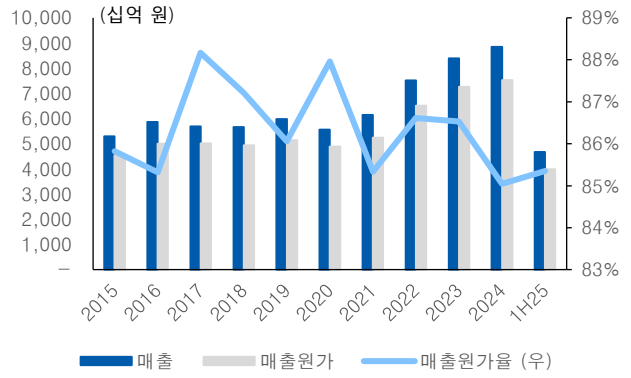
자료: 유안타증권 리서치센터, HL 만도

매출원가율 하락세는 긍정적, 판관비율의 합리화 필요한 시점

전동화 부품의 매출비중이 지속적인 상승을 기록한 지난 10년간, 동사의 매출원가율은 약간의 변동폭이 있었으나 최근 하향안정화 추세를 보이고 있다. 이는 주력 제품의 변화 구간에서 동반되는 초기 매출원가율 부담을 매출 상승 (=단가 인상)으로 상쇄했다는 의미이며, 앞서 언급한 **향후 전동화 부품의 매출비중 추가상승에 따라 매출원가율은 지속적으로 하락할 가능성이 충분**하다.

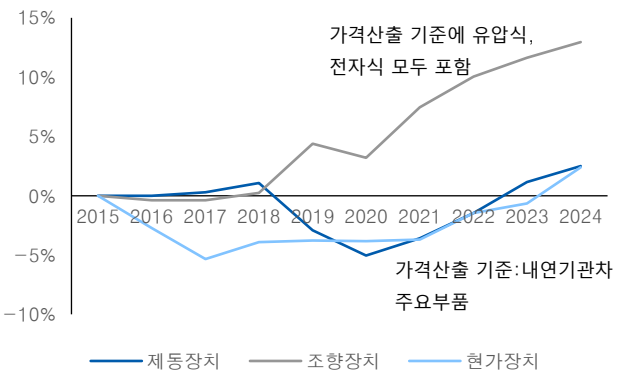
실제로 동사의 보고서 기준 제품별 가격변동추이에서 이를 확인할 수 있다. 제품의 가격산출 기준이 내연기관차 부품에 집중되어 있는 제동장치나 현가장치의 경우 지난 9년간 가격의 변동이 거의 없으나, 유압식/전자식 모두 가격산출 기준에 반영하는 조향장치의 경우 가격이 13% 상승하였다. 다시 말해, 동사의 매출 상승은 "모든 부품의 전체적 단가 인상"이 아니라 "전동화 부품의 높은 단가" 덕분에 가능했던 것이다.

HL 만도: 매출원가율의 하향안정화



자료: 유안타증권 리서치센터, HL 만도

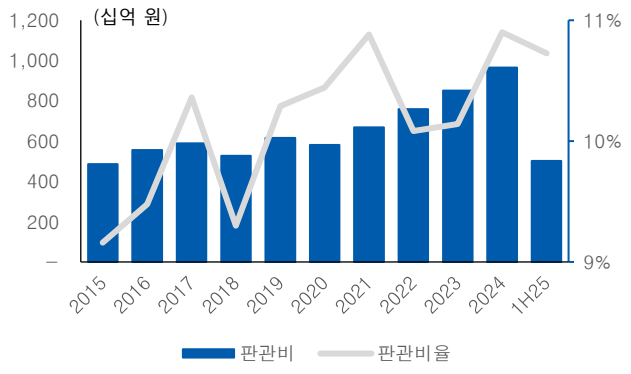
HL 만도: 2015 년 기준 제품별 누적 가격 상승률



자료: 유안타증권 리서치센터, HL 만도

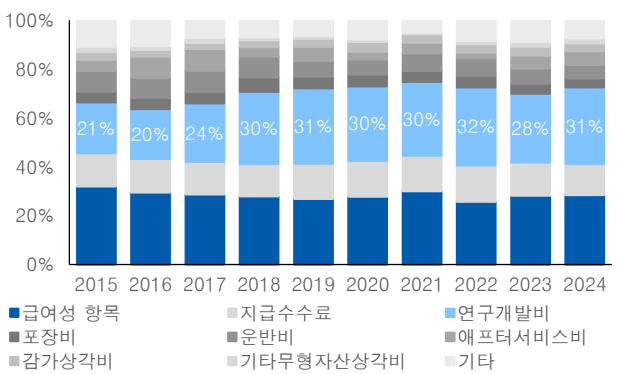
문제는 판관비율이다. 매출원가율은 안정적인 범위 내에서 하향안정화 추세를 보이고 있으나, 판관비율은 오히려 상승하는 추세를 보인다. 2015년 9%대에 머무르던 판관비율은 1H25 기준 11%까지 상승하였고, 이는 대부분 연구개발비의 상승에 기인한다. 실제로 동사의 연구개발비는 2015년 1,000억원에서 2024년 3,000억원으로 3배 증가했다.

HL 만도: 판관비율의 상승세



자료: 유안타증권 리서치센터, HL 만도

HL 만도: 판관비의 상승은 사실상 연구개발비의 상승에서 기인



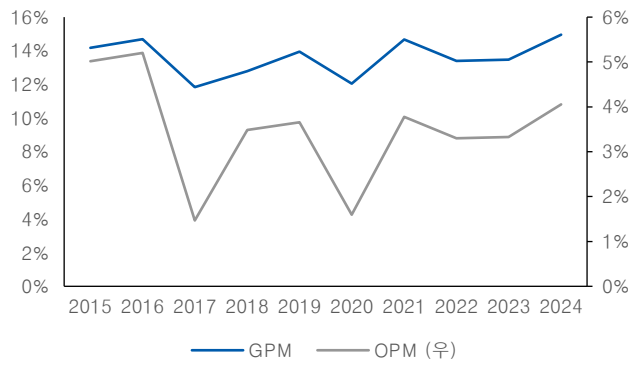
자료: 유안타증권 리서치센터, HL 만도

물론 매출원가율의 상승보다는 판관비율의 상승이, 그 중에서 특히 연구개발비로 인한 단기적 수익성 하락은 기업의 성장에 있어 매우 긍정적인 신호이다. 실제로 동사의 지적재산권은 특허 출원 수 기준으로 (당연히 모든 특허가 같은 중요도를 가지거나 매출로 직결되지는 않지만) 2015년 대비 2024년 82% 성장했다. 다만, 산업의 변화에 대비하고 적응하는 기간이 투자자들의 기대보다 길어져 이러한 연구개발비의 투입 이후 이익을 통한 회수의 시점이 기존 (2020-2022년) 예상보다 미뤄지고 있다고 판단한다.

HL 만도: 연구개발비 비중도 상승했지만, 특허출원 수도 상승

자료: 유안타증권 리서치센터, HL 만도

HL 만도: 다만 아쉬운 점은 연구 이후 이익 발생의 시점에 대한 지연

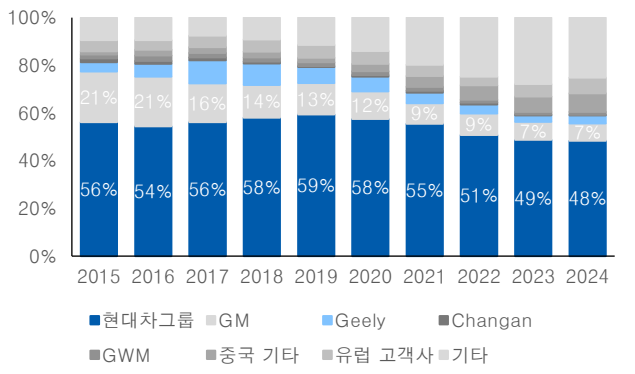


자료: 유안타증권 리서치센터, HL 만도

고객사 다변화 포석은 유효, 본격 성장은 여전히 시장에 의존

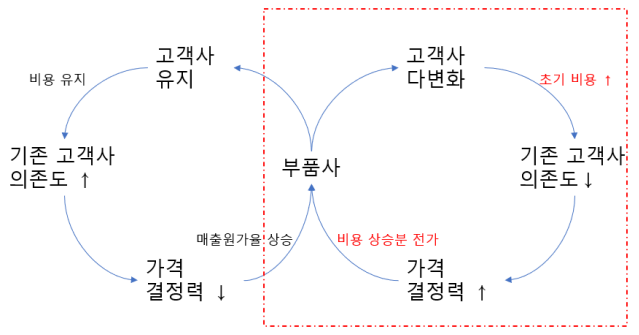
2020-22년 테슬라를 필두로 신흥 BEV 업체들이 우후죽순 글로벌 자동차 시장에 도전장을 내밀었을 때, 동사는 선제적으로 고객사를 다변화하고 있었다. 공식적으로 확인되지는 않아도 모두가 알고 있는 북미 BEV 생산업체향 수주와 중국 BEV 생산업체, 그리고 인도 완성차 업체까지 아우르는 동사의 고객사 다변화 포석은 현재까지의 동사 실적에 매우 큰 기여를 했다.

