

발간일자 2025.05.27

[자동차] 김광식 책임연구원

20250021@iprovest.com

레거시 OEM의 생존 방정식

규모 에서 연합 으로

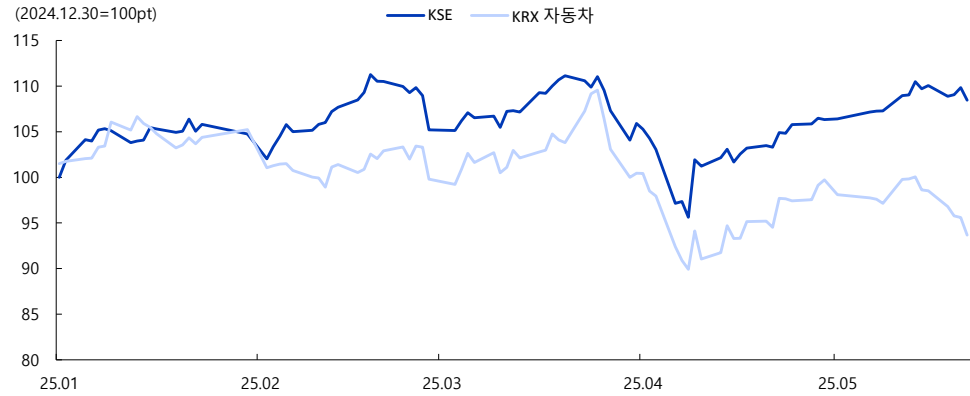


CONTENTS

8	1. Investment Summary
	2. 산업분석 (1): 완성차 업체 협력 내역 분석
9	이미 달라져 버린 기대 레벨, 도움이 되지 않는 Legacy
15	대표적인 글로벌 OEM 협력 사례 탐구
21	GM-현대차: 범위-깊이 모든 부문 고민 중
26	번외: 중국 OEM 과의 협력 가능 점검
	3. 산업분석 (2): 주요 국가 현황 점검
28	미국: 불확실성 유지, 확실한 건 상고하저
32	유럽: 나아질 기미가 보이지 않는 경제, xEV 성장은 지속
36	인도: 상반기보다 강한 하반기 예상
39	4. 투자전략: 안전 제일 주의
	투자의견: Overweight
	Top Picks: 현대모비스 / HL 만도
44	▶ 기업분석
	현대차(005380)
	기아(000270)
	현대모비스(012330)
	HL 만도(204320)
	에스엘(005850)
	현대위아(011210)
	현대오트티브(307950)
	한온시스템(018880)

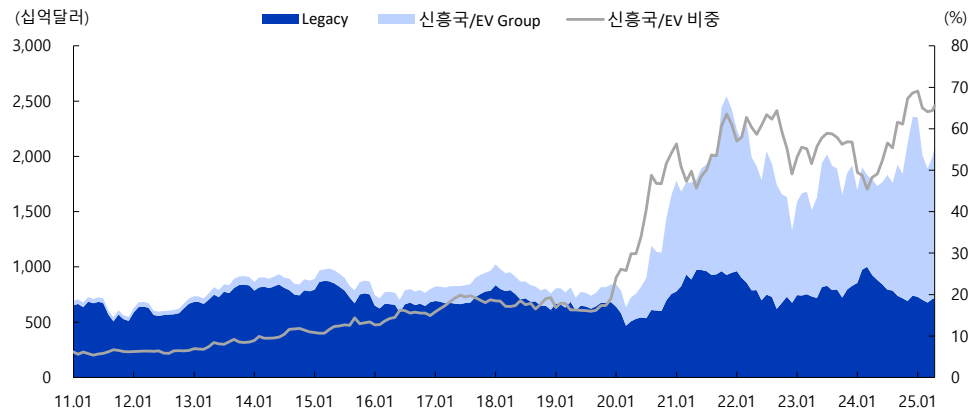
Key Chart

[도표 1] 상대 지수: KRX 자동차, KOSPI 대비 하회



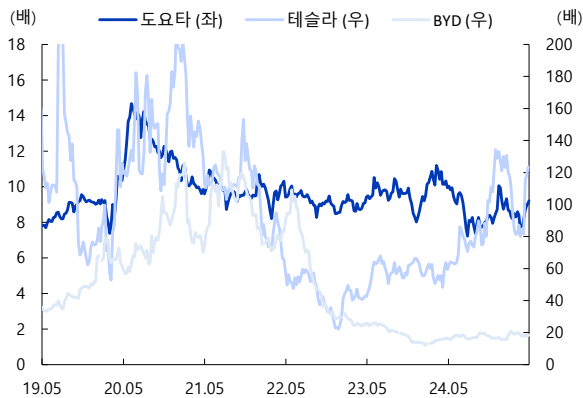
자료: Quantiwise, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 2] Legacy OEM vs 신형국/EV: 차이는 점점 벌어지는 중



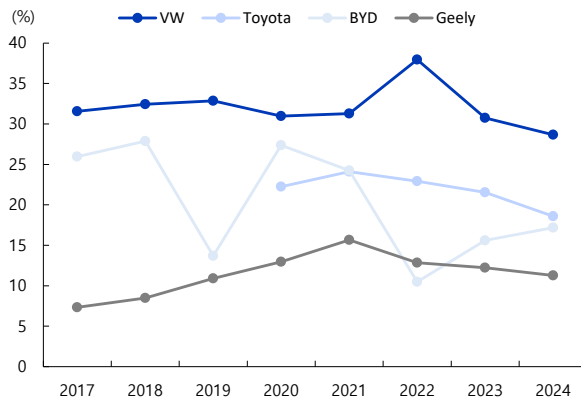
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 주요 업체 12MF P/E: 기대감 차이가 반영된 밸류에이션



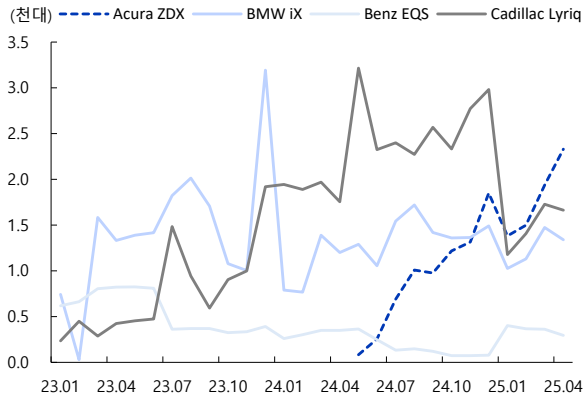
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 글로벌 OEM 고정비(인건비+감가상각비+R&D) 비중



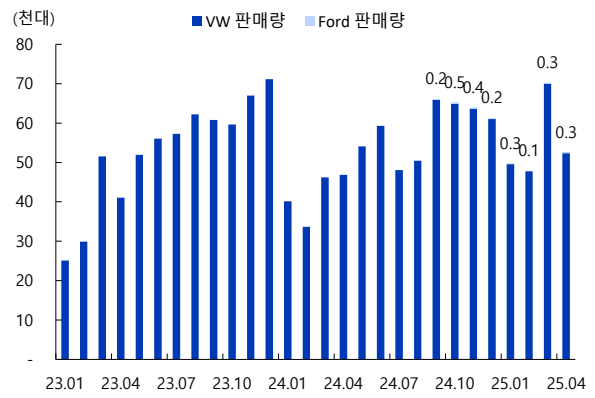
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 5] Honda: GM Ultium 기반 Acura ZDX의 좋은 성과



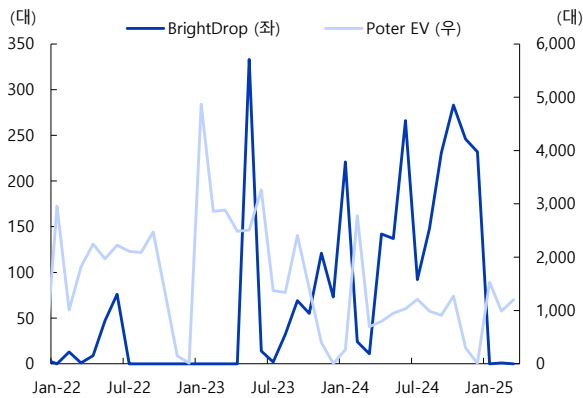
자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

[도표 6] [VW-Ford] MEB Platform 차량 판매: 약한 Ford 판매



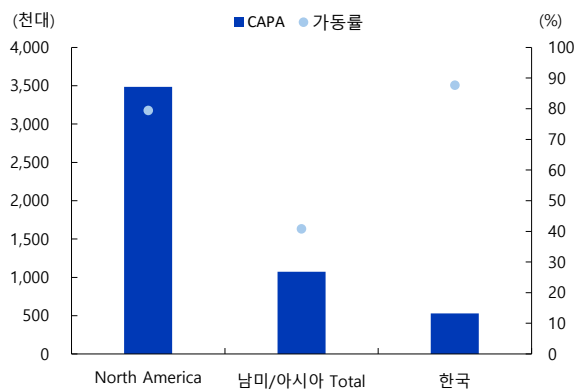
자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

[도표 7] [GM-현대차] 상용 EV 판매량: 상용 협력 가능성 충분



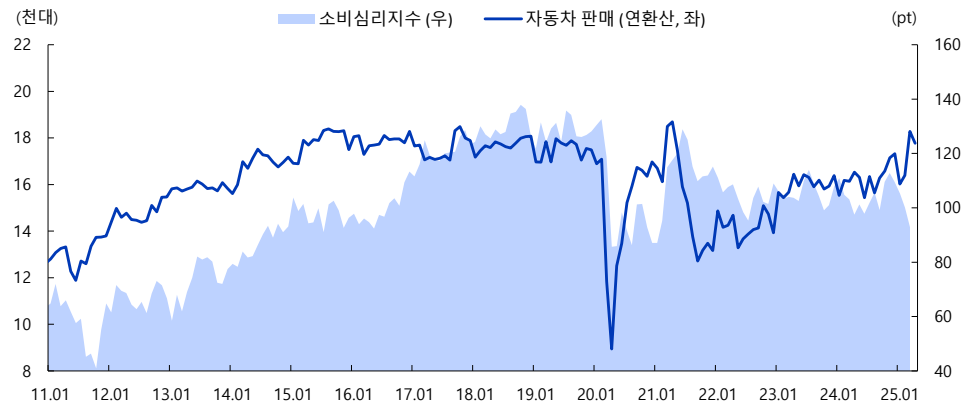
자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

[도표 8] GM 지역별 가동률 추이: 협력 가능한 CAPA 룸은 있음



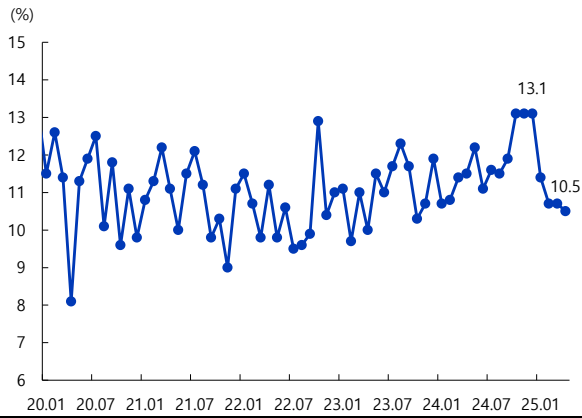
자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 미국: 연환산 판매량-소비심리 지수가 상반되는 모습



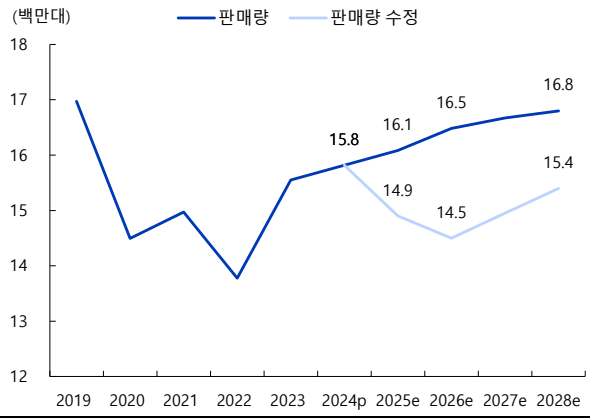
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 10] 미국: 6개월 이내 차량 구매 의사: 24년 대비 -2.6%p



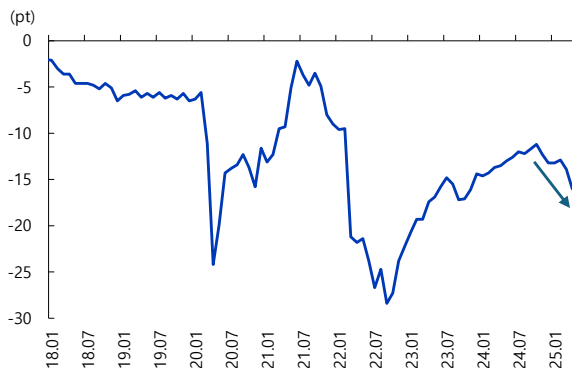
자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 미국: Global data - 관세 지속 가정, 전망치 대폭 하향



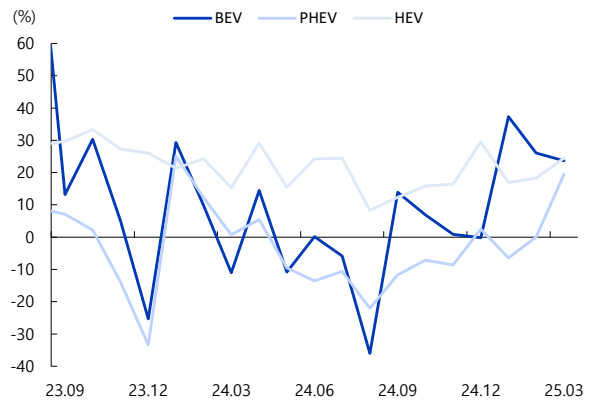
자료: Global Data, 교보증권 리서치센터

[도표 12] 유럽: 소비심리지표 - 24년말 이후 하락 추세 심화



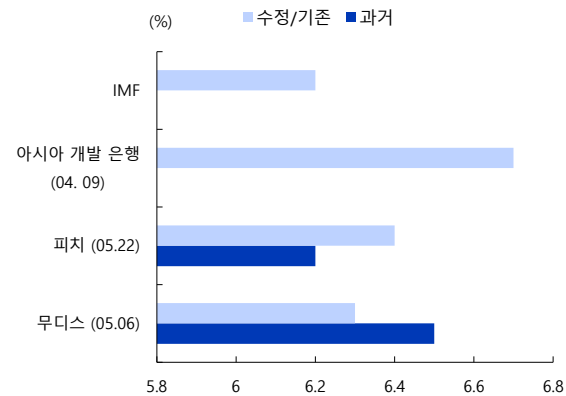
자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

[도표 13] 유럽: xEV 판매 증감률 - 볼륨 EV 출시, BEV 확장 재개



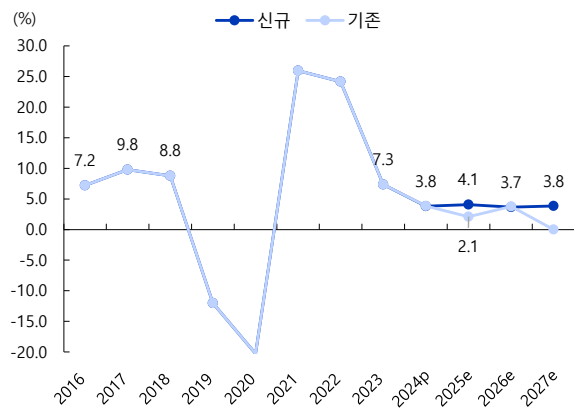
자료: ACEA, 교보증권 리서치센터

[도표 14] 인도: GDP 성장률 전망치 - 6% 초중반 수준 유지



자료: 언론종합, 교보증권 리서치센터

[도표 15] 인도: Global Data 전망: 25년 YoY 판매량 상향 조정



자료: Global Data, 교보증권 리서치센터

[도표 16] 글로벌 OEM 협력 사례 (2010~)

(단위: 십억원)

기업1	기업2	시작연도	종료연도	협력유형	지분거래	내용
PSA	Toyota	2002	2021	공동생산	JV	체코에 합작법인 TPCA 설립, 소형차 시장 공략
Renault	Mercedes	2010		공동개발	X	엔진 및 플랫폼 공동 개발, 20년부터 협력 축소
Toyota	BMW	2011	-	기술공유	X	수소차·전기차 협력, 스포츠카 개발 (Z4/Supra)
Toyota	Stellantis	2012		공동개발/생산	X	상용밴 생산/개발/리브랜딩, 대형밴 협력 확대(2022)
PSA	GM	2012	2014	비용절감	지분제휴	플랫폼 공유 및 공동 구매 통한 비용절감, 방향성 차이로 지분 매각(2013)
Nissan	Mercedes	2015	-	공동생산	JV	멕시코 소형차 생산 협력 위한 합작 공장 설립
Renault-Nissan	Mitsubishi	2016	-	전부분 협력	지분제휴	닛산 미쓰비시 지분 34% 인수, 얼라이언스 편입
Toyota	Suzuki	2017		공동개발	지분제휴	상호 지분 매입, 플랫폼 공유, Toyota 기술 기반 HEV 시스템 탑재, 공동 EV 양산 예정
Ford	VW	2019	-	공동개발	X	중형 픽업트럭 및 상용 밴/자율주행 공동 개발, Ford VW의 MEB 전기차 플랫폼 사용(Ford Explorer)
Honda	GM	2020	-	공동개발	X	배터리 기술 공동 개발, GM 플랫폼/아키텍처 기반 차량 출시(Ford Prologue 등), 일본 자율주행 셔틀 상용화
Stellantis	Mercedes	2020	-	공급망	JV	TotalEnergies까지 3자 JV: ACC 설립. 배터리 공급망 확보
BMW	Mercedes	2019	-	공동개발/서비스 통합	X	차량 공유/모빌리티 플랫폼 서비스 통합
Honda	Isuzu	2020	-	공동개발	X	수소차 공동 R&D 진행
Stellantis	Foxconn	2021	-	개발/공급망	JV	5.5 JV 설립, 차량용 인포테인먼트, 디지털 콕핏, OTA 기능 통합 플랫폼 개발

자료: 언론취합, Company data, 교보증권 리서치센터

1. Summary

25년 하반기 자동차 업종에 대해서 Overweight를 제시한다. 자동차 업종은 이익 피크아웃에 대한 우려로 인해 24년 상반기 이후 지속적인 주가 하락을 겪었으며, 25년부터는 미국의 관세영향에 따른 글로벌 산업 환경의 불확실성이 강화되며 지수 대비 하회하는 모습이 나타났다. 하반기에도 여전히 자동차 산업의 불확실성은 강한 수준이 이어질 것으로 예상된다.

그럼에도 불구하고 Overweight를 제시하는 이유는 GM과 연력을 통한 리스크 완화, 이로 인한 Valuation 재평가를 기대하기 때문이다. 구체적으로 1) 라인업-세그먼트의 확장, 2) 생산시설 공유, 3) 원재료 공동 소싱에 대한 협력을 기대할 수 있을 것으로 판단한다. 특히 생산시설 공유를 위한 스마트 팩토리 부문에서 수혜 가능성이 높다고 판단한다. 이는 양사가 엔비디아의 디지털 트윈 플랫폼인 옴니버스(Omniverse)를 동일하게 활용하고 있으며, 현대차그룹의 기술력이 GM 대비 우수하다는 것에 기인한다. 중기적으로 관련 기업의 수혜가 나타날 것으로 추정된다.

레거시 OEM들은 신흥업체 대비 자율주행, SDV 영역에서 부족한 사업 성과가 노출되며 지속 가능성에 의문부호가 커졌다. 이는 규모의 경제를 통해 강점으로 작용했던 비대한 조직이 느린 의사결정과 높은 고정비라는 부담이 되어 돌아온 영향으로 주요 OEM들은 구조 조정까지 진행 중인 상황이다. 레거시 OEM의 본질적인 경쟁력 약화가 발생하였으며, 이로 인해 자생하기 어려운 환경이 되었다고 판단된다. 이러한 상황에서 양사의 협력은 고정비 절감-효율적 자본 배분이라는 측면에서도 주목해볼 필요가 있다고 판단하며, 핵심 영역에 양사의 동반 혹은 단독으로 더욱 공격적인 투자가 가능하게 할 것이다. 현대차그룹-GM간의 협력 관계 구축을 통해 레거시 OEM에 적용되고 있는 밸류에이션 할인 요인들을 해소할 수 있는 양사의 핵심 전략으로 작용할 것으로 기대한다.

하반기에도 실적 측면에서는 쉽지 않은 환경이 펼쳐질 예정이다. 주요 시장인 북미의 선수요 및 경제지표 반영으로 인해 하반기 YoY 감소 추세로 추정되며, 유럽 지역의 경기 회복은 올해에도 기대하기 어려워 보인다. 그럼에도 불구하고 기대할 수 있는 것은 1) 주요 지역에서 전환기 파워트레인(HEV, PHEV)에 대한 수요가 꾸준히 증가하고 있으며, 2) 볼륨/저가형 BEV 라인업 확장이 발생하며, 유럽 지역에서 전기차 수요가 성장 추세로 돌아오고 있고, 3) 인도 및 기타국가의 경제 성장과 볼륨 모델의 신차 효과가 발생할 수 있다는 점이다. 이에 따라, HEV의 높은 경쟁력을 보유하고, 볼륨 BEV 출시가 이루어진 현대차 그룹의 판매량은 시장 대비 견고한 수준이 유지될 것이다.

Top Picks로는 현대모비스, HL만도를 제시한다. 불확실한 산업환경에서 이익 훼손이 최소화될 수 있는 기업을 선정하였다. 현대모비스는 A/S 사업부가 신차 판매량의 변동성을 헷지할 것으로 판단하며, 1) A/S 부문에서 파워트레인 변화로 인한 정품 수요 지속 증가, 2) 글로벌 OEM으로부터 수주 통한 고객사 다변화가 주요 투자포인트이다. HL만도는 낮은 현대차그룹 노출도로 고객사 다변화 수혜가 기대된다. 1) 고성장 지역인 인도와 중국의 Local 고객사로부터의 수혜, 2) 멕시코 공장 가동에 따른 실적 성장이 투자포인트다.

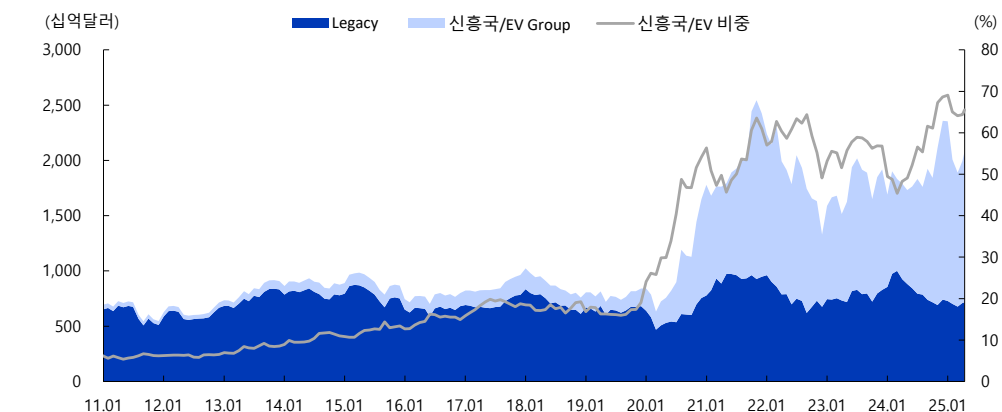
2. 산업 분석 (1): 자동차 OEM, 횡종연합

이미 달라져 버린 기대 레벨, 도움이 되지 않는 Legacy

Legacy OEM들과 신흥국 OEM/EV 업체들의 시가총액 Gap의 확장이 이어지고 있다. 상위 12개 레거시 OEM들의 시가총액은 \$ 7,155억원으로 10년전 대비 감소한 상황이다. 이러한 상황에서 중국/주요 EV업체들의 시가총액은 \$ 1,000억에서 \$ 1.3조까지 빠르게 증가했다.

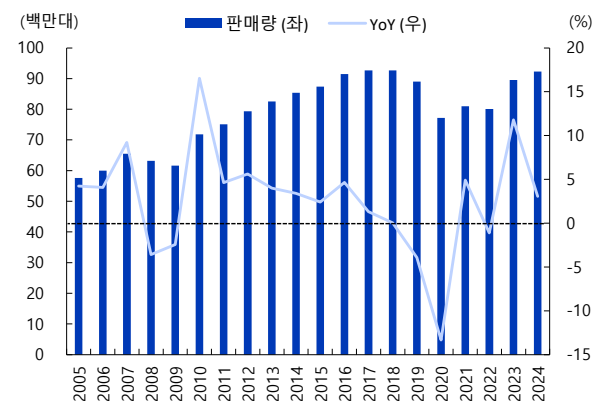
이러한 시장의 평가는 1) 낮아진 신차 판매 성장률(10yr CAGR YoY +0.8%), 2) 신차 판매의 증분이 중국/인도를 중심으로 발생하고 있으나, 이러한 증분 수혜가 각국의 로컬 OEM으로 집중, 3) 전동화/자율주행 시장에서의 지위 불확실성 증대에 기인하고 있다. 이로 인해 레거시 OEM들은 변화한 시장 환경을 인지하고, 높은 주주환원을 실시하는 중이다. 배당/자사주 매입을 포함한 주요 레거시 OEM들의 TSR(Total Share Return)은 40% 이상을 기록하고 있다.

[도표 17] 레거시 - 신흥국/EV 업체 시가총액 비교



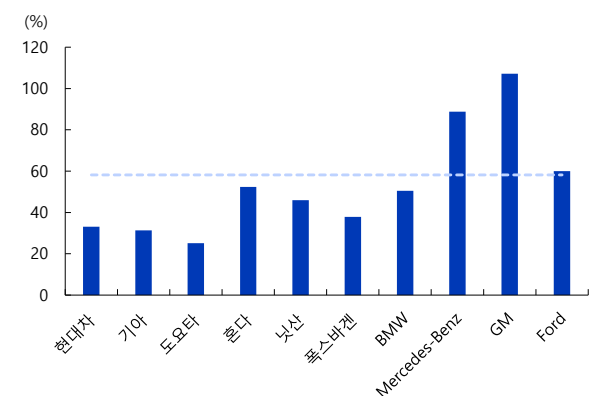
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터, 주석: 레거시/신흥국 각 12개 업체로 계산

[도표 18] 글로벌 완성차 판매량



자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

[도표 19] FY24 주요 레거시 OEM TSR, 평균 59.7%



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터
주석: TSR = (자사주 매입 + 배당금)/(특별항목 차감전 순이익)

전동화 붐이 일었던 21-22년 레거시 OEM들은 각자의 비전을 발표하며, 시장은 기대하는 모습을 보였다. 그러나 이후 4년간 OEM들이 보여주었던 행보는 실망스러웠고, 신흥국/EV 업체들과의 괴리는 더욱 벌어진 상태이다. 단적으로 12MF P/E 기준, 도요타는 9.2배, 테슬라 123.4배, BYD 18.6배를 기록하고 있다는 것에서 시장의 기대 수준을 가늠해볼 수 있다.

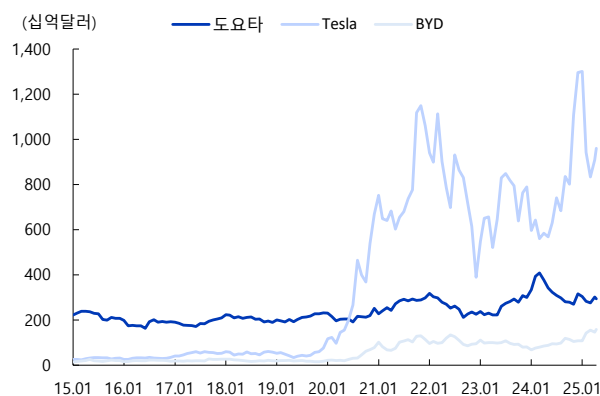
이러한 실망감이 실현되듯이, 레거시 OEM에서 최근 많은 노이즈가 흘러나오고 있다. 특히 EV 비중이 빠르게 늘고 있는 유럽 지역에서 가장 심각한 모습을 보이고 있다. 지역의 소비력 감소도 문제이지만, 본질적으로는 xEV, 전동화 흐름에서 상대적 열위가 부각되고 있는 상황이다.

폭스바겐은 2024년 10월 직원의 30%(3.5만명)에 달하는 구조조정을 결정(현재 7천명 감축)했으며, 그룹의 자회사인 아우디도 3,900명 감원을 발표했다. 25년 3월 디젤게이트 이후 10년만의 신용강등(A3 → Baa1)도 겪은 상황이다. 이렇듯 강한 구조조정에도 CFO는 아직까지 회사가 나아지지 않았으며, 경고의 목소리를 내리지 않고 있다.

스텔란티스 역시 어려운 상황에 직면 중이다. 2023년 3.3만명의 대규모 구조조정을 단행했으나, 2024년에도 1.1만명 규모의 추가적 구조조정을 단행한 바 있다. 2025년 4월에 추가적인 인력 구조조정을 또 다시 발표하였다. 이에 더해 마세라티의 판매량 감소(FY 2024 -57.5% YoY)로 인한 투자 중단 등으로 인해 일부 브랜드의 매각 가능성이 부각되고 있다.

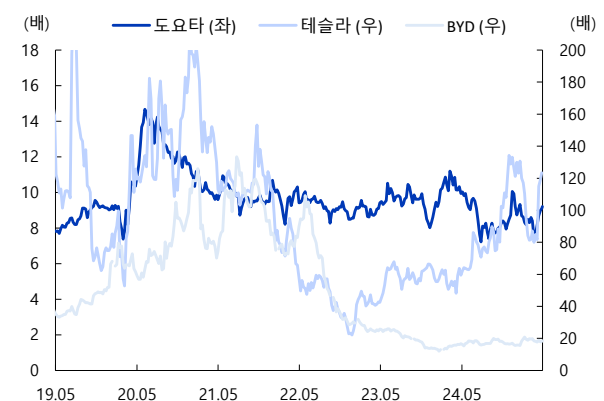
이외 닛산/미쓰비시/포드/GM에서도 규모는 다르지만, 사업 전략 실패, EV 전환 과정 중의 비용 감축 소요로 인한 인력 감축이 진행 중이다.

[도표 20] 주요 업체(레거시, EV, 신흥국) 시가총액 추이



자료: 언론종합, 교보증권 리서치센터

[도표 21] 주요 업체(레거시, EV, 신흥국) 12MF P/E 추이



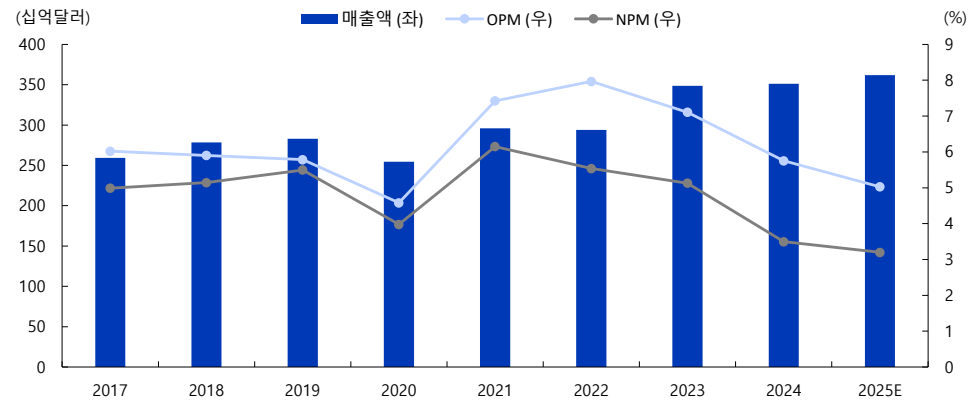
자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 22] 주요 OEM 구조조정 규모 (23~)

일시	기업	구조조정 규모 (명)	내용
2024.10	VW	35,000	추가적 독일내 생산시설 폐쇄 고려, 비용 절감
2023.04	Stellantis	33,500	북미 지역, 전기차 전환 과정 비용 절감
2024.11	Stellantis	11,000	북미 지역, 수익성 악화/비용 절감
2025.05	Stellantis	미정	북미 지역, 희망퇴직 실시
2025.05	Nissan	20,000	24년 11,000명에서 확대, 글로벌 생산시설 17 -> 10개 축소
2024.11	GM	2,000	전기차 전환 과정 비용 절감
2023.02	Ford	3,800	유럽 인력 감축, 전기차 전환 관련 비용 절감

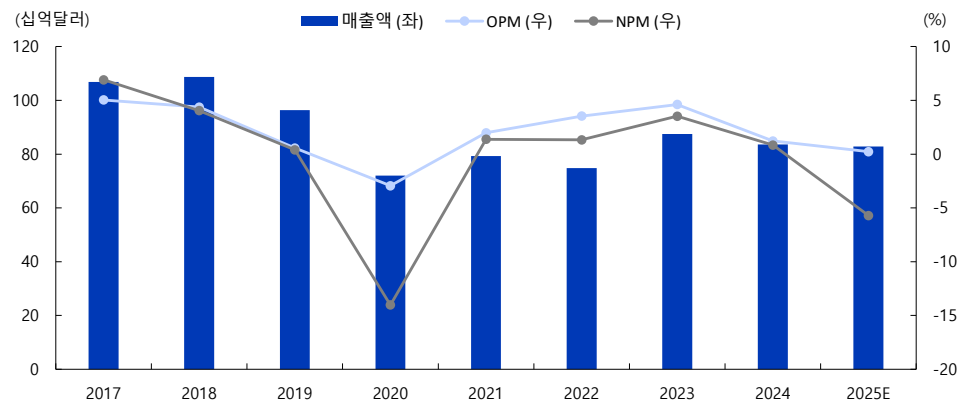
자료: 언론 종합, 교보증권 리서치센터

[도표 23] VW: 연간 실적 추이



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 24] Nissan: 연간 실적 추이

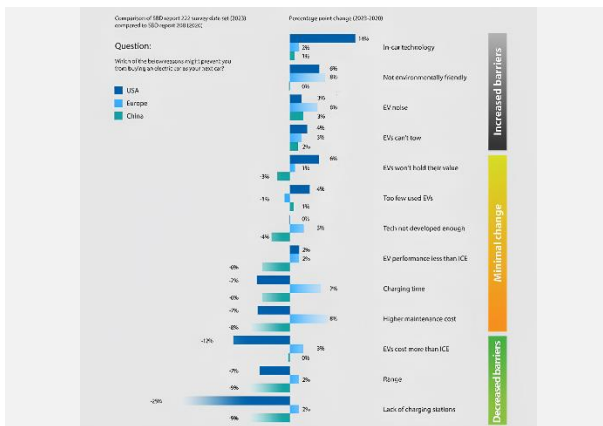


자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

우려해왔던 **Legacy OEM의 본질적인 경쟁력의 훼손**이 발생하고 있다. 10년대의 자동차 산업은 내연 기관의 기술력 격차가 줄어들며, 핵심 경쟁력은 플랫폼 통합, 모놀화를 통한 **원가절감**으로 집중되었다. 당시 주요 OEM들에게 IT/SW에 대한 투자는 사치였다. 그러나 **전동화 시대로의 전환기**인 지금은 매년 기술의 변화가 빠르게 진행되고, 브랜드/모델별 고객들은 그 격차를 실감하고 평가하는 시대가 되어가고 있으며, 고객사는 점차 브랜드 변경에 대한 장벽이 낮아지고 있다.

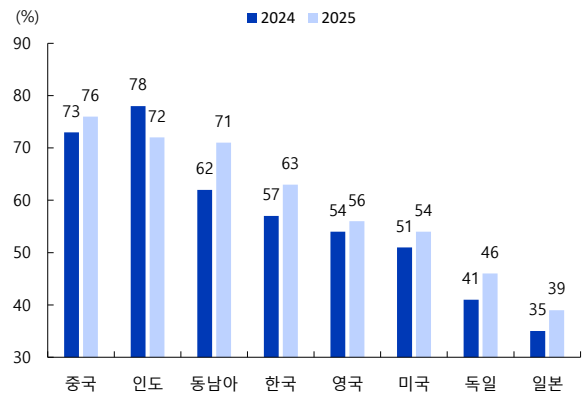
이러한 변화에 맞춰, 빠른 의사결정이 필요한 산업이 되었으나, **글로벌 OEM들은 너무나 거대해져 버렸다**. 문제가 커졌던 기업들, VW/Stellantis/르노-닛산-미쓰비시는 전동화 이전에도 경쟁력에 의구심이 존재했던 기업들이기도 하나, 거대한 그룹 구조를 보유하고 있다는 것도 공통점이다. **VW는 산하 10개, Stellantis는 13개, 르노-닛산-미쓰비시는 6개 이상의 승용 브랜드**를 보유하고 있다. 단적으로 폭스바겐의 3년 평균 매출액 대비 고정비(인건비, 감가상각비, R&D 합산) 대비 비중은 32% 수준으로 BYD, Geely대비 높은 수준이 이어지고 있다.

[도표 25] 소비자조사: 기술 개선(In-Car Tech) 긍정적 반응 중



자료: wixstatic, 교보증권 리서치센터

[도표 26] 브랜드 변경 의향 조사



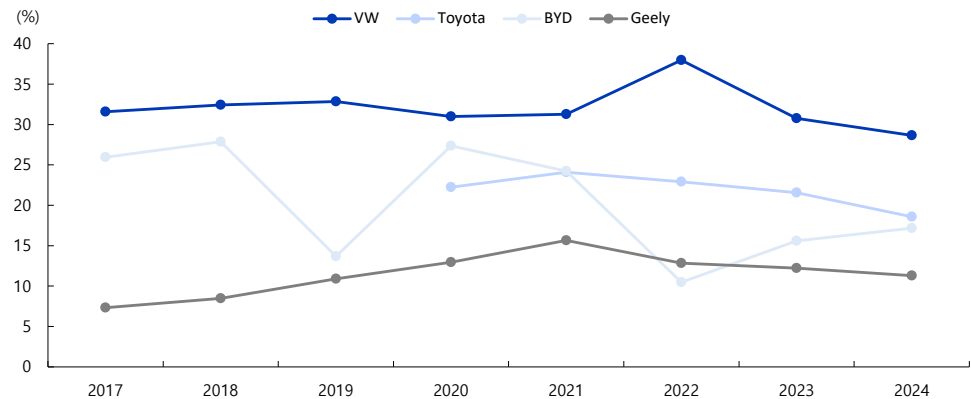
자료: Deloitte, 교보증권 리서치센터

[도표 27] 그룹별 세부 브랜드

VW Group		Stellantis (FCA)		Stellantis (PSA)		닛산		르노	
Volkswagen	독일	Fiat	이탈리아	Peugeot	프랑스	닛산	일본	르노	프랑스
Audi	독일	Alfa	이탈리아	Citroen	프랑스	인피니티	일본	알핀	프랑스
Skoda	체코	Romeo	이탈리아	DS	프랑스			다치아	루마니아
SEAT	스페인	Maserati	이탈리아	Automobile	프랑스			모빌라이즈	프랑스
CUPRA	스페인	Lancia	이탈리아	Opel	독일				
*Scout	미국	Chrysler	미국	Vauxhall	영국				
Porsch	독일	Jeep	미국						
Bentley	영국	Ram	미국						
Lamborghini	이탈리아	Dodge	미국						
Bugatti	프랑스								

자료: 각사 종합, 교보증권 리서치센터

[도표 28] Toyota/VW/Geely 고정비 비중(인건비 + R&D + D&A) 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

이러한 결과로 OEM과 신흥 EV 업체의 기술력 Gap은 줄어들지 않고 있다. 테슬라는 선두 자율주행 업체로써 더욱 자리를 공고히 하고 있으며, 중국 EV사들은 공격적으로 자율주행 상용화를 진행 중이다. 레거시 OEM은 이제는 따라가는 상황이 되었다.

이러한 격차를 따라잡기 위해서 글로벌 업체간 협력 관계 구축이 필요하다고 판단한다.

1) 높은 고정비의 절감이 발생해야 한다. 레거시 OEM의 방향성은 '내연기관' 시장에서 최소의 비용으로 지속적인 현금흐름을 창출해야 하며, 'xEV' 시장에서는 공격적인 투자와 신규 모델 출시가 필요하다. 그러나 서둘렀듯이 내연기관 시절부터 이어온 고정비 부담은 높은 수준이다. 이에 따라서 완성차 OEM간 협력을 통한 고정비 절감을 타겟해야 한다.

2) 전략의 다양성을 추구할 필요가 있다. 압도적인 선도 지위의 업체가 있으나, 아직까지 명백한 기술 표준은 나타나지 않았다. 레거시 OEM들은 어떠한 방향성도 맞춰갈 수 있도록 다양한 경우의 수를 보유해야 한다고 판단한다. 현대차그룹의 자율주행 이원화 전략(인하우스/아웃소싱 동시 진행)도 이러한 선택이며, 주요 OEM간 협력 관계는 주요한 전략적 KEY로 분류할 수 있을 것이다.

따라서 다음 장부터는 어떠한 방식으로 과거 협력이 발생하였는지 사례를 분석해보도록 하겠다. [도표 x]는 글로벌 OEM간의 협력 사례를 정리해 둔 내역이다.

[도표 29] 42dot: Pleos 시스템 개발



자료: 현대차, 교보증권 리서치센터

[도표 30] Aurora/Motional: Level 4 및 로보택시 사업 목표



자료: Motional, 교보증권 리서치센터

[도표 31] 글로벌 OEM 협력 사례 (2010~)

(단위: 십억원)

기업1	기업2	시작연도	종료연도	협력유형	지분거래	내용
PSA	Toyota	2002	2021	공동생산	JV	체코에 합작법인 TPCA 설립, 소형차 시장 공략
Renault	Mercedes	2010		공동개발	X	엔진 및 플랫폼 공동 개발, 20년부터 협력 축소
Toyota	BMW	2011	-	기술공유	X	수소차-전기차 협력, 스포츠카 개발 (Z4/Supra)
Toyota	Stellantis	2012		공동개발/생산	X	상용밴 생산/개발/리브랜딩, 대형밴 협력 확대(2022)
PSA	GM	2012	2014	비용절감	지분제휴	플랫폼 공유 및 공동 구매 통한 비용절감, 방향성 차이로 지분 매각(2013)
Nissan	Mercedes	2015	-	공동생산	JV	멕시코 소형차 생산 협력 위한 합작 공장 설립
Renault-Nissan	Mitsubishi	2016	-	전부분 협력	지분제휴	닛산 미쓰비시 지분 34% 인수, 얼라이언스 편입
Toyota	Suzuki	2017		공동개발	지분제휴	상호 지분 매입, 플랫폼 공유, Toyota 기술 기반 HEV 시스템 탑재, 공동 EV 양산 예정
Ford	VW	2019	-	공동개발	X	중형 픽업트럭 및 상용 밴/자율주행 공동 개발, Ford VW의 MEB 전기차 플랫폼 사용(Ford Explorer)
Honda	GM	2020	-	공동개발	X	배터리 기술 공동 개발, GM 플랫폼/아키텍처 기반 차량 출시(Ford Prologue 등), 일본 자율주행 셔틀 상용화
Stellantis	Mercedes	2020	-	공급망	JV	TotalEnergies까지 3자 JV: ACC 설립. 배터리 공급망 확보
BMW	Mercedes	2019	-	공동개발/서비스 통합	X	차량 공유/모빌리티 플랫폼 서비스 통합
Honda	Isuzu	2020	-	공동개발	X	수소차 공동 R&D 진행
Stellantis	Foxconn	2021	-	개발/공급망	JV	5.5 JV 설립, 차량용 인포테인먼트, 디지털 콕핏, OTA 기능 통합 플랫폼 개발

자료: 언론취합, Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 32] 글로벌 OEM & 전기차/중국 OEM 협력 사례 (2015~)

(단위: 십억원)

기업1	기업2	시작연도	종료연도	협력유형	지분거래	내용
Mercedes	Geely	2018	-	공동개발/생산	지분제휴, JV	Geely: 다임러 지분 9.7% 인수, JV 설립(5:5), Smart 브랜드 재출범, Smart #1 (2022) - Geely SEA 플랫폼 기반 EV
Allaiance	WeRide (자율주행)	2019		공동개발	-	자율주행 기술 공동 실증 실험 및 차량 공급
Honda	Cruise	2019		공동개발	-	자율주행 차량 Cruise Origin 공동 개발, 일본 서비스 추진 (실증 운행)
Ford	Rivian	2019	2021	공동개발/생산	-	5억 달러 투자, 공동 개발 계획(취소)
GM	Nikola	2020	2020	공동개발	-	협약 취소
HKMC	Canoo	2020	2021	공동개발	-	E-GMP 플랫폼 공유 협상 (계약 불발), 기술 자문 교류
Stellantis	Leapmotor	2023		공동개발/생산	지분제휴, JV	\$15억 투자(20% 지분), 글로벌 생산/판매 위한 합작법인 설립
VW	Xpeng	2023		공동개발	지분제휴	\$7억 투자(5% 지분), 플랫폼 공동 개발(중국 EV 시장용)
VW	Rivian	2024		공동개발	JV	\$58억 JV 설립. 차세대 전기차 플랫폼 및 소프트웨어 공동 개발. Rivian SW, E/E 활용 27년부터 신규 모델 출시
Jaguar	Chery	2024		공동개발/생산	X	전기차 협력 의향서에 서명(MOU), 프리랜더(Freelander) 브랜드 라이선스하여 Chery 플랫폼 기반 전기차 생산

자료: 언론취합, Company data, 교보증권 리서치센터

대표적인 글로벌 OEM 협력 사례 탐구

1) Stellantis (2019년): 대규모 합병 사례

2010년대 자동차 산업에서 가장 큰 사업 결합은 PSA-FCA 합병으로 인한 Stellantis의 탄생이었다. 2019년 FCA는 공개적으로 르노에 합병을 제의했으며, 이는 그 전부터 진행해오던 제휴 논의의 확장이었다. 프랑스 정부의 반대라는 루머가 돌며 해당 논의는 잠잠해졌으나, 10월 양사는 정식 합병 계약을 체결하며 Stellantis가 출범하게 되었다. 이를 통해 양사가 얻는 이익은 1) 지역 다변화, 2) 플랫폼(xEV) 경쟁력, 3) 규모의 경제 확보였다.

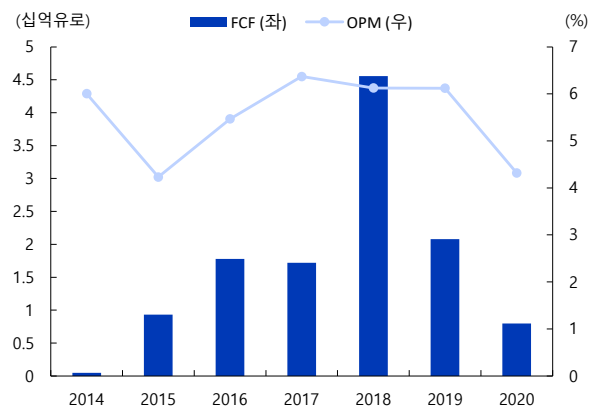
합병 이전 지역별 판매 비중은 PSA가 유럽 91%, FCA가 북미 55%, 유럽 26%로 특정 지역 노출도 높은 형태를 띄고 있었다. 특히 PSA는 전통적으로 프랑스 중심이었으나, 2017년 독일/영국시장 기반을 둔 Opel과 Vauxhall을 인수하였고, FCA는 이탈리아 중심 브랜드인 Fiat를 보유함으로써 유럽 시장내에서 그룹 전반적인 확장을 꾀할 수 있게 되었다.

[도표 33] 과거 협력-합병 타임라인

일 시	내 용
2019.02	유럽 상용차 공동 생산 지속, 2023년까지 연장
2019.05	FCA, PSA에게 공개 합병 제안
2019.10	FCA-PSA 5:5 지분 대등 합병 의향서(MOU) 발표
2019.12	합병 정식 계약 체결 발표
2020.12	EU 공정거래위원회, 합병 최종 승인
2021.01	법적 합병 완료 Stellantis 출범 공식화

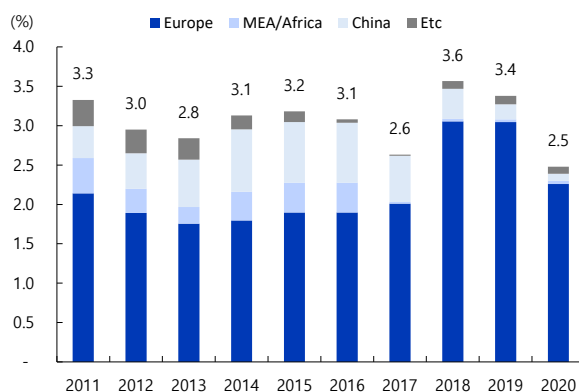
자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

[도표 34] Fiat 실적 추이



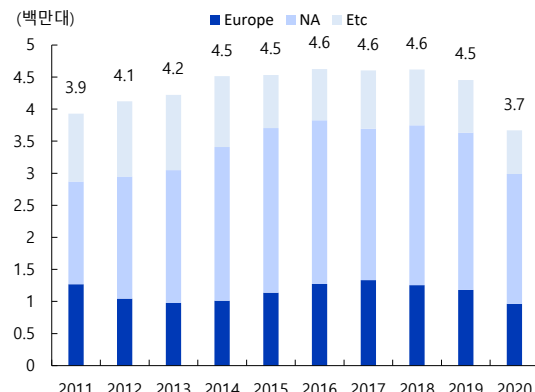
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 35] 합병 이전 PSA 판매량 추이



자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

[도표 36] 합병 이전 FCA 판매량 추이



자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

동시에 당시 FCA의 주요 EV 모델은 Fiat 500e였다. 유럽의 공급망이 갖추어지지 않아, 미국에서 출시한 결과, 초기 성과는 나쁘지 않았으나, 2018년 판매량은 2,618대를 기록했다. 회사는 독립적인 전동화 모델 개발에 어려움을 느낀 결과, 부족한 기술력을 보충하기 위해 PSA와 합병을 추진하였다.

합병한 이후, Stellantis는 플랫폼 아키텍처(Stellantis Platform Architecture) 구축을 선언하였다. 기존 13개의 브랜드에 STLA 플랫폼을 일괄적으로 적용하기로 했다. 동시에 STLA Brain(SW Platform)/SmartCockpit(IVI, Foxconn 공동개발)/AutoDrive(BMW, Waymo 협력)를 구축하는 모습을 보였다. FCA가 PSA와 합병한 기대 효과가 나온 모습이었다. 이로 인해 합병 당시 회사는 24년까지 50억/연 유로의 시너지 효과를 기대했으나, **1년만인 22년에 71억 유로의 시너지 효과를 달성했다고 밝혔다.** 이는 기술, 제품 및 플랫폼 관련 절감(40%), 구매 및 조달 효율성(40%)이 절대적 비중을 차지한다.

그러나 서술했듯이 Stellantis의 현상상은 부정적인 모습이 크다. 가장 큰 이유는 1) 합병 당시, 대규모 합병에 따른 노조 반발을 고려하여 구조조정 통한 비용 효율화 발생하지 못하였으며, 2) STLA Platform 적용이 진행중으로 제한적인 비용 절감-모델 개발 속도, 3) 플랫폼 확장 시기, 제품군의 상품성 부족으로 점유율 유지가 어려운 상황에 직면했다고 판단한다. 따라서 늦어진 구조조정이 2023년부터 본격적으로 발생하고 있다고 이해할 수 있으며, STLA Platform 등 적용에 따른 과도기적 비용 증가 영향일 가능성도 열려야 하는 상황이다.

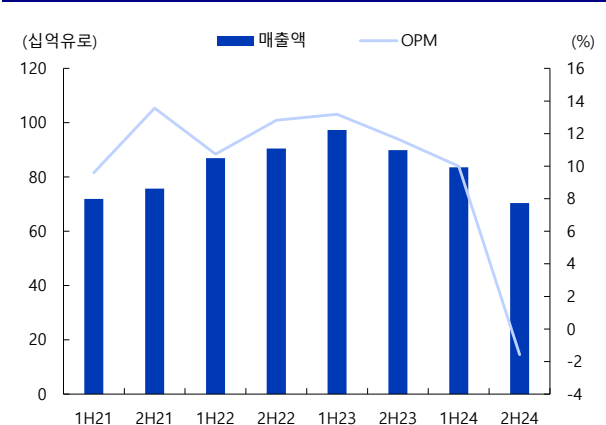
이 사례는 두 가지 의의를 보유한다. 1) **최고 수준의 협력(합병)에도 양사의 기술력 차이는 유의미한 기술 개발의 시너지 발생을 어렵게(실질적인 기술 협력 Foxconn/BMW/Waymo와 진행)할 수 있음,** 2) **대규모 양산/플랫폼 공유에 따른 규모 경제 효과는 여전히 유의미한 실적 기여가 가능하다는 것**이다.

[도표 37] STLA 플랫폼 아키텍처 전환 (2023~)

브랜드	플랫폼		플랫폼	용도
PSA	e-CMP	→	STLA Small	소형차
PSA	EMP2	→	STLA Medium	C/D Seg
FCA	조르지오	→	STLA Large	고급 세단/SUV
마세라티	M156	→	STLA Frame	픽업트럭/SUV
램	DT			

자료: Stellantis, 교보증권 리서치센터

[도표 38] 합병 이후 반기 실적 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

2) GM-Honda(2018): Partner/지역적 Alliance 사례

GM-Honda는 협력을 통해 유의미한 시너지가 창출되었던 기업들로 평가한다. GM-Honda의 대규모 협력관계는 2013년부터 시작해왔다. 2018년 미래 전기차 배터리 개발 파트너십 계약을 체결으로 양사는 북미 전기차 시장에서 GM의 플랫폼을 기반으로 확장을 지속해왔다. 이로 인해 2020년 양사의 MOU체결에서는 'North American automotive alliance(북미 자동차 동맹)'라는 표현이 명시될 정도로 유의미한 협력관계를 유지했다.

혼다가 GM플랫폼을 기반으로 개발/양산한 차종은 Honda Prologue(2024), Acura ZDX(2024)이다. 조립공정조차 GM의 전기차 생산라인이 있는 멕시코(Arizpe)/미국(Tennessee) 공장에서 이루어진다. 이렇게 생산된 Prologue, ZDX는 첫 북미 EV모델로써는 괜찮은 판매 실적을 거두고 있다.

[도표 39] 과거 협력 타임라인

일시	내용
2013	차세대 연료 전지 시스템/수소 저장 기술 개발 협력
2015	자율주행-전동화 협력 확장 논의
2017	상용차용 연료전지 제조 JV 설립
2018.06	미래 전기차 배터리 개발 파트너십 계약 체결
2020.04	Ultium/BEV3 플랫폼 기반 Honda 전기차 공동 개발
2020.09	전기차-자율주행-커넥티비티 협력 확대 MOU 체결
2022.04	27년부터 출시할 저가형 EV 공동 개발 계획
2023.10	시장환경 변화로 저가형 EV 공동 개발 계획 취소

자료: GM, Honda, 교보증권 리서치센터

[도표 40] MOU 확장 - 북미 자동차 동맹 용어 언급 (2020.09)

Honda and General Motors Sign MoU Toward Establishing a Strategic Alliance in North America

September 3, 2020 News Release

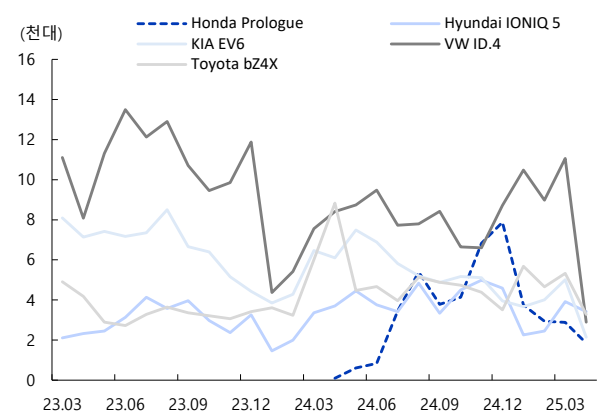
GENERAL MOTORS

HONDA

- General Motors and Honda to explore sharing vehicle platforms and propulsion systems for a variety of core segments
- Combined efforts would enable both companies to accelerate innovation and more effectively deploy resources in advanced and next-generation technologies
- Alliance builds on successful collaboration in electrified vehicles and technologies

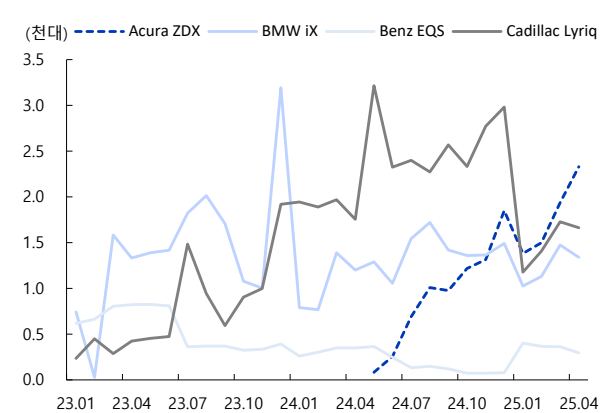
자료: Honda, 교보증권 리서치센터

[도표 41] Honda Prologue: 미국 경쟁차종 대비 판매량



자료: GM, Honda, 교보증권 리서치센터

[도표 42] Acura ZDX: 미국 경쟁차종 대비 판매량



자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

GM 입장에서도 1) 공동 개발을 통해 R&D 비용을 절감하였으며, 2) 규모의 경제가 실현되기 전, 초기 생산량 확보를 얻을 수 있었고, 3) Honda 양산 물량을 GM에서 직접 생산함에 따라, 유연한 가동률 확보가 가능했다. 특히 GM은 전기차 생산을 위해 양 차종이 생산되는 Tennessee에 \$ 20억, Lapez에 \$ 10억 투자를 집행하였던 것을 감안한다면, 더욱 큰 의미가 있다고 판단된다.

그러나 최근의 움직임은 'EV전략의 독립적 추진'으로 전환한 것으로 파악된다. 2027년 출시할 저가형 EV에 대한 공동 개발이 2023년 취소되었다. 동시에 혼다는 자체 전기차 플랫폼인 e:Architecture를 2026년부터 주요 시장에 도입할 예정이고, Sony와 프리미엄 EV 브랜드인 AFEELA를 런칭 준비 중이다. 이는 Honda가 1) GM 기술에 장기 종속되기를 원하지 않고, 2) HEV 수요가 높아지며 HEV 기술에 강점있는 동사가 전환기를 건널 수 있을 것이라 판단한 것으로 추정한다.

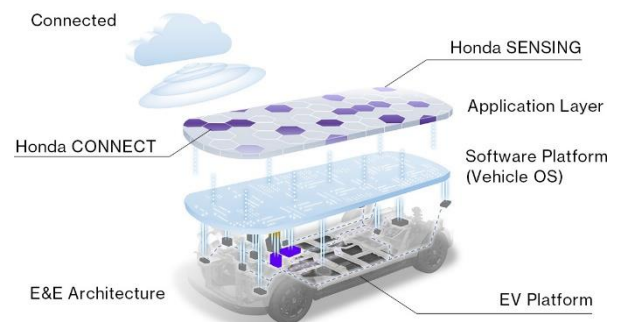
장기적으로 이어지지는 못했지만, 양사의 협력은 성공적으로 끝났다고 평가된다. 재무적 연결점이 제한적이었으므로 고정비 영역에서 추가적인 부담이 없었으며, 양사의 독립적인 의사결정에도 끼치는 영향은 제한적이었기 때문이다.

[도표 43] Honda-Sony JV: AFFELA 공개



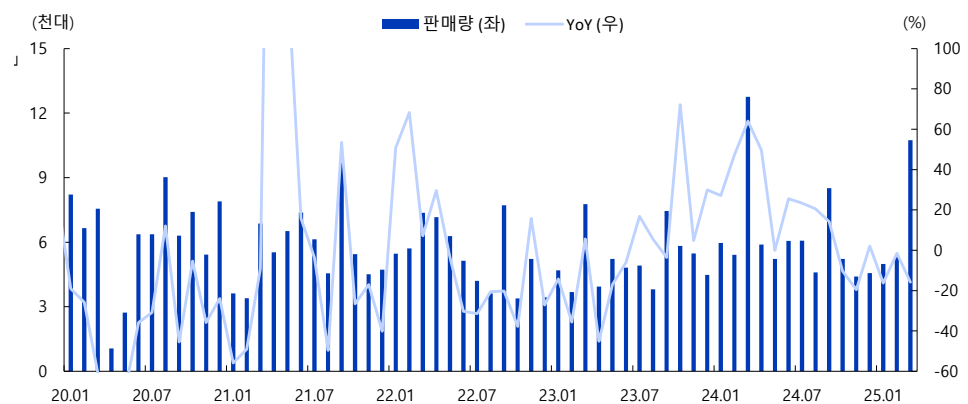
자료: AFFELA, 교보증권 리서치센터

[도표 44] Honda e: Architecture: HW, 전자 플랫폼 결합



자료: Honda, 교보증권 리서치센터

[도표 45] Honda 유럽 판매량: HEV 시장 확장으로 판매량 유지 중



자료: acea, 교보증권 리서치센터

3) VW-Ford(2019): 글로벌 Alliance 사례

중장기적인 협력을 목표하며, 가시적인 결과가 나오고 있는 기업들은 VW-Ford로 평가한다. 양사는 2018년 6월 MOU를 통해 협력 가능성을 탐색하였으며, 2019년 공식적으로 Alliance 성립을 발표하였다. Alliance는 합동 위원회(joint committee)를 통해 향후 방향성을 결정하며, 양사의 CEO를 포함한 고위 경영진이 참여하는 형태를 띄고 있다.

2019년 얼라이언스 결성 후, 양사는 본 목표에 맞는 움직임을 보이고 있다. 2022년 폭스바겐은 포드와 협력의 결과인 픽업트럭 아마록(Amarok)을 FMC를 진행했다. 2010년부터 폭스바겐에서 생산되었으나, 2세대(2022)부터 생산된 아마록은 포드의 레인저(Ranger)와 동일 플랫폼(T6.2)을 사용하고 있다. 동년에 포드는 MEB 플랫폼을 활용한 익스플로러 EV 개발을 선언하였으며, 2024년 유럽 지역을 시작으로 판매가 개시되었다.

포드는 19년 March-E라는 성공적인 EV 모델이 존재하기에 다소 의문점이 존재하는 부분도 있다. 그러나 March-E에는 EV 전용 모듈형 Platform이 적용되지 않았으며, 유럽의 부진한 실적으로 인해 EV 신규 모델 개발/원가 개선에 유리한 EV 플랫폼 수요가 높았기 때문으로 판단된다. 유럽내 포드 관계자는 “MEB 플랫폼이 Ford에 있어 전환기 기술이었으며, 이를 통해 회사가 개발 기간을 최소 2년 단축함”이라고 밝히기도 했다.

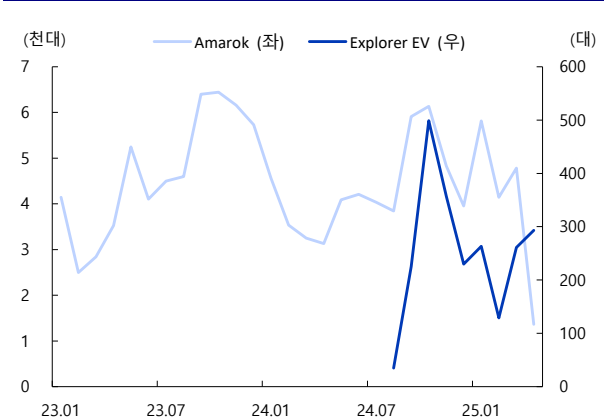
포드는 향후 MEB 플랫폼을 유럽 지역 판매량 확장을 위해 지속 사용하며, 회사의 자체 플랫폼도 개발시킬 계획을 보유 중이다. 2023년 포드는 MEB 기반 생산라인 조성을 위해 쉼튼 공장에 \$20억을 투자했으며, 25년 출시 예정인 Carpri EV 역시 해당 공장에서도 생산될 예정이다. 추가적으로 양사 모두 Argo AI에 투자를 집행하기도 하였으나, 철수한 이후 자율주행에 대해서는 자체적으로 진행하기로 결정했다.

[도표 46] VW-Ford 협력 관계 Timeline

시 기	내 용
2018.06	전략적 모색 위한 MOU 체결
2019.01	공식적으로 글로벌 Alliance 발표
2019.07	협력 범위 전기차-자율주행 확대
2020.06	글로벌 Alliance 공식 체결, 협력 내용 구체화
2022.03	MEB 플랫폼 전기차 협력 확대
2022.07	폭스바겐 아마록 출시, 포드레인저와 플랫폼 공유
2022.10	Argo AI 해산, 자율주행 기술 협력 종료
2024.06	포드 익스플로러 EV 생산 시작, MEB 플랫폼 활용

자료: 언론종합, 교보증권 리서치센터

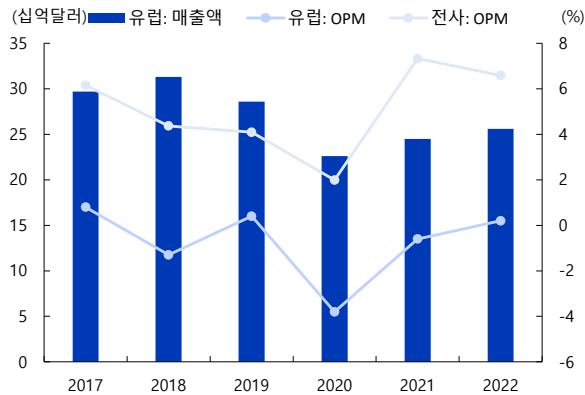
[도표 47] 양사 사업 결합 이후 등장한 2개 차종 성과



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

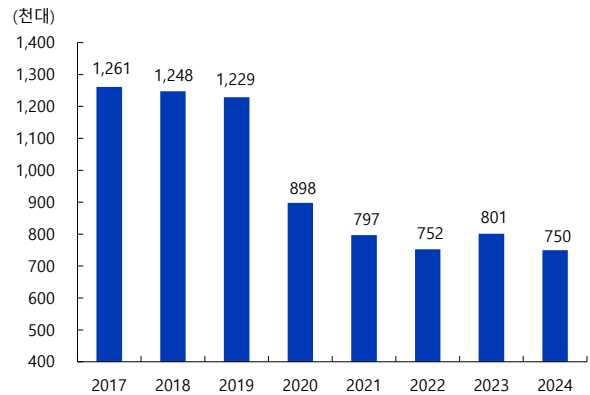
주식: Amarok; 미국제의 글로벌, Explorer EV 유럽 출시

[도표 48] Ford: 유럽 지역 실적 (23년 이후 공시 X)



자료: 언론종합, 교보증권 리서치센터

[도표 49] Ford: 서유럽 판매 대수



자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

언뜻 보았을 때, MEB 플랫폼을 사용하는 포드가 더 많은 혜택을 보는 것처럼 보이지만, GM-Honda 사례와 마찬가지로 폭스바겐도 상당한 전략적 수혜를 얻고 있는 중이다. **MEB 플랫폼을 외부 업체에 제공함으로써 1) 규모의 경제 달성, 2) 기술 판매자(licensor)로의 전환이 발생했기 때문**이다. 특히 폭스바겐이 이미 구축한 MEB 부품 공급망을 포드도 활용하게 되면서, 부품 단가 인하 여력이 발생하며 수혜를 기대할 수 있는 상황이다. 차후 유럽 시장에 진출할 업체들이 이미 라이선싱을 통해 하나의 표준으로 자리잡은 폭스바겐에게 협력을 제안할 가능성도 고려해볼 수 있겠다.

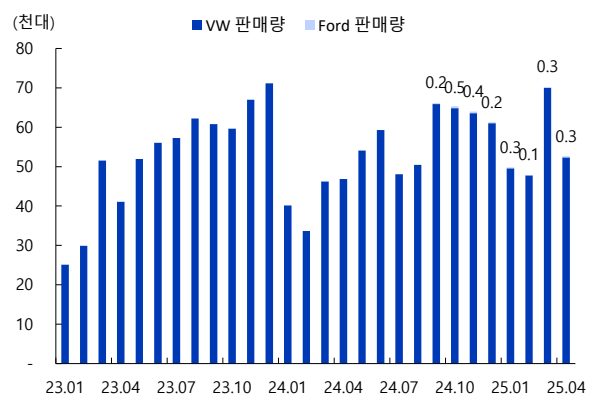
2022년 포드는 **MEB Platform 적용 차량 판매량을 6년간 120만대로 확대할 계획을 발표하며 폭스바겐의 전략적 수혜는 확장될 것으로 전망**한다. 캐즘 장기화로 인해 픽업트럭/SUV 모델을 축소하였으나, 유럽 공략을 위한 MEB Platform 기반 BEV 모델 개발은 지속될 것으로 보인다. 실제로 늦어진 출시 시기 등의 영향으로 BEV 판매량은 2,300대로 미흡하나, 25년중 볼륨모델인 Capri EV 출시를 통해 판매량 증진이 나올 것으로 예상된다.

[도표 50] MEB 플랫폼: VW-Ford 공동 사용 중



자료: 언론종합, 교보증권 리서치센터

[도표 51] MEB Platform 사용 차량 판매량 추이



자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

GM-현대차: 범위-깊이 모든 부문 고민 중

현대차는 GM과 24년 9월 포괄적 협력 MOU를 체결했다. 회사는 “주요 전략 분야에서 상호 협력”을 진행하기로 하였으며, 승용/상용, 내연/친환경, 전기/수소 기술 개발/생산 부문과 원재료 공통 발주 등 모든 영역에 걸쳐 협력 대상으로 열어둔 상황이다. 이 수준의 협력은 Alliance(동맹) 수준의 포괄적 협력이 발생한다고 가정해도 무리가 없는 수준이다.

그렇다면, 첫 번째로 가지는 의문점은 지역적 Alliance 관계였던 Honda와 협력의 확장이 지속되지 못했던 이유이다. 필자가 추정하는 이유는 다음과 같다.

1) EV영역에서 더 이상 유의미한 성과가 나오지 못할 것으로 판단했을 것이다. GM의 경우 최초 양산물량 확보, 비용의 분담 측면에서 수혜를 얻어간 것은 분명하다. 혼다의 Ultium 플랫폼으로부터의 강한 독립 니즈, 이로 인해 생기는 혼다의 제한적인 Ultium 기반 신규 모델로 인하여 부족한 규모의 경제 기여도가 문제가 될 수 있었다고 판단한다. 이러한 이유로 제한적인 플랫폼 대여만으로는 GM이 얻는 수혜가 제한적이었을 것이라고 추정한다.

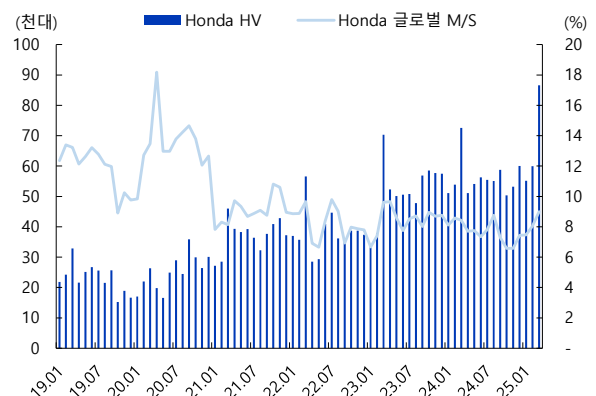
2) Full-HEV 기술에 대한 높은 수요이다. 혼다는 일본 기업만큼 HEV 영역에서는 글로벌 탑티어이다. 혼다의 HEV 기술은 직병렬 시스템을 사용한다. 직병렬은 이전보다는 차이가 줄었지만, 직렬/병렬 대비 연비가 좋은 강점이 부각된다. 문제가 되는 부분은 구조가 복잡해짐에 따라, 기존 내연기관과 호환되는 부분이 적다는 것이다. GM의 입장에서 HEV로 확장을 진행한다고 하더라도, 전기차 침투율의 속도, 시장경쟁구도 등의 변수로 인해 규모의 경제가 실현될지는 미지수이다. 이러한 상황에서 직병렬 형태로 넘어가게 된다면, 전환기 플랫폼인 HEV 영역에 대규모 투자가 필요할 수 있다. 물론 혼다의 부품 상당수를 사용하게 된다면 이러한 단점이 상당부분 희석되나, 회사 역시 HEV에 대한 자체 기술력 확보도 염두에 둔 것으로 판단한다.

[도표 52] GM-현대차 MOU 체결



자료: 현대차, 교보증권 리서치센터

[도표 53] Honda: 글로벌 HEV 판매량 및 점유율



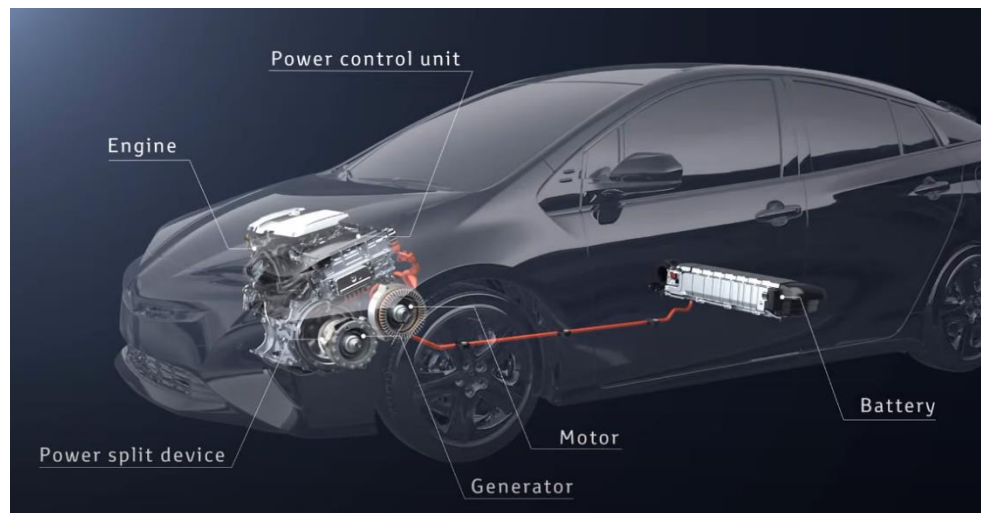
자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

[도표 54] 주요 하이브리드 차량 비교

	Toyota Highlander	Honda CR-V	Hyundai Palisade
출시일	2021	2023	2025
전장 (mm)	4,950	4,694	5,060
전고 (mm)	1,730	1,681	1,805
축거 (mm)	2,850	2,700	2,970
무게 (kg)	2,015	1,790	2,080
연비 (km)	15.2	17.0	14.1

자료: 현대트랜시스, 교보증권 리서치센터

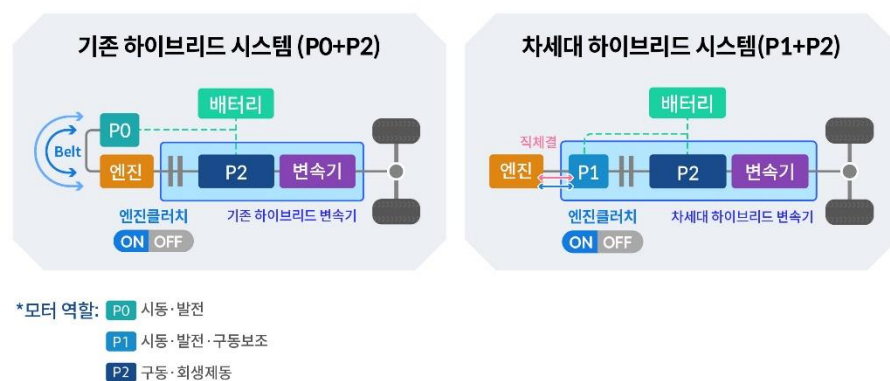
[도표 55] 도요타 직렬형 하이브리드 구조: 변속기가 존재하지 않음 - 내연기관차와 상이한 구조 보유



자료: Toyota, 교보증권 리서치센터

[도표 56] 현대차 병렬식 하이브리드 구조: 차세대 하이브리드 시스템 개발 완료

하이브리드 시스템 구조



자료: 현대차, 교보증권 리서치센터

과거 사례 및 혼다와 분리된 이유를 고려하여, 현대차그룹과 협력한 이유는 다음과 같이 추정된다.

기술적으로 유의미한 시너지 창출이 가능할 것으로 판단된다.

양사는 NVIDIA와 긴밀한 관계를 유지 중이다. 자율주행의 핵심 칩셋인 Drive Orin SOC를 사용 중이며, 스마트팩토리 및 제조혁신 구축을 위한 디지털 트윈 플랫폼 옴니버스(Omniverse)를 활용 중이다. 양사는 모두 NVIDIA와 MOU를 체결한 상태이다. 양사가 동일한 하드웨어 기반으로 기술 발전을 진행하고 있으므로 기술적 협력이 보다 용이하게 발생할 수 있는 환경은 갖추어진 셈이다.

특히 생산시설 공유를 위한 스마트 팩토리 부문에서 수혜 가능성이 높다고 판단한다. 현대차그룹내 스마트팩토리에 대한 다양한 분야에서의 투자가 진행되어 왔으며, HMGICS(싱가포르)/HMGMA(미국메타플랜트)의 구축을 통해 높은 기술 수준을 증명해왔다. 이러한 과정에서 주요 계열사 중 현대오트모버/현대위아는 스마트팩토리 솔루션을 제공하였으며, 보스턴다이내믹스의 제품군 역시 활용되었다. 현대차는 미국 사업장에 보스턴다이내믹스 로봇을 추가 투입하며, 지속적인 경쟁력 강화를 시도 중이다. 이러한 과정을 통해 완성차 업계내에서도 상위권의 기술력 수준으로 평가되고 있으며, 제조혁신은 자율주행과 더불어 업계의 주요 이슈로써 다양한 협력 방안이 고려될 것으로 판단한다.

[도표 57] HMGMA: 보스턴다이내믹스 'Spot' 활용



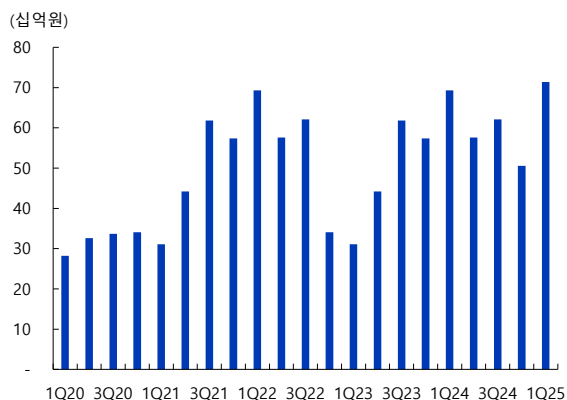
자료: 현대차, 교보증권 리서치센터

[도표 58] 현대차-NVIDIA 전략적 파트너십 체결 (25.01.10)



자료: 현대차, 교보증권 리서치센터

[도표 59] 현대위아 모빌리티 솔루션 사업부 매출 추이



자료: 현대위아, 교보증권 리서치센터

[도표 60] GM-NVIDIA 협력 강화 발표 (25.03.19)

NVIDIA와 GM 협력으로 기대되는 차세대 차량 경험과 제조 혁신
NVIDIA와 미국 최대 자동차 제조업체의 협력을 확대하며, 가속 컴퓨팅과 시뮬레이션을 통해 혁신을 강화합니다.



자료: GM Korea, 교보증권 리서치센터

다만, 양사가 내부적으로 자율주행 기술 축적해왔음에 따라, 자율주행 핵심 SW 공동 개발에 대한 가능성은 다소 미지수이다. 다만, GM은 5월 12일 Aurora의 공동 창립자 스티어링 앤더슨(Sterling Anderson)을 영입하여, 글로벌 제품 담당 부사장 겸 최고 제품 책임자로 임명하였다. GM이 크루즈를 통해 진행하던 로보택시 사업을 포기함에 따라, Aurora에 대한 지분 투자를 통해 간접적 협력 가능성을 고려해볼 수 있겠다.

HEV에 대한 기술 이전 소요가 높았을 것으로 판단된다.