HL 만도: 9 년간 현대차그룹, GM 향 매출의존도는 21% pts 하락



자료: 유안타증권 리서치센터, HL 만도

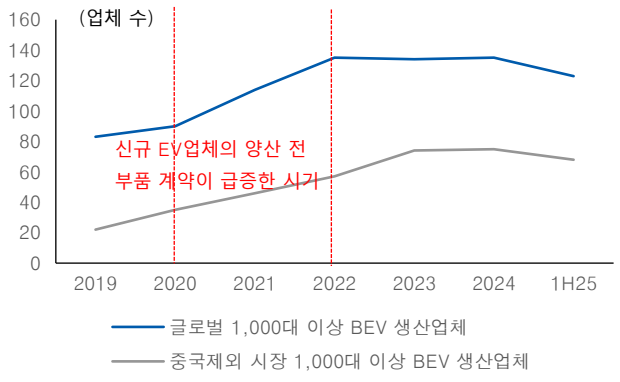
HL 만도: 고객사 다변화의 필요성



자료: 유안타증권 리서치센터

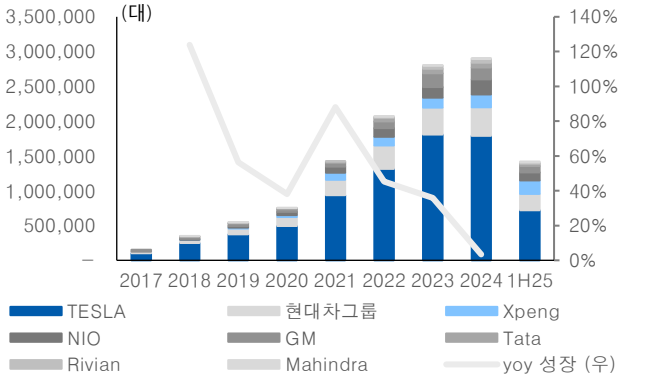
아쉬운 점은 현재의 글로벌 BEV 시장이 추가적인 고객사 다변화를 도모하기에는 다소 어려운 환경이라는 것이다. 신규 BEV 업체의 수는 더 이상 늘어나지 않고 있으며, 시장 규모의 성장세 또한 상당히 둔화된 모습을 보이고 있다.

글로벌 BEV 시장 내 신규 업체의 참여는 사실상 사라진 상태



자료: 유안타증권 리서치센터, SNER

당사 추정 HL 만도 고객사들의 BEV 판매량 추이



자료: 유안타증권 리서치센터, SNER

중장기적 글로벌 BEV 성장에 동반하여 동사의 영업 레버리지 확대가 현실화될 수 있는 기반은 고객사 다변화를 통해 마련된 것이 사실이나, 결국은 이 또한 시장 전체의 판매량 성장세에 의존할 수밖에 없는 상황이다.

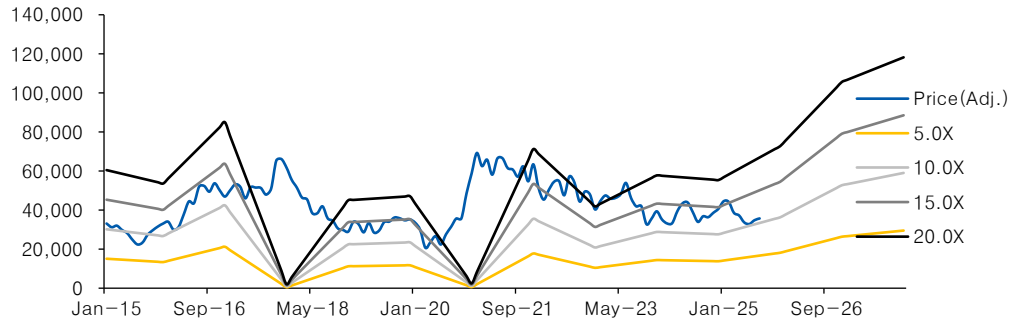
어려운 환경 속에서 최선의 준비를 해 두었다

어려운 영업 환경 속에서 동사는 1) 꾸준히 전동화 매출비중을 늘려왔으며, 이는 2) 연구개발을 지속하여 글로벌 부품업체간 기술력 다툼에서 경쟁력을 확보하고 3) 이로 인해 상대적으로 높은 비용전가 능력으로 GPM을 유지하였기에 영업환경 개선 시 국내 부품업체 peer그룹 내에서 우월한 영업 레버리지 잠재력을 갖고 있다고 판단한다.

두 번의 호시절 당시의 기대는 다소 희석된 상황

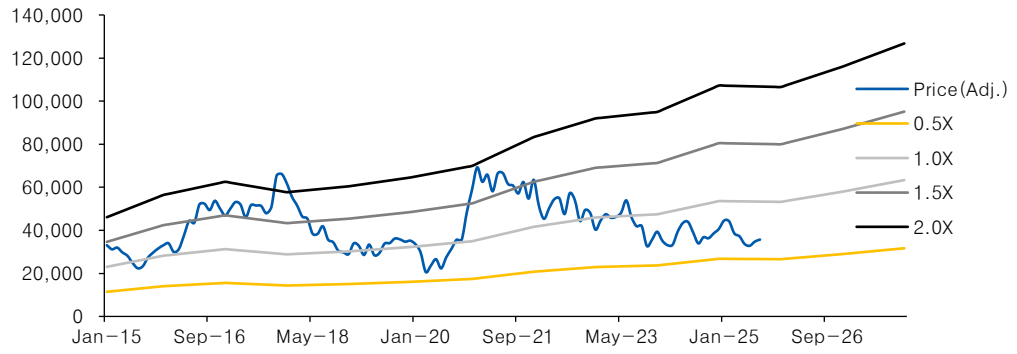
동사의 주가는 2015년 이후 두 번의 상승 시기를 경험하였는데, 1) ADAS 사업부문에 대한 기대감과 2) 완성차 전동화의 주요 수혜주 기대감이 반영되는 구간들이었다. 그러나 최근 시장을 선도하는 자율주행 소프트웨어 업체들의 등장과 전동화 시장의 성장세 지연으로 인해 이와 관련된 기대감은 다소 희석된 상황이며 오히려 관세 부과, ADAS 매출 비중 하락 등으로 인한 우려가 주가에 반영되어 있다고 판단한다.

HL 만도: P/E band chart



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

HL 만도: P/B band chart



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

목표주가 52,000원과 BUY의견으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 52,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 산출 방식은 FY25-26F 평균 BPS에 Target P/B multiple 0.8배를 적용한다. 1) 과거 높은 valuation multiple을 적용했던 구간의 기대감이 희석되었고, 2) 향후 이익 성장이 시장 상황에 좌우될 수 있다는 불확실성이 존재하나, 3) 이미 높은 전동화 매출비중을 달성하였으며 4) 고객사 포트폴리오 또한 국내 부품업체들 중 가장 다변화되어 있는 동사의 적정가치에 대해 0.8배의 P/B multiple은 보수적이라 판단한다. 이는 2016-2018 ADAS 리레이팅 구간과 COVID 이후-2022 전동화 리레이팅 구간을 제외한 historical P/B의 최저점과 유사하다.

HL 만도: peer valuation table

	Ticker	단위	주가	시총	절대수익률 (%)				지수	지수대비 수익률(%)				P/E (x)		P/BV (x)	
				(US$m)	1M	3M	6M	12M		1M	3M	6M	12M	25F	26F	25F	26F
현대모비스	012330 KS	KRW	321,500	21,180	14.0	27.7	34.1	51.4	KOSPI Index	13.2	11.2	10.0	33.8	7.1	6.6	0.6	0.6
HL만도	204320 KS	KRW	35,650	1,201	5.5	5.8	(17.8)	6.9	KOSPI Index	4.7	(10.7)	(41.9)	(10.6)	9.6	6.9	0.7	0.6
한온시스템	018880 KS	KRW	3,575	1,742	13.1	18.4	(19.3)	(11.6)	KOSPI Index	12.4	1.9	(43.4)	(29.1)	N.A.	43.1	0.9	0.8
에스엘	005850 KS	KRW	33,800	1,127	4.3	6.6	(1.7)	4.3	KOSPI Index	3.6	(9.9)	(25.8)	(13.3)	5.1	4.6	0.6	0.6
Denso	6902 JP	JPY	2,120	41,936	1.4	8.1	11.4	(2.4)	TPX Index	(2.4)	(1.3)	(2.9)	(15.3)	13.8	12.1	1.1	1.1
Aisin Seiki	7259 JP	JPY	2,455	12,662	13.6	33.2	41.2	50.0	TPX Index	9.7	23.9	27.0	37.1	17.7	12.7	0.9	0.9
Continental	CON GR	EUR	76	17,759	(1.1)	(1.6)	14.0	29.8	DAX Index	(0.1)	(1.8)	7.7	3.0	10.5	8.6	1.0	1.0
Valeo	FR FP	EUR	10	2,995	6.4	12.1	9.4	12.5	CAC Index	8.4	13.2	14.5	11.8	9.1	5.7	0.7	0.6
Borgwarner	BWA US	USD	43	9,253	21.7	28.3	44.6	27.9	SPX Index	20.3	19.0	36.2	12.4	9.4	8.7	1.5	1.3
Aptiv	APTV US	EUR	80	17,318	16.5	16.8	22.1	12.1	SPX Index	15.1	7.5	13.6	(3.4)	10.6	9.8	1.8	1.6
산업 평균				**12,717**	**9.5**	**15.5**	**13.8**	**18.1**		**8.5**	**5.3**	**(0.5)**	**2.6**	**10.3**	**11.9**	**1.0**	**0.9**

자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

HL 만도 (204320) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**8,393**	**8,848**	**9,746**	**10,222**	**10,653**
매출원가	7,263	7,525	8,252	8,634	8,920
매출총이익	1,130	1,323	1,494	1,588	1,733
판관비	851	964	1,092	1,184	1,286
영업이익	**279**	**359**	**402**	**403**	**448**
EBITDA	601	694	745	761	827
영업외손익	-54	-93	-100	-86	-91
외환관련손익	23	22	-7	-17	-37
이자손익	-70	-84	-71	-48	-32
관계기업관련손익	-3	-5	5	5	5
기타	-4	-26	-26	-26	-26
법인세비용차감전순손익	226	265	302	317	357
법인세비용	71	107	82	86	96
계속사업순손익	155	158	221	231	261
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	155	158	221	231	261
지배지분순이익	**136**	**130**	**181**	**190**	**214**
포괄순이익	139	363	425	436	465
지배지분포괄이익	118	320	375	385	411

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**429**	**435**	**912**	**754**	**798**
당기순이익	155	158	221	231	261
감가상각비	290	302	309	322	339
외환손익	0	0	7	17	37
종속,관계기업관련손익	3	5	-5	-5	-5
자산부채의 증감	-96	-163	237	43	16
기타현금흐름	78	133	143	146	149
투자활동 현금흐름	**-322**	**-397**	**-428**	**-487**	**-545**
투자자산	68	-7	-4	-2	-2
유형자산 증가 (CAPEX)	-338	-310	-350	-400	-450
유형자산 감소	5	3	0	0	0
기타현금흐름	-58	-83	-74	-84	-93
재무활동 현금흐름	**18**	**-177**	**-309**	**-309**	**-309**
단기차입금	3	61	0	0	0
사채 및 장기차입금	87	-51	-140	-140	-140
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-42	-51	-33	-33	-33
기타현금흐름	-29	-136	-136	-136	-136
연결범위변동 등 기타	-2	60	328	256	214
현금의 증감	**123**	**-79**	**503**	**214**	**158**
기초 현금	492	615	536	1,039	1,253
기말 현금	615	536	1,039	1,253	1,411
NOPLAT	**279**	**359**	**402**	**403**	**448**
FCF	**92**	**125**	**562**	**354**	**348**

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**3,265**	**3,677**	**4,090**	**4,320**	**4,577**
현금및현금성자산	615	536	1,039	1,253	1,411
매출채권 및 기타채권	1,730	2,152	2,093	2,077	2,138
재고자산	734	838	796	820	853
비유동자산	3,022	3,375	3,427	3,521	3,654
유형자산	2,176	2,410	2,451	2,530	2,640
관계기업등 지분관련자산	36	10	11	11	12
기타투자자산	242	226	229	231	233
자산총계	**6,287**	**7,052**	**7,517**	**7,841**	**8,231**
유동부채	2,636	2,900	3,100	3,154	3,245
매입채무 및 기타채무	1,526	1,884	2,043	2,080	2,154
단기차입금	173	233	233	233	233
유동성장기부채	831	651	651	651	651
비유동부채	1,295	1,479	1,352	1,219	1,086
장기차입금	622	527	467	407	347
사채	419	648	568	488	408
부채총계	**3,931**	**4,379**	**4,452**	**4,373**	**4,330**
지배지분	2,231	2,519	2,871	3,233	3,619
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	603	603	603	603	603
이익잉여금	1,153	1,237	1,385	1,542	1,723
비지배지분	125	154	194	235	282
자본총계	**2,356**	**2,673**	**3,065**	**3,468**	**3,901**
순차입금	**1,475**	**1,583**	**939**	**584**	**285**
총차입금	2,156	2,167	2,027	1,887	1,747

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	2,887	2,767	3,856	4,044	4,560
BPS	47,505	53,635	61,149	68,850	77,068
EBITDAPS	12,800	14,783	15,871	16,212	17,615
SPS	178,739	188,431	207,554	217,686	226,875
DPS	600	700	700	700	700
PER	**15.1**	**13.6**	**9.2**	**8.8**	**7.8**
PBR	**0.9**	**0.7**	**0.6**	**0.5**	**0.5**
EV/EBITDA	**6.1**	**5.0**	**3.8**	**3.3**	**2.7**
PSR	**0.2**	**0.2**	**0.2**	**0.2**	**0.2**

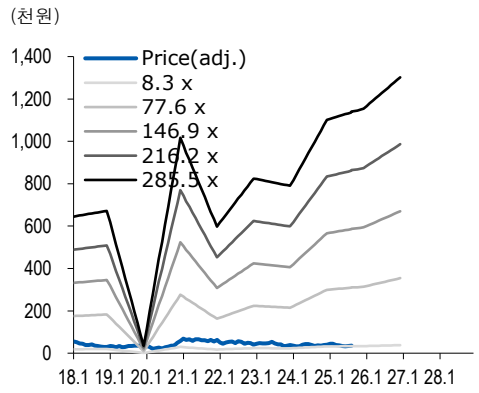
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	**11.7**	**5.4**	**10.1**	**4.9**	**4.2**
영업이익 증가율 (%)	**12.6**	**28.5**	**12.1**	**0.3**	**11.1**
지배순이익 증가율 (%)	**37.9**	**-4.2**	**39.4**	**4.9**	**12.8**
매출총이익률 (%)	13.5	15.0	15.3	15.5	16.3
영업이익률 (%)	**3.3**	**4.1**	**4.1**	**3.9**	**4.2**
지배순이익률 (%)	1.6	1.5	1.9	1.9	2.0
EBITDA 마진 (%)	7.2	7.8	7.6	7.4	7.8
ROIC	5.8	6.1	8.5	8.6	9.3
ROA	2.2	1.9	2.5	2.5	2.7
ROE	**6.2**	**5.5**	**6.7**	**6.2**	**6.3**
부채비율 (%)	166.8	163.8	145.2	126.1	111.0
순차입금/자기자본 (%)	66.1	62.9	32.7	18.1	7.9
영업이익/금융비용 (배)	2.9	3.2	3.7	4.0	4.7

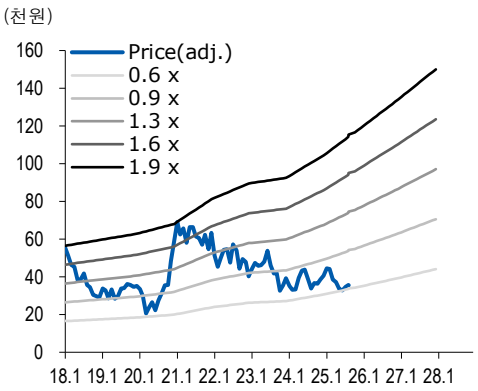
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

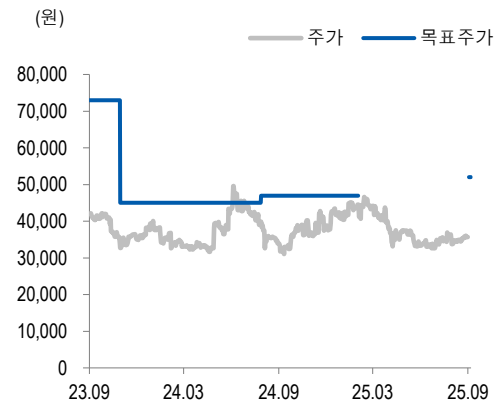
P/E band chart



P/B band chart



HL 만도 (204320) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-09-02	BUY	52,000	1년		
	담당자변경				
2024-07-29	BUY	47,000	1년	-18.75	-3.94
2023-10-31	BUY	45,000	1년	-17.33	10.22
2023-07-11	BUY	73,000	1년	-41.90	-28.49

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.6
Hold(중립)	6.4
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-09-01

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **김용민**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

한온시스템 (018880)

김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

밑빠진 독에 물을 부어도

전동화 지연으로 수익성 밑바닥, 그리고 구멍까지

동사의 영업이익률은 2015-2019년 평균 7.3%에서 2020-2024년 3.2%까지 추락하였음. 2020-2022 BEV 시장의 태동기 당시 제시한 중장기 수익성 청사진의 대전제는 주요 고객사의 대대적인 전동화 트렌드였으나, 현재의 BEV 시장 규모로는 내연기관 부품의 수익성만큼 규모의 경제를 일으킬 수 없고 고객사 lock-in 효과를 통한 단가 인상도 요원하다 판단.

인수, 유상증자, 유상증자, 풋옵션…그리고 오버행

동사의 최대주주 한국타이어는 현재 동사 지분 54.8%를 보유중. 이중 21%가량이 작년 말 6천억원 (운영자금 4천억, 채무상환 2천억)의 3자배정 유상증자로 취득한 것. 그리고 현재 2분기 경영실적 발표자료를 통해 추가적인 유상증자 계획이 있음을 밝힘. 2대주주 한앤코(21.6%)의 유상증자 참여 여부도 불투명. 또한 한앤코는 2027년 1월 11일부터 주당 5,200원에 한국타이어를 대상으로 동사 지분 8.65%의 풋옵션 행사 가능. 이후에도 13%가량의 한앤코 지분은 잠재적 오버행으로 지속될 것이라 전망.

수익성 개선은 누구나, 언제든지 하고싶다

동사는 재무구조 개선과 동반한 수익성 개선 활동을 추진중이며, 이를 통해 24년 92%였던 매출원가율을 85%까지 낮출 계획을 보유하고 있다. 그러나, 1) 달성 시점에 대한 모호한 기준과 2) 비용 최적화로 인한 추가 수익성 개선의 여력에 대한 불확실성에 대해 명확한 근거가 제시되지 않은 상태라 판단.