현재 글로벌 시장에서 현대차그룹의 선전을 이끌고 있는 것은 HEV 판매량이다. 글로벌 YTD 판매량은 +43.6%, 미국에서는 +57.3% 증가하는 모습을 보였다. 반면, GM의 HEV 기술은 부족한 것으로 평가되며, 판매량도 YoY -25%의 역성장이 나왔다. 현대차 그룹은 혼다와 달리 병렬 구조의 하이브리드 시스템을 씀에 따라, 기술 내재화/원가 절감 측면에서 유리할 것으로 판단했을 것이다.

[도표 61] 스티어링 앤더슨 이력

연도	소속/기업	내용
2007-2012	MIT	로봇공학 석사 및 박사 학위 취득
2013-2014	McKinsey	매니저
2014-2016	Tesla.	Lead PM & 오토파일럿 디렉터
2016-2025	Aurora Innovation	공동 창업자 & CPO (최고제품책임자)
2025.05.12	GM	글로벌 제품 담당 부사장 & CPO(최고제품책임자)

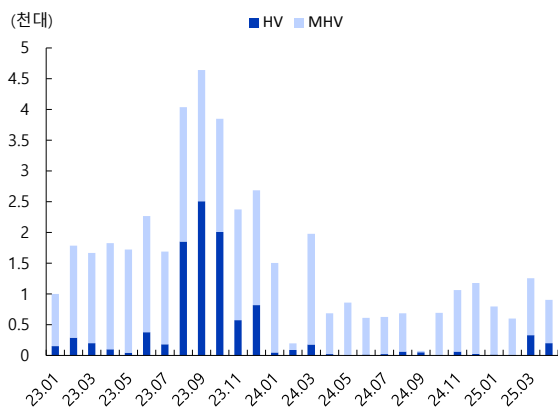
자료: Linkin, Aurora, 교보증권 리서치센터

[도표 62] Aurora: 텍사스 전역 완전 자율주행 트럭 허가(25.05)



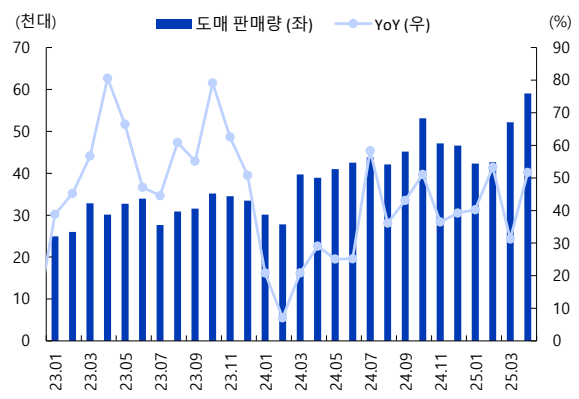
자료: Aurora, 교보증권 리서치센터

[도표 63] GM HEV 판매량 추이



자료:Marklines, 교보증권 리서치센터

[도표 64] 현대차 HEV 판매량 추이



자료: 현대차, 교보증권 리서치센터

현대차 그룹에게는 있을 주요 수혜는 다음과 같다.

라인업-세그먼트의 확장이 기대다. 진입장벽이 높은 상용/픽업트럭부문에서의 협력이 예상된다. 상용부문에서는 리벳징 시나리오가 유력하게 논의된다. GM은 Brightdrop이라는 EV 상용브랜드가 존재하지만, 아직까지 부족한 모델 수로 인한 유의미한 판매량 규모가 확보되지 못한 상황이다. 상용 시장은 고객의 충성도 및 브랜드 경직성이 승용 시장보다 강하다. 이에 따라, **초기 점유율 확보가 중요한 시장으로 GM에게도 초반 시장 점유율 확보를 위한 현대차그룹과의 협력 가능성을 고려해 볼 수 있겠다.** 마이티/엑시언트 등의 차종에서 리벳징이 나올 수 있을 것으로 생각된다.

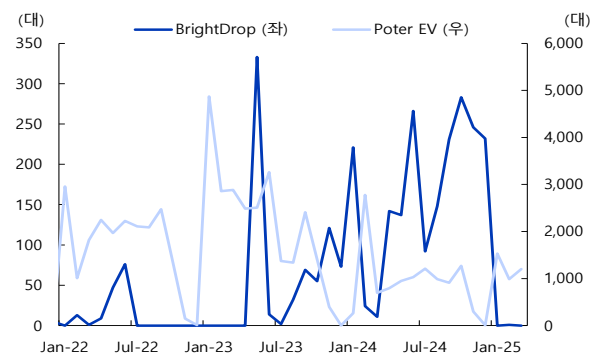
픽업트럭에 대한 플랫폼 공유도 생각해볼 수 있는 부분이다. 다만, 소형에 불과하지만 산타크루즈를 북미에 출시한 상태이고, 기아 타스만이 발매된 상황으로 고민이 필요한 영역이다. 다만, VW-Ford의 얼라이언스에서 픽업트럭 플랫폼 사용 공유의 전례가 있으므로 현대차그룹의 니즈가 강할시, 불가능한 트레이딩 조건은 아닐 것으로 판단된다.

한편, 양사에게 중장기 부문에서 매력적일 수 있는 부분은 생산시설 공유 영역이다.

GM은 아메리카(북미/남미) 중심으로 생산시설을 보유 중이다. 반면, 현대차그룹의 경우 글로벌 균형잡힌 CAPA를 보유하고 있어, 상호간의 생산시설 공유시 상호 이익이 될 수 있는 부분이 존재한다. GM의 미국 CAPA(일부 부품 포함)는 350만대 수준, 가동률은 80%에 근접하여, 유휴 캐파는 없는 수준으로 판단한다. 한편, **GM의 북미/중국/한국 지역을 제외한 23~24년 공장 가동률(Marklines 기준)은 50%이하인 것으로 파악된다.** 반면, 현대차그룹의 북미/한국/중국 공장을 제외하더라도 높은 가동률 보유하고 있어, 가변적 캐파 확보시 수혜가 될 수 있는 부분이다.

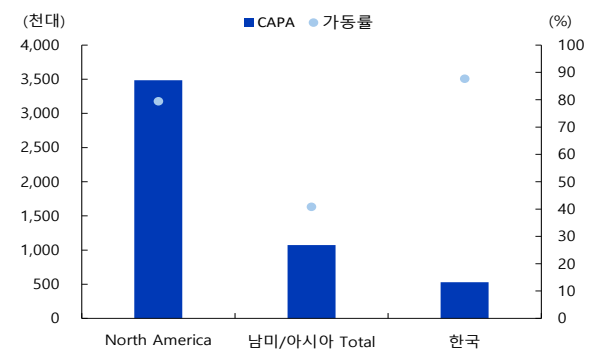
특히 GM 해외 공장 중 가동률이 낮은 곳은 Egypt 지역으로 23년기준 20% 이하 수준이다. 향후 **회사가 중동/아프리카 지역으로 나간다면, GM의 Egypt 공장 활용이 유리하게 작용할 수 있을 것**으로 추정된다. 동시에 GM의 유럽 지역 공장은 없는 상태이다. 이는 2013년 쉐보레 브랜드 철수, 2017년 Opel/Vauxhal을 매각을 통해 시장에서 철수했기 때문이다. 그러나 **2023년부터 GM은 Cadillac Lyriq을 시작으로 유럽에 재진출을 노리고 있는 상황**이다. 현재 유의미한 판매량은 나오지 않지만, 향후 현대차그룹의 터키/체코/슬로바 공장을 활용할 메리트가 있을 것으로 판단한다.

[도표 65] Bright Drop/Poter EV 판매량 추이



자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

[도표 66] GM CAPA 및 가동률



자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

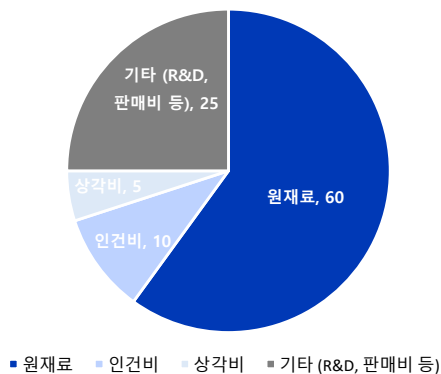
단기적으로는 원재료 공동 소싱에 대한 메리트가 클 것으로 판단한다.

Stellantis의 사례를 참조하고자 한다. 플랫폼 공용화가 되어있지 않은 시점 합병 1년만에 71억 유로의 절감 효과를 냈으며, 이 중 40%는 구매 및 조달 효율성을 통해 달성하였다고 하였다. 21년의 Stellantis의 차량 판매량은 680만대 수준이며, 대당 430유로 절감이 일어났다고 판단된다.

두 회사의 공동소싱에 대한 적용 가능 물량은 1,300만대(24년 HKMC 674만대, GM 639만대) 수준으로 Stellantis 이상의 규모의 경제 효과도 가능하다. 다만, 합병보다는 약한 연합 관계로써 10~20% 수준의 할인 적용할 시, HKMC의 소싱효과로 인한 원가 절감 효과는 3조원 수준으로 추정된다. 다른 방식으로는 원재료 매입 비용의 3~5%의 절감 가능하다고 가정시 4조원 수준 절감 가능하다.

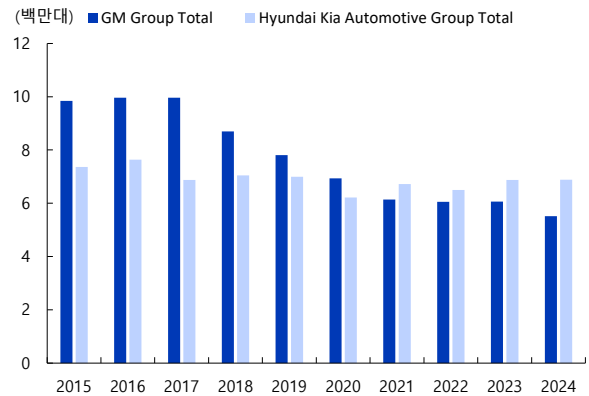
종합적으로 레거시 OEM에게 닥친 어려운 환경 속 다양한 협력 시나리오를 기대할 수 있는 상황이다. 다양한 부문에 대한 협력을 논의하는 만큼, 상반기 중 발표가 예정되어 있으나 다소 늦어지는 것도 고려해야 하는 상황이다. 25년 9월 미국 디트로이트에서 행사의 기초 연설을 양사의 CEO가 함께 맡는다는 것을 생각한다면, 늦어도 3분기 안에는 구체적인 내용이 나올 예정이다.

[도표 67] 자동차 업체 성격별 비용 비중



자료: 현대차, 교보증권 리서치센터

[도표 68] 양사 연간 판매량 추이



자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

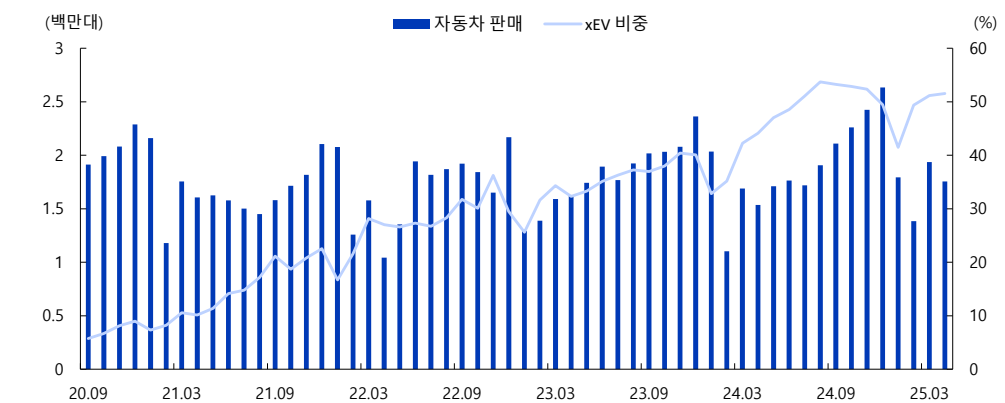
번외: 중국 OEM과의 협력 가능성 분석

최근 자동차 시장에서 주목받는 것은 중국 신규 OEM들의 빠른 발전과 성장이다. 10년대 JV를 통해 현대차그룹을 포함한 다수의 업체들이 중국으로 진출하였으나, 그러한 협력은 EV 부문에서는 제한적으로 발생하고 있다. 따라서 기존 맺었던 JV 및 협력이 아닌, 중국의 신규 EV 업체 혹은 자회사와 협력을 맺은 업체들의 수혜가 기대되는 상황이다.

다만, 이는 현대차그룹에게는 영향이 적을 것. 이는 중국 EV社들의 목적이 유럽 시장의 진출이기 때문이다. 이미 아시아를 포함한 신흥국에는 자체적으로 진출할 역량이 갖추어진 상태이며, 비교적 높은 관세 및 품질에 대한 기준점이 엄격한 선진국의 진출을 위한 교두보로써 글로벌 OEM을 이용하고자 하는 모습이 눈에 띈다.

이는 Stellantis/JLR(Jaguar Land Rover)가 Leapmotor/Chery와 맺은 JV/MOU를 통해 알 수 있다. Stellantis-Leapmotors는 모두 중국을 제외한 글로벌 판매에 대한 라이선스가 JV를 통해 이루어지게 되는 계약이다. 이를 통해 중국은 제한적 투자 및 리스크 회피, 글로벌 OEM은 부족한 전동화 모델 경쟁력을 보충할 수 있는 윈-윈 계약이 될 수 있을 것이다. JLR-Chery는 MOU 이후 신규 모델을 영국으로 수출할 계획을 보유 중이다. 이러한 상황에서 미국/유럽을 킥트브 마켓으로 보유할 수는 없는 현대차 그룹이 중국 업체와 협력 가능성은 제한적으로 추정된다.

[도표 69] 중국 시장 차량 판매량 및 xEV 비중



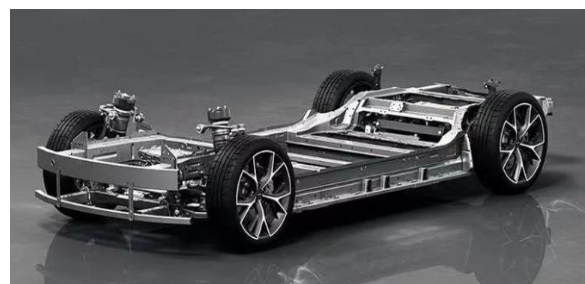
자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

[도표 70] Stellantis-Leapmotors JV:



자료: Stellantis, 교보증권 리서치센터

[도표 71] Chery-JLR JV: Chery M3X Platform



자료: Chery, 교보증권 리서치센터

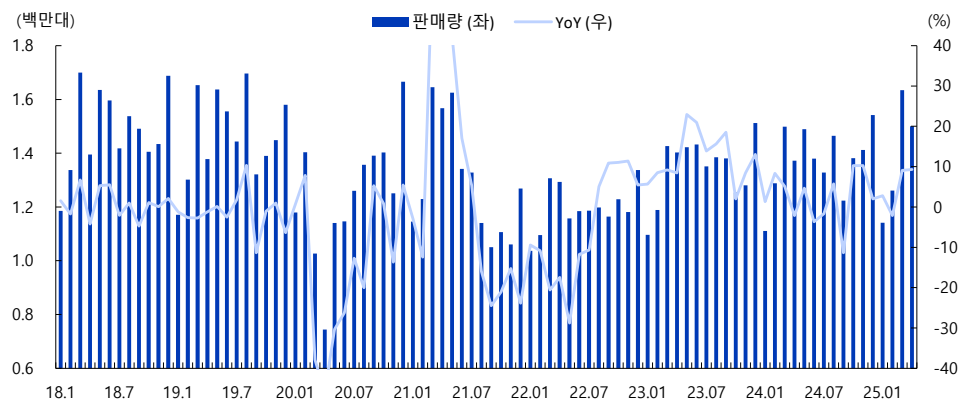
3. 산업 분석 (2): 지역별 시장 분석

미국/북미: 커지는 불안감, 확실한 건 상고하자

미국의 2025년 4월 판매량은 150.0만대(+9.3% YoY), YTD로는 553.8만대(+5.1% YoY) 기록하였다. 계절성 반영한 연 환산 판매량은 17.8백만대로 YoY 7.6% 증가하였다. 관세 선수요 반영으로 판매량 증진이 크게 나타난 상황이다. 성장을 견인한 부문은 HEV이다. **HEV 판매량은 121.1만대(+57.5% YoY), YTD 판매량은 51.5% 증가**하였다. 타 xEV인 BEV/PHEV의 YTD 증가율이 6.2/8.7%에 불과한 것 고려한다면, 미국 소비자들의 HEV 선호도가 지속적으로 증가하는 상황이다.

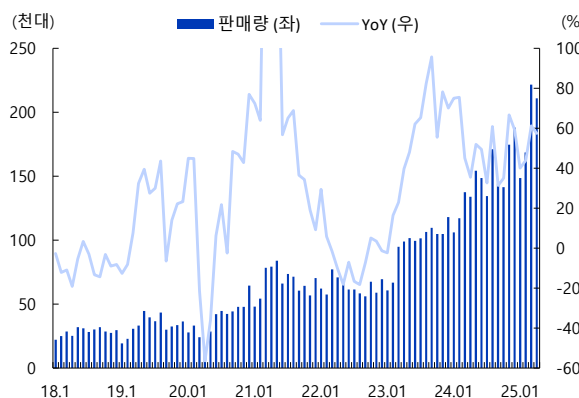
딜로이트의 소비자 선호도 조사에서도 '다음 구매 차량 엔진 종류 선호도'에서 HEV는 24년 16%에서 25년 20%까지 상승했다. 이러한 영향으로 GM은 2019년 쉐보레 볼트를 끝으로 단종한 HEV 모델의 재출시, 포드는 전기 픽업트럭/SUV 출시 계획 연기 후, 2030년까지 모든 모델의 하이브리드 버전을 출시하겠다고 발표한 상황이다.

[도표 72] 미국 판매량: YoY +57.5%



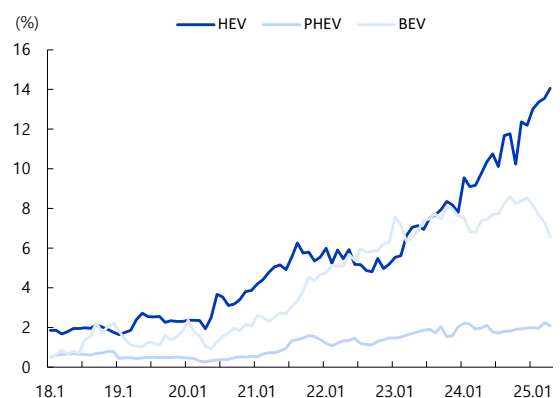
자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

[도표 73] HEV 판매량: 24년부터 연평균 +50% 성장 지속



자료: FED, CEIC, 교보증권 리서치센터

[도표 74] xEV 비중 추이: 24년부터 HEV 독주

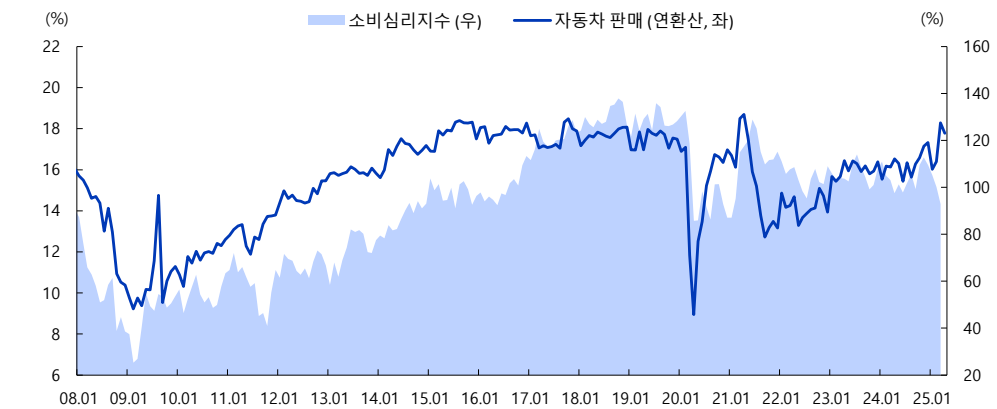


자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

하반기 시장은 불확실한 상황이다. 2025년 4월 Global Data는 관세 영향으로, **2025년 판매량 전망치를 1,609만대(+1.7%)에서 1,490만대(-6.6% YoY)로 감소할 것으로 전망**하였다. 이전의 전망치는 관세가 협상 카드로써 실제 발효되지 않을 것으로 가정하였기 때문이다.

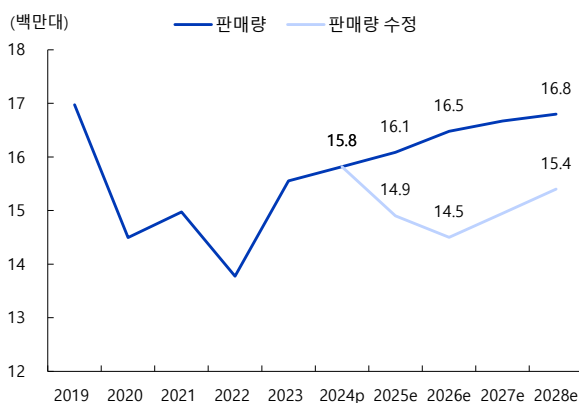
자동차 판매량과 동반하는 소비자심리지수(CCI)도 좋지 못한 모습을 보이고 있다. **25년 4월 소비자심리지수는 92.9pt 기록하며, 2021년 2월 이후 가장 낮은 모습**을 보였다. 6개월 이내 차량 구매 의사는 2024년 12월 13.1%를 기록하며, 2025년의 점진적 회복세가 기대되었다. 그러나 **4월** 구매의사율은 10.5%까지 하락하며, 2023년 10월 이후 최저점을 기록 중이다.

[도표 75] 소비자 심리 - 자동차 판매량 SAAR



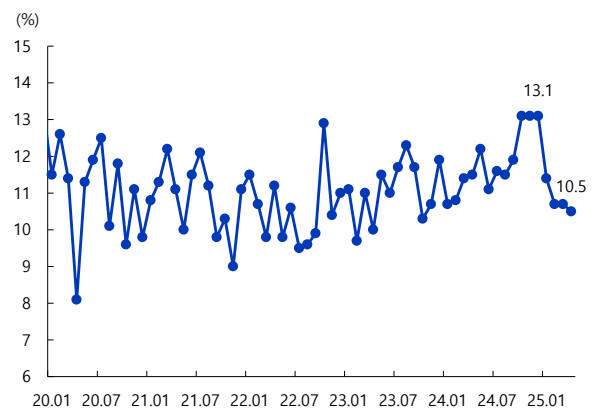
자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

[도표 76] Global Data: 미국 판매량 전망치 수정



자료: Global Data, 교보증권 리서치센터

[도표 77] CCI: 6개월 이내 차량 구매 의사



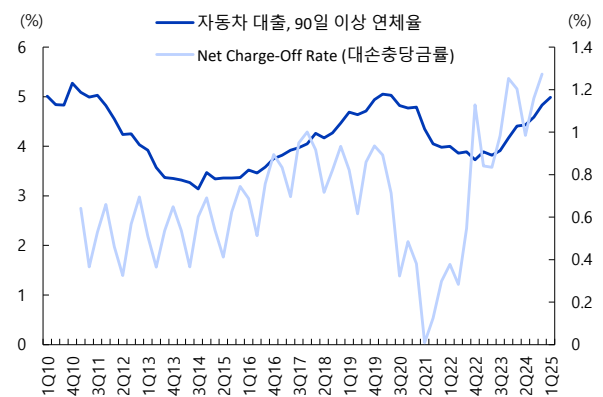
자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

금리도 문제가 될 수 있는 시점이다. 미국 자동차 구매는 대부분의 경우 할부/리스의 형태를 띠고 있다. 작년말 기준 미국의 시중은행 소비자 할부 대출 금리는 8.04%로 상당히 높은 수준이 유지되고 있다. 높은 금리는 24년 미국 신차시장에 부정적인 영향을 끼쳤으며, 25년 낮아진 금리가 기대되었으나, 최근 발생하고 있는 국채 금리 상승은 추가 부담 요인으로 작용할 가능성이 높다. Edmunds의 1분기 신차 할부 금리는 7.1%(+0.3%p QoQ)로 전분기 대비 상승한 모습을 보였다.

이러한 모습은 연체율 및 자동차 금융의 대손충당금률 상승에도 기인한 것으로 보인다. 1Q25 90일 이상 연체율은 5.0%(+0.24%p QoQ) 기록하며, 2020년 6월 이래 가장 높은 수준을 기록했다. 자동차 금융의 대손충당금률 역시 상승하는 모습을 보였다.

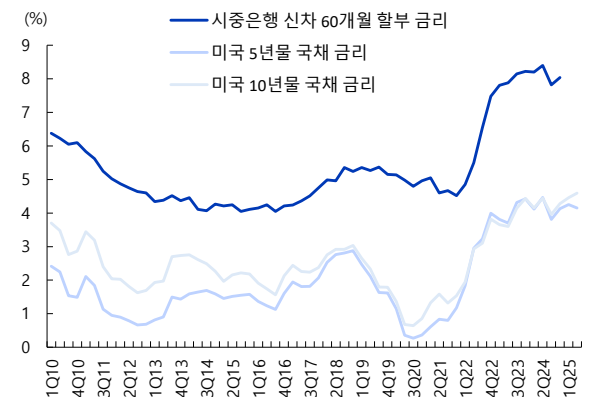
Autonews의 자료에 따르면, ATP는 5월 20일 기준 \$49,870로 +0.4% 상승했다. 24년 저점 대비해서는 1.0% 상승했으며, 가격 변동은 아직까지 크지 않은 상황이다. [도표 81]을 참고시, 주요 OEM의 가격 상승은 5월말 이후 본격화될 것으로 판단된다. 주요 산업 및 매크로 지표 참고시, 가격 인상 시점부터 급격한 시장 둔화가 나타날 것으로 추정된다.

[도표 78] 자동차 대출 연체율 및 대손충당금률



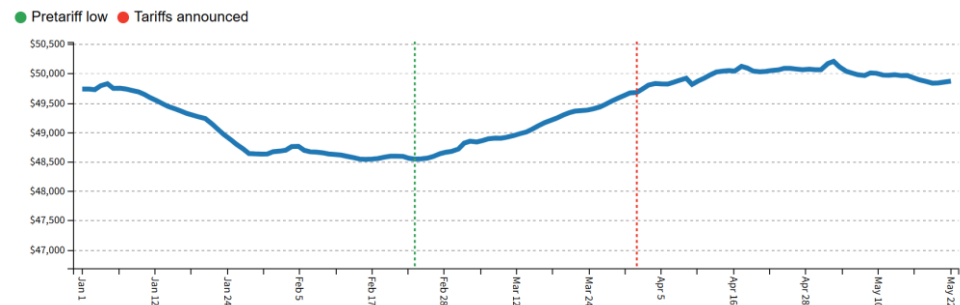
자료: FED, 교보증권 리서치센터

[도표 79] 시장 금리 및 시장금리 추이



자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

[도표 80] 미국: 25년 ATP(평균 거래 가격) 추이



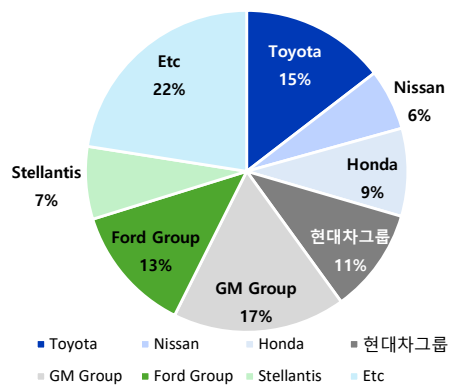
자료: Autonews, 교보증권 리서치센터

[도표 81] 주요 OEM 가격 인상 관련 언급 및 조치

일시	그룹	조치
04.03	현대차	2개월간 현대차/제네시스 브랜드 가격인상 없음
05.02	포드	5월부터 멕시코 생산 모델 가격 최대 \$2,000 인상 , 7월까지 "From America, For America" 캠페인 통해 할인 가격 제공 6월말까지는 추가 인상 없음, 추가 가격 조정 가능 발언, 가이던스 철회
05.02 05.13	GM	2025년 가이던스 철회, 최대 \$5억 비용 증가 예상 미국 내 Silverado 1500 생산 확대
05.20	스바루	일부 모델 가격 \$750~2,055 까지 인상
05.16 05.21	도요타	4~5월 관세 손실 \$12억, FY25 영업이익 21% 감소 예상 북미 COO, 상당한 수준의 차량 인상이 불가피 하다고 언급
04.15 05.13	혼다	CR-V 미국 생산 이전, 캐나다 투자 연기 FY25 관세 손실 \$40억 예상
04.11	테슬라	중국에서 미국산 모델 S/X 주문 중단
04.17 05.15	닛산	4월 Rouge/Pathfinder 가격인하 미국 로그 양산 유지, 관세 영향 FY25 \$31억 예상
04.02	폭스바겐	5월까지 가격 유지 , 멕시코산 Jetta, Tiguan, Taos 수입 일시 중단 및 관세 추가 요 금 부과 예고
04.07 04.30	벤츠	25년형 모델 가격 인상하지 않을 것, 27년부터 추가모델 엘라바마주 공장에서 생산, FY25 마진율 3%p 감소
04.05 04.30	스텔란티스	4월 'America's Freedom of Choice' 캠페인 통해 할인 판매 25년 가이던스 철회, CAPEX 계획 조정

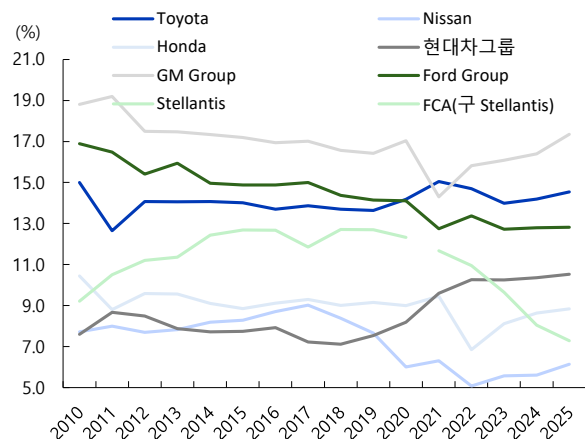
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 82] 2025년 YTD 그룹별 시장 점유율



자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

[도표 83] 그룹별 시장 점유율 추이



자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

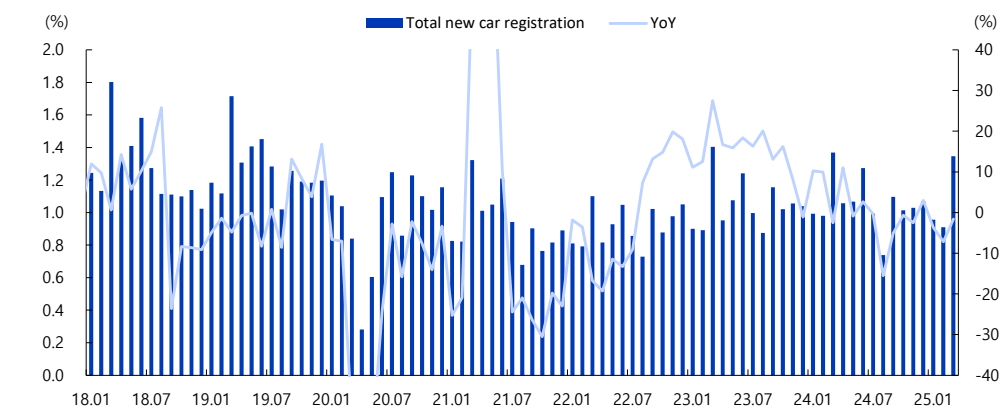
유럽: 나아질 기미가 보이지 않는 경제 상황, xEV 성장은 지속

ACEA에 따르면, 유럽의 25년 3월 판매량은 142.3만대(+2.8% YoY), YTD로는 338.1만대(-0.4% YoY) 기록하였다. 월 판매량은 반등이 나왔으나, 25년 누적으로는 보합수준의 판매량을 기록하고 있다. 주요 사유는 여전히 지연되는 유럽의 경제 회복이다.

유럽의 4월 소비심리지표는 -16.0pt로 전월 대비 -2.1pt, 전년대비 -2.5pt 악화하였다. 향후 12개월간의 가계 재정상태에 대한 인식은 -5.9pt(-1.1pt MoM) 기록하며, 2023년 12월 이래 최저치를 기록하였다. 소비심리지표를 유럽국가별로 나눠보았을 때, 주요국인 영국/이탈리아/네덜란드/벨기에에서 동시에 -19.0pt 이상 기록하였으며, 이는 23년초 이후 가장 낮은 수치이다.

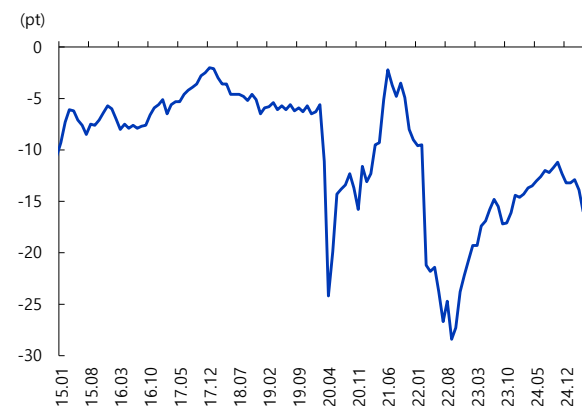
대부분의 국가에서 제조업 둔화, 재정적자 증가가 영향을 끼치고 있으며, 프랑스 등에서 정치적 불확실성 역시 소비력 약화에 영향을 끼치고 있다. 아직까지 주요 지표에서 경기 회복에 대한 근거를 찾기에는 어려운 상황이다.

[도표 84] 유럽 월별 판매량 추이



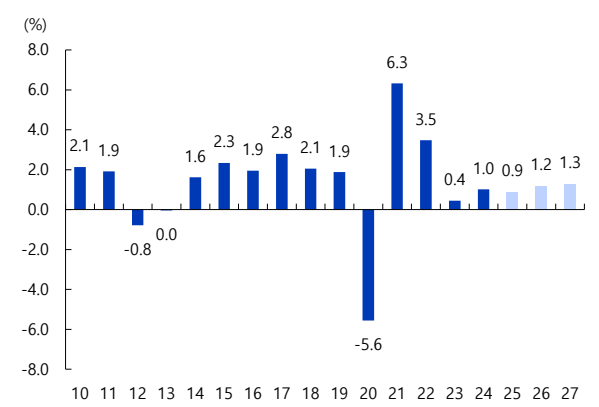
자료: ACEA, 교보증권 리서치센터

[도표 85] 소비심리지표(Consumer Confidence Indicator)



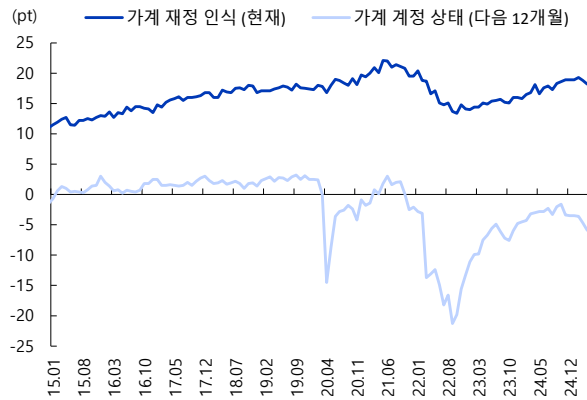
자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

[도표 86] ECB: GDP 성장률 예상치



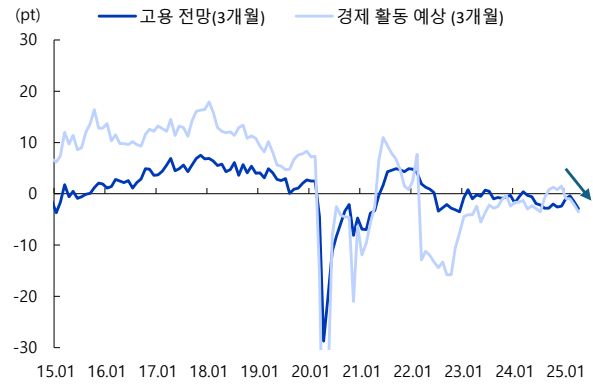
자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

[도표 87] 가계 계정 현재 상태 및 12개월 이후 예측



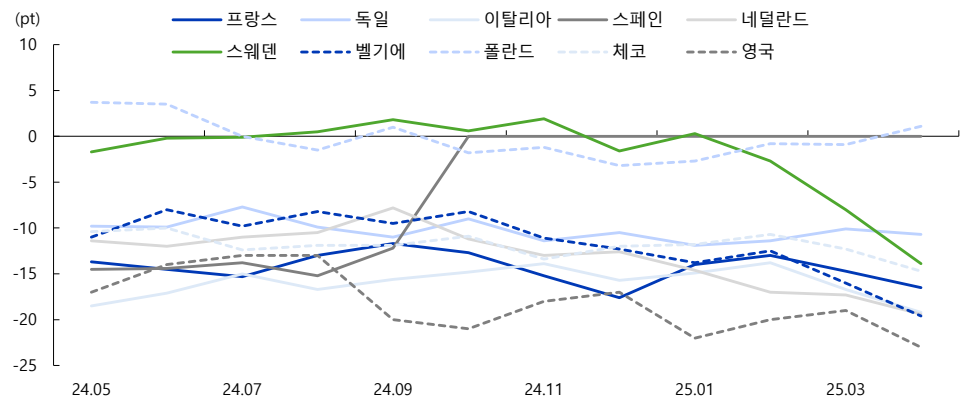
자료: EU, CEIC, 교보증권 리서치센터

[도표 88] 경제 활동/고용 예상 지수



자료: EU, 교보증권 리서치센터

[도표 89] 유럽 주요국 소비자심리지표: 주요국들의 둔화가 크게 나타나는 중

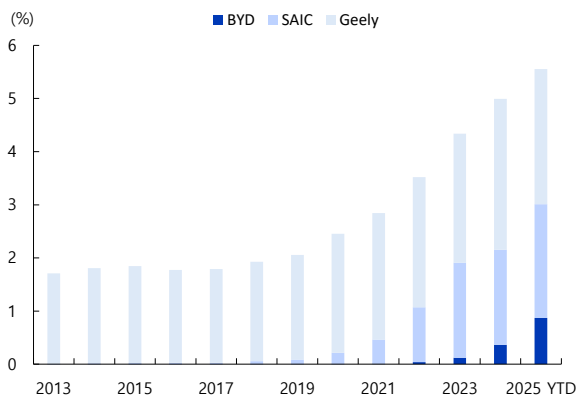


자료: EU, CEIC, 교보증권 리서치센터

유럽내 완성차 시장에서는 중국 업체들의 침투도 우려사항이다. Marklines의 **4월 누적 데이터에 따르면, BYD/SAIC/Geely의 서유럽 시장 점유율은 5.5%로 24년의 4.8% 대비 0.7%p 상승했다**. 중국 업체들은 다소 유럽 침투 방식의 차이가 있다. Geely/SAIC는 인수한 유럽 업체를 기반으로 꾸준한 판매를 유지하는 모습이 나타나고 있다. Geely의 경우 Lotus(영국), Volvo(스웨덴)와 Volvo를 기반으로 만든 합작브랜드 Polestar, Lynk&Co를 보유하고 있으며, SAIC는 MG(영국)를 소유 중이다.

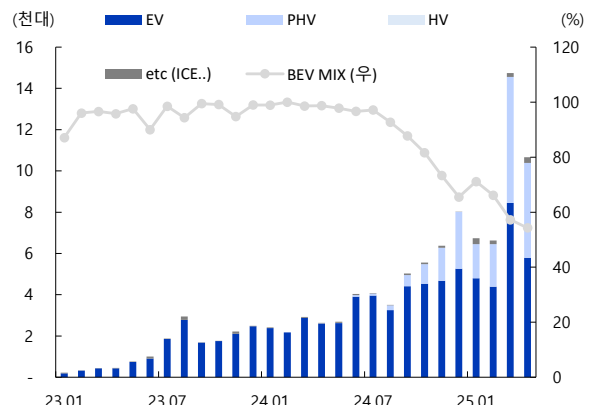
가장 주목 높은 성장률을 보이는 기업은 BYD이다. 해당 기업의 성장이 더욱 의미있는 이유는 **자체 브랜드를 통한 유럽 침투율 상승이 발생하고 있기** 때문이다. 25년 누적 판매량은 38,779대를 기록하며 YoY 282.3%의 판매량 증가를 보였다. 이는 2017년부터 헝가리 공장 건립 및 현지화 전략을 통해 오랜 기간 시장 침투를 위해 노력해온 성과이며, xEV 제품군에 대해서 충분한 경쟁력을 확보하고 있기 때문이다. **BYD는 볼륨 모델인 Atto2를 2월 런칭 시켰으며, 유럽내 D9/N7/Z9 GT의 대규모 런칭을 앞두고 있어 볼륨 확장 기조가 이어질 수 있는 상황이다**.

[도표 90] 서유럽: 중국 OEM 점유율 추이



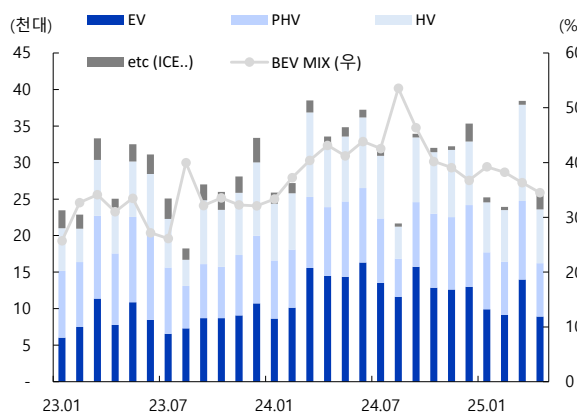
자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

[도표 91] 서유럽: BYD 판매 추이



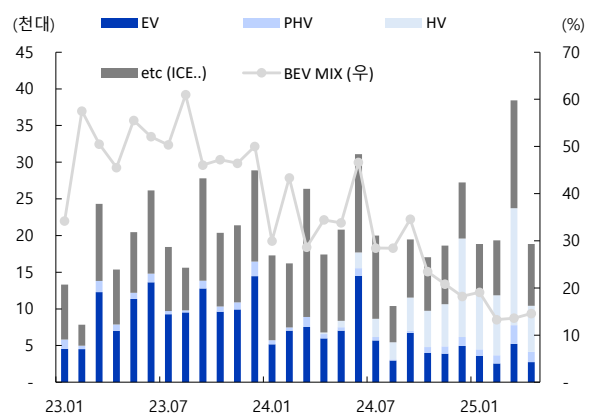
자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

[도표 92] 서유럽: Geely 차 판매량 추이



자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

[도표 93] 서유럽: SAIC 판매량 추이



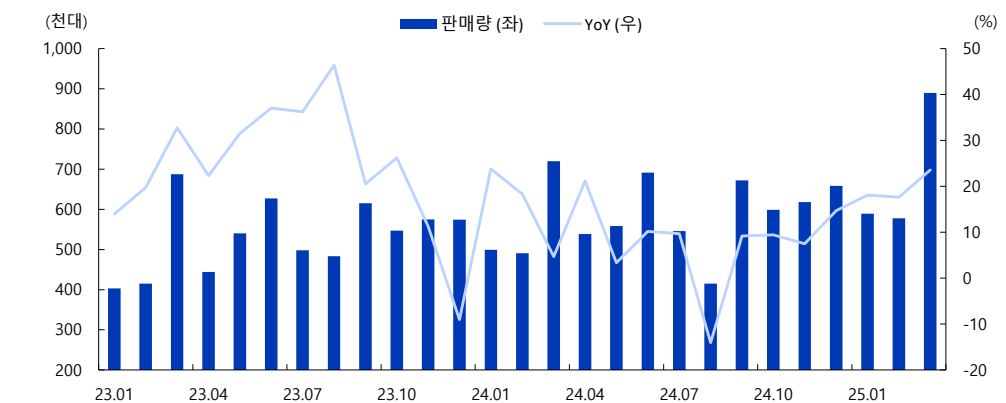
자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

파워트레인별 비중으로 보았을 때, 유럽 역시 BEV로 넘어가기 이전 전환기 플랫폼에 대한 관심도는 높은 상황이다. 전체 판매량의 감소 및 보합에도 불구하고, 25년 3월 xEV의 판매량은 88.9만대(+23.6% YoY), 25년 누적 판매량은 205.6만대(+20.3% YoY)를 기록했다.

HEV 판매량은 23년부터 매월 꾸준히 20% 수준의 성장이 이어지고 있는 상황이다. **3월 누적 판매량은 124.2만대(+20.5% YoY)를 기록하였으며**, HEV에 대한 기술력이 비교적 부족한 유럽 OEM 대비 현대차그룹의 수혜가 예상되는 지점이다. BEV는 24년 판매량이 역성장하며 캐즘의 영향을 받았으나 **25년 YTD 판매량은 57.4만대(+28.0% YoY)로 성장 곡선으로 복귀한 모습이다**. 이는 주요 OEM들의 볼륨 모델(KIA EV3/4, Nissan Skoda Elio, Dacia Spring, Renault 5, Citroen C3) 출시, 강화된 탄소배출 규제에 의한, 공격적인 인센티브 정책 영향으로 판단되며, **연내 20% 수준의 성장 추세가 이어질 것으로 추정한다**.

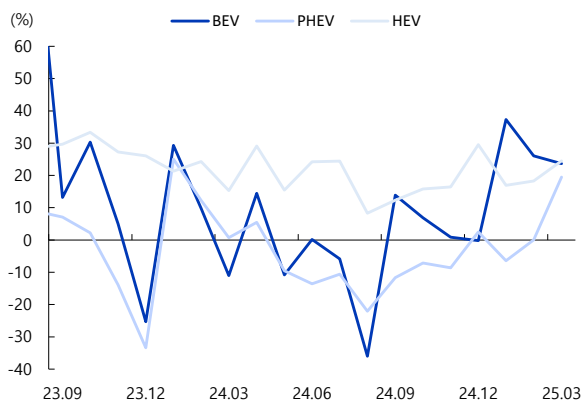
결론적으로 시장 전체 판매량은 유럽 경제의 개선의 지표가 보이지 않는 상황으로 **전년도와 보합 수준이 이어질 것으로 판단한다. 그럼에도 유럽의 정책과 주요 OEM의 모델 확장 영향으로 xEV 성장 기조는 견조할 것으로 전망한다**.

[도표 94] 유럽: xEV 판매량 추이



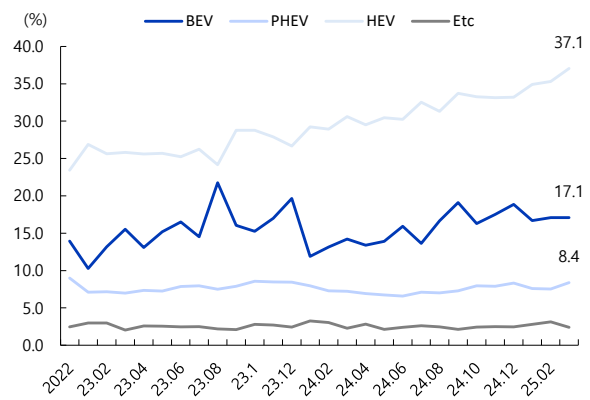
자료: ACEA, 교보증권 리서치센터

[도표 95] xEV YoY 증감률 추이



자료: ACEA, 교보증권 리서치센터

[도표 96] xEV 파워트레인별 점유율 추이



자료: ACEA, 교보증권 리서치센터

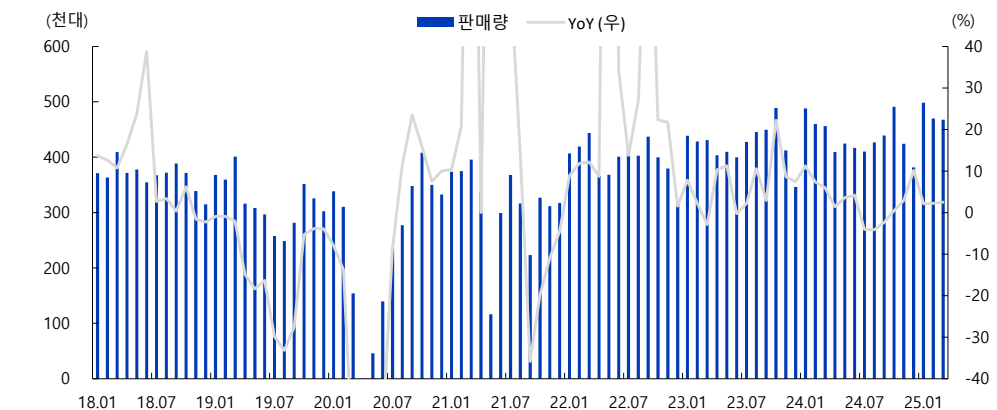
인도: 상반기보다 강한 하반기 예상

인도 시장은 국내 업체에게 매우 중요한 시장이다. 단일 국가 판매량으로 중국/미국에 이어 3위의 시장을 2022년 형성하였으며, 높은 관세 영향과 외교적 영향으로 신흥국 중 중국 OEM의 진출이 제한적인 시장이다. 이로 인해 그룹별 M/S에서 현대차그룹은 16~20% 수준을 차지하고 있으며, 스즈키-마루티/Tata/Mahindra와 같은 로컬 OEM과 함께 주요업체로 자리잡고 있다.

인도의 25년 3월 판매량은 46.8만대(+2.5% YoY), 25년 누적 판매량은 102.3만대(+2.3%)를 기록하며 꾸준한 증가세가 나타났다. Data Global의 연초 시장 성장률 전망치가 2.1% 임을 고려한다면, **시장의 기대치 수준에 부합하는 수준 이어졌던 것으로 판단된다.** 특히 1분기 지정학적 리스크 영향 확장 기조가 이어졌음에도 불구하고, 견조한 성장세를 이어나갔다는 부분은 긍정적으로 평가된다.

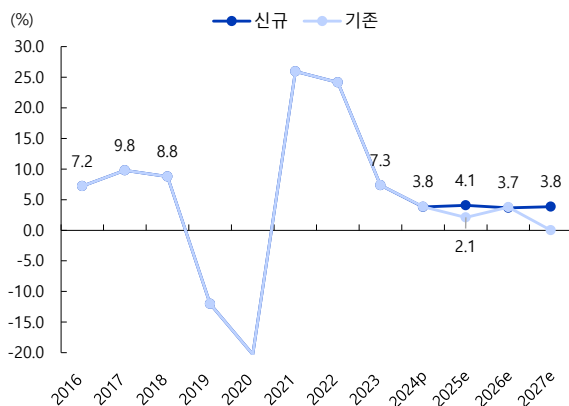
우려되는 부분은 FADA(인도자동차협회)의 4월 Review Report에 따르면, **승용시장의 재고 수준은 50일로 FADA의 권장 수준인 21일을 크게 초과한 상황**이라는 것이다. 동시에 실질 수요는 '할인 기반'으로 유지되고 있다는 코멘트를 통해 강한 수요가 동반되지 않았던 상황임을 확인할 수 있다.

[도표 97] 인도 월별 판매량 추이



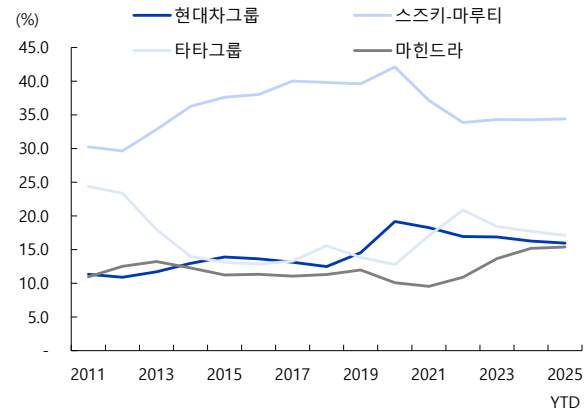
자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

[도표 98] Data global: 인도 시장 성장률 전망 (25.04 신규)



자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

[도표 99] 그룹별 M/S 추이

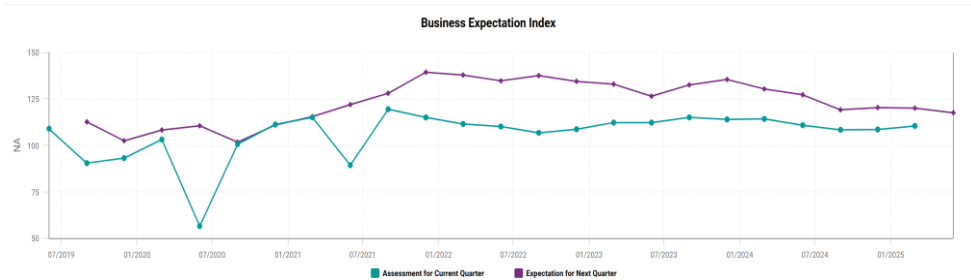


자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

25년 인도의 경제 상황은 복잡한 전망이 이어지고 있다. 5월 중 피치/무디스는 관세발표 이전 전망치인 6.5/6.2%에서 각각 6.3/6.4%로 상반된 조정결과를 내놓았다. 하향 조정의 주요인은 인도/파키스탄의 지정학적 긴장과 이에 따른 투자 건축 가능성 가능성이었다. 상향 조정에서도 자본 투입에 대해서는 회의적인 시각을 드러냈으나, 이를 상회하는 노동 참여율-총고용 증가에 따른 긍정적 영향이 더욱 강할 것으로 추정하였다.

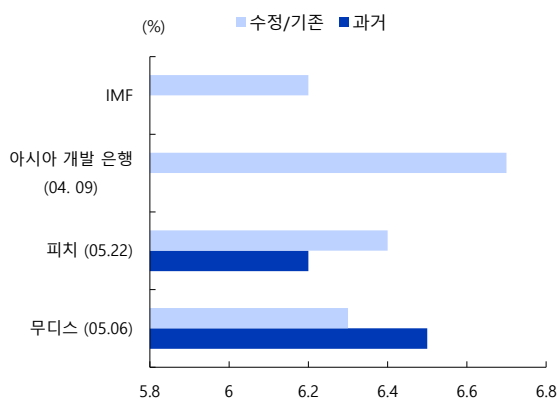
경제 지표 역시 혼재된 모습이 나타나고 있다. 소비심리지수는 4월 57.8pt 기록하며, 23년 7월 이래 가장 낮은 수치를 보이고 있다. RBI(인도중앙은행)의 경제 기대 지수는 2021년 이래 가장 낮은 수치가 나오고 있다. 반면, PMI에서는 58.3pt 기록하며, MoM +0.1pt, YoY 0.8pt로 회복이 이어지는 모습이 발생하고 있다. 종합적으로 인도의 경제 상황은 금리 인하, 고용 증가로 인한 성장이 이어지나, 지정학적 변수 등의 영향으로 내수 소비력 약화가 발생하는 상황으로 판단된다.

[도표 100] Business Expectation Index(경제 기대 지수): QoQ 감소 추세 나타나는 중



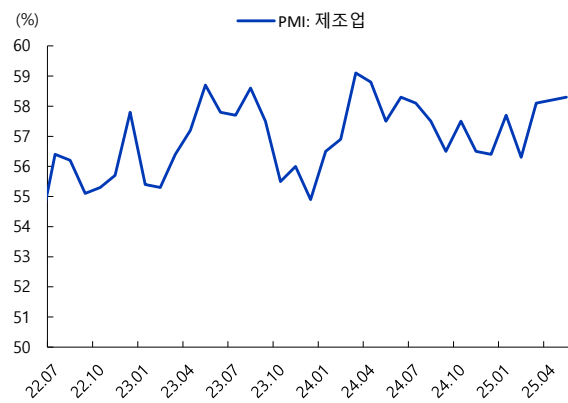
자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

[도표 101] 주요 기관별 25년 인도 GDP 성장률



자료: 언론종합, 교보증권 리서치센터

[도표 102] PMI(Manufacturing): 25년 4월 +0.1pt MoM

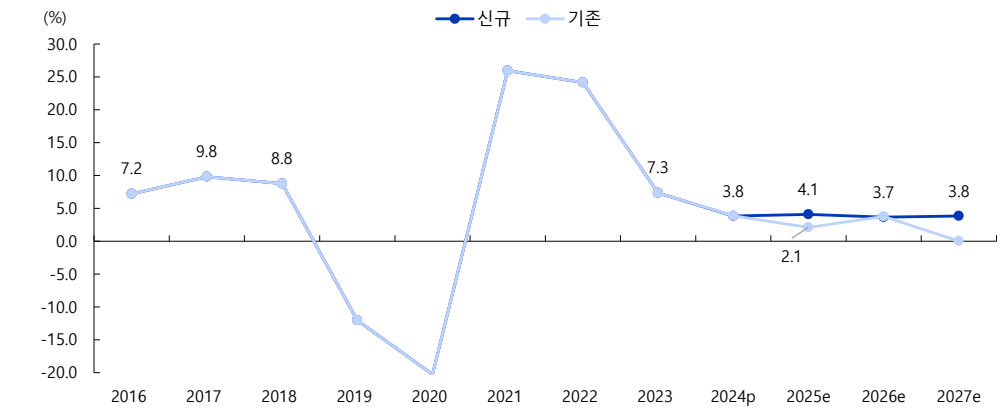


자료: Chery, 교보증권 리서치센터

다만, 소비력 약화에도 하반기 인도 시장은 상반기보다는 높은 성장폭을 예상한다. 이는 주요 업체들의 신차 출시가 5월 이후로 이루어지기 때문이다. [도표 91]을 참고할 시, 로컬 OEM들의 볼륨모델인 Altroz/Punch/ Brezza의 F/L 모델이 8월까지 출시 예정이며, 현대차그룹의 카렌스/투싼 F/L 모델 역시 5/10월 출시 예정이다. 반면 4월까지의 Syros/Kyloq 의 유의미한 신차 효과가 없는 상황이다. 이로 인해 상반기 중 신차 구매를 위한 이연 수요가 하반기 발생할 것으로 판단된다.

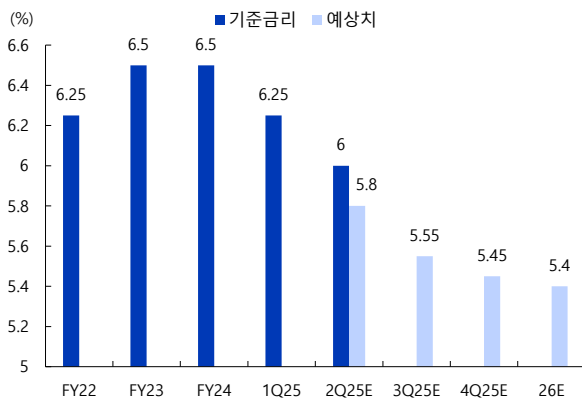
동시에 RBI(인도중앙은행)는 4월 기준금리를 25bp 인하하였으며, Bloomberg 컨센서스 기준으로 연말까지 50bp의 추가 인하가 예상되고 있다. 이로 인한 소비 증진이 촉발될 것으로 기대한다. 이를 반영하여 25년 판매 증감률은 Dataglobal의 신규/기존 전망치 중간치인 YoY 3% 수준일 것으로 추정한다.

[도표 103] Data global: 인도 시장 성장률 전망 (25.04 신규)



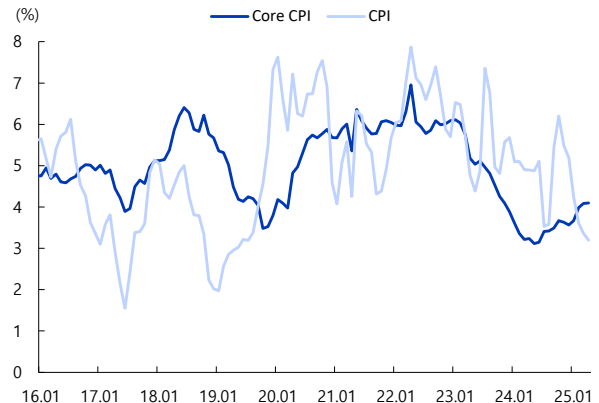
자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

[도표 104] 인도 금리 예상치



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 105] 인도: CPI(계절조정) MoM 추이



자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

[도표 106] 인도 시장 연간 볼륨 모델 신차 스케줄 (주요 모델 음영 처리)

출시일	브랜드	차량명	세그먼트	시작 가격 (백만루피)	분류	FY24 판매대수
2024.11	Maruti	Dzire	Sedan	6.8	FMC	167,988
2024.12	Honda	Amaze	Sedan	8.2	New	29,680
2024.12	Toyota	Camry	Sedan	48.5	FMC	1,999
2025.01	Kia	Syros	SUV	9.5	New	-
2025.01	Skoda	Kylaq	SUV	8.25	New	-
2025.04	VW	Tiguan R-line	SUV	49	New	-
2025.04	Skoda	Kodiaq	SUV	46.9	F/L	1,908
2025.05	Kia	Carens Clavis	MPV	11.5	F/L	63,674
2025.05	Tata	Altroz	Hatchback	6.89	F/L	45,380
2025.05	VW	Golf GTI	SUV	60	New	-
2025.06	Citroen	C5 Aircross	SUV	10.3	F/L	9
2025.07	Hyundai	Tucson (ix35)	SUV	29	F/L	1,543
2025.07	Tata	Sierra	SUV	20	New_ICE	-
2025.07	Hyundai	Palisade	SUV	40	New	-
2025.07	Tata	Punch	SUV	6	F/L	202,026
2025.08	Maruti	Brezza	SUV	8.5	F/L	188,160
2025.08	Renault	Triber	MPV	6.3	F/L	22,024
2025.09	Skoda	Kushaq	SUV	11	F/L	15,108
2025.09	Renault	Kwid	Hatchback	5	F/L	8,705
2025.10	Hyundai	Venue	SUV	7.9	F/L	117,819
-	Renault	Kiger	SUV	6.2	F/L	11,000
-	Maruti	Baleno	Hatchback	6.7	F/L	172,094

자료: Timesbull, carwale, 교보증권 리서치센터

주석: 25년 예정이 있으나, 명확한 일정 없는 일부 모델은 누락하였음

3. 투자전략

하반기 전망: 불확실성 해소-GM 이벤트 기대

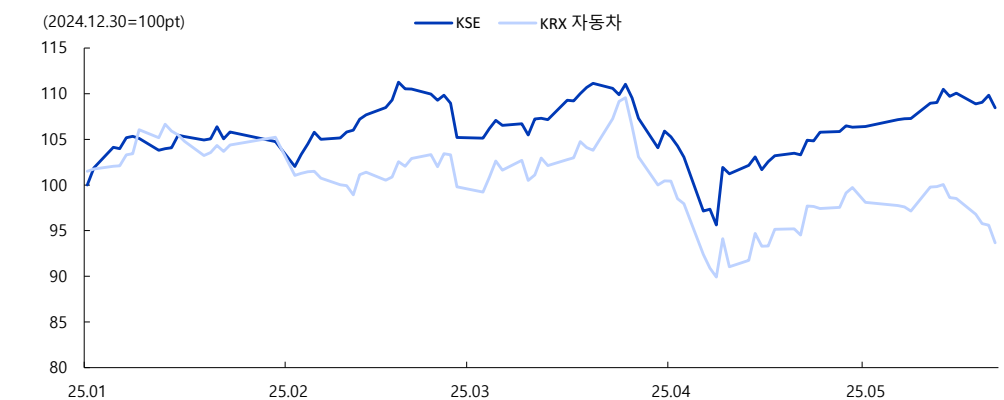
KRX자동차 지수는 YTD 6.3% 하락하였다. 비교 지수인 KOSI 대비 -14.8%p 하회하였으나, MSCI 글로벌 자동차지수 대비로는 4.2% 상회하는 모습을 보였다. 하회의 주요인은 관세에 따른 글로벌 산업 환경의 불확실성이 최고점에 닿았으며, 실적에 미치는 영향도 불분명했기 때문이다.

불확실성이 가득했던 상반기를 지나, 하반기 자동차 산업은 긍정적 접근이 필요한 시점이라고 판단한다. 이벤트가 주가 반등 트리거가 될 것으로 판단한다. 실적 측면에서는 HEV 경쟁력, 볼륨 EV 라인업 확장으로 나타날 견조한 판매량은 하방 지지선으로 작용할 것이다. 다만, 주요 시장인 북미에서 선수요 물량이 기반영 되었고, 관세가 실적에 끼치는 영향으로 인해 실적을 상승 기대 요인으로 삼기에는 제한적이다.

가장 핵심 이벤트로는 GM과의 협력 내역이라고 생각하며, SDV/관세 리스크 완화 역시 GM과의 협력 내역을 통해 완화할 수 있는 부분을 찾을 가능성도 존재한다. 가장 큰 불확실성인 관세 역시 하반기로 갈수록 각국의 협상 내역이 나오며 완화될 것으로 예상된다. GM의 협력 내역이 늦어도 9월 이전 시점 등장할 것으로 예상됨에 따라서, 그 이전 시점인 3분기중 비중확장을 권장한다.

GM과의 협력은 VW-Ford가 진행하였었던 Alliance 형태의 협력을 기대한다. 협력/수혜 가능성이 높다고 추정되는 부문은 스마트팩토리/로봇 부문이다. 생산시설의 공동 사용 가능, 현대차그룹 대비 GM의 낮은 스마트팩토리 준비 속도, 생산성 향상이 원가 경쟁력의 주요 변수이기 때문이다. 생산시설의 원활한 세어링을 위해서는 플랫폼이 통합되어야 할 것으로 판단하므로 비교적 앞선 기술력을 보유하고 있는 현대차의 스마트팩토리 시스템 이식할 가능성을 높게 판단한다. 그룹사 중에서 현대 위아/오토에버, 보스턴다이내믹스가 수혜 기업으로 떠오를 수 있을 것으로 생각된다.

[도표 107] 상대 주가 비교 (+MSCI World Automobile Inde)



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

판매량: HEV 판매 호조로 방어

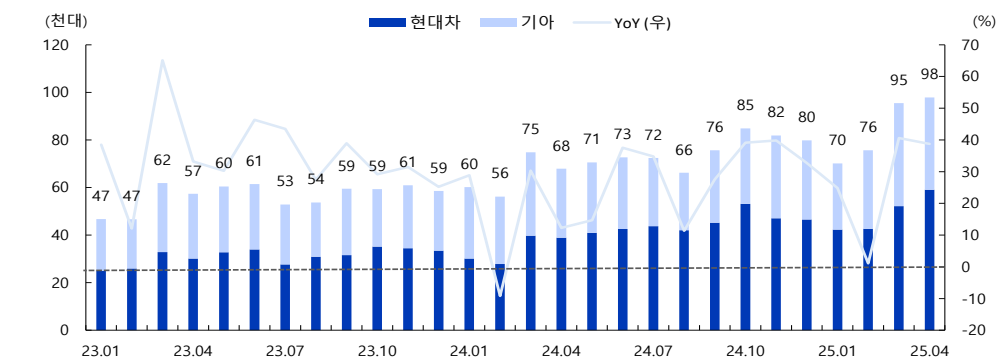
현대차그룹의 25년 판매량은 건조한 HEV 시장의 수혜를 받으며, 주요 지역 평균 대비 양호한 판매량을 기록할 것으로 추정한다. 현대차그룹의 25년 YTD HEV 판매량은 33.9만대(+30.9% YoY) 기록하며, 그룹 파워트레인 중 가장 높은 성장세를 보였다.

미국에서는 YTD 79.9만대 판매되었으며, 선수요 반영 영향으로 YoY +64.3%로 폭발적인 성장이 나타났다. M/S 측면에서도 YoY +1.0%p 증가하는 모습을 보이며, HEV 부문 경쟁력을 증명했다. 하반기 판매량 감소에도 TCO 측면에서의 우위를 통해 ICE대비 건조한 판매량이 나타날 것이다.

유럽에서는 66.5만대(+11.0% YoY)를 기록하여 성장을 보였으나, 시장 대비로는 다소 아쉬운 성과이다. 유럽 OEM에서 MHEV 모델의 공격적인 출시로 인해 시장 수요가 집중된 것으로 판단된다. 실제로 Marklines의 데이터 기준 Full-HEV 영역 한정으로는 M/S 변화는 존재하지 않았으며, 유럽 시장의 특성상 MHEV 대비 HEV의 성장이 우위인 상황이 유지될 것으로 판단된다. 동시에 BEV 볼륨 모델 출시를 통한 신차 효과가 반영되며, 시장 대비 건조한 판매량 기록할 것으로 전망한다.

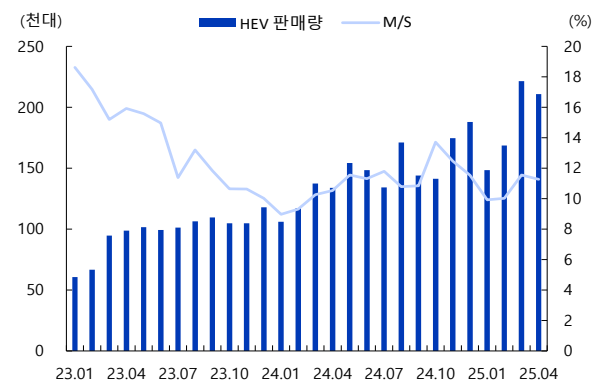
25년도 도매판매는 현대차는 413.5만대 (+0.3% YoY), 기아는 316.2만대(+2.4% YoY)를 예상한다.

[도표 108] 현대차그룹 HEV 판매량 추이



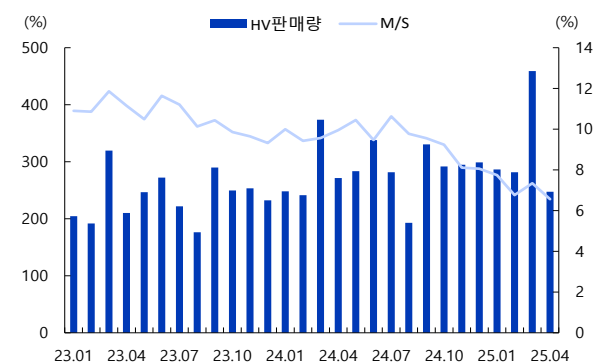
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 109] 미국: HEV 판매량 및 현대차그룹 M/S 추이



자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

[도표 110] 서유럽: HEV 판매량 및 현대차그룹 M/S 추이



자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

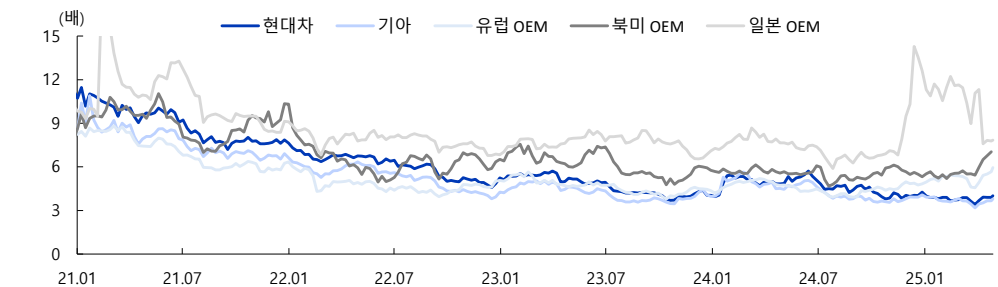
안전 제일 주의

Top-Pick은 대형주 현대모비스, 중형주는 HL만도로 제시한다. 완성차 업체보다 부품사를 Top-Pick으로 선정한 이유는 불확실성 때문이다. 완성차 업체의 밸류에이션은 글로벌 PEER와 비교시, 평시 대비 낮은 수준으로 산업 전반의 탄력성 회복시 차별적 상승 추세가 나타날 것으로 판단한다. 그럼에도 불확실성의 해소가 이뤄지는 시점을 예측하기 어렵다는 점에서 단기적 이익 훼손 영향이 완성차 업종에 더 클 수 있다고 판단한다.

부품사 중 Top-Pick 선정 과정은 다음과 같다. 하반기 부진한 지역으로 예상되는 미국/유럽 비중이 높은 기업을 제거한다. 현대차그룹의 25년 신차판매량은 HEV 판매 호조로 인해 시장 판매량 대비 상회하는 모습을 예상하나, 높은 북미 비중 고려하여 고객사 다변화가 이루어진 기업을 선호한다. 혹은 신차 시장의 높은 불확실성을 고려하여, 헷지가 가능한 사업영역을 가진 기업을 선택하였다.

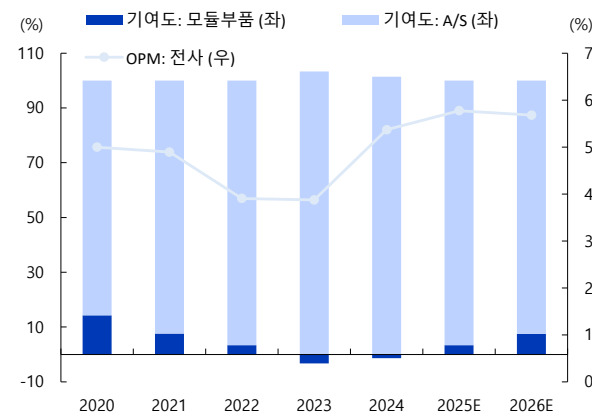
현대모비스는 A/S 사업부가 신차 판매량의 변동성을 헷지할 것으로 판단하며, 1) A/S 부문에서 파워트레인 변화로 정품 수요 지속 증가, 2) 글로벌 OEM향 수주 통한 고객사 다변화가 주요 투자포인트이다. HL만도는 낮은 현대차그룹 노출도로 고객사 다변화 수혜가 기대된다. 1) 고성장 지역인 인도와 중국의 Local 고객사로부터의 수혜, 2) 멕시코 공장 가동에 따른 실적 성장이 투자포인트다.

[도표 111] 글로벌 OEM 12MF P/E 추이



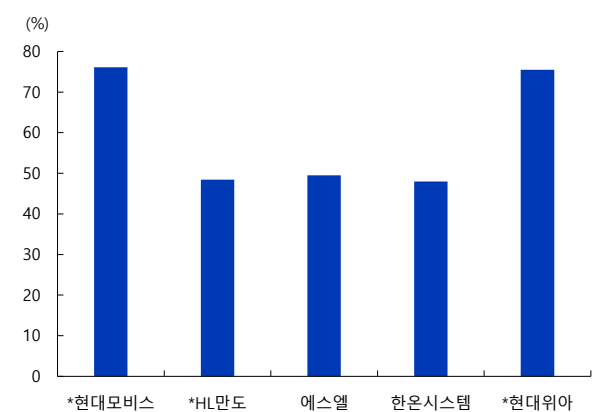
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 112] 현대모비스: A/S 사업부 이익 기여도 추이/전망



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 113] 부품 PEER: 주요고객 매출 비중 (일부 예상치)



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 114] 글로벌 완성차 PEER TABLE (25.05.26)

(단위: 백만달러, %)

		현대차	기아	도요타	혼다	GM	포드	폭스바겐	스텔란티스	BYD	SAIC
국가		한국	한국	일본	일본	미국	미국	독일	네덜란드	중국	중국
시가총액	(백만달러)	27,061	25,433	290,124	52,034	46,812	41,197	55,333	28,489	162,180	26,561
주가	(현지통화)	180,400	87,300	2,622	1,407	49	10	97	9	380	16
P/E	2024	4.3	4.0	8.6	6.8	4.6	5.4	4.1	4.5	20.4	143.2
	2025E	3.7	3.6	7.3	7.9	5.4	10.1	4.8	5.4	20.5	18.1
	2026E	3.7	3.6	9.4	7.0	5.2	7.9	3.8	3.9	16.9	14.5
P/B	2024	0.4	0.7	1.2	0.6	0.8	0.9	0.3	0.4	4.8	0.8
	2025E	0.4	0.6	1.0	0.5	0.7	0.9	0.3	0.3	4.6	0.6
	2026E	0.4	0.5	0.9	0.4	0.6	0.9	0.2	0.3	3.8	0.6
EV/EBITDA	2024	9.7	1.4	6.8	6.9	1.9	2.4	0.5	2.4	5.7	11.8
	2025E	9.5	1.1	4.7	7.8	2.5	3.5	0.9	1.2	8.6	-
	2026E	7.1	0.8	11.0	6.7	2.2	3.0	0.9	1.1	6.9	-
ROE	2024	9.7	19.1	14.9	8.3	11.3	13.4	6.9	6.7	26.0	0.6
	2025E	10.6	4.2	10.4	7.1	-1.4	9.7	1.6	4.0	24.3	3.5
	2026E	9.9	4.0	9.5	7.2	1.3	11.0	0.5	6.0	23.9	4.3
배당성향	2024	24.3	26.2	22.7	31.4	7.4	52.8	27.8	83.5	30.0	60.3
	2025E	28.3	27.1	36.8	30.6	6.1	69.8	25.0	35.9	32.5	45.3
	2026E	27.4	26.6	39.2	30.5	6.3	48.1	25.0	29.5	32.5	45.3
매출액	2024	128,512	78,802	308,844	143,752	187,442	184,992	351,207	169,708	107,936	87,170
	2025E	130,855	81,187	340,081	147,116	178,146	166,293	360,734	175,886	137,167	92,150
	2026E	135,333	84,075	349,121	149,456	176,821	169,448	369,466	183,435	160,426	97,394
매출액 증가율	2024	3.2	3.1	-0.9	4.0	9.1	5.0	0.8	-17.2	26.9	-17.1
	2025E	1.8	3.0	10.1	2.3	-5.0	-10.1	2.7	3.6	27.1	5.7
	2026E	3.4	3.6	2.7	1.6	-0.7	1.9	2.4	4.3	17.0	5.7
영업이익	2024	9,937	8,621	30,551	7,212	10,350	6,185	18,131	6,749	9,406	2,337
	2025E	10,093	8,559	30,425	8,340	10,191	7,331	21,347	9,383	11,267	2,815
	2026E	10,268	8,985	30,328	9,197	10,791	8,404	24,232	11,539	13,270	3,273
OPM	2024	8.1	11.8	10.3	6.6	6.8	2.8	5.8	2.4	6.4	1.0
	2025E	7.6	10.6	9.0	4.9	5.8	3.7	5.0	3.8	6.9	2.5
	2026E	7.5	10.2	8.7	5.6	5.8	4.3	5.8	5.1	7.0	2.9
EBITDA	2024	13,449	10,638	42,011	11,906	16,603	10,075	54,109	14,923	18,108	4,996
	2025E	18,084	10,708	41,519	12,487	16,758	11,769	52,710	17,873	21,523	5,533
	2026E	20,182	11,222	42,153	14,321	18,041	13,023	54,567	20,068	25,016	4,923
EBITA 마진율	2024	10.7	14.2	15.0	10.0	13.6	7.3	15.0	7.0	14.7	4.2
	2025E	10.3	13.1	12.4	8.1	9.3	6.1	15.0	8.5	13.2	5.4
	2026E	13.4	12.7	11.9	8.4	9.5	6.9	14.3	9.7	13.4	5.7
당기순이익	2024	9,187	7,167	33,682	6,890	6,008	5,879	12,279	5,921	5,591	231
	2025E	8,509	6,917	23,933	4,985	8,190	3,874	11,579	4,615	7,815	1,432
	2026E	8,637	6,955	25,716	5,808	8,260	4,851	13,295	7,095	9,566	1,820
NPM	2024	7.1	9.1	10.9	4.8	3.2	3.2	3.5	3.5	5.2	0.3
	2025E	6.5	8.5	7.0	3.4	4.6	2.3	3.2	2.6	5.7	1.6
	2026E	6.4	8.3	7.4	3.9	4.7	2.9	3.6	3.9	6.0	1.9

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 115] 글로벌 부품사 PEER TABLE (25.05.26)

(단위: 백만달러, %)

		현대 모비스	HL 만도	현대위아	한온 시스템	에스엘	덴소	아이신	애틀브	콘티넨탈	마그나
국가		한국	한국	한국	한국	한국	일본	일본	아일랜드	독일	미국
시가총액	(백만달러)	16,486	1,145	805	1,497	1,029	38,761	10,072	14,383	17,208	10,022
주가	(현지통화)	242,000	33,300	40,400	3,010	30,250	1,901	1,777.0	66.1	75.4	48.7
P/E	2024	5.4	10.7	10.3	-	3.8	17.7	14.2	7.9	11.2	6.8
	2025E	5.2	7.3	7.3	-	4.0	13.6	12.6	9.3	9.7	7.7
	2026E	4.9	5.9	6.5	31.0	3.7	10.8	8.6	8.1	7.8	6.2
P/B	2024	0.5	0.6	0.3	0.7	0.6	1.0	0.7	1.8	1.1	0.9
	2025E	0.5	0.6	0.3	0.8	0.5	1.1	0.7	1.5	1.0	0.8
	2026E	0.4	0.6	0.3	0.8	0.5	1.0	0.6	1.3	0.9	0.8
EV/EBITDA	2024	3.9	5.3	3.1	8.1	2.5	11.9	5.2	8.0	3.8	3.8
	2025E	4.0	-	3.3	7.1	2.1	5.7	4.0	-	4.1	-
	2026E	3.4	-	2.9	6.1	1.6	5.2	4.1	-	3.5	-
ROE	2024	9.4	5.5	3.4	-13.9	17.4	8.8	3.7	17.6	8.3	8.6
	2025E	9.1	8.6	4.5	-0.8	14.5	9.6	7.2	19.1	9.0	13.4
	2026E	9.1	10.2	4.8	4.9	13.8	10.1	8.5	17.4	11.0	14.5
배당성향	2024	13.4	25.3	30.1	-	15.0	40.8	64.2	0.0	42.8	53.4
	2025E	15.4	18.5	16.8	204.0	16.3	40.4	34.7	0.8	42.8	35.0
	2026E	15.3	17.3	16.5	30.4	16.4	40.9	30.7	0.9	36.9	83.2
매출액	2024	41,977	46,765	31,600	3,256	6,016	26,615	42,836	23,306	2,313	14,086
	2025E	44,346	49,977	34,810	3,647	6,355	29,278	39,873	22,204	2,436	14,007
	2026E	47,244	51,233	35,330	3,698	6,559	30,057	41,078	23,147	2,618	14,480
매출액 증가율	2024	-7.5	1.0	-4.0	0.6	-1.6	-7.9	-9.9	-1.7	-4.1	0.1
	2025E	5.6	3.9	0.1	4.3	3.0	6.9	10.2	0.6	4.3	-6.9
	2026E	6.5	6.8	2.8	5.1	5.2	2.5	1.5	4.8	0.3	3.0
영업이익	2024	2,529	284	163	123	295	4,007	1,640	2,301	2,919	2,007
	2025E	2,790	328	190	214	311	4,780	1,757	2,471	3,470	2,336
	2026E	3,033	360	198	259	338	5,394	1,953	2,742	3,818	2,554
OPM	2024	5.4	4.1	2.7	1.0	7.9	7.7	3.5	9.3	5.7	4.9
	2025E	5.7	4.2	2.7	1.6	7.8	8.0	4.7	11.6	6.5	5.0
	2026E	5.9	4.6	3.1	2.7	7.9	9.3	5.0	11.9	7.7	5.7
EBITDA	2024	3,249	540	352	613	423	7,020	3,702	3,110	5,214	3,580
	2025E	3,555	588	378	709	458	7,817	3,727	3,275	5,938	3,936
	2026E	3,848	617	383	756	456	8,818	3,729	3,535	6,309	4,075
EBITA	2024	7.1	7.8	5.9	7.5	11.2	13.0	9.2	14.2	11.2	10.4
마진율	2025E	7.3	8.0	5.9	8.0	11.3	14.0	10.6	15.7	11.6	9.0
	2026E	7.5	8.2	6.1	8.8	11.6	15.3	10.6	15.8	13.2	9.6
당기순이익	2024	2,974	95	88	-266	270	2,973	484	1,787	1,264	1,009
	2025E	3,141	159	94	-47	256	3,283	1,121	1,276	1,432	1,263
	2026E	3,333	190	112	36	275	3,760	1,188	1,643	2,089	1,576
NPM	2024	7.1	1.5	1.5	-3.6	7.4	6.4	1.5	9.1	2.9	2.4
	2025E	7.1	2.4	1.6	-0.6	6.8	6.6	3.2	6.4	3.2	3.2
	2026E	7.1	2.6	1.8	0.4	6.9	7.3	3.4	7.9	4.7	3.8

자료: 교보증권 리서치센터

Appendix

주요 용어 설명

용어	설명
전동화 (Electrification)	내연기관 중심의 차량에서, 전기 에너지를 동력으로 사용하는 구동 시스템으로 전환하는 과정
전장화 (Electrical/Electronic Component Integration)	차량 내 다양한 기계적·수동적 기능들을 전기·전자 시스템으로 대체하거나 통합하는 것
ICE (Internal Combustion Engine)	휘발유, 디젤 등 화석연료를 연소시켜 동력을 얻는 전통적인 자동차
xEV (x Electric Vehicle)	모든 형태의 전동화 파워트레인(HEV, PHEV, BEV, FCEV) 차량을 통칭하는 용어
HEV (Hybrid-Electric-Vehicle)	하이브리드 전기차; 연기관과 전기모터를 함께 사용하는 차량
PHEV (Plug in-Hybrid-Electric-Vehicle)	플러그인 하이브리드 전기차; 내연기관 + 전기모터를 사용하면서 외부 전원으로도 충전 가능한 차량
BEV (Battery Electric Vehicle)	순수 전기차; 배터리와 전기모터만으로 구동되는 차량
TCO (Total Cost of Ownership)	총소유비용; 차량 구매부터 폐차까지의 직간접 비용 전체를 반영한 비용 TCO 구성 요소 = 구매 가격 + 연료비 + 유지보수비 + 세금/보험 + 감가상각 - 인센티브
OEM (Original Equipment Manufacturer)	자체 브랜드로 자동차를 설계, 제조, 조립, 판매하는 완성차 기업
레거시 OEM (Legacy OEM)	내연기관차 중심으로 글로벌 자동차 시장을 주도해온 전통적 자동차 제조업체, ex) 도요타, 등
SDV (Software Driven Vehicle)	소프트웨어 정의 차량; 하드웨어 중심이 아닌, 소프트웨어가 차량의 주요 기능/성능을 정의하고 제어하는 차량 플랫폼
SAAR (Seasonally Adjusted Annual Rate)	계절조정 연율환산 판매량; 자동차 판매 시장의 단기 실적(월간)을 연간 기준으로 확대 해석할 수 있게 해주는 선도 지표
스마트 팩토리 (Smart Factory)	설비, 공정, 품질, 물류 등을 실시간으로 제어·최적화하는 지능형 자동화 공장, 데이터 기반 의사결정과 자율 최적화를 구현하는 지능형 생산 시스템
픽업 트럭 (Pickup Truck)	화물 적재 능력과 승차 기능을 동시에 갖춘 다목적 차량으로, 특히 북미 시장을 중심으로 높은 수요를 보이는 차량 유형, 미드사이즈/풀사이즈/헤비듀티로 분류
SOC (System On Chip)	컴퓨터 시스템을 구성하는 주요 기능(연산, 저장, 통신, 제어 등)을 통합한 반도체 집적 장치
로보택시 (Robotaxi)	운전자 없이 자율주행 시스템에 의해 운행되는 승객 운송 서비스 차량을 의미. 일반적으로 레벨 4 이상의 자율주행 기능을 탑재하며, 온디맨드(on-demand) 호출형 서비스로 운영
IVI (In Vehicle Infotainment)	차량용 인포테인먼트 플랫폼; 차량 내부에서 운전자 및 탑승자에게 정보와 오락 기능을 제공하는 통합형 전자 시스템 ex) 디스플레이 패널, 내비게이션, 오디오
F/L (Facelift)	부분 변경; 기존 차량 모델의 플랫폼과 파워트레인을 유지하면서, 외관 디자인이나 일부 사양을 변경하는 중간 수준의 상품성 개선 조치, 일반적인 주기는 2~4년
FMC (Full Machine Change)	차량의 플랫폼, 파워트레인, 외관, 내장, 전장 시스템 등 전 영역을 새롭게 설계하고 제작하는 신차 수준의 변화, 일반적인 주기는 5~7년
승용 (Passenger Vehicle; PV)	주요 목적이 사람을 운송하는 차량으로, 일반적으로 1~9인 이하의 탑승객 수용 능력을 가지며, 개인 및 가족 단위 이동수단으로 활용, ex) 세단, SUV, MPV 등
상용 (Commercial Vehicle; CV)	화물, 여객, 특수 목적의 운송을 주목적으로 설계된 차량으로, 수익 창출 또는 업무 수행용으로 사용, ex) 버스, 트럭(라이트/미디엄/헤비 듀티), 밴 등

자료: 교보증권 리서치센터

Company Analysis



회사명	현재가(원)	TP(원)	의견	상승여력 (%)
현대차 (005380)	181,500	270,000	Buy	38.6%
기아 (000270)	87,900	123,000	Buy	39.9%
현대모비스 (012330)	243,500	330,000	Buy	35.5%
HL 만도 (204320)	33,400	58,000	Buy	58.7%
에스엘 (005850)	30,250	45,000	Buy	48.5%
현대오트아버 (307950)	141,600	190,000	Buy	34.2%
현대위아 (011210)	40,650	55,000	Buy	35.3%
한온시스템 (018880)	3,040	4,100	Buy	34.9%

자료: 교보증권 리서치센터

Company Analysis

현대차 005380

불확실성 속, 반전의 KEY 기대

목표주가 270,000원, 투자의견 BUY

Buy

신규

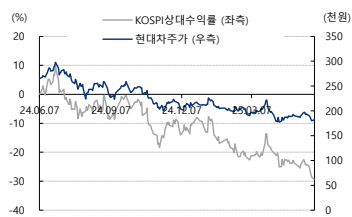
TP 270,000 원

신규

Company Data

현재가(05/26)	181,900 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	298,000 원
52 주 최저가(보통주)	177,500 원
KOSPI (05/26)	2,644.40p
KOSDAQ (05/26)	725.27p
자본금	14,890 억원
시가총액	461,619 억원
발행주식수(보통주)	20,476 만주
발행주식수(우선주)	6,063 만주
평균거래량(60 일)	55.0 만주
평균거래대금(60 일)	1,040 억원
외국인지분(보통주)	35.87%
주요주주	
현대모비스 외 11 인	30.67%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.7	-18.6	-32.0
상대주가	-7.2	-22.4	-30.9

현대차에 대해 목표주가 270,000원, 투자의견 BUY로 커버리지 개시함. 동사는 완성차 판매 업체로 단일 브랜드 기준 글로벌 5위의 판매량을 보유 중임. 투자포인트로는 1) xEV 트렌드 변화에 맞출 수 있는 다양한 파워트레인 보유, 2) 주요 시장인 북미에서 틈새 시장(Car Seg) 공략 가능, 3) 높은 주주환원을 기인한 밸류에이션 할인 해소이다.

파워트레인: 어떤 흐름도 OK

북미/유럽의 경우 HEV에 약한 모습을 보이며, 일본은 유의미한 BEV 라인업을 미보유하고 있음. 반면, 동사는 ICE~BEV까지 전 파워트레인 라인업을 보유 중임. 이로 인해 빠르게 변화하는 시장에서 기회를 포착할 수 있을 것으로 기대함. HEV 역시 이에 따른 수혜를 받고 있음. 동사의 HEV 판매량은 25년 YTD 19.6만대(+43.6% YoY)로 전사 파워트레인 중 가장 큰 성장 나타나는 중. 25년 연간 판매량 64.1만대(+28.8% YoY)로 예상하며, 전사 믹스에 긍정적 효과 더할 것. EREV도 확장 예정임. 26년말 볼륨 SUV 모델을 출시 예정이며, 주요 경쟁사들도 26~27년 출시 예정으로, 초기 시장 선점이 기대됨.

주주환원 고려시, 높은 회복 탄력 예상

2025년 CID를 통해 중장기 주주환원 계획을 밝힘. 24년도의 배당금 유지 및 자사주 매입 계획을 반영한 TSR은 25년 42%, 26년 TSR 45%로 예상함. 24년 글로벌 PEER의 평균 TSR이 42% 수준이므로 글로벌 평균에 도달한 상황임. 그럼에도 회사의 밸류에이션 레벨은 PEER 대비 40~50% 할인이 이어지고 있는 시점임. 이는 단기적으로 관세 영향에 따른 손실 규모가 주요 PEER 대비 가장 큰 상황에 기인함. 관세 영향의 불확실성 해소시, PEER 대비 높은 주가 회복 탄력성이 나올 것이라 기대함.

관세 우려, 반전의 KEY 필요

미국에서 PEER 대비 높은 완성차 수입 비중에 따른 우려가 존재함. 연간 관세 추정치는 6조원 수준 추정되며, 판매량 추정치 역시 시장 둔화에 따른 부정적 영향 예상함. 그럼에도 xEV MIX 상승, 환 효과, 판가 인상의 ASP 증분으로 손실 규모를 축소할 것으로 전망함. 선제적인 HMGMA 활용, GM과의 협력이 향후 KEY로 작용할 것으로 예상함.

Forecast earnings & Valuation

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(억원)	162,664	175,231	181,598	192,935	204,998
YoY(%)	14.4	7.7	3.6	6.2	6.3
영업이익(억원)	15,127	14,240	11,743	12,256	13,482
OP 마진(%)	9.3	8.1	6.5	6.4	6.6
순이익(억원)	12,272	13,230	10,853	11,158	12,051
EPS(원)	53,295	56,300	48,967	54,630	63,194
YoY(%)	63.9	5.6	-13.0	11.6	15.7
PER(배)	3.8	3.8	3.7	3.3	2.8
PCR(배)	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
PBR(배)	0.6	0.5	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	7.8	10.4	11.7	11.3	9.9
ROE(%)	13.7	12.4	9.1	8.8	8.9

[자동차] 김광식

3771- 6669,

20250021@iprovost.com

[도표 116] 현대차 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25(E)	3Q25(E)	4Q25(E)	FY24	FY25(E)	FY26(E)
매출액	40,659	45,021	42,928	46,624	44,408	46,259	43,910	47,022	175,231	181,598	192,935
자동차	31,718	35,237	34,019	35,750	34,718	36,196	34,567	36,801	136,725	142,282	151,427
금융	6,656	7,105	6,497	8,188	7,398	7,576	6,890	7,661	28,447	29,525	31,079
기타	2,678	2,412	2,685	2,292	2,486	2,453	2,561	2,568	10,059	9,791	10,429
영업이익	3,557	4,279	3,581	2,822	3,634	3,393	2,324	2,393	14,240	11,743	12,256
자동차	2,999	3,723	2,289	2,065	2,893	2,814	1,742	1,830	11,075	9,279	9,827
금융	425	561	435	374	571	558	425	359	1,795	1,913	1,870
기타	233	290	267	243	204	290	291	282	1,033	1,066	1,214
OPM	8.7	9.5	8.3	6.1	8.2	7.3	5.3	5.1	8.1	6.5	6.4
자동차	9.5	10.6	6.7	5.8	8.3	7.8	5.0	5.0	8.1	6.5	6.5
금융	6.4	7.9	6.7	4.6	7.7	7.4	6.2	4.7	6.3	6.5	6.0
기타	8.7	12.0	10.0	10.6	8.2	11.8	11.3	11.0	10.3	10.9	11.6
세전이익	4,727	5,566	4,370	3,119	4,502	4,125	3,066	3,123	17,781	14,815	15,220
세전이익률	11.6	12.4	10.2	6.7	10.1	9.3	6.5	6.6	10.1	8.2	7.9
지배주주순이익	3,231	3,970	3,046	2,280	3,171	2,875	2,137	2,093	12,527	10,276	10,598
NPM	7.9	8.8	7.1	4.9	7.1	6.5	4.6	4.5	7.1	5.7	5.5
YoY											
매출액	7.6	6.6	4.7	12.0	9.2	2.7	2.3	0.9	7.7	3.6	6.2
자동차	3.3	4.1	5.1	6.7	9.5	2.7	1.6	2.9	4.8	4.1	6.4
금융	32.6	25.3	11.4	46.5	11.2	6.6	6.0	-6.4	28.6	3.8	5.3
기타	-2.1	-13.5	5.5	0.3	-7.2	1.7	-4.6	12.0	-0.5	-2.7	6.5
영업이익	-1.0	1.0	-6.3	-18.8	2.1	-20.7	-35.1	-15.2	-5.9	-17.5	4.4
자동차	-1.8	7.2	-31.2	-33.7	-3.5	-24.4	-23.9	-11.4	-14.6	-16.2	5.9
금융	15.4	32.1	13.5	79.1	34.3	-0.7	-2.2	-4.0	29.6	6.5	-2.2
기타	36.1	-14.6	-17.7	6.3	-12.1	-0.1	8.7	15.9	-2.9	3.2	13.9
세전이익	3.0	15.1	-6.4	-11.6	-4.8	-25.9	-29.8	0.1	0.9	-16.7	2.7
당기순이익	-2.4	22.7	-4.5	2.5	-1.9	-27.6	-29.8	-8.2	4.7	-18.0	3.1
KEY FACTOR											
원/달러 환율 (원)	1,329	1,371	1,358	1,400	1,453	1,400	1,400	1,400	1,365	1,413	1,400
도매 판매량(중국 제외)	959	1,022	1,014	998	972	1,027	976	1,029	3,993	4,005	4,134
ASP (백만원)	33.1	34.5	33.5	35.8	35.7	35.3	35.4	35.7	34.2	35.5	36.6

자료: 교보증권 리서치센터

1. Valuation

현대차의 목표주가를 270,000원으로 제시하며 커버리지를 개시한다.

Valuation 산출 방식은 그룹사가 밝힌 주주환원 정책을 고려하여, GGM Model을 활용한 적정 P/E를 산출하였다. 모델에 필요한 Cost of Equity는 CAPM 모델을 통하여 구하였으며, 104주 WMI500 대비 베타와 3개월 평균 1년만기 통안채 수익률을 변수로 적용했다.

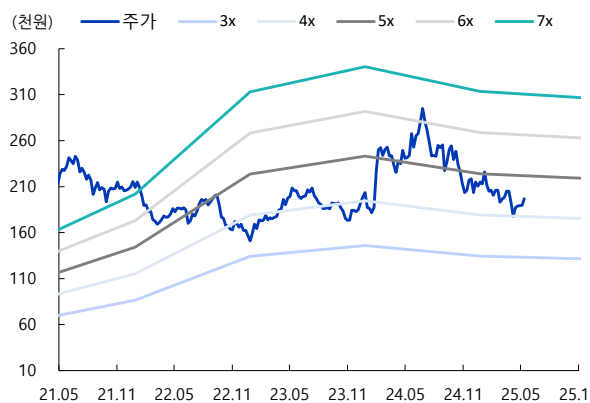
영구성장률(g)은 글로벌 모빌리티 시장 확대 지속을 가정하여 2%를 적용했다. 회사가 배당과 자사주 매입/소각을 동시에 진행하겠다고 밝힌 바, 배당성향을 TSR로 치환하여 적정 P/E를 계산하였다. 동시에 배당 기반의 모형을 통해 밸류에이션을 진행하여, EPS 산출에 자사주와 우선주를 고려하였다. 해당 변수를 통해 산출된 적정 P/E는 6.5배, 25년~26년 평균 예상 EPS 통해 산출된 적정 주가는 270,000원이다. 당사의 25년 추정치 기준 밸류에이션(조정 주주 적용)은 P/E 4.5배, P/B 0.40배를 기록 중이다.

[도표 2] Valuation

항목명	단위		비 고
Cost of Equity	%	8.54	(a): (b) + [Market Risk Premium] X (c)
무위험수익률	%	2.56	(b): 1년만기 통안채 수익률 3개월 평균
베타	배	1.00	(c): 104주 WMI500 대비 조정 베타 적용
적정 P/E	배	6.52	(d): GGM Model 사용하여 적정 P/E 산출
영구성장률	%	2.00	(e): 자동차 산업 장기 성장률, 임의값 2% 설정.
TSR	%	43.53	(f): 25~26년 평균 예상 TSR
EPS	원	41,438	(g): 25~26년 평균 예상 EPS
적정 주가	원	267,196	(h): (f) x (g)
목표 주가		270,000	천의 자리 반올림
현재 주가	원	192,900	
상승여력	%	38.6	

자료: 교보증권 리서치센터

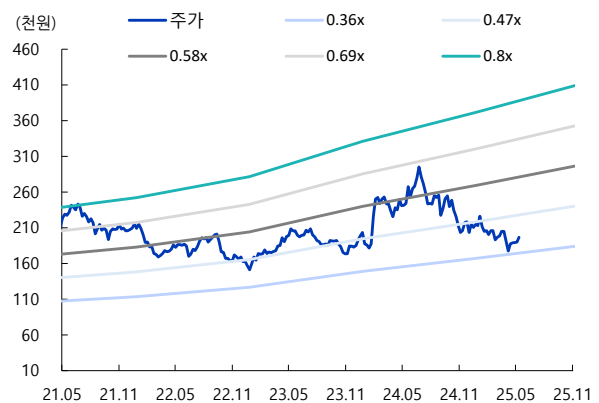
[도표 3] 현대차 12MF P/E Band Chart



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

주석: 배당모형을 밸류에이션 모델로 활용하여, +우선주, -자사주 적용

[도표 4] 현대차 12MF P/B Band Chart



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

주석: 배당모형을 밸류에이션 모델로 활용하여, +우선주, -자사주 적용

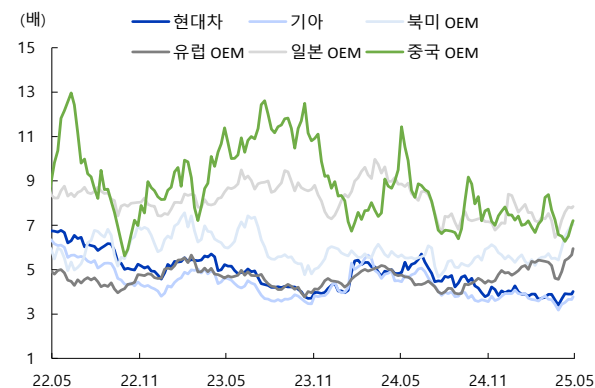
PEER 비교 Valuation: 산업 투자심리 개선시, 높은 탄력성 기대

PEER와 비교하여도 현대차의 현재가는 매력적인 수준이다. 주요 레거시 OEM PEER와 밸류에이션 비교시, P/E 및 P/B 밸류에이션 지표에서 평균 30% 내외 수준의 할인을 적용받고 있다. 과거 10년간 평균 할인율은 P/E 15.0%(18-19년 제외시 23.2%), P/B 39.0% 수준이다.

당사의 추정치 및 보통주수 기준, 12MF P/E 3.9배, P/B 0.34배를 기록하고 있다. 현재 글로벌 PEER Avg. P/E 5.8배, P/B 0.58배와 비교할 경우, 평시 대비 높은 할인율을 적용 받고 있다. 할인 요인은 1) 글로벌 자동차 산업 불확실성 증대로 신흥국으로 분류되는 한국 시장에 대한 매력도 상실, 2) 미국향 높은 수출 비중으로 인한 타 OEM대비 높은 관세 타격 우려, 3) Legacy OEM 매력도 하락에 기인한 것으로 판단된다.

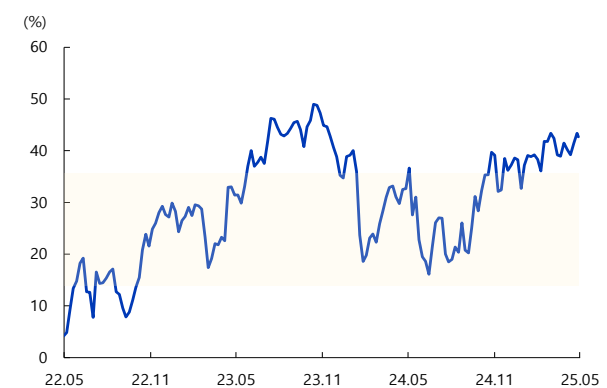
다만, HMGMA 조기 가동, GM과의 협력을 통한 전략의 다변화로 관세 리스크 완화가 나타날 수 있으며, 전환기 플랫폼의 상대우위 바탕으로 견조한 이익 창출 능력이 부각될 것으로 기대된다. 이에 따라 산업 전반적인 투자심리 개선 발생 시점에 글로벌 OEM 중 높은 주가 회복탄력성이 나타날 수 있을 것이라 판단한다.

[도표 5] 현대차 12MF P/E Chart



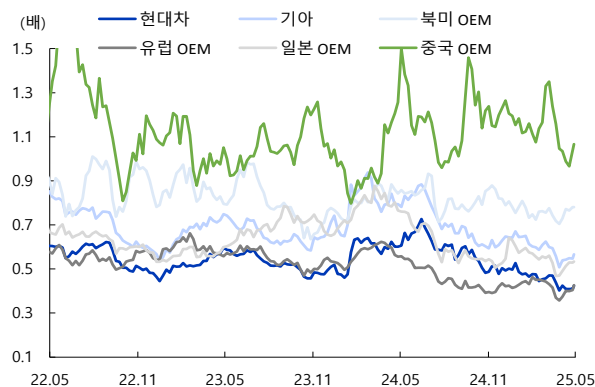
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 현대차 12MF P/E 할인율 추이



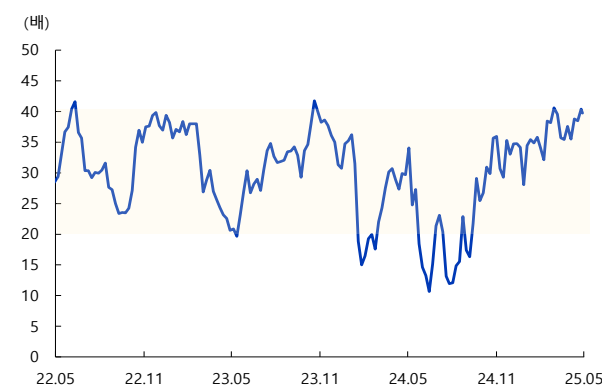
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 현대차 12MF P/E Band Chart



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 현대차 12MF P/B 할인율 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 117] 글로벌 완성차 PEER TABLE (25.05.26)

(단위: 백만달러, %)

		현대차	기아	도요타	혼다	GM	포드	폭스바겐	스텔란티스	BYD	SAIC
국가		한국	한국	일본	일본	미국	미국	독일	네덜란드	중국	중국
시가총액	(백만달러)	27,061	25,433	290,124	52,034	46,812	41,197	55,333	28,489	162,180	26,561
주가	(현지통화)	180,400	87,300	2,622	1,407	49	10	97	9	380	16
P/E	2024	4.3	4.0	8.6	6.8	4.6	5.4	4.1	4.5	20.4	143.2
	2025E	3.7	3.6	7.3	7.9	5.4	10.1	4.8	5.4	20.5	18.1
	2026E	3.7	3.6	9.4	7.0	5.2	7.9	3.8	3.9	16.9	14.5
P/B	2024	0.4	0.7	1.2	0.6	0.8	0.9	0.3	0.4	4.8	0.8
	2025E	0.4	0.6	1.0	0.5	0.7	0.9	0.3	0.3	4.6	0.6
	2026E	0.4	0.5	0.9	0.4	0.6	0.9	0.2	0.3	3.8	0.6
EV/EBITDA	2024	9.7	1.4	6.8	6.9	1.9	2.4	0.5	2.4	5.7	11.8
	2025E	9.5	1.1	4.7	7.8	2.5	3.5	0.9	1.2	8.6	-
	2026E	7.1	0.8	11.0	6.7	2.2	3.0	0.9	1.1	6.9	-
ROE	2024	9.7	19.1	14.9	8.3	11.3	13.4	6.9	6.7	26.0	0.6
	2025E	10.6	4.2	10.4	7.1	-1.4	9.7	1.6	4.0	24.3	3.5
	2026E	9.9	4.0	9.5	7.2	1.3	11.0	0.5	6.0	23.9	4.3
배당성향	2024	24.3	26.2	22.7	31.4	7.4	52.8	27.8	83.5	30.0	60.3
	2025E	28.3	27.1	36.8	30.6	6.1	69.8	25.0	35.9	32.5	45.3
	2026E	27.4	26.6	39.2	30.5	6.3	48.1	25.0	29.5	32.5	45.3
매출액	2024	128,512	78,802	308,844	143,752	187,442	184,992	351,207	169,708	107,936	87,170
	2025E	130,855	81,187	340,081	147,116	178,146	166,293	360,734	175,886	137,167	92,150
	2026E	135,333	84,075	349,121	149,456	176,821	169,448	369,466	183,435	160,426	97,394
매출액 증가율	2024	3.2	3.1	-0.9	4.0	9.1	5.0	0.8	-17.2	26.9	-17.1
	2025E	1.8	3.0	10.1	2.3	-5.0	-10.1	2.7	3.6	27.1	5.7
	2026E	3.4	3.6	2.7	1.6	-0.7	1.9	2.4	4.3	17.0	5.7
영업이익	2024	9,937	8,621	30,551	7,212	10,350	6,185	18,131	6,749	9,406	2,337
	2025E	10,093	8,559	30,425	8,340	10,191	7,331	21,347	9,383	11,267	2,815
	2026E	10,268	8,985	30,328	9,197	10,791	8,404	24,232	11,539	13,270	3,273
OPM	2024	8.1	11.8	10.3	6.6	6.8	2.8	5.8	2.4	6.4	1.0
	2025E	7.6	10.6	9.0	4.9	5.8	3.7	5.0	3.8	6.9	2.5
	2026E	7.5	10.2	8.7	5.6	5.8	4.3	5.8	5.1	7.0	2.9
EBITDA	2024	13,449	10,638	42,011	11,906	16,603	10,075	54,109	14,923	18,108	4,996
	2025E	18,084	10,708	41,519	12,487	16,758	11,769	52,710	17,873	21,523	5,533
	2026E	20,182	11,222	42,153	14,321	18,041	13,023	54,567	20,068	25,016	4,923
EBITA	2024	10.7	14.2	15.0	10.0	13.6	7.3	15.0	7.0	14.7	4.2
마진율	2025E	10.3	13.1	12.4	8.1	9.3	6.1	15.0	8.5	13.2	5.4
	2026E	13.4	12.7	11.9	8.4	9.5	6.9	14.3	9.7	13.4	5.7
당기순이익	2024	9,187	7,167	33,682	6,890	6,008	5,879	12,279	5,921	5,591	231
	2025E	8,509	6,917	23,933	4,985	8,190	3,874	11,579	4,615	7,815	1,432
	2026E	8,637	6,955	25,716	5,808	8,260	4,851	13,295	7,095	9,566	1,820
NPM	2024	7.1	9.1	10.9	4.8	3.2	3.2	3.5	3.5	5.2	0.3
	2025E	6.5	8.5	7.0	3.4	4.6	2.3	3.2	2.6	5.7	1.6
	2026E	6.4	8.3	7.4	3.9	4.7	2.9	3.6	3.9	6.0	1.9

자료: 교보증권 리서치센터

2. 기업개요

현대자동차의 시작은 1967년 시작되었다. 포드와 기술제휴를 시작하며 포드의 코티나(Cortina)의 조립생산으로 사업을 시작하였으며, 1975년 최초 독자 모델인 포니(Pony)를 생산하였다. 이후 1991년 최초로 독자 개발 엔진인 '알파'를 통해 기술적 자립을 이루어 냈으며, 1998년 IMF로 인해 법정관리에 빠졌던 기아를 인수하였다. 해당 인수는 한국 M&A 역사상 최고의 결과로 평가받는다.

이후 그룹은 해외 진출에 집중하였으며, 글로벌 생산 및 판매거점 확장에 집중하는 모습을 보였다. 현재의 중국/북미/유럽/동남아 지역의 주요 생산거점이 00/10년대 설립되었다. 동시에 외부 임원의 선임과 프리미엄 브랜드 및 N라인 런칭을 통해 브랜드 이미지 강화가 이루어졌다. 이후 2020년 정의선 회장이 현대자동차 그룹 회장으로 취임하며, 전동화·로보틱스 중심의 그룹 장기 전략을 선포했다. 이후 2021년 E-GMP 플랫폼을 통한 EV 모델 확장이 발생했으며, 2023년 글로벌 판매량 세계 3위의 대형 그룹사로 거듭나게 되었다.

[도표 10] 최초의 독자 개발 모델 포니(Pony)



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 최초의 독자 개발 엔진 '알파'



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 12] 외환위기 후 산업분야 최고의 M&A

순위	내용	응답률
1	현대차, 기아차 인수	38%
2	SK 텔레콤, 하이닉스 인수	15%
3	두산, 한국중공업 인수	13.5%
4	현대차, 현대건설 인수	9%
5	포스코, 대우인터 인수	6.5%

자료: 매일경제, 교보증권 리서치센터
주식: 국내 대표 100개 기업 CFO 및 투자담당 임원 조사

[도표 13] 2023 오토모티브 뉴스 올스타 올해의 리더 선정



자료: 현대차, 교보증권 리서치센터

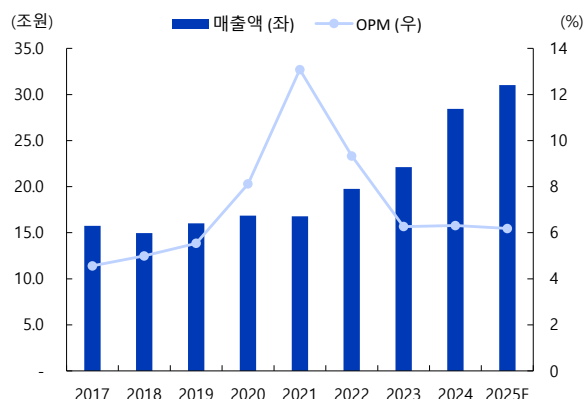
[도표 14] 현대차 주요 연혁

연도	내용
1967	현대자동차 주식회사 설립
1968	포드와 기술제휴, 코티나(Cortina) 조립 생산 시작
1975	대한민국 최초 독자 모델 포니(Pony) 출시
1991	독자 개발 엔진 '알파' 및 변속기 개발
1998	기아자동차 인수
2000	현대자동차그룹 공식 출범 (정몽구 회장)
2008	제네시스(Genesis) 럭셔리 세단 라인 출시
2010	상용 가솔린/모터 기반 HEV 차량 첫 출시: 쏘나타 하이브리드(Sonata Hybrid),
2013	'피터 슈라이어' 디자인 총괄 사장 임명
2013	상용 FCEV 첫 출시: 투싼 FCEV
2015	알버트 비어만 고성능차량 담당 부사장, 루크 동커볼케 현대차 수석 디자이너 임명
2016	상용 EV 첫 출시: 아이오닉 일렉트릭(IONIQ EV, 주행거리 191km)
2017	제네시스 브랜드 독립 운영
2020	현대차그룹 '정의선' 회장 취임
2021	전기화 전용 플랫폼 E-GMP 기반 첫 모델 아이오닉 5 출시
2023	현대차그룹, 글로벌 판매량 세계 3위 달성

자료: 현대차, 교보증권 리서치센터

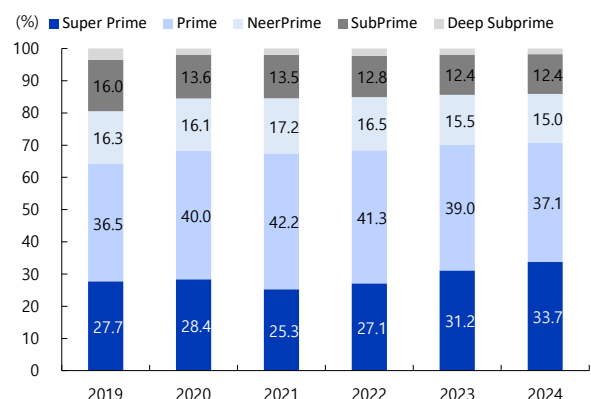
전사 사업부문은 자동차, 금융, 기타로 분류되어 있다. 2024년 매출 비중은 자동차 78%, 금융 16%, 기타 6%로 자동차의 실적 기여도가 절대적이다. 자동차 부문은 회사 주요 사업으로 신차 판매에 따라서 매출액이 변동된다. **금융 부문은 자동차금융의 핵심인 할부/리스 금융을 중심으로 수익을 창출한다.** 해당 부문에 속한 주요 자회사는 현대캐피탈, 현대카드, HCA(Hyundai Capital America Inc)가 존재한다. HCA는 HMA(Hyundai Motor America)의 종속회사로 최근 회사의 북미 지역의 성공적 공략에 따른 **외형 확장**이 두드러졌다. 특히 HCA의 Prime Ratio(프라임 비율; 신용 우수 고객)는 90%에 육박하는 수치로 [도표 16]의 미국의 일반적인 프라임 비율 대비 안정적 사업 형태가 유지되고 있다. 기타 부문의 주요업체로는 거래소에 상장된 현대로템이 있으며, 방위 및 철도 사업을 영위하고 있다.

[도표 15] 금융 부문 실적 추이



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 16] 미국 자동차 대출 고객 신용 등급별 비중



자료: Experian, 교보증권 리서치센터

회사의 완성차 생산 설비는 글로벌 전역에 존재한다. 90년대 터키/인도에 선제적 진출을 시작으로 중국/북미 거점 확대를 시작했다. 회사의 핵심 생산시설은 다음과 같다.

북미는 2005년 미국 앨라배마주에 HMMA(앨라배마 공장, Hyundai Motor Manufacturing Alabama)를 설립했다. 현재 북미의 주요 세그먼트인 SUV를 중심으로 생산중으로 37만대 수준의 CAPA를 보유 중이다. 현재 대부분의 물량이 미국 내수 물량을 담당하고 있다. 동시에 2022년 HMGMA(조지아 메타플랜트, Hyundai Motor Group Metaplant America) 공사를 시작하여, 2024년 하반기 준공이 완료되었다. 해당 공장은 전기차 전용 공장(ICE 배제)으로 설계되었으며, 스마트팩토리 형태로 계획되어 고효율성이 나타날 것으로 기대된다. 현 계획상으로는 26년까지 EV 전용 공장으로 판단되며, 시장의 변화에 따라 HV 투입 시점이 변화할 것으로 추정된다. Design CAPA는 30만대 수준으로 램프업 과정을 통해 2-3년 이후 완전 가동이 될 것으로 추측된다. 향후 추가적인 투자를 통해 30년 이후 50만대 규모까지 증설이 이루어질 것으로 발표된 상황이다.

인도는 매우 이른 시기인 1997년에 진출하였으며, 첸나이 인근에 HMI(Hyundai Motor India)를 설립하였다. 연간 80만대 수준의 CAPA를 보유하고 있으며, 현지 전략 차종인 i10, Creta 등을 양산한다. 동시에 인도 시장의 성장과 동사의 높은 M/S를 유지하기 위해, 24년 8월 GM의 탈레가온 공장 인수를 진행했다. 해당 시설은 13만대 수준 CAPA를 보유하고 있으며, 연내부터 가동을 시작할 예정이다. 이후 추가적인 투자도 집행 가능하며, 100만대 이상의 CAPA를 보유할 것으로 판단된다.

유럽을 담당하는 생산시설은 터키와 체코에 위치해 있다. 터키에는 HMTR(Hyundai Motor Türkiye Otomotiv, 과거 HAOS)이 있으며, 1997년 준공되어 현재는 폐쇄된 캐나다 브로몽 공장(1989-1993)을 제외시 가장 빠르게 세워진 해외 생산 거점이다. 현재 CAPA는 20만대 수준이다. 체코는 2008년 HMMC(Hyundai Motor Manufacturing Czech)로 설립되었으며, 현재 CAPA는 연 35만대 수준이다.

중국에는 2002년 BAIC(북경기차)와 함께 JV인 BHMC(베이징현대)를 설립하여, 최초 30만대 CAPA로 시장 진출하였다. 판매 호조로 인해 2017년까지 5개 공장, 연 150만대까지 물량 확장하였으나, 사업 환경 악화로 공장의 폐쇄 및 매각 진행되며 현재 75만대 수준의 CAPA를 보유하고 있다.

러시아에서는 2011년 HMMR을 준공하여, 초기 15만대 연간 생산능력을 보유했다. 이후 판매 호조로 인해 2020년 GM으로부터 공장인수 및 추가증설을 통해 30만대로 생산능력을 확장했다. 그러나 러-우 전쟁으로 인해 러시아 현지 업체인 Art-Finance에 매각을 진행했다. 계약에는 2년내 Buy-Back 조항이 걸려있는 상황으로 재매입을 위해서는 25년내 동사의 결정이 이루어져야 하는 상황이다.

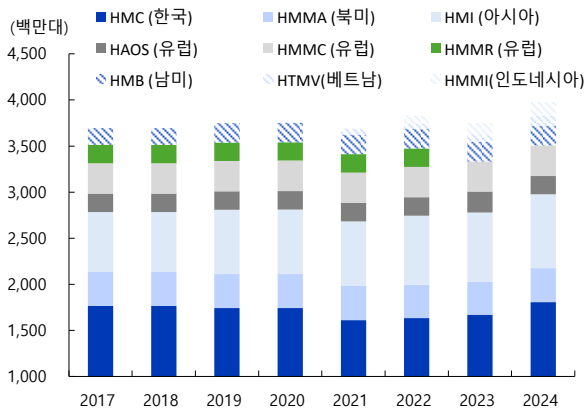
[도표 17] 현대차 글로벌 생산시설 현황

지역	준공연도	약칭	*Design CAPA (천대)	비고
한국	-	HMC	1,806	울산/아산/전주.광주글로벌모터스 공장
미국	2005	HMMA	370	북미 공략
미국	2024	HMGMA	300	현재 캐파 10만대 수준, 30만대로 확장 예정
인도네시아	2021	HMMI	150	내수 중심/ASEAN 공략
중국	2002	BHMC	750	2개 공장 제한적 운영, BAIC(북경차)와 5:5 지분 보유
체코	2008	HMMC	330	유럽 공략
터키	1997	HAOS	200	유럽/중동/CIS 공략
브라질	2012	HMB	210	남미 공략
인도	1998	HMI	800	내수 및 중동/아프리카 공략
베트남	2011	HTMV	113	내수 중심/ASEAN 공략
싱가포르	2022	HMGICS	30	글로벌 혁신 센터
러시아	2011	HMMR	0	30만대 CAPA 기보유, 현재 매각 완료 상태. 25년말 Buy-Back 조항 만료

자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

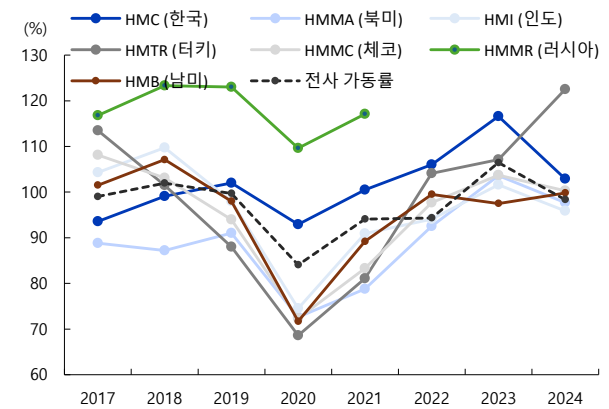
주석: 24년말 기준 Dart 기준 CAPA, 이외는 언론 종합

[도표 18] 현대차: 디자인 CAPA 추이



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 19] 현대차: 주요 생산법인 가동률 추이



자료: 현대차, 교보증권 리서치센터

[도표 20] 현대차: HMI; 인수 완료한 탈레가온 공장 부지



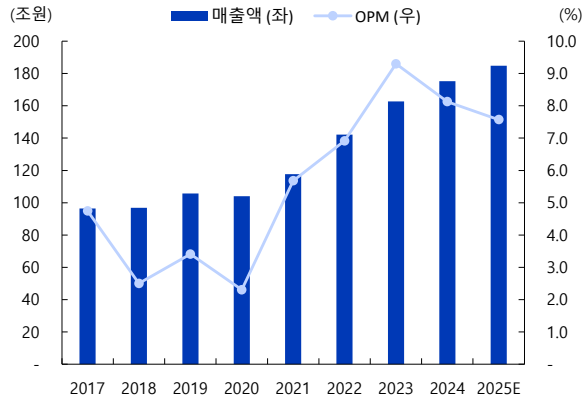
자료: GM, 교보증권 리서치센터

[도표 21] 현대차: 높은 자동화율 보이는 HMGMA 공장 모습



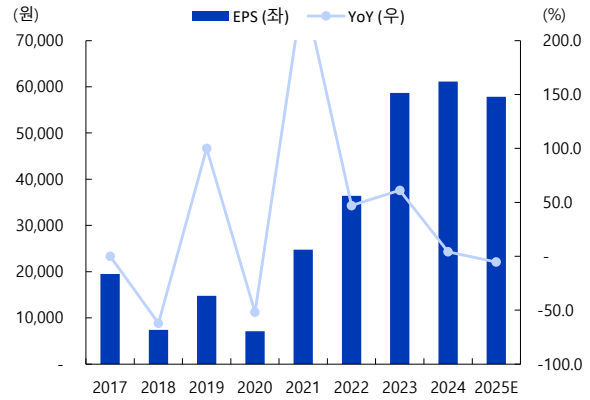
자료: 현대차, 교보증권 리서치센터

[도표 22] 현대차 연간 실적 추이



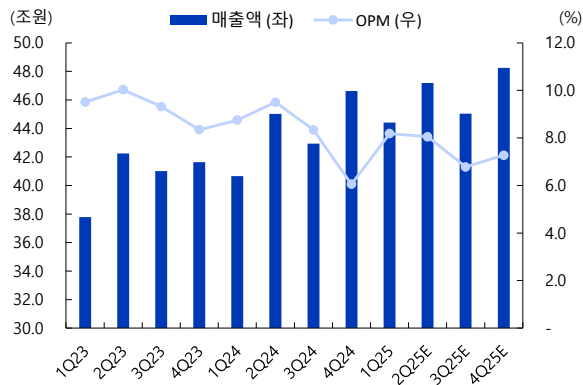
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 23] 현대차 연간 EPS 추이



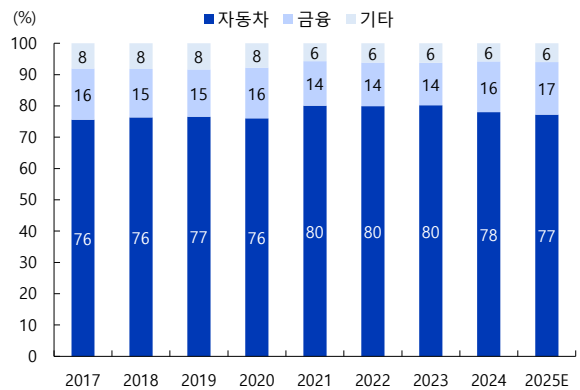
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 24] 현대차 분기 실적 추이



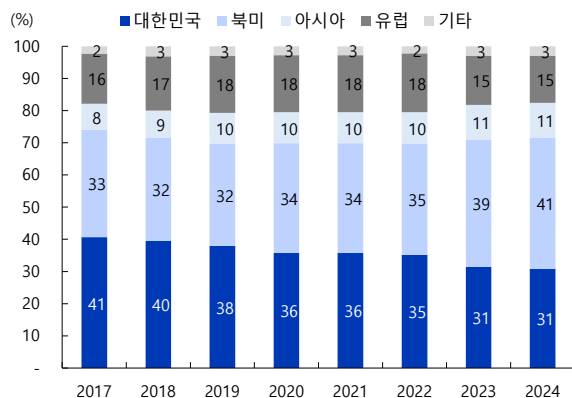
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 25] 현대차 사업부문별 매출 비중 추이



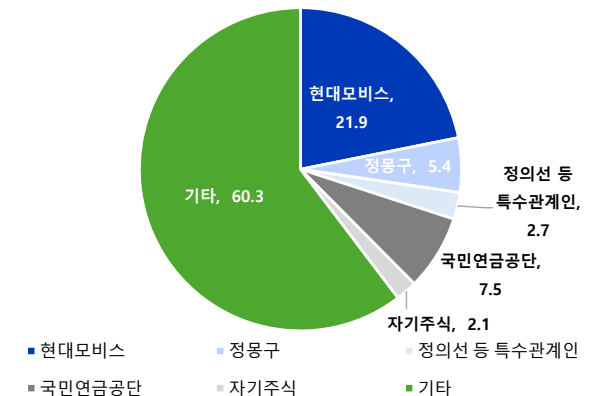
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 26] 현대차 지역별 매출 비중 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 27] 현대차 지분구조



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

2. 투자 포인트

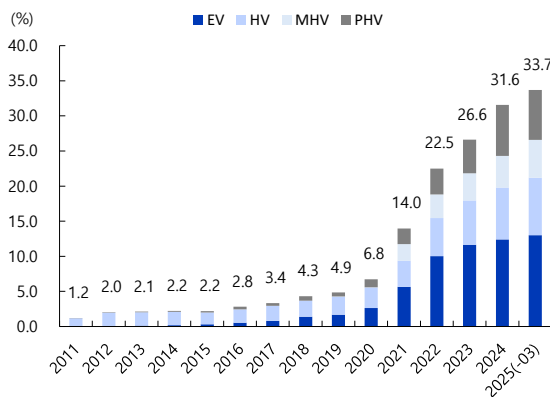
2-1. 자동차 백화점, 모든게 다 있다

회사가 가지는 가장 큰 강점은 다변화된 파워트레인 보유 역량이라고 판단한다. 팬데믹 이후 시장 파워트레인 트렌드는 빠르게 변화했다. Tesla의 질주 이후, BEV에 대해 시장의 이목이 집중되었으나, 기술적/현실적 문제로 인한 캐즘 영향 본격화되며, 최근 브릿지 역할의 HEV에 대한 시장 집중도가 높아졌다. 그럼에도 여전히 신흥국 시장에서는 ICE의 점유율이 압도적이다. 결국 다변화하는 시장의 수요에 맞춰야 하는 상황에서 동사의 기술력은 타사 대비 강점이 될 수 있다.

주요 업체 중 파워트레인 별 모델 생산 현황은 [그림 30]과 같다. ICE~EV까지 전 파워트레인 생산하는 업체는 소수 업체에 불과하다. 만약 EREV(Extended Range Electric Vehicle)를 별개 파워트레인으로 분류할 경우, 동사가 영위하지 않는 유일한 부분이 될 것이다. EREV는 현재 레거시 OEM 중에서는 양산 업체가 없는 상황이다.

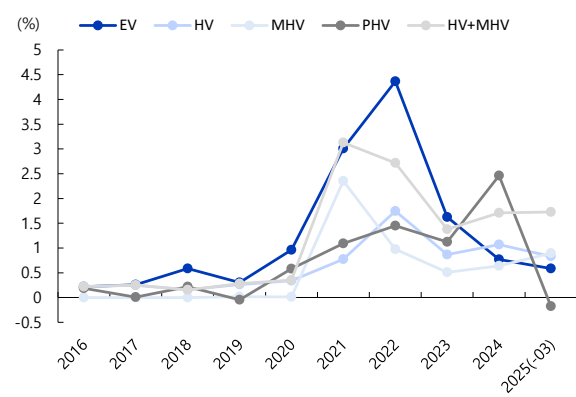
파워트레인별 성장은 HEV/BEV 중심으로 나타나고 있다. Marklines 기준 2024년 주요 15개국의 BEV 판매량은 1,523만대(+26.8% YoY), HV 판매량은 493만대(+17.0% YoY)로 성장하였다. 25년 YTD로는 HV/MHV의 믹스 증가가 가장 크게 나타나고 있는 중이다.

[도표 28] 글로벌 xEV 비중



자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

[도표 29] 전년대비 MIX 증감율



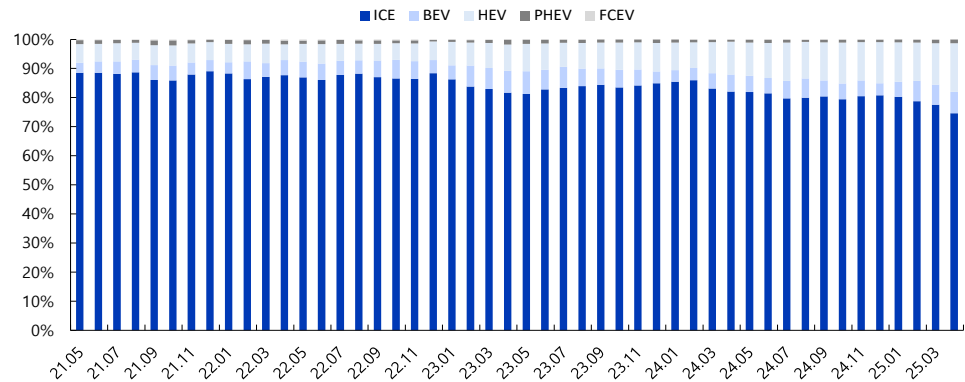
자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

[도표 30] 주요 OEM 파워 트레인 생산

	HKMC	GM	Ford	VW	Stellantis	BMW	Toyota	Honda	BYD	Geely
ICE	O	O	O	O	O	O	O	O	X('22)	O
HEV	O	X	O	△	△	X	O	O	O	O
PHEV	O	△ ('24~)	O	O	O	O	O	O	O	O
EREV	'26-'27	-	'27	'26-'27	'26	-	-	-	O	O

자료: Company data, 교보증권 리서치센터
주석: HEV의 △는 MHEV를 의미함

[도표 31] 현대차 믹스 변화



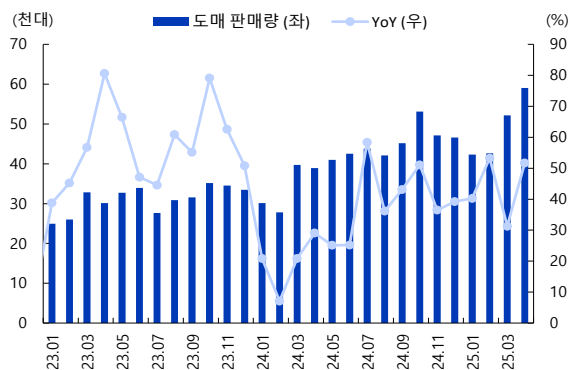
자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

2025년 YTD HEV 판매량은 19.6만대(+43.6% YoY)로 전사 파워트레인 중 가장 큰 성장이 나타나고 있다. 신규 BEV 모델 부재로 인해 부진한 BEV 판매량과 달리, 동사의 HEV 모델은 2024년 진행했던 쏘나타페/투싼 FMC/FL를 통해 증분이 발생하고 있기 때문이다.

북미/유럽 시장에서 동반적으로 HV모델의 판매량 증가 나타나는 중. 북미 HEV 시장 성장(YTD +42.6%)에 따른 수혜를 맞이하며, HEV부문에서 YTD 47,306대(YoY +57.3%, 현대차 IR 자료 기준)를 판매하였다. 24년 3월부터 북미 시장에 판매되었던, 쏘나타페 HEV의 호조가 가장 큰 기여(60.1%)를 보였다. 이외 투싼(+46.3% YoY, 증분 39.9%), 쏘나타(+21.7% YoY, 증분 5.7%)로 주요 HEV 모델의 고른 성장이 발생했다.

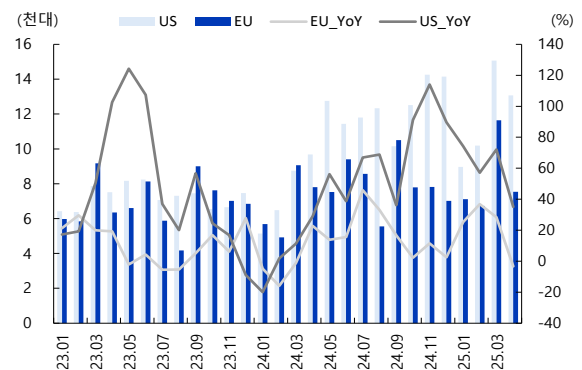
유럽에서는 YTD +20.5%의 고성장 이어나가는 상황에서, 동사 역시 33,022대(+20.2% YoY) 판매하며 시장 수혜가 나타난 상황이다. 스텔란티스를 중심으로 유럽 OEM들의 공격적인 HEV 확장, 중국 OEM의 침투가 발생하고 있음에도 시장 점유율이 유지되고 있다는 것이 긍정적인 부분이다. 24년 7월부터 출시된 쏘나타페 하이브리드가 1,910대(증분 25.9%)로 볼륨은 적지만 MoM 증가추세가 이어지고 있으며, 주요 볼륨 모델인 투싼이 18.6만대(+6.9% YoY, 증분 21.6%), 코나가 12.5만대(+30.5% YoY, 증분 52.5%)의 확장도 이어졌다.

[도표 32] 현대차 HEV 판매량 추이



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

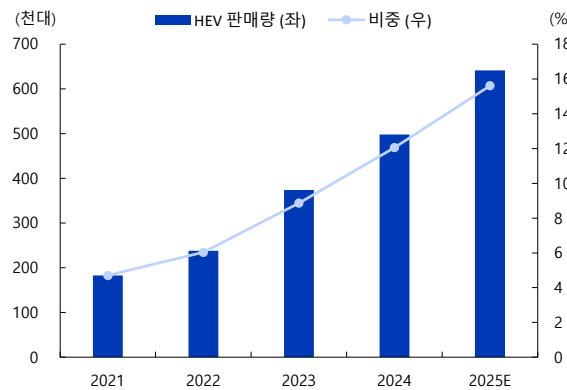
[도표 33] 북미/유럽 HEV 판매량 추이 (Retail)



자료: Marklines, Company Data, 교보증권 리서치센터

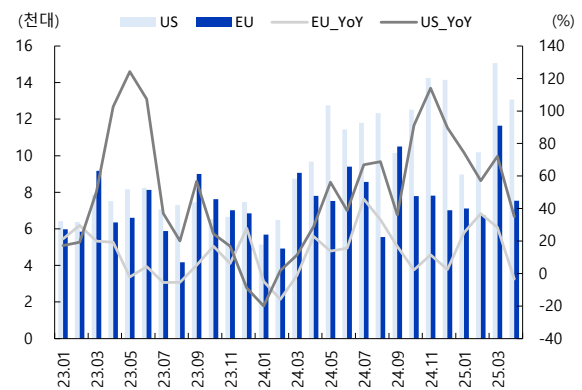
2분기중 팰리세이드의 HEV 모델이 북미에서 판매가 시작될 예정이다. 팰리세이드의 경우 미국 내 주요 볼륨 모델로서 HEV에 대한 수요도 높을 것으로 기대된다. 북미 HEV 볼륨 성장 지속될 것으로 기대한다. 동시에 유럽의 경우에도 싼타페 판매량 증분 지속, 투싼/코나 역시 M/S 유지됨에 따라, 전반적인 HEV 시장 성장에 따른 수혜가 지속될 것으로 예상된다. 동사의 25년 HEV 판매량은 64.1만대(+28.8% YoY)로 전사 판매 믹스의 15.6%를 차지할 것으로 전망한다.

[도표 34] 현대차 연간 HEV 판매량 및 믹스 추이



자료: Company Data, Marklines, 교보증권 리서치센터

[도표 35] 북미/유럽 HEV 판매량 추이 (Retail)



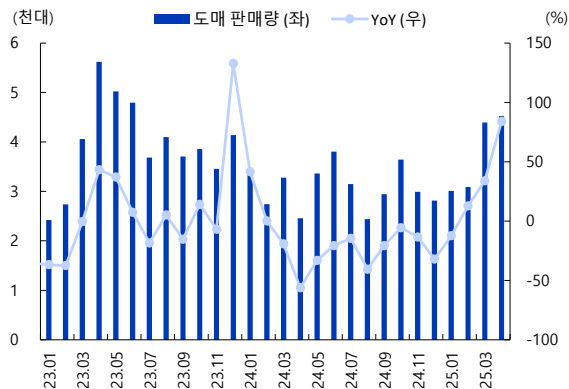
자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

PHEV에서는 공격적인 확장이 진행되진 않은 것으로 판단한다. 동사의 PHEV 모델은 2020년 3개에서 Ioniq의 단종에 따라, 2개의 모델(Tucson, Santa Fe)로 축소되었다. 이는 1) 내수 시장에서의 제한적 확장성, 2) 20-23년 동사 BEV 판매량 및 점유율의 확장 발생으로 PHEV에 대한 필요성 절감, 3) HEV라는 브릿지에서 유의미한 점유율 보유하고 있음에 따른 결과라고 판단한다.

동시에 PHEV는 주요 수요 Market인 미국/유럽에서 유럽 OEM의 공격적 판촉활동을 관찰할 수 있다. 이는 BEV에서 선도 업체 대비 부족한 경쟁력 보유, HV의 기술 보유 미진으로 인해 PHEV 영역에 힘을 싣는 것으로 해석된다. 결국 시장 규모 대비 경쟁 강도가 강한 상황으로 판단한다.

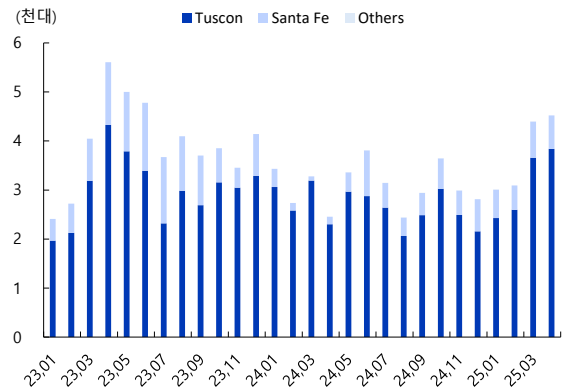
그럼에도 불구하고, 동사의 **PHEV 판매량은 남은 모델 위주로 시장 추세에 동반한 판매 증가세가 가 관측된다**. 동시에 26년 출시 예정인 그랜저가 PHEV 형으로도 나올 것으로 예측되는 상황으로 향후에도 PHEV에 대한 투자는 이어질 것으로 예상된다.

[도표 36] 현대차 PHEV 판매량 추이



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

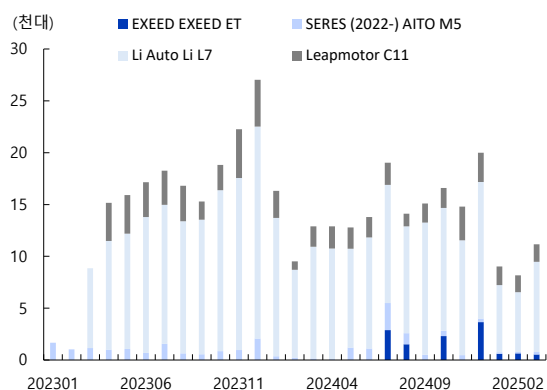
[도표 37] 현대차 PHEV 판매량 모델 MIX



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

동시에 회사는 EREV에도 진출할 예정이다. **26년말 쉐타페/G70의 EREV 모델을 출시할 계획**이다. 특히 쉐타페 볼륨 모델 통해 북미/유럽 시장에서 연 8만대 이상의 판매 목표를 세웠으며, 픽업트럭까지 확장할 계획을 보유 중이다. 현재 EREV를 선두하고 있는 업체는 중국 브랜드들이나, 레거시 OEM들 모두 동사와 유사한 26년말, 27년 EREV 출시할 계획을 보유 중이다. 따라서 동사의 진출 시점에 EREV의 시장 확장 시점으로, **xEV 글로벌 점유율 확장과 판매량 증분이 동반**할 것으로 기대된다.

[도표 38] 중국시장: 주요 EREV 모델 판매량 추이



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 39] 양왕 U8 파워트레인 및 주행거리 제원

파워트레인

전기 모터	4 개의 영구자석 동기 모터 (각 220kW, 총 출력 880kW / 약 1,197 마력)
내연기관	2.0L 터보차저 가솔린 엔진 (배터리 충전용)
배터리	49.05kWh 리튬인산철(LFP) 배터리

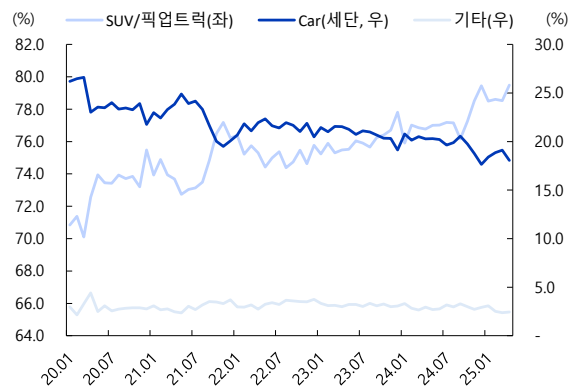
주행거리

전기 주행 거리	180km (CLTC 기준)
총 주행 거리	약 1,000km (CLTC 기준)
DC 급속 충전	최대 110kW (30~80% 충전 시간 약 18 분)

자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

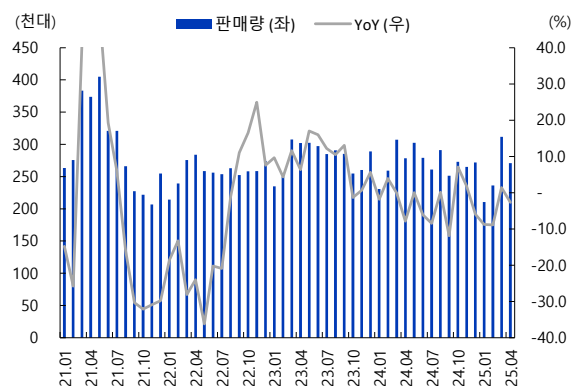
세그먼트 측면에서도 동사의 강점은 존재한다. SUV믹스 속 가려져 있던 세단이다. 동사의 이익 기여 핵심 시장은 북미이며, 북미 시장의 세그먼트 특징은 낮은 세단 비율이다. 북미 시장의 세단(Car) 세그먼트 판매량은 10년전인 2015년 750만대 수준에서 2024년 300만대 수준으로 급락하였으며, 이는 최근까지도 이어지고 있는 추세이다. 이에 따라 북미의 주요 OEM은 수익성이 낮은 세단 모델 다수를 폐지하는 모습을 보였다.

[도표 40] 북미 시장 세그먼트 믹스: Car 17~20% 보합세 유지



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 41] Car 세그먼트 판매량 추이

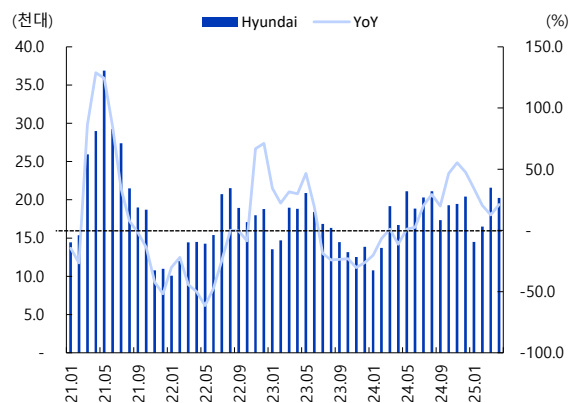


자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

실제 동사의 2025년 YTD 북미 시장 세단 세그먼트 판매량은 71,167대(+16.4% YoY) 기록하며 성장하는 모습을 보였다. 주요 증분 모델은 엘란트라(+23.0% YoY, 증분 84.6%), 쏘나타(+13.0% YoY, 증분 24.0%)로 중저가 모델에 대한 수요가 높았던 것으로 판단된다.

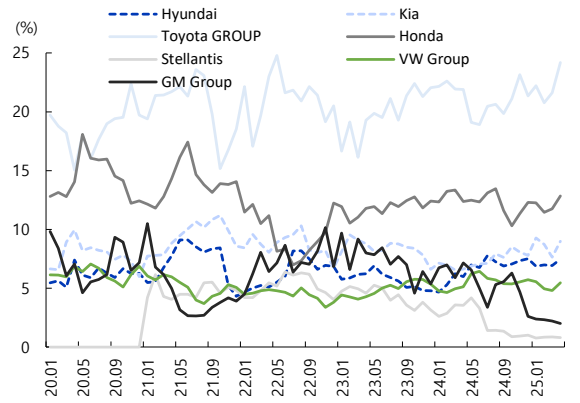
그리고 이러한 세단 판매량 성장은 이어질 것으로 추정하는데, 1) 시장 축소에도 불구하고, 북미의 세단 경쟁사는 유럽/일본/한국 OEM으로 좁혀지며 경쟁강도가 완화되었고, 2) 최근 Z세대의 가성비 중심의 소비패턴이 성립됨에 따라, 세단 시장 축소는 어느정도 마무리되는 추세에 들어올 것으로 추측한다.

[도표 42] 현대차: Car 세그먼트 판매량 추이



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 43] 미국 Car 세그먼트 M/S 추이



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 44] 미국: YTD 증감률 상위 15개 주요 세단 모델

(단위: 천대, %)		판매량			판매량 YTD		
Brand	Model	2024.04	2025.04	YoY	2024 YTD	2025YTD	YoY
Toyota	Camry HV	2.5	28.3	1,052.9	11.6	98.6	750.4
Kia	K5 ICE	0.3	6.2	1,774.5	7.1	22.0	210.1
Nissan	Versa ICE	3.1	3.3	7.7	10.6	22.4	112.7
Toyota	Prius HV	2.0	5.4	173.5	13.2	18.3	38.7
VW	Jetta ICE	4.4	6.3	43.7	17.4	24.1	38.3
Hyundai	Avante ICE	8.4	11.6	37.3	31.1	42.0	34.8
Mitsubishi	Mirage ICE	1.7	2.4	41.1	6.7	8.8	32.3
Subaru	Legacy ICE	1.7	1.9	11.3	6.1	7.7	26.2
Cadillac	CT5 ICE	1.3	1.4	6.1	4.4	5.4	23.9
BMW	X1 ICE	1.5	2.6	72.4	7.5	9.0	20.2
Nissan	Altima ICE	9.9	9.8	-0.2	38.5	45.7	18.7
Nissan	Sentra ICE	15.8	11.3	-28.4	55.9	65.9	17.8
Hyundai	Sonata ICE	3.6	4.3	20.8	14.0	16.3	16.5
Subaru	XV ICE	12.1	14.9	23.2	50.5	58.5	15.9

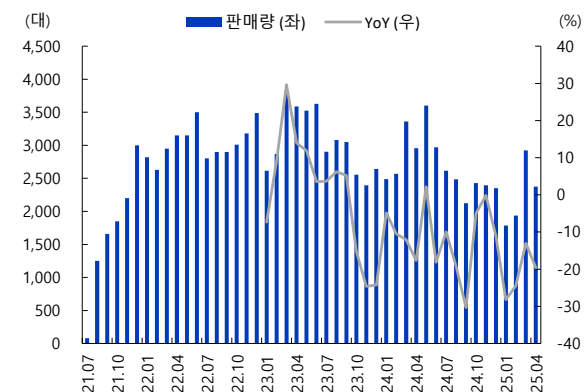
자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

동사의 세그먼트 포트폴리오에서 부족한 것은 픽업트럭 모델이다. 북미에 산타크루즈를 2021년 런칭하였다. 첫 시도에 따른 성과는 나쁘지 않았다고 볼 수 있으나, 픽업트럭에서도 내 가장 작은 세그먼트에 속하여 유의미한 시장 침투가 이루어졌다고 보기에는 어렵다.

특히 픽업트럭은 농촌/공업 등 보수적인 소비자층을 상대로 하기에 높은 브랜드 충성도와 레퍼런스를 요구하여 시장 진입이 어렵다. 최근의 점유율 추이도 이를 보여주고 있는데, 전통의 강자인 북미 OEM의 점유율이 높아지고, Toyota/Stellantis의 경쟁력이 약화되는 모습을 보이고 있다. 결국 회사가 단독으로 픽업트럭 시장에 진출하기에는 어려운 상황이다.

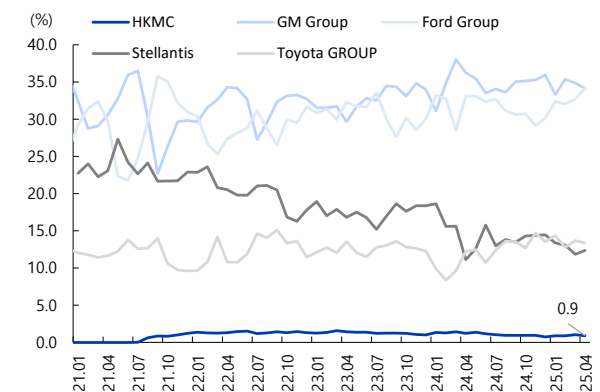
그리고 이러한 어려움을 GM과의 협력을 통해 보충할 수 있을 것이라 기대한다. 다수의 언론을 통해서 추측되거나, 공유되는 GM과의 협력 내용 중에서는 북미 시장에서 현대차 브랜드로 판매할 픽업트럭을 제공하는 방안을 검토 중이라는 내용이 있다. 이를 통해 현대차에게 가장 부족한 브랜드 충성도 및 레퍼런스를 선제적으로 확보할 수 있을 것으로 기대된다. 그리고 선제적으로 쌓은 레퍼런스를 통해, 자체적으로 개발한 EREV 시스템을 통해 30년까지 북미 시장에 자체 픽업트럭 모델을 공개할 것으로 기대된다.

[도표 45] 미국: 산타크루즈 판매량 추이



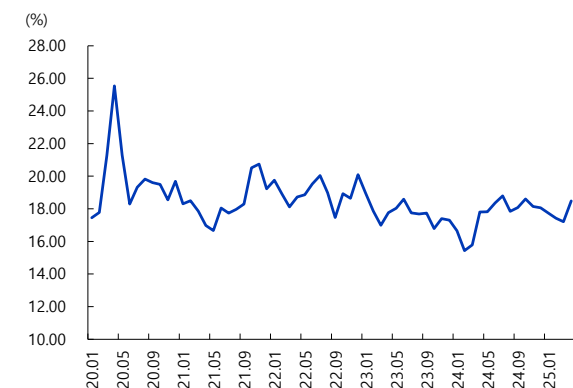
자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 46] Pickup Truck 시장 점유율 추이



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 47] 미국 시장 중 Pickup Truck 믹스



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 48] GM 픽업트럭 모델: GMC 캐니언



자료: gm, 교보증권 리서치센터

2-2. 공격적 주주환원, 현 시가총액의 8% 매입

2024 CEO Investor Day를 통해 회사는 중기 TSR(주주환원율) 35% 이상을 목표하고 있다. 세부적으로는 1) 3년간(FY2025~FY2027) 자사주 4조원 매입 계획, 2) 매년 최소 DPS 10,000원 설정 (분기 DPS 2,500원), 3) 발행주식 총수 대비 매년 최소 1%의 소각 진행이다. 발표한 정책이 이루어질 경우, 현재 시가총액(보통+종류)의 7.8%에 해당하는 자기주식 매입이 진행되게 된다. 동시에 25년 3월 주식소각결정 공시를 통해, 주식발행 총수 대비 2.2%에 달하는 주식 소각을 실시하며 주주환원에 대한 사측의 의지가 확인되었다.

회사의 계획이 실제로 이행될 경우, 당사의 추정치상 FY25-27의 지배주주순이익을 기준으로 비교할 경우 3년 평균 최소 TSR은 44% 수준으로 추정된다. FY24 글로벌 PEER의 평균 배당성향은 40.3%, TSR은 71.2%이다. 다만, GM/VW 등 일부 업체들의 경우 FY24 감익이 발생하였음에도 주주환원 계획을 유지함에 따라 TSR이 높게 산정된 영향도 고려해야 한다.

[도표 49] 현대차: 주식 소각 결정 (25.04.24)

항 목	단위	
발행주식 총수	천주	271,428
보통	천주	209,416
종류	천주	62,012
소각 예정 자기주식수	천주	6,038
보통	천주	4,658
종류	천주	1,379
발행주식 총수 대비 비중	%	2.2
보통	%	2.2
종류	%	2.2
소각 예정일	-	2025-04-30

자료: Dart, 교보증권 리서치센터

[도표 50] 현대차 2024 CID: 중기 주주환원 정책 발표



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 51] FY24 주요 그룹별 주주환원율

	단위	현대차	기아	도요타	혼다	Stellantis	폭스바겐	BMW	GM	포드
배당성향	%	24.3	26.2	20.5	29.8	83.5	27.8	36.7	7.4	52.8
자사주 매입 및 소각	%	7.8	4.9	4.6	22.6	52.9	10.1	13.8	99.7	7.2
TSR	%	33.1	31.3	25.1	52.4	136.4	37.9	50.5	107.1	60.0

자료: Bloomberg, Company Data, 교보증권 리서치센터

결국 회사의 계획을 보수적으로 고려(보통주 기준 2024년 DPS 13,500원 유지) 하더라도 글로벌 스탠다드에 맞출 수 있는 상황으로 판단한다. 동시에 자사주 매입 효과로 인해 회사의 계획이 실제로 이행되어 26년 자사주 매입 및 소각(연간 1%)을 가정한다면, 26년 EPS는 52,617원(+1.3% YoY)로 24년 대비 역성장에도 불구하고, P/E는 3.8배 수준으로 추정된다. 관세 및 침체 해소된 영향으로 정상화가 이루어진 27년 EPS는 61,599원으로 P/E는 3.0배까지 하락하게 된다.

[도표 52] 회사 계획 고려시, 자사주 매입/소각 시나리오

		2025E	2026E	2027E
발행주식총수	천주	265,390	261,319	257,247
보통	천주	204,758	201,617	198,475
종류	천주	60,632	59,702	58,772
자사주 소각수	천주	- 6,038	- 4,071	- 4,071
보통	천주	- 4,658	- 3,141	- 3,141
종류	천주	- 1,379	- 930	- 930
자사주 수	천주	6,580	8,509	13,437
보통	천주	3,810	5,469	9,528
종류	천주	2,770	3,040	3,910
당기 자사주 매입수	천주	5,000	6,000	9,000
보통	천주	4,000	4,800	7,200
종류	천주	1,000	1,200	1,800
발행 주식 총수 대비 매입	%	1.8	2.3	3.4
보통	%	1.9	2.3	3.6
종류	%	1.6	2.0	3.0
자사주 매입금액	십억원	1,000	1,200	1,800
자동차주식수	천주	258,810	252,810	243,810
보통	천주	200,948	196,148	188,948
종류	천주	57,862	56,662	54,862
지배주주순이익	십억원	10,276	10,598	11,483
EPS	원	50,325	54,329	61,599
*P/E	%	4.0	3.8	3.4

자료: 교보증권 리서치센터

주석: 보통주주가 200,000원, 우선주주가 155,000원으로 일괄 계산

글로벌 주요 업체들의 26년 P/E는 6.3배 수준을 기록하고 있다. PEER 대비 평균 할인폭을 고려 시, 3.8~5.1배 수준의 밴드라인을 형성하여, Historical 밸류에이션 하단 수준으로 판단된다. 과거 낮은 주주환원을 해소된 상황임을 고려한다면, 현주가 수준은 분명한 저평가 상황으로 판단된다.

다만, 2025/26년 감익과 경쟁 심화 속 CAPEX 부담감, 약속된 주주환원이 겹치며 계획 이행에 다소의 의문이 있을 수 있는 상황이다. 다만, 글로벌 주요 OEM들의 경우 감익 시점에도 약속된 주주환원을 진행한 바 있다. 동시에 사측도 1분기 배당 실시 및 소각 실시하며, 글로벌 스탠다드에 맞추겠다는 의지를 고려한다면, 26/27년 TSR은 40%를 초과하여 연간 주주환원율의 상승이 나타날 것으로 전망한다.

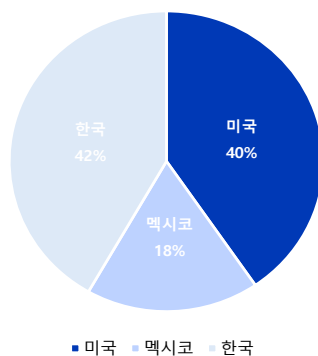
4. 실적추정: 피할 수 없는 관세 영향

트럼프 관세에 따른 시장 침체, 이익 훼손은 동사를 넘어 자동차 산업 전체에서 핵심 리스크이다. 동사는 매출의 40%가 북미 지역에서 발생 중이며, 미국의 완성차 수입 비중은 60%(FY24 기준)로 추정되어 관세 영향을 타 OEM 대비 높게 받는 상황이다. 현재 자동차 관세는, 1) 완성차 수입관세, 2) USMCA 충족시 현지화율에 따른 부품관세, 3) 미국내 조립된 차량에 대한 15%의 관세 크레딧()로 크게 분류된다.