목표주가 3,200원, HOLD 의견으로 커버리지 개시

목표주가는 FY25-26F 평균 Target P/B multiple 0.7배를 적용하며, 이는 과거 장기간 지속된 수익성 하락으로 인한 조선업종의 FY17-19 평균 P/B 수준이다. Upside risk는 1) 주요 고객사의 극적인 BEV 판매량 증가, 2) 갱신된 공급계약서 계약 단가의 비약적 상승.

HOLD (I)

목표주가	3,200원 (I)
직전 목표주가	N.A.
현재주가 (9/1)	3,575원
상승여력	-10%

시가총액	24,266억원
총발행주식수	678,762,552주
60일 평균 거래대금	49억원
60일 평균 거래량	1,462,750주
52주 고/저	4,770원 / 2,985원
외인지분율	5.17%
배당수익률	0.00%
주요주주	한국타이어앤테크놀로지 외 2 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	13.1	18.4	(11.6)
상대	12.3	1.6	(24.8)
절대 (달러환산)	13.8	17.2	(15.3)

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	3Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,706	8.3	-5.3	2,669	1.4
영업이익	43	-55.7	-33.7	50	-14.7
세전계속사업이익	5	흑전	흑전	-4	223.4
지배순이익	13	흑전	흑전	0	6,381.5
영업이익률 (%)	1.6	-2.3 %pt	-0.6 %pt	1.9	-0.3 %pt
지배순이익률 (%)	0.5	흑전	흑전	0.0	+0.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	9,522	9,999	11,036	11,879
영업이익	284	96	132	202
지배순이익	51	-363	-133	-80
PER	90.7	-7.3	-18.2	-30.3
PBR	1.9	1.2	0.8	0.7
EV/EBITDA	9.2	8.2	7.7	6.9
ROE	2.2	-13.9	-4.5	-2.6

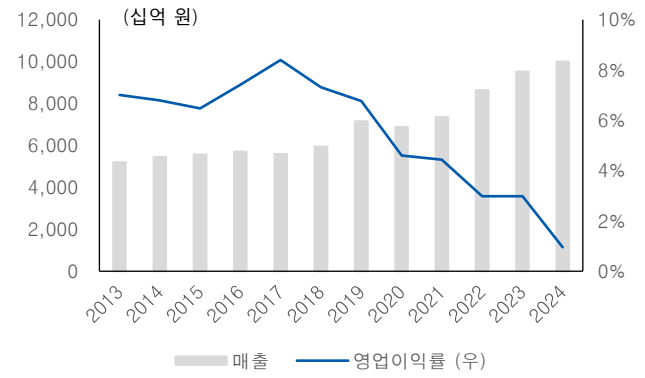
자료: 유안타증권

꾸준한 수익성 하락

동사는 BEV 시장 확장 이전 (2010년대) 6-8%의 일정한 범위 내의 연간 영업이익률을 기록하였다. 그러나 2020년 COVID 이후 BEV 부품 시장에서 차량내 열관리 시스템의 중요성이 부각되는 글로벌 트렌드에 따라 BEV 부품 수주에 박차를 가했다. 여기서 문제는, (비록 성장통이라고 부를 수도 있겠으나) 전사 이익률이 지속적으로 하락하였다는 점이다.

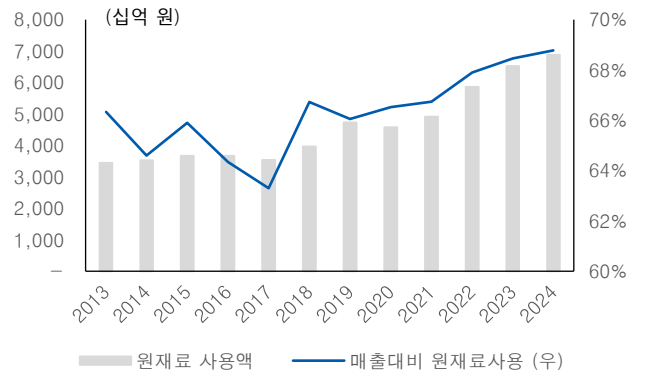
2024년 기준 동사의 매출액은 2015년 대비 93% 증가했다 (CAGR 6%). 이렇듯 꾸준한 외형 성장을 기록했지만, 문제는 매출보다 더욱 가파르게 상승한 생산 비용, 그 중에서도 원재료와 상품 비용의 상승세이다. 동사의 매출 대비 원재료 사용액의 비중은 아래의 차트와 같이 2010년대 63-67% 수준이었으나, 2020년 이후 지속적으로 상승하여 69%에 도달했다. 이전보다 비싼 제품을 팔았지만, 그 재료비가 더 큰 폭으로 상승한 것이다.

한온시스템: 매출과 영업이익률



자료: 유안타증권 리서치센터

한온시스템: 원재료 사용액과 매출대비 비중



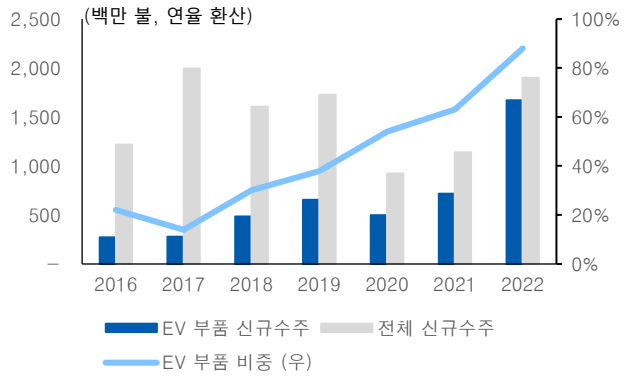
자료: 유안타증권 리서치센터

희망찬 꿈은 어떤 식으로 좌절되는가 – 희망 구간

수익성의 하락이 즉각적인 주가의 하락으로 이어진 것은 아니다. 오히려 동사의 중장기 전동화 트렌드 수혜에 대한 기대감이 가득했던 시기가 있었다. 2016년부터 2022년까지 동사는 지속적인 EV 부품 신규수주 성장세를 기록했다. 전사 신규수주 규모는 변동성이 있었으나, 분명한 점은 신규수주 내에서 EV 부품이 차지하는 비중이 유의미하게 상승했다는 점이었다.

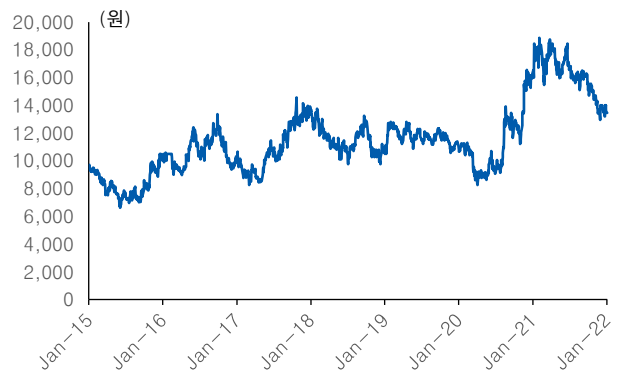
EV 부품의 신규수주 비중이 비약적으로 상승하는 2020-2022 구간에, 영업이익률은 이미 하락세를 보이고 있었다. 그럼에도 불구하고 주가는 오히려 상승하는 모습을 보였는데, 비용의 상승으로 인한 단기 수익성 저하보다 중장기 영업 레버리지 효과에 거는 기대가 더 컸기 때문이다. 성장통을 충분히 감내할 수 있다는 투자자들의 판단이 주요했던 구간이었다.

신규수주와 EV 부품 비중 변화



자료: 유안타증권 리서치센터, 한온시스템

해당 구간 주가 추이

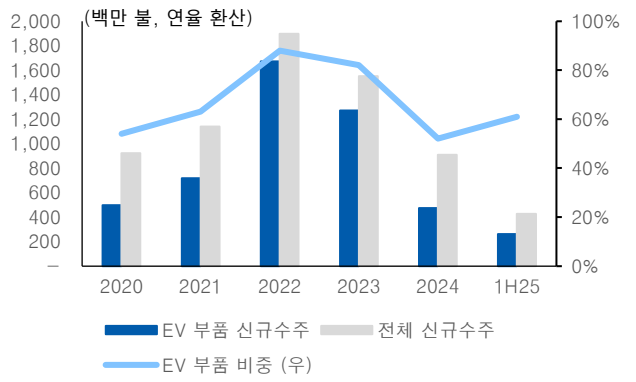


자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

희망찬 꿈은 어떤 식으로 좌절되는가 – 좌절 구간

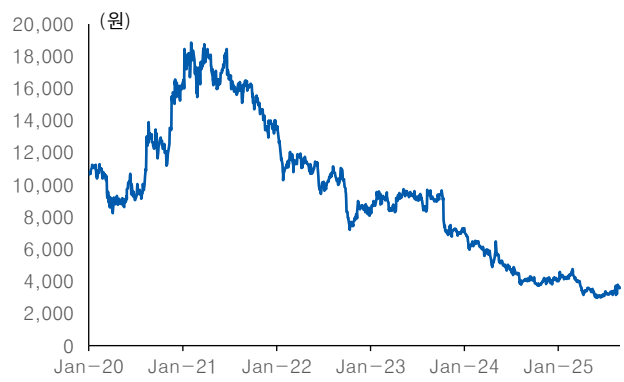
문제는 그 이후이다. 기존의 예상과는 달리 글로벌 EV 시장은 성장세가 둔화되는 모습을 보였고, 동사의 수주 모멘텀 또한 약화되는 모습을 보였다. 수익성 악화라는 단기 악재를 눈감아줄 수 있게 만드는 첫 번째 대전제인 장기 성장에 대한 가시성이 사라지기 시작한 것이다. 성장통이 아니라 만성 통증이 되어버릴 수 있다는 우려가 주가에 반영되었다.