회사측에서는 북미 생산시설 추가 가동, 일부 모델의 생산 교체를 통해 대응할 예정으로 소통하고 있다. 당사 추정상, 북미 수입 비중은 50% 중반 수준까지 줄일 수 있을 것으로 판단된다. HMGMA의 추가가동 가능성도 고려할 수 있으나, HEV 모델 투입 시점이 불분명하여 고려하지 않았다. HMMA 생산 차종의 현지화율은 49%로 발표되어 있으며, 한시적 관세 면제 영향으로 현지 생산 원가 대비 11% 수준의 관세율 부담이 발생할 것으로 추정된다.

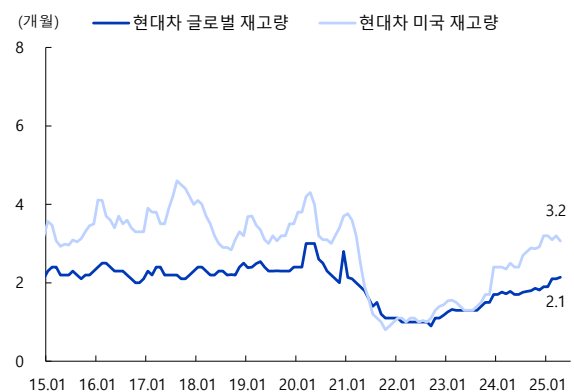
25/26년 연간 관세 규모(온기 추정, 25년 실질 반영 금액은 더 적을 것)는 약 6조원 수준으로 추정한다. 동사의 미국 재고 수준 고려시, 2분기까지 관세 영향은 제한적으로 받을 것으로 판단하며, 영향은 3분기부터 본격화될 것으로 판단된다.

[도표 53] 현대차: FY24 미국 Retail 판매 대비 수입 비중



자료: Dart, 교보증권 리서치센터

[도표 54] 현대차: 미국/글로벌 재고 개월수 추이



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

2025년 전망: 관세/신차 라인업 미진 영향, 제한적 감익 예상

동사의 2025년 실적은 매출액 181.5조원(+3.6% YoY), 영업이익 11.7조원(-17.5% YoY, OPM 6.5%)으로 전년 대비 감익이 나올 것으로 예상된다.

자동차 부문에서는 142.3조원(+4.1% YoY), 영업이익 9.3조원(-16.2% YoY, OPM 6.5%)을 전망한다. 감익의 주요인은 1) 직접적 관세 영향으로 인한 손실(-3.2조원), 2) 간접적 영향에 따른 미국 도매 판매 감소(12.3만대, YoY -1.2%) 효과이다. 반면, ASP는 1) 고환율 수혜, 2) xEV 믹스 상승 3) 북미 판가 인상으로 전년 대비 +4.0% YoY 상승하여 감익폭을 줄일 것으로 예상된다.

도매 판매량은 413.7만대(+0.2% YoY), 중국 제외시 400.5만대(+0.3% YoY)를 예상하며, 회사의 연초 가이드(417.4만대) 대비 하회할 것으로 전망한다. 이는 1) 관세 영향에 따른 북미 지역 판매량 둔화, 2) 중국 시장에서 어려움 지속되며 전년 대비 15% 감소할 것으로 추정함에 따른 결과이다. 전체적으로 신차 라인업 부족에 따른 영향 역시 연내 반영될 것으로 예상된다. 다만, 26년 도매 판매량은 414.5만대(+3.0% YoY)로 성장할 것으로 전망한다. 이는 주요 볼륨모델인 싼타페/투싼의 F/L, FMC가 진행되고, 제네시스 브랜드의 전체적인 모델 체인지, 관세 영향 완화에 따른 판매량 증분이 예상되기 때문이다.

금융부문에서는 매출액 28.3조원(+3.8% YoY), 영업이익 1.9조원(+6.5% YoY, OPM 6.5%)을 예상한다. 관세/경제 불확실성 등으로 하반기부터 충당금 설정 가능성 존재하나, 높은 프라임 고객 비율로 인하여 마진 하락 가능성은 제한적일 것으로 판단된다. 기타 부문은 매출액 9.8조원(-2.7% YoY), 영업이익 1.1조원(+4.9% YoY, OPM 10.9%)을 예상하며, 주요 자회사인 현대로템의 실적 성장으로 인한 수혜가 지속될 것으로 추정한다.

[도표 55] 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	40,659	45,021	42,928	46,624	44,408	46,259	43,910	47,022	175,231	181,598	192,935
자동차	31,718	35,237	34,019	35,750	34,718	36,196	34,567	36,801	136,725	142,282	151,427
금융	6,656	7,105	6,497	8,188	7,398	7,576	6,890	7,661	28,447	29,525	31,079
기타	2,678	2,412	2,685	2,292	2,486	2,453	2,561	2,568	10,059	9,791	10,429
영업이익	3,557	4,279	3,581	2,822	3,634	3,393	2,324	2,393	14,240	11,743	12,256
자동차	2,999	3,723	2,289	2,065	2,893	2,814	1,742	1,830	11,075	9,279	9,827
금융	425	561	435	374	571	558	425	359	1,795	1,913	1,870
기타	233	290	267	243	204	290	291	282	1,033	1,066	1,214
OPM	8.7	9.5	8.3	6.1	8.2	7.3	5.3	5.1	8.1	6.5	6.4
자동차	9.5	10.6	6.7	5.8	8.3	7.8	5.0	5.0	8.1	6.5	6.5
금융	6.4	7.9	6.7	4.6	7.7	7.4	6.2	4.7	6.3	6.5	6.0
기타	8.7	12.0	10.0	10.6	8.2	11.8	11.3	11.0	10.3	10.9	11.6
지배주주순이익	3,231	3,970	3,046	2,280	3,171	2,875	2,137	2,093	12,527	10,276	10,598
NPM	7.9	8.8	7.1	4.9	7.1	6.5	4.6	4.5	7.1	5.7	5.5
*도매판매(천대)	959	1,022	1,014	998	972	1,027	976	1,029	3,993	4,005	4,134

자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 11856] 현대차 신차 출시 일정

지역	구분	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25	2H25	2026
한국	현대	코나, 쏘나타		싼타페		팔리세이드 FMC, 캐스퍼 일렉트릭		싼타페 F/L, 투싼 FMC
	제네시스		GV80 F/L, G80 F/L	GV70 F/L	G90 F/L	GV60 F/L, eG80, GV70 EV F/L		GV70, G80
	HEV/ PHEV	코나		싼타페	스타리아			GV70, GV80, G80
	BEV/ FCEV	코나		아이오닉 5 F/L, 포터	아이오닉 9, 캐스퍼 일렉트릭	아이오닉 9	아이오닉 6 F/L, 넥쏘 F/L	GV90
미국	현대			싼타페		팔리세이드 FMC		싼타페 F/L, 투싼 FMC
	친환경	아이오닉 6		싼타페			아이오닉 9	
	제네시스	GV70EV			G70		GV90	
중국	승용							
	RV		무파사	싼타페, 투싼				
	친환경		아이오닉 5				E-GMP 신차	
유럽	승용/ RV	코나		싼타페, 투싼				
	친환경	아이오닉 6, 코나		싼타페, 투싼	캐스퍼 일렉트릭		아이오닉 9	
인도	현대		엑스터		알카자르	크레타 EV		

자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[현대차 005380]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	162,664	175,231	181,598	192,935	204,998
매출원가	129,179	139,482	146,994	156,514	165,400
매출총이익	33,484	35,749	34,604	36,421	39,598
매출총이익률 (%)	20.6	20.4	19.1	18.9	19.3
판매비	18,357	21,510	22,861	24,165	26,116
영업이익	15,127	14,240	11,743	12,256	13,482
영업이익률 (%)	9.3	8.1	6.5	6.4	6.6
EBITDA	20,073	18,527	16,731	17,706	19,399
EBITDA Margin (%)	12.3	10.6	9.2	9.2	9.5
영업외손익	2,492	3,542	3,072	2,965	2,922
관계기업손익	2,471	3,114	2,510	2,514	2,560
금융수익	1,560	1,531	1,562	1,505	1,463
금융비용	-971	-899	-913	-885	-874
기타	-568	-205	-87	-169	-227
법인세비용차감전순이익	17,619	17,781	14,815	15,220	16,404
법인세비용	4,627	4,232	3,644	3,743	4,034
계속사업순이익	12,992	13,549	11,172	11,477	12,370
중단사업순이익	-720	-319	-319	-319	-319
당기순이익	12,272	13,230	10,853	11,158	12,051
당기순이익률 (%)	7.5	7.5	6.0	5.8	5.9
비지배지분순이익	311	703	577	560	568
지배지분순이익	11,962	12,527	10,276	10,598	11,483
지배순이익률 (%)	7.4	7.1	5.7	5.5	5.6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	157	5,025	5,025	5,025	5,025
포괄순이익	12,429	18,255	15,877	16,183	17,076
비지배지분포괄이익	224	1,154	1,004	1,023	1,080
지배지분포괄이익	12,204	17,100	14,874	15,160	15,996

주: KIFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	-2,519	-5,662	-1,237	-2,133	-822
당기순이익	12,272	13,230	10,853	11,158	12,051
비현금항목의 가감	21,192	23,950	24,193	24,844	25,620
감가상각비	3,284	3,398	4,160	4,658	5,157
외환손익	-64	-13	-364	-278	-231
자본법평가손익	-2,490	-3,113	-2,510	-2,514	-2,560
기타	20,462	23,678	22,908	22,978	23,254
자산부채의 증감	-30,365	-35,160	-33,257	-35,003	-35,052
기타현금흐름	-5,618	-7,682	-3,026	-3,132	-3,441
투자활동 현금흐름	-8,649	-14,623	-13,861	-14,108	-14,896
투자자산	-2,259	-3,371	-2,229	-2,229	-2,229
유형자산	-7,071	-8,061	-8,000	-8,000	-8,500
기타	680	-3,191	-3,632	-3,879	-4,167
재무활동 현금흐름	9,393	19,493	10,895	8,918	-1,493
단기차입금	-2,617	-354	572	402	-406
사채	0	0	5,899	4,143	-4,184
장기차입금	14,147	19,650	1,490	1,047	-1,057
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-2,499	-3,913	-3,148	-2,868	-2,162
기타	362	4,110	6,081	6,195	6,315
현금의 증감	-1,698	-152	-2,664	2,056	1,621
기초 현금	20,865	19,167	19,015	16,350	18,406
기말 현금	19,167	19,015	16,350	18,406	20,027
NOPLAT	11,155	10,850	8,855	9,241	10,166
FCF	-21,335	-28,084	-27,414	-28,311	-27,469

자료: 현대차, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	58,604	64,336	62,442	67,875	73,986
현금및현금성자산	19,167	19,015	16,386	18,517	20,936
매출채권 및 기타채권	8,782	10,320	10,245	10,623	11,025
재고자산	17,400	19,791	19,116	20,309	21,579
기타유동자산	13,255	15,209	16,695	18,427	20,447
비유동자산	116,172	147,622	155,449	162,898	170,471
유형자산	38,921	44,534	48,374	51,716	55,059
관계기업투자금	28,476	34,644	36,873	39,102	41,332
기타금융자산	4,578	6,748	6,795	6,844	6,896
기타비유동자산	44,196	61,696	63,406	65,236	67,185
자산총계	282,463	339,798	340,540	358,403	366,905
유동부채	73,362	79,510	83,060	86,702	88,552
매입채무 및 기타채무	26,945	30,057	30,513	31,325	32,189
차입금	9,036	9,327	9,899	10,301	9,896
유동성채무	25,109	26,742	28,481	30,334	32,307
기타유동부채	12,273	13,383	14,166	14,741	14,160
비유동부채	107,292	140,013	129,297	134,921	130,458
차입금	17,570	24,286	25,776	26,822	25,765
사채	73,033	96,134	102,034	106,177	101,993
기타비유동부채	16,689	19,593	1,487	1,922	2,699
부채총계	180,654	219,522	212,357	221,623	219,009
지배지분	92,497	109,103	116,231	123,961	133,282
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	103,724	111,454	120,775
기타자본변동	-1,197	-850	-850	-850	-850
비지배지분	9,312	11,173	11,902	12,694	13,649
자본총계	101,809	120,276	128,134	136,656	146,931
총차입금	11,075	11,992	11,746	11,759	11,745

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	53,295	56,300	48,967	54,630	63,194
PER	3.8	3.8	3.7	3.3	2.8
BPS	337,373	401,961	526,023	722,179	1,092,738
PBR	0.6	0.5	0.3	0.2	0.2
EBITDAPS	73,148	68,094	69,224	92,258	136,238
EV/EBITDA	7.8	10.4	11.7	11.3	9.9
SPS	768,279	834,779	878,678	950,851	1,026,190
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
CFPS	-77,745	-103,222	-113,421	-147,520	-192,917
DPS	11,400	12,000	13,500	13,500	13,500

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	14.4	7.7	3.6	6.2	6.3
영업이익 증가율	54.0	-5.9	-17.5	4.4	10.0
순이익 증가율	53.7	7.8	-18.0	2.8	8.0
수익성					
ROIC	33.4	27.7	20.3	20.1	20.4
ROA	4.4	4.0	3.0	3.0	3.2
ROE	13.7	12.4	9.1	8.8	8.9
안정성					
부채비율	177.4	182.5	165.7	162.2	149.1
순차입금비율	44.5	46.4	49.1	48.8	46.6
이자보상배율	27.1	31.5	25.6	27.5	30.6

Company Analysis

기아 000270

튼튼한 신차 라인업으로 이겨내기

목표주가 123,000원, 투자의견 BUY

Buy

신규

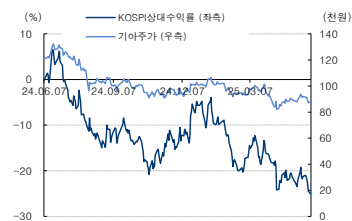
TP 123,000 원

신규

Company Data

현재가(05/26)	88,100 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	132,300 원
52 주 최저가(보통주)	82,000 원
KOSPI (05/26)	2,644.40p
KOSDAQ (05/26)	725.27p
자본금	21,393 억원
시가총액	350,350 억원
발행주식수(보통주)	39,767 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	88.7 만주
평균거래대금(60 일)	799 억원
외국인지분(보통주)	38.67%
주요주주	
현대자동차 외 4 인	36.31%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.1	-9.5	-26.6
상대주가	-3.8	-13.7	-25.4

기아에 대해 목표주가 123,000원, 투자의견 BUY로 커버리지 개시함. 동사는 완성차 판매 업체로 연간 300만대 규모 판매량이 나오고 있음. 투자포인트로는 1) 볼륨 EV 모델 런칭에 따른 유럽 점유율 확장, 2) 26년까지 이어지는 신차 싸이클에 따른 판매 증분임.

유럽: BEV Trend, 상대적 고수익 기초 지속

EV3는 모델별 판매 순위에서 5위권에 자리잡으며, 성공적인 볼륨 모델로 자리잡음. 이는 본질적으로 회사의 상품성이 인정받은 결과이며, 하반기 출시되는 EV4 런칭도 성공적일 가능성 높다고 추정함. 더욱 의미미한 이유는 유럽내 수익성을 담보해줄 수 있는 xEV의 믹스 상승이 동반되기 때문임. 회사의 유럽 파워트레인별 믹스는 xEV 44%, BEV 22%로 주요 Legacy OEM 대비 우수함. Legacy OEM은 탄소배출규제 회피 위한 고인센티브 및 ICE 판매에 소극적일 수 있으나, 동사는 긍정적 믹스로 전략의 자율성 보유 중. 하반기 볼륨 EV 모델의 출시가 점유율/볼륨/수익성 확장을 기대할 이유이기도 함.

인도/기타: 볼륨 모델의 신차 효과 발생 중

인도의 Syros는 1월부터 본격적인 판매를 개시하여, YTD 12,959대(비중 14.2%)를 판매함. 과거 신규 모델인 Carens가 출시 이후 4개월 평균 수준의 판매량이 유지 중임을 고려한다면 연 4~5만대 규모의 판매량 추가되는 것으로 판단함. 동시에 주요 모델인 Carens의 F/L 통해 하반기 더욱 높은 시장 증분 나타날 것으로 판단함. 중동/기타 지역에서도 1H24~ 2H25 주요 볼륨 모델인 K4/K5/Sportage 신모델 출시하였고, 픽업트럭 모델인 타스만이 2분기 판매가 시작됨에 따른 지속적인 외형 확장이 기대되는 상황임.

과도한 우려가 반영된 주가, 북미 생산 비중 상승 개연성 충분

25년 예상 배당수익률은 7.1%로 배당만으로 매력적인 상황임. 회사가 약속한 연 7,000억 규모 자사주 매입/소각까지 고려한다면, 26년까지 평균 TSR은 37%를 초과할 것으로 추정함. 관세 불확실성은 연말로 갈수록 해소될 것으로 판단함. 동시에 USMCA에 대한 완화 기초 발생 시, 멕시코 모델 변경, HMGMA 활용으로 북미내 생산 비중을 70%까지 확대할 수 있을 것으로도 기대됨. 과도한 우려가 반영된 주가 수준이라고 판단함.

Forecast earnings & Valuation

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	99,808	107,449	114,066	121,164	130,117
YoY(%)	15.3	7.7	6.2	6.2	7.4
영업이익(십억원)	11,608	12,667	11,493	11,032	13,722
OP 마진(%)	11.6	11.8	10.1	9.1	10.5
순이익(십억원)	8,778	9,775	9,265	8,957	10,924
EPS(원)	21,770	24,413	23,241	22,518	27,465
YoY(%)	63.1	12.1	-4.8	-3.1	22.0
PER(배)	4.6	4.1	3.7	3.9	3.2
PCR(배)	2.3	2.1	2.2	2.2	1.9
PBR(배)	0.9	0.7	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	1.7	1.4	1.0	0.8	0.4
ROE(%)	20.4	19.1	15.7	13.6	14.9

[자동차] 김광식

3771- 6669,
20250021@iprovest.com

[도표 1] 기아 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	26,213	27,568	26,520	27,148	28,017	29,578	27,777	28,689	107,449	114,066	121,164
국내	4,765	4,830	4,455	5,104	4,931	5,132	4,846	5,393	19,155	20,302	20,666
북미	11,057	12,218	12,305	11,755	11,907	12,953	12,285	12,056	47,335	49,201	52,366
유럽	6,260	5,960	5,490	5,565	6,444	6,608	5,958	5,900	23,275	24,968	26,182
인도	1,201	1,219	1,220	1,059	1,485	1,452	1,448	1,423	4,698	5,814	6,956
기타	2,931	3,341	3,050	3,665	3,250	3,433	3,239	3,859	12,987	13,781	14,994
매출총이익	6,236	6,646	6,140	5,749	6,081	6,907	5,977	6,135	12,667	11,493	11,032
GPM	23.8	24.1	23.2	21.2	21.7	23.4	21.5	21.4	23.1	22.0	21.0
영업이익	3,426	3,644	2,881	2,716	3,008	3,408	2,546	2,539	12,667	11,493	11,032
OPM	13.1	13.2	10.9	10.0	10.7	11.4	9.2	8.8	11.8	10.0	9.1
세전이익	3,785	4,040	3,232	2,444	3,243	3,655	3,010	2,649	13,500	12,557	12,139
세전이익률	14.4	14.7	12.2	9.0	11.6	12.2	10.0	9.9	12.6	11.0	10.0
지배주주순이익	2,808	2,955	2,268	1,742	2,393	2,393	2,393	2,086	9,773	9,263	8,955
NPM	10.7	10.7	8.6	6.4	8.5	8.0	8.6	7.3	9.1	8.1	7.4
YoY											
매출액	10.6	5.0	3.8	11.6	6.9	7.3	4.7	5.7	7.7	6.2	6.2
국내	2.6	-2.7	0.7	9.2	3.5	6.2	8.8	5.7	2.4	6.0	1.8
북미	15.8	12.4	12.5	17.5	7.7	6.0	-0.2	2.6	14.4	3.9	6.4
유럽	14.9	-6.6	-11.6	-2.3	2.9	10.9	8.5	7.1	-2.0	7.0	4.9
인도	-19.6	-14.3	-10.2	-18.2	23.7	19.2	18.7	34.4	-15.6	24.1	19.6
기타	14.5	28.3	16.8	38.0	10.9	2.7	6.2	5.3	24.5	6.1	8.8
매출총이익	16.1	9.5	4.8	7.9	-2.5	3.9	-2.6	6.7	9.5	1.3	1.7
영업이익	19.2	7.1	0.6	10.2	-12.2	-6.5	-11.6	-6.5	9.1	-9.3	-4.0
세전이익	20.4	9.7	-2.8	-3.3	-14.3	-9.5	-6.9	8.4	6.5	-7.0	-3.3
당기순이익	32.5	4.9	2.1	7.5	-14.8	-19.0	5.5	19.7	11.3	-5.2	-3.3
KEY FACTOR											
원/달러 환율 (원)	1,329	1,371	1,358	1,400	1,453	1,400	1,400	1,400	1,365	1,413	1,400
도매 판매량 (천대)	740	775	743	747	745	799	781	766	3,005	3,092	3,224
ASP (백만원)	35.4	35.6	35.7	36.4	37.6	37.0	35.5	37.5	35.8	36.9	37.6

자료: 교보증권 리서치센터

1. Valuation

기아의 목표주가를 123,000원으로 제시하며 커버리지를 개시한다. Valuation 산출 방식은 그룹사가 밝힌 주주환원 정책을 고려하여, GGM Model을 활용한 적정 P/E를 산출하였다. 모델에 필요한 Cost of Equity는 CAPM 모델을 통하여 구하였으며, 52주 KOSPI 대비 베타와 3개월 평균 1년만기 동안채 수익률을 변수로 적용했다.

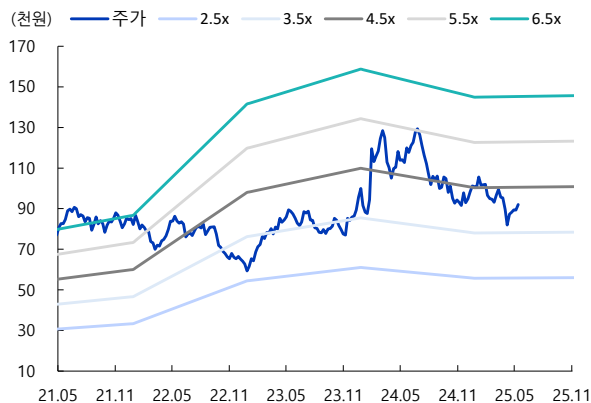
영구성장률(g)은 글로벌 모빌리티 시장 확대 지속을 가정하여 2%를 적용했다. 회사가 배당과 자사주 매입/소각을 동시에 진행하겠다고 밝힌 바, 배당성향을 TSR로 치환하여 적정 P/E를 계산하였다. 동시에 배당 기반의 모형을 통해 밸류에이션을 진행하여, EPS 산출에 자사주와 우선주를 고려하였다. 해당 변수를 통해 산출된 적정 P/E는 5.5배, 25년~26년 평균 예상 EPS 통해 산출된 적정 주가는 123,000원이다. 당사의 25년 추정치 기준 밸류에이션(조정 주주 적용)은 P/E 3.6배, P/B 0.59배를 기록 중이다.

[도표 2] Valuation

항목명	단위		비 고
Cost of Equity	%	8.64	(a): (b) + [Market Risk Premium] X (c)
무위험수익률	%	2.53	(b): 1년만기 동안채 수익률 3개월 평균
베타	배	1.02	(c): 52주 KOSPI 대비 조정 베타 적용
적정 P/E	배	5.17	(d): GGM Model 사용하여 적정 P/E 산출
영구성장률	%	2.00	(e): 자동차 산업 장기 성장률, 임의값 2% 설정.
TSR	%	35.05	(f): 25~26년 평균 예상 TSR
EPS	원	23,782	(g): 25~26년 평균 예상 EPS
적정 주가	원	122,857	(h): (f) x (g)
목표 주가		123,000	천의 자리 반올림
현재 주가	원	87,900	2025년 5월 26일 종가
상승여력	%	39.9	

자료: 교보증권 리서치센터

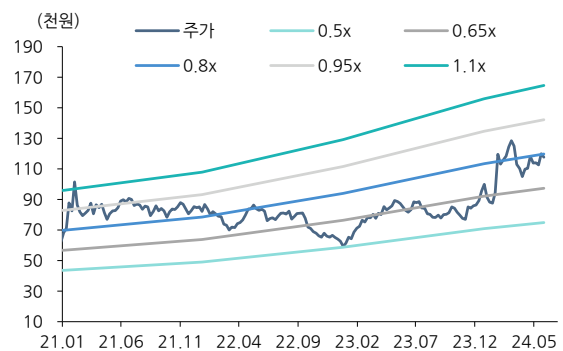
[도표 3] 기아12MF P/E Band Chart



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

주석: 배당모형을 밸류에이션 모델로 활용하여, +우선주, -자사주 적용

[도표 4] 기아 12MF P/B Band Chart



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

주석: 배당모형을 밸류에이션 모델로 활용하여, +우선주, -자사주 적용

[도표 5] 글로벌 완성차 PEER TABLE (25.05.26)

(단위: 백만달러, %)

		현대차	기아	도요타	혼다	GM	포드	폭스바겐	스텔란티스	BYD	SAIC
국가		한국	한국	일본	일본	미국	미국	독일	네덜란드	중국	중국
시가총액	(백만달러)	27,061	25,433	290,124	52,034	46,812	41,197	55,333	28,489	162,180	26,561
주가	(현지통화)	180,400	87,300	2,622	1,407	49	10	97	9	380	16
P/E	2024	4.3	4.0	8.6	6.8	4.6	5.4	4.1	4.5	20.4	143.2
	2025E	3.7	3.6	7.3	7.9	5.4	10.1	4.8	5.4	20.5	18.1
	2026E	3.7	3.6	9.4	7.0	5.2	7.9	3.8	3.9	16.9	14.5
P/B	2024	0.4	0.7	1.2	0.6	0.8	0.9	0.3	0.4	4.8	0.8
	2025E	0.4	0.6	1.0	0.5	0.7	0.9	0.3	0.3	4.6	0.6
	2026E	0.4	0.5	0.9	0.4	0.6	0.9	0.2	0.3	3.8	0.6
EV/EBITDA	2024	9.7	1.4	6.8	6.9	1.9	2.4	0.5	2.4	5.7	11.8
	2025E	9.5	1.1	4.7	7.8	2.5	3.5	0.9	1.2	8.6	-
	2026E	7.1	0.8	11.0	6.7	2.2	3.0	0.9	1.1	6.9	-
ROE	2024	9.7	19.1	14.9	8.3	11.3	13.4	6.9	6.7	26.0	0.6
	2025E	10.6	4.2	10.4	7.1	-1.4	9.7	1.6	4.0	24.3	3.5
	2026E	9.9	4.0	9.5	7.2	1.3	11.0	0.5	6.0	23.9	4.3
배당성향	2024	24.3	26.2	22.7	31.4	7.4	52.8	27.8	83.5	30.0	60.3
	2025E	28.3	27.1	36.8	30.6	6.1	69.8	25.0	35.9	32.5	45.3
	2026E	27.4	26.6	39.2	30.5	6.3	48.1	25.0	29.5	32.5	45.3
매출액	2024	128,512	78,802	308,844	143,752	187,442	184,992	351,207	169,708	107,936	87,170
	2025E	130,855	81,187	340,081	147,116	178,146	166,293	360,734	175,886	137,167	92,150
	2026E	135,333	84,075	349,121	149,456	176,821	169,448	369,466	183,435	160,426	97,394
매출액 증가율	2024	3.2	3.1	-0.9	4.0	9.1	5.0	0.8	-17.2	26.9	-17.1
	2025E	1.8	3.0	10.1	2.3	-5.0	-10.1	2.7	3.6	27.1	5.7
	2026E	3.4	3.6	2.7	1.6	-0.7	1.9	2.4	4.3	17.0	5.7
영업이익	2024	9,937	8,621	30,551	7,212	10,350	6,185	18,131	6,749	9,406	2,337
	2025E	10,093	8,559	30,425	8,340	10,191	7,331	21,347	9,383	11,267	2,815
	2026E	10,268	8,985	30,328	9,197	10,791	8,404	24,232	11,539	13,270	3,273
OPM	2024	8.1	11.8	10.3	6.6	6.8	2.8	5.8	2.4	6.4	1.0
	2025E	7.6	10.6	9.0	4.9	5.8	3.7	5.0	3.8	6.9	2.5
	2026E	7.5	10.2	8.7	5.6	5.8	4.3	5.8	5.1	7.0	2.9
EBITDA	2024	13,449	10,638	42,011	11,906	16,603	10,075	54,109	14,923	18,108	4,996
	2025E	18,084	10,708	41,519	12,487	16,758	11,769	52,710	17,873	21,523	5,533
	2026E	20,182	11,222	42,153	14,321	18,041	13,023	54,567	20,068	25,016	4,923
EBITA 마진율	2024	10.7	14.2	15.0	10.0	13.6	7.3	15.0	7.0	14.7	4.2
	2025E	10.3	13.1	12.4	8.1	9.3	6.1	15.0	8.5	13.2	5.4
	2026E	13.4	12.7	11.9	8.4	9.5	6.9	14.3	9.7	13.4	5.7
당기순이익	2024	9,187	7,167	33,682	6,890	6,008	5,879	12,279	5,921	5,591	231
	2025E	8,509	6,917	23,933	4,985	8,190	3,874	11,579	4,615	7,815	1,432
	2026E	8,637	6,955	25,716	5,808	8,260	4,851	13,295	7,095	9,566	1,820
NPM	2024	7.1	9.1	10.9	4.8	3.2	3.2	3.5	3.5	5.2	0.3
	2025E	6.5	8.5	7.0	3.4	4.6	2.3	3.2	2.6	5.7	1.6
	2026E	6.4	8.3	7.4	3.9	4.7	2.9	3.6	3.9	6.0	1.9

자료: 교보증권 리서치센터

2. 기업개요

기아는 기아그룹의 주요 계열사로써 글로벌 연 300만대 수준의 판매고를 올리는 완성차 업체임. 회사는 1944년 자전거/철관 부품을 생산하는 경성정공으로 설립되었다. 이후 1952년 '기아산업'으로 사명을 변경하고, 1973년 대한민국 최초의 자동차 전용 공장 '소하리 공장'을 준공했다. 이후 고유 모델인 '브리스', '타이탄' 등을 생산하였다, 1990년 사명을 '기아자동차'로 변경하였다.

외환위기로 인해 1997년 부도 위기를 맞이하게 되나, 현대자동차 그룹에 인수되어 계열사로 편입되었다. 이후 현대차 그룹내 플랫폼 공유화-구조개혁 실행하며 전사 효율성을 강화시킨 결과로 2002년 흑자전환을 달성했다. 2002년 이후로는 글로벌 진출 시기였다. 슬로바키아/미국 조지아 공장 준공을 통해 글로벌 생산거점 확대를 이루었다. 2010년대에는 주요 모델 K-Series/스텔라/텔룰라이드 등을 출시하며 브랜드 정체성을 확립하는 시기를 가졌다. 2020년대에는 E-GMP 기반의 EV 시리즈를 통한 전기차 시장 공략을 진행 중이며, 연간 300만대 수준의 판매가 이루어지는 글로벌 주요 브랜드 중 하나로 자리잡은 상태이다.

[도표 6] 기아 최초 자체 모델: 브리스



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 부도를 맞이한 기아자동차의 당시 기사 (1997.08.05)



자료: 경향신문, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 현대차 그룹: 브랜드 차별화 전략 (2005)

구분		
브랜드 방향성	“새련되고 당당한”	“즐겁고 활력을 주는”
목표 고객	“균형잡힌 현대인” (Balanced Modern) 이성적이고 책임감있는 사람으로서 성공과 성취를 열망하며, 격조있고 편안한 삶을 추구하는 고객	“자신감 있고 모험적이며 마음이 젊음” (Self-confident, Adventurous & Young at heart) 자신감 있고 모험적인 성격의 소유자로서 개성미 강하고 마음이 젊으며 다양한 경험을 즐기려는 고객

자료: 이데일리, 교보증권 리서치센터

[도표 9] EV 특허 출원 및 EV 라인업 전략 발표 (2020)



자료: 기아, 교보증권 리서치센터

[도표 10] 기아 주요 연혁

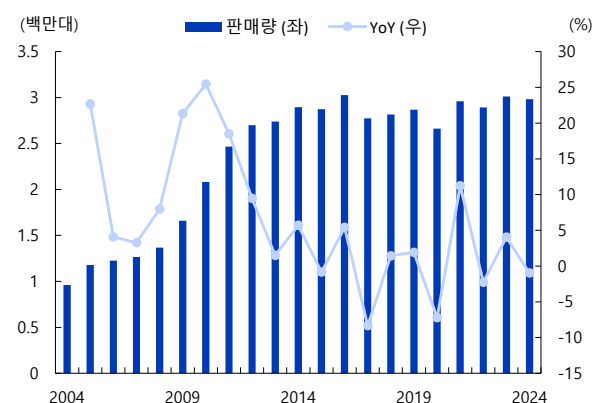
연도	내용
1944	자전거 부품 및 철관 제조 사업 영위하는 경성정공 설립.
1961	대한민국 최초 국산 이륜차 'C-100' 생산
1973	대한민국 최초 자동차 전용 공장 '소하리 공장' 준공
1974	최초 고유 모델 승용차 '브리사' 생산
1981	자동차공업 합리화 조치로 승용 차량 생산 중단 (중소형 상용 차량 생산, 이후 89년 폐지)
1990	사명 '기아자동차'로 변경
1997	외환위기발 부도 사태
1998	현대자동차 인수되어 계열사 편입
2005	글로벌 100만대 판매량 돌파
2006	피터 슈라이어 디자인 총괄 영입
2011	슬로바키아/미국 조지아 준공, 글로벌 현지 생산 확대
2021	사명 '기아'로 변경
2022	E-GMP 기반 EV 브랜드, 최초로 EV6 출시

자료: 기아, 교보증권 리서치센터

기아는 완성차 및 부품품의 제조 및 판매 사업을 영위 중으로 신차 판매량에 따라 실적이 결정되는 구조이다. 회사의 도매판매량은 2004년 111.3만대에서 2024년 308.9만대로 20년간 연평균 5.3%의 판매량 성장을 통해 보여왔다. 내수/수출으로 나누다면, 내수는 2004년 25.0만대로 2024년 54.2만대를 기록하며, 연평균 3.9% 성장했다. 수출 판매량은 2004년 76.1만대 대비 178.7만대로 연평균 4.4% 성장하는 모습을 보였다. 이는 20년간 그룹의 해외 진출 발걸음에 따라 주요 시장에서 큰 성장을 기록했기 때문이다. 현재 회사의 매출 비중은 국내 18.0%, 북미 35.2%, 유럽 18.9%로 구성되어 있다.

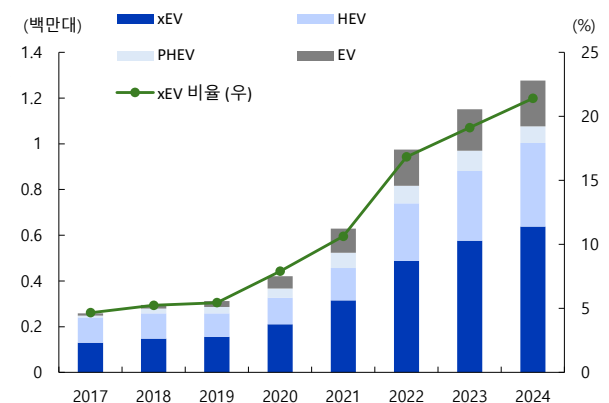
지역별 수익성은 인도/북미/유럽에서 회사 평균 대비 높은 수준으로 파악된다. 유럽에서의 높은 수익성이 의외인데, 이는 높은 EV Mix, 슬로바키아 생산시설의 자동화를 영향으로 판단된다. 유럽 Incentive에 대한 자료는 제한적이나, 현재 유럽 탄소배출 기준을 맞추기 위해 완성차 업체는 일정 비율 이상의 전기차 판매가 필요한 상황이다. 이러한 상황에서 믹스가 낮은 주요 브랜드는 점유율 유지를 위해 높은 인센티브를 제시해야 하는 상황이나, 회사의 EV 라인업이 시장에서 좋은 평가를 받으며 시장 평균 대비 낮은 인센티브가 유지되는 것이 고수익성의 요인으로 파악된다. 회사의 24년 소매 판매기준 xEV 판매량은 63.8만대(+10.9% YoY)로 전사 믹스 비중은 21.4%(+2.2%pt YoY)를 기록했다.

[도표 11] 기아: 장기 판매량 추이



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 12] xEV 판매량 추이 및 전사 믹스



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

완성차 생산 설비는 글로벌 전역에 존재한다. 회사의 핵심 생산시설은 다음과 같다.

국내 생산시설은 소하리/화성/광주에 존재한다. 국내에서 생산되는 물량은 24년 기준 154.8만대, 전체 출고(Ex-Factory)물량 중 51.8%가 국내 생산시설에서 발생하며, 글로벌 현지 생산 기조가 지속됨에도 여전히 핵심 생산 거점으로 자리 잡고 있다. 최근 광명 EVO Plant가 24년 9월 준공되었으며, 기존의 광명 2공장을 높은 자동화율을 보유한 전기차 전용 공장으로 재건축하였다. 기아의 EV라인업과 PBV 시장 공략을 위한 모델의 양산이 해당공장에서 이루어질 예정이다.

회사가 최초의 독립적인 해외 진출을 시작한 거점은 슬로바키아(KaSK)이다. 2007년 준공되었으며, 지속적인 설비투자 통해 높은 자동화율이 구현된 생산시설이다. 유럽 전략 차종인 Ceed/Sportage에 대한 양산을 진행 중이다. 24년 \$ 1.1억의 투자가 집행되었으며, EV시리즈 생산을 위한 설비를 구축이 목적이다. 연내 상반기 중 EV4 양산을 시작으로 향후 현지 공략을 위한 BEV 생산 모델 확장이 발생할 예정이다. 24년말 기준 생산능력은 33만대 규모로 확인된다.

중국에서는 동풍기차, 위에다와 JV인 동풍위에다기아를 설립하며 진출하였고, 1공장인 옌천 공장은 2002년 준공되었다. 이후 사업 호조에 따라 추가 공장이 준공되었으나, 이후 사업 환경이 지속해서 어려워짐에 따라 공동 창업사인 위에다 그룹에게 1공장의 장기 임대(위탁생산)를 진행하기도 하였다. 24년 기준 BEP 수준의 수익성으로 적자에서 벗어났으며, 향후 2공장을 시작으로 EV 시리즈 양산을 통해 수출 전진 기지로 활용하려는 모습을 띄고 있다. 현재 1/2/3 공장을 보유 중이며, 전체 생산능력은 89만대 수준으로 확인된다.

미국의 조지아 공장(KaGA)은 2010년 준공되었으며, 북미 수요에 맞춘 차종을 양산 중이다. 2024년말 기준 볼륨 모델인 Sportage/Sorento, 전략 모델인 Telluride를 생산 중이다. IRA 감축법에 따라, 보조금 수혜를 위한 EV 시리즈 역시 24년 중순부터 해당 공장에서 생산이 이루어지고 있다. 생산 능력은 34만대 수준으로 확인된다.

멕시코 공장(KMX)은 남미/북미 동시 공략을 위한 주요 거점으로써 2016년 준공되었다. USMCA와 낮은 임금을 활용하여 미국/캐나다에 수출하고, 당시 높은 성장을 보이던 브라질 시장의 점유율 확보가 목적이었다. 현재는 북미 및 내수 물량에 대한 양산이 진행 중인 것으로 파악되며, K3/K4 등 Compact 모델을 주로 양산하고 있다. 다만, 세그먼트 수요 변화에 맞추어 24년부터 볼륨 SUV 모델 생산도 이루어지고 있다. 현재 생산능력은 40만대 수준으로 파악된다.

인도공장(KIN)은 2019년 준공되었다. 높은 수입 관세를 회피하고 주요 성장 시장을 공략하기 위한 목적이었다. 현재 해당 공장에서는 Sonet, Carens와 같은 Compact 현지 전략 차종을 양산 중이다. 그룹 내 현대차의 노하우도 있어, 빠른 시장 공략에 성공했다. 현재 생산능력은 30만대로 확인된다.

주요 시장 공략 및 효율성 증대를 위한 조립 공장(KD/CKD)을 보유 중이기도 하다. 말레이시아/베트남/중동/러시아 등의 주요 거점에 존재한다. 따라서 현대차그룹의 러시아의 재진출이 발생할 경우, 상대적으로 그룹사보다 빠른 판매 정상화가 이루어질 가능성도 존재한다.

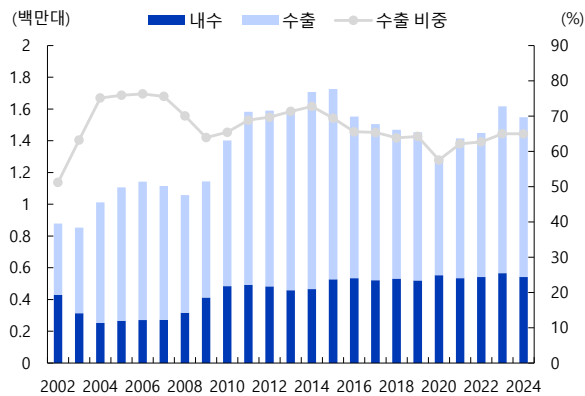
[도표 13] 기아 글로벌 생산시설 현황

지역	준공연도	약칭	*Design CAPA (천대)	비고
한국 광명/화성/광주	-	KMC	1,591	
중국 연청	2002	KM	890	위에다/기아 JV
슬로바키아	2007	KMS	330	
미국 조지아	2010	KMMG	340	
멕시코 누에보레온	2016	KIMX	400	
인도 프라데시	2019	KIN	300	

자료: Compnay Data, 교보증권 리서치센터

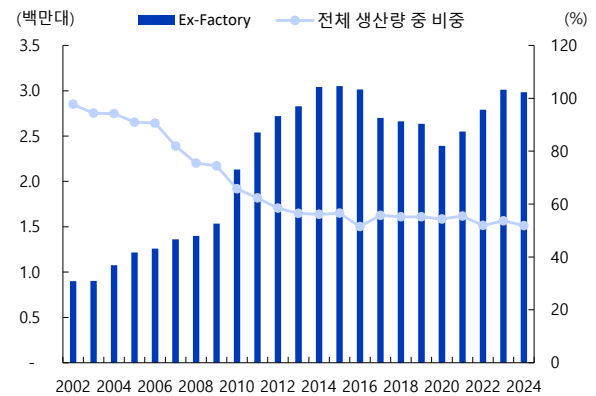
주석: 회사의 홈페이지 기준 CAPA 삽입

[도표 14] 국내 공장 출고(Ex-Factory) 내수/수출 추이



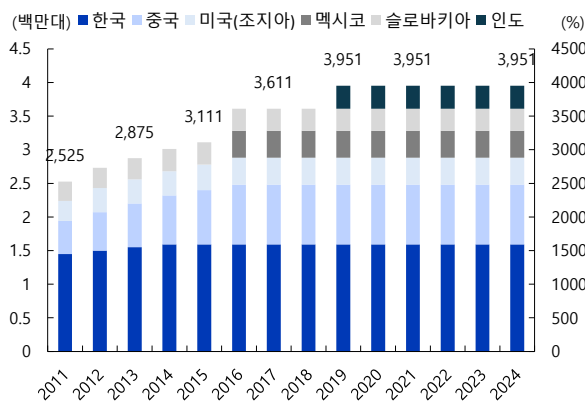
자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 15] 전체 출고량 대비 국내 공장 출고(Ex-Factory) 추이



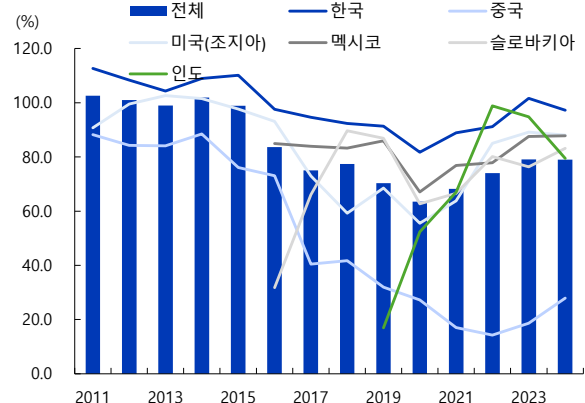
자료: experian, 교보증권 리서치센터

[도표 16] 전체 CAPA 추이



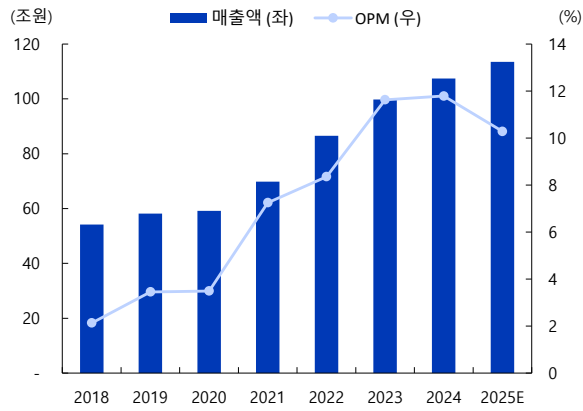
자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 17] 공장별 가동률 추이



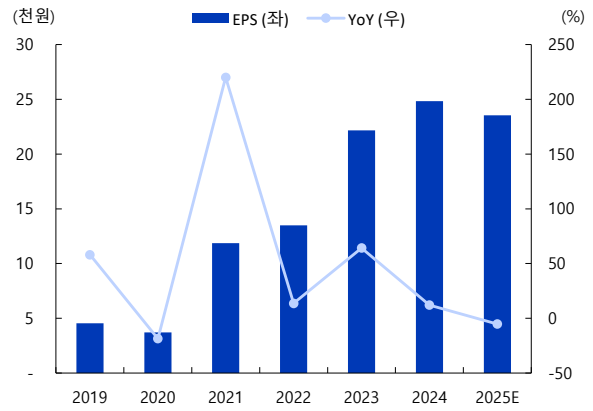
자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 18] 기아 연간 실적 추이



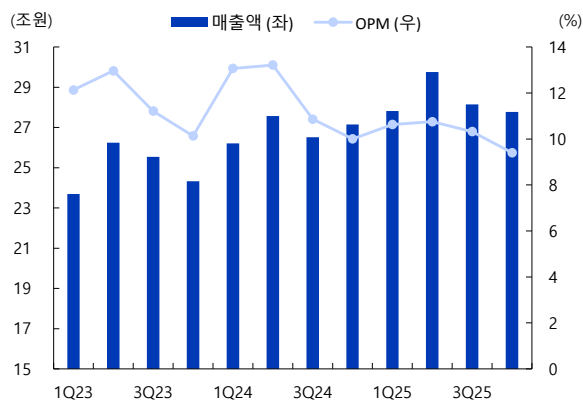
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 19] 기아 연간 EPS 추이



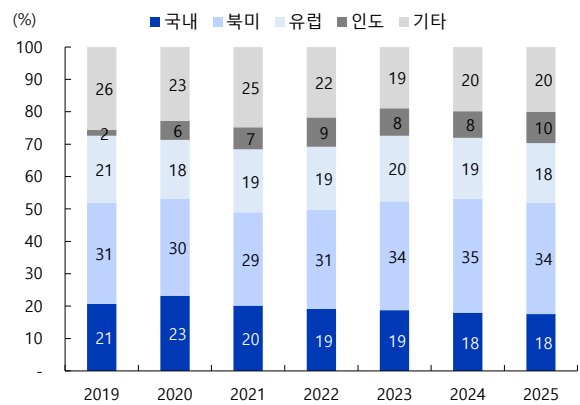
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 20] 기아 분기 실적 추이



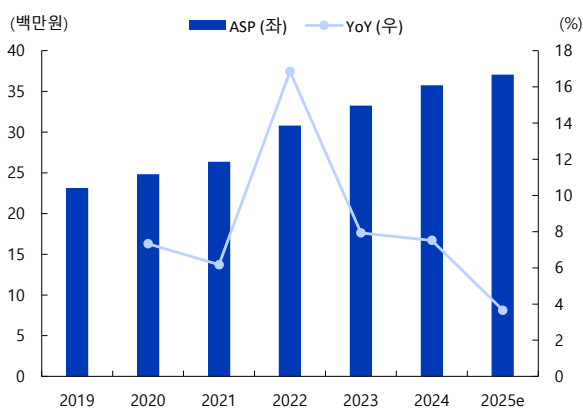
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 21] 기아 지역별 매출 비중 추이



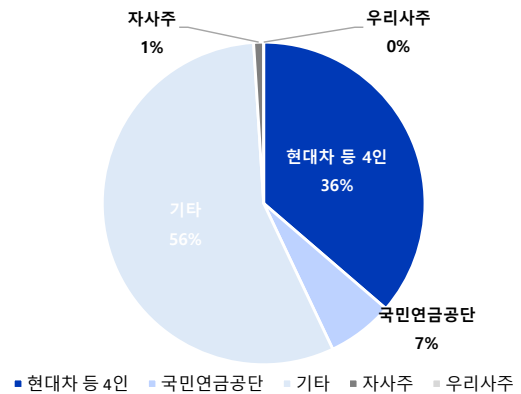
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 22] ASP 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 23] 기아 지분구조



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

2. 투자 포인트: 신차 싸이클 Start

2025년 판매량 가이드언스를 공격적으로 제시하였다. 관세에 따른 불확실성이 커지며 가이드언스의 신뢰도는 다소 떨어진 상태이나, 해당 시기에도 PEER들의 25년 가이드언스가 '완만한 회복'에 맞춰져 있음을 고려해본다면 회사의 강한 자신감을 엿볼 수 있다.

세부적으로 가이드언스를 살펴본다면, 인도에서의 높은 성장(+22.4% YoY)과 유럽에서의 추가적인 M/S 확장이 이어지고, 신흥국에서도 눈에 띄는 성장이 나타날 것으로 기대하는 모습이다. 이는 [도표 27]에서 볼 수 있듯이, 24년에(쏘렌토/스포티지)에 이어 신차 싸이클 지속에 기인한다.

[도표 24] 기아 2025년 도매 판매량 가이드언스

(천대)	2024 가이드언스	2024 판매량	달성률 (%)	2025 가이드언스	증감 (%)
도매판매	3,200	3,089	96.5	3,216	4.1
중국 제외	3,083	3,090	100.2	3,215	4.0
국내	532	542	101.8	552	1.8
북미	1,045	1,057	101.1	1,077	1.9
미국	852	859	100.8	865	0.7
유럽	610	567	93.0	580	2.3
서유럽	579	537	92.7	557	3.7
인도	280	245	87.5	300	22.4
중국	116	78	67.0	81	3.8
아중동	229	237	103.4	246	3.8
중남미	144	145	100.5	147	1.4
아태	170	173	101.9	180	4.0
러시아 권역	72	46	63.5	52	13.0
CKD	85	82	96.9	98	19.5

자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 25] 주요 OEM 별 연초 25년 가이드언스

(천대)	현대차	도요타	혼다	닛산	미쓰비시	폭스바겐	메르세데스	BMW	스텔란티스	BYD
25년 가이드언스	4,174	9,800	3,620	*3,350	878	-	-	-	-	4,272
전년 판매대수	4,142	9,362	3,716	3,346	842	8,578	2,175	2,451	5,501	6,000
전년 대비 (%)	+0.8	+1.2	-2.6	+0.1	+4.3	유지	소폭 감소	소폭 증가	긍정적 성장	+40.4

자료: 각사 IR, Marklines, Company Data, 교보증권 리서치센터

주식: 메르세데스, Stellantis는 가이드언스 철회하였음

주식: 닛산 연초 가이드언스 365만대, 1분기 실적발표 통해 가이드언스 하향조정

[도표 26] 기아 2025년 소매 판매량 가이드런스

(천대)	2024 가이드런스	2024 판매량	달성률 (%)	2025 가이드런스	증감 (%)
소매판매	3,140	2,988	95.2	3,170	6.1
중국 제외	3,025	2,909	96.2	3,089	6.2
국내	532	542	101.8	552	1.8
북미	1,009	988	97.9	1,047	6.0
미국	822	796	96.8	843	5.8
유럽	610	559	91.6	581	4.0
서유럽	579	529	91.4	559	5.5
인도	277	243	87.8	300	23.2
중국	115	80	69.6	81	1.3
아중동	217	220	101.5	235	6.5
중남미	142	142	99.9	145	2.4
아태	168	166	98.8	178	7.3
러시아 권역	69	49	70.4	51	5.6
CKD	82	83	101.0	92	12.0

자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 27] 기아 신차 출시 일정

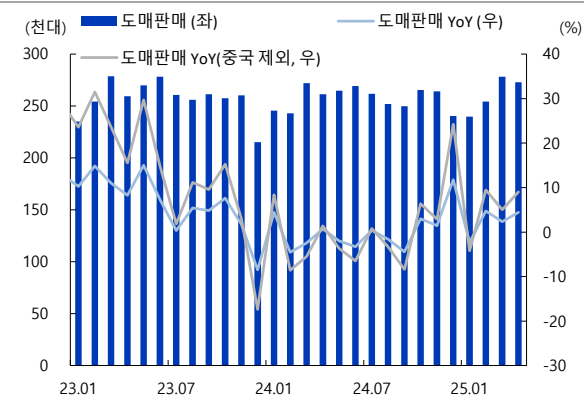
지역	구분	1H24	2H24	1H25	2H25	2026
한국	승용	K4, K9	K8 F/L			K5 FMC
	RV		스포티지 F/L	타스만		셀토스 FMC
	HEV/PHEV		스포티지 F/L			
	BEV	EV3	EV6 F/L	EV4, EV9 GT	EV5, PV5, EV3 GT	PV 시리즈
미국	승용		K4			
	RV	쏘렌토 F/L, 카니발 FMC	K4		텔룰라이드 FMC	
	친환경			EV3, EV9 GT	EV4	EV5
유럽	승용/RV			K4/해치백		
	친환경		EV3, EV9 GT		EV4	
	승용					
중국	RV					
	친환경			E-GMP 신차		
인도	승용/RV			시로스(1월) 카렌스 Clavis(5월)	시로스 EV	쏘넷 FMC 셀토스 FMC

자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

2025년 YTD 기아의 완성차 도매 판매량은 104.6만대로 YoY +2.3%, 소매판매량은 102.5만대 (+4.8% YoY) 증가하였다. 절대적인 수치로는 높은 성장세가 보여지고 있으나, 도매/소매 가이던스(+4.1%/+6.1% YoY)와 비교시 다소 아쉬운 판매량이 나타나고 있다.

지역별로는 중동/아프리카와 인도에서 높은 성장을 보였으며, 유럽과 중국에서 부진한 모습을 노출했고, 북미에서 관세에 따른 선수요가 시장 전반에 반영되며 높은 판매 증분을 보여주었다.

[도표 28] 기아: 도매 판매 추이



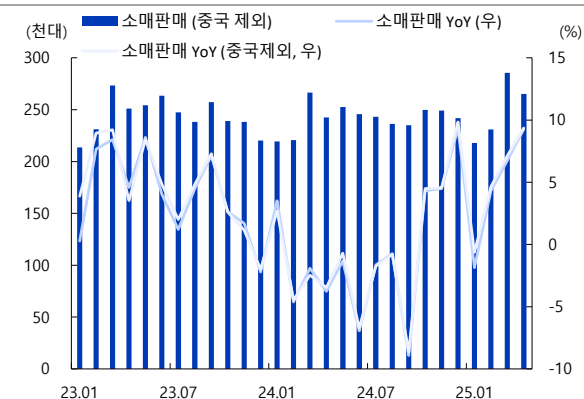
자료: Dart, 교보증권 리서치센터

[도표 29] 도매판매: 25년 YTD 지역별 증감율

지역	2024	2025	증감율 (%)
북미	343,805	349,397	1.6
유럽	203,399	194,455	-4.4
남아메리카	41,240	42,458	3.0
중동/아프리카	65,891	81,846	24.2
아태평양	52,469	51,824	-1.2
인도	85,337	99,176	16.2
중국	26,360	24,506	-7.0
중국 제외 판매	1,021,797	1,045,573	2.3
전체 판매량	994,237	1,019,917	2.6

자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 30] 기아: 소매 판매 추이



자료: Dart, 교보증권 리서치센터

[도표 31] 소매판매: 25년 YTD 지역별 증감율

지역	2024	2025	증감율 (%)
북미	307,581	338,544	10.1
유럽	197,878	194,272	-1.8
남아메리카	43,911	44,329	1.0
중동/아프리카	72,511	80,050	10.4
아태평양	49,193	51,470	4.6
인도	76,025	91,430	20.3
중국	27,830	24,526	-11.9
중국 제외 판매	949,069	999,654	5.3
전체 판매량	978,148	1,025,289	4.8

자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

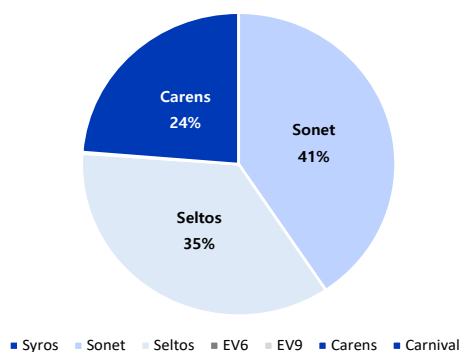
다만, 아쉬운 결과에도 신차 효과가 본격적으로 반영되기 이전이라는 점은 고려할 필요가 있다. 25년 회사의 주요 신차는 EV3/4, 타스만(Tasman)과 시로스(Syros)이다.

신차 라인업 고려시, 가장 기대되는 지역은 인도이다. 25년 YTD 판매량은 9.9만대로 YoY +16.2% 증가한 모습을 보이고 있다. 전략 신모델인 소형 SUV Syros는 1월부터 판매가 시작, 2월부터 판매가 집계되었고, 누적 1.3만대를 판매했다. 기존 인도의 전략차종인 Carens/Sonet과의 초기 3개월 판매량과 비교할 경우, 다소 아쉬운 성적임은 부인할 수 없다. 다만, 이전 신규 모델인 Carens의 경우 3개월 이후로 지속적으로 판매량이 유지되었음을 고려한다면, 보수적으로 가정하여도 Syros 투입으로 인해 향후 연 4~5만대가량의 볼륨이 추가되는 것으로 추정된다.

동시에 카렌스의 F/L는 하반기 추가적인 성장이 일어날 수 있는 기대요인이다. 카렌스는 연 6.3만대의 핵심 차종이며, F/L 이전인 현재에도 YTD 2.3만대로 전년 대비 25.9% 판매량 증가를 보이고 있다. 5월 예정인 F/L 효과로 연 7만대 이상의 판매고가 나올 것으로 예측한다.

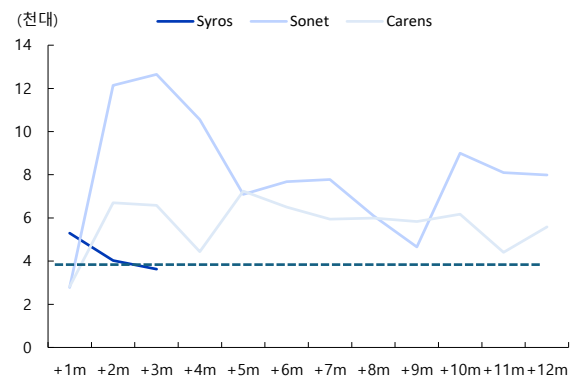
시장 성장에 힘입어 Sonet/Seltos의 모델 노후화 영향이 거의 없다고 가정할시, 회사의 인도 시장 판매량은 약 30만대로 추정되어, 가이던스 부합 수준의 판매량을 예상한다.

[도표 32] 기아: 인도 모델별 판매 비중



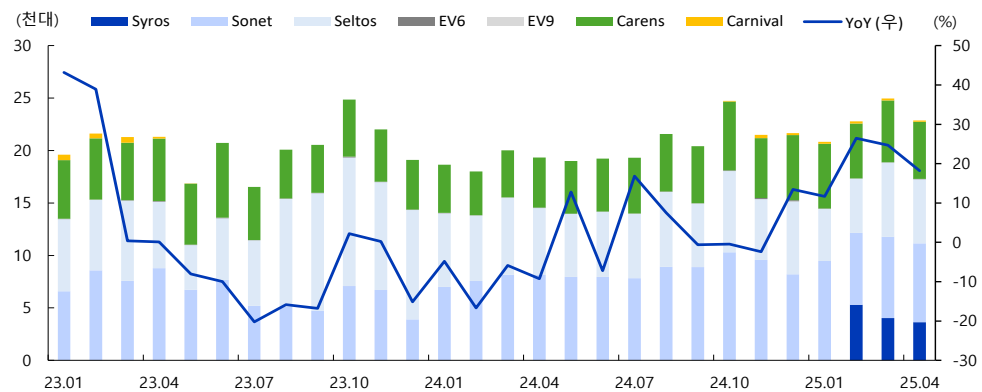
자료: Dart, 교보증권 리서치센터

[도표 33] 기아: Syros-Carens-Sonet 출시 후 12개월 판매량



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 34] 인도 소매판매량 추이



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

유럽에서의 주요 신차는 EV3/4이다. EV3는 2024년 하반기에 출시되었으며, 기대 이상의 판매고를 보이고 있다. 유럽 소매 판매 기준 2025년 누적 판매량은 23,626대이다. 단독 모델로써 회사의 전년도 4월까지의 YTD BEV 판매량(2024.04 YTD 23,900대)을 초과한 상황이다. 25년 3월 기준(JATO) BEV 신규 판매등록 순위에서도 5위를 연내 유지하고 있다.

EV3의 판매량 호조는 유럽 BEV 시장의 고성장(+27.6% YoY, 등록기준) Tesla 고객 이탈로 인한 수혜도 있겠지만, 회사의 높은 상품성이 가장 큰 요인으로 판단한다. 특히 EV3는 출시 이후 월드카어워즈, 영국 올해의 소형 크로스오버, 탑기어 전기차 어워즈 등에서 수상하는 모습을 보여왔다. 동시에 현재 유럽의 주요 볼륨 모델과 비교하여도 가격 대비 성능 측면에서 상당히 우수한 모습을 보여주고 있다.

[도표 35] JATO: 유럽 BEV 모델별 신규등록 건수 상위 10개 차종

브랜드	모델	2025.03	점유율	YoY	브랜드	모델	1Q25	점유율	YoY
Tesla	Model Y	15,164	6.3	-43	Tesla	Model Y	29,770	5.2	-49
Tesla	Model 3	12,500	5.2	+1	Tesla	Model 3	23,044	4.0	-14
VW	ID.4	7,675	3.2	+57	VW	ID.4	21,025	3.7	+115
VW	ID.7	7,438	3.1	+986	VW	ID.7	18,770	3.3	+873
Kia	EV3	7,173	3.0	New	Kia	EV3	18,484	3.2	New
Renualt	5	6,996	2.9	New	VW	ID.3	17,223	3.0	+104
Skoda	Enyaq	6,865	2.8	+92	Skoda	Enyaq	17,197	3.0	+58
VW	ID.3	6,384	2.7	+62	Renualt	5	16,948	3.0	New
BMW	iX1	6,126	2.5	+24	BMW	iX1	14,397	2.5	+34
Audi	Q6 e-tron	5,701	2.4	New	Citroen	C3	12,381	2.2	New

자료: JATO, 교보증권 리서치센터

[도표 36] 유럽 주요 볼륨 모델 비교

	EV3	VW ID.3	VW ID.4	Renualt 5(Cinq)	*Skoda Elroq
세그먼트	B	C	C	B	C
출시일	2024.11	2020.09	2021.03	2024.09	2025 년초
전장, 휠베이스(mm)	4,300, 2,680	4,261, 2,765	4,584, 2,766	3,922, 2,540	4,488, 2,765
공차중량 (kg)	1,800kg	1,787kg	2,156kg	1,447kg	1,949kg
주행거리(WLTP)	436km	388km	363km	307km	375km
최대토크	283Nm	265Nm	310Nm	225Nm	310Nm
배터리용량	58.3kWh	52kWh/55kWh	52kWh/55kWh	40kWh	52kWh/55kWh
*가격 (EUR)	36,000	33,890	40,335	27,900	33,000

자료: 교보증권 리서치센터

주석: 모든 값은 최저 트림 기준으로 작성

주석: Elroq, 3월 기준 신규 등록대수 4,580대로 13위 기록함.

[도표 37] EV3; 2025 월드카 어워즈, '세계 올해의 자동차' 선정



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 38] EV3; 2025 영국 올해의 차 수상



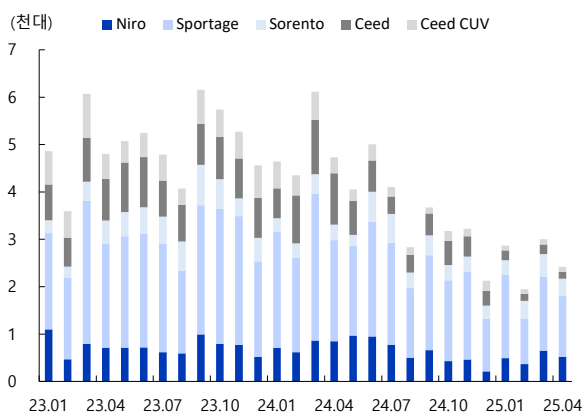
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

기대되는 신차 라인업, 그리고 실제로 좋은 성과를 거두었음에도 유럽 소매 판매량은 YTD 19.5만대, YoY -4.4%로 감소하는 모습을 보이고 있다. 이는 1) 유럽 지역의 전체적인 시장 침체(-0.7% YoY), 2) 모델 노후화 영향이 지배적일 것으로 판단한다.

회사의 유럽 시장 주요 모델은 Sportage, Ceed/CUV, Niro, Stonic이다. 5개 매스 모델의 유럽 시장 판매 비중은 24년 82.7%에 달하는 상황이다. 이러한 모델은 대부분 내연기관(ICE, 73.9%) 모델로서 유럽의 높아지는 전동화 트렌드에 따른 영향을 더 크게 받을 수밖에 없고, 회사도 이것을 알기에 제한적 투자가 진행되어 모델 노후화가 이루어진 상황이다. 또한 PHEV 모델(Ceed, Sportage, Niro)은 경쟁사의 공격적인 라인업 확장과 반대급부로 상대적 노후화로 인한 판매량 감소가 나타나고 있다.

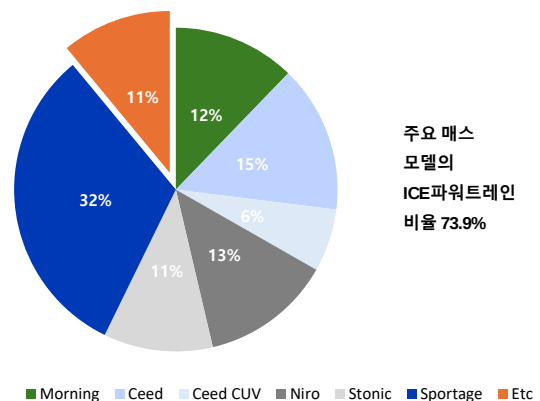
결국 이를 타파하기 위해서는 신규 매스모델의 탄생이 필요하다. 내연기관의 매스 모델을 신규 출시하기에는 어려운 환경이기에, xEV에서의 볼륨 모델 탄생이 회사의 과제이다. 이러한 상황에서 EV3가 좋은 스타트를 끊어주었고, 연말 EV4를 통한 매스 모델이 확장이 발생할 예정이다.

[도표 39] PHEV 모델 판매량 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 40] 유럽 모델별 판매 비중

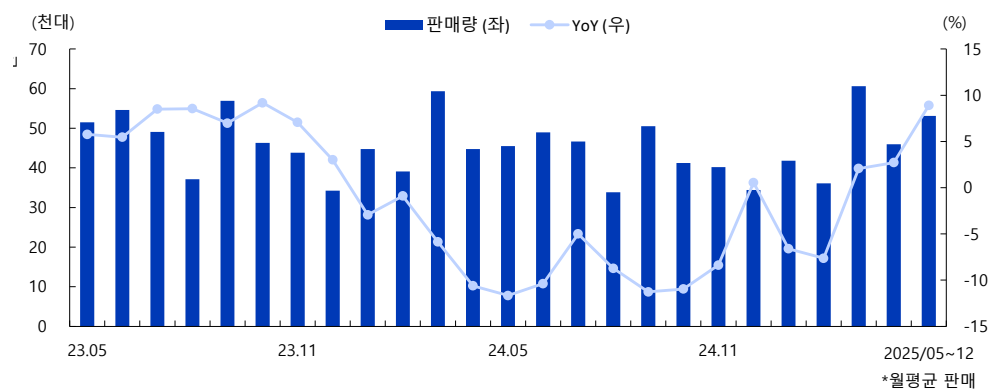


자료: Company data, 교보증권 리서치센터

EV4 역시 EV3와 비슷하게 좋은 평가를 받고 있는 중으로, EV3 수준의 판매량 나올 것으로 기대한다. EV3는 연내까지 현재의 판매량 수준을 연내 꾸준히 유지할 것으로 예상한다.

이에 따라서 1) EV3/EV4의 FY25 합산 판매량을 9.6만대 수준으로 가정하고, 2) HEV 수요 증가로 HEV 주요 모델(Niro/Sportage)의 견고한 판매량 증분 이어지며, 3) 노후화된 일부 내연기관/PHV 모델들의 판매량 감소치가 이어진다고 추정하였다. 이를 감안하여, 25년 서유럽 소매판매량은 55.6만대(+5.1% YoY) 수준을 예상한다.

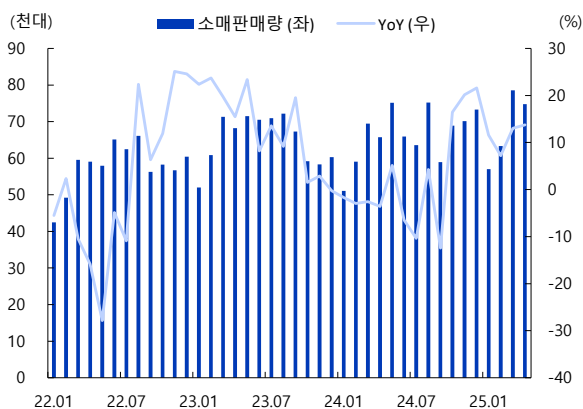
[도표 41] 유럽 소매판매량 추이



자료: Company Data, Marklines, 교보증권 리서치센터

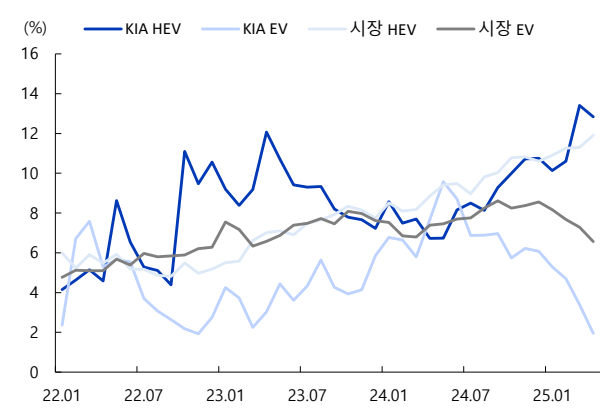
북미에서는 놀라운 성과가 나타났습니다. 미국 YTD 차량 판매는 관세로 인한 선수요가 반영되어 5.4백만대로 전년 대비 5.2% 증가했으나, 회사의 도매 및 소매 판매량은 YTD로 +1.3%, 11.5% 증가하여, 시장을 상회하는 증분이 나타났습니다. 특히 HEV 수요 강세에 힘입어 동사의 HEV 차량의 판매량은 YTD +75.7% 증가했다. 주요 기여 모델이 4Q24 출시된 카니발 하이브리드(YTD +59.8% YoY)임에 따라서, 신차효과가 연내 이어질 것으로 기대된다.

[도표 42] 북미 소매 판매량 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 43] 북미 시장 전체 EV MIX 및 동사 EV MIX 추이



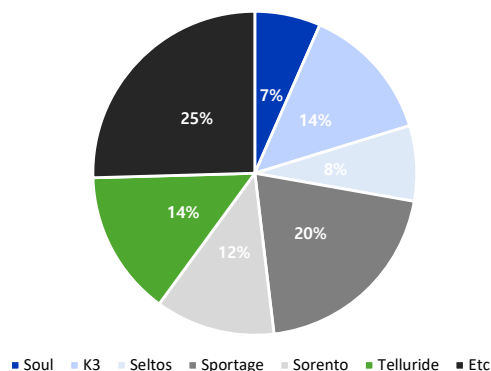
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

11월에 볼륨 모델인 Telluride의 FMC를 앞두고 있다. 회사의 2024년 북미 판매량 중 Telluride의 비중은 14.5%로 단일 모델 중 Sportage 다음으로 큰 비중을 차지한다. 하반기 관세 영향에 따른 시장의 불확실성은 매우 높다. 그러나 하반기에는 관세의 영향이 파악되며, 시장 심리가 점차 회복되는 모습이 예상된다. Telluride의 판매가 연말부터 본격화될 것으로 보이기에 판매에 끼치는 부정적 영향은 제한적일 것으로 판단한다.

EV3/EV4 역시 연내 북미에서 출시가 예정되어 있다. 4월 기준 미국의 전기차 신차 판매 비중은 8.7%(+0.2pt YoY)로 침투율이 여전히 둔화하고 있는 모습을 보이며, 북미 OEM들은 EV 출시 계획을 지연시킨 상태이다. 볼륨 측면에서 큰 기여를 하기에는 어려울 수 있지만, 동사의 북미 EV시장 점유율을 늘릴 좋은 기회가 될 것으로 판단된다.

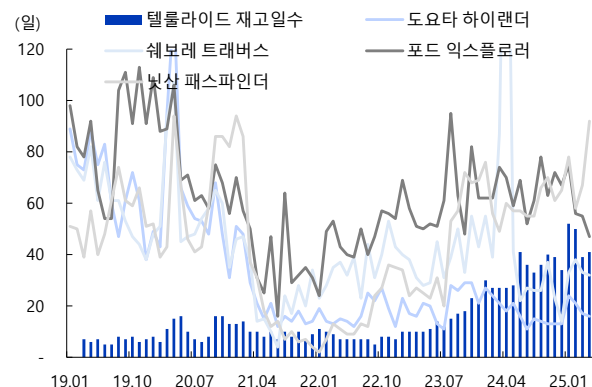
다만, 북미 연간 소매판매량은 가이던스 대비 하회할 것으로 예상된다. 미국의 소매판매가 큰 폭으로 증가했으나, 6월부터 동시다발적으로 발생할 OEM들의 판가 인상과 소비자 심리의 하락 영향으로 미국 판매량에 부정적 영향이 있을 것으로 추정된다. 이미 시장 조사기관인 Global Data는 25년의 미국 판매량을 1,610만대(+1.2% YoY)에서 1,500만대(-6.4% YoY)로 전망치를 크게 낮추었으며, 이를 고려하여 추정하였다.

[도표 44] 북미 소매판매 모델 믹스



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

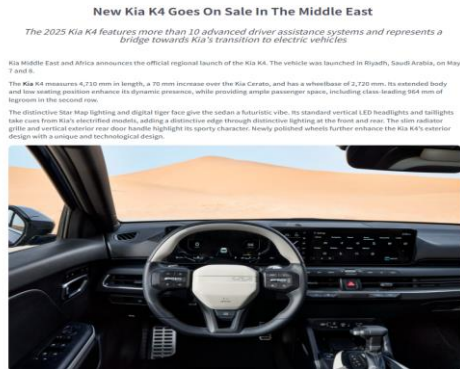
[도표 45] 텔룰라이드/경쟁 제품 재고일수: 노후화 인한 차이 감소



자료: Marklines, Company data, 교보증권 리서치센터

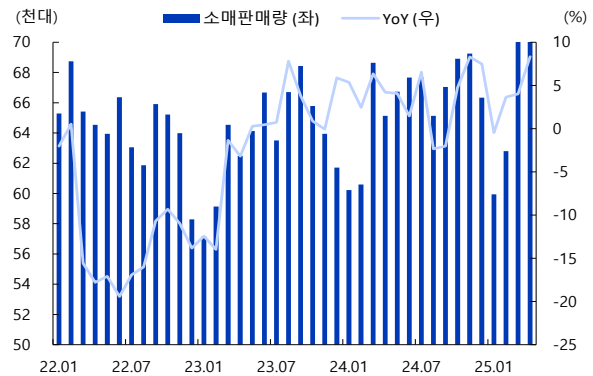
신흥국에서도 강한 판매량 반등이 나타나는 상황이다. 이는 24/25 볼륨모델의 대규모 출시가 이루어졌기 때문으로 판단된다. 24년 중 중동/아프리카 지역에 K3 FMC(1H24), Sportage L(2H24)를 출시했다. 올해에도 K8(1H25), K4(1H25)의 출시가 예정되어 있는 것으로 확인된다. 특히 K3/K4/Sportage는 동사에서 주력 볼륨모델로 신흥국 지역의 신차 효과는 25년 이후에도 지속될 것으로 판단된다. 이외에 타스만(Tasman)이 7월부터 뉴질랜드/호주 시장에 진출 예정으로 회사의 세그먼트 확장도 기대 요인이 될 수 있는 상황이다.

[도표 46] K4 출시 관련 내용



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 47] ROW 소매 판매량 추이



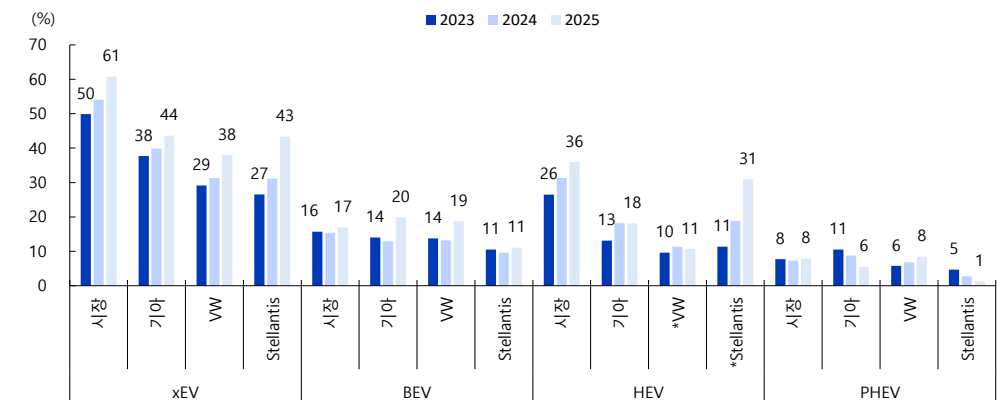
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

종합적으로 주요 모델들의 출시가 연초부터 하반기까지 이어져 있는 상황이다. 동시에 26년 신차 역시 볼륨모델로 채워져 있음에 따라서 사이클은 26년까지 장기화될 수 있다고 생각된다.

이번 신차 사이클에서 가장 유의미한 성과는 유럽에서 점차 힘이 빠지는 ICE 볼륨모델을 대체할 xEV 볼륨모델을 발굴해 냈다는 데 있다. EV3가 성공함으로써, EV4의 연속된 히트에 대한 가능성도 더욱 올라왔다고 평가된다. 해당 볼륨모델을 기반으로 글로벌 영역 확장을 기대할 수 있는 상황으로 평가한다.

이것이 더욱 의미 있는 것은 xEV 판매량 증가에 따라, 유럽 지역의 고수익성이 유지될 수 것으로 예상되기 때문이다. 현재 유럽 OEM들은 탄소 배출 규제를 회피하기 위해 xEV에 대한 높은 인센티브 지출을 하고 있을 것으로 예상된다. 2025년부터 유예조치가 도입되었으나, 다른 연도의 감축으로 상쇄되어 3년 누적으로는 동일한 탄소 배출을 해야 한다. 결국 xEV 판매를 위해 높은 인센티브를 지출, 혹은 ICE 판매를 의도적으로 줄여야하는 상황에 직면했다. 동사는 유럽 주요 레거시 업체 대비 높은 xEV 판매 비중으로 인해, Incentive 절감 및 ICE 에서도 적극적인 판촉이 가능할 것으로 판단된다. 향후에도 성공적인 전동화 흐름에 따른 유럽 지역의 수혜가 기대된다.

[도표 48] 서유럽: 시장 전체 및 Captive 업체 파워트레인 믹스



자료: Company Data, ACEA, Marklines, 교보증권 리서치센터

주석: VW/Stellantis의 HEV는 MHV(Mild Hybrid Vehicle)로 분류

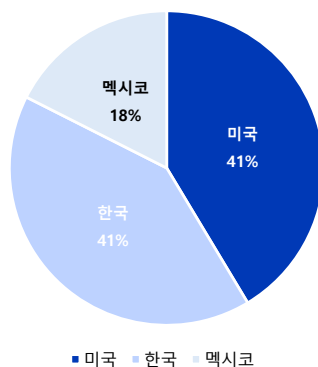
4. 실적추정: 피할 수 없는 관세 영향

트럼프 관세에 따른 시장 침체, 이익 훼손은 동사를 넘어 자동차 산업 전체에서 핵심 리스크이다. 특히 동사는 24년기준 북미 법인의 매출 비중이 40.4%로 전사 실적에 가장 큰 영향을 끼치는 지역으로 자리잡고 있다. FY24기준 미국의 판매 차량 중 완성차 수입 비중은 55.8%로 추정되어 관세에 적지 않은 영향을 받을 것으로 판단된다. 이에 대한 대응 선제적인 대응 방안으로 미국내 생산하는 물량 중 일부 수출 물량이 있었으나, 이를 미국내 수요로 충당 중이다.

멕시코 공장/HMGMA의 활용이 변수가 될 것으로 생각된다. USMCA 대상국에 대해 관세 유예가 유지되고 있으며, 주요 북미 OEM의 서플라이 체인이 USMCA에 깊게 얽혀 있기에 관세를 유지할지는 미지수인 상황이다. 향후 관세 협상 진행에 따라서 멕시코 공장에서 미국 수요향 모델 생산을 고려해볼 수 있다. 동시에 HMGMA에서 xEV 양산이 이루어지며 미국 현지 생산 비중은 27년 이후 70% 수준까지 도달할 수 있을 것으로 추정된다.

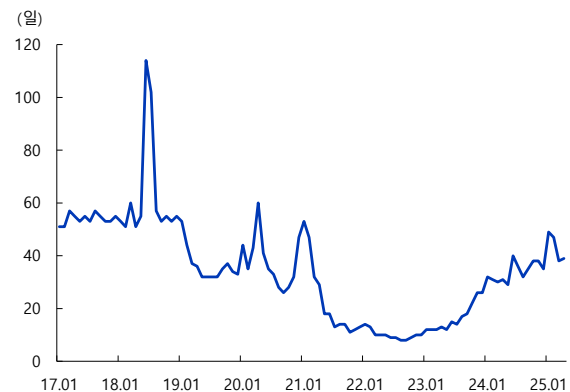
높은 불확실성에 기인하여 기시행된 생산변경만을 반영할 경우, 미국의 25/26년 연간 관세 규모(온기 추정, 25년 실질 반영 금액 -1.8조원)는 약 4.0조원 수준으로 추정한다. 2분기부터 소폭의 관세 영향 가능성 존재하며, 3분기부터 이익 규모 축소를 예상한다.

[도표 49] 기아: FY24 미국 Retail 판매 대비 수입 비중



자료: Dart, 교보증권 리서치센터

[도표 50] 기아: 미국 재고일수 추이



자료: Edmunds, 교보증권 리서치센터

2025년 전망: 판매 호조 수혜, 제한적 감익 예상

동사의 2025년 실적은 매출액 114.6조원(+6.6% YoY), 영업이익 11.5조원(-9.3% YoY, OPM 10.1%)으로 전년 대비 감익이 나올 것으로 예상된다.

감익의 주요인은 1) 직접적 관세 영향으로 인한 손실(-1.8조원), 2) 간접적 영향에 따른 북미 판매량 감소(-0.5% YoY) 때문이다. 그럼에도 1) 고수익 지역인 유럽/인도 볼륨 증가, 2) 회사 기준 환율 대비 높은 환율 유지/북미 판가 인상 가능성에 따른 ASP 증가(+3.2% YoY) 효과로 인해 감익폭의 축소가 발생할 것으로 예상된다.

2분기 실적은 29.6조원(+7.2% YoY), 영업이익 3.4조원(-6.6% YoY, OPM 11.5%)로 호실적을 이어나갈 전망이다. 주요인은 1분기에 이어 북미 시장의 선수요 영향이다. 미국 소매 판매량은 1분기 +10.8% YoY 증가에 이어, 4월에도 13.8%를 기록하며 증가세가 이어지고 있다. 추가적인 선수요 반영에 따라서 서프라이즈 가능성도 충분하다고 기대된다. 이후 유럽/인도/기타 지역의 판매량도 신차 효과에 따라, 가이던스 수준에 부합하는 성장이 이어질 것이라고 기대된다. 반면, 1분기 고환율(1Q25 평균 1,453원) 대비 낮은 수준이 유지되고 있어, 수익성 훼손 요인으로 작용할 전망이다.

[도표 51] 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	26,213	27,568	26,520	27,148	28,017	29,578	27,777	28,689	107,449	114,066	121,164
국내	4,765	4,830	4,455	5,104	4,931	5,132	4,846	5,393	19,155	20,302	20,666
북미	11,057	12,218	12,305	11,755	11,907	12,953	12,285	12,056	47,335	49,201	52,366
유럽	6,260	5,960	5,490	5,565	6,444	6,608	5,958	5,900	23,275	24,968	26,182
인도	1,201	1,219	1,220	1,059	1,485	1,452	1,448	1,423	4,698	5,814	6,956
기타	2,931	3,341	3,050	3,665	3,250	3,433	3,239	3,859	12,987	13,781	14,994
매출총이익	6,236	6,646	6,140	5,749	6,081	6,907	5,977	6,135	12,667	11,493	11,032
GPM	23.8	24.1	23.2	21.2	21.7	23.4	21.5	21.4	23.1	22.0	21.0
영업이익	3,426	3,644	2,881	2,716	3,008	3,408	2,546	2,539	12,667	11,493	11,032
OPM	13.1	13.2	10.9	10.0	10.7	11.4	9.2	8.8	11.8	10.0	9.1
세전이익	3,785	4,040	3,232	2,444	3,243	3,655	3,010	2,649	13,500	12,557	12,139
세전이익률	14.4	14.7	12.2	9.0	11.6	12.2	10.0	9.9	12.6	11.0	10.0
지배주주순이익	2,808	2,955	2,268	1,742	2,393	2,393	2,393	2,086	9,773	9,263	8,955
NPM	10.7	10.7	8.6	6.4	8.5	8.0	8.6	7.3	9.1	8.1	7.4
원/달러 환율 (원)	1,329	1,371	1,358	1,400	1,453	1,400	1,400	1,400	1,365	1,413	1,400
도매 판매량(excl. CN)	740	775	743	747	745	799	781	766	3,005	3,092	3,224
ASP (백만원)	35.4	35.6	35.7	36.4	37.6	37.0	35.5	37.5	35.8	36.9	37.6

자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[기아 005380]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	99,808	107,449	114,066	121,164	130,117
매출원가	77,180	82,678	88,973	95,654	101,039
매출총이익	22,629	24,771	25,093	25,510	29,078
매출총이익률 (%)	22.7	23.1	22.0	21.1	22.3
판매비	11,021	12,104	13,600	14,478	15,356
영업이익	11,608	12,667	11,493	11,032	13,722
영업이익률 (%)	11.6	11.8	10.1	9.1	10.5
EBITDA	13,961	15,216	14,324	14,168	17,201
EBITDA Margin (%)	14.0	14.2	12.6	11.7	13.2
영업외손익	1,069	833	1,064	1,107	1,084
관계기업손익	684	395	395	395	395
금융수익	1,263	1,351	1,448	1,405	1,345
금융비용	-392	-610	-645	-539	-502
기타	-485	-304	-135	-154	-155
법인세비용차감전순이익	12,677	13,500	12,557	12,139	14,806
법인세비용	3,900	3,725	3,292	3,182	3,882
계속사업순이익	8,778	9,775	9,265	8,957	10,924
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	8,778	9,775	9,265	8,957	10,924
당기순이익률 (%)	8.8	9.1	8.1	7.4	8.4
비지배지분순이익	1	2	2	2	2
지배지분순이익	8,777	9,773	9,263	8,955	10,922
지배순이익률 (%)	8.8	9.1	8.1	7.4	8.4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	190	2,036	2,035	2,035	2,035
포괄순이익	8,968	11,811	11,300	10,992	12,959
비지배지분포괄이익	1	3	3	3	4
지배지분포괄이익	8,967	11,808	11,297	10,989	12,956

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	11,297	12,564	11,998	12,679	14,879
당기순이익	8,778	9,775	9,265	8,957	10,924
비현금항목의 가감	8,836	9,666	8,674	8,827	9,892
감가상각비	1,846	2,010	2,269	2,526	2,825
외환손익	-120	186	3	-46	-48
자본법평가손익	0	0	-395	-395	-395
기타	7,110	7,470	6,798	6,743	7,510
자산부채의 증감	-4,247	-4,287	-3,655	-2,922	-3,030
기타현금흐름	-2,071	-2,590	-2,286	-2,183	-2,907
투자활동 현금흐름	-3,107	-10,153	-6,201	-6,504	-7,064
투자자산	-1,778	-2,538	-1,506	-1,506	-1,506
유형자산	-2,335	-3,485	-3,500	-3,750	-4,250
기타	1,006	-4,130	-1,195	-1,248	-1,308
재무활동 현금흐름	-5,596	-3,570	-3,260	-2,668	-2,615
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	-1,240	-675	-300	-300	-300
장기차입금	-2,515	-247	90	90	90
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-1,403	-2,194	-2,559	-2,506	-2,452
기타	-438	-453	-491	47	47
현금의 증감	2,799	-787	725	1,789	3,511
기초 현금	11,554	14,353	13,567	14,292	16,081
기말 현금	14,353	13,567	14,292	16,081	19,592
NOPLAT	8,037	9,172	8,480	8,140	10,124
FCF	3,809	3,949	4,155	4,604	6,323

자료: 기아, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	37,466	41,797	44,853	48,372	53,962
현금및현금성자산	14,353	13,567	14,292	16,081	19,592
매출채권 및 기타채권	4,957	6,842	7,061	7,329	7,659
재고자산	11,273	12,419	13,993	14,863	15,962
기타유동자산	6,883	8,970	9,508	10,099	10,749
비유동자산	43,162	50,958	54,170	57,330	60,652
유형자산	16,104	18,279	19,511	20,735	22,160
관계기업투자금	20,762	23,858	25,364	26,870	28,376
기타금융자산	1,443	3,365	3,365	3,365	3,365
기타비유동자산	4,852	5,456	5,929	6,359	6,751
자산총계	80,628	92,756	99,023	105,702	114,614
유동부채	25,674	26,977	27,175	27,958	28,923
매입채무 및 기타채무	16,346	17,275	17,919	18,609	19,481
차입금	129	221	221	221	221
유동성채무	969	838	300	300	300
기타유동부채	8,230	8,644	8,735	8,828	8,922
비유동부채	8,395	9,938	9,302	8,747	8,223
차입금	200	0	90	180	271
사채	2,502	2,176	1,876	1,576	1,276
기타비유동부채	5,693	7,763	7,336	6,991	6,677
부채총계	34,070	36,916	36,477	36,706	37,146
지배지분	46,552	55,831	62,536	68,985	77,455
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	56,945	63,395	71,865
기타자본변동	-395	-348	-348	-348	-348
비지배지분	6	9	10	11	13
자본총계	46,558	55,840	62,546	68,996	77,468
총차입금	11,075	11,992	11,746	11,759	11,745

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	21,770	24,413	23,241	22,518	27,465
PER	4.6	4.1	3.7	3.9	3.2
BPS	115,789	140,395	157,254	173,471	194,771
PBR	0.9	0.7	0.6	0.5	0.4
EBITDAPS	34,629	38,011	35,937	35,627	43,253
EV/EBITDA	1.7	1.4	1.0	0.8	0.4
SPS	247,564	268,412	286,184	304,683	327,196
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
CFPS	9,447	9,866	10,426	11,578	15,901
DPS	5,600	6,500	6,500	6,500	7,500

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	15.3	7.7	6.2	6.2	7.4
영업이익 증가율	60.5	9.1	-9.3	-4.0	24.4
순이익 증가율	62.3	11.4	-5.2	-3.3	22.0
수익성					
ROIC	71.3	65.8	48.1	40.7	45.8
ROA	11.4	11.3	9.7	8.7	9.9
ROE	20.4	19.1	15.7	13.6	14.9
안정성					
부채비율	73.2	66.1	58.3	53.2	48.0
순차입금비율	5.1	3.8	2.9	2.5	2.2
이자보상배율	63.8	124.8	105.3	101.3	144.7

Company Analysis

현대모비스 012330

불확실한 시장 환경 속, 확실한 선택

목표주가 330,000원, 대형사 TOP-PICK

Buy

신규

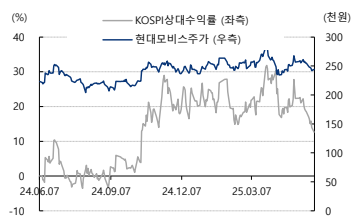
TP 330,000 원

신규

Company Data

현재가(05/26)	244,000 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	285,500 원
52 주 최저가(보통주)	204,000 원
KOSPI (05/26)	2,644.40p
KOSDAQ (05/26)	725.27p
자본금	4,911 억원
시가총액	226,908 억원
발행주식수(보통주)	9,180 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	12.6 만주
평균거래대금(60 일)	320 억원
외국인지분(보통주)	41.94%
주요주주	
기아 외 7 인	31.91%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.4	-2.0	10.2
상대주가	-6.0	-6.6	12.0

[자동차] 김광식

3771- 6669,

20250021@iprovest.com

현대모비스에 대해 목표주가 330,000원, 투자의견 BUY로 커버리지 개시함. 투자포인트로는 ① 불확실성 높은 신차 시장의 헛지 역할 가능한 A/S 부문, ② 핵심부품의 고성장 기조 유지, ③ 높은 주주환원율(TSR)로 인한 밸류에이션 재평가 여력 충분이다.

A/S: 안 팔려도 날라가는 중

불분명한 미국 관세 영향, 글로벌 침체 가능성으로 신차 판매 시장은 불확실성 큰 상황임. 그러나 기판매된 물량을 기반으로 하는 A/S 시장은 안정적 매출 발생 가능. 현대차 그룹의 UIO(3~12년)는 25년 630만대(-0.5% YoY) 수준 유지할 것. 반면 전동화/전장화 제품 비중 상승, ASP 증가 시기 판매된 차량이 유효 UIO에 편입됨에 따라 순정 부품 수요 증가하며 UIO 팩터 이상으로 성장폭은 견조할 전망이다. 수출 비중이 높은 해당 사업부문에 유리한 고환율 국면은 다소 잦아들었으나, 여전히 기준환율 대비 높은 수준 유지되며 수혜는 유지될 전망이다.

모듈&핵심부품: 핵심부품 성장 & GM 수혜 기대감

모듈 제외한 핵심부품 매출은 24년 19.5조원에서 26년 24.2조원으로 연평균 11.4% 성장할 것으로 전망. 이는 SDV 전략 가속화 및 부품 통합화 흐름에 따라 다양한 부문 사업을 영위하고 있는 대형 부품사인 동사가 수혜를 입는 상황이 지속되고, 글로벌 OEM 매출 다각화가 시작되기 때문임. 24년까지 높은 초기투자 비용 영향으로 전장 부문은 BEP, 전동화 부문은 적자가 이어지는 상황이 지속되었으나, 매출 증대에 따른 레버리지 효과가 26년부터 본격화되며 수익성 개선도 동반될 전망.

동시에 현대차그룹-GM의 협력이 연내 주요 포인트로 기대되는 상황임. GM의 아쉬운 부분은 대형 EV 플랫폼 및 부족한 파워트레인의 종류로 판단됨. 보완을 위한 플랫폼 라이선싱을 고려할 수 있는 상황이며, 이미 미국에 전동화 신공장을 건립한 동사의 장기적 수혜 가능성이 높은 상황으로 판단됨. 하반기로 갈수록 현대차-GM 협력 수혜, 글로벌 OEM 추가 수주, 정산금 반영으로 인한 실적 개선세가 뚜렷해질 것으로 기대되며 자동차 대형주 중 TOP-PICK으로 제시함.

Forecast earnings & Valuation

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(억원)	59,254	57,237	61,873	67,566	73,095
YoY(%)	14.2	-3.4	8.1	9.2	8.2
영업이익(억원)	2,295	3,073	3,571	3,834	4,210
OP 마진(%)	3.9	5.4	5.8	5.7	5.8
순이익(억원)	3,423	4,060	4,117	4,252	4,539
EPS(원)	36,341	43,481	44,220	45,673	48,749
YoY(%)	38.2	19.6	1.7	3.3	6.7
PER(배)	6.5	5.4	5.5	5.3	5.0
PCR(배)	6.2	4.8	4.8	4.4	4.0
PBR(배)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	4.9	3.7	2.7	2.1	1.3
ROE(%)	8.7	9.4	8.6	8.2	8.2

[도표 1] 현대모비스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25(E)	3Q25(E)	4Q25(E)	FY24	FY25(E)	FY26(E)
매출액	13,869	14,655	14,002	14,711	14,752	15,749	15,213	16,160	57,237	61,873	67,566
모듈부품	10,937	11,691	10,941	11,582	11,474	12,435	11,948	12,876	45,152	48,734	53,877
전동화	1,876	1,725	1,579	1,514	1,190	1,454	1,512	1,817	6,694	5,973	7,570
부품제조	2,988	3,347	3,084	3,406	3,485	3,860	3,657	3,980	12,825	14,981	16,791
모듈조립	6,073	6,619	6,279	6,662	6,799	7,121	6,780	7,079	25,633	27,780	29,516
A/S	2,932	2,964	3,061	3,128	3,278	3,314	3,264	3,284	12,085	13,140	13,689
매출총이익	1,619	1,828	2,303	2,313	2,062	2,128	2,379	2,524	8,063	9,094	9,888
GPM	11.7	12.5	16.4	15.7	14.0	13.5	15.6	15.6	14.1	14.7	14.6
영업이익	543	636	909	986	777	785	982	1,027	3,073	3,571	3,834
모듈부품	-185	-124	93	174	-100	-82	129	175	-42	122	290
A/S	728	760	816	812	877	868	853	852	3,116	3,449	3,544
OPM	3.9	4.3	6.5	6.7	5.3	5.0	6.5	6.4	5.4	5.8	5.7
모듈부품	-1.7	-1.1	0.8	1.5	-0.9	-0.7	1.1	1.4	-0.1	0.2	0.5
A/S	24.8	25.6	26.7	26.0	26.7	26.2	26.1	25.9	25.8	26.2	25.9
세전이익	1,223	1,412	1,307	1,323	1,471	1,221	1,418	1,464	5,264	5,574	5,746
세전이익률	8.8	9.6	9.3	9.0	10.0	7.8	9.3	9.1	9.2	9.0	8.5
당기순이익	861	996	920	1,279	1,030	917	1,065	1,099	4,056	4,112	4,246
NPM	6.2	6.8	6.6	8.7	7.0	5.8	7.0	6.8	7.1	6.6	6.3
YoY											
매출액	-5.4	-6.6	-1.6	0.3	6.4	7.5	8.6	9.9	-3.4	8.1	9.2
모듈부품	-9.1	-10.0	-4.5	-2.6	4.9	6.4	9.2	11.2	-6.7	7.9	10.6
전동화	-43.6	-53.9	-42.0	-38.3	-36.6	-15.7	-4.2	20.0	-45.3	-10.8	26.7
부품제조	18.3	21.3	11.7	11.7	16.7	15.3	18.6	16.8	15.6	16.8	12.1
모듈조립	-1.8	2.1	5.1	4.3	12.0	7.6	8.0	6.3	2.4	8.4	6.2
A/S	11.4	9.9	10.4	12.5	11.8	11.8	6.7	5.0	11.0	8.7	4.2
매출총이익	13.2	5.0	30.5	26.6	27.4	16.4	3.3	9.1	19.2	12.8	8.7
영업이익	29.8	-4.2	31.6	88.5	43.1	23.4	8.1	4.1	33.9	16.2	7.4
모듈부품	58.3	-229.8	535.6	-351.4	-46.1	-33.6	38.5	0.7	-44.1	-385.9	138.6
A/S	36.0	33.8	20.8	37.1	20.4	14.1	4.6	4.9	31.4	10.7	2.7
세전이익	17.5	12.8	-1.2	59.4	20.3	-13.6	8.5	10.6	18.4	5.9	3.1
당기순이익	2.4	7.0	-7.8	96.1	19.7	-8.0	15.8	-14.0	18.5	1.4	3.3
KEY FACTOR											
유효 UIO (천대)	36,145	36,098	35,981	35,814	35,350	35,298	35,208	35,137	35,814	35,137	34,960
ASP:A/S (백만원)	81.1	82.1	85.1	87.4	92.7	93.9	92.7	93.5	81.1	82.1	85.1
ASP:부품제조 (백만원)	1.7	1.8	1.8	1.8	1.9	2.0	2.0	2.1	1.8	2.0	2.2

자료: 교보증권 리서치센터

1. Valuation

현대모비스의 목표주가를 330,000원으로 제시하며 커버리지를 개시한다. Valuation 산출 방식은 그룹사가 밝힌 주주환원 정책을 고려하여, GGM Model을 활용한 적정 P/E를 산출하였다. 모델에 필요한 Cost of Equity는 CAPM 모델을 통하여 구하였으며, 52주 KOSPI 대비 베타와 1년만기 동안채 수익률을 변수로 적용했다.

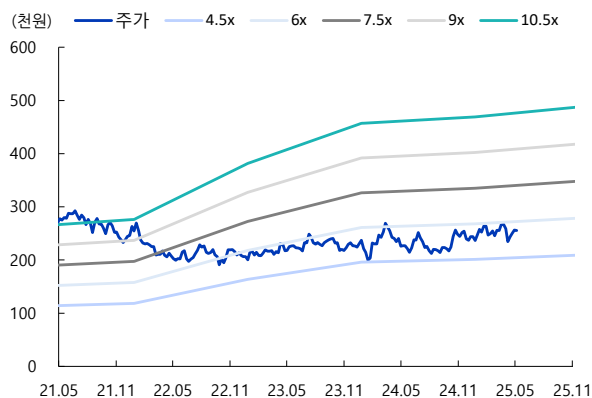
영구성장률(g)은 글로벌 모빌리티 시장 확대 지속을 가정하여 2%를 적용했다. 회사가 배당과 자사주 매입/소각을 동시에 진행하겠다고 밝힌 바, 배당성향을 TSR로 치환하여 적정 P/E를 계산하였다. 동시에 배당 기반의 모형을 통해 밸류에이션을 진행하여, EPS 산출에 자사주와 우선주를 고려하였다. 해당 변수를 통해 산출된 적정 P/E는 6.8배, 25년 예상 EPS를 통해 산출된 적정 주가는 330,000원이다. 당사의 25년 추정치 기준 밸류에이션(조정 주주 기준)은 P/E 5.1배, P/B 0.42배를 기록 중이다.

[도표 2] Valuation

항목명	단위		비 고
Cost of Equity	%	6.93	(a): (b) + [Market Risk Premium] X (c)
무위험수익률	%	2.63	(b): 1년만기 동안채 수익률 3개월 평균
베타	배	0.73	(c): 52주 KOSPI 대비 조정 베타 적용
적정 P/E	배	6.62	(d): GGM Model 사용하여 적정 P/E 산출
영구성장률	%	2.00	(e): 자동차 산업 장기 성장률, 임의값 2% 설정.
TSR	%	33.29	(f): 25~26년 예상 평균 TSR
EPS	원	49,276	(g): 25~26년 예상 평균 EPS
적정 주가	원	325,997	(h): (f) x (g)
목표 주가		330,000	천의 자리 반올림
현재 주가	원	243,500	2025년 5월 23일 종가
상승여력	%	35.5	

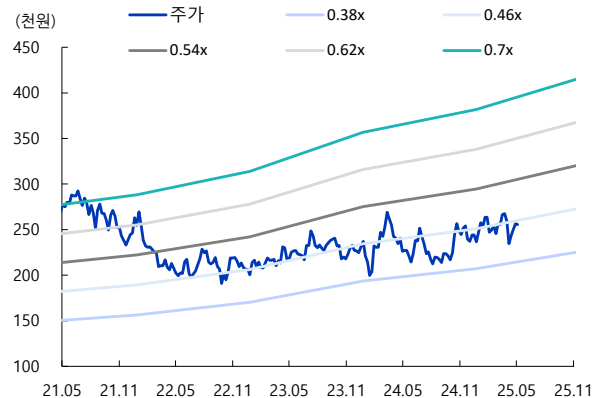
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 현대모비스 12MF P/E Band Chart



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 현대모비스 12MF P/B Band Chart



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 글로벌 부품사 PEER TABLE (25.05.26)

(단위: 백만달러, %)

		현대 모비스	HL 만도	현대위아	한온 시스템	에스엘	덴소	아이신	애틀브	콘티넨탈	마그나
국가		한국	한국	한국	한국	한국	일본	일본	아일랜드	독일	미국
시가총액	(백만달러)	16,486	1,145	805	1,497	1,029	38,761	10,072	14,383	17,208	10,022
주가	(현지통화)	242,000	33,300	40,400	3,010	30,250	1,901	1,777.0	66.1	75.4	48.7
P/E	2024	5.4	10.7	10.3	-	3.8	17.7	14.2	7.9	11.2	6.8
	2025E	5.2	7.3	7.3	-	4.0	13.6	12.6	9.3	9.7	7.7
	2026E	4.9	5.9	6.5	31.0	3.7	10.8	8.6	8.1	7.8	6.2
P/B	2024	0.5	0.6	0.3	0.7	0.6	1.0	0.7	1.8	1.1	0.9
	2025E	0.5	0.6	0.3	0.8	0.5	1.1	0.7	1.5	1.0	0.8
	2026E	0.4	0.6	0.3	0.8	0.5	1.0	0.6	1.3	0.9	0.8
EV/EBITDA	2024	3.9	5.3	3.1	8.1	2.5	11.9	5.2	8.0	3.8	3.8
	2025E	4.0	-	3.3	7.1	2.1	5.7	4.0	-	4.1	-
	2026E	3.4	-	2.9	6.1	1.6	5.2	4.1	-	3.5	-
ROE	2024	9.4	5.5	3.4	-13.9	17.4	8.8	3.7	17.6	8.3	8.6
	2025E	9.1	8.6	4.5	-0.8	14.5	9.6	7.2	19.1	9.0	13.4
	2026E	9.1	10.2	4.8	4.9	13.8	10.1	8.5	17.4	11.0	14.5
배당성향	2024	13.4	25.3	30.1	-	15.0	40.8	64.2	0.0	42.8	53.4
	2025E	15.4	18.5	16.8	204.0	16.3	40.4	34.7	0.8	42.8	35.0
	2026E	15.3	17.3	16.5	30.4	16.4	40.9	30.7	0.9	36.9	83.2
매출액	2024	41,977	46,765	31,600	3,256	6,016	26,615	42,836	23,306	2,313	14,086
	2025E	44,346	49,977	34,810	3,647	6,355	29,278	39,873	22,204	2,436	14,007
	2026E	47,244	51,233	35,330	3,698	6,559	30,057	41,078	23,147	2,618	14,480
매출액 증가율	2024	-7.5	1.0	-4.0	0.6	-1.6	-7.9	-9.9	-1.7	-4.1	0.1
	2025E	5.6	3.9	0.1	4.3	3.0	6.9	10.2	0.6	4.3	-6.9
	2026E	6.5	6.8	2.8	5.1	5.2	2.5	1.5	4.8	0.3	3.0
영업이익	2024	2,529	284	163	123	295	4,007	1,640	2,301	2,919	2,007
	2025E	2,790	328	190	214	311	4,780	1,757	2,471	3,470	2,336
	2026E	3,033	360	198	259	338	5,394	1,953	2,742	3,818	2,554
OPM	2024	5.4	4.1	2.7	1.0	7.9	7.7	3.5	9.3	5.7	4.9
	2025E	5.7	4.2	2.7	1.6	7.8	8.0	4.7	11.6	6.5	5.0
	2026E	5.9	4.6	3.1	2.7	7.9	9.3	5.0	11.9	7.7	5.7
EBITDA	2024	3,249	540	352	613	423	7,020	3,702	3,110	5,214	3,580
	2025E	3,555	588	378	709	458	7,817	3,727	3,275	5,938	3,936
	2026E	3,848	617	383	756	456	8,818	3,729	3,535	6,309	4,075
EBITA	2024	7.1	7.8	5.9	7.5	11.2	13.0	9.2	14.2	11.2	10.4
마진율	2025E	7.3	8.0	5.9	8.0	11.3	14.0	10.6	15.7	11.6	9.0
	2026E	7.5	8.2	6.1	8.8	11.6	15.3	10.6	15.8	13.2	9.6
당기순이익	2024	2,974	95	88	-266	270	2,973	484	1,787	1,264	1,009
	2025E	3,141	159	94	-47	256	3,283	1,121	1,276	1,432	1,263
	2026E	3,333	190	112	36	275	3,760	1,188	1,643	2,089	1,576
NPM	2024	7.1	1.5	1.5	-3.6	7.4	6.4	1.5	9.1	2.9	2.4
	2025E	7.1	2.4	1.6	-0.6	6.8	6.6	3.2	6.4	3.2	3.2
	2026E	7.1	2.6	1.8	0.4	6.9	7.3	3.4	7.9	4.7	3.8

자료: 교보증권 리서치센터

2. 기업개요

현대모비스는 1977년 설립된 '현대정공'이 모태가 되었으며, 초기에는 자동차 부품/금속/컨테이너/철도 등의 제조사업을 주로 영위했다. 현대차그룹으로부터 2000년 A/S용 부품사업을 인수하며 현재의 '현대모비스'로 사명을 변경하였고 자동차 부품 전문회사로의 전환을 추진했다. 완성차의 외형 확장시기 A/S 및 모듈 사업을 중심으로 성장했으며, 2010년부터 전동화 및 사시가 포함된 핵심부품 사업 확대를 추진했다. 지속적인 R&D 투자의 성과로 2017년부터 핵심부품의 글로벌 OEM향 수주 확장 목표를 밝혔고, 2023년 역대 최대인 \$92.2억의 수주를 달성했다.

회사는 2024 CEO Inventory Day를 통해 글로벌 OEM 핵심 부품 매출 비중을 27년까지 20%, 33년까지 40%로 확장시킬 계획을 발표하며 글로벌 Top-Tier 업체로 도약할 의지를 밝혔다.

2024년 사업부문별 매출 비중은 부품/모듈 78%, A/S 22%로 구성되어 있다. 부품/모듈 내에서는 모듈 조립이 57%, 부품제조 28%, 전동화 15%로 구성되어 있다. 모듈 사업의 외형이 매우 큰 비중을 차지하고 있으며, 현대차 그룹내 한국 기아공장을 제외한 대부분의 공장에 모듈 납품을 담당하고 있다. 해당 사업은 마크업(Mark-up) 형태로 일정 마진을 보상받는 구조로 되어 있어, 저수익성이지만 안정적인 캐시카우 역할을 하는 중이다. 부품제조는 전장/사시/램프 등으로 구성되어 있으며, 차량의 전기화로 인해 전장부문의 성장이 도드라진 모습을 보이고 있다. 전동화는 BMS/BSA/PE 시스템을 제조하며, 현재 높은 고정비 부담으로 인해 적자를 기록하고 있다. A/S 부문은 그룹사의 차량에 소요되는 보수용 부품 공급을 책임지고 있다. 국내는 물론, 해외에 6개 권역별 글로벌 부품센터가 존재하며, 물류센터를 통해 각 지역의 딜러/정비업체에게 공급하는 사업 구조를 보유하고 있다.

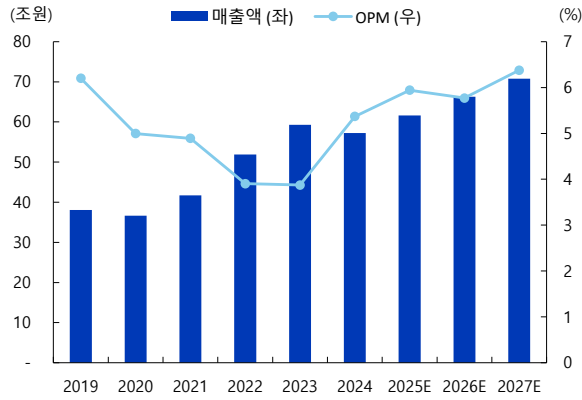
반면, 영업이익 기여도는 부품/모듈이 -1.4%, A/S 사업이 101.4%로 전사 이익이 안정적인 A/S 사업에 집중되어 있다. 부품사업은 전동화/핵심부품에서 R&D 투자 및 감가상각 영향이 크게 작용하고 있으며, 향후 물량 증가에 따른 고정비 효과가 기대되는 상황이다.

[도표 5] 현대모비스 주요 연혁

연도	내용
1977	현대정공주식회사로 설립 (컨테이너, 철도차량 등 제조)
1985	울산공장 준공, 자동차 부품 생산 본격화
1999	자동차 모듈화 생산체제 도입
2000	사명 '현대모비스'로 변경, 자동차 부품 전문기업으로 전환, 현대차그룹 A/S 부품사업 인수
2005	현대기아차에 사시 모듈 대규모 공급 시작
2010	LG 화학과 EV 배터리 시스템 공동 개발 착수
2013	세계 6위 자동차 부품사로 도약
2017	자율주행 및 전동화 R&D 투자 확대 선언
2021	전동화전장 중심 미래사업 전략 가속화
2022	전기차용 BSA(배터리시스템) 등 전략 부품 수주 확대
2023	글로벌 수주 92억 달러 돌파, 사상 최대 실적

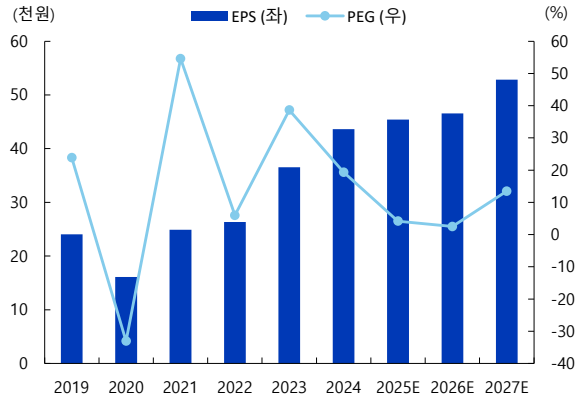
자료: 현대모비스, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 현대모비스 연간 실적 추이



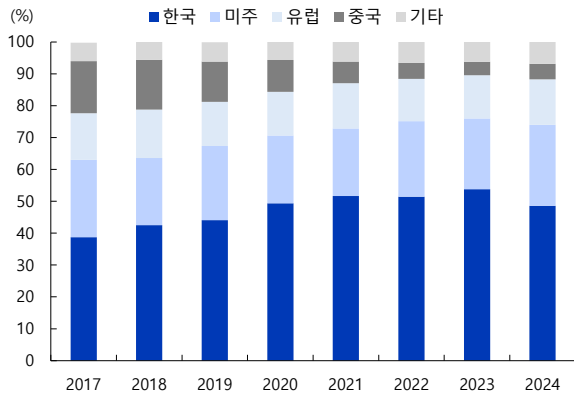
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 현대모비스 연간 EPS/PEG 추이



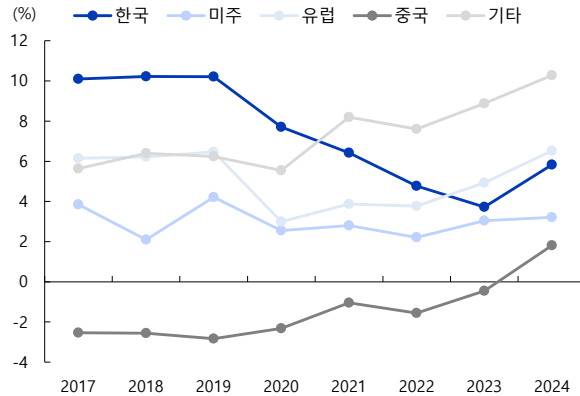
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 현대모비스 지역별 매출 비중 추이



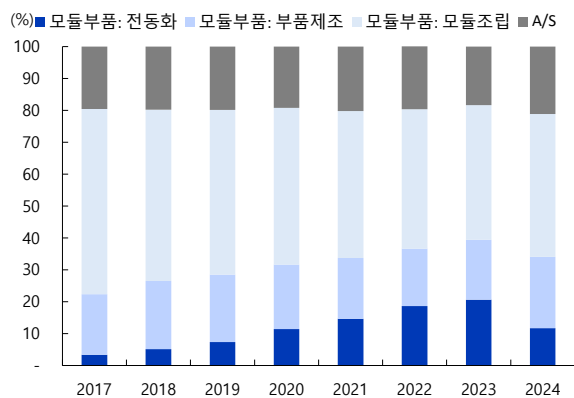
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 현대모비스 지역별 수익성 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

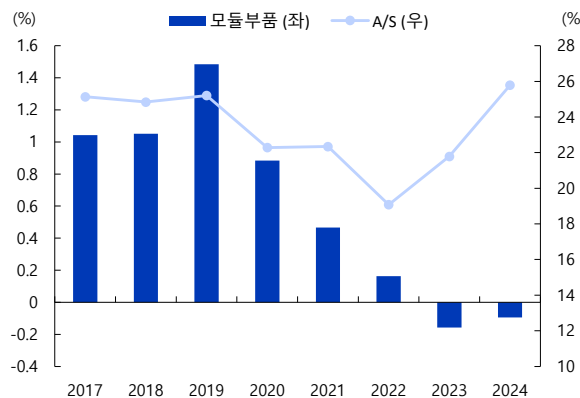
[도표 10] 현대모비스 사업부문별 매출 비중 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

주석: 2024년 전동화 매출은 배터리셀 조립 시급전환 영향

[도표 11] 현대모비스 사업부문별 수익성 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

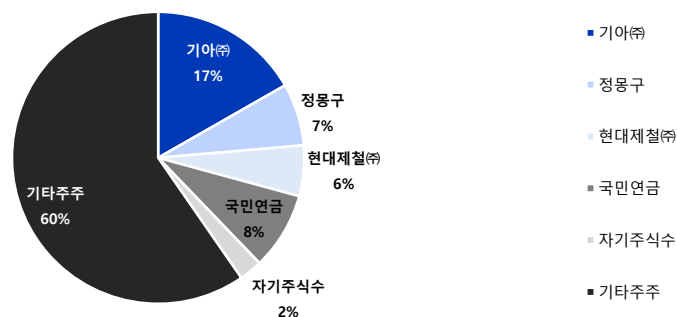
지배구조 핵심 계열사

현대차 정의선 회장의 지분은 현대모비스 0.3%, 현대차 2.7%, 기아 1.8%로 매우 약한 지배력을 보유하고 있다. 동시에 순환출자 구조 역시 경영 투명성을 저하시킬 수 있는 요소로 지목 받고 있다. 이러한 상황에서 현대모비스는 현대차 지분률 21.9%를 보유하고 현대차가 기아의 지분 34.5%를 보유하고, 다시 기아가 모비스의 지분 17.7%를 보유하는 순환출자 구조를 보이고 있다.

현대차 그룹은 2018년 지배구조 개편을 위해 동사를 투자/사업 회사로 분할하고 사업회사를 현대글로비스와 합병하려 했으나, 미국계 헤지펀드 엘리엇매니지먼트 및 주주의 반대로 인해 계획이 무산되었다. 이후 그룹에서 추가적인 지배 구조 개편 시나리오를 밝히지 않은 상황이다.

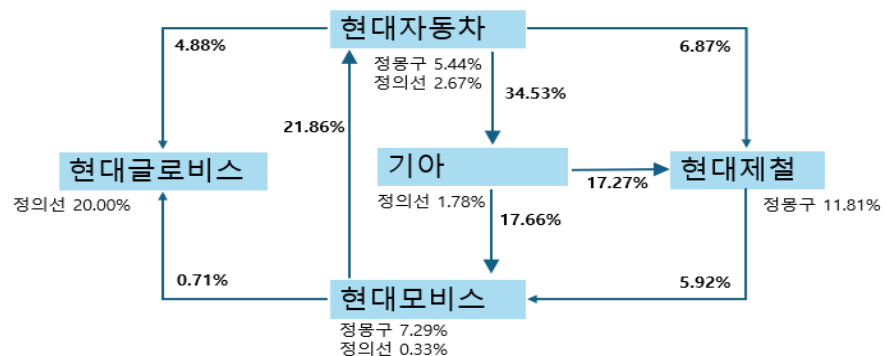
시장은 정의선 현대차 회장의 경영승계를 위한 향후 현대차그룹의 지배구조 개편에 많은 관심이 쏠려 있다. 이전의 지배구조 개편에서 현대모비스가 핵심 역할을 맡았던 만큼, 동사의 사업부 분할이 기본 시나리오로 논의되고 있다. 그러나 현재까지 이야기되었던 모든 시나리오가 대규모 자금이 필요(계열사의 모비스 지분 매입 시나리오 6.0조원 소진)하고, 향후 법적 문제가 발생할 수 있는 소지(현대캐피탈의 계열 분리 필요)가 존재함에 따라 단기간 지배구조 개편 본격화는 다소 어려울 수 있는 상황이다.

[도표 12] 지분구조 현황



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 13] 그룹사 내 주요 기업 지분관계



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

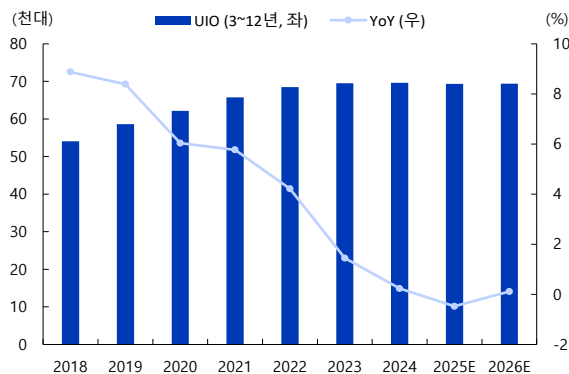
3. 기업개요

2-1. A/S: 경쟁사에게는 없는 우위

2025년 글로벌 신차 판매 시장은 관세, 경기 침체 등의 영향으로 불확실성이 커지고 있는 상황이다. 그룹사의 A/S 사업을 전담하는 동사는 신차 시장의 리스크를 헷지할 수 있는 유니크한 사업부문을 보유하고 있다. 오히려 신차 차량 판매가 부진하다는 것은 노후화 차량 비중이 높아진다는 것으로 A/S 부품 수요에는 긍정적 영향을 끼칠 가능성도 커진다.

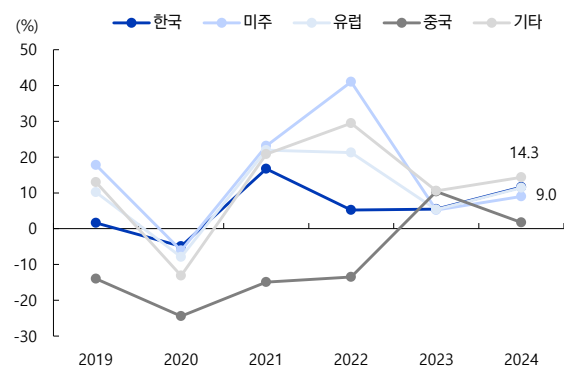
A/S 부문의 주요 Factor는 UIO와 환율이다. 동사가 추정하는 25년 UIO는 전년 대비 보합 수준(-0.5% YoY)으로 중국 시장에서 판매량 감소폭이 큰 시기의 영향으로 추정된다. 환율은 다시 하락한 상황이나, 여전히 회사의 기준환율대비 높은 수준이 유지되고 있는 상황이다. 제한적인 수준이지만, 환 수혜는 지속될 것으로 판단된다. 24년 동사의 환율 익스포저는 \$36억 수준이며, 약 90%의 환수혜가 A/S 부문에서 발생하였다. 이는 A/S의 해외 비중이 65% 수준으로 모듈부품 사업 대비 수출 비중이 높는데 기인한다.

[도표 14] 현대차 그룹 UIO(3~12년) 추이



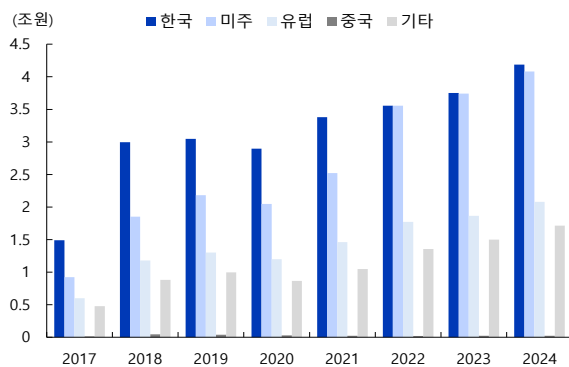
자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

[도표 15] 지역별 A/S 매출액 성장률 추이



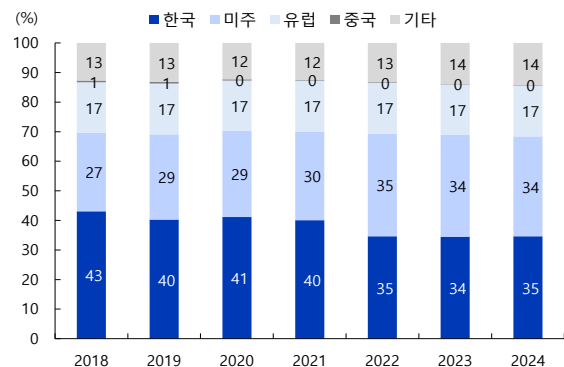
자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 16] 지역별 A/S 매출 추이



자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

[도표 17] 지역별 A/S 매출 비중



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

순정 부품 수요 증가에 따른 수혜도 전망된다. 현대차의 ASP는 5년전 대비 61.4%, 기아는 54.5% 상승했다. 고가 차종으로 갈수록 일반적으로 순정 부품의 사용률이 높아지는 경향성을 고려하였을 때, 현대차 그룹의 ASP 급등시기(+5% 이상)인 2024년까지 판매된 차량이 교체주기가 돌아오는 시기까지 A/S 매출 성장 폭은 더욱 열려 있다고 추정된다.

전기차 시장 확대도 긍정적인 부분이다. 핵심 부품들은 기술적으로 전문화되어 독립 수리업체나 중소 부품사가 쉽게 복제하거나 경쟁하기 어려운 영향으로 순정부품 수요가 높게 유지될 전망이다. 북미 자동차 사고 수리 및 보험 클레임 관리 소프트웨어 전문 기업인 Mitchell은 2024년 리뷰 자료를 통해, EV의 순정 부품 사용률은 88.4%, 내연기관은 68.8%로 제시하였다.

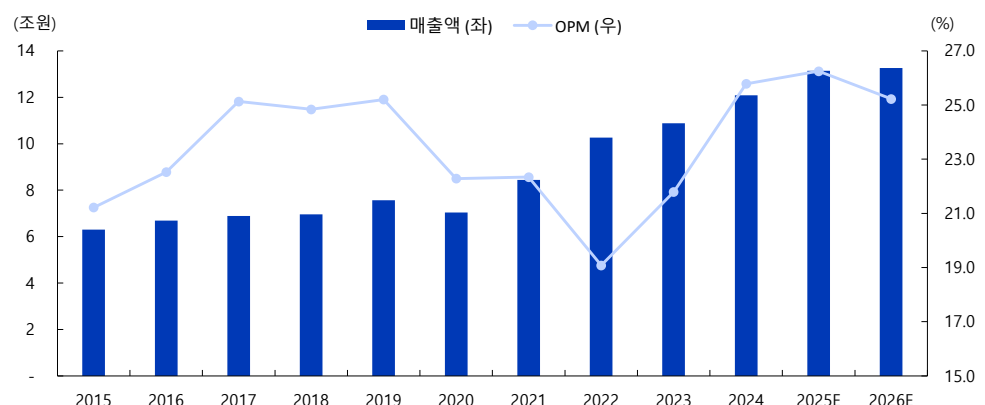
IOU의 특성상 급격한 하락은 제한적이다. 환율은 변동성이 큰 상황이나, 사업기준환율 이하로 추가 하락할 가능성은 제한적으로 판단한다. 동시에 ASP 상승/전동화에 따른 순정 부품 수요 증가와 경쟁업체 배제 수혜가 이어질 것으로 추정됨에 따라 A/S 부문 성장은 지속될 것으로 판단한다. A/S 부문의 실적은 25년 매출액 13.1조원(+8.7% YoY), 영업이익 3.5조원(+10.7% YoY, OPM 26.2%)으로 연간 최대 실적을 다시 갱신할 것으로 추정된다.

[도표 18] Mitchell: 24년 전기차 충돌 인사이트(EV Collision Insights)



자료: Mitchell, 교보증권 리서치센터

[도표 19] A/S 부문 실적 추이/전망



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

2-2. 대형 부품사 Merit 증가 & 고객사 다변화

모듈 및 핵심부품 사업에서는 점진적 개선을 전망한다. 근거로는 1) 부품 통합화로 인한 대형 부품사의 경쟁력이 부각되고, 2) 글로벌 OEM 매출 다각화가 이루어질 것으로 기대되기 때문이다.

기존 내연기관 차량에서는 모듈화된 부품 공급이 이루어졌다. 그러나 최근 전동화·전장 통합솔루션 공급으로 산업 패러다임이 바뀌면서, 규모와 기술력을 갖춘 대형 부품사의 경쟁력이 부각되고 있다. 자동차 전장화가 진전됨에 따라 개별 부품이 아니라 시스템 단위로 통합 제공하는 능력이 중요해졌고, 다양한 부품 공급 이력 및 R&D 투자를 충당할 수 있는 동사의 역할이 확장될 수 있는 상황으로 기대된다. 특히 연내 큰 이슈인 GM과의 협력에서도 동사의 수혜가 예상된다.

GM은 현재 Ultium 플랫폼 기반의 전기차를 생산하였으나, 대형 차량에서의 경쟁력 부족이 노출된 상황이다. SUV-E, 픽업트럭 시장에서 다수 모델을 출시했음에도 불구하고, 테슬라/아큐라/기아의 경쟁 차종에게 판매량이 부진한 모습을 노출했다. 이에 따라 현대차그룹과의 협력시 대형 차량 경쟁력 강화를 위한 HV/EV플랫폼 라이선스를 획득을 목표로 할 가능성이 높으며, 이에 따라 현대모비스가 BSA 및 PE 모듈을 공급할 것으로 기대된다.

GM과의 협상 결과에 따라 발표했던 Non-Captive 수주 증가로 핵심부품의 부품제조 부문내 글로벌 OEM향 매출 비중을 '23년 10%에서 '33년 40%까지 늘리겠다는 목표 달성 가능성의 현실화가 기대되는 상황이다. 25년 1분기에 \$20.8억으로 연간 계획 대비 28%의 목표를 달성했다. 해당 물량은 24년으로부터 이연되었던 수주가 아닌, 북미/인도 소재 OEM으로부터 신규 수주를 받았다는 것에 의미가 있다. 하반기로 갈수록 이연되었던 물량 및 GM향 수주 발생 가능성이 높아지며, 기대감이 주가에 반영될 수 있다고 판단한다.

따라서 부품제조/전동화 부문 매출액은 25년 완만한 성장 이후, 26년부터 더욱 높은 성장이 나올 것으로 기대된다. 이에 대한 근거는 1) 22~23년 수주 받았던 글로벌 OEM향 물량 반영이 25년부터 순차적으로 이루어기 시작하고, 2) 전장/전자제어 부문에서 그룹사의 OTA 적용으로 전장 부문 성장이 지속될 것으로 기대되기 때문이다.

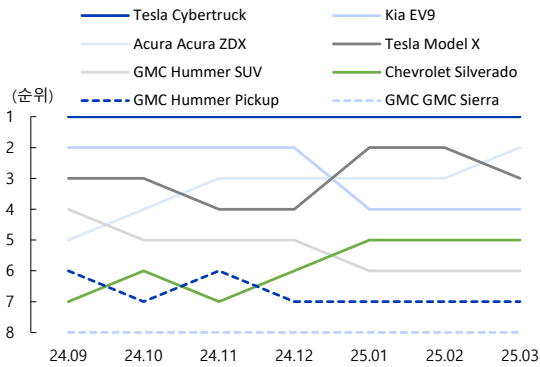
[도표 20] 현대모비스 모듈 및 핵심부품 사업 포트폴리오

조립 모듈	매출 256,334 억원 ¹⁾	제조 핵심부품	매출 128,246 억원 ¹⁾
· 차량 모듈화를 통한 효율성 개선	   사시 모듈 라이트 모듈 프론트엔드 모듈	· 첨단 안전/편의 장치 부품 개발/공급	사시안전/헬프 통합형 전자식 브레이크 전자식 파장제동 시스템 어댑티브 전동식 조향시스템 후륜 조향시스템 메모리/레이드 헬프
제조 전동화	매출 66,938 억원 ¹⁾	유통 A/S 부품	매출 120,851 억원 ¹⁾
· 친환경 차량용 파워트레인 부품 개발/공급	구동시스템 PE 시스템 (3 in 1) (모터, 감속기, 인버터) 하이브리드 시동 발전기 (Hybrid Starter & Generator) 배터리 시스템 배터리 시스템 어셈블리 (BSA, Battery System Assembly) 배터리 제어시스템 (BMS, Battery Management System) 제어기 통합충전제어장치 (ICCU, Integrated Charging Control Unit) 인버터, 컨버터, 입력형 레귤레이터 충전기	전국 부품 사업소 22 물류센터 4 국내 대리점 1,083 해외 현대기아 딜러 22	

¹⁾ '24년 연간 기준

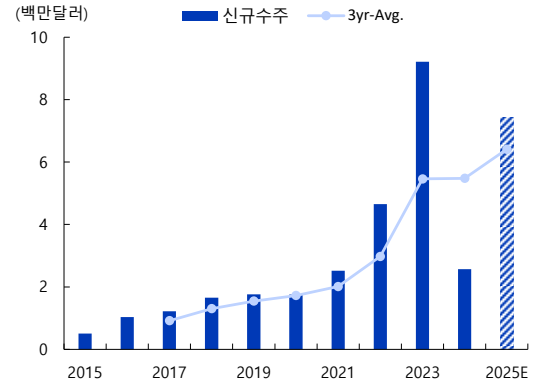
자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 21] 미국 대형 전기차 판매량 순위 (SUV-E, Pickup 트럭)



자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

[도표 22] Non-Captive 수주 추이



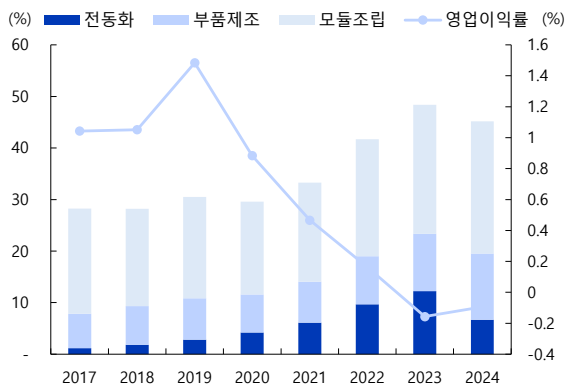
자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

수익성 역시 완만한 개선세가 이어질 것으로 판단한다. 2024년까지 전동화/전장화 부문에 막대한 R&D 투자와 초기 설비투자가 집행되며 수익성 훼손이 발생해왔다. 모듈 및 핵심부품 사업의 매출액은 21년 대비 24년 35.7% 증가했으나, 이익률은 4.7%에서 -9.4%까지 큰 폭으로 하락했다.

결국 높아진 고정비 부담을 견뎌낼 만한 외형 성장이 동반되어야 하는 상황이나, 1분기 전동화 부문에서 약세를 보였다는 것은 우려이다. 전동화 부문의 1분기 실적은 전년도의 사급 매출을 제외하더라도 전년 동기 대비 23.1% 감소했다. EV3에 대한 전략적 미수주와 EV 판매량 감소/HV 판매량 증가 영향이다. 그럼에도 연간 매출 역성장 가능성은 제한적일 것으로 판단하는데, 1) 동사가 수주한 EV4 판매량 증가 수혜, 2) 2분기 시작되는 북미 전동화 공장 생산 본격화 영향이다. 특히 북미 전동화 공장에서는 향후 IRA 보조금 수혜를 통한 수익성 개선을 기대 가능하다.

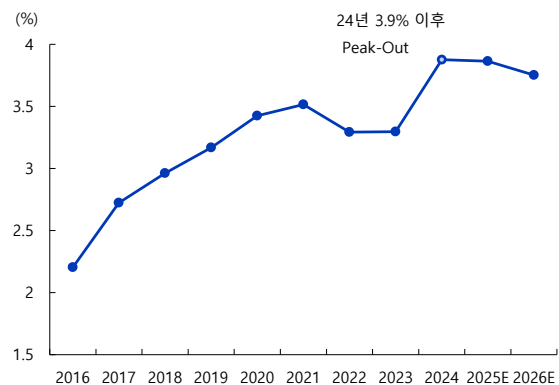
부품제조 부문에서 50% 이상의 매출 믹스를 가지는 전장부문은 전동화와 마찬가지로 고정비 부담이 컸다. 그러나 지속적인 외형 성장이 이어지며 24년 연간 BEP 수준을 기록했고, 25년에도 두자릿수 매출 성장이 이어지며 연간 BEP~흑자 수준이 이어질 것으로 추정된다.

[도표 23] 모듈/핵심부품 실적: 전동화 성장 & 낮아지는 이익률



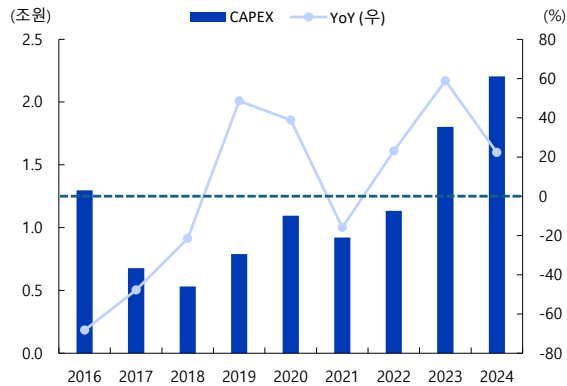
자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 24] 모듈/핵심부품 매출액 대비 R&D 비용 지출 비율



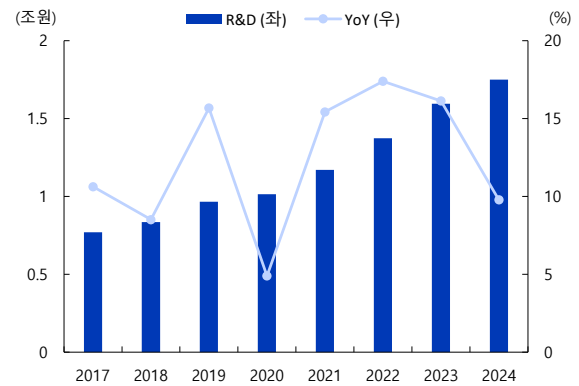
자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 25] CAPEX 지출 추이



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 26] 현대모비스 연구개발 비용 지출 추이

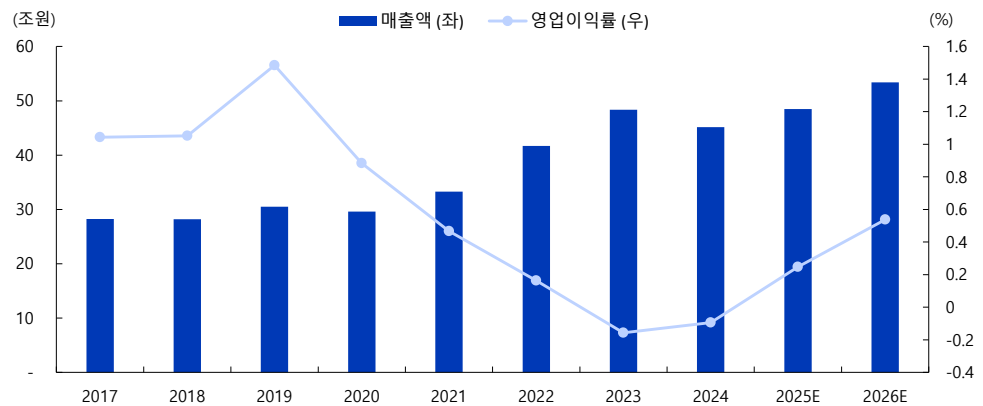


자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

종합적으로 25년 모듈/핵심부품 사업부는 매출액 48.5조원(+7.3% YoY), 영업이익 1,198억원(흑전 YoY, OPM 0.2%) 수준으로 외형 성장에도 제한적인 수준의 수익성 회복을 예상한다. 이는 xEV 판매량 불확실성 및 믹스 악화와 2분기부터 가동된 북미 공장의 초기 비용으로 인해 전동화 부문 수익성이 큰 개선을 이루지 못할 것을 반영했고, 높아지는 외형에도 불구하고 R&D 비용 지출 비율이 24년 대비 큰 하락을 보이지 못할 것으로 추정되기 때문이다.

26년부터는 본격적인 성장 국면에 돌입할 것을 기대한다. 1) 글로벌 OEM향 물량 증가 시작, 2) 북미 신공장 영향에 따른 전동화 부문 수익성 개선, 3) 그룹사 SDV 전환에 따른 E/E 매출 성장 수혜가 본격화될 것으로 추정되며, 이에 따라 동사의 26년 모듈/핵심부품 실적은 매출액 5.3조원(+10.2% YoY), 영업이익 2,869억원(+139.5% YoY, OPM 0.5%)로 전망한다.

[도표 27] 모듈/핵심부품 부문 실적 추이/전망



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[현대모비스 012330]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	59,254	57,237	61,873	67,566	73,095
매출원가	52,492	49,174	52,779	57,679	62,314
매출총이익	6,762	8,063	9,094	9,888	10,781
매출총이익률 (%)	11.4	14.1	14.7	14.6	14.7
판매비	4,467	4,989	5,524	6,054	6,571
영업이익	2,295	3,073	3,571	3,834	4,210
영업이익률 (%)	3.9	5.4	5.8	5.7	5.8
EBITDA	3,221	4,058	4,847	5,253	5,780
EBITDA Margin (%)	5.4	7.1	7.8	7.8	7.9
영업외손익	2,150	2,191	2,003	1,913	1,923
관계기업손익	1,845	1,788	1,463	1,390	1,411
금융수익	825	812	761	739	723
금융비용	-605	-486	-378	-363	-348
기타	85	78	157	146	137
법인세비용차감전순이익	4,445	5,264	5,574	5,746	6,133
법인세비용	1,022	1,204	1,457	1,494	1,595
계속사업순이익	3,423	4,060	4,117	4,252	4,539
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,423	4,060	4,117	4,252	4,539
당기순이익률 (%)	5.8	7.1	6.7	6.3	6.2
비지배지분순이익	1	5	5	5	5
지배지분순이익	3,423	4,056	4,112	4,247	4,533
지배순이익률 (%)	5.8	7.1	6.6	6.3	6.2
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	38	1,858	1,791	1,791	1,791
포괄순이익	3,462	5,918	5,907	6,043	6,329
비지배지분포괄이익	0	5	5	5	5
지배지분포괄이익	3,461	5,913	5,902	6,038	6,324

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	5,343	4,253	3,608	3,802	4,267
당기순이익	3,423	4,060	4,117	4,252	4,539
비현금항목의 가감	205	515	1,159	1,434	1,677
감가상각비	852	903	1,206	1,352	1,505
외환손익	27	20	-186	-161	-141
자본법평가손익	-1,846	-1,773	-1,463	-1,390	-1,411
기타	1,172	1,366	1,603	1,633	1,724
자산부채의 증감	1,748	-712	-540	-724	-695
기타현금흐름	-34	390	-1,128	-1,161	-1,254
투자활동 현금흐름	-2,541	-4,589	-2,590	-2,792	-2,992
투자자산	-671	-2,739	-839	-839	-839
유형자산	-1,802	-2,204	-2,000	-2,200	-2,400
기타	-69	354	249	248	248
재무활동 현금흐름	-1,889	-255	-1,063	-638	-634
단기차입금	0	0	6	4	4
사채	0	0	12	9	9
장기차입금	177	1,254	106	74	77
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-367	-406	-542	-540	-540
기타	-1,700	-1,103	-645	-185	-185
현금의 증감	991	-291	1,978	2,493	3,176
기초 현금	4,088	5,079	4,788	6,767	9,260
기말 현금	5,079	4,788	6,767	9,260	12,436
NOPLAT	1,768	2,370	2,637	2,837	3,115
FCF	2,640	439	1,374	1,333	1,590

자료: 현대모비스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	25,565	28,424	31,830	36,073	40,965
현금및현금성자산	5,079	4,788	6,767	9,260	12,436
매출채권 및 기타채권	10,152	10,396	11,277	12,354	13,418
재고자산	5,512	6,763	7,311	7,983	8,637
기타유동자산	4,822	6,477	6,475	6,475	6,475
비유동자산	33,021	38,173	39,837	41,565	43,347
유형자산	10,481	12,003	12,797	13,645	14,541
관계기업투자금	18,985	22,410	23,250	24,089	24,928
기타금융자산	916	1,028	1,026	1,026	1,025
기타비유동자산	2,639	2,732	2,764	2,804	2,853
자산총계	58,586	66,597	71,667	77,637	84,313
유동부채	12,053	12,745	13,733	15,608	17,872
매입채무 및 기타채무	8,430	8,903	9,450	10,121	10,773
차입금	558	648	654	658	662
유동성채무	1,107	569	109	109	109
기타유동부채	1,957	2,625	3,520	4,719	6,328
비유동부채	5,878	7,733	8,243	8,628	9,042
차입금	492	1,728	1,834	1,908	1,986
사채	200	200	212	221	230
기타비유동부채	5,186	5,806	6,198	6,499	6,827
부채총계	17,931	20,479	21,976	24,235	26,914
지배지분	40,634	46,081	49,651	53,358	57,352
자본금	491	491	491	491	491
자본잉여금	1,363	1,367	1,367	1,367	1,367
이익잉여금	39,640	42,911	46,481	50,189	54,182
기타자본변동	-715	-616	-616	-616	-616
비지배지분	21	37	40	43	46
자본총계	40,655	46,118	49,691	53,402	57,399
총차입금	11,075	11,992	11,746	11,759	11,745

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	36,341	43,481	44,220	45,673	48,749
PER	6.5	5.4	5.5	5.3	5.0
BPS	433,855	495,499	533,884	573,752	616,696
PBR	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EBITDAPS	34,203	43,506	52,121	56,483	62,151
EV/EBITDA	4.9	3.7	2.7	2.1	1.3
SPS	629,162	613,652	665,342	726,559	786,009
PSR	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
CFPS	28,032	4,702	14,770	14,329	17,102
DPS	4,500	6,000	6,000	6,000	6,000

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	142	-3.4	8.1	9.2	8.2
영업이익 증가율	133	33.9	16.2	7.4	9.8
순이익 증가율	37.6	18.6	1.4	3.3	6.7
수익성					
ROIC	10.4	12.9	13.3	13.8	14.8
ROA	6.0	6.5	5.9	5.7	5.6
ROE	8.7	9.4	8.6	8.2	8.2
안정성					
부채비율	44.1	44.4	44.2	45.4	46.9
순차입금비용	4.7	5.3	4.5	4.3	4.1
이자보상배율	15.3	23.8	25.0	26.9	30.0

Company Analysis

HL만도 204320

로컬라이징 수혜 기대

목표주가 53,000원, 중소형사 중 TOP-PICK

Buy

신규

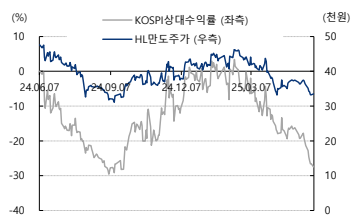
TP 53,000 원

신규

Company Data

현재가(05/26)	33,500 원
액면가(원)	1,000 원
52 주 최고가(보통주)	49,600 원
52 주 최저가(보통주)	31,100 원
KOSPI (05/26)	2,644.40p
KOSDAQ (05/26)	725.27p
자본금	470 억원
시가총액	15,731 억원
발행주식수(보통주)	4,696 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	16.8 만주
평균거래대금(60 일)	60 억원
외국인지분(보통주)	27.45%
주요주주	
에이치엘홀딩스 외 4 인	30.26%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.6	-18.5	-11.4
상대주가	-12.9	-22.3	-9.9

HL만도에 대해 목표주가 53,000원 투자의견 BUY로 커버리지 개시함. 투자포인트로는 ① 성장이 담보된 신흥 시장의 로컬 OEM과 맺고 있는 원활한 관계, ② 신규 고객사 확보로 인해 미래 성장 동력 확보, ③ 북미법인 IDB2 하반기 본격 납품 시작임.

로컬 공략에 성공: 신흥국 수혜 기대

동사의 현대차그룹 노출도는 48%로 주요 부품사 중 한온시스템 다음으로 낮은 노출도 보유 중임. 북미 주요 고객사로는 GM/Ford, 유럽에서는 Stellantis 등을 보유하고 있음. 그 중에서도 주요 신흥국 로컬 OEM과 원활한 관계를 보유하고 있다는 것에 주목이 필요하다고 판단함. 중국에서는 Geely/Changan/GWM 등 상위권 업체들에게 길게는 10년 이상의 관계가 이어지는 중임. 중국 OEM이 수출을 통한 외형 확장이 예상되는 상황에서 글로벌 페퍼런스 보유한 부품사를 벤더로 활용할 가능성 높다고 판단함. 동시에 중국의 0.5티어 신규 고객사를 확보한 상황임. 1Q25 중국 전기차 시장이 역성장을 보임에도 판매량 High-Single 성장 이어 나가는 중으로 향후 성장 모멘텀이 될 것으로 기대함. 고 성장 기조 이어지는 인도시장에서도 Tata/Mahindra 등 로컬 OEM 매출 비중이 50% 초과하는 상황임. 인도 TOP 5 OEM 중, 일본 업체 제외한 TOP3 업체의 주요 벤더로 활약 중. 성장 동력 살아있는 시장에서 지속적인 수혜 기대 가능하다고 판단함.

멕시코 공장 가동, 직접적 관세 영향은 제한적

2024년말 멕시코의 IDB 공장 가동. IDB2 제품을 현대차그룹/북미 선도 전기차 업체/포드에 공급할 예정임. 북미 전기차 업체는 2H SUV F/L를 진행하며 물량 수혜를 받을 것으로 기대됨. 포드의 전기차PJT가 취소된 영향으로 25년 생산량은 당초보다 낮은 50만 대(기존 100만대), 26년 80만대 전망함. 다만, 향후 포드사로 추가되는 프로젝트가 있을 것으로 기대되며, 25년 이후 주요 북미 고객사가 될 것으로 기대됨. 25년 중 관세 불확실성은 우려로 남아있음. 계약상 완성차가 관세 부담하나, 계약 조정 발생할 가능성이 크다고 판단함. 다만, USMCA가 적용되는 캐나다/멕시코는 26년 관세 인하 가능성이 높다고 추정되는 상황으로 멕시코 공장 손익에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단함.

Forecast earnings & Valuation

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(억원)	8,393	8,848	9,415	10,309	11,284
YoY(%)	11.7	5.4	6.4	9.5	9.5
영업이익(억원)	279	359	403	474	568
OP 마진(%)	3.3	4.1	4.3	4.6	5.0
순이익(억원)	155	158	216	296	361
EPS(원)	2,887	2,767	3,847	5,270	6,431
YoY(%)	37.9	-4.2	39.0	37.0	22.0
PER(배)	13.6	14.7	8.7	6.4	5.2
PCR(배)	3.1	2.9	2.2	2.1	1.8
PBR(배)	0.8	0.8	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	5.7	5.3	4.0	3.6	3.1
ROE(%)	6.2	5.5	7.0	8.9	10.1

[자동차] 김광식

3771- 6669,

20250021@provest.com

[도표 1] HL 만도 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25(E)	2Q25(E)	3Q25(E)	4Q25(E)	FY24	FY25(E)	FY26(E)
매출액	2,107	2,147	2,172	2,422	2,271	2,286	2,361	2,497	8,848	9,415	10,309
Korea	738	757	693	873	760	770	720	794	3,060	3,045	3,159
China	446	465	540	610	444	485	599	657	2,061	2,235	2,473
America	504	522	539	546	623	618	631	636	2,111	2,508	2,842
India	211	197	223	202	243	222	242	228	834	935	1,090
Europe	208	206	177	191	201	191	170	181	782	742	744
영업이익	76	90	83	111	79	106	110	107	359	403	474
OPM	3.6	4.2	3.8	4.6	3.5	4.6	4.7	4.3	4.1	4.3	4.9
세전이익	215	50	-52	52	62	88	86	84	265	320	397
세전이익률	3.3	1.8	-0.1	0.1	2.7	3.9	3.6	3.4	1.2	1.0	1.0
지배주주순이익	140	4	-57	43	30	57	55	39	130	181	247
NPM	6.6	0.2	-2.6	1.8	1.3	2.5	2.3	1.6	1.5	2.1	2.7
YoY (%)											
매출액	5.5	2.9	2.5	10.6	7.8	6.4	8.7	3.1	5.4	6.4	9.5
Korea	-2.4	-1.1	-7.9	11.4	3.1	1.8	4.0	-9.0	0.1	-0.5	3.8
China	7.2	-3.2	5.6	9.9	-0.5	4.3	10.9	7.7	5.0	8.4	10.7
America	2.8	6.8	10.1	17.1	23.7	18.3	17.0	16.6	9.1	18.8	13.3
India	14.2	7.6	9.6	3.7	15.0	12.6	8.4	12.6	8.7	12.1	16.6
Europe	39.2	21.7	8.7	0.1	-3.6	-7.4	-4.0	-5.1	16.3	-5.0	0.2
영업이익	7.7	16.4	1.2	119.5	4.7	18.4	33.6	-3.6	28.5	12.2	17.8
세전이익	204.1	-27.9	-218.2	23.9	-71.4	76.6	-266.3	62.6	17.6	20.6	24.1
지배주주순이익	255.5	-90.7	-538.5	19.7	-78.8	1,178.4	-197.4	-8.3	-4.2	39.0	37.0

자료: 교보증권 리서치센터

1. Valuation

HL만도에 대해 목표주가 53,000원, 투자 의견 BUY로 중형사 중 TOP-PICK으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 대형사 대비 낮은 배당성향을 고려하여, 간략화된 초과이익 모형인 P/B-ROE Valuation을 통해 산출하였다.

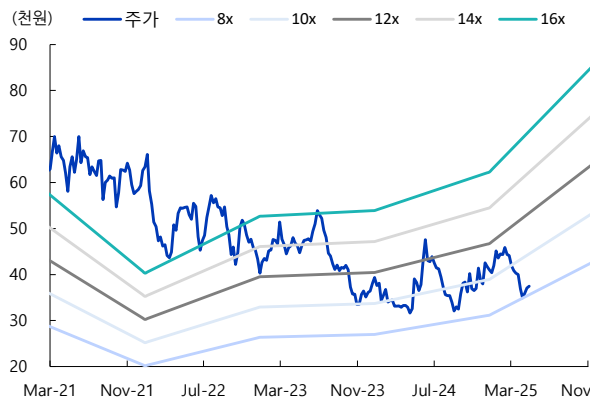
영구성장률(g)은 글로벌 모빌리티 시장 확대 지속을 가정하여 2%를 적용했으며, 코스피 대비 52주 조정 베타를 활용했다, 산출된 자기자본비용(COE)은 8.7%이다. 34MF 평균 지배주주순이익 ROE 7.7%를 적용하였을 시 적정 PBR은 0.85배이다. 예상 12MF 지배주주 BVPS 62,849원을 통해 산출된 적정 주가는 53,000원이다. 당사의 25년 추정치 기준 밸류에이션은 P/E 8.7배, P/B 0.54배를 기록 중이다.

[도표 2] P/B - ROE Valuation

항목명	단위		비 고
Cost of Equity	%	8.73	(a): (b) + [Market Risk Premium] X (C). 시장위험 프리미엄 6.11%
무위험수익률	%	2.53	(b): 1년만기 통안채 수익률 3개월 평균
베타	배	1.03	(c): 52주 KOSPI 대비 베타 적용
적정 PBR	배	0.85	(d): [(e)-(f)] / [(a)-(f)]
ROE	배	7.69	(e): 36M Froward 지배주주기준 ROE
영구성장률	%	2.00	(f): 임의 값 적용
적용 BPS	원	62,849	(g): 12M FWD BPS
적정 주가	원	53,156	(h): (f) X (g)
목표 주가	원	53,000	
현재 주가	원	33,400	2025년 5월 26일 종가
상승여력	%	58.7	

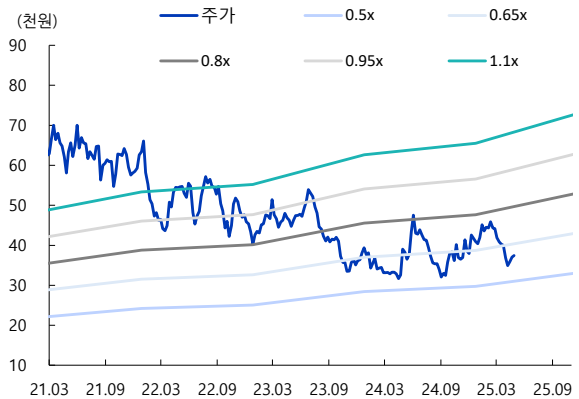
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 12MF P/E Band Chart



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 12MF P/B Band Chart



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 글로벌 부품사 PEER TABLE (25.05.26)

(단위: 백만달러, %)

		HL 만도	현대 모비스	현대위아	한온 시스템	에스엘	덴소	아이신	애틀브	콘티넨탈	마그나
국가		한국	한국	한국	한국	한국	일본	일본	아일랜드	독일	미국
시가총액	(백만달러)	1,145	16,486	805	1,497	1,029	38,761	10,072	14,383	17,208	10,022
주가	(현지통화)	33,300	242,000	40,400	3,010	30,250	1,901	1,777.0	66.1	75.4	48.7
P/E	2024	10.7	5.4	10.3	-	3.8	17.7	14.2	7.9	11.2	6.8
	2025E	7.3	5.2	7.3	-	4.0	13.6	12.6	9.3	9.7	7.7
	2026E	5.9	4.9	6.5	31.0	3.7	10.8	8.6	8.1	7.8	6.2
P/B	2024	0.6	0.5	0.3	0.7	0.6	1.0	0.7	1.8	1.1	0.9
	2025E	0.6	0.5	0.3	0.8	0.5	1.1	0.7	1.5	1.0	0.8
	2026E	0.6	0.4	0.3	0.8	0.5	1.0	0.6	1.3	0.9	0.8
EV/EBITDA	2024	5.3	3.9	3.1	8.1	2.5	11.9	5.2	8.0	3.8	3.8
	2025E	-	4.0	3.3	7.1	2.1	5.7	4.0	-	4.1	-
	2026E	-	3.4	2.9	6.1	1.6	5.2	4.1	-	3.5	-
ROE	2024	5.5	9.4	3.4	-13.9	17.4	8.8	3.7	17.6	8.3	8.6
	2025E	8.6	9.1	4.5	-0.8	14.5	9.6	7.2	19.1	9.0	13.4
	2026E	10.2	9.1	4.8	4.9	13.8	10.1	8.5	17.4	11.0	14.5
배당성향	2024	25.3	13.4	30.1	-	15.0	40.8	64.2	0.0	42.8	53.4
	2025E	18.5	15.4	16.8	204.0	16.3	40.4	34.7	0.8	42.8	35.0
	2026E	17.3	15.3	16.5	30.4	16.4	40.9	30.7	0.9	36.9	83.2
매출액	2024	46,765	41,977	31,600	3,256	6,016	26,615	42,836	23,306	2,313	14,086
	2025E	49,977	44,346	34,810	3,647	6,355	29,278	39,873	22,204	2,436	14,007
	2026E	51,233	47,244	35,330	3,698	6,559	30,057	41,078	23,147	2,618	14,480
매출액 증가율	2024	1.0	-7.5	-4.0	0.6	-1.6	-7.9	-9.9	-1.7	-4.1	0.1
	2025E	3.9	5.6	0.1	4.3	3.0	6.9	10.2	0.6	4.3	-6.9
	2026E	6.8	6.5	2.8	5.1	5.2	2.5	1.5	4.8	0.3	3.0
영업이익	2024	284	2,529	163	123	295	4,007	1,640	2,301	2,919	2,007
	2025E	328	2,790	190	214	311	4,780	1,757	2,471	3,470	2,336
	2026E	360	3,033	198	259	338	5,394	1,953	2,742	3,818	2,554
OPM	2024	4.1	5.4	2.7	1.0	7.9	7.7	3.5	9.3	5.7	4.9
	2025E	4.2	5.7	2.7	1.6	7.8	8.0	4.7	11.6	6.5	5.0
	2026E	4.6	5.9	3.1	2.7	7.9	9.3	5.0	11.9	7.7	5.7
EBITDA	2024	540	3,249	352	613	423	7,020	3,702	3,110	5,214	3,580
	2025E	588	3,555	378	709	458	7,817	3,727	3,275	5,938	3,936
	2026E	617	3,848	383	756	456	8,818	3,729	3,535	6,309	4,075
EBITA	2024	7.8	7.1	5.9	7.5	11.2	13.0	9.2	14.2	11.2	10.4
마진율	2025E	8.0	7.3	5.9	8.0	11.3	14.0	10.6	15.7	11.6	9.0
	2026E	8.2	7.5	6.1	8.8	11.6	15.3	10.6	15.8	13.2	9.6
당기순이익	2024	95	2,974	88	-266	270	2,973	484	1,787	1,264	1,009
	2025E	159	3,141	94	-47	256	3,283	1,121	1,276	1,432	1,263
	2026E	190	3,333	112	36	275	3,760	1,188	1,643	2,089	1,576
NPM	2024	1.5	7.1	1.5	-3.6	7.4	6.4	1.5	9.1	2.9	2.4
	2025E	2.4	7.1	1.6	-0.6	6.8	6.6	3.2	6.4	3.2	3.2
	2026E	2.6	7.1	1.8	0.4	6.9	7.3	3.4	7.9	4.7	3.8

자료: 교보증권 리서치센터

2. 기업개요

HL만도의 모태인 '현대양행'은 1962년 설립되었으며, 1970년대 후반 자동차 산업의 성장에 발맞춰 공장 증설을 통해 자동차 부품 사업에 집중하였다. 1980년 사명을 '만도기계'로 변경, 1999년 외환위기에 서 미국계 사모펀드 선세이지(SunSage)로 매각되며, (주)만도의 독자 경영체계가 확립되었다. 8년 후 2008년 한라그룹이 지분을 재매입하였고, 2014년 지주회사 체제 전환을 통해 현재 구조가 확립되었다.