신규수주와 EV 부품 비중 변화



자료: 유안타증권 리서치센터, 한온시스템

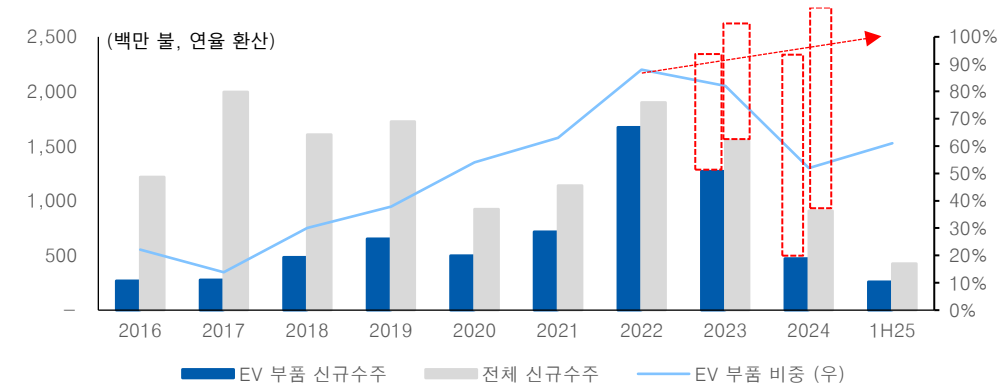
해당 구간 주가 추이



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

EV 부품 신규수주 모멘텀의 악화는 치명적이다. 신사업의 낮은 수익성은 향후 확장을 통해 보완되는데, EV 부품의 경우 대부분의 사업에서 공유되는 1) 규모의 경제를 통한 고정비 절감 효과뿐만 아니라 (Q의 상승) 2) 주요 OEM 대상 공급계약 선점을 통한 Lock-in 효과로 공급계약 갱신 시 단가를 인상할 수 있을 것이라는 기대를 받았다 (P의 상승). 현재의 상황에서는 Q의 상승이 기존 예상치보다 저조하며, 따라서 P의 상승의 대전제인 Lock-in 효과를 기대하기 어렵다.

전동화 트렌드의 지연으로 좌절된 희망

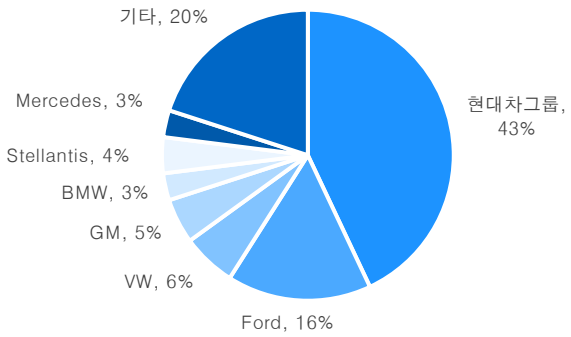


자료: 유안타증권 리서치센터, 한온시스템

EV 부품 시장은 모두가 아픈데, 왜 하필 치명상인가 – 고객사

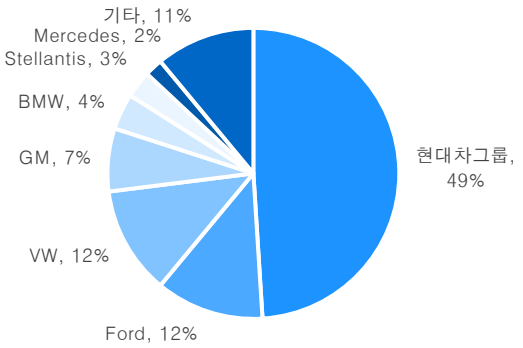
글로벌 완성차 시장의 전동화 지연으로 인한 EV 부품의 수익성 악화는 사실상 모든 공급사가 공유하는 부정적인 요인이다. 다만 동사가 가지는 분명한 한계는 고객사 포트폴리오의 다변화에 실패했다는 점이다. 본격적인 EV부품 수주를 받기 전인 2019년의 고객사별 매출비중과 1H25의 매출비중을 비교해보면, 주요 고객사들이 크게 변하지 않았다. 즉 신생 BEV 업체향 매출이 발생하지 않고 있다.

2019 년 매출의 고객사별 비중



자료: 유안타증권 리서치센터, 한온시스템

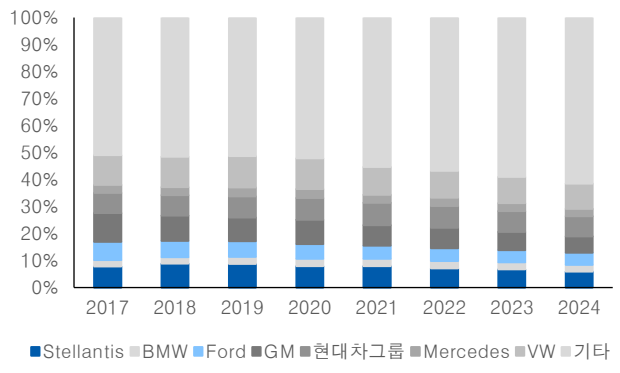
1H25 매출의 고객사별 비중



자료: 유안타증권 리서치센터, 한온시스템

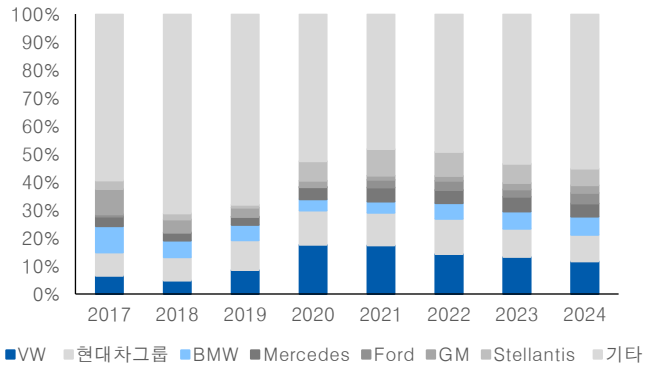
사실, (폐쇄적인) 중국을 제외한 글로벌 BEV 시장에서는 이러한 고정적인 고객사 포트폴리오에 대해 "방어에 성공했다"라는 표현을 할 수도 있다. 실제로 동사 주요 고객사들의 글로벌 점유율의 합은 전체 자동차 시장과 (중국 제외) BEV 시장에서 대동소이하다.

한온시스템 주요 고객사들의 글로벌 자동차 시장 점유율



자료: 유안타증권 리서치센터, Marklines

한온시스템 주요 고객사들의 (중국 제외) 글로벌 BEV 시장 점유율

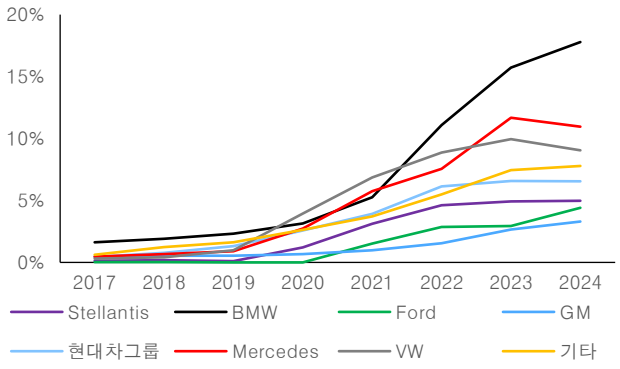


자료: 유안타증권 리서치센터, SNER

문제는 이러한 OEM들의 전동화 속도가 너무나도 더디다는 것이다. 2020-22 당시 중장기 전동화 계획을 내놓는 OEM들 (특히, 기존에 내연기관을 생산하던 동사의 주요 고객사들)은 너도나도 앞서서 매우 공격적인 향후 BEV 판매비중 가이던스를 제시했는데, 이는 고스란히 동사의 낙관적인 EV 부품 사업의 수익성 예상치에 녹아들었다고 판단한다.

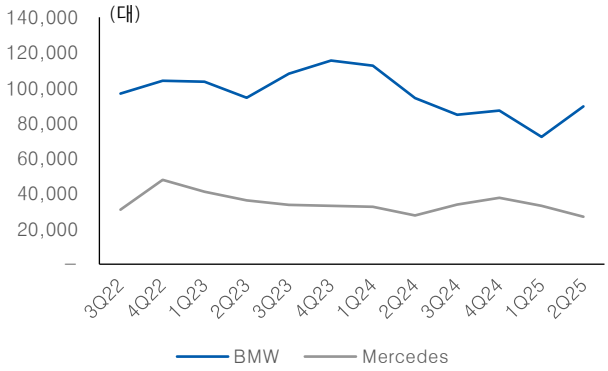
판매량 트렌드 또한 단기간에 동사 실적의 반등을 예상하기엔 힘든 추세를 보인다. 동사의 고객사들 중 대표적인 프리미엄 브랜드 BMW (iX3, i4)와 Mercedes (EQA, EQB, EQC, EQE, EQS) BEV의 분기별 생산대수는 향후 반등의 여지가 제한적인 상황이다.

한온시스템 주요 고객사들의 BEV 판매 비중



자료: 유안타증권 리서치센터, SNER

한온시스템 주요 고객사의 상기 언급한 BEV 모델 분기별 생산 대수



자료: 유안타증권 리서치센터, SNER

주요 고객사들이 향후 BEV 전용 플랫폼 기반 (BMW의 Neue Klasse, Mercedes의 MMA 등) 모델 출시로 인한 판매량 반등에 성공한다면 동사의 이익 또한 단기적으로 개선될 여지가 있으나, 이에 대해 낙관적인 기대를 하기에는 현재까지의 판매 실적이 너무나도 부진하다.