글로벌 자동차 부품사로써 동사의 사업장은 글로벌 전역에 펼쳐져 있다. 한국 6개, 중국 5개, 인도 4개, 북미 5개, 유럽 3개 등 총 25개 생산 거점을 보유 중이다. 신규 시장 진출을 위해 로컬 업체와의 JV를 적극적으로 진행했다. 인도에는 아난드 그룹과 합작사(HL Mando Anand India Private Limited)를 설립하여 3개의 공장을 설립했다. 중국에는 2011년 지리자동차와 '만도닝보'를 설립하며 현지 OEM을 공략했으며, 2024년 중국내 상위 부품사인 텐룬 테크놀로지(TTT)와 '텐룬 만도 자동차 기술 유한회사'를 설립했다. 이외에도 터키/독일 업체와 협력하여 개발 및 생산 시설을 운영 중이다.

동사의 주요 제품은 새시(Chassis) 부문에서 동력을 제외한 브레이크/서스펜션/스티어링 부품에서 글로벌 1티어들과 경쟁을 벌이고 있다. 제품별 매출 비중은 브레이크 34%, 스티어링 32%, 서스펜션 20%로 구성되어 있다.

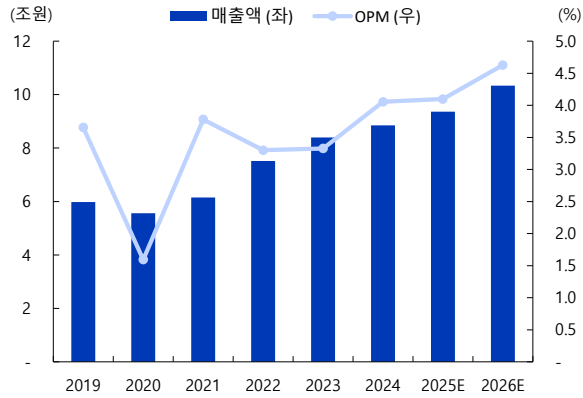
주요 고객사는 HKMC, GM 등이 존재한다. 2018년부터 상위 2개 업체의 매출 비중은 72%에서 2024년 56%까지 감소하였으며, China OEM 비중은 13%를 기록했다. Ford/인도 OEM 등이 포함된 Etc 고객의 비중은 25%를 기록하며, 고객사 다변화가 이루어진 상황이다.

[도표 6] HL 만도 주요 연혁

연도	내용
1962	중공업 사업 영위하는 '현대양행' 설립
1980	만도기계(주) 상호변경
1997	모회사 한라그룹 부도, 기업회생 절차 신청 GM 첫 수주: 조향장치(파워 스티어링 시스템) 공급 계약
1999	미국계 사모펀드 선세이지(Sungsage) 인수, '만도'로 사명 변경
2001	포드 첫 수주: Steering Column 다임러 첫 수주: 제동장치
2008	한라그룹 선세이지에 매각된 지분 재매입 독일 헬라와 합작사 만도헬라일렉트로닉스(주) 설립
2009	PSA 첫 수주: 캘리퍼 브레이크 공급 계약
2010	(주)만도 유가증권시장 신규 상장 BMW 첫 수주: 유럽 프리미엄 자동차 시장 진출
2011	닛산/폭스바겐 현가/브레이크 제품 수주 길리기차(Geely)와 자동차부품 합작사 설립 계약 체결
2014	MCA(Mando America Coporation)/MSYC(Mando ShenYang China)/MRC(Mando R&D center China)/MCP(Mando Coporation Poland) 공장 준공
2018	만도 통합전자브레이크(IDB) 최초 양산 BMW MoC(전자식 자동 주차 브레이크) 최초 양산 (G2x) 전자식 자동 주차 브레이크 Gen2 모델 최초 양산
2021	자율주행 전문기업 HL 크레무브 출범
2022	'HL 만도'로 사명 변경

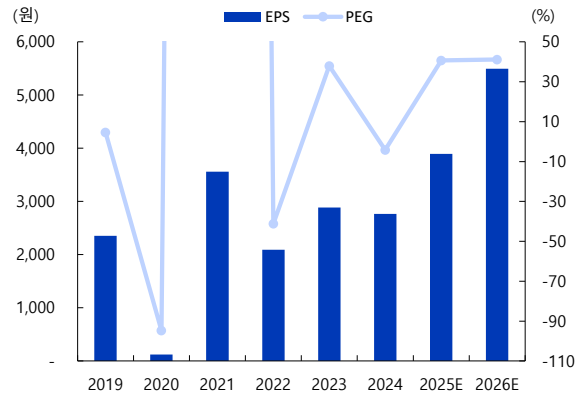
자료: HL만도, 교보증권 리서치센터

[도표 7] HL 만도 연간 실적 추이



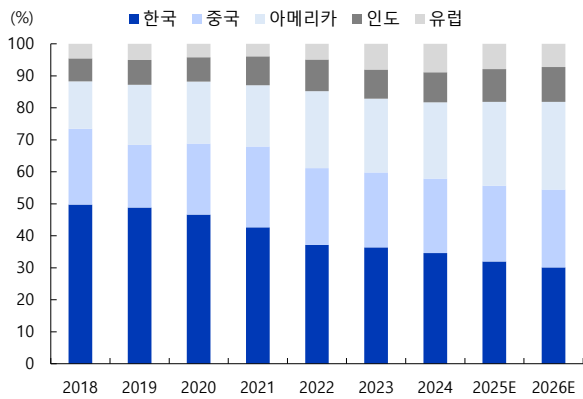
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 8] HL 만도 연간 EPS/PEG 추이



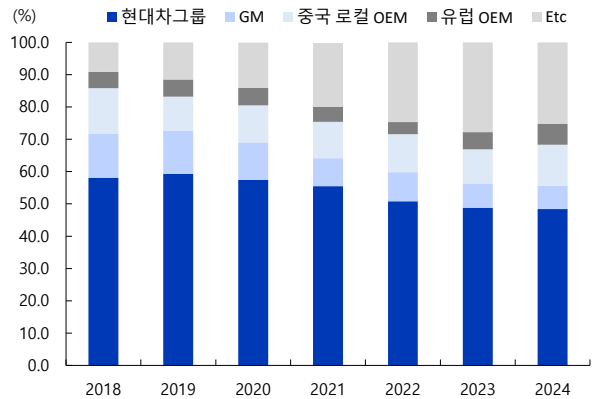
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 9] HL 만도 지역별 매출액 추이



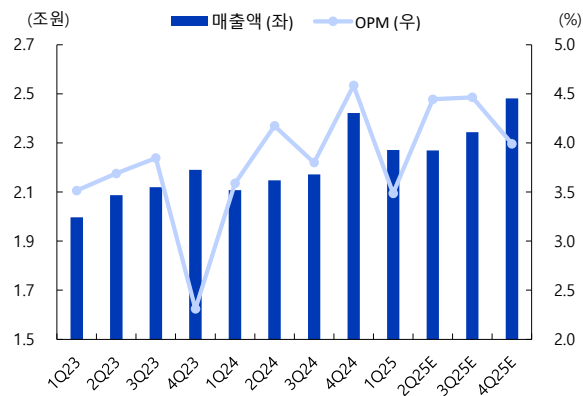
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 10] HL 만도 고객사별 매출액 추이



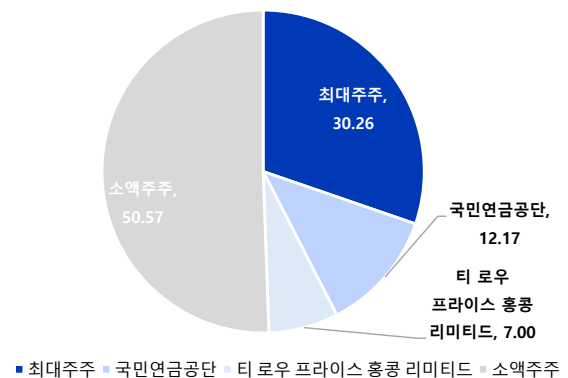
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 11] HL 만도 분기별 실적 추이



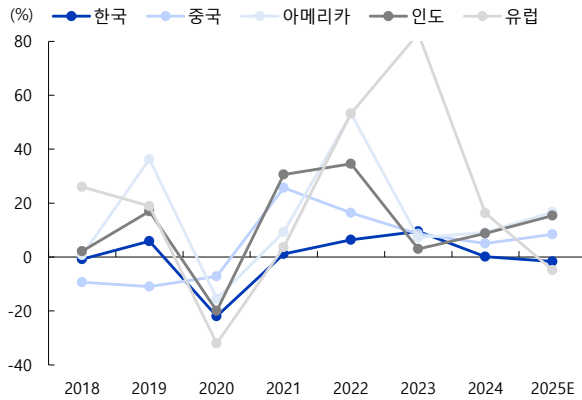
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 12] HL 만도 지분구조



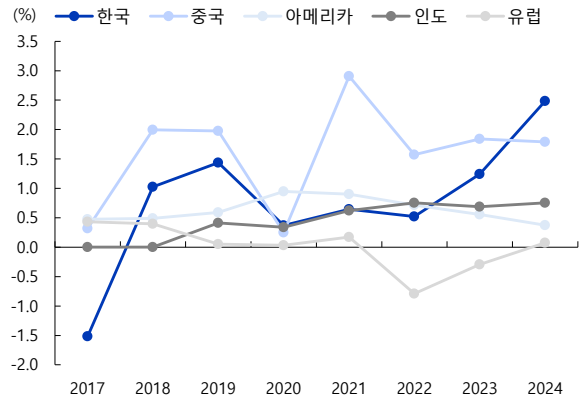
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 13] HL 만도 지역별 매출액 증감률 추이



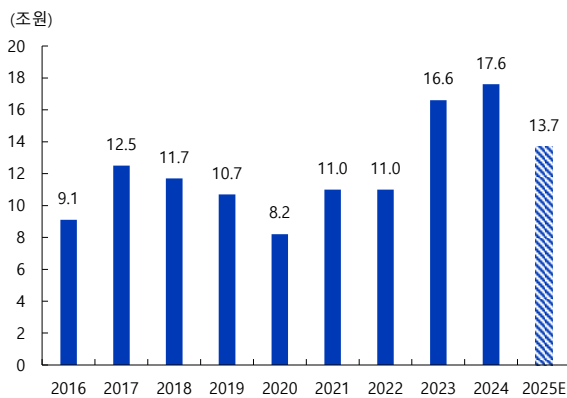
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 14] HL 만도 지역별 NPM 추이



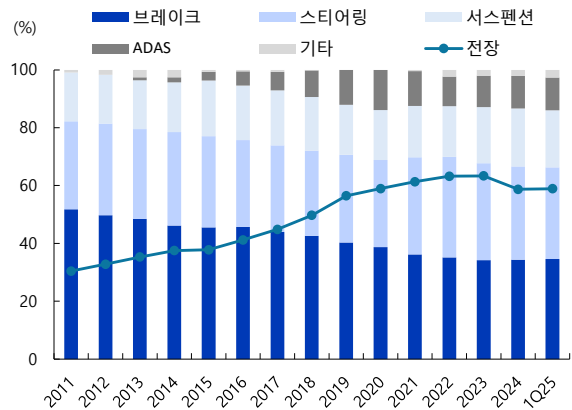
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 15] HL 만도 신규 수주 추이



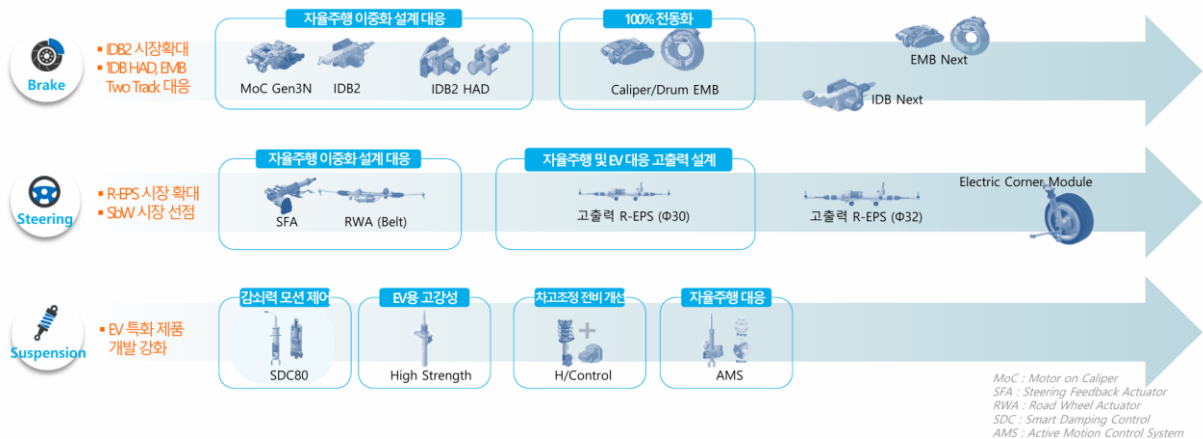
자료: Company data, 교보증권 리서치센터
주석: 25년은 가이던스 수치 삽입

[도표 16119] HL 만도 제품군별 매출 비중



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 17] HL 만도 제품군 (2022년 제품 로드맵)



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

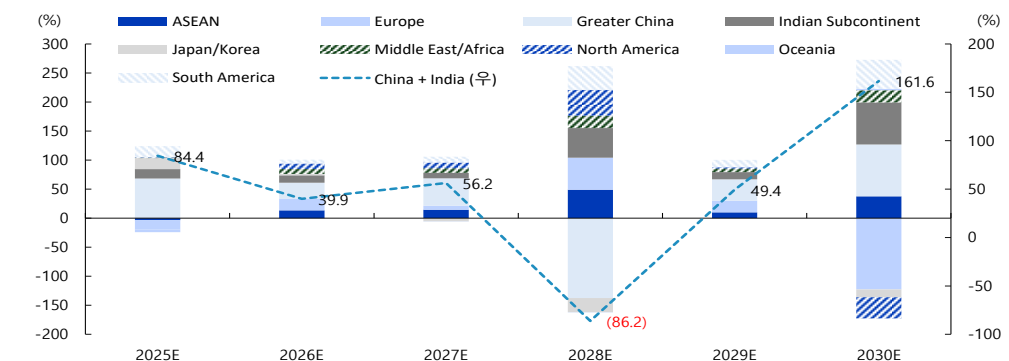
3. 기업개요

2-1. 성장이 담보된 시장에서 로컬 OEM과 협력 중

IHS는 27년까지 글로벌 완성차 판매량이 연평균 2.0% 증가할 것으로 예상하고 있다. 해당 증분의 57.1%가 중국/인도 지역에서 발생할 것으로 전망하고 있다. 즉, 반면 북미/유럽은 각각 7.3%/10.1%로 비교적 부족한 기여도를 보일 것으로 예상된다. 즉, Q증가의 수혜를 받기 위해서는 양 지역에서 유효한 성과를 낼 필요가 있다. 국내 부품사의 최대 고객사인 현대차 그룹은 인도에서 성과를 보이지만, 중국에서는 부진한 모습을 노출 중이다. 향후에도 중국 시장은 빠른 전기화 및 보조금 영향으로 인해 시장 경쟁은 쉽지 않을 전망이다.

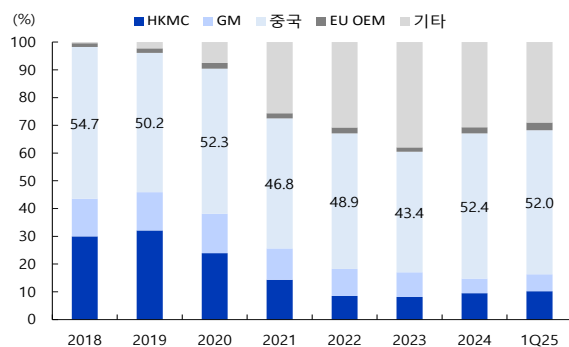
반면 동사는 현대차 그룹 외 로컬 OEM의 성공적인 공략을 통해 높은 로컬 OEM 매출 비중을 유지 중이다. 현지업체와의 JV를 통해 로컬 OEM사향 레퍼런스를 선제적으로 확보한 전략의 성공으로 판단한다. 중국에서는 2011년 지리 자동차(Geely)와 '만도닝보'를 설립하고 대형계약을 맺었고, 2024년 톈룬 인터스트리얼 테크놀로지과 추가적인 JV를 설립했다. 이로 인해 중국내 주요 업체인 Geely, Changan/GMW를 주요 고객사로 두고 있다.

[도표 18] IHS: 글로벌 자동차 판매량 증분 기여도



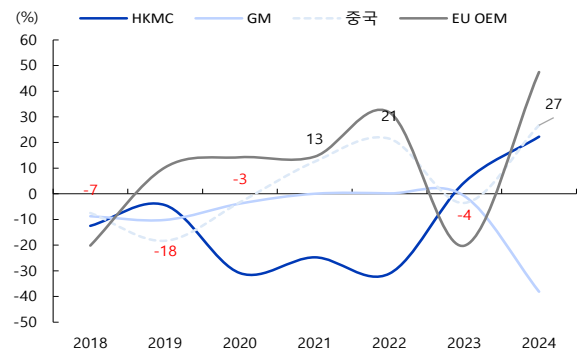
자료: S&P Global, 교보증권 리서치센터

[도표 19] 중국: 중국법인 매출 대비 로컬 OEM 매출 비중 추이



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 20] 중국: 고객사별 매출액 YoY 증감률

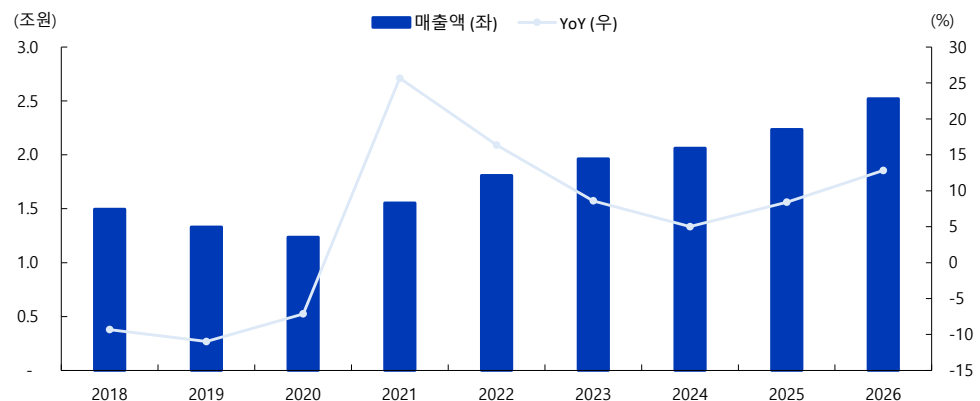


자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

향후 성장동력 역시 충분한 상황이다. 선도 전기차 업체의 중국 공장은 신규모델 영향으로 판매량 증가의 수혜를 입을 예정이며, 24년부터 중국 0.5티어 전기차 업체향으로 REPS 공급이 본격적으로 시작되었고, 해당 고객사의 신규 모델 출시가 이어질 것으로 예상됨에 따라 중국 시장의 주요 성장 동력이 될 것이라고 전망한다.

다만 1) 중국 전기차 시장의 경쟁 강도 강화로 인한 제한적인 물량 확장, 2) 전기차 시장 확대가 저가형 중심으로 이루어지는 반면, 동사의 중국내 포지션이 프리미엄인 점은 단기적인 실적 불확실성으로 남아있는 상황이다. 이에 따라 중국 법인의 2025년 매출액은 2.2조원(+8.4% YoY)를 예상하며, 회사가 제시한 보수적 가이드스인 +2.0%(USD/KRW 1,350원 기준)를 크게 초과할 것으로 추정하며, 26년 더욱 높은 성장폭이 나타날 것으로 전망한다.

[도표 21] 중국: HL 만도 중국 법인 실적 추이



자료: S&P Global, 교보증권 리서치센터

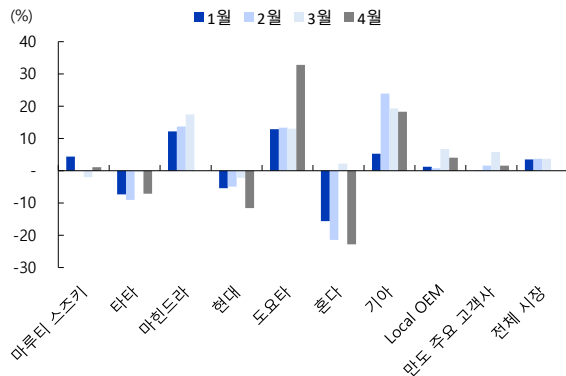
인도 시장에서는 현대차그룹이 인도에 진출한 시점인 1997년에 동반 진출하며, 동시에 인도의 주요 부품사인 Gabel India를 보유하고 있는 Anand사와 스티어링/서스펜션/브레이크 등 사시류를 제조하는 JV를 설립했다. 이후 JV를 통한 로컬 OEM 공략을 성공적으로 이루어내며, Mahindra/Tata Group향 주요 벤더로 자리잡은 상태이다.

동사의 주요 경쟁사인 Bosch, Denso, Continental 과 같은 업체들의 인도 시장 매출 성장률 추이를 보면, HL만도의 호조를 확인 가능하다. Bosch India의 경우 Automotive 부문의 2017년 실적 대비 2024년 매출액 성장률은 누적 33.2%, 반면 HL만도 인도법인은 88.3%로 큰 괴리를 보이고 있다. 이는 로컬 고객사와의 끈끈한 관계로 인한 로컬 OEM향 서스펜션/제동 시스템 등의 물량 확장의 영향이다. Continental/Denso는 India 시장에 대한 자료를 별개로 내놓지 않는 상황이지만, 아시아 시장 매출 성장이 미진한 것을 감안한다면 중국/인도 시장에서도 유의미한 성과가 나타나지 않는 것으로 추정된다.

25년 4월까지의 인도 판매량 집계시, 승용 시장에서 +3.5% 수준의 성장이 이어지고 있다. Tata Group의 판매 부진이 발생하고 있으나, Mahindra의 판매 호조로 Local OEM의 성장이 시장과 유사한 수준을 보여주고 있다. 현대차그룹은 현대차의 판매 부진이 기아의 판매 성장으로 메꿔지는 그림이 나타나며 25년은 시장 평균 수준의 Q증가 수혜를 누릴 수 있을 것으로 판단한다.

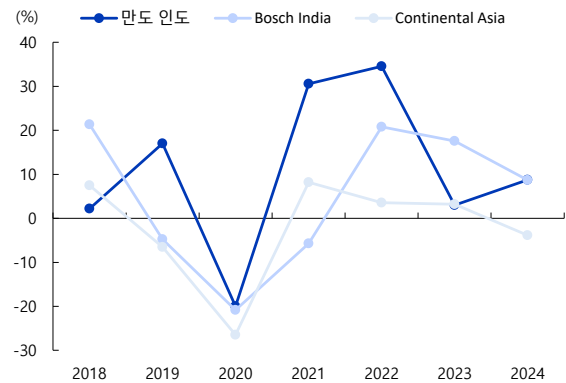
양 신흥국 지역의 외형 성장으로 인해, 중국/인도 법인의 전사 믹스는 24년 23.3%, 9.4%에서 26년 24.4%, 10.9%(+1%p, +1.5%p) 상승할 것으로 전망한다. 양 법인은 고객사 집중도 및 인력의 재배치 등 운영의 효율화가 이루어진 지역으로 전사 수익성 대비 높은 High-Single 레벨의 수익성을 보이고 있다. 따라서 이러한 지역 믹스 전환이 전사 수익성 개선으로도 이어질 전망이다.

[도표 22] 인도: 브랜드 기준 월별 판매량 YoY 증감률



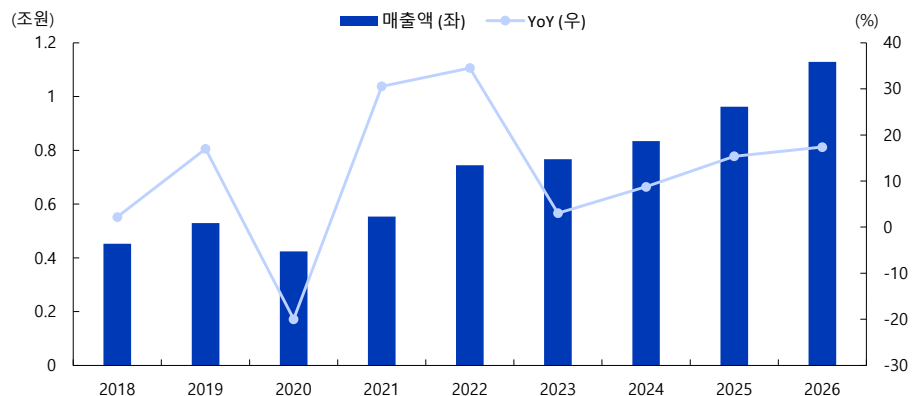
자료: Trass, 교보증권 리서치센터

[도표 23] 인도: 주요 부품사 인도 시장 매출 YoY 증감률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터
주석: Continental은 Aisa 매출로 계산

[도표 24] 인도: 법인 실적 추이



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

2-2. 멕시코 공장 본격 가동, IDB2 출하 증가

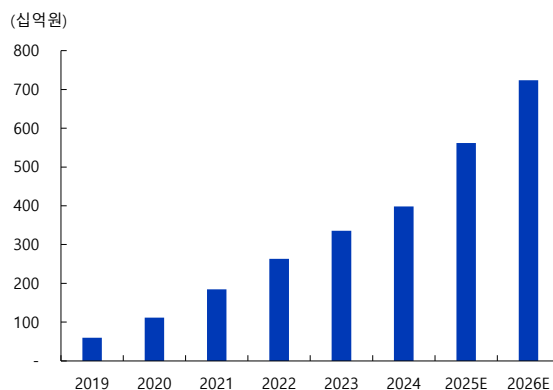
신흥국에서 Local OEM향 고객사 공략을 통한 Q증가와 함께, 북미 시장의 실적 기여가 이어질 전망이다. 2024년말 2,450억의 CAPEX가 집행된 멕시코 공장 증설분의 가동이 시작되었다. 해당 공장에서 2025년 50만대 수준의 IDB2 물량을 북미 선도 NEV사 및 현대차그룹에 공급할 예정이다. 북미 선도 NEV사로 인도되는 물량은 SUV F/L 모델향으로, 향후 주요 판매 증분 요인이 될 것으로 기대된다.

동시에 IDB2 물량은 26년 80만대 수준까지 증가할 것으로 추정된다. 북미의 EV 캐즘 회복에 따른 NEV 선도 고객사의 물량 확장이 예상되고, 26년부터 포드/리비안 등 IDB 신규 고객사로도 납품이 시작되는 것에 기인한다.

다만, 동사의 25년 출하 목표치는 과거 대비 낮아진 수준이다. 이유는 북미 전기차 시장 둔화에 따라, 당초 수주했던 포드향 EV 프로젝트가 취소되었기 때문이다. 다만, 해당 프로젝트는 이후의 추가 프로젝트를 수주받는 것으로 대체될 가능성이 크다고 판단한다. 따라서 현재까지의 북미 주 고객사가 현대차그룹/GM/북미 NEV 3사였다면, 26년 발생할 포드향 신규 납품, 취소된 신규 프로젝트 대체 프로그램 수주로 북미 주고객사는 4사로 확장될 것으로 기대된다.

* IDB(Integrated-Dynamic-Break)는 ABS/ESC/브레이크를 통합하여 새시를 간소화하고, 회생제동을 가능하게 만드는데 사용됨. 동시에 2세대의 IDB는 소프트웨어의 오류를 보완해주는 이중화 안전기능(Dual Safety)을 통해 자율주행에 리턴던시를 확보해주는 기능이 포함. 현재 동사를 포함한 주요 Tier1 업체가 양산하며, 기술적 장벽이 있는 품목임. IDB1은 1티어 업체인 보쉬/덴소와 비교시 부족한 기술력 노출했으나, 2세대로 넘어오며 기술적 격차는 해소되었다고 밝힘. 기술적 장벽으로 인해 타제품 대비하여 고수익성 보유 중. 24년 기준 IDB의 매출 비중은 4~5% 수준으로 추정됨.

[도표 25] IDB 매출 추이 (추정치)



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 26] IDB2 BASE



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

완성차 판매량에 대해서 관세 불확실성은 여전히 우려로 남아있는 상황이다. 그러나 동사의 **멕시코 공장에서 생산되는 제품은 대부분 USMCA 규정을 충족하고 있어, 관세 영향은 매우 제한적일 것으로 추정된다.** 일부 USMCA 미충족 물량에 대해서도 인코텀즈(Incoterms)의 영향으로 인해 귀책사유가 완성차 업체에게 있는 상황이다. 계약상 조정이 발생할 수 있으나, 멕시코에서 미국향 수출 물량 역시 전체 물량 대비 제한적인 상황으로 북미 지역의 손익에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단한다.

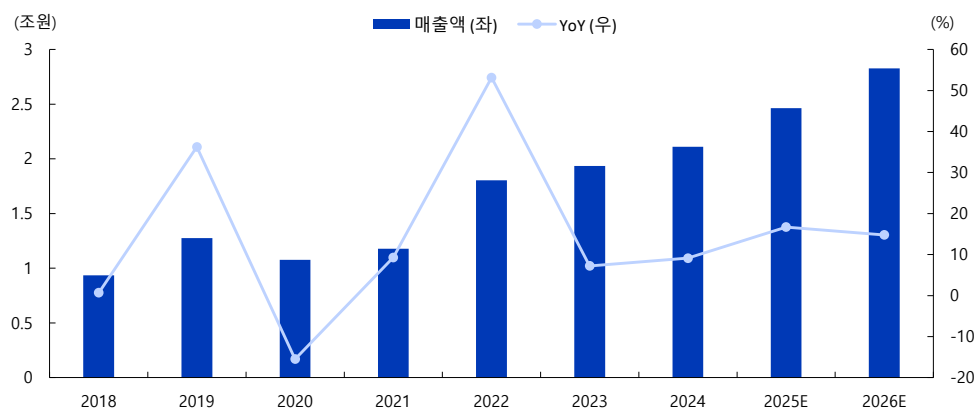
아메리카 지역 외형은 멕시코 공장 가동에 따른 2,000억원가량의 증분을 포함하여, **매출액 2.5조 원(+16.7% YoY)으로 주요 지역 중 가장 큰 외형 성장이 발생할 것으로 추정된다.** 반면, 수익성은 멕시코 설비의 원계획 대비 낮은 물량 반영과 고정비 증가 영향으로 인해 전년 대비 비슷한 수준이 유지될 것으로 예상한다.

[도표 27] 미국 자동차 부품 관세: 신규 관세 부과 절차 수립할 때까지 USMCA 준수 부품 무관세 유지

China/Hong Kong TARIFF RATE: 20% EFFECTIVE DATE: February 4 Pursuant to IEEPA, additional 10% tariff on all goods. Amended March 4th to increase to additional 20% tariff. Exclusions apply. De Minimis no longer available effective May 2nd.	Autos, Auto Parts TARIFF RATE: 25% EFFECTIVE DATE: April 3, May 3 Pursuant to Section 232, additional 25% on passenger vehicles and light trucks (effective April 3rd) and auto parts (effective May 3rd) of all countries.
Mexico TARIFF RATE: 25%, 10% potash EFFECTIVE DATE: March 4 Pursuant to IEEPA, additional 25% on all goods. Amended March 7th to 10% on potash and exemptions for USMCA-originating goods. Exclusions apply.	Canada TARIFF RATE: 25%, 10% energy & potash EFFECTIVE DATE: March 4, March 7 Pursuant to IEEPA, additional 25% on all goods other than 10% on energy. Amended March 7th to 10% on potash and exemptions for USMCA-originating goods. Exclusions apply.

자료: CBP, 교보증권 리서치센터

[도표 28] America 지역 실적 추이



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[HL만도 204320]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	8,393	8,848	9,415	10,309	11,284
매출원가	7,263	7,525	8,005	8,737	9,526
매출총이익	1,130	1,323	1,410	1,572	1,758
매출총이익률 (%)	13.5	15.0	15.0	15.2	15.6
판매비	851	964	1,007	1,098	1,190
영업이익	279	359	403	474	568
영업이익률 (%)	3.3	4.1	4.3	4.6	5.0
EBITDA	601	694	746	831	942
EBITDA Margin (%)	7.2	7.8	7.9	8.1	8.3
영업외손익	-54	-93	-82	-77	-83
관계기업손익	-3	-5	4	4	4
금융수익	69	56	21	20	19
금융비용	-123	-138	-114	-117	-116
기타	3	-6	7	16	10
법인세비용차감전순이익	226	265	320	397	485
법인세비용	71	107	104	101	124
계속사업순이익	155	158	216	296	361
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	155	158	216	296	361
당기순이익률 (%)	1.8	1.8	2.3	2.9	3.2
비지배지분순이익	19	28	35	49	59
지배지분순이익	136	130	181	247	302
지배순이익률 (%)	1.6	1.5	1.9	2.4	2.7
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-16	205	197	197	197
포괄순이익	139	363	413	493	558
비지배지분포괄이익	20	42	48	58	65
지배지분포괄이익	118	320	364	435	493

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	429	435	357	376	450
당기순이익	0	0	216	296	361
비현금항목의 가감	453	532	590	583	626
감가상각비	290	302	309	320	335
외환손익	-10	-14	-69	-92	-87
자본법평가손익	3	5	-4	-4	-4
기타	171	239	354	358	382
자산부채의 증감	-96	-163	-252	-304	-317
기타현금흐름	72	66	-197	-199	-221
투자활동 현금흐름	-322	-397	-405	-445	-485
투자자산	68	-7	-2	-2	-2
유형자산	-338	-310	-350	-390	-430
기타	-53	-80	-54	-54	-54
재무활동 현금흐름	18	-177	-37	-10	-137
단기차입금	1	2	5	10	-10
사채	199	-231	13	27	-27
장기차입금	285	196	11	22	-22
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-42	-51	-33	-42	-52
기타	-425	-92	-33	-26	-26
현금의 증감	123	-79	279	71	-78
기초 현금	492	615	536	814	885
기말 현금	615	536	814	885	807
NOPLAT	191	214	272	353	423
FCF	79	76	13	16	49

자료: HL 만도, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,265	3,677	4,179	4,570	4,880
현금및현금성자산	615	536	870	986	993
매출채권 및 기타채권	1,730	2,152	2,265	2,454	2,664
재고자산	734	838	892	977	1,069
기타유동자산	186	151	152	153	154
비유동자산	3,022	3,375	3,409	3,501	3,618
유형자산	2,176	2,410	2,451	2,521	2,616
관계기업투자금	36	10	15	21	26
기타금융자산	242	226	193	193	193
기타비유동자산	568	730	749	767	783
자산총계	6,287	7,052	7,587	8,071	8,498
유동부채	2,636	2,900	2,994	3,156	3,300
매입채무 및 기타채무	1,526	1,884	1,977	2,123	2,283
차입금	173	233	237	247	237
유동성채무	831	651	644	644	644
기타유동부채	106	133	135	141	135
비유동부채	1,295	1,479	1,509	1,570	1,508
차입금	622	527	538	560	538
사채	419	648	662	688	661
기타비유동부채	254	303	309	322	309
부채총계	3,931	4,379	4,503	4,725	4,808
지배지분	2,231	2,519	2,666	2,872	3,122
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	603	603	603	603	603
이익잉여금	1,153	1,237	1,385	1,590	1,840
기타자본변동	5	8	8	8	8
비지배지분	125	154	163	176	191
자본총계	2,356	2,673	3,029	3,247	3,512
총차입금	2,156	2,166	2,190	2,252	2,189

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	2,887	2,767	3,847	5,270	6,431
PER	13.6	14.7	8.7	6.4	5.2
BPS	47,505	53,635	61,028	65,398	70,729
PBR	0.8	0.8	0.5	0.5	0.5
EBITDAPS	12,800	14,783	15,882	17,696	20,051
EV/EBITDA	5.7	5.3	4.0	3.6	3.1
SPS	178,739	188,431	200,497	219,537	240,303
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
CFPS	1,693	1,624	270	332	1,052
DPS	600	700	900	1,100	1,300

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	11.7	5.4	6.4	9.5	9.5
영업이익 증가율	12.6	28.5	12.2	17.8	19.7
순이익 증가율	30.7	2.4	36.5	37.0	22.0
수익성					
ROIC	5.8	6.1	7.2	9.0	10.1
ROA	2.2	1.9	2.5	3.2	3.6
ROE	6.2	5.5	7.0	8.9	10.1
안정성					
부채비율	166.8	163.8	148.7	145.5	136.9
순차입금비율	34.3	30.7	28.9	27.9	25.8
이자보상배율	2.9	3.2	3.5	4.0	4.9

Company Analysis

에스엘 005850

내년을 바라볼 수 있는 하반기 기대주

목표주가 45,000원, 투자 의견 BUY

Buy

신규

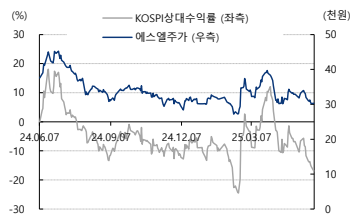
TP 45,000 원

신규

Company Data

현재가(05/26)	30,300 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	45,250 원
52 주 최저가(보통주)	27,200 원
KOSPI (05/26)	2,644.40p
KOSDAQ (05/26)	725.27p
자본금	232 억원
시가총액	14,074 억원
발행주식수(보통주)	4,645 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	13.6 만주
평균거래대금(60 일)	44 억원
외국인지분(보통주)	16.33%
주요주주	
이성업 외 9 인	62.92%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.4	-4.4	-10.4
상대주가	-13.7	-8.9	-8.9

[자동차] 김광식

3771- 6669,
20250021@iprovest.com

에스엘에 대해 목표주가 45,000원, 투자 의견 BUY로 커버리지 개시함. 에스엘은 자동차용 헤드 및 리어 램프 전문 제조 기업으로 매출의 80%가 램프류 제품으로부터 발생함. 투자포인트로는 ① LED 램프류 비중 확장 지속, ② 북미/인도 시장 성장임.

램프류: P/Q 동반 성장 지속

동사의 핵심 사업부인 램프 사업은 P부문에서 LED 믹스 효과 지속, Q부문에서 LED 적용 부문 확대에 의한 수혜가 지속될 예정임. 2024년 동사의 LED 매출 믹스는 53%로 YoY +3%p 상승함. 부진한 상승으로 인해, 램프류의 ASP는 정체하는 모습을 보임. 그러나 전기차 믹스 상승이 필연적임에 따라, 할로겐 램프 대비 1/2 수준의 전력 소모를 보이는 LED 매출 믹스는 상승할 수밖에 없다고 판단함. 동시에 Koito에 따르면, 현재 낮은 매출 비중 가지는 ADB (Adaptive Driving Beam)가 4년 이후 두 배의 매출 믹스로 확장될 것으로 전망함. ADB는 LED 일반 헤드라이트 대비하여 70% 높은 ASP를 보유함. 동사 역시 BMW형 납품 레퍼런스 보유한 상태로 향후 수혜 기대할 수 있을 것. 전기화 및 LED의 디자인적 용이함으로 인해, 차량에서 램프류의 사용처가 많아지는 중임. 1티어 램프사는 31년까지 앰블럼/그릴/DGP 램프 추가로 인해, 23년 대비 대당 ASP가 60% 증가할 것으로 전망함. 25년은 판매량 둔화, 신차 공백기로 인해 성장이 정체되지만, 26년부터 램프류의 P/Q 동반 성장이 지속되는 모습을 기대함.

지역: 견고한 북미, 더 올라올 인도

동사는 북미/인도에서 현대차그룹의 현지 생산 물량의 램프류 물량을 공급하고 있음. 북미 생산 시설이 완전 가동에 근접함에 따라, 선제적으로 멕시코 투자 진행 중임. USMCA 적용 지역인 멕시코의 관세는 타지역보다 선제적으로 인하될 것으로 예상됨에 따라 26년 가동에 따른 원가 절감 가능할 것으로 판단함. 인도에서는 현대차그룹의 현지 생산량 증분 수혜 받을 것. 기아는 25년 판매량을 전년 대비 +22% 가이던스 제시, 현대차는 GM의 공장 인수 효과가 중기적으로 반영될 전망이다. 동시에 인도의 낮은 LED 램프 채택률(23 40%)은 글로벌 대비 낮은 수준으로 '27년까지 60% 수준까지 상승하며, P 효과 역시 동반될 전망이다. 북미/인도 지역의 실적 기여도는 더욱 높아질 것으로 추정함.

Forecast earnings & Valuation

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(억원)	4,838.8	4,973.3	5,113.7	5,475.1	5,835.7
YoY(%)	15.9	2.8	2.8	7.1	6.6
영업이익(억원)	386.2	395.2	397.3	448.0	482.1
OP 마진(%)	8.0	7.9	7.8	8.2	8.3
순이익(억원)	349.3	382.0	361.0	400.3	426.3
EPS(원)	7,223	7,930	7,494	8,310	8,851
YoY(%)	119.6	9.8	-5.5	10.9	6.5
PER(배)	4.9	3.8	4.0	3.6	3.4
PCR(배)	2.7	2.1	2.5	2.2	2.1
PBR(배)	0.9	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	2.9	2.1	2.0	1.6	1.4
ROE(%)	18.8	17.4	14.2	14.0	13.3

[도표 120] 에스엘 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25(E)	3Q25(E)	4Q25(E)	FY24	FY25(E)	FY26(E)
매출액	1,246	1,298	1,192	1,237	1,234	1,335	1,253	1,291	4,973	5,114	5,475
한국	560	609	508	614	572	606	553	608	2,292	2,339	2,443
북미	424	427	437	412	408	459	444	463	1,701	1,774	1,967
중국	56	56	50	70	59	57	51	72	231	239	243
인도	163	157	162	104	158	164	171	111	586	603	658
기타	42	50	35	38	37	49	34	38	164	158	164
램프류	995	1,045	938	982	943	1,047	925	993	3,961	3,907	4,183
전동화	130	140	135	139	173	161	207	186	543	726	780
기타	121	113	119	117	118	128	122	113	470	480	511
매출총이익	206	215	144	123	192	219	159	124	689	694	767
<i>GPM</i>	16.6	16.6	12.1	9.9	15.6	16.4	12.7	9.6	13.8	13.6	14.0
영업이익	139	148	68	41	119	145	88	45	395	397	448
램프류	121	123	57	41	98	123	73	38	342	333	371
전동화	12	14	8	-4	13	11	10	2	30	37	43
기타	6	11	2	4	8	10	5	5	23	28	34
<i>OPM</i>	11.1	11.4	5.7	3.3	9.7	10.9	7.0	3.5	7.9	7.8	8.2
<i>램프류</i>	12.1	11.8	6.1	4.2	10.4	11.8	7.9	3.9	8.6	8.5	8.9
<i>전동화</i>	9.5	9.6	6.2	-2.9	7.5	7.0	4.9	1.1	5.6	5.0	5.5
<i>기타</i>	4.7	9.9	1.9	3.1	6.9	8.2	3.8	4.0	4.8	5.8	6.6
세전이익	160	168	66	93	137	160	103	74	487	474	525
<i>세전이익률</i>	3.1	3.4	0.7	1.1	2.7	2.8	1.9	1.1	2.1	2.1	2.2
당기순이익	116	119	56	77	100	119	77	52	368	348	386
<i>NPM</i>	9.3	9.2	4.7	6.2	8.1	8.7	5.9	3.3	7.4	6.5	6.7
YoY											
매출액	2.9	3.5	0.8	3.9	-1.0	2.8	5.2	4.4	2.8	2.8	7.1
한국	-7.3	-2.3	-5.9	3.0	2.1	-0.5	8.9	-1.1	-3.1	2.1	4.5
북미	9.1	4.3	9.0	18.9	-3.9	7.5	1.5	12.6	10.0	4.3	10.9
중국	21.6	4.6	-10.0	14.9	4.7	3.0	3.0	3.0	7.4	3.4	1.5
인도	20.6	24.8	11.0	-27.1	-3.1	4.5	5.4	6.6	6.6	3.0	9.1
기타	15.9	16.6	-14.1	-16.2	-12.2	-1.1	-0.5	-0.5	-0.1	-3.7	3.7
램프류	2.9	3.5	0.8	3.9	-1.0	2.8	5.2	4.4	2.8	2.8	7.1
전동화	3.0	-0.4	-8.3	15.1	-5.2	0.1	-1.4	1.1	1.8	-1.4	7.1
기타	-0.6	2.5	3.3	5.4	33.4	14.8	53.9	34.0	2.7	33.8	7.4
매출총이익	5.5	65.8	298.0	-43.4	-2.6	13.0	2.2	-3.1	12.2	2.2	6.5
영업이익	26.7	10.4	-2.1	-8.0	-7.0	1.7	10.4	1.1	7.8	0.8	10.4
램프류	33.4	10.3	-18.2	-37.6	-14.1	-1.9	29.8	10.5	2.3	0.5	12.8
전동화	38.6	15.6	-22.7	-16.7	-18.7	0.2	28.0	-6.7	7.9	-2.7	11.5
기타	108.7	109.6	202.0	-173.2	4.5	-16.2	21.4	-152.6	46.3	20.9	18.1
세전이익	-48.4	-46.6	-63.4	-65.2	44.1	-7.0	107.7	24.4	-53.1	21.9	21.0
당기순이익	26.7	19.5	-29.4	36.0	-14.8	-4.5	55.3	-20.0	13.6	-2.7	10.9

자료: 교보증권 리서치센터

1. Valuation

에스엘의 목표주가를 45,000원, 투자 의견 BUY로 제시하며 커버리지를 개시한다. Valuation 산출 방식은 PEER Multiple을 통해 산출했다.

동사의 주가는 23년/24년 실적 Upside를 통해 강력한 상승 모멘텀이 나온 이후, 부진한 주가 흐름을 노출하고 있다. 이는 1) 25년의 제한적인 실적 성장 기대감, 2) 회사가 가지는 낮은 배당성향, 3) 지배구조상 유통주식수 부족에 기인한 것으로 판단함. 회사의 과거 주가 흐름은 서프라이즈로 인한 성장성 부각, 이후 낮은 밸류에이션이 부각되며 주가 상승하는 경향성이 존재한다. 따라서 25년 하반기부터 26년부터 발생 가능한 실적 성장을 주가에 반영하며, 상승 흐름이 나올 것으로 기대한다.

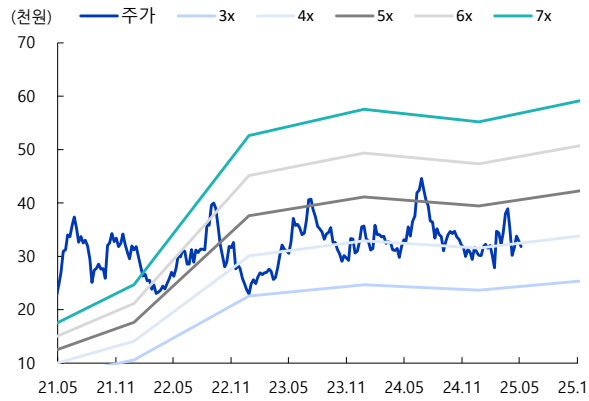
동사의 주요 제품인 램프류를 메인 ITEM으로 사업을 영위하는 업체가 있는 바, PEER Valuation을 활용하여 적정 주가를 산출하였다. 다만, 동사의 낮은 배당성향과 한국 시장에 대한 할인율로 인해 동사가 현재의 사업구조를 갖춘 2019년 2분기 이후의 Historical 평균 할인율을 적용하여 적정 주가를 계산하였다. 이를 통해 계산된 Target 12MF P/E는 5.7배이다. 당사의 25년 추정치 기준 밸류에이션은 P/E 4.0배, P/B 0.54배를 기록하고 있다.

[도표 121] PEER Multiple Valuation

항목명	단위	비 고
P/E Valuation		
EPS	원	7,902 (a): 12MF EPS
Target P/E	배	5.7 (b): (c) x [1-(d)]
PEER 12MF P/E	배	14.1 (c): PEER 그룹; KOITO, VARROC, VALEO, CHANGZHOU
할인율	%	59.9 (d): 2Q19 부터 현재까지의 평균 할인율
적정주가	원	44,681 (e): (a) x (b)
목표주가	원	45,000 천의 자리 반올림
현재주가	원	30,300 2025년 5월 26일 종가
상승여력	%	48.5

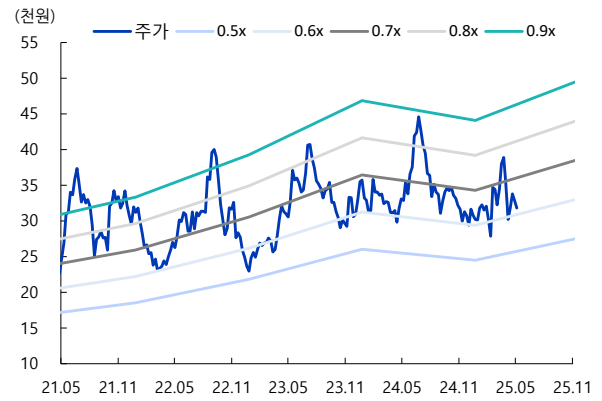
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 122] 에스엘 12MF P/E Band Chart



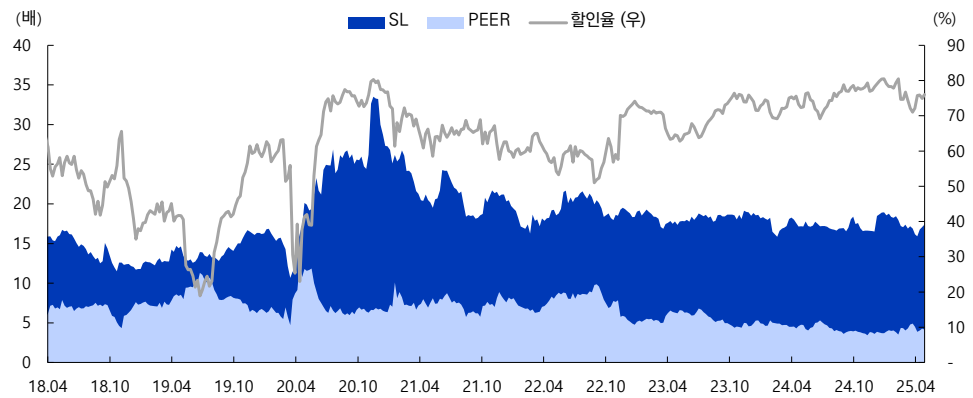
자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 123] 에스엘 12MF P/B Band Chart



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 124] Global PEER 대비 밸류에이션 할인율 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

주석: PEER는 KOITO, VARROC, VALEO, HELLA, CHANGZOU로 구성

[도표] 글로벌 부품사 PEER TABLE (25.05.26)

(단위: 백만달러, %)

		에스엘	현대 모비스	HL 만도	현대위아	한온 시스템	스탠리 일렉트릭	코이토	VALEO	FORVIA	HELLA
국가		한국	한국	한국	한국	한국	일본	일본	프랑스	프랑스	독일
시가총액	(백만달러)	1,029	16,486	1,145	805	1,497	2,800	3,711	2,511	1,763	10,704
주가	(현지통화)	30,250	242,000	33,300	40,400	3,010	2,629	1,721	9	8	84
P/E	2024	3.8	5.4	10.7	10.3	-	14.2	12.4	4.7	40.4	21.5
	2025E	4.0	5.2	7.3	7.3	-	13.3	14.0	7.2	7.5	31.3
	2026E	3.7	4.9	5.9	6.5	31.0	11.0	14.2	4.5	5.1	27.0
P/B	2024	0.6	0.5	0.6	0.3	0.7	0.8	0.8	0.6	0.4	2.9
	2025E	0.5	0.5	0.6	0.3	0.8	0.8	0.8	0.6	0.3	2.8
	2026E	0.5	0.4	0.6	0.3	0.8	0.7	0.7	0.5	0.3	2.6
EV/EBITDA	2024	2.5	3.9	5.3	3.1	8.1	5.0	4.5	2.9	3.7	9.3
	2025E	2.1	4.0	-	3.3	7.1	3.7	-	2.3	3.1	9.7
	2026E	1.6	3.4	-	2.9	6.1	3.7	3.8	2.1	2.7	8.7
ROE	2024	17.4	9.4	5.5	3.4	-13.9	6.4	5.2	4.4	-4.2	11.6
	2025E	14.5	9.1	8.6	4.5	-0.8	6.8	5.3	6.5	1.2	2.0
	2026E	13.8	9.1	10.2	4.8	4.9	7.4	5.8	10.3	3.0	2.6
배당성향	2024	15.0	13.4	25.3	30.1	-	32.5	49.7	60.0	-	29.9
	2025E	16.3	15.4	18.5	16.8	204.0	37.9	49.6	40.2	24.4	29.9
	2026E	16.4	15.3	17.3	16.5	30.4	35.6	49.8	31.6	27.5	29.9
매출액	2024	6,016	41,977	46,765	31,600	3,256	3,256	6,016	23,250	29,180	8,681
	2025E	6,355	44,346	49,977	34,810	3,647	3,647	6,355	24,133	30,198	8,761
	2026E	6,559	47,244	51,233	35,330	3,698	3,698	6,559	25,120	31,178	9,044
매출액 증가율	2024	-1.6	-7.5	1.0	-4.0	0.6	-2.9	-10.7	-2.5	-1.0	22.3
	2025E	3.0	5.6	3.9	0.1	4.3	12.0	5.6	3.8	3.5	0.9
	2026E	5.2	6.5	6.8	2.8	5.1	1.4	3.2	4.1	3.2	3.2
영업이익	2024	295	2,529	284	163	123	378	340	901	1,366	446
	2025E	311	2,790	328	190	214	374	353	1,233	1,543	574
	2026E	338	3,033	360	198	259	420	269	1,426	1,853	655
OPM	2024	7.9	5.4	4.1	2.7	1.0	8.4	4.1	2.8	2.9	5.8
	2025E	7.8	5.7	4.2	2.7	1.6	10.4	5.4	3.7	4.5	5.1
	2026E	7.9	5.9	4.6	3.1	2.7	10.1	5.4	4.9	4.9	6.4
EBITDA	2024	423	3,249	540	352	613	571	579	3,260	3,529	1,119
	2025E	458	3,555	588	378	709	654	642	3,496	3,801	1,234
	2026E	456	3,848	617	383	756	736	577	3,761	4,141	1,417
EBITA 마진율	2024	11.2	7.1	7.8	5.9	7.5	17.0	8.9	12.1	10.1	13.1
	2025E	11.3	7.3	8.0	5.9	8.0	15.7	9.1	13.5	11.7	12.8
	2026E	11.6	7.5	8.2	6.1	8.8	17.7	9.8	13.9	12.2	13.6
당기순이익	2024	270	2,974	95	88	-266	209	221	175	-200	382
	2025E	256	3,141	159	94	-47	258	283	316	124	253
	2026E	275	3,333	190	112	36	253	248	542	324	667
NPM	2024	7.4	7.1	1.5	1.5	-3.6	6.4	3.7	0.8	-0.7	4.4
	2025E	6.8	7.1	2.4	1.6	-0.6	7.1	4.5	1.3	0.4	2.9
	2026E	6.9	7.1	2.6	1.8	0.4	6.8	3.8	2.2	1.0	7.4

자료: 교보증권 리서치센터

2. 기업개요

에스엘의 전신인 '삼립자동차공업회사'는 1954년 설립되었다. 이후 1969년 지금의 현대차에 헤드램프를 최초 납품하였으며, 현재까지 주요 주주로 함께하고 있는 'Stanley Electric Co'와 1981년 헤드램프 부문, 1994년 램프류 전체 품목에 대한 기술 제휴를 통해 국내 자동차용 램프류 강자로 도약하게 되었다. 1988년 한국 거래소에 상장되었으며, 2004년 현재의 '에스엘'로 사명을 변경하였다. 이후 계열회사였던 에스엘라이팅/라이텍/서봉을 2017년 흡수합병하였으며, 2022년 액추에이터, CMS(Camera Monitoring System) 등의 사업을 영위한 '에스엘미러텍'을 인수하여 현재의 사업구조를 갖추게 되었다.

24년 매출액 5.0조원(+2.8% YoY), 영업이익은 3,952억원(+2.3% YoY, OPM 7.9%)을 기록하였다. 제품별 매출 비중은 24년 기준으로 램프류가 86.6%를 차지하고 있다. 글로벌 자동차용 헤드 램프 시장에서 5.1%를 차지하고 있으며, 국내에서는 에스엘 자체 추정으로 66.2%의 점유율을 가져가고 있다.

주고객사로는 국내에 현대차(17.9%), 기아(14.5%), 현대모비스(17.2%)가 있으며, 해외에 GM(17.7%)이 존재한다. 이외의 글로벌 고객사로 지리차/포드/스바루/피아트 등에 제품을 공급 중이다.

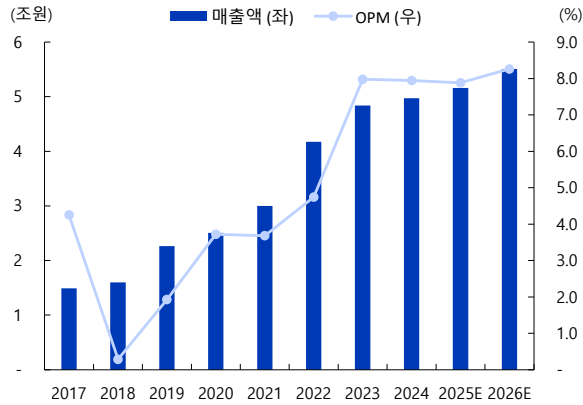
지역별로도 다양한 포트폴리오를 보유 중이다. 동사는 국내를 포함하여 미국/중국/인도에 생산 법인을 보유 중이다. 북미에서는 에스엘이 현대차 그룹의 미국 내 생산물량에 램프류 공급을 하고 있으며, 현대모비스가 멕시코에서 생산되는 물량에 공급을 하고 있다. 현대차그룹의 인도법인에는 아직 현대모비스가 진출하지 않은 관계로 현재까지 전량 공급을 하고 있다. 이처럼 현대차 그룹과 밀접한 관계를 쌓으며 전략적 파트너로서 동반하고 있다.

[도표 125] 에스엘 주요 연혁

연도	내용
1954	에스엘 전신인 '삼립자동차공업회사' 창립
1969	현대자동차공업주식회사 Head lamp Assembly 납품
1981	일본 STANLEY 전기(주)와 헤드램프 부문 기술 제휴
1985	에스엘 성산 설립(미국 GM사와 합작)
1988	한국증권거래소 상장
2004	에스엘 주식회사(SL Corporation)으로 사명 변경
2017	(주)에스엘라이팅, (주)에스엘라이텍, (주)에스엘서봉 흡수합병
2022	에스엘 미러텍 지분 51% 취득, 자회사 편입
2024	멕시코 공장(SL MEX SLP) 설립

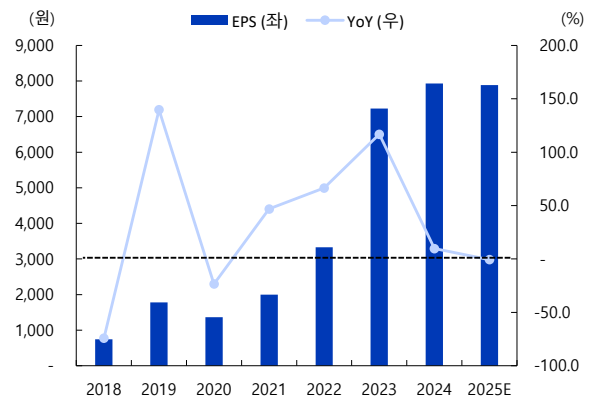
자료: 에스엘, 교보증권 리서치센터

[도표 126] 에스엘 연간 실적 추이



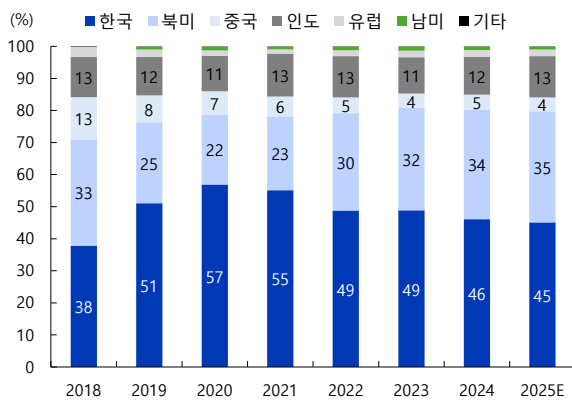
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 127] 에스엘 연간 EPS 추이



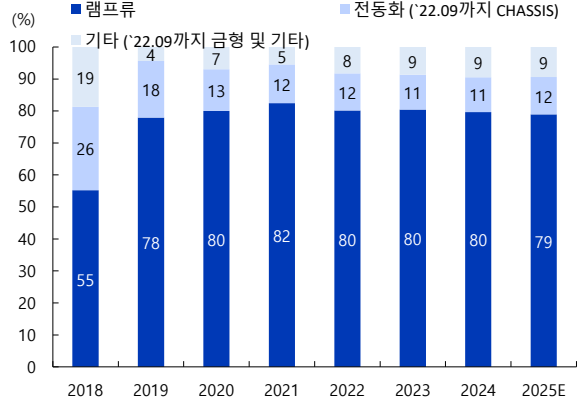
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 128] 에스엘 지역별 매출 비중 추이



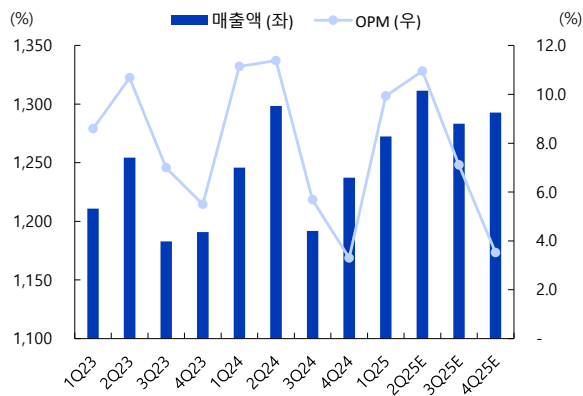
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 129] 에스엘 사업부문별 매출 비중 추이



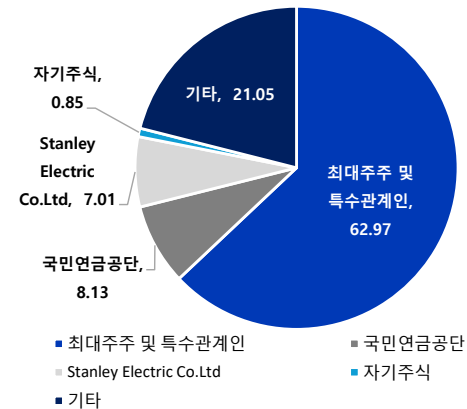
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 130] 에스엘 분기 실적 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 131] 에스엘 지분 구조



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

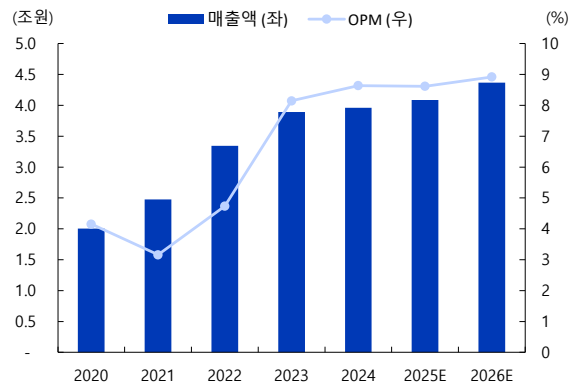
3. 기업개요

2-1. 램프, 아직 올라갈 례이 있다

에스엘의 램프 부문 매출액은 2019년 1.8조원에서 2024년 4.0조원으로 5년간 연평균 17.6% 증가했다. 이는 기존의 1) 할로겐 램프 대비 높은 ASP를 가지는 LED 램프 매출 비중 증가에 따른 P 증분, 2) 램프 활용도 증가 및 전동화 영향으로 인한 Q 증분이 동시에 영향을 끼쳤다.

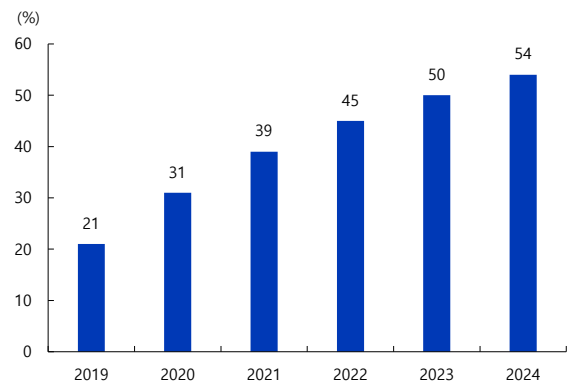
LED 램프 비중은 2024년 기준 50% 이상으로 2019년 대비 30%p 이상 상승했으나, 아직도 추가적인 상승 례이 남아있다고 판단한다. 동시에 램프류의 Q효과 또한 동반될 것으로 예상하며, 램프류 실적은 2025년 4.1조원(+3.2% YoY), 2026년 4.4조원(+6.9% YoY)로 성장을 이어나갈 것으로 전망한다.

[도표 132] 에스엘 램프 부문 실적 추이



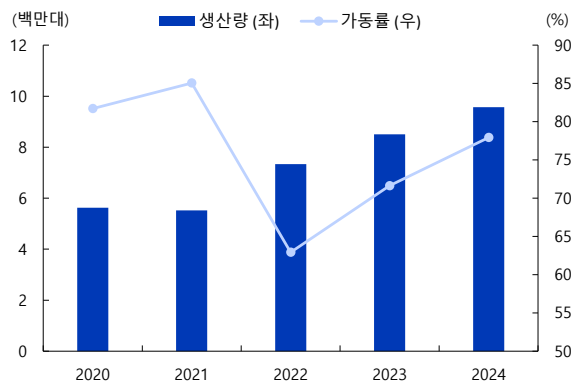
자료: 에스엘, 교보증권 리서치센터

[도표 133] 에스엘 LED 램프 매출 비중



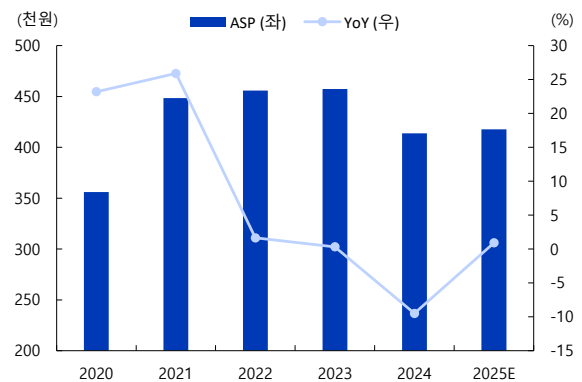
자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 134] 에스엘 램프 부문 매출 추이



자료: 에스엘, 교보증권 리서치센터

[도표 135] 에스엘 램프 ASP 추이

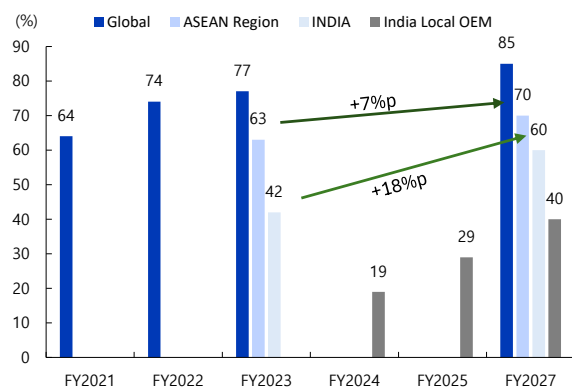


자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

LED램프 비중의 지속 상승의 가장 큰 요인은 1) 기존 할로겐 램프 대비 좋은 전력비로 인한 전 기차에서의 채택률 증가이다. Global Data에 따르면, 연간 전기차(BEV) 판매 비중은 2020년 2.8%에서 2024년 12.5%까지 상승했으며, 2030년에는 32.9%를 기록할 전망이다. LED는 할로겐 램프 대비 전력소모가 우수하다. 할로겐 램프는 주로 12V 55W인 반면, LED램프의 경우 12V 20W로 절반의 소비전력으로 더 좋은 시인성을 확보할 수 있다. 주행거리로 인해 소비전력에 민감한 전기차에는 매우 중요한 문제이다. 이로 인해 23년 LED Headlight 침투율은 완성차 전체가 75%인 반면, 전기차는 94%를 차지하고 있다. 실질적으로 모든 전기차에 LED 헤드라이트가 탑재된다는 것을 의미하며, 전기차 믹스 상승에 따른 수혜가 이어질 것으로 추정된다.

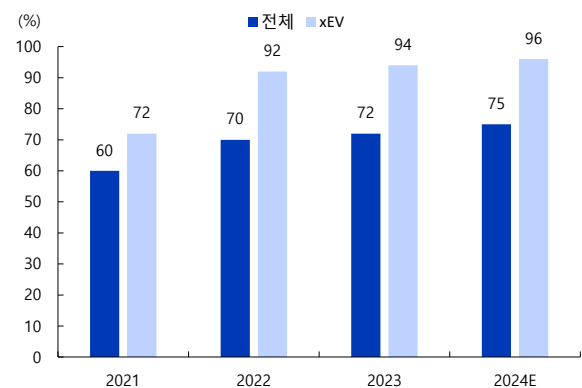
2) Tier1 업체 내 고객사의 LED 램프의 채택률 비중은 80%에 가까운 수준이다. 글로벌 자동차용 조명시장 MS 1위 기업인 Koito의 고객사 중 LED 광원 채택률은 FY23기준 77%를 기록했으며, FY27 기준 85%를 전망하고 있다. 글로벌 MS 5위 기업인 Stanley는 이미 FY21 기준 채택률이 78%를 기록했다. 글로벌/주요 신흥국에서의 LED 채택률의 지속 증가 전망을 보았을 때, 동사의 LED 매출 비중이 지속 증가한다고 추정하는 것에는 무리가 없을 것으로 판단한다.

[도표 136] KOITO IR: LED 램프 채택률 추이



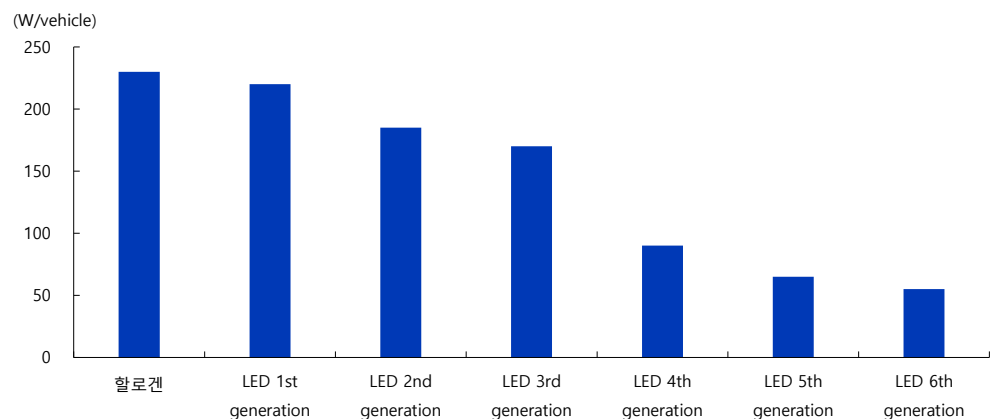
자료: Koito IR, 교보증권 리서치센터

[도표 137] 글로벌 LED 램프 채택률 전망



자료: Trendforce, 교보증권 리서치센터

[도표 138] LED 램프 발전에 따른 차량당 전력 소모량 (상향등, 하향등 합계)



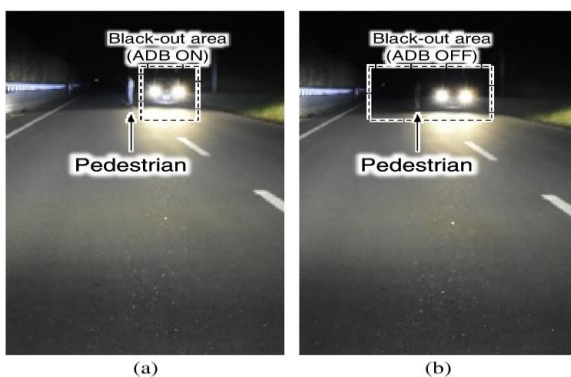
자료: Koito IR, 교보증권 리서치센터

LED 헤드램프 이후의 ITEM 중 하나는 ADB(Adaptive Driving Beam)가 있다. ADB는 주행 상황에 따라 빔 패턴을 자동으로 조정하여 전방 시야를 최대화하면서도 상대 차량 운전자의 눈부심을 방지하는 기능을 보유한다. 따라서 ADB는 LED를 독립적으로 제어하기 위해 일반적으로 매트릭스 LED로 디자인되고, 고성능의 LED 및 부속 부품 사용에 따라서 높은 ASP를 보유하고 있다. 일반적인 LED 헤드라이트 대비 1.7배 수준인 것으로 파악된다.

KOITO의 IR자료를 참고시, 고객사의 ADB 채택률은 FY23(24.03.31) 9% 수준에 불과한 상황으로 FY27(28.03.31)까지 20%로 확장시킬 계획을 발표한 상황이다. 해당 자료에서는 일본/중국을 중심으로 확장이 일어날 것으로 전망하고 있다. 동사가 일본/중국이 주요 시장은 아니나, 일본 (Suzuki, Mazda 등), 중국(Dongfeng, 지리차 등) 고객사를 보유하고 있고, 이미 BMW 및 현대차로부터 ADB 램프 공급 이력이 존재하며 수혜 여력이 충분하다고 전망한다.

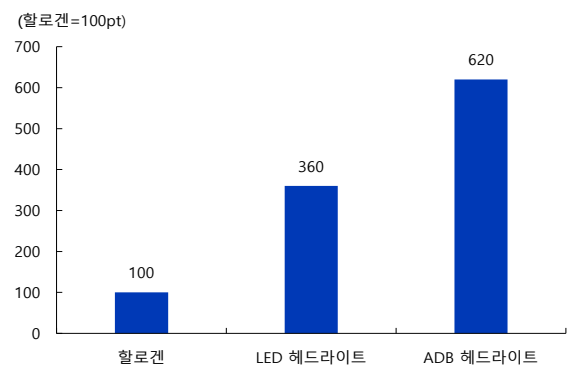
동시에 실용성을 넘어, 디자인 측면에서의 램프 활용에 대한 관심도는 계속해서 상승 중이다. 주요 고객사인 현대차그룹은 그릴부분에서 룬테일 램프의 적극적 활용을 보여주고 있으며, 글로벌 OEM 역시 이러한 추세가 나타나고 있다. 이로 인해 램프류의 Q/P 동반 성장기는 끝나지 않은 것으로 판단되며, 26년부터 재성장기에 돌입할 것으로 전망된다.

[도표 139] ADB Headlight 에 따른 시야 예시



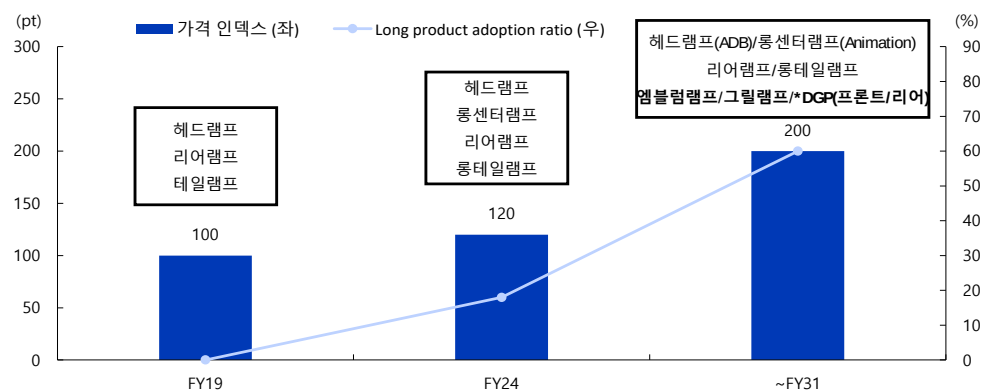
자료: Researchgate, 교보증권 리서치센터

[도표 140] 소재/기능별 Headlight 가격 인덱스



자료: koito IR, 교보증권 리서치센터

[도표 141] KOITO IR: 중장기 Unit Price Index



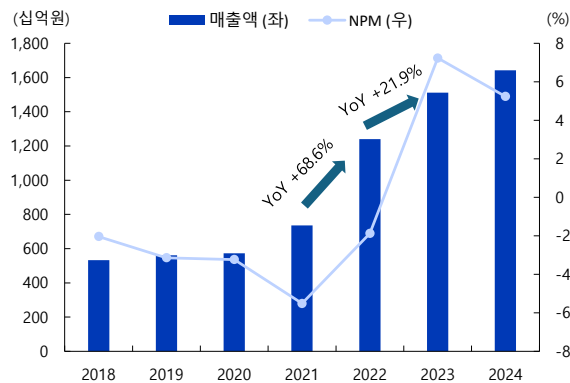
자료: Koito IR, 교보증권 리서치센터

2-2. 단단한 미국, 다음은 인도?

2022/23년 실적 점프업의 가장 큰 요인은 북미 법인 가동률 상승, 이로 인한 레버리지 효과 발생이었다. 북미 공장 가동률 상승은 GM향 Silverado 등 8개 차종의 수주 물량 반영, 현대차그룹의 판매량에 기인했다. 2023년 현대차그룹의 미국/캐나다 판매량은 YoY 12.0% 증가했다. 24년 미국 공장의 총 가동률은 90% 수준에 근접하였으며, 실질적인 완전 가동 상태에 있는 상황이다.

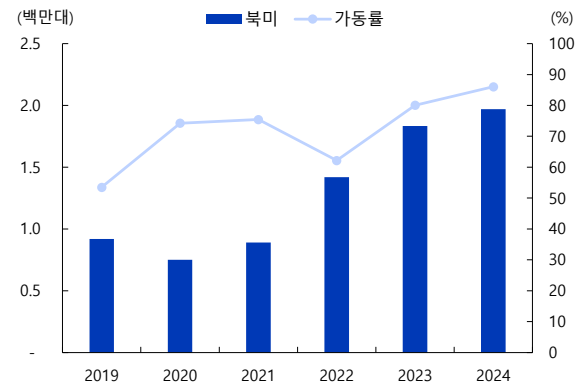
회사는 USMCA가 적용되는 멕시코의 산루이스포토시(San Luis Potosi)에 선제적인 투자를 진행하였으며, 26년 가동 예정이다. 관세로 인한 불확실성이 커진 상황이지만, USMCA가 적용되는 캐나다/멕시코는 타지역보다 빠른 관세 인하가 예상됨에 따라 완공에 따른 원가 절감 수혜가 있을 것으로 기대된다. 북미는 여전히 회사의 가장 큰 수익원이 될 지역으로 남을 것이다. 다만, 25년은 관세 및 경기 불확실성으로 인한 북미 지역 판매량 감소로 인한 영향 있을 것으로 판단되며 26년부터 다시 성장 추세를 이어갈 것으로 전망한다.

[도표 142] SL America Inc: 연간 실적 추이



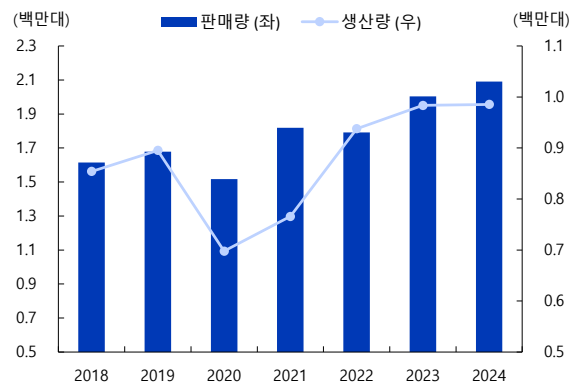
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 143] SL America Inc: 가동률 및 생산량 추이



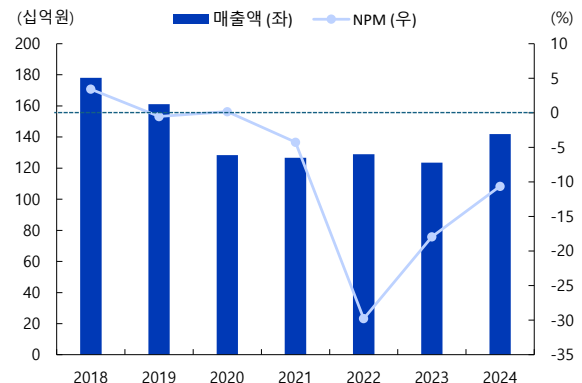
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 144] 미국/캐나다: 현대차그룹 판매량/생산량 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 145] 에스엘 주요 중국 종속 법인: 연간 실적 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터
주식: 23년까지 에스엘아시태평양, 24년은 삼립(연태)차등유한공사 실적 기입

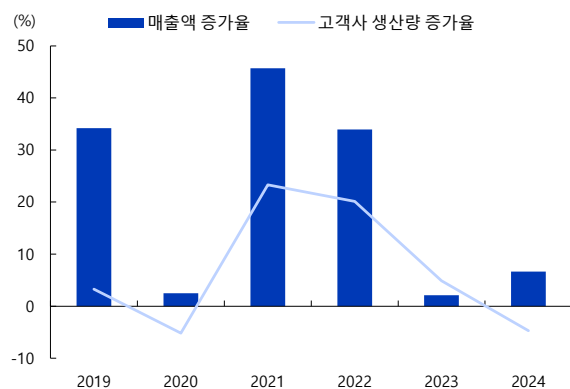
북미가 견고한 가운데, 인도 지역은 향후에도 고성장 지역으로 남을 것으로 전망한다. 회사는 인도에서 경쟁사의 부재로 인해 현대차그룹이 인도에서 공급하는 물량에 독점 납품하는 형태를 가지고 있다. 따라서 현대차그룹의 인도 판매량과 매우 밀접한 관계를 가진다. 현대차그룹의 인도 지역 판매량은 최근 5년간 연평균 8.9% 상승하였다. 생산량은 5년간 연평균 7.0% 증가하였으나, 2024년은 기아의 판매량 둔화로 인해 전년 대비 0.8% 감소한 103.4만대를 기록했다. 회사의 인도 지역 매출액 역시 주요 고객의 판매 호조에 힘입어 5년간 연평균 16.8% 증가하였다.

대체적으로 고객사 생산량 증가율 보다 더욱 높은 매출액 증가율을 볼 수 있는 상황이다. 이는 P 상승 역시 동반되었다는 것을 의미한다. 그러나 그럼에도 인도 지역의 P증분 상승 가능성은 충분히 남은 상황이다. 글로벌 1위 램프사 KOITO는 FY24(23.04.01~24.03.31) 자료를 통해, 인도 지역의 LED 램프 채택률이 40% 수준에 불과하다고 소통하였다. 글로벌 평균 77%, 일본/북미/중국이 90% 이상인 것에 비해 매우 낮은 수준이다. 인도 지역의 LED 믹스 상승으로 인해 추가적인 수익성 개선을 기대한다.

인도 시장 성장 및 고객사의 시장 점유율 확대 의지를 고려한다면, 높은 물량 증가세도 기대할 수 있는 상황이다. 인도의 Lumax Industries와 합작한 법인인 SL Lumax는 현대차 중심으로 공급, 자체 투자 진행한 SL AP Private는 기아의 생산 감소로 인해 가동률에 여유가 있는 상황이다. 그러나 기아의 25년 가이던스는 인도의 판매량은 신차 출시(Syros) 영향으로 YoY +22.4% 성장할 것으로 제시했다. 동시에 CID에서는 30년까지 연 8% 이상의 판매량 성장 추세를 전망하여, 동사의 중장기적 물량 수혜가 있을 예정이다.

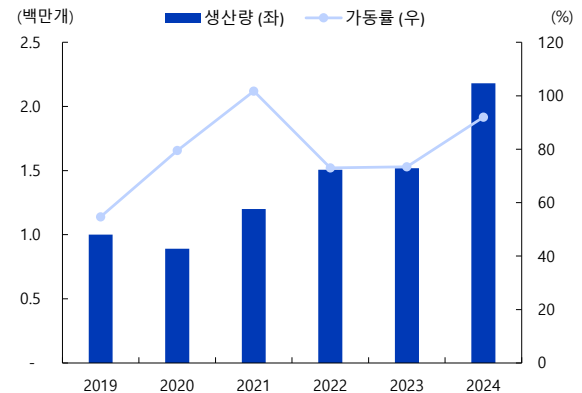
현대차도 시장 수요에 맞춰 생산량을 늘려나가고 있는 중이다. 25년 5월 현대차 인도법인은 GM 탈레곤 공장을 인수(연 13만대 규모)하였으며, 설비 개선 이후 4분기부터 가동 예정이다. 따라서 현대/기아의 계획을 고려시 인도에서의 추가적인 CAPEX 투자가 필요한 시점으로 추정한다. 동사의 현금흐름 및 고객사와의 관계를 고려하였을 시, 투자에 어려움은 없을 것으로 판단된다.

[도표 146] 인도 지역 연결 매출액-현대차 그룹 생산량 YoY



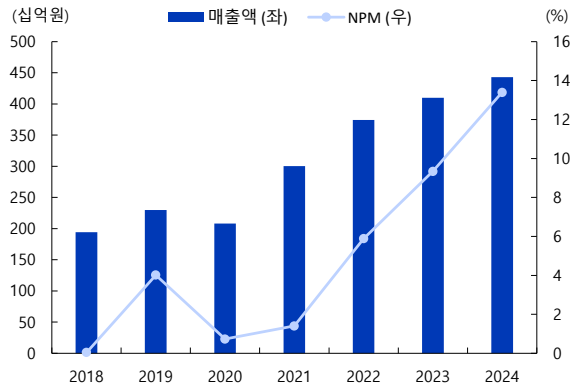
자료: Company data, Marklines, 교보증권 리서치센터

[도표 147] 인도 주요 생산법인 생산량/가동률 추이



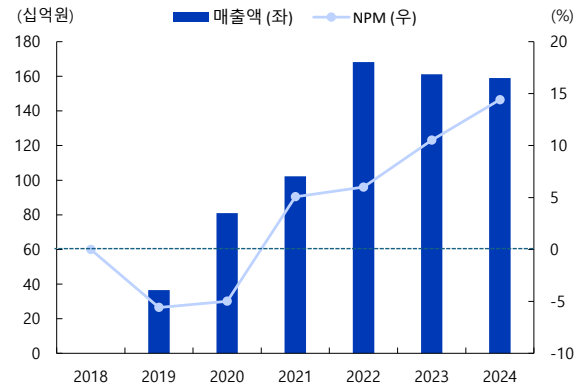
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 148] SL LUMAX: 연간 실적 추이



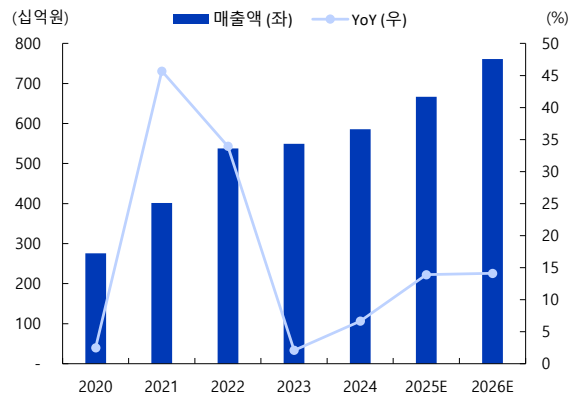
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 149] SL AP PRIVATE Limited: 연간 실적 추이



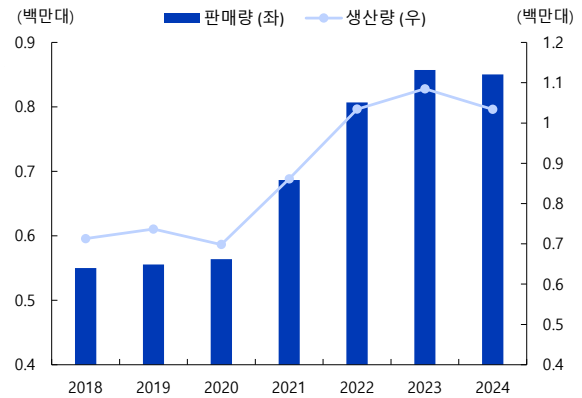
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 150] 인도 지역 연결 매출액 추이 및 전망



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 151] 현대차 그룹 생산량 및 판매량 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[에스엘 005850]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	4,839	4,973	5,114	5,475	5,836
매출원가	4,200	4,285	4,419	4,708	5,014
매출총이익	639	689	694	767	822
매출총이익률 (%)	13.2	13.8	13.6	14.0	14.1
판매비	253	294	297	319	340
영업이익	386	395	397	448	482
영업이익률 (%)	8.0	7.9	7.8	8.2	8.3
EBITDA	539	559	566	627	673
EBITDA Margin (%)	11.1	11.2	11.1	11.4	11.5
영업외손익	43	92	76	77	77
관계기업손익	18	17	12	12	12
금융수익	24	33	25	26	26
금융비용	-26	-21	-27	-25	-25
기타	26	63	66	65	64
법인세비용차감전순이익	429	487	474	525	559
법인세비용	80	105	113	125	133
계속사업순이익	349	382	361	400	426
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	349	382	361	400	426
당기순이익률 (%)	7.2	7.7	7.1	7.3	7.3
비지배지분순이익	14	14	13	14	15
지배지분순이익	336	368	348	386	411
지배순이익률 (%)	6.9	7.4	6.8	7.1	7.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-14	48	47	47	47
포괄순이익	335	430	408	448	474
비지배지분포괄이익	13	17	16	18	19
지배지분포괄이익	322	413	392	430	455

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	432	482	432	453	494
당기순이익	349	382	361	400	426
비현금항목의 가감	275	300	273	302	324
감가상각비	142	153	162	173	186
외환손익	-3	-21	-53	-43	-40
자본법평가손익	0	0	-12	-12	-12
기타	135	168	176	184	190
자산부채의 증감	-111	-122	-97	-136	-136
기타현금흐름	-81	-78	-104	-114	-121
투자활동 현금흐름	-270	-334	-220	-240	-260
투자자산	19	-1	0	0	0
유형자산	-161	-238	-200	-220	-240
기타	-128	-95	-20	-20	-20
재무활동 현금흐름	-114	-127	-83	-70	-78
단기차입금	0	0	-21	-10	-10
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-83	-78	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-28	-46	-55	-55	-64
기타	-4	-3	-6	-4	-4
현금의 증감	48	35	6	136	92
기초 현금	266	314	348	355	490
기말 현금	314	348	355	490	582
NOPLAT	315	310	303	341	367
FCF	196	114	175	165	182

자료: 에스엘, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,071	2,346	2,438	2,747	3,061
현금및현금성자산	314	348	355	490	582
매출채권 및 기타채권	923	1,001	1,061	1,190	1,367
재고자산	375	416	428	458	488
기타유동자산	458	581	594	608	623
비유동자산	1,165	1,353	1,401	1,460	1,528
유형자산	748	861	899	946	1,000
관계기업투자금	158	161	173	185	197
기타금융자산	77	73	73	73	73
기타비유동자산	181	258	257	257	259
자산총계	3,236	3,699	3,839	4,207	4,589
유동부채	1,116	1,142	1,120	1,140	1,160
매입채무 및 기타채무	654	668	682	719	756
차입금	319	275	253	243	234
유동성채무	36	40	37	35	34
기타유동부채	107	160	148	142	136
비유동부채	111	159	17	20	20
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	111	159	17	20	20
부채총계	1,227	1,302	1,136	1,160	1,180
지배지분	1,928	2,300	2,593	2,923	3,270
자본금	23	23	23	23	23
자본잉여금	460	460	460	460	460
이익잉여금	1,470	1,783	2,076	2,407	2,753
기타자본변동	-12	-12	-12	-12	-12
비지배지분	81	97	110	124	139
자본총계	2,009	2,397	2,702	3,047	3,409
총차입금	361	320	296	284	273

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	7,223	7,930	7,494	8,310	8,851
PER	4.9	3.8	4.0	3.6	3.4
BPS	41,518	49,512	55,816	62,937	70,400
PBR	0.9	0.6	0.5	0.5	0.4
EBITDAPS	11,612	12,032	12,194	13,496	14,484
EV/EBITDA	2.9	2.1	2.0	1.6	1.4
SPS	104,177	107,071	110,093	117,874	125,639
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
CFPS	4,222	2,454	3,759	3,542	3,927
DPS	900	1,200	1,200	1,400	1,600

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	15.9	2.8	2.8	7.1	6.6
영업이익 증가율	95.1	2.3	0.5	12.8	7.6
순이익 증가율	110.5	9.4	-5.5	10.9	6.5
수익성					
ROIC	20.3	18.5	16.7	17.4	16.9
ROA	10.9	10.6	9.2	9.6	9.3
ROE	18.8	17.4	14.2	14.0	13.3
안정성					
부채비율	61.1	54.3	42.0	38.1	34.6
순차입금비율	11.2	8.7	7.7	6.7	5.9
이자보상배율	15.9	21.7	23.9	29.1	32.6

Company Analysis

현대오토에버 307950

양사업부문 호조 지속

목표주가 190,000원, 투자의견 BUY

Buy

신규

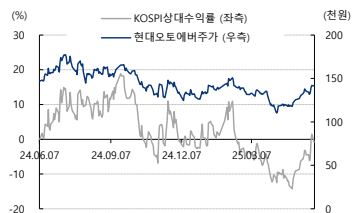
TP 190,000 원

신규

Company Data

현재가(05/26)	141,400 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	177,300 원
52 주 최저가(보통주)	110,100 원
KOSPI (05/26)	2,644.40p
KOSDAQ (05/26)	725.27p
자본금	137 억원
시가총액	38,778 억원
발행주식수(보통주)	2,742 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	53 만주
평균거래대금(60 일)	69 억원
외국인지분(보통주)	201%
주요주주	
현대자동차 외 3 인	75.29%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	19.1	0.7	-7.6
상대주가	14.7	-4.0	-6.1

현대오토에버에 대해 목표주가 190,000원, 투자의견 BUY로 커버리지 개시함. 회사는 현대차 그룹내 IT 전문 계열사로써 그룹사내 IT서비스를 제공 및 차량SW 사업을 영위 중임. 투자포인트로는 ① 그룹사 CAPEX 확장 기조-인력 충원 지속에 따른 외형 지속 확장, ② SDV 확장에 따른 마들웨어 부문 성장임.

IT: 그룹사 CAEPX 확장, 인력 수급 결과 나올 것.

회사의 IT부문 인력은 3,569명으로 전년 대비 13.0%, 5년간 연평균 14.2% 증가하였음. PEER 대비 매우 높은 증가 추세가 유지되는 중. 이는 그룹사의 CAPEX 증분 및 CAPEX에서 차지하는 IT부문의 믹스가 늘어난 것에 기인함. 그룹사 내 주요 기업 3사의 CAPEX는 17.1조원(+33.8% YoY)으로 크게 늘어남. 동시에 그룹 3사 동사 매출액/CAPEX 비율 역시 18년 7.8%에서 24년 11.6%까지 상승함. IT시스템 구축/유지보수 수요 지속 전망하며, 외형 확장 기조 지속될 것으로 판단. 높은 Captive 수요 증가로 인해 가용인원 부족으로 Non-Captive 확장이 어려웠으나, 공격적 인력 확장으로 Non-Captive 수주 여력 확보되었다고 추정됨. 연내부터 고객사 다변화를 위한 수주가 기대되는 상황으로 판단함.

차량 SW: 과도한 우려는 해소될 것

차량SW 부문 중 모빌진(Mobilgene)으로 대표되는 마들웨어 부문은 PEER 대비 회사의 프리미엄을 정당화하는 요인임. 최근 그룹사의 FLEOS 및 자율주행 속도 둔화 우려가 커지고 있는 상황임. 그러나 FLEOS는 OS-Application 영역을 전담, 동사의 모빌진은 마들웨어(BSW) 부문을 전담함으로써 레이어 계층이 다를 가능성이 큼. 특히 1) FLEOS 개발이 26년 상반기까지 마무리되어야 한다는 점, 2) 1ST Tier 개발사인 '42dot'이 양산에 대한 경험이 부족하다는 점은 향후에도 그룹사의 SW전략에서 동사의 역할이 축소되지 않을 것이라고 판단하는 근거임. 25년 하반기 FLEOS에 대한 추가 내용이 공개되며 리스크 해소 이후, 밸류에이션 회복으로 작용할 것으로 전망함.

Forecast earnings & Valuation

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(억원)	3,065.0	3,713.6	4,148	4,597	5,056
YoY(%)	11.3	21.2	11.7	10.8	10.0
영업이익(억원)	181.4	224.4	245	284	330
OP 마진(%)	5.9	6.0	5.9	6.2	6.5
순이익(억원)	140.3	175.2	195	228	270
EPS(원)	5,023	6,228	6,921	8,094	9,587
YoY(%)	20.9	24.0	11.1	16.9	18.5
PER(배)	42.1	20.2	20.4	17.5	14.7
PCR(배)	18.0	8.6	8.6	7.8	7.0
PBR(배)	3.7	2.0	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA(배)	16.9	7.8	8.1	7.3	6.7
ROE(%)	9.0	10.4	10.7	11.5	12.4

[자동차] 김광식

3771- 6669,

20250021@iprovest.com

[도표 152] 현대오트모버 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25(E)	3Q25(E)	4Q25(E)	FY24	FY25(E)	FY26(E)
매출액	731	918	905	1,160	833	1,020	1,042	1,253	3,714	4,148	4,597
Enterprise IT	559	703	709	938	641	780	825	999	2,909	3,245	3,557
차량 SW	172	215	195	222	192	240	217	254	804	903	1,040
매출총이익	68	108	96	122	70	118	110	140	395	439	505
Enterprise IT	35	67	63	90	41	80	76	100	255	297	336
차량 SW	33	41	34	32	29	38	34	40	139	142	169
GPM	9.3	11.7	10.7	10.6	8.4	11.6	10.6	11.2	10.6	10.6	11.0
Enterprise IT	6.3	9.5	8.8	9.6	6.4	10.3	9.3	10.0	8.8	9.2	9.4
차량 SW	19.1	18.9	17.3	14.4	15.2	15.9	15.6	15.9	17.3	15.7	16.2
영업이익	31	69	53	73	28	73	62	83	224	245	284
OPM	4.2	7.5	5.8	6.3	3.3	7.2	5.9	6.6	6.0	5.9	6.2
세전이익	35	72	54	66	28	77	63	85	227	253	295
세전이익률	4.7	7.8	6.0	5.7	3.4	7.5	6.1	6.7	6.1	6.1	6.4
지배주주순이익	25	52	44	50	21	58	47	63	171	190	222
NPM	3.5	5.6	4.8	4.3	2.6	5.7	4.6	5.1	4.6	4.6	4.8
YoY											
매출액	9.8	21.8	21.3	28.9	13.9	11.1	15.2	8.0	21.2	11.7	10.8
Enterprise IT	7.4	19.5	19.6	29.6	14.6	10.9	16.4	6.6	19.9	11.5	9.6
차량 SW	18.5	29.8	28.0	26.1	11.5	11.9	11.0	14.3	25.8	12.3	15.1
매출총이익	0.9	23.1	13.3	23.4	3.1	10.0	14.6	14.5	16.3	11.3	14.9
Enterprise IT	1.5	35.2	11.2	31.7	16.8	19.5	22.3	10.4	22.0	16.6	13.0
차량 SW	0.3	7.4	17.3	4.7	-11.6	-5.8	0.3	26.1	7.2	1.7	19.0
영업이익	0.5	30.0	16.0	37.4	-9.8	6.7	17.8	13.7	23.7	9.3	15.9
세전이익	-6.5	41.7	11.6	45.1	-17.8	6.4	16.7	27.8	24.7	11.4	16.9
지배주주순이익	-18.4	36.2	22.2	51.7	-16.0	11.8	8.7	26.2	24.0	11.1	16.9

자료: 교보증권 리서치센터

1. Valuation

현대오트모터의 목표주가를 190,000원으로 제시하며 커버리지를 개시한다. Valuation 산출 방식은 Historical Multiple을 통해 산출했다.

그룹사의 FLEOS 출시 및 자율주행 기술 속도 둔화로 인해 차량 SW부문에 대한 우려가 커지며, 최근 밸류에이션의 하방 압력이 커진 상황이다. 그러나 1) 회사의 주요 레이아웃 마들웨어 부문에 미치는 영향 제한적으로 추정하며, 따라서 2) SDV 가속화 수혜는 지속될 것으로 판단된다. 이에 따라서 3사 합병 이후 3사 합병 이후 24년까지의 12MF Valuation 평균을 적용하여 적정주가를 산출하였다.

12MF PER, PBR, EV/EBITDA 3개의 밸류에이션 지표를 활용하였으며, 평균 적정 주가 190,000원으로 산출하였다. 당사의 25년 추정치 기준 밸류에이션은 P/E 20.4배, P/B 2.1배를 기록 중이다.

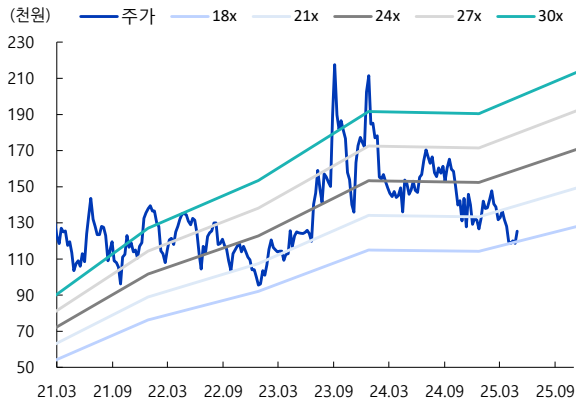
**참고: 회사의 각 사업부문을 27년 추정치에 기입하여, NOPLAT 계산시, Enterprise IT 부문은 2,607억원, 차량SW는 1,483억원으로 산출됨. 이를 Enterprise IT PEER 그룹군의 컨센서스 기준 3FY P/E를 대입하였을 때, 2.8조원 차량 SW는 Target P/E 15배 반영하여 2.2조원 산출됨. 적정 주가 수준은 184,000원 수준으로 동사 적정주가와 유사한 수준임.*

[도표 153] Historical Multiple Valuation

항목명	단위	비 고
P/E Valuation		
EPS	원	7,507 (a): 12MF EPS
Target P/E	배	26.7 (b): 3 사 합병 이후 주간 12MF 평균 P/E
적정주가	원	200,701 (c): (a) x (b)
P/B Valuation		
BPS	원	70,375 (d): 12MF BPS
Target P/B	배	2.7 (e): 3 사 합병 이후 주간 12MF 평균 P/B
적정주가	원	189,022 (f): (d) x (e)
EV/EBITDA Valuation		
EBITDA	십억원	414 (g): 12MF EBITDA
Target EV/EBITDA	배	10.6 (h): 3 사 합병 이후 주간 12MF 평균 EV/EBITDA
적정 EV	십억원	4,378 (i): (g) x (h)
순차입금	십억원	-695 (j): 24 년말 순차입금
적정시가총액	십억원	5,073 (k): (i) - (j)
주식발행총수	천주	27,424 (l): 24 년말 주식발행총수
적정주가	원	184,995 (m): (k) / (l)
합계		
평균 적정주가	원	191,573 (n): [(c) + (f) + (m)]/3
목표주가	원	190,000 천의 자리 반올림
현재주가	원	141,600 2025 년 5 월 23 일 종가
상승여력	%	34.2

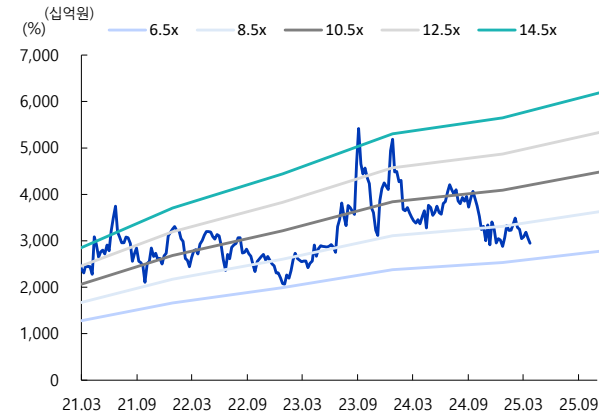
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 154] 현대오트메버 12MF P/E Band Chart



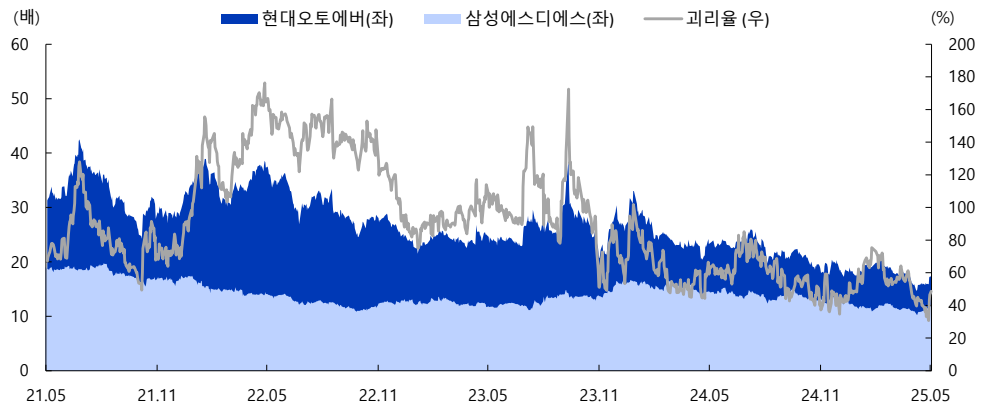
자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 155] 현대오트메버 12MF EV/EBITDA Band Chart



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 156] PEER(삼성 SDS) 대비 밸류에이션 추이



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 157] PEER TABLE (25.05.26)

(단위: 백만달러, 배, %)

		현대오토에버	삼성 SDS	LG CNS	포스코 DX
국가		한국	한국	한국	한국
시가총액	(백만달러)	2,827	7,584	3,701	2,328
주가	(현지통화)	140,700	133,800	52,150	20,900
P/E	2024	21.9	13.6	12.1	35.4
	2025E	21.4	12.7	12.3	43.6
	2026E	18.8	11.7	11.1	43.2
P/B	2024	2.3	1.1	2.1	6.1
	2025E	2.1	1.0	1.9	5.5
	2026E	1.9	1.0	1.7	5.1
EV/EBITDA	2024	8.6	3.1	7.2	31.8
	2025E	7.5	3.0	6.6	26.2
	2026E	6.9	2.4	5.8	25.2
ROE	2024	10.4	8.4	18.3	17.9
	2025E	10.0	8.5	16.7	13.4
	2026E	10.6	8.6	16.3	12.3
배당성향	2024	28.6	29.6	40.0	21.6
	2025E	28.9	29.0	40.7	31.2
	2026E	23.5	28.2	37.9	39.3
매출액	2024	2,724	10,141	4,388	1,080
	2025E	2,916	10,513	4,657	817
	2026E	3,209	11,130	5,065	815
매출액 증가율	2024	16.0	-0.2	2.2	-5.0
	2025E	7.1	3.7	6.1	-24.4
	2026E	10.1	5.9	8.8	-0.2
영업이익	2024	171	715	407	57
	2025E	196	778	455	59
	2026E	231	842	474	-
OPM	2024	6.0	6.6	8.6	7.4
	2025E	5.9	6.8	8.7	7.0
	2026E	6.1	7.0	9.0	7.2
EBITDA	2024	292	1,146	458	67
	2025E	304	1,190	502	69
	2026E	358	1,260	554	72
EBITA 마진율	2024	9.9	11.0	10.3	8.3
	2025E	10.0	10.9	9.8	8.2
	2026E	9.5	10.7	9.9	8.4
당기순이익	2024	125	555	267	65
	2025E	128	580	295	50
	2026E	157	630	330	51
NPM	2024	4.6	5.5	6.1	6.0
	2025E	4.4	5.5	6.3	6.2
	2026E	4.9	5.7	6.5	6.3

자료: 교보증권 리서치센터

2. 기업개요

현대오토에버의 전신인 '오토에버닷컴'은 2000년 4월 현대자동차 그룹의 IT전문 계열사이자 중고차 전자상거래 사업을 영위하기 위해 설립되었다. 2003년 내비게이션 소프트웨어인 'SpeedNavi GINI'를 출시하며 차량용SW 시장에 진출하였다. 2011년 사명을 현재의 '현대오토에버'로 변경하였고 이후 2019년 코스피에 상장되었다. 2021년 그룹사의 의지에 따라 비상장사였던 현대엠엔소프트, 현대오토론을 흡수합병하며 차량 SW부문의 성장동력을 강화했다. 현대엠엔소프트에서는 OEM 내비게이션 SW 및 지도 사업 부문, 현대오토론에서는 미들웨어(Middleware)기반 소프트웨어 부문을 인수하며 현재의 사업구조가 완성되었다.

회사의 사업 부문은 Enterprise IT와 차량SW 부문으로 나뉜다. Enterprise IT 부문은 그룹사내 IT시스템에 대한 설비 구축 및 운영을 전담하고 있다. 동 사업부는 ERP/CRM 등의 설비 구축은 SI, 운영/관리는 ITO로 나누어져 있다. SI는 수주 이후 매출을 인식하는 방식이며, ITO는 연간 계약을 통한 수익을 수취하고 있다. 차량SW 부문은 내비게이션/지도 부문과 전장SW플랫폼으로 나뉘어져 있다. 현재 70% 이상의 매출이 내비게이션/지도 부문에서 발생 중이다. 내비게이션 부문은 현대차그룹의 판매량 및 순정 내비게이션 탑재율의 꾸준한 증가에 따라서 지속적인 성장을 기록 중이다. 차량용SW는 Mobilgene이라는 미들웨어 브랜드가 주요 제품이며, 그룹사의 SDV 전략에 따른 고성장이 기대되는 사업이다.

24년 매출에서 Enterprise IT는 78%, 차량SW는 22%를 차지 중이다. 지역별 매출 비중은 국내 비중이 68%, 미주 18% 등으로 구성되어 있다. 수익성은 Enterprise IT가 연 10% 내외, 차량 SW부문은 20% 수준의 GPM을 보이고 있다.

[도표 158] 현대오토에버 주요 연혁

연도	내용
2000	중고차 전자상거래 사업 및 IT 전문 계열사 '오토에버닷컴' 설립
2003	첫 내비게이션 SW 'SpeedNavi GINI' 개발
2011	'현대오토에버'로 사명 변경
2013	OEM 내비게이션 양산 시작
2016	1 세대 전자 아키텍처 양산, Mobilgene Classic 양산
2019	KOSPI 상장
2020	Mobilgene Adaptive 기술 공개
2021	현대오토에버/현대엠엔소프트/현대오토론 3사 합병
2023	Mobilgene Classic 2.0 개발 완료

자료: 현대오토에버, 교보증권 리서치센터

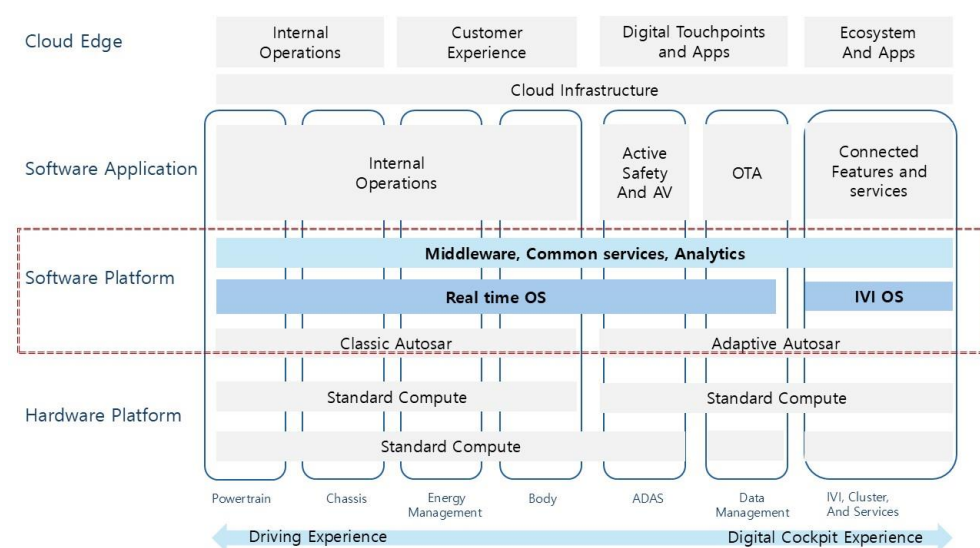
전장SW: 미들웨어 그리고 Mobilgene

현대오토에버의 전장SW는 미들웨어 역할을 하는 Mobilgene이라는 핵심 브랜드/제품군을 보유하고 있다. 미들웨어란 차량의 다양한 소프트웨어-하드웨어간 상호작용(통신 및 데이터 관리)을 원활하게 하기 위한 소프트웨어 영역이다. 차량의 중앙 집중화가 이루어지고 있으나, 100개가 넘는 ECU가 탑재되는 것은 드문 일이 아니다. 이러한 상황에서 미들웨어는 소프트웨어-하드웨어의 간극을 메워 어플리케이션의 설계/구축/테스트/배포/업데이트를 쉽게 해준다. 미들웨어가 없다면, 무선 업데이트(OTA)는 매우 비실용적이며, 100개가 넘는 ECU를 각각 독립적으로 프로그래밍 해야 하는 상황에 직면한다.

운영체제(OS)와 혼용되는 측면이 있으나, 다소 다른 역할을 한다. 기본적으로 OS는 사용자와의 상호작용-이를 위한 인터페이스 제공의 역할이 존재하나, 미들웨어는 그러한 기능이 없다. 오히려 [도표 7]과 같이 운영체제(OS)와 어플리케이션 소프트웨어는 미들웨어를 통해 통신을 한다. 동시에 ADAS/인포테인먼트 등 파편화된 차량의 운영체제 환경하에서도 원활한 상호작용을 가능하게 하는 것이 미들웨어의 주요 역할이다. 동시에 하드웨어-소프트웨어 개발을 분리하고, 소프트웨어 서비스를 모듈화하며 용이한 개발을 가능하게 함으로써 SDV 전환에 필수적인 시스템이다.

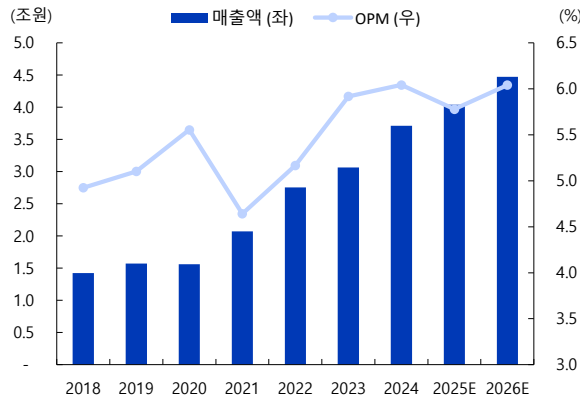
결국 동사가 개발한 Mobilgene은 Autosar라는 표준화된 SW/아키텍처를 기반으로 만들어진 미들웨어 / 표준 소프트웨어 플랫폼으로 ECU를 비롯한 자동차 제어를 통합 관리하며, 현재 그룹사의 전도메인(파워트레인 전동화, 샤시, 바디 등)에 적용되고 있다. 향후 도메인 및 중앙 집중형 아키텍처에 모두 대응할 전망이다. Mobilgene은 Classic과 Adaptive로 나누어져 있다. Classic은 2015년 출시되었고, Autosar Classic의 스펙에 맞추어 개발한 MCU가 들어간 제어기를 제어하는 기반 소프트웨어를 의미한다. 반면, Adaptive는 2022년 출시되었으며, 자율주행/인포테인먼트 영역에서 고연산 영역을 처리하는 AP(Application Processor)를 제어하기 위한 기반 소프트웨어이다. 24년 기준 현대차그룹 차량의 모빌진 침투율은 전체 도메인 제어기의 80% 이상 수준이며, 25년까지 전 차종에 적용 예정이다.

[도표 159] 차량 SW 레이어



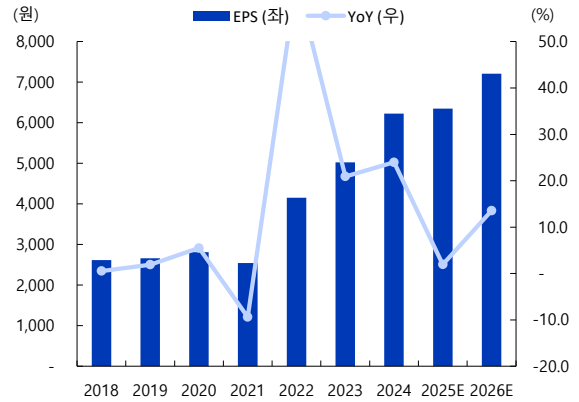
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 160] 현대오토에버 연간 실적 추이



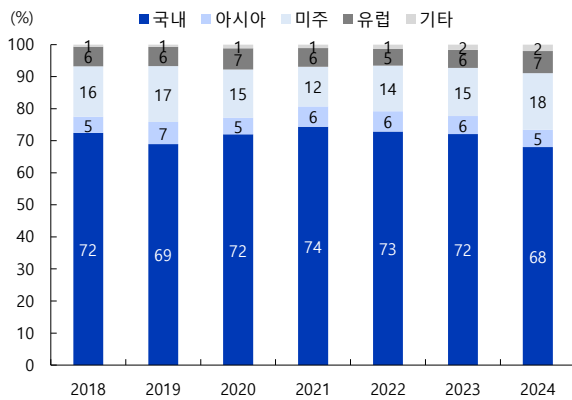
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 161] 현대오토에버 연간 EPS 추이



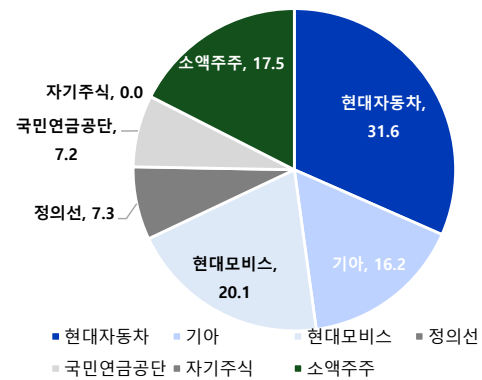
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 162] 현대오토에버 지역별 매출 비중 추이



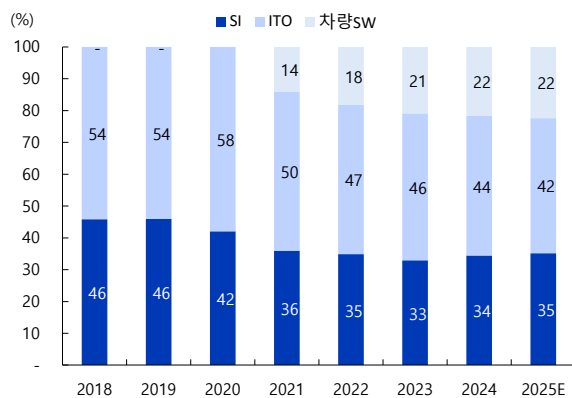
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 163] 현대오토에버 지분 구조



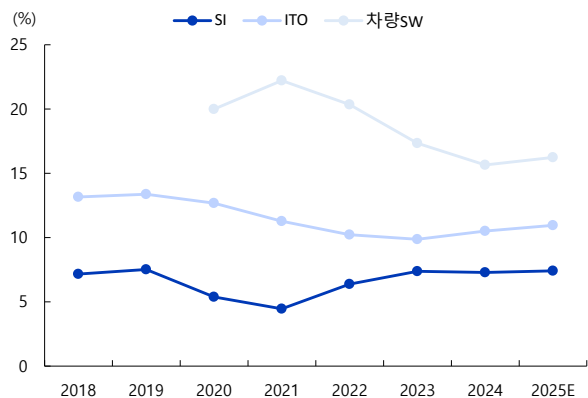
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 164] 현대오토에버 사업부문별 매출 비중 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 165] 현대오토에버 사업부문별 수익성(GPM) 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

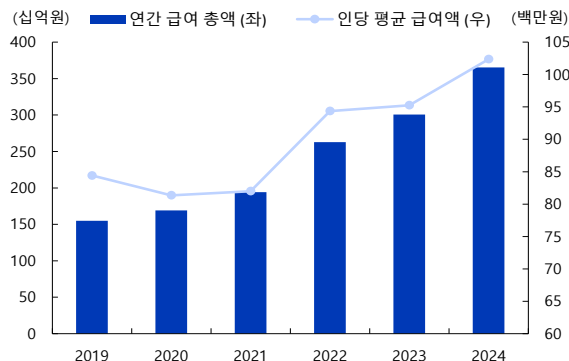
3. 기업개요

2-1. SI/ITO: 이유 있는 인력 확장

현대오트모에버의 IT부문 인력은 3,569명으로 상장 당시(2019년)와 비교시 94.6%, 연평균 14.2%로 매우 빠르게 증가했다. 24년 인력 역시 매분기별로 3% 이상, 연간 13.0% 늘어왔다. 이는 PEER인 삼성SDS의 인력 변화가 크게 없는 것과 비교한다면 매우 공격적인 인력 채용인 것을 확인할 수 있다. 늘어난 인력은 결국 그룹사의 높아진 IT 수요 때문이다.

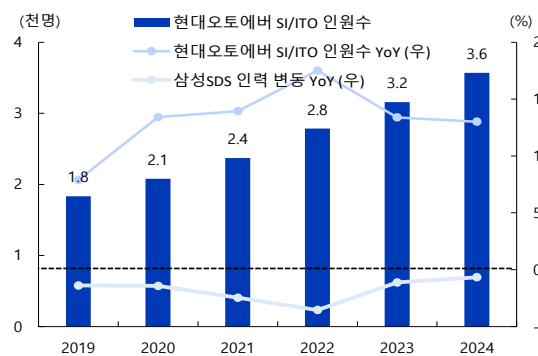
국내 대기업 그룹사인 삼성/LG 등은 IT계열이 핵심 사업부이다. 반면, 현대차그룹은 자동차 그룹으로 산업의 지각변동을 맞이하기 전에는 저수익성을 타파하기 위한 비용의 절감이 가장 큰 이슈였다. 이에 따라서 제한적인 CAPEX에서도 IT부문 투자는 더욱 제한적으로 발생해왔다. CAPEX 중 5% 내외, 매출액 대비 1% 미만으로 유지된 것으로 추정된다. 그러나 패러다임 변화로 인한 SW의 중요성이 강화됨에 따라 IT 투자 수요가 강하게 올라온 상황이다. 이는 SDV라는 큰 테마에서 중장기적으로 이어질 상황이라고 판단한다.

[도표 166] 현대오트모에버 IT 부문 인건비 추이



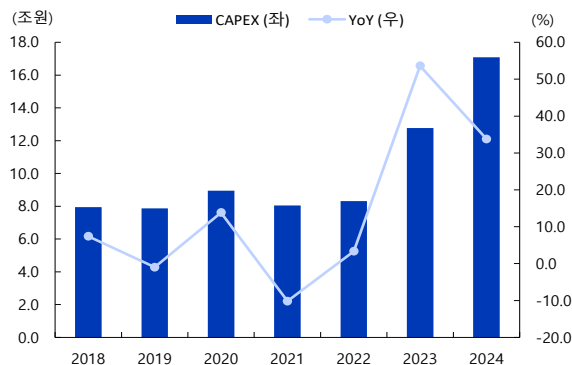
자료: 현대오트모에버, 교보증권 리서치센터

[도표 167] 현대오트모에버 IT 인력 변동 추이



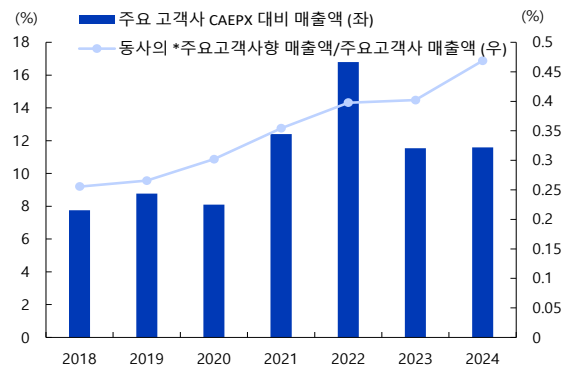
자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 168] 그룹사 CAPEX 추이



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[도표 169] 그룹사 CAPEX/매출액 대비 실적 추이



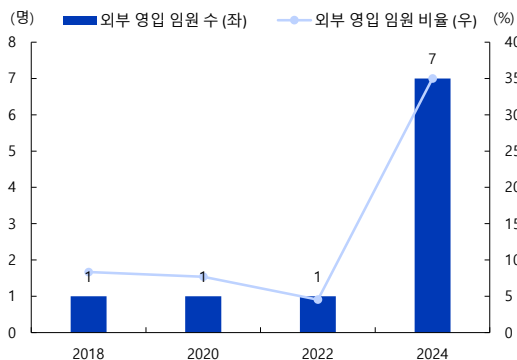
자료: Company Data, 교보증권 리서치센터
주석: 주요고객사는 현대차/기아/현대모비스로 구성

결국 인력 충원은 결국 높아진 그룹사의 IT 투자 수요에 따라 발생한 것이며 외형 성장이 동반되어 발생했다. 이에 따라, 급격한 인력 충원에도 수익성 훼손은 제한적으로 발생했다. 2024 매출/인건비 지표는 전년 대비 6% 증가하였고, 고정비 부담 증가에도 GPM은 +0.2%p 상승했다.

올해에도 현대오트모에버는 추가 신입 채용을 진행중이며, IT분야에서 클라우드/인프라, 데이터기술, 엔터프라이즈 IT 등 모든 주요 직무에 채용을 진행 중인 것으로 파악된다. 이를 감안한다면, 25년에도 인력 충원은 지속될 것으로 추정되며, 이에 따른 외형 성장이 동반될 것으로 전망한다.

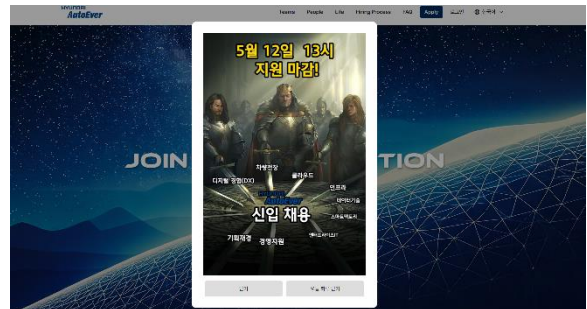
회사는 신규 성장 동력을 찾으려고 하는 중이다. 1) Non-Captive 수주이다. 회사의 고객사별 매출 비중은 현대차그룹향이 90% 이상으로 집중되어 있다. 그룹사의 급격한 투자 확장으로 인해 추가적인 외부 수주 여력이 부족했던 것으로 추정한다. 그러나 최근 지속적인 인력 확장으로 인해 Non-Captive 수주 여력이 확보되었을 것으로 예상하며, 최근 임원급의 외부 인력 수급(네이버, 쏘카, AWS 등)을 통한 수주 개연성도 높아진 상황이다. 연내 Non-Captive 수주 확대를 통한 다변화를 기대할 수 있는 상황으로 판단한다.

[도표 170] 외부 영입 임원수 (Dart 임직원 현황 기준)



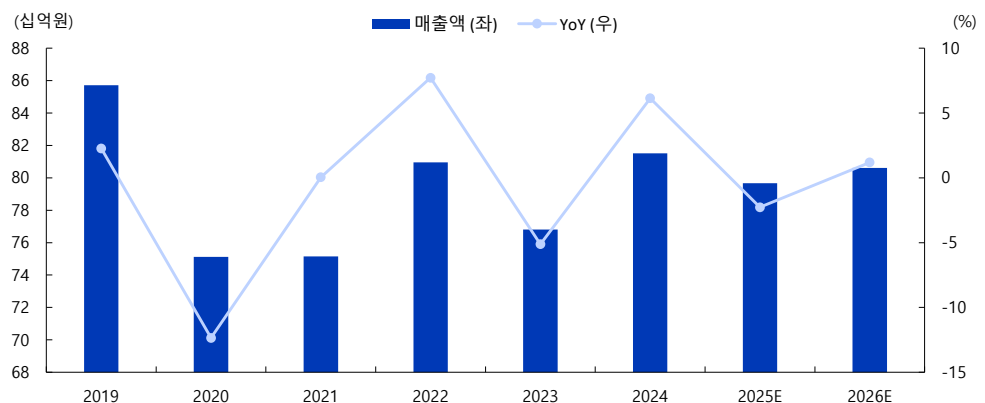
자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 171] 신입 채용 진행중인 현대오트모에버 (25.05.04)



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 172] 현대오트모에버 IT 임직원 인당 매출액 지표 추이



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

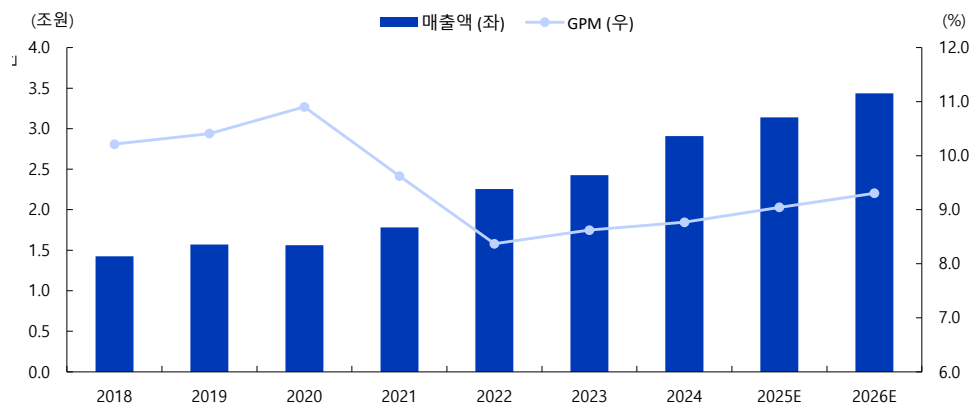
2) 신규 사업부문인 Smart-Factory의 중장기 성장을 기대한다. 자동차 생산 부문은 큰 변화를 맞이하는 중이다. 회사는 기존행했던 ERP, CRM 시스템을 연계하여 그룹사에 Smart-Factory 시스템을 공급하였으며, 싱가포르 글로벌 혁신센터가 예시이다. 도메인의 이해 관점에서 국내외 자동차 산업에서의 확장 여력이 매우 높은 사업으로 평가된다. 국내의 부품사들 뿐만이 아니라, 해외의 스마트팩토리 개발 능력이 제한적인, OEM에도 공급 가능성이 있는 사업으로 기대된다.

[도표 173] 현대오트모버: 스마트팩토리 브랜드 'NNEO'의 솔루션



2025년 Enterprise IT부문 실적은 1) 그룹사향 CAPEX 확장 지속, 2) 작년 채용된 신규 인력들의 실적 기여 본격화로 인해 매출액 3.2조원(+7.9% YoY), 매출총이익 2,838억원(+11.35 YoY, GPM 9.0%)를 예상한다.

[도표 174] Enterprise IT 부문 실적 전망



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

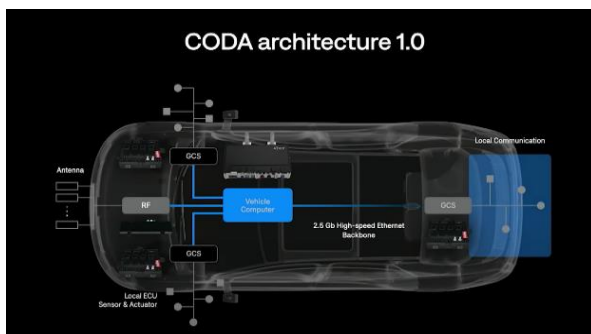
2-2. 차량SW: 큰 그림은 여전히 견고

미들웨어 및 차량SW에서는 최근 Pleos의 등장, 그룹사의 불분명한 자율주행 부문 전략에 따라서 불확실성이 커진 상황이다. 이로 인해 PEER 대비 받았던 할증 역시 소폭 낮아진 수준이 유지되고 있다. 그러나 큰 그림에서 회사의 성장 국면이 꺾이지 않을 것으로 판단한다.

첫 번째로 Pleos는 중앙집중형 OS(Pleos Connect는 IVI 영역 담당)로써 소개되었다. 차세대 아키텍처인 Coda를 통해 HPVC(High-Performance Vehicle Computer)와 영역별 제어기(Zone Controller)로 구성되어 제어기(ECU)가 감소하고 입출력(I/O)을 담당하는 제어기를 물리적 영역별로 배치하게 된다. 아키텍처를 통해 ECU 개수는 66% 감소하게 되었다고 발표했다. 지금까지 공개된 정보에는 Pleos는 OS/Appliciton 레이어를 담당하고, Mobilgene은 미들웨어 레이어를 담당하게 되며 상호보완적 관계가 유지될 것으로 보인다. 동시에 Pleos의 1st tier 개발사인 '42dot'은 부족한 양산 경험으로 풍부한 양산 노하우 보유한 동사와 협업 가능성이 높다고 판단된다.

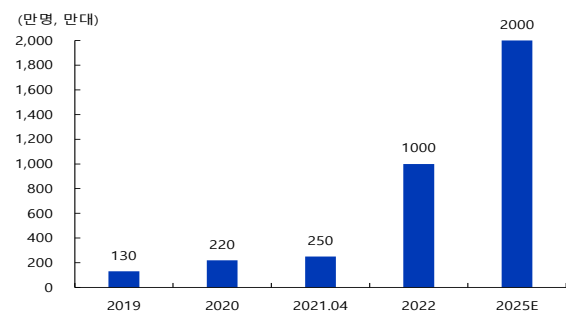
따라서 장기적인 국면에서 Middleware 부문인 Mobilgene Classic/Adaptive의 판매 호조는 이어질 것으로 전망한다. 특히 그룹사의 SDV 전략에 따른 25년까지 전차종 OTA 탑재에 필수적인 모빌진 성장은 지속될 것으로 기대된다. 다만, 회사의 주요 제품군 중 Mobilgene AD(ADAS Platform)의 경우 그룹사 자율주행 기술의 지연으로 성장폭은 다소 둔화될 것으로 추정된다.

[도표 175] Pleos: CODA Architecture 1.0



자료: Pleos, 교보증권 리서치센터

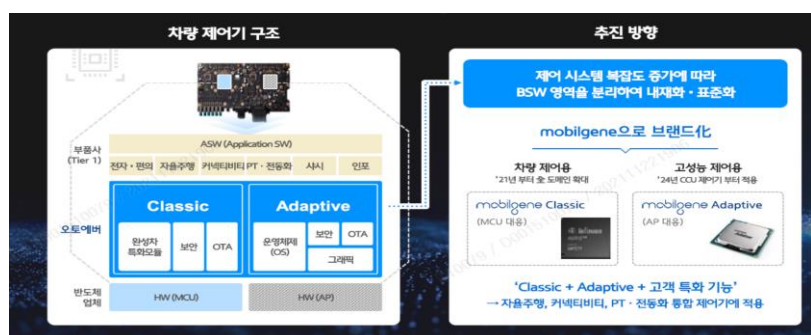
[도표 24] 현대차 커넥티드카 서비스 가입자 수 및 가입 대수



자료: 현대차, 교보증권 리서치센터

주석: 21.04까지는 가입자 수, 22년 이후는 대수로 계산

[도표 176] Mobilgene 제품군



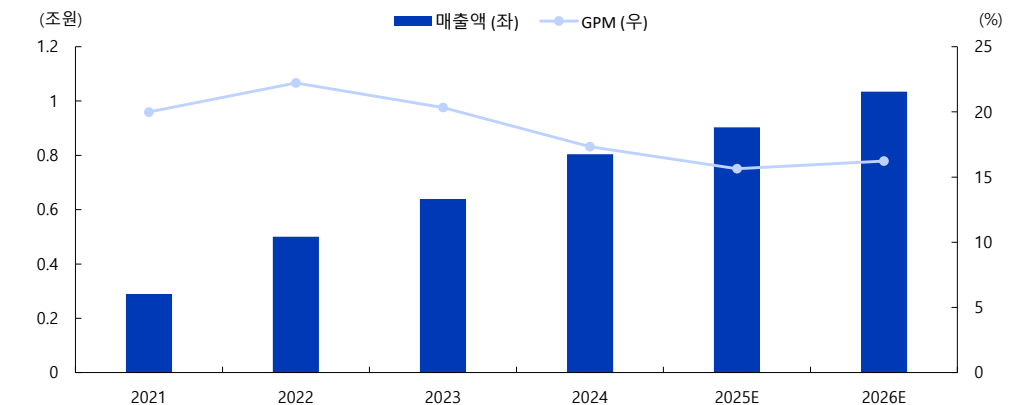
자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

내비게이션 부문은 유럽/북미/한국의 채택률이 이미 높은 수준을 기록함에 따라, 추가적인 한 Q 증가 효과는 제한적일 것으로 판단한다. 다만, xEV 판매 증가와 이로 인한 인포테인먼트 영역 고도화에 따른 ASP 상승효과는 적용될 수 있다고 판단한다.

향후 그룹사내 제한적인 물량 증가가 예상됨에 따라, 신규 전략을 구상해야 하는 상황이다. 1) 그룹사 외 외부 업체 내비게이션 공급 가능성을 볼 수 있다. BMW/벤츠 등 국내 주요 외제차 브랜드에게 동사의 제품은 충분한 매력도가 있는 상황이며, 프리미엄 차종에 공급함에 따른 수익성 증가 역시 기대해볼 수 있는 상황이다. 2) 신흥 시장 공략도 추진 중이다. 윈도를 직접 제작하여 품질 및 수익성 향상을 목표하고 있다. 2024년 1월 인도의 '맵마이인디아'와 JV를 설립한 것이 일례이며, 향후 추가적인 시장 진출 및 사업 성과에 주목이 필요하다.

종합적으로 2025년 차량SW 부문은 1) 내비게이션 부문의 제한적 Q성장, 2) Level3 적용 예정이었던 ADAS Platform의 판매 둔화로 인하여 성장성은 하향 안정화될 것으로 예상된다. 25년 실적은 매출액 9,032억원(+12.3% YoY), 매출총이익 1,413억원(+1.4% YoY, GPM 15.7%)를 전망한다. PLEOS는 26년 2분기부터 순차적으로 적용이 예정되어 있는 만큼, 25년 하반기에 추가적인 내용이 등장할 것으로 예상된다. 당사는 결국 PLEOS가 OS/Application 레이어에 집중 및 동사와 협력하는 형태가 될 것으로 예측함에 따라, 하반기 주가 상승이 동반될 것으로 판단한다.

[도표 177] 차량SW 부문 실적 추이/전망



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[현대오토에버 307950]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	3,065	3,714	4,148	4,597	5,056
매출원가	2,726	3,319	3,709	4,092	4,482
매출총이익	339	395	439	505	574
매출총이익률 (%)	11.1	10.6	10.6	11.0	11.4
판매비	158	170	194	220	244
영업이익	181	224	245	284	330
영업이익률 (%)	5.9	6.0	5.9	6.2	6.5
EBITDA	306	366	395	433	479
EBITDA Margin (%)	10.0	9.9	9.5	9.4	9.5
영업외손익	0	2	7	11	20
관계기업손익	-5	-4	-4	-4	-4
금융수익	28	28	27	27	26
금융비용	-6	-11	-12	-12	-13
기타	-17	-10	-4	0	11
법인세비용차감전순이익	182	227	253	295	350
법인세비용	41	51	58	67	80
계속사업순이익	140	175	195	228	270
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	140	175	195	228	270
당기순이익률 (%)	4.6	4.7	4.7	5.0	5.3
비지배지분순이익	3	4	5	6	7
지배지분순이익	138	171	190	222	263
지배순이익률 (%)	4.5	4.6	4.6	4.8	5.2
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-5	-3	-3	-3	-3
포괄순이익	135	172	192	225	267
비지배지분포괄이익	3	7	8	10	11
지배지분포괄이익	132	165	184	216	256

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	209	256	301	330	371
당기순이익	140	175	195	228	270
비현금항목의 가감	184	229	247	256	270
감가상각비	72	85	92	88	85
외환손익	0	0	2	3	3
자본법평가손익	5	4	4	4	4
기타	108	140	148	162	179
자산부채의 증감	-93	-121	-99	-101	-103
기타현금흐름	-23	-28	-42	-52	-66
투자활동 현금흐름	-180	-275	-120	-120	-121
투자자산	-4	-9	-8	-8	-8
유형자산	-25	-85	-80	-80	-80
기타	-151	-181	-32	-32	-32
재무활동 현금흐름	-110	-90	-147	-105	-110
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	-32	-1	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-33	-39	-49	-55	-60
기타	-44	-50	-98	-50	-50
현금의 증감	-77	-100	16	53	20
기초 현금	560	483	382	399	452
기말 현금	483	382	399	452	472
NOPLAT	140	173	189	220	255
FCF	147	109	161	187	221

자료: 현대오토에버, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,834	2,215	2,441	2,718	3,011
현금및현금성자산	483	382	404	433	417
매출채권 및 기타채권	868	1,156	1,351	1,590	1,890
재고자산	5	3	4	4	5
기타유동자산	478	674	682	690	699
비유동자산	1,009	1,134	1,138	1,149	1,164
유형자산	113	184	172	165	160
관계기업투자금	35	43	47	52	56
기타금융자산	7	10	10	10	10
기타비유동자산	854	897	909	923	938
자산총계	2,843	3,350	3,579	3,867	4,175
유동부채	923	1,242	1,252	1,312	1,370
매입채무 및 기타채무	746	999	1,049	1,101	1,154
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	50	1	1	1
기타유동부채	177	193	201	210	214
비유동부채	328	377	429	489	551
차입금	0	0	0	0	0
사채	50	0	0	0	0
기타비유동부채	278	377	429	489	551
부채총계	1,251	1,619	1,681	1,802	1,921
지배지분	1,580	1,705	1,846	2,014	2,216
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	773	773	773	773	773
이익잉여금	789	901	1,042	1,209	1,411
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	12	25	27	30	33
자본총계	1,592	1,731	1,874	2,043	2,249
총차입금	157	173	129	134	137

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	5,023	6,228	6,921	8,094	9,587
PER	42.1	20.2	20.4	17.5	14.7
BPS	57,611	62,187	67,328	73,422	80,809
PBR	3.7	2.0	2.1	1.9	1.7
EBITDAPS	11,171	13,342	14,421	15,797	17,464
EV/EBITDA	16.9	7.8	8.1	7.3	6.7
SPS	111,764	135,415	151,269	167,624	184,373
PSR	1.9	0.9	0.9	0.8	0.8
CFPS	5,353	3,973	5,853	6,828	8,058
DPS	1,430	1,780	2,000	2,200	2,400

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	11.3	21.2	11.7	10.8	10.0
영업이익 증가율	27.4	23.7	9.3	15.9	15.9
순이익 증가율	20.8	24.9	11.3	16.9	18.5
수익성					
ROIC	17.1	18.8	17.5	17.6	17.3
ROA	5.0	5.5	5.5	6.0	6.5
ROE	9.0	10.4	10.7	11.5	12.4
안정성					
부채비율	78.5	93.6	89.7	88.2	85.4
순차입금비율	5.5	5.2	3.6	3.5	3.3
이자보상배율	29.9	20.1	21.5	24.0	27.0

Company Analysis

현대위아 011210

의외의 단단함 보유

Buy

신규

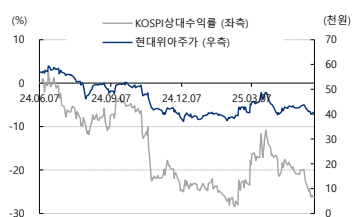
TP 55,000 원

신규

Company Data

현재가(05/26)	40,800 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	59,400 원
52 주 최저가(보통주)	37,050 원
KOSPI (05/26)	2,644.40p
KOSDAQ (05/26)	725.27p
자본금	1,360 억원
시가총액	11,096 억원
발행주식수(보통주)	2,720 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	5.7 만주
평균거래대금(60 일)	24 억원
외국인지분(보통주)	14.99%
주요주주	
현대자동차 외 2 인	40.74%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.7	-3.7	-26.6
상대주가	-9.2	-8.2	-25.4

목표주가 55,000원, 투자의견 BUY

현대위아에 대해 목표주가 55,000원 투자의견 BUY로 커버리지 개시함. 동사는 그룹사의 엔진, 구동부품 및 방산 화포 전문 제조 기업으로 매출의 80% 이상이 자동차 제품으로부터 발생함. 투자포인트로는 ① 신규사업인 열관리 시스템 사업 확장 기대, ② 등속 부문 수익성 기여 확대, ③ 그룹사의 러시아 사업 재개 기대감임.

리스크 헷지를 위한 필수 ITEM: 열관리시스템

동사는 중소형 엔진 담당하여 생산 중. 차량의 전동에 따라 부품사 중 가장 큰 리스크 보유한 상태임. 리스크 헷지 위한 열관리 시스템 사업 부문에 총력을 기울이는 중. 열관리 시스템은 동사가 생산하는 엔진의 ASP와 큰 차이 나지 않는 수준임. R&D를 동사가 직접 수행함에 따라, 물량 확보될 경우 엔진 대비 수익성도 우수할 것으로 추정됨. 동사는 2021년 11월 '냉각수 분배·공급 통합 모듈'(냉각수 허브 모듈) 모듈을 국내 부품업체 최초로 개발했고, 2023년 5월부터 양산에 돌입하여 그룹사의 주요 전기차에 공급 중. 기대해왔던 열관리시스템(ITMS) 수주하며, 하반기부터 PBV5형 양산 물량 발생 예정임. 전기차 캐즘 장기화 영향을 최소화하기 위해 전기차 외 파워트레인 물량도 수주 받을 계획 보유 중으로 연내 결과가 나올 예정.

등속: 레퍼런스 확장 중

등속 제품군은 동사의 제품군 중 유일하게 해외 OEM향으로 나가는 제품군임. 유럽/미국 OEM 및 선도 전기차 업체 등을 고객사로 두고 있음. 2022년부터 해외 OEM으로부터 받은 연평균 수주액은 8천억 이상으로 추정됨. 2024년 등속 매출액 역시 8천억 수준으로 추정되며, 그룹사 물량까지 감안시 매출 성장 나올 수 있을 것임. 등속 품목은 전기차 시대에도 무게 증가, 다이내믹한 구동을 실현하기 위해 P 상승이 나타나고 있음. 동사는 EV 납품을 위한 IDA(통합형 드라이브 액슬)를 개발하여 글로벌 수주를 더욱 확대할 계획을 보유 중임. 등속 제품군은 자체 R&D 진행하여 고수익성 품목이며, IDA는 특화 품목으로 더욱 수익성이 높을 것으로 추정됨. 외형 확장에 따른 전사 수익성에 긍정적 영향 있을 것으로 판단함.

Forecast earnings & Valuation

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	8,166	8,181	8,462	8,701	9,218
YoY(%)	-0.5	0.2	3.4	2.8	5.9
영업이익(십억원)	233	219	219	253	279
OP 마진(%)	2.9	2.7	2.6	2.9	3.0
순이익(십억원)	53	129	143	163	180
EPS(원)	3,363	4,429	5,430	6,180	6,806
YoY(%)	39.8	31.7	22.6	13.8	10.1
PER(배)	19.4	8.5	7.5	6.6	6.0
PCR(배)	2.9	2.0	2.4	2.2	2.1
PBR(배)	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	4.8	3.0	2.9	2.4	2.1
ROE(%)	2.7	3.4	4.0	4.4	4.7

[자동차] 김광식

3771- 6669,

20250021@provest.com

[도표 178] 현대위아 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25(E)	3Q25(E)	4Q25(E)	FY24	FY25(E)	FY26(E)
매출액	2,142	2,233	2,101	1,705	2,120	2,144	2,044	2,154	8,181	8,462	8,701
모빌리티(모듈/부품)	1,982	2,035	1,915	1,904	1,968	2,052	1,943	2,045	7,836	8,008	8,293
공장/특수	160	198	187	183	152	92	101	109	727	453	408
매출총이익	155	161	150	71	141	147	145	154	537	587	630
GPM	7.3	7.2	7.1	4.2	6.7	6.9	7.1	7.1	6.6	6.9	7.2
영업이익	60	69	53	37	51	53	55	60	219	219	253
모빌리티(모듈/부품)	54	47	43	49	40	44	44	49	192	176	208
공장/특수	6	22	10	-12	11	9	11	12	27	43	45
OPM	2.8	3.1	2.5	2.2	2.4	2.5	2.7	2.8	2.7	2.6	2.9
모빌리티(모듈/부품)	2.7	2.3	2.2	2.6	2.0	2.1	2.3	2.4	2.4	2.2	2.5
공장/특수	3.8	11.3	5.6	-6.5	7.2	10.3	10.8	10.8	3.7	9.5	11.1
세전이익	50	87	3	37	104	45	4	28	177	181	217
세전이익률	2.3	3.9	0.2	2.2	4.9	2.1	0.2	1.3	2.2	2.1	2.5
당기순이익	36	44	-12	53	105	25	2	16	120	148	168
NPM	1.7	2.0	-0.6	3.1	5.0	1.2	0.1	0.7	1.5	1.7	1.9
YoY											
매출액	2.2	-2.3	0.1	1.1	-1.0	-4.0	-2.7	26.3	0.2	3.4	2.8
모빌리티(모듈/부품)	3.4	-1.8	2.0	1.1	-0.7	0.8	1.5	7.4	1.1	2.2	3.6
공장/특수	-10.8	-6.9	-15.9	-19.8	-4.6	-53.6	-46.1	-40.5	-13.6	-37.6	-10.0
매출총이익	19.3	2.1	-2.7	6.2	-9.0	-8.6	-3.4	116.8	5.6	9.3	7.3
영업이익	17.3	6.2	-22.5	-23.7	-15.5	-22.9	3.8	63.9	-6.0	0.2	15.4
모빌리티(모듈/부품)	18.7	-26.1	-38.6	27.2	-26.6	-6.2	3.7	0.1	-11.3	-8.1	17.8
공장/특수	7.0	1,211.8	흑전	-284.4	83.3	-57.7	4.3	-199.3	97.4	59.9	5.2
세전이익	106.3	385.1	-90.7	2.6	106.8	-48.3	30.0	-24.6	56.1	2.0	20.0
당기순이익	128.9	487.6	적전	12.5	194.3	-44.1	-119.3	-70.5	31.7	22.6	13.8

자료: 교보증권 리서치센터

1. Valuation

현대위아에 대해 목표주가 55,000원, 투자 의견 BUY로 커버리지를 개시한다. Valuation 산출 방식은 Historical Multiple Valuation을 활용했다. 멕시코 공장 생산 믹스 변화로 인한 25년 엔진 부문 실적 감소와 열관리시스템 부문 속도 둔화 우려 반영되며, 밸류에이션은 Historical 최저점 수준에 근접했다.

그러나 1) 열관리시스템 및 구동부문에서의 물량 확장 지속, 2) 엔진 부문 수익성 개선, 3) 러시아 정상화 기대감으로 밸류에이션 업사이드 확보되어 있다고 판단한다. 다만, 리스크 존재되어 있음에 따라 신규 사업 기대감, 러시아 공장 중지, 완성차 판매량 피크아웃 우려가 존재되었던 22년부터의 현재까지의 12MF Valuation 평균 적용하여 적정주가를 산출하였다.

12MF PER, PBR, EV/EBITDA 3개의 밸류에이션 지표를 활용하였으며, 평균 적정 주가 55,000원으로 산출하였다. 당사의 25년 추정치 기준 밸류에이션은 P/E 7.5배, P/B 0.30배를 기록 중이다.

[도표 179] Historical Multiple Valuation

항목명	단위		비 고
P/E Valuation			
EPS	원	5,805	(a): 12MF EPS
Target P/E	배	7.75	(b): 과거 3년 평균 12MF P/E
적정주가	원	44,990	(c): (a) x (b)
P/B Valuation			
BPS	원	139,190	(d): 12MF BPS
Target P/B	배	0.42	(e): 3년 과거 3년 평균 12MF P/B
적정주가	원	57,996	(f): (d) x (e)
EV/EBITDA Valuation			
EBITDA	십억 원	507.7	(g): 12MF EBITDA
Target EV/EBITDA	배	3.27	(h): 과거 3년 평균 12MF EV/EBITDA
적정 EV	십억 원	1,660	(i): (g) x (h)
순차입금	십억 원	4.8	(j): 24년말 순차입금
적정시가총액	십억 원	1,655	(k): (i) - (j)
주식발행총수	천주	27,195	(l): 24년말 주식발행총수
적정주가	원	60,871	(m): (k) / (l)
합계			
평균 적정주가	원	54,619	(n): [(c) + (f) + (m)]/3
목표주가	원	55,000	천의 자리 반올림
현재주가	원	40,650	2025년 5월 23일 종가
상승여력	%	35.3	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 180] Forward 12M P/E Chart



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 181] Forward 12M P/B Chart



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 182] 부품사 PEER TABLE (25.05.26)

(단위: 백만달러, %)

		현대위아	현대 모비스	에스엘	HL 만도	한온 시스템	아이신	마그나
국가		한국	한국	한국	한국	한국	일본	미국
시가총액	(백만달러)	805	16,486	1,145	1,497	1,029	10,072	10,022
주가	(현지통화)	40,400	242,000	33,300	3,010	30,250	1,777.0	48.7
P/E	2024	10.3	5.4	10.7	-	3.8	14.2	6.8
	2025E	7.3	5.2	7.3	-	4.0	12.6	7.7
	2026E	6.5	4.9	5.9	31.0	3.7	8.6	6.2
P/B	2024	0.3	0.5	0.6	0.7	0.6	0.7	0.9
	2025E	0.3	0.5	0.6	0.8	0.5	0.7	0.8
	2026E	0.3	0.4	0.6	0.8	0.5	0.6	0.8
EV/EBITDA	2024	3.1	3.9	5.3	8.1	2.5	5.2	3.8
	2025E	3.3	4.0	-	7.1	2.1	4.0	-
	2026E	2.9	3.4	-	6.1	1.6	4.1	-
ROE	2024	3.4	9.4	5.5	-13.9	17.4	3.7	8.6
	2025E	4.5	9.1	8.6	-0.8	14.5	7.2	13.4
	2026E	4.8	9.1	10.2	4.9	13.8	8.5	14.5
배당성향	2024	30.1	13.4	25.3	-	15.0	64.2	53.4
	2025E	16.8	15.4	18.5	204.0	16.3	34.7	35.0
	2026E	16.5	15.3	17.3	30.4	16.4	30.7	83.2
매출액	2024	31,600	41,977	46,765	3,256	6,016	42,836	14,086
	2025E	34,810	44,346	49,977	3,647	6,355	39,873	14,007
	2026E	35,330	47,244	51,233	3,698	6,559	41,078	14,480
매출액 증가율	2024	-4.0	-7.5	1.0	0.6	-1.6	-9.9	0.1
	2025E	0.1	5.6	3.9	4.3	3.0	10.2	-6.9
	2026E	2.8	6.5	6.8	5.1	5.2	1.5	3.0
영업이익	2024	163	2,529	284	123	295	1,640	2,007
	2025E	190	2,790	328	214	311	1,757	2,336
	2026E	198	3,033	360	259	338	1,953	2,554
OPM	2024	2.7	5.4	4.1	1.0	7.9	3.5	4.9
	2025E	2.7	5.7	4.2	1.6	7.8	4.7	5.0
	2026E	3.1	5.9	4.6	2.7	7.9	5.0	5.7
EBITDA	2024	352	3,249	540	613	423	3,702	3,580
	2025E	378	3,555	588	709	458	3,727	3,936
	2026E	383	3,848	617	756	456	3,729	4,075
EBITA 마진율	2024	5.9	7.1	7.8	7.5	11.2	9.2	10.4
	2025E	5.9	7.3	8.0	8.0	11.3	10.6	9.0
	2026E	6.1	7.5	8.2	8.8	11.6	10.6	9.6
당기순이익	2024	88	2,974	95	-266	270	484	1,009
	2025E	94	3,141	159	-47	256	1,121	1,263
	2026E	112	3,333	190	36	275	1,188	1,576
NPM	2024	1.5	7.1	1.5	-3.6	7.4	1.5	2.4
	2025E	1.6	7.1	2.4	-0.6	6.8	3.2	3.2
	2026E	1.8	7.1	2.6	0.4	6.9	3.4	3.8

자료: 교보증권 리서치센터

2. 기업개요

현대위아의 전신인 '금성정공'은 1976년 공작기계 및 자동차용 변속기 생산을 위해 설립되었다. 이후 공작기계 및 자동차 부품 사업을 지속적으로 영위하였으며, 2000년 들어와 기아가 현대차그룹으로 편입됨에 따라 모듈/엔진사업에 진출하며 자동차 부품 사업 영역을 확장하였다. 이후 2011년 현재의 '현대위아'로 사명을 변경하였으며, 2014년 주조 및 단조 제품을 생산하는 현대메티아/위스코와 합병을 진행했다. 2020년 글로벌 OEM으로부터 등속조인트의 수주를 받으며 글로벌 경쟁력을 입증하였고, 향후 전기차 시대에 발맞춰 열관리 시스템 사업에 집중을 꾀하는 중이다.