인수, 유상증자, 유상증자, 풋옵션, 오버행

동사의 최대주주 한국타이어는 현재 동사 지분 54.8%를 보유중이다. 이는 2015년의 지분 매입 (104백만 주), 2024년의 유상증자 참여 (145백만 주), 그리고 2025년의 인수과정에서 지분 매입 (123백만 주) 총 3개의 과정을 거쳤다.

한국타이어의 한온시스템 인수 연혁

	한국타이어	비용 (십억 원)	지분	주식수	취득단가 (원)	발행주식 총수
2015년	지분 매입 (참여)	1,080	19.49%	104,031,000	10,400	533,800,000
2024년	유상증자	600	36.68%	144,962,552	4,139	678,762,552
2025년	지분 매입 (인수)	1,216	54.77%	122,774,000	9,904	678,762,552
현황		**2,896**	**54.77%**	**371,767,552**	**7,790**	678,762,552

자료: 유안타증권 리서치센터, 한온시스템

그리고 최근 2분기 경영실적 발표자료를 통해, 동사는 추가적인 유상증자 계획을 밝혔다. 이에 대해 동사는 재무구조 개선과 기업가치 하락 방어를 위한 선제적 대응 목적이라고 설명하였는데, **그 규모와 방식이 확정되지 않았다**.

2대주주 한앤코 (21.6%)의 유상증자 참여 여부 또한 불투명하다. 9월 23일 임시 주총을 열어 발행가능주식수를 확대한다고 가정했을 때, 실질적인 증자 후 발행된 주식들은 25년 말-26년 초에 상장될 공산이 크다. 문제는 한앤코가 2027년 1월 11일부터 주당 5,200원에 한국타이어를 대상으로 동사 지분 8.65%의 풋옵션을 행사할 수 있다는 것이다. (향후 유상증자를 배제하고) 풋옵션을 행사한다고 가정시 한앤코는 13% 수준의 지분을 보유, 최종 평균 취득단가는 급격하게 상승하는데, 이에 대해서 2대주주 한앤코에게 두 가지의 선택지가 있다고 예상한다.

한앤코의 한온시스템 매입 및 매각 연혁

	한앤코	비용 (십억 원)	지분	주식수	취득/매각단가
2015년	지분 매입 (인수)	2,751	50.50%	269,569,000	10,206
2025년	지분 매각	-1,216	-28.87%	-122,774,000	9,904
현황		**1,535**	**21.63%**	**146,795,000**	**10,459**
2027년	풋옵션	-305	-8.65%	-58,718,000	5,200
풋옵션 행사 이후		**1,230**	**12.98%**	**88,077,000**	**13,964**

자료: 유안타증권 리서치센터, 한온시스템

만약 1) 현재 보유지분 21.63%의 신주인수권을 모두 활용하며 유상증자에 참여한다면 평균 취득단가를 획기적으로 낮출 수 있다. 발행가액 3,500원 가정시 1주당 발행비율의 범위 (0.2-0.5)에 따라 평균 취득단가를 9,208-11,348원까지 낮출 수 있다. 문제는 유상증자 참여와 불참의 차이에 따른 풋옵션을 행사 이후 지분율의 격차가 너무나도 크고, 이는 즉각적인 오버행 리스크가 될 것이라 예상한다.

한앤코가 2) 신주인수권을 포기, 유상증자에 참여하지 않는다면 풋옵션 행사 이후 지분율이 기존 13%에서 최대 8.7%까지 낮아질 수 있다. 다만 평균 취득단가의 변동이 없는데다 유상증자

불참 자체가 동사의 주가에 더욱 악영향을 줄 수 있다. 낮아진 8.7%의 지분율 또한 오버행 리스크인 것은 여전하다.

발행가액 3,500 원 가정시 한앤코의 유상증자 참여 시나리오

1주당 발행비율	신주 배정	비용 (십억 원)	배정이후 주식수	풋옵션 행사후 주식수	평균 취득단가	행사후 지분율
0.2	29,359,000	103	176,154,000	117,436,000	**11,348**	14.4%
0.3	44,038,500	154	190,833,500	132,115,500	**10,476**	15.0%
0.4	58,718,000	206	205,513,000	146,795,000	**9,779**	15.4%
0.5	73,397,500	257	220,192,500	161,474,500	**9,208**	15.9%

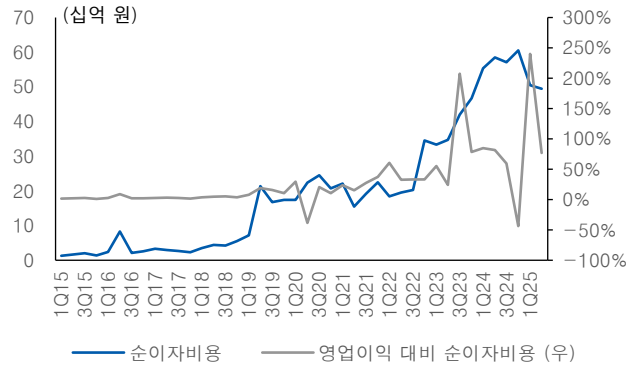
자료: 유안타증권 리서치센터

발행가액 3,500 원 가정시 한앤코의 유상증자 불참 시나리오

1주당 발행비율	신주 배정	비용 (십억 원)	배정이후 주식수	풋옵션 행사후 주식수	평균 취득단가	행사후 지분율
0.2	-	-	146,795,000	88,077,000	13,964	**10.8%**
0.3	-	-	146,795,000	88,077,000	13,964	**10.0%**
0.4	-	-	146,795,000	88,077,000	13,964	**9.3%**
0.5	-	-	146,795,000	88,077,000	13,964	**8.7%**

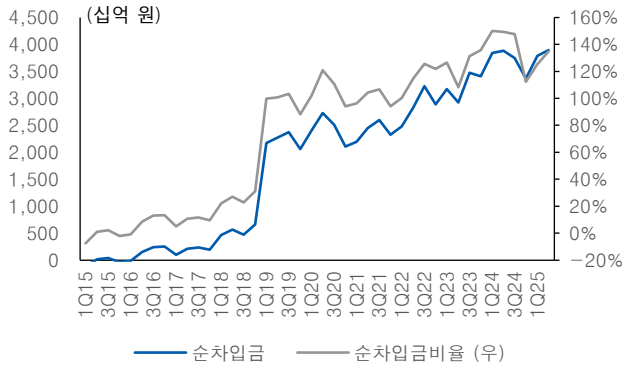
자료: 유안타증권 리서치센터

한온시스템의 재무구조 개선이 필요한 건 사실



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

한온시스템의 재무구조 개선이 필요한 건 사실



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

자금조달 이후 추가 수익성 개선 여부에 대한 의문

동사의 자금조달 계획에 포함된 수익성 개선 활동 계획을 살펴보면, 채무상환 외에도 공장 통폐합, 구조조정, 주요공장 Buyback, 전략 재검토 등이 있다. 직접적인 효과를 볼 수 있는 공장 통폐합과 구조조정을 제외하면, 이러한 활동이 실질적인 효력을 발휘할 수 있는지에 대한 불확실성이 존재한다.

한온시스템의 수익성 개선 전략

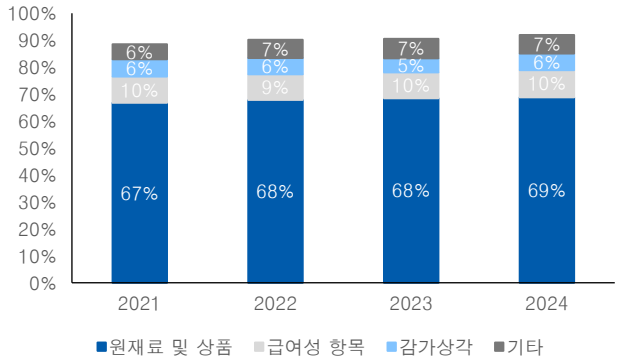
구분	설명		기대효과
공급망 다변화	• Low Cost 지역 소재 공급채널 확보 및 공급망 다변화를 통한 재료비 절감 추진		매출원가율 ~85% 달성 ('24년 92%)
운영 우수성 확보	• Working Shift 등 운영 최적화, 효율화를 통한 Operational Excellency 확보		
Repricing & Recovery	Repricing 비율 제고	• OEM 협상을 통해 공급계약서 Repricing 및 Recovery 극대화 추진	
공장 통폐합 & 구조조정	인력 수 20% 감축	• 공장 통폐합 및 구조조정을 통한 고정비 슬림화 추진 • 인건비 절감 효과 1년 내 반영 예상	
주요공장 Buyback	• 자산 재취득을 통한 임차료 부담 해소 및 운영 안정화		
Make or Buy	• 전략 재검토를 통해 비용 최적화 및 리스크 관리 (CAPEX 및 생산원가 vs. 외부조달 비용)		
채무상환	이자비용 절감	• 만기/이율 등을 고려하여 전략적 채무상환 예정	안정적인 FCF 달성
투자비용 관리	CAPEX 감축	• 투자 우선순위 및 필요성 재검토를 통한 선별적, 전략적 자본 집행	

조달자금 활용하여 추진 예정

자료: 유안타증권 리서치센터, 한온시스템

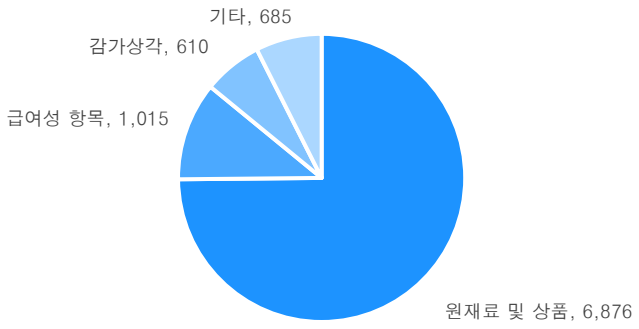
매출원가율 85% 달성을 위해서는 2024년 기준 (전체 매출원가 9.2조) 약 7천억원의 비용을 절감해야 하는데, 급여성 항목에서 (상대적 고액급여) 인력 수 20% 감축을 감안해 3천억 원 수준을 절약하는 것 외의 전략 실효성이 불투명하다. 1) 공장을 통폐합하여 사업을 합리화하는 동시에 2) 공급망을 다변화하며 3) 자산 재취득을 병행하는 것의 실질적 가능성에 대해 보수적인 접근이 필요하다 판단한다.

연간 매출원가내 매출대비 비중이 상승했던 항목은 원재료가 가장 주요



자료: 유안타증권 리서치센터, 한온시스템

2024 년 기준 한온시스템의 매출원가 금액 breakdown



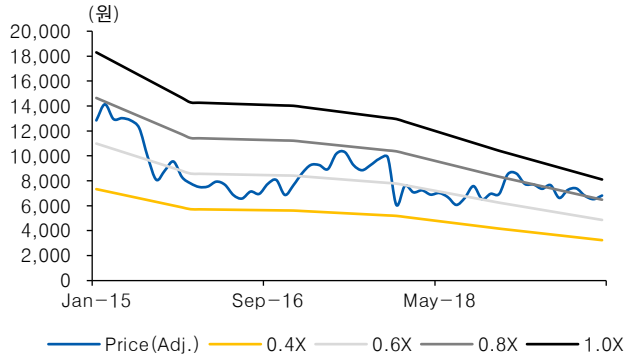
자료: 유안타증권 리서치센터, 한온시스템

목표주가 3,200원, HOLD 의견으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 Hold, 목표주가 3,200원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 산출 방식은 FY25-26F 평균 BPS에 Target P/B multiple 0.7배를 적용한다. 1) 과거 높은 historical P/E multiple을 적용했던 구간의 기대감이 소멸되었고, 2) 향후 순이익에 대한 가시성이 확보되지 않은 상황에 3) 불안정한 재무구조로 인해 향후 유상증자가 예정되어 있다는 점을 감안하여 Target P/B multiple을 적용한다.

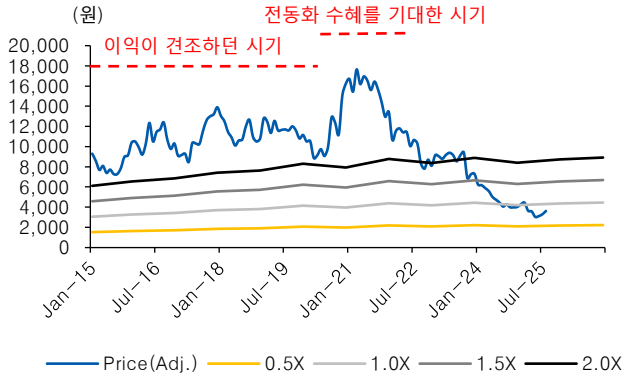
0.7배는 조선업체 삼성중공업의 2015-19 평균 P/B multiple과 동일하다. 전혀 다른 제조업종의 historical P/B multiple을 적용하는 이유는 동사의 상황이 당시의 삼성중공업과 매우 유사하기 때문이다. 당시 조선업종은 1) DF엔진, LNG선과 같은 신사업에 대한 기대는 존재했으나 2) 당장의 수익성이 확보되지 않아 주가가 하락하는 구간에 위치했으며 3) 이에 따라 장부가치에 대한 밸류를 완전히 인정받지 못하는 상태였다. 또한 삼성중공업은 1) 재무구조 개선을 위해 2016, 17년 두 차례의 유상증자를 하였으며 2) 해양플랜트 부문의 기술력을 인정받고 있었으나 그 수익성이 받쳐주지 못하는 상황이었다.

삼성중공업: FY15-19 P/B band



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

한온시스템: P/B band chart



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

Upside risk: 기업 자구책과 시장환경 반전의 조화

동사의 중장기적 주가 상승은 1) 자금조달 이후 진행하는 자구책과 2) 시장환경 반전이 동반되어야 할 것이라 예상한다. 시장환경 반전만으로는 peer그룹의 영업 레버리지 효과와 대비했을 때 상대적 투자매력이 부각되기 힘들며, 단순 자구책만으로 구조적인 영업환경을 극복하는 것에는 한계가 있을 것이라 판단한다.

한온시스템: Peer valuation table

	Ticker	단위	주가	시총	절대수익률 (%)				지수	지수대비 수익률(%)				P/E (x)		P/BV (x)	
				(US$m)	1M	3M	6M	12M		1M	3M	6M	12M	25F	26F	25F	26F
현대모비스	012330 KS	KRW	321,500	21,180	14.0	27.7	34.1	51.4	KOSPI Index	13.2	11.2	10.0	33.8	7.1	6.6	0.6	0.6
HL만도	204320 KS	KRW	35,650	1,201	5.5	5.8	(17.8)	6.9	KOSPI Index	4.7	(10.7)	(41.9)	(10.6)	9.6	6.9	0.7	0.6
한온시스템	018880 KS	KRW	3,575	1,742	13.1	18.4	(19.3)	(11.6)	KOSPI Index	12.4	1.9	(43.4)	(29.1)	N.A.	43.1	0.9	0.8
에스엘	005850 KS	KRW	33,800	1,127	4.3	6.6	(1.7)	4.3	KOSPI Index	3.6	(9.9)	(25.8)	(13.3)	5.1	4.6	0.6	0.6
Denso	6902 JP	JPY	2,120	41,936	1.4	8.1	11.4	(2.4)	TPX Index	(2.4)	(1.3)	(2.9)	(15.3)	13.8	12.1	1.1	1.1
Aisin Seiki	7259 JP	JPY	2,455	12,662	13.6	33.2	41.2	50.0	TPX Index	9.7	23.9	27.0	37.1	17.7	12.7	0.9	0.9
Continental	CON GR	EUR	76	17,759	(1.1)	(1.6)	14.0	29.8	DAX Index	(0.1)	(1.8)	7.7	3.0	10.5	8.6	1.0	1.0
Valeo	FR FP	EUR	10	2,995	6.4	12.1	9.4	12.5	CAC Index	8.4	13.2	14.5	11.8	9.1	5.7	0.7	0.6
Borgwarner	BWA US	USD	43	9,253	21.7	28.3	44.6	27.9	SPX Index	20.3	19.0	36.2	12.4	9.4	8.7	1.5	1.3
Aptiv	APTV US	EUR	80	17,318	16.5	16.8	22.1	12.1	SPX Index	15.1	7.5	13.6	(3.4)	10.6	9.8	1.8	1.6
산업 평균				**12,717**	**9.5**	**15.5**	**13.8**	**18.1**		**8.5**	**5.3**	**(0.5)**	**2.6**	**10.3**	**11.9**	**1.0**	**0.9**

자료: 유안타증권 리서치센터

한온시스템 (018880) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**9,522**	**9,999**	**11,036**	**11,879**	**12,611**
매출원가	8,612	9,187	10,164	10,905	11,501
매출총이익	910	812	872	974	1,110
판관비	626	717	739	772	807
영업이익	**284**	**96**	**132**	**202**	**303**
EBITDA	882	747	806	896	1,015
영업외손익	-133	-425	-313	-310	-294
외환관련손익	64	79	0	0	0
이자손익	-157	-231	-245	-242	-226
관계기업관련손익	12	13	13	13	13
기타	-52	-286	-81	-81	-81
법인세비용차감전순손익	151	-330	-180	-108	9
법인세비용	85	20	-49	-29	2
계속사업순손익	66	-349	-132	-79	6
중단사업순손익	-7	-9	0	0	0
당기순이익	59	-359	-132	-79	6
지배지분순이익	**51**	**-363**	**-133**	**-80**	**6**
포괄순이익	322	-60	167	219	305
지배지분포괄이익	314	-80	220	289	402

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**517**	**569**	**906**	**1,075**	**1,127**
당기순이익	59	-359	-132	-79	6
감가상각비	418	443	454	462	469
외환손익	-54	-62	0	0	0
종속,관계기업관련손익	-12	-13	-13	-13	-13
자산부채의 증감	-194	31	-7	89	37
기타현금흐름	300	529	603	616	627
투자활동 현금흐름	**-677**	**-733**	**-877**	**-900**	**-898**
투자자산	5	0	-9	-7	-6
유형자산 증가 (CAPEX)	-481	-386	-525	-525	-525
유형자산 감소	65	13	0	0	0
기타현금흐름	-266	-360	-344	-368	-367
재무활동 현금흐름	**-480**	**651**	**-296**	**-1,019**	**-920**
단기차입금	-558	1,125	-385	-388	-290
사채 및 장기차입금	428	-596	520	-200	-200
자본	0	599	0	0	0
현금배당	-185	-46	0	0	0
기타현금흐름	-165	-431	-431	-431	-431
연결범위변동 등 기타	-10	81	132	261	249
현금의 증감	**-651**	**568**	**-135**	**-583**	**-443**
기초 현금	1,429	779	1,346	1,211	628
기말 현금	779	1,346	1,211	628	186
NOPLAT	**284**	**101**	**132**	**202**	**303**
FCF	**36**	**184**	**381**	**550**	**602**

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**3,697**	**4,439**	**4,408**	**3,799**	**3,297**
현금및현금성자산	779	1,346	1,211	628	186
매출채권 및 기타채권	1,288	1,349	1,490	1,604	1,703
재고자산	1,140	1,241	1,254	1,141	1,015
비유동자산	5,548	6,181	6,373	6,565	6,738
유형자산	2,716	2,864	2,935	2,998	3,054
관계기업등 지분관련자산	81	95	105	113	120
기타투자자산	11	18	17	16	15
자산총계	**9,244**	**10,620**	**10,781**	**10,365**	**10,035**
유동부채	3,576	5,034	4,980	4,307	3,639
매입채무 및 기타채무	1,906	2,196	1,957	1,880	1,717
단기차입금	967	1,959	1,559	1,159	859
유동성장기부채	500	483	1,003	803	603
비유동부채	3,160	2,588	2,635	2,674	2,707
장기차입금	1,266	788	788	788	788
사채	1,413	1,338	1,338	1,338	1,338
부채총계	**6,736**	**7,622**	**7,615**	**6,980**	**6,346**
지배지분	2,372	2,853	3,018	3,237	3,541
자본금	53	68	68	68	68
자본잉여금	-23	561	561	561	561
이익잉여금	2,103	1,702	1,568	1,488	1,494
비지배지분	137	145	147	148	148
자본총계	**2,508**	**2,999**	**3,165**	**3,385**	**3,689**
순차입금	**3,377**	**3,345**	**3,616**	**3,612**	**3,566**
총차입금	4,186	4,715	4,850	4,262	3,772

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

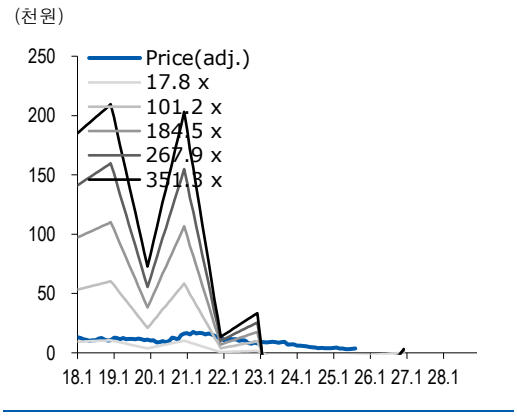
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	96	-676	-196	-118	9
BPS	4,444	4,205	4,448	4,769	5,218
EBITDAPS	1,652	1,390	1,187	1,321	1,496
SPS	17,837	18,607	16,259	17,501	18,579
DPS	316	0	0	0	0
PER	**90.7**	**-7.3**	**-18.2**	**-30.3**	**379.8**
PBR	**1.9**	**1.2**	**0.8**	**0.7**	**0.7**
EV/EBITDA	**9.2**	**8.2**	**7.7**	**6.9**	**6.0**
PSR	**0.5**	**0.3**	**0.2**	**0.2**	**0.2**

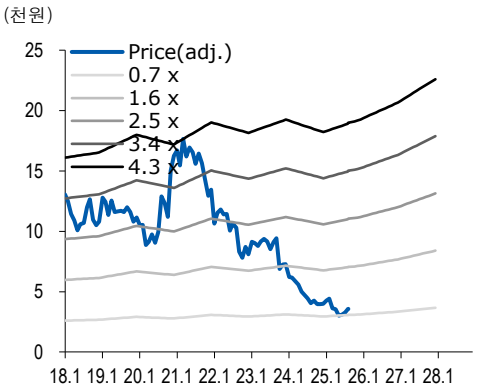
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	**10.4**	**5.0**	**10.4**	**7.6**	**6.2**
영업이익 증가율 (%)	**10.5**	**-66.3**	**38.6**	**52.5**	**49.9**
지배순이익 증가율 (%)	**149.5**	**적전**	**적지**	**적지**	**-108.0**
매출총이익률 (%)	9.6	8.1	7.9	8.2	8.8
영업이익률 (%)	**3.0**	**1.0**	**1.2**	**1.7**	**2.4**
지배순이익률 (%)	0.5	-3.6	-1.2	-0.7	0.1
EBITDA 마진 (%)	9.3	7.5	7.3	7.5	8.0
ROIC	2.3	1.8	2.0	2.6	3.6
ROA	0.6	-3.7	-1.2	-0.8	0.1
ROE	**2.2**	**-13.9**	**-4.5**	**-2.6**	**0.2**
부채비율 (%)	268.5	254.2	240.6	206.2	172.0
순차입금/자기자본 (%)	142.4	117.2	119.8	111.6	100.7
영업이익/금융비용 (배)	1.5	0.4	0.5	0.7	1.3

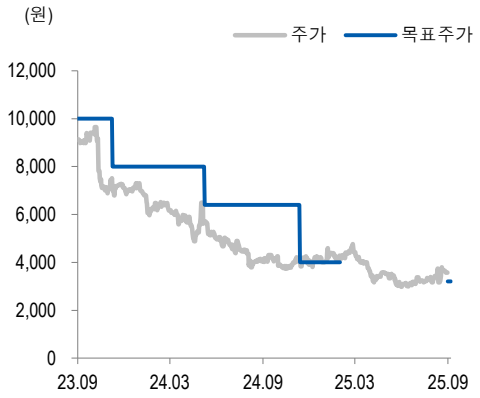
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함





한온시스템 (018880) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-09-02	HOLD	3,200	1년		
	담당자변경				
2024-11-14	HOLD	4,000	1년	3.96	-4.75
2024-05-10	HOLD	6,400	1년	-31.34	-11.41
2023-11-10	HOLD	8,000	1년	-20.63	-8.63
2023-07-11	HOLD	10,000	1년	-13.64	-3.10

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.6
Hold(중립)	6.4
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-09-02

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **김용민**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

유안타증권
Yuanta Securities (Korea)

Head of Research Center 윤여철
3770-3522 / ycyoon@yuantakorea.com

부센터장 2차전지/신에너지 이안나
3770-5599 / anna.lee@yuantakorea.com

투자전략

팀장 Strategist	**김용구**	**3770-3521**	**yg.kim@yuantakorea.com**
Global Strategist	민병규	3635	byungkyu.min@yuantakorea.com
Passive/ ETF Analyst	고경범	3625	gyeongbeom.ko@yuantakorea.com
Economist/ESG	김호정	3630	hojung.kim@yuantakorea.com
US Market Analyst	황병준	3523	byeongjun.hwang@yuantakorea.com
Quant Analyst	신현용	3634	hyunyong.shin@yuantakorea.com

Research Assistant	박성철	3632	seongcheol.park@yuantakorea.com
Research Assistant	임지윤	3527	jiyoon.lim@yuantakorea.com
Research Assistant	김혜원	3526	hyewon.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	김세빈	3646	sebin2.kim@yuantakorea.com

기업분석

팀장 2차전지/신에너지	**이안나**	**3770-5599**	**anna.lee@yuantakorea.com**
인터넷/SW	이창영	5596	changyoung.lee@yuantakorea.com
정유/화학	황규원	5607	kyuwon.hwang@yuantakorea.com
스몰캡	권명준	5587	myoungchun.kwon@yuantakorea.com
철강/비철금속	이현수	5718	hyunsoo.yi@yuantakorea.com
화장품/의료기기/유통	이승은	5588	seungeun.lee@yuantakorea.com
제약/바이오	하현수	2688	hyunsoo.ha@yuantakorea.com
통신/지주	이승웅	5597	seungwoong.lee@yuantakorea.com
조선/자동차	김용민	5606	yongmin.kim@yuantakorea.com
미디어/엔터/디지털자산	이환욱	5590	hwanwook.lee@yuantakorea.com
음식료/전력기기	손현정	5595	hyunjeong.son @yuantakorea.com
반도체	백길현	5635	gilhyun.baik@yuantakorea.com
건설/기계	장윤석	5583	yoonseok.chang@yuantakorea.com

금융	우도형	5589	dohyeong.woo@yuantakorea.com
전기전자	고선영	3525	sunyoung.kou@yuantakorea.com
방산/AI/로보틱스	백종민	5598	jongmin.baik@yuantakorea.com
운송	최지운	3640	jiyun.choi@yuantakorea.com
Research Assistant	박현주	2672	hyunjoo.park@yuantakorea.com
Research Assistant	김도엽	5580	doyub.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	서석준	5585	seokjun.seo@yuantakorea.com
Research Assistant	조혜빈	5594	hevin.cho@yuantakorea.com
Research Assistant	한동우	3647	dongwoo.han@yuantakorea.com
Research Assistant	임석민	3648	seokmin.lim@yuantakorea.com
Research Assistant	김고은	3649	koeun2.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	배종성	3643	jongsung.bae@yuantakorea.com

채권분석

팀장 Credit Analyst	**유태인**	**3770-5571**	**taein.yoo@yuantakorea.com**
Fixed Income Strategist	이재형	5579	jaehyung.lee@yuantakorea.com
Credit Analyst	김현수	5582	hyunsoo.kim@yuantakorea.com
Credit Analyst	공문주	5586	moonju.kong@yuantakorea.com

Credit Analyst	이소윤	5572	soyoon.lee@yuantakorea.com
Credit Analyst	황태웅	5578	taewoong.hwang@yuantakorea.com