주요 사업부문은 모빌리티 부문에서 부품과 솔루션으로 나뉘며, 기계부문에서 공작과 방산으로 나뉘어진다. 모빌리티의 부품에서는 엔진과 모듈이 높은 매출 비중을 차지한다. 동사가 현대차그룹에서 담당하는 엔진은 중소형(Kappa, Gamma, NU, Theta) 부문이며, 대형엔진은 완성차에서 직접 생산하는 형태를 띄고 있다. 현대차그룹의 판매 믹스에서 중형엔진이 차지하는 비중이 15~20% 정도이며, 동사의 점유율도 이러한 추이를 따라가고 있다. 모듈은 기아 국내 물량을 담당하고 있어, 내수 판매량에 의존적 변화를 띄고 있는 상황이다.

이 외의 제품군은 구동/등속으로 나뉜다. 구동은 전륜/후륜 차량을 4WD로 바꾸어주는 역할을 하며, 그룹사 차량의 ASP 상승 및 4륜 구동 채택률에 따라 외형의 변화가 발생하는 제품이다. 등속은 등속조인트라는 부품을 주로 의미하며, 엔진에서 나오는 동력을 바퀴에 등속으로 전달시키는 역할을 한다. 동사의 제품군 중 현대차그룹을 포함한 스텔란티스/1티어 NEV사 등 글로벌 OEM향으로 매출을 발생시키는 제품군이다. 모빌리티의 솔루션 부문에서는 파워트레인 설비를 공급하며, 이를 자동화하는 스마트팩토리/로봇 솔루션 사업을 진행하고 있다.

방산부문은 자주포/박격포 등 화포 제작을 전문으로 하고 있다. 많은 관심을 받고 있는 K2/K9의 화포 역시 동사를 통해 공급된다. 일반적인 방산 업체와 마찬가지로 내수/수출 비중에 따라 수익성이 결정되며, CAPA 상황으로 인해 연간 2,500억 내외의 큰 변동 없는 매출 수준이 유지될 것으로 판단된다.

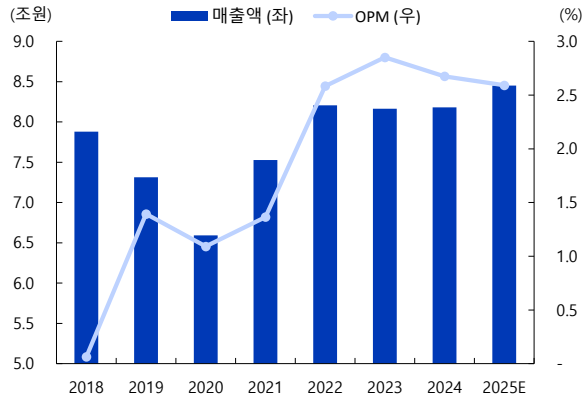
24년 기준 회사의 매출 비중은 모빌리티 77%, 공작/특수부문이 23%를 차지하고 있다. 다만, 공작기계 사업부 매각이 2분기 중 완료됨에 따라, 모빌리티 88%, 특수(방산)부문이 12%를 차지한다.

[도표 183] 현대위아 주요 연혁

연도	내용
1976	기계 및 자동차 부품 제조를 위해 '기아기공'으로 설립
2001	'위아'로 사명 변경
2004	자동차 모듈사업 진출
2005	현대/기아 공작기계 합병
2009	'현대위아'로 사명 변경, 글로벌 시장 공략 본격화
2011	유가증권시장 상장
2014	자동차 부품 일관 생산체제 구축(현대위아/현대메티아/현대위스코 합병)
2020	등속조인트 유럽 및 미국 완성차 대규모 수주
2021	통합 열관리 시스템 모듈 개발

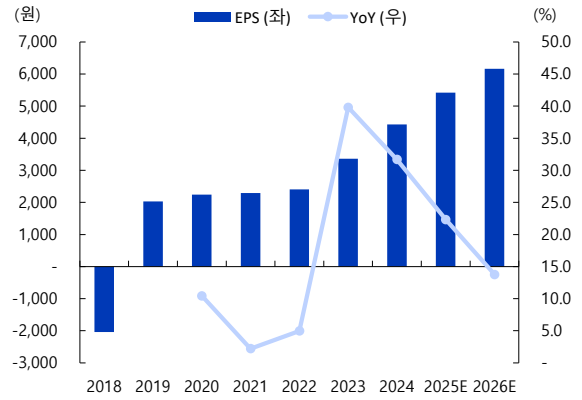
자료: 현대위아, 교보증권 리서치센터

[도표 184] 현대위아 연간 실적 추이



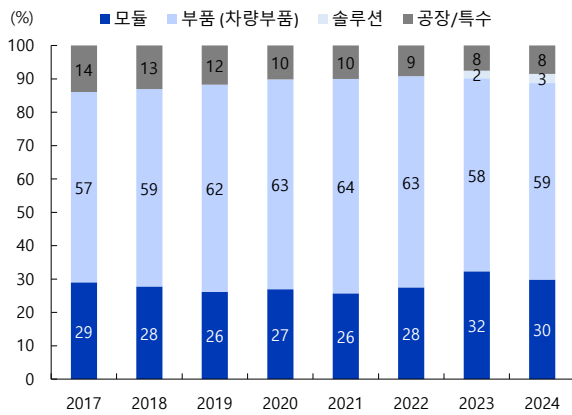
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 185] 현대위아 연간 EPS 추이



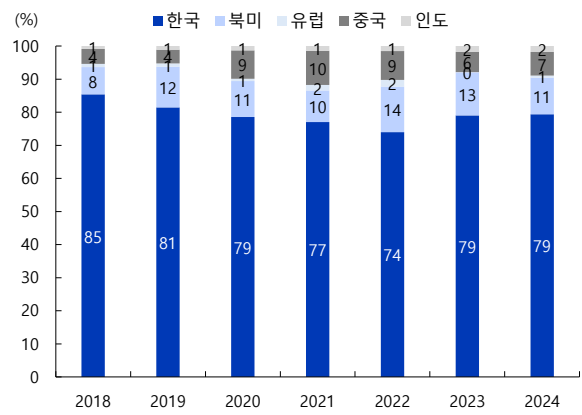
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 186] 현대위아 사업부문별 매출 비중 추이



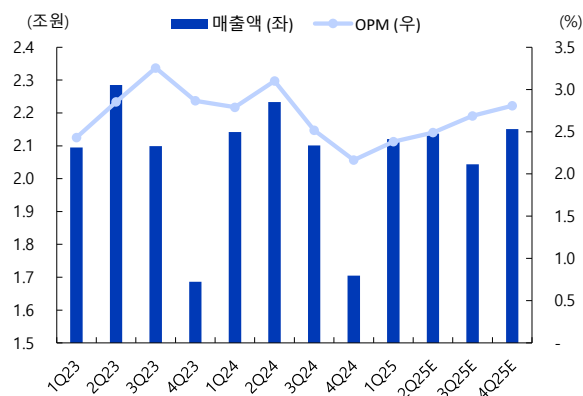
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 187] 현대위아 지역별 매출 비중 추이



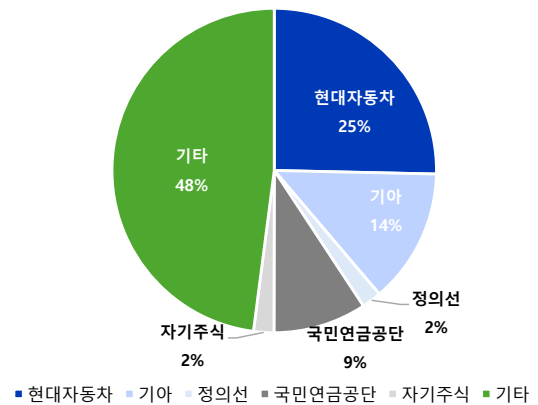
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 188] 현대위아 분기별 실적 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 189] 현대위아 지분구조



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

3. 기업개요

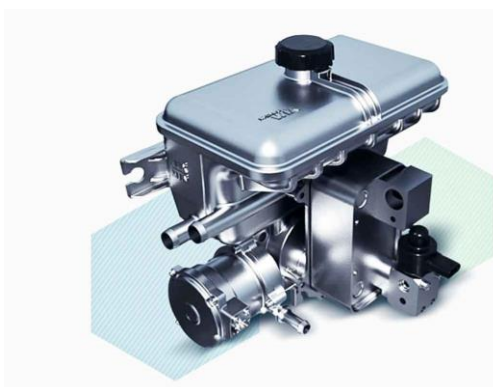
2-1. Powertrain: 변화를 위한 준비, 연말 나타날 수익성 개선

회사의 전사 매출 중 약 35%, 모빌리티 부문에서 약 45~50% 비중은 엔진 부문에서 발생하는 것으로 추정된다. 자동차 산업의 전기화로 인해 가장 크게 타격을 받는 부품사가 동사이다. 따라서 회사 역시 내연기관 시대의 종식을 대체하기 위해 열관리 시스템을 차기 주요 아이টে็ม으로 점찍어둔 상태이다. 통합열관리(ITMS)의 ASP는 150만원 수준으로 동사가 생산하는 엔진과 비교 시 크게 차이가 나지 않는 수준이며, 자체 개발 제품인 만큼 더욱 높은 수익성을 가질 것으로 추정된다. 따라서 열관리 시스템의 사업 성과에 따라서 회사의 향후 전망이 크게 변화하게 된다.

열관리시스템 부문에서 1) 냉각수 분배-공급 통합 모듈(냉각수 허브 모듈), 2) 냉매(HVAC) 모듈, 3) 통합 열관리 시스템(ITMS)의 제품군을 보유 중이다. 냉각수 허브 모듈은 배터리와 모터/인버터 등 차량 구동부품의 온도를 관리하는 장치로, 리저버 탱크(냉각수 보충탱크), 전기식 워터펌프(EWP), 유량 제어 밸브 등을 일체화한 것이다이를 통해 배터리 냉각과 구동계 냉각 기능을 하나의 허브로 통합하여 부품 수를 줄이고 엔진룸 공간 활용도를 높인 것이 특징이다.

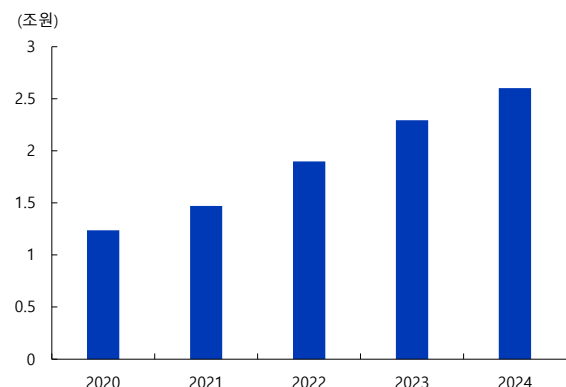
회사는 2021년 11월 '냉각수 분배-공급 통합 모듈(냉각수 허브 모듈) 모듈을 국내 부품업체 최초로 개발했고, 2023년 5월부터 양산에 돌입하여 기아 EV9과 현대차 코나 일렉트릭에 공급 중이다. 동시에 현대차그룹 2세대 전기차 플랫폼(eM, eS) 기반의 향후 출시될 전기차 10여 종에 냉각수 허브 모듈 공급 계약을 확보하며 수주에 성공했다. 올해 하반기부터 PBV5로 실내 공기까지 포함하는 통합 열관리 시스템(ITMS)을 양산할 계획이다. 열관리 시스템의 수주/양산 계획이 EV 수요 부진에 따라 계획 대비 더디게 진행 중인 점은 우려이나, 1) HEV/내연기관 열관리 부문으로의 확대 추진, 2) 장기적으로 유럽지역 수주 확장-30년부터 Non-Captive 물량 양산을 통해 성장 기조를 이어갈 계획이다.

[도표 190] 열관리시스템 모듈 예시



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 191] 경쟁사의 전동화 부문 매출액 추이



자료: 한은시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 192] 현대위아 통합 열관리 모듈 시스템 개요



동시에 ICE 파워트레인인 엔진 부문이 25년 하반기 이후의 수익성 개선이 기대된다. 24년까지 멕시코 공장은 중소형 차종에 들어가는 엔진이 생산되었다. 그러나 리오 단산에 따라 감마엔진 중심으로 생산 믹스 변화가 발생되고 있으며, HEV엔진 양산하게 되며 ASP 상승으로 인한 수익성 추가 개선이 발생할 것으로 예상된다. 26년 감마-II 8만대 양산 계획이며, 27년부터 2배 이상으로 물량 늘어나며 90% 이상의 가동률이 나올 것으로 추정된다

다만, 생산믹스 변화에 따른 과도기 영향으로 25년 멕시코 엔진 양산 물량은 감소할 것으로 추정되며, 4분기부터 점차 정상화될 것으로 판단된다. 관세 문제로 인한 감마 엔진 증설 백지화 가능성은 제한적이다. 멕시코 공장 외 국내 공장의 CAPA 부족으로 대안이 부족하고, 타 지역 생산 보다는 캐나다/멕시코의 관세 인하 가능성이 높다고 판단되기 때문이다.

한편 부품주 중 종전의 최대 수혜주가 될 수 있는 상황이기도 하다. 러시아 공장은 2021년 9월 완공되었으나, 2022년 전쟁 발발로 인해 실질적으로 가동이 중단된 상태이다. 24년 연간 가동률은 8%에 불과하다. 이로 인해 2022/2023년 대규모 자산 손상 인식으로 인해 장부가액이 0원으로 되었고, 연간 순손실이 발생하였다. 따라서 종전 이후, 현대차그룹의 러시아 시장 재진출시, 가동률 증가에 따른 레버리지 효과가 크게 발생할 수 있는 상황이다. 특히 러시아 시장이 기후의 영향으로 ICE 수요가 지속될 것임을 감안한다면, 현대차 그룹의 재진출시 충분한 시장 점유를 기대할 수 있으며 공장 가동률 역시 높은 수준에서 유지될 것으로 판단한다. 공장의 완전 가동을 가정한다면, 매출액 5,000억 수준의 업사이드가 존재하는 것으로 추정한다.

[도표 193] 주요 제품의 지역별 CAPA

(단위: 만대)	국내	중국	멕시코	러시아	인도	슬로박	합계
엔진	72	20	40	24			156
구동	116						116
등속	338	105	102		203	27	775

자료: Global Data, 교보증권 리서치센터

2-2. 구동/등속: 수익성 개선의 한 축

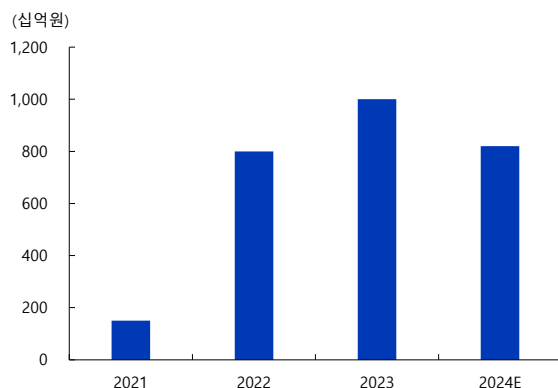
등속 제품은 동사가 보유한 제품군 중 글로벌화가 진행된 제품이며, 지속적인 CAPA 증설이 진행되며 외형 확장을 타겟할 수 있는 제품군이다. 이미 북미/유럽 OEM향 수주를 받은 이력이 있으며, 선도 전기차업체향으로도 공급을 진행 중이다. 2023년 약 1조원 규모의 수주를 받았으며, 친환경차에 대한 물량 비중은 각각 90% 수준으로 향후 전기차 시대에서도 충분히 물량 유지가 가능한 제품군인 것을 확인 가능하다.

등속 부문에서 현재 주요 제품은 등속조인트(CVJ)로 엔진이나 모터의 동력을 바퀴로 전달하는 축 이음부품으로 차량 거동에 필수적인 요소이다. 통합형 드라이브 액슬(IDA)은 전기차 전용 제품으로 드라이브 샤프트(Drive Shaft)와 휠 베어링(Wheel Bearing)을 통합한 제품으로 이미 Ioniq5, 6/EV6 등 그룹사의 주요 전기차에 적용된 바 있다.

매출 다변화가 진행되었고, 전동화 시대에 가장 발빠르게 준비된 제품만큼 [도표 16]에서 확인할 수 있듯이 글로벌 생산거점을 보유 중이다. 최근 신규로 설립된 곳은 슬로바키아 법인으로 연내 IDA 양산을 준비 중인 것으로 파악된다. 이전까지 유럽 생산거점 투자가 진행되지 못했던 이유는 물량 부족이었을 것이나, 1) 다임러/볼보 수주, 2) 현대차그룹 전기차 현지 생산 니즈 강화로 인해 투자 가능한 수준의 물량이 확보된 것으로 판단한다. 동시에 그룹사의 인도 시장 호조로 인해 인도 중심의 추가적인 증설 계획을 보유하고 있을 것으로 추정된다.

등속 제품은 회사의 제품군 중 가장 우수한 수익성을 보이는 제품군이기도 하다. 이는 1) 직접 R&D를 집행하였고, 2) Non-Captive 매출이 발생하기 때문이다. 외형 확장에 따른 전사 수익성 개선을 기대할 수 있는 상황이다.

[도표 194] CVJ 수주 추이 (예상치 및 언론 공표)



자료: Compant data, 교보증권 리서치센터

[도표 195] 슬로바키아 생산 법인 전경



자료: 슬로바키아 대사관, 교보증권 리서치센터

[도표 196] 현대위아 등속 제품군



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

구동 제품은 전륜/후륜 차량을 4륜 구동(4WD)으로 변경하는 데 사용되며, 전륜/후륜에 따라 PTU/ATU라는 제품으로 들어가게 된다. 구동 제품의 특성상 대부분의 OEM사들의 In-House 생산을 진행하여, 현대차그룹의 4륜 구동 채택율에 따른 판매량 증감이 발생하는 상황이다.

4륜 구동 옵션의 단가는 일반적으로 150만원 이상 수준이고, 중대형 SUV 및 프리미엄 차종에서 주요 옵션으로 자리잡고 있다. 따라서 2018-2024년까지 현대차 그룹의 SUV 중심의 믹스 변화에 따른 수혜가 있어왔다고 추정된다. 전기차 시장에서도 구동 제품 수요는 크게 변화하지 않을 것으로 추정된다. 일례로 E-GMP 기반의 상당수 트림에서 AWD 옵션 선택이 가능한 상황이다.

Captive 매출 중심임에도 구동 제품은 직접 R&D 투입으로 인한 High-Single 마진 수준을 보유하고 있다. 향후 ASP가 높은 전기차 믹스 확장- 대형 SUV 및 픽업트럭 시장 공략으로 인한 수혜가 중장기적으로 기대되는 부문이다. Non-Captive 영역 확장도 준비 중이며, 'IZB 2024'에서 공개한 전동화 토크벡터링 시스템(e-TVTC)을 통해 중장기적으로 고객사 확보에 나설 방침이다.

[도표 197] 2Step PTU(Power Take-off Unit)



자료: Compant data, 교보증권 리서치센터

주석: PTU-전륜 구동(FR) 차량에서 엔진/변속기의 구동력을 후륜으로 전달 AWD 구현

[도표 198] 공개된 e-TVTC



자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

[현대위아 011210]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	8,166	8,181	8,462	8,701	9,218
매출원가	7,657	7,643	7,874	8,071	8,540
매출총이익	509	537	587	630	678
매출총이익률 (%)	6.2	6.6	6.9	7.2	7.4
판매비	276	319	368	377	399
영업이익	233	219	219	253	279
영업이익률 (%)	2.9	2.7	2.6	2.9	3.0
EBITDA	517	484	491	525	557
EBITDA Margin (%)	6.3	5.9	5.8	6.0	6.0
영업외손익	-119	-41	-38	-36	-39
관계기업손익	3	5	4	4	4
금융수익	45	37	39	39	38
금융비용	-72	-57	-56	-56	-55
기타	-95	-26	-25	-23	-27
법인세비용차감전순이익	114	177	181	217	240
법인세비용	54	71	38	54	60
계속사업순이익	59	106	143	163	180
중단사업순이익	-7	23	0	0	0
당기순이익	53	129	143	163	180
당기순이익률 (%)	0.6	1.6	1.7	1.9	1.9
비지배지분순이익	-39	9	-4	-5	-5
지배지분순이익	91	120	148	168	185
지배순이익률 (%)	1.1	1.5	1.7	1.9	2.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	153	152	152	152
포괄순이익	52	282	295	315	331
비지배지분포괄이익	-39	54	56	60	63
지배지분포괄이익	91	229	239	255	268

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	468	592	287	322	305
당기순이익	53	129	143	163	180
비현금항목의 가감	522	404	335	359	374
감가상각비	262	242	248	248	254
외환손익	84	11	-12	-4	-1
자본법평가손익	-3	-4	-4	-4	-4
기타	179	155	103	119	125
자산부채의 증감	-11	124	-134	-128	-171
기타현금흐름	-95	-66	-57	-73	-79
투자활동 현금흐름	153	-30	-165	-237	-285
투자자산	2	-2	0	0	0
유형자산	-132	-241	-200	-250	-300
기타	282	212	35	13	15
재무활동 현금흐름	-819	-250	-131	-41	-44
단기차입금	14	108	-12	-1	-1
사채	0	0	-4	0	0
장기차입금	147	114	-34	-3	-4
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-19	-23	-29	-29	-29
기타	-961	-450	-52	-7	-9
현금의 증감	-203	287	71	119	48
기초 현금	674	472	758	830	948
기말 현금	472	758	830	948	996
NOPLAT	122	131	173	190	209
FCF	263	280	110	84	16

자료: 현대백화점, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,733	3,967	4,054	4,247	4,480
현금및현금성자산	472	758	819	973	1,095
매출채권 및 기타채권	1,713	1,609	1,639	1,663	1,738
재고자산	795	681	704	724	767
기타유동자산	754	919	892	887	880
비유동자산	3,093	3,109	3,072	3,085	3,142
유형자산	2,642	2,643	2,595	2,597	2,643
관계기업투자금	133	129	133	137	141
기타금융자산	54	56	56	56	56
기타비유동자산	264	281	288	294	302
자산총계	6,826	7,076	7,126	7,332	7,622
유동부채	1,984	2,400	2,367	2,387	2,432
매입채무 및 기타채무	1,343	1,438	1,467	1,491	1,544
차입금	50	153	141	140	138
유동성채무	472	614	565	561	556
기타유동부채	118	195	194	194	194
비유동부채	1,075	650	610	607	602
차입금	835	423	389	387	383
사채	100	50	46	46	45
기타비유동부채	140	177	175	175	175
부채총계	3,059	3,050	2,978	2,994	3,034
지배지분	3,392	3,598	3,716	3,855	4,010
자본금	136	136	136	136	136
자본잉여금	490	490	490	490	490
이익잉여금	2,775	2,862	2,980	3,119	3,274
기타자본변동	-98	-98	-98	-98	-98
비지배지분	375	429	443	459	478
자본총계	3,767	4,026	4,159	4,314	4,488
총차입금	1,459	1,242	1,143	1,134	1,123

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	3,363	4,429	5,430	6,180	6,806
PER	19.4	8.5	7.5	6.6	6.0
BPS	124,715	132,289	136,641	141,738	147,461
PBR	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDAPS	19,022	17,813	18,040	19,297	20,482
EV/EBITDA	4.8	3.0	2.9	2.4	2.1
SPS	300,259	300,822	311,144	319,958	338,943
PSR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
CFPS	9,686	10,290	4,059	3,078	601
DPS	850	1,100	1,100	1,100	1,100

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	-0.5	0.2	3.4	2.8	5.9
영업이익 증가율	9.8	-6.0	0.2	15.4	10.2
순이익 증가율	20.9	146.4	10.7	13.8	10.1
수익성					
ROIC	3.0	3.4	4.5	4.9	5.3
ROA	1.3	1.7	2.1	2.3	2.5
ROE	2.7	3.4	4.0	4.4	4.7
안정성					
부채비율	81.2	75.7	71.6	69.4	67.6
순차입금비율	21.4	17.5	16.0	15.5	14.7
이자보상배율	3.1	3.6	3.9	4.6	5.1

Company Analysis

한온시스템 018880

시간이 필요할 뿐

Buy

신규

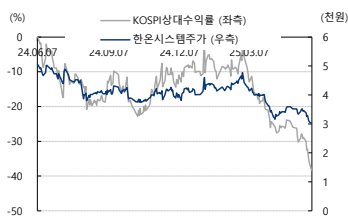
TP 4,100 원

신규

Company Data

현재가(05/26)	3,025 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	5,280 원
52 주 최저가(보통주)	3,025 원
KOSPI (05/26)	2,644.40p
KOSDAQ (05/26)	725.27p
자본금	679 억원
시가총액	20,533 억원
발행주식수(보통주)	67,876 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	71.5 만주
평균거래대금(60 일)	24 억원
외국인지분(보통주)	5.18%
주요주주	
한국타이어엔테크놀로지 외 2 인	54.77%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-15.7	-29.0	-41.1
상대주가	-18.9	-32.3	-40.2

[자동차] 김광식

3771- 6669,

20250021@iprovest.com

목표주가 4,100원, 투자 의견 Buy

한온시스템에 대해 목표주가 4,100원, 투자 의견 Buy로 커버리지 개시함. 한온시스템은 글로벌 차량용 공조제품 점유율 2위 업체로 현대차그룹을 비롯한 글로벌 OEM에 제품을 공급하는 중임. 투자 포인트로는 ① xEV 전환으로 인한 수혜 받는 ITEM을 보유하고 있으며, ② 유럽 OEM향 확장이 발생하고 있다는 것임. 대규모 M&A 통해 성장해 온 부작용인 높은 고정비가 회사의 발목을 잡는 중임. 현재 공장 통폐합 등의 글로벌 구조조정 진행 중. 2025년중 일회성 비용, 구조조정 일정 지연, 이에 따른 수익성 개선 둔화에 따른 재무구조 부담 가중 가능성은 유의해야 하나, 전동화 흐름속 구조적인 수혜를 입을 수 있는 회사로써 투자 의견 Buy를 제시함.

xEV 전동화 시장, 성장 지속

차량의 전동화로 인해 사측의 주요 ITEM인 공조 제품은 전력 소비량 증가를 해결하고, 배터리 열관리를 통한 사고 방지/최적의 성능 유지 등의 역할 확장이 발생함. 높아진 중요도로 전기차용 열관리 시스템의 ASP는 ICE 대비 3배 이상, HEV에서도 ICE 대비 높은 수준의 ASP가 산정됨. 회사의 전동화 제품 매출 비중은 2024년 캐즘 영향으로 다소 둔화했으나, 2017년 7%에서 2024년 25%로 상승하였음. 3년 평균 신규 프로그램 수주의 xEV 비중은 85% 수준으로 향후 xEV 매출 성장이 이어질 것을 암시함. 동사의 공격적인 xEV 제품 개발 실적으로 인해 유럽 중심의 고객사 확장이 동반되는 중임. 하반기부터 B사향 제품군 확장이 발생하며, M사향으로는 신규 플랫폼의 시스템 수주가 발생되었음. 국내 고객사 제외시 외부 고객사의 첫 시스템 수주라는 것에 의의가 있으며, 고객사내 점유율 확장이 기대되는 시점이라고 판단됨.

실적: 완만한 회복, 아직은 더 필요한 시간

2025년 실적은 매출액 1.0조원(+4.9% YoY), 영업이익 1,341억원(YoY 40.3%, OPM 1.3%)을 예상함. 당기손익은 순이자비용의 절감(-260억 YoY) 등 영향으로 -1,390억원(YoY 적자유지, NPM -1.3%)으로 적자폭 축소 전망함. 외형은 유럽 OEM향 신규 물량 하반기 출하, 캐나다 E-컴프레서 공장 가동 영향에 따른 성장 발생할 것. 다만, 연내 수익성 개선은 구조조정 진행 중임을 감안하여, 제한적인 수준에 머무를 것으로 예상함.

Forecast earnings & Valuation

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	9,522	9,999	10,489	11,309	12,175
YoY(%)	10.4	5.0	4.9	7.8	7.7
영업이익(십억원)	284	96	134	263	456
OP 마진(%)	3.0	1.0	1.3	2.3	3.7
순이익(십억원)	59	-359	-99	51	260
EPS(원)	96	-676	-164	75	382
YoY(%)	149.5	적전	적지	흑전	406.7
PER(배)	76.3	-5.9	-18.4	40.1	7.9
PCR(배)	4.1	2.5	2.4	2.1	1.8
PBR(배)	1.6	1.0	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	8.4	7.4	7.2	6.2	5.1
ROE(%)	2.2	-13.9	-4.0	1.8	8.9

[도표 199] 한온시스템 실적 테이블

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25(E)	3Q25(E)	4Q25(E)	FY24	FY25(E)	FY26(E)
매출액	2,405	2,560	2,499	2,536	2,618	2,633	2,572	2,666	9,999	10,489	11,309
Europe	767	773	755	778	842	829	817	844	3,073	3,332	3,592
Americas	666	740	767	738	786	799	772	796	2,911	3,153	3,507
Korea	664	737	635	720	678	674	648	665	2,756	2,665	2,815
China	132	143	142	147	141	147	150	157	565	596	648
Others	178	166	197	150	170	184	185	204	691	743	746
매출총이익	220	233	252	107	190	194	201	257	812	843	1,014
GPM	9.2	9.1	10.1	4.2	7.3	7.4	7.8	9.6	8.1	8.0	9.0
영업이익	65	72	96	-138	21	26	31	56	96	134	263
OPM	2.7	2.8	3.9	-5.4	0.8	1.0	1.2	2.1	1.0	1.3	2.3
세전이익	11	-2	3	7	-1	-2	-2	-1	20	-7	1
세전이익률	0.4	-0.1	0.1	0.3	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.2	-0.1	0.0
지배주주순이익	8	-34	-22	-316	-26	-53	-45	-15	-363	-139	23
NPM	0.3	-1.3	-0.9	-12.5	-1.0	-2.0	-1.7	-0.6	-3.6	-1.3	0.2
YoY											
매출액	2.7	5.4	7.4	4.6	8.9	2.8	2.9	5.2	5.0	4.9	7.8
Europe	-2.2	-1.8	3.6	6.3	9.8	7.3	8.3	8.5	1.4	8.4	7.8
Americas	9.5	14.1	19.8	19.8	18.1	8.0	0.6	7.8	15.8	8.3	11.3
Korea	0.2	12.0	5.3	6.8	2.1	-8.6	2.2	-7.7	6.1	-3.3	5.6
China	6.6	-7.8	-16.2	-25.1	6.9	2.5	5.6	7.1	-12.5	5.5	8.7
Others	10.2	-8.7	5.7	-26.6	-4.3	10.4	-6.4	36.5	-5.8	7.5	0.4
매출총이익	2.7	-17.9	33.2	-51.7	-13.5	-16.5	-20.0	138.9	-10.7	3.8	20.4
영업이익	8.5	-50.1	374.3	-330.9	-67.8	-63.9	-67.9	-140.9	-66.3	40.3	96.5
세전이익	-50.1	-106.4	-79.0	-68.9	-111.6	56.7	-164.5	-109.8	-76.9	-133.2	-109.2
지배주주순이익	-81.1	-131.8	-52.3	476.6	-419.3	54.3	107.8	-95.2	-812.4	-61.7	-116.7

자료: 교보증권 리서치센터

1. Valuation

한온시스템의 목표주가를 4,100원, 투자 의견 BUY로 제시하며 커버리지를 개시한다. Valuation 산출 방식은 Historical Multiple을 통해 산출했다.

회사는 xEV 전환 수혜 과정에 있음에도 불구하고, 높은 고정비, 구조조정으로 인한 일회성 비용, 재무 구조 영향으로 순이익단 적자를 기록 중이다. 재무구조는 회사의 전반적인 수익성 개선이 선결되어야 하는 과제로써 수익성 개선을 위해 진행 중인 구조조정 과정의 원활한 진행이 주가의 트리거가 될 것으로 판단한다. 전기차 Chasm 완화, 신규 고객사로부터의 수주 확장도 기대해볼 수 있는 상황이다.

순적자를 기록하고 있고, 재무구조 개선이 선행되어야 하는 것을 감안하여 Historical EV/EBITDA를 활용하여 적정 주가를 산출하였다. 전기차 믹스 확대 기대감이 발생했던 2018년 이후의 월간 12MF EV/EBITDA 중 하위 10개월의 평균으로 Target Multiple을 산정했다. 계산된 Target EV/EBITDA는 6.90배이다. 구조조정의 종료 시점으로 예상되는 26년말의 EBITDA 및 순차입금 전망치를 활용하였다. 당사의 25년 추정치 기준 밸류에이션은 P/B 0.85배, EV/EBITDA 7.5배를 기록 중이다.

[도표 200] PEER Multiple Valuation

항목명	단위	비 고
P/E Valuation		
EBITDA	십억원	911 (a): 26년 EBITDA
Target EV/EBITDA	배	6.90 (b): 2017년 이후 월말 12MF EV/EBITDA 하위 10개월 평균
적정 EV	십억원	6,286 (c): (a) x (b)
순차입금	%	3,497 (d): 26년말 예상 순차입금
적정시가총액	십억원	2,789 (e): (c) - (d)
주식발행총수	천주	678,763 (f): 24년말 주식발행총수
적정주가	원	4,109 (g): (e) / (f)
목표주가	원	4,100 천의 자리 반올림
현재주가	원	3,040 2025년 5월 26일 종가
상승여력	%	33.3

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 201] 한온시스템 12MF P/B Band Chart



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 202] 한온시스템 12MF EV/EBITDA Band Chart



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 203] 부품사 PEER TABLE (25.05.26)

(단위: 백만달러, %)

		한온 시스템	현대위아	현대모비스	HL 만도	에스엘	덴소	아이신	SCHAFFLER
국가		한국	한국	한국	한국	한국	일본	일본	독일
시가총액	(백만달러)	1,497	805	16,486	1,145	1,029	38,761	10,072	4,502
주가	(현지통화)	3,010	40,400	242,000	33,300	30,250	1,901	1,777.0	4.2
P/E	2024	-	10.3	5.4	10.7	3.8	17.7	14.2	-
	2025E	-	7.3	5.2	7.3	4.0	13.6	12.6	9.0
	2026E	31.0	6.5	4.9	5.9	3.7	10.8	8.6	6.4
P/B	2024	0.7	0.3	0.5	0.6	0.6	1.0	0.7	1.0
	2025E	0.8	0.3	0.5	0.6	0.5	1.1	0.7	1.0
	2026E	0.8	0.3	0.4	0.6	0.5	1.0	0.6	0.9
EV/EBITDA	2024	8.1	3.1	3.9	5.3	2.5	11.9	5.2	6.4
	2025E	7.1	3.3	4.0	-	2.1	5.7	4.0	4.2
	2026E	6.1	2.9	3.4	-	1.6	5.2	4.1	3.9
ROE	2024	-13.9	3.4	9.4	5.5	17.4	8.8	3.7	-16.7
	2025E	-0.8	4.5	9.1	8.6	14.5	9.6	7.2	17.6
	2026E	4.9	4.8	9.1	10.2	13.8	10.1	8.5	22.3
배당성향	2024	-	30.1	13.4	25.3	15.0	40.8	64.2	-
	2025E	204.0	16.8	15.4	18.5	16.3	40.4	34.7	79.8
	2026E	30.4	16.5	15.3	17.3	16.4	40.9	30.7	55.3
매출액	2024	3,256	31,600	41,977	46,765	6,016	26,615	42,836	19,675
	2025E	3,647	34,810	44,346	49,977	6,355	29,278	39,873	27,064
	2026E	3,698	35,330	47,244	51,233	6,559	30,057	41,078	28,142
매출액 증가율	2024	0.6	-4.0	-7.5	1.0	-1.6	-7.9	-9.9	11.5
	2025E	4.3	0.1	5.6	3.9	3.0	6.9	10.2	37.6
	2026E	5.1	2.8	6.5	6.8	5.2	2.5	1.5	4.0
영업이익	2024	123	163	2,529	284	295	4,007	1,640	1,103
	2025E	214	190	2,790	328	311	4,780	1,757	1,352
	2026E	259	198	3,033	360	338	5,394	1,953	1,758
OPM	2024	1.0	2.7	5.4	4.1	7.9	7.7	3.5	2.1
	2025E	1.6	2.7	5.7	4.2	7.8	8.0	4.7	4.1
	2026E	2.7	3.1	5.9	4.6	7.9	9.3	5.0	4.8
EBITDA	2024	613	352	3,249	540	423	7,020	3,702	2,625
	2025E	709	378	3,555	588	458	7,817	3,727	2,943
	2026E	756	383	3,848	617	456	8,818	3,729	3,252
EBITA 마진율	2024	7.5	5.9	7.1	7.8	11.2	13.0	9.2	8.1
	2025E	8.0	5.9	7.3	8.0	11.3	14.0	10.6	9.7
	2026E	8.8	6.1	7.5	8.2	11.6	15.3	10.6	10.5
당기순이익	2024	-266	88	2,974	95	270	2,973	484	-684
	2025E	-47	94	3,141	159	256	3,283	1,121	515
	2026E	36	112	3,333	190	275	3,760	1,188	579
NPM	2024	-3.6	1.5	7.1	1.5	7.4	6.4	1.5	-3.5
	2025E	-0.6	1.6	7.1	2.4	6.8	6.6	3.2	1.9
	2026E	0.4	1.8	7.1	2.6	6.9	7.3	3.4	2.1

자료: 교보증권 리서치센터

2. 기업개요

한온시스템의 전신인 '한라공조'는 포드-만도기계(한라그룹)가 합작하여 1986년 설립되었다. 이후 IMF 사태로 인한 한라그룹의 부도사태로 1999년 포드 산하의 '비스테온'에게 인수되었다. 2013년 '비스테온'은 자사의 공조사업부를 '한라공조'와 합병시켰다. 그러나 바로 다음해인 2014년 한앤컴퍼니-한국타이어그룹의 컨소시엄이 지분 69.99%를 36억달러에 인수하며 최대주주로 등극하였다. 동시에 현재의 '한온타이어'로 사명을 변경했다. 이후 2019/2021년 마그나의 유압제어부 사업/케이힌의 유럽, 북미 콘텐서 사업을 인수했다. 2025년 한국타이어가 한앤컴퍼니의 지분을 인수 및 주주배정 유상증자를 진행하며, 지분율을 77%까지 확장하며 최대주주로 등극한 상태이다.

2024년 매출액 10.0조원(+5.0% YoY), 영업이익은 955억원(-66.3% YoY, OPM 1.0%)을 기록하였다. 고정비 증가 및 일회성 비용 발생 영향으로 수익성이 큰 폭으로 악화되었다. 동사는 자동차 열 관리 시스템 영역인 자동차용 공조제품 전문 생산업체이다. 국내시장에서 48%의 점유율을 보유하고 있으며, 글로벌에서 Denso에 이어 2위의 시장 점유율을 보유하고 있다.

주고객사로는 현대차그룹(48.0%), 포드(12.3%), 폭스바겐(10.3%), GM(6.9%)이 존재한다. 이외의 글로벌 고객사로 BMW, 스텔란티스, 마쓰다 등 다수의 주요 OEM에 제품을 공급 중이다.

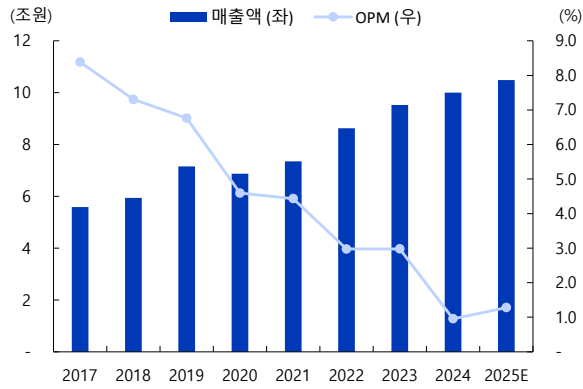
지역별로도 다양한 포트폴리오를 보유 중이다. 동사는 국내를 포함하여 글로벌 전역에 50개의 생산 시설을 보유 중이다. 글로벌 업체(비스테온, 마그나, 케이힌)를 인수한 결과와 레퍼런스 기반으로 지속적으로 글로벌 OEM 수주를 확장해온 결과임. 지역별 매출 비중은 유럽 30.7%, 아메리카 29.1%, 한국 27.6%, 아시아 12.6%로 구성되어 있다.

[도표 204] 한온시스템 주요 연혁

연도	내용
1986	만도기계, 포드가 5:5 합작으로 한온시스템의 전신인 '한라공조' 설립
1999	포드 산하의 비스테온그룹(Misteon Crop)이 인수
2013	비스테온 공조사업부와 통합하여 '한라비스테온공조'로 사명 변경
2014	쿠퍼스탠드다드로부터 열관리 및 배기(Thermal & Emissions) 사업부 인수
2015	한앤컴퍼니-한국타이어 컨소시엄이 인수. 대주주 '한앤컴퍼니'로 변경. 현재의 '한온시스템'으로 사명 변경
2019	마그나(Magna)의 유압제어 사업부 인수
2021	경주에 전기차 전용 부품 공장 준공 케이힌(Keihin Corp.)의 유럽/북미 콘텐서 사업 인수 완료
2025	한국앤컴퍼니그룹으로 최대주주 변경

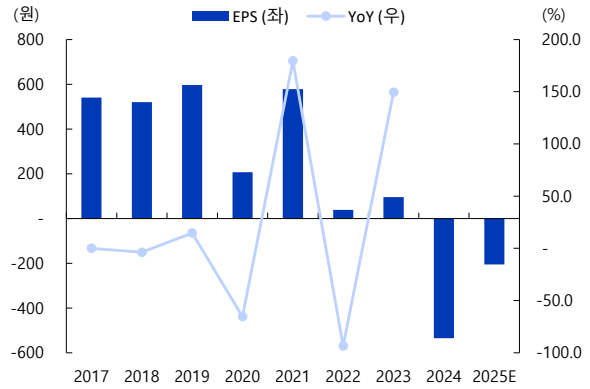
자료: 한온시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 205] 한온시스템 연간 실적 추이



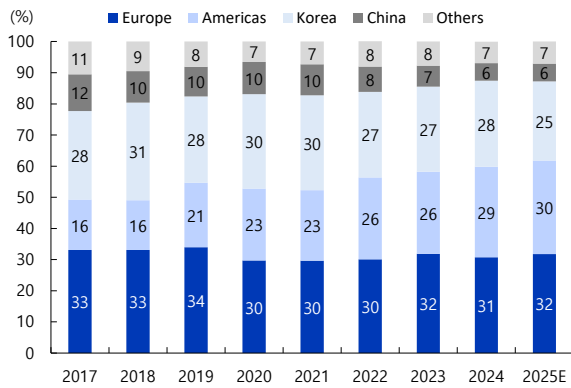
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 206] 한온시스템 연간 EPS 추이



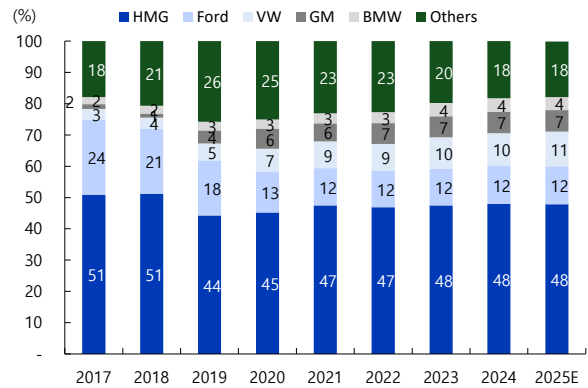
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 207] 한온시스템 지역별 매출 비중 추이



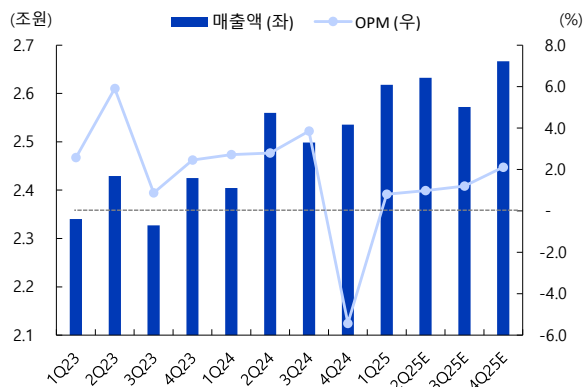
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 208] 한온시스템 고객사별 매출 비중 추이



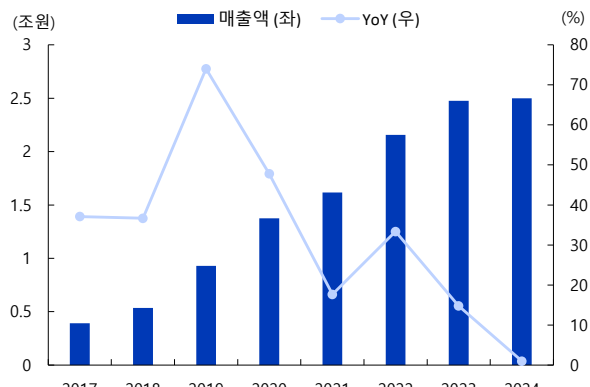
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 209] 한온시스템 분기 실적 추이



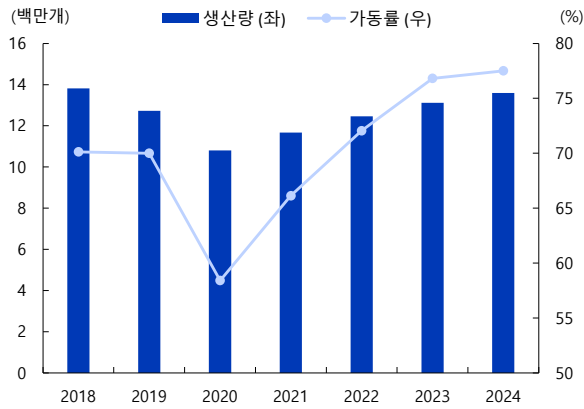
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 210] 한온시스템 xEV 향 매출액 추이



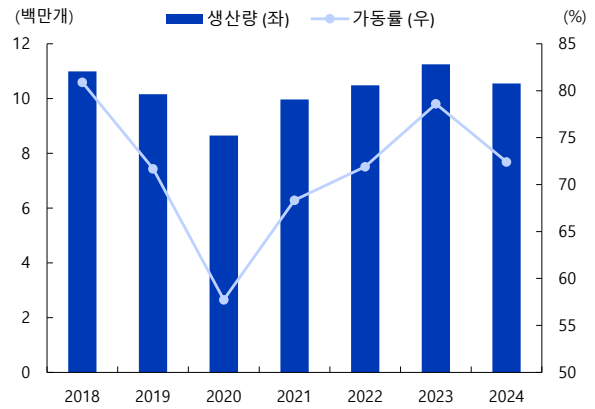
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 211] 에어컨(HVAC) 생산량 및 가동률 추이



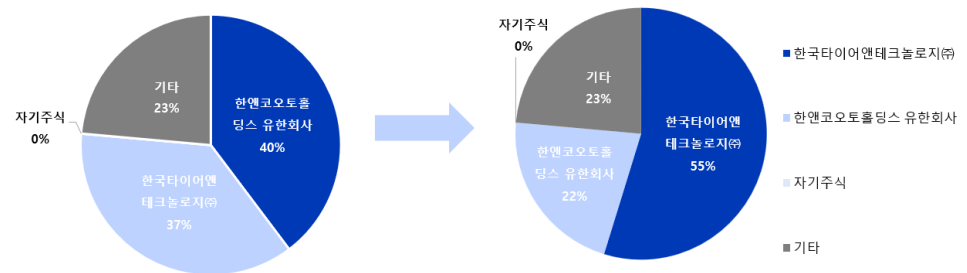
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 212] 압축기(Compressor) 생산량 및 가동률 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 213] 한온시스템 지분 구조 변화 (25.01.09 기준)



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

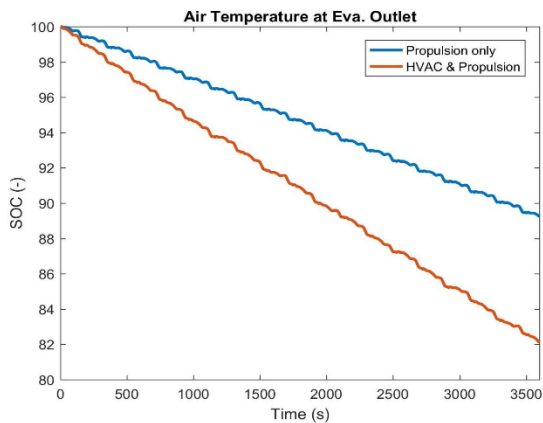
3. 기업개요

2-1. 전기차 시대에 가장 맞는 ITEM – 고객사 다변화

한온시스템의 주요 사업 부문인 공조 제품은 전기차 시대의 변화를 맞아 많은 변화가 발생되었다. [그림 18]에서 볼 수 있듯이 내연기관 시대의 공조 제품; 차량용 에어컨의 주요 구성 부품은 크게 압축기/열교환기/송풍기/제어모듈 등으로 존재하며, 엔진에 의해 구동되고, 엔진의 열에너지를 실내로 전달하는 냉각수 기반의 냉/난방 시스템을 보유하였다. 이 당시 공조 제품의 주요 역할은 탑승자를 위한 쾌적함 유지였다. 그러나 전기차의 경우 엔진의 부재로 인해 PTC(전기 히터)를 활용하면서 나타난 전력 소비량 증가를 해결하고, 배터리 열관리를 통한 사고 방지/최적의 성능 유지가 주요 역할이 되었다.

일반적으로 전기차의 주행 중, 공조 시스템에 소모되는 전력 소모 비중은 10%~15% 수준이다. 그러나 낮은 온도(0C 이하)에서는 30% 이상으로 급등(도표 17)하는 모습을 보이며, 공조의 경우 최초 사용 시점(목표 조건 도달)에 높은 소모량을 보이기 때문에 짧은 거리의 도심 주행에서 더욱 높은 소모량을 보이는 편(도표 16)이다. 따라서 공조시스템의 효율성은 전기차의 핵심 지표인 주행거리에 주요 변수로 자리잡았으며, 중요도 역시 증가하는 모습이 나타나고 있다.

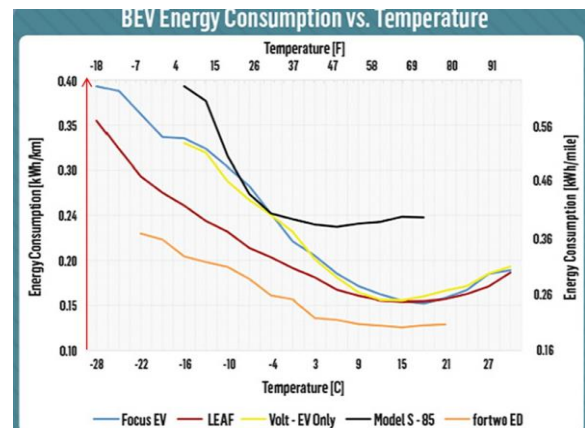
[도표 214] 도심 한시간 주행시, 잔여 배터리 충전량



자료: MDPI(2024), 교보증권 리서치센터

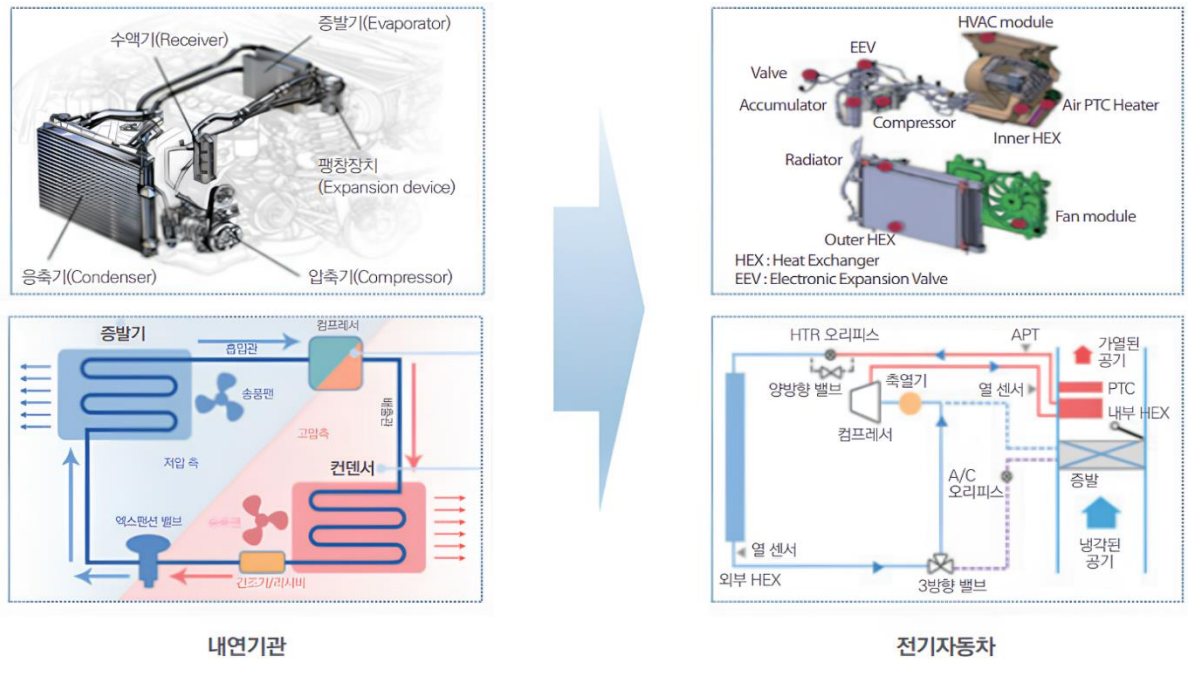
주석: 붉은선은 HVAC 사용, 파란선은 HVAC 사용하지 않음

[도표 215] 기온별 전기차 전력 소모량



자료: katech, 교보증권 리서치센터

[도표 216] 한온시스템: 내연기관-전기차 공조제품 작동 방식

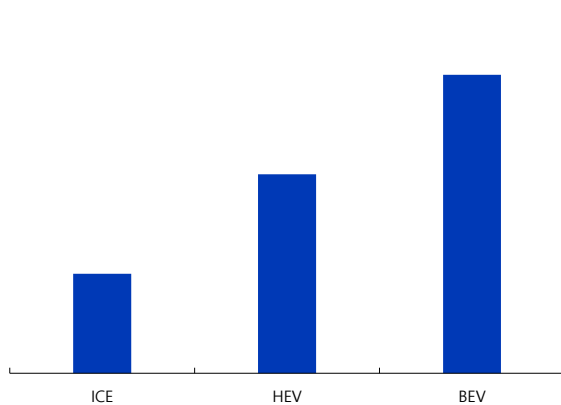


자료: 한온시스템, 교보증권 리서치센터

공조시스템의 중요도가 높아진 만큼 전기차용 열관리 시스템의 ASP도 높아진 모습을 보이고 있다. ICE 대비 BEV의 열관리 시스템 ASP는 3배 이상으로 증가한다. HEV에서도 엔진의 주기적인 정지로 인하여, E-Compressor(전기 컴프레서)를 적용함에 따라서 ICE 대비 높은 수준의 ASP가 산정된다.

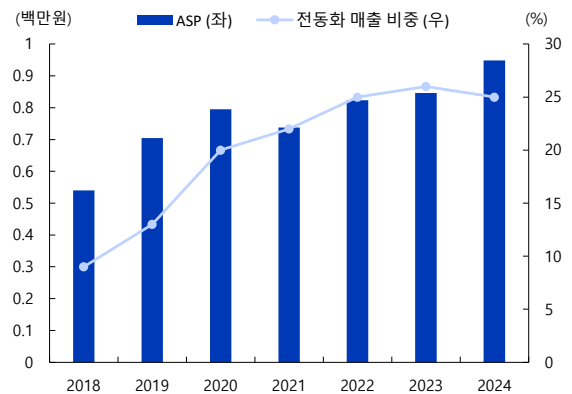
회사는 선제적인 시장 진출을 통해 전동화 제품 비중을 2017년 7%에서 2024년 25%로 상승시켰으며, 매출은 연평균 30% 이상의 고성장을 보여 주었다. 즉, ASP의 상승과 글로벌 차량 믹스의 변화 수혜를 한 번에 받는 중이다. 추정을 간략화 하여 컴프레서 생산량을 중심으로 전사 ASP를 추정할 시, 2024년의 ASP는 2018년 대비 75.5% 증가한 상황이다.

[도표 217] 파워트레인별 ASP 추정



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 218] 전기화 매출 비중 Compressor 중심 ASP 추이



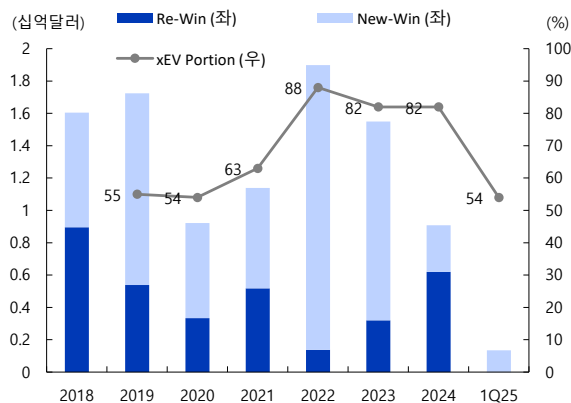
자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

회사의 신규수주/잔고에서 xEV(친환경차량)이 차지하는 비중 역시 지속 증가하고 있는 것으로 파악된다. 최근 3개년도 평균 NBW(New Business Win; 신규 프로그램 수주)에서 차지하는 xEV 비중은 85.2%로 향후 xEV 매출 비중이 50% 이상으로 올라갈 수 있음을 암시하고 있다. 수주잔고에서도 2023년 기준은 xEV 비중은 70% 수준에 도달했다.

xEV 비중의 상승은 회사가 보유한 기술 역량에 기인한다. 동사는 2015년 폐열 회수 방식의 히트펌프 시스템 양산을 시작하였고, 2021년 800V 히트펌프 시스템을 최초로 개발하는 등 선제적인 기술 개발 이력을 보유하고 있다. 이는 특히 출허 수에서도 확인 가능하다. 전기차용 열관리 시스템 특허출원은 2020년부터 공조 제품 1위 업체인 Denso대비 높은 숫자를 유지하고 있으며, 주요 경쟁사 대비 가장 높은 숫자를 보이고 있다.

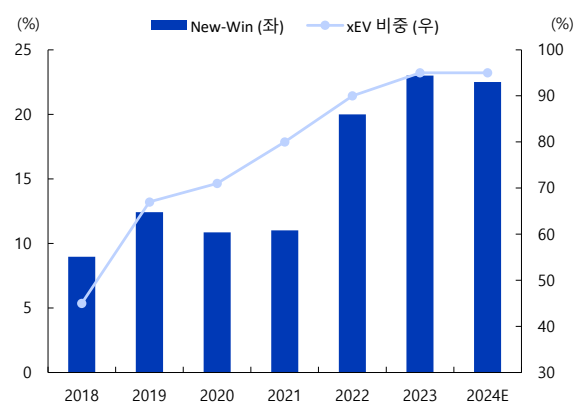
특히 업계 1위인 Denso보다 높은 특허 출허 수가 가능한 이유 중 하나는 Denso 주요 고객사인 Toyota가 HEV에서 시장 선도 위치이나, BEV/PHEV 영역에서는 유의미한 확장이 아직까지 발생하지 않고 있기 때문으로 판단한다. 따라서 현대차그룹을 주요 고객사로 두고 있는 동사 대비 전기차용 제품 개발에 동사보다 적극적일 수 없는 환경이라고 판단된다.

[도표 219] 신규 수주 추이, 25년 가이드스: \$ 1.5B



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

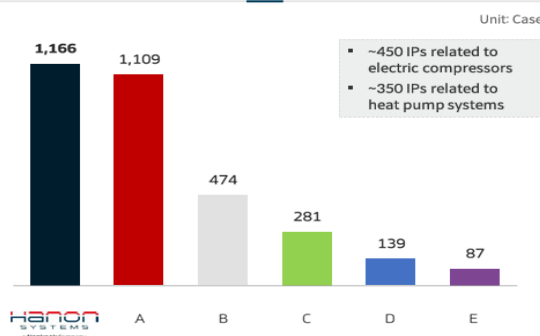
[도표 220] 수주 잔고 추이 (24년은 자체 추정)



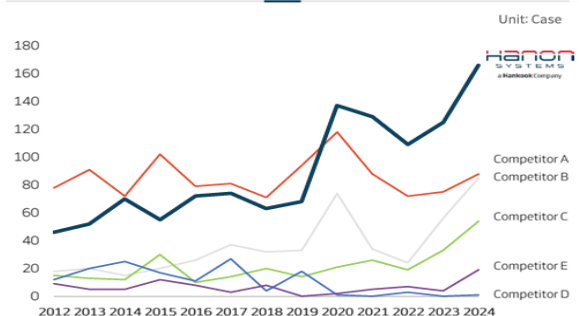
자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 221] 주요 PEER 및 한온시스템 EV 열관리 시스템 특허 출원수

Number of Patents for EV Thermal Management (Published from 2012 to 2024)



Number of Patents for EV Thermal Management (by Published Year)



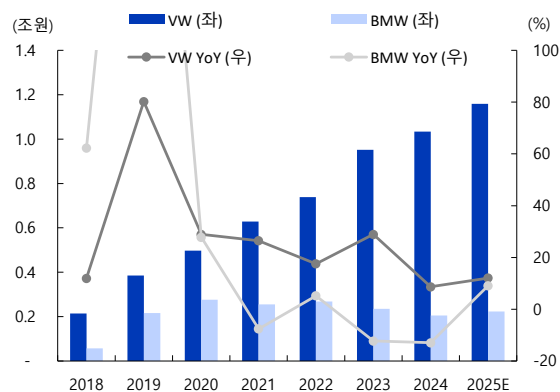
자료: 한온시스템, 교보증권 리서치센터

전동화로 전환되며, 동사의 시장 M/S와 고객의 확장이 동시에 발생하는 것으로 파악된다. 2020년까지 동사의 주요 고객사는 한국의 현대차그룹, 비스테온과의 합병 영향으로 인한 포드였다. 주요 고객사는 여전히 남아있는 가운데 유럽 OEM들의 믹스 확장이 발생하는 중이다.

최근 유의미한 믹스 증가가 나타나고 있는 OEM은 VW, BMW이다. VW향으로는 2018년 MEB 플랫폼에 대한 수주를 받았으며, 이로 인해 Audi/Skoda 등에 컴프레서를 납품하며 외형 확장이 지속되고 있다. BMW로는 E-컴프레서 부문에서 거의 독점적인 점유율을 보유하고 있으며, 하반기부터는 냉매 모듈(컴프레서, 컨덴서, 열교환기 등)로 확장이 일어날 예정이다.

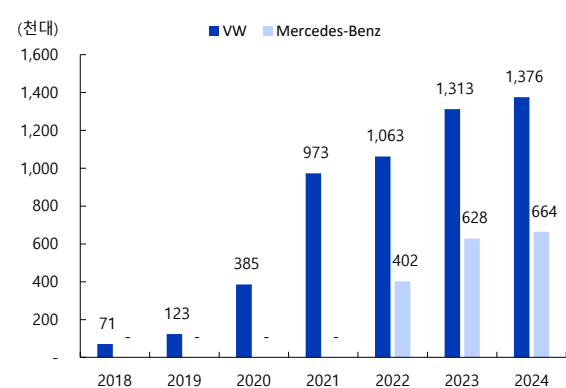
가장 유의미한 것은 벤츠로부터 받은 시스템 수주이다. 일반적인 OEM에서는 모듈까지만 공급하는 경우가 대다수이나, 벤츠는 MMA 플랫폼으로 전환하며 동사에 '열관리 시스템' 전체 수주를 주었다. 향후 벤츠의 전동화 차량에 대한 점유율은 60~70%가량 차지하게 될 것으로 전망하며, 첫 대규모 시스템 수주인만큼 수익성은 타 전동화 제품 대비 다소 낮을 것으로 예측한다. 그럼에도 현대차그룹 외 최초의 시스템 수주인 것에 큰 의미를 둘 수 있으며, MMA 플랫폼을 시작으로 차후 등장할 벤츠의 신규 플랫폼에서의 수주 확장 여력이 갖춰진 상황이다.

[도표 222] VW/BMW 향 매출액 추이



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 223] VW/BMW xEV 판매량 추이



자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

[도표 224] Mercedes-Benz: Europe 신차 출시 일정

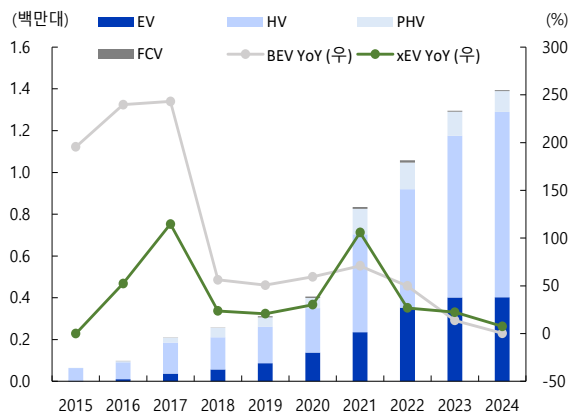
2025			2026			2027		
Model	Powertrain	Seg	Model	Powertrain	Seg	Model	Powertrain	Seg
CLA (MMA)	PHEV/MHEV/ Gasoline/Disel	C	C-Class EV (MB.EA)	EV	D	E-Class EV	EV	
CLA Shooting Brake (MMA)	PHEV/MHEV/ Gasoline/Disel	C	GLC EV (MB.EA)	EV	SUV -D	GLA (MMA)	PHEV/MHEV/ Gasoline/Disel	SUV -C
			All new electric MPV (VAN.EA)	EV	MPV	GLB (MMA)	MHEV/Disel	SUV -C

자료: marklines, 교보증권 리서치센터

현대차 그룹에서도 과반 이상의 점유율이 유지 중으로 추정된다. 특히 중국/인도 지역보다 북미/유럽에서 독점적인 점유율을 보유하고 있는 것으로 추정되는데 선진국인 해당 지역에서 높은 품질이 요구되기 때문으로 판단된다. 회사의 품질은 Rolls-Royce, Benz 등 울트라 럭셔리/프리미엄 브랜드로 납품하는 것으로 증명된 상황이다. 동시에 현대차그룹의 xEV에서 독점적인 점유율을 보유하고 있어, 현대차 그룹의 xEV 판매량 호조에 따른 수혜는 지속될 수 있을 것으로 판단한다.

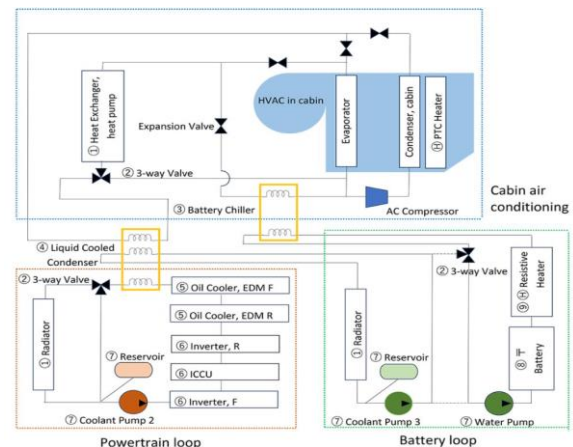
회사가 영위하는 사업부문인 공조제품은 차량의 전동화에 대한 수혜를 가장 크게 받을 수 있는 부문임은 분명하다. 동시에 1) 회사가 쌓아온 제품 개발 레퍼런스, 2) 최근의 고객사 확장 국면, 3) 높은 xEV 수주잔고를 감안한다면 동사가 보유한 경쟁력이 증명되고 있는 국면이라고 판단된다. 부품사 중 캐즘의 영향을 가장 크게 받는다는 점은 우려요인이나, 회사의 장기적인 외형 성장 추세에는 의심의 여지가 없다는 의견을 제시한다.

[도표 225] 현대차 그룹 xEV 판매량 추이



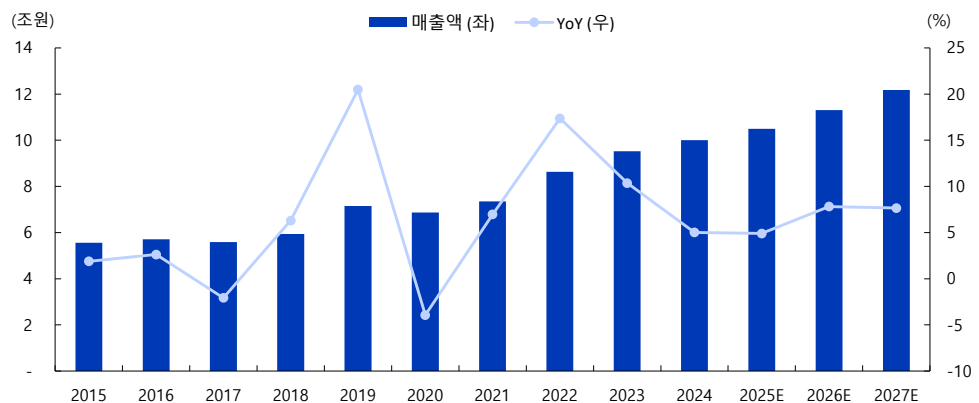
자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

[도표 226] IONIQ5 열관리 시스템 개요



자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

[도표 227] 한온시스템 연간 매출액 추이 및 전망



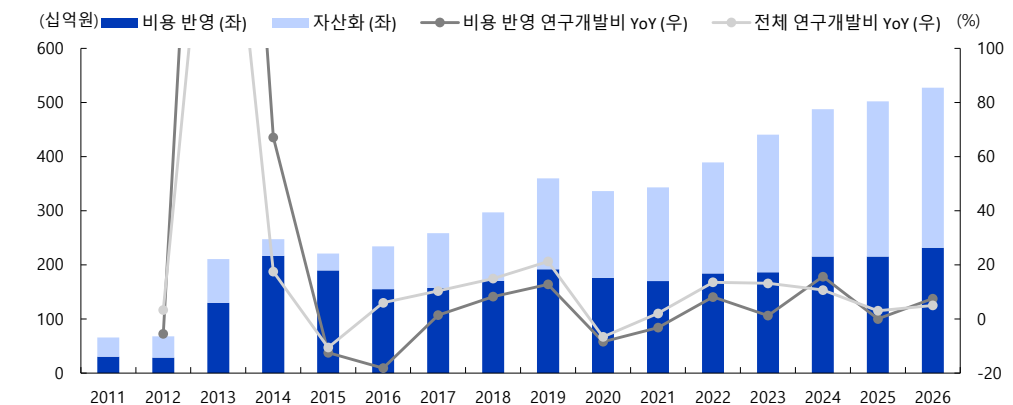
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

2-2. 기대되는 사업 정상화, 시간은 필요할 것

전기화(xEV) 시대 수혜 받는 아이টে를 보유하고 있음에도 불구하고, 회사의 수익성은 좋지 않은 모습이 노출 중이다. 24년 연간 영업이익률은 1.0%, 당기순이익률은 -3.6%로 연간 적자를 기록했다. 25년 1분기 역시 크게 나아지는 모습을 보이지 않으며, 235억의 분기 적자를 기록했다.

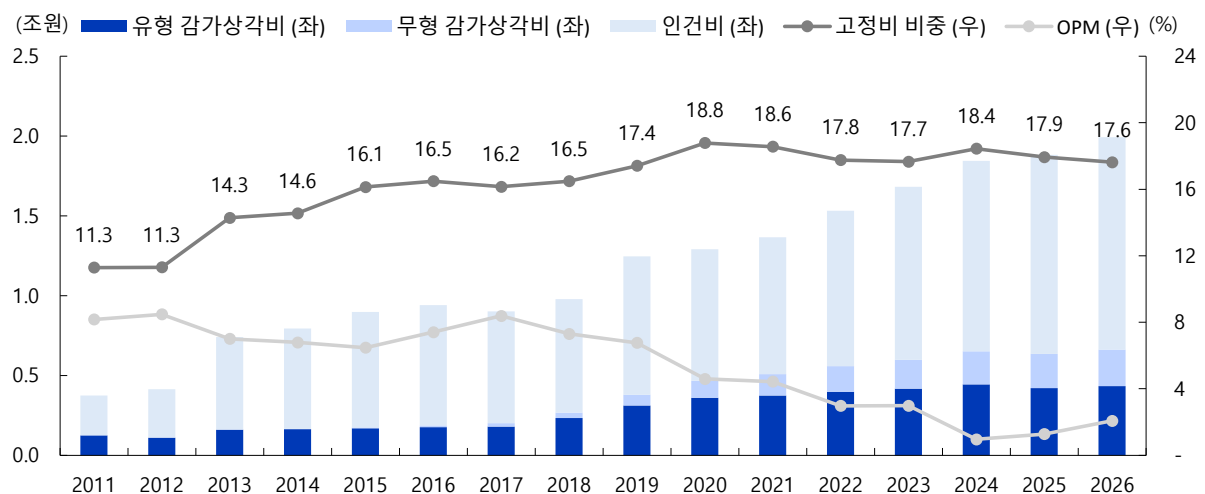
근본적인 요인으로는 높은 고정비이다. 회사가 2013, 2019년 비스테온/마그나의 사업부를 인수하며 굵직한 M&A를 통해 회사가 성장했으나, 인수와 함께 비효율 자산 및 유럽의 고임금 인력 비중이 높아짐에 따라 고정비가 크게 증가했다. 실제로 인수가 발생한 2013년 이후, 2019년 이후 고정비 비중이 높아지는 것을 확인할 수 있다. 이에 더해 전동화 시대의 수혜는 분명하나, 선제적인 CAPEX, R&D 투자 집행됨에 따른 비용 부담이 발생했다. 이로 인해 2024년 고정비(인건비+감가상각비) 비중은 18.4%로 2021년 이후 가장 높은 수준이다.

[도표 228] 한온시스템 연구 개발비 추이 및 전망



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 229] 한온시스템 고정비(비중)-영업이익률 추이 및 전망



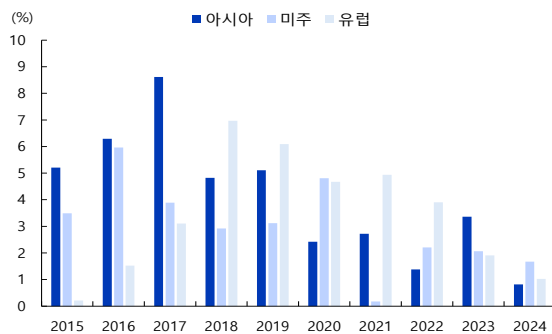
자료: 한온시스템, 교보증권 리서치센터

회사는 2023년부터 본격적인 자산 효율화 작업에 들어갈 것을 천명했다. 2024년 두 개의 중국 공장을 폐쇄하였으며, 전체 인력의 약 5%를 감축하였다. 따라서 2024년중 통폐합에 따른 퇴직금 및 매각손익에 따른 일회성 비용이 발생하였고, 동시에 일부 통폐합 예정인 공장에 대해서도 선인식 비용이 발생하였다. 2025년에도 구조조정 작업과 일회성 비용 영향은 지속될 것이다.

다만, 유럽 거점의 효율화는 쉽지 않은 작업이 될 것으로 예상된다. 이탈리아의 베네벤토 공장 폐지를 추진 중이나, 노조가 이탈리아의 금속노조와 연대를 제안하며 반대를 하고 있다는 내용이 언급되는 중이다. 유럽의 강한 노조 영향으로 인해 목표했던 구조조정은 시간이 걸릴 수 있는 상황이며, 회사는 2026년까지 구조조정을 통한 생산성 효율화 작업을 마무리할 것으로 소통 중이다. 전반적인 구조조정의 수익성 개선 효과는 2027년부터 본격적으로 발생할 것으로 전망한다.

회사의 재무구조 개선 역시 필요한 과제이다. 대규모 인수 및 연구개발로 인해 2018년부터 차입금의 급증이 발생했다. 구조조정에 대한 일회성 비용 역시 개선을 더디게 만드는 요인이다. 2025년 한국타이어의 유상증자 자금 6천억 중 2천억원은 차입금 상환에 사용될 예정으로 2024년 대비 소폭 개선된 재무구조가 예상되나, 2025년 예상되는 이자보상배율은 0.53배, EBITDA/순이자보상배율은 3.7배로 PEER 대비 매우 낮은 수준이다. 회사의 높은 차입 비중 및 안정성 지표를 고려하였을 때, 구조조정을 통한 영업현금흐름 증분을 통해 중장기적 관점에서의 재무구조 개선을 기다려야 하는 상황으로 판단된다.

[도표 230] 통폐합 진행 글로벌 지역별 수익성 추이



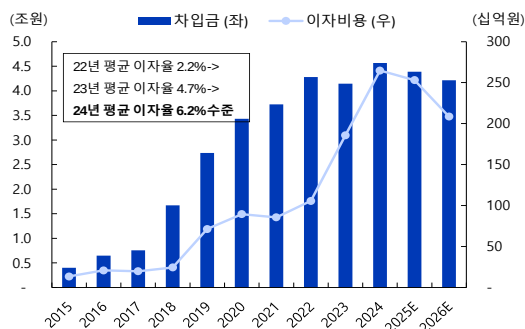
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 231] 베네벤토 공장: 파켓 시위 중



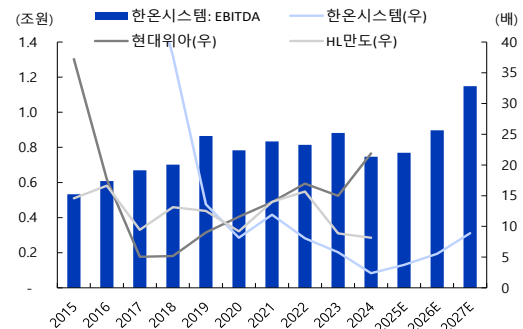
자료: The Guru, 교보증권 리서치센터

[도표 232] 차입금 및 이자비용 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 233] PEER: EBITDA/순이자비용 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[한온시스템 018880]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	9,522	9,999	10,489	11,309	12,175
매출원가	8,612	9,187	9,646	10,294	10,940
매출총이익	910	812	843	1,014	1,236
매출총이익률 (%)	9.6	8.1	8.0	9.0	10.1
판매비	626	717	709	751	780
영업이익	284	96	134	263	456
영업이익률 (%)	3.0	1.0	1.3	2.3	3.7
EBITDA	882	747	775	911	1,108
EBITDA Margin (%)	9.3	7.5	7.4	8.1	9.1
영업외손익	-133	-425	-238	-212	-190
관계기업손익	12	13	9	8	8
금융수익	131	189	222	207	198
금융비용	-218	-470	-465	-412	-371
기타	-58	-157	-4	-15	-25
법인세비용차감전순이익	151	-330	-104	52	266
법인세비용	85	20	-5	0	6
계속사업순이익	66	-349	-99	51	260
중단사업순이익	-7	-9	0	0	0
당기순이익	59	-359	-99	51	260
당기순이익률 (%)	0.6	-3.6	-0.9	0.5	2.1
비지배지분순이익	8	5	13	0	1
지배지분순이익	51	-363	-112	51	259
지배순이익률 (%)	0.5	-3.6	-1.1	0.5	2.1
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	263	298	298	298	298
포괄순이익	322	-60	199	350	558
비지배지분포괄이익	8	19	-64	-112	-179
지배지분포괄이익	314	-80	263	462	738

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	517	569	870	997	1,208
당기순이익	59	-359	-99	51	260
비현금항목의 가감	895	1,208	1,102	1,079	1,060
감가상각비	418	443	426	422	418
외환손익	-54	-62	-96	-88	-85
자본법평가손익	-12	-13	-9	-8	-8
기타	543	840	781	753	735
자산부채의 증감	-194	31	67	29	24
기타현금흐름	-243	-311	-200	-162	-135
투자활동 현금흐름	-677	-733	-563	-613	-613
투자자산	5	0	0	0	0
유형자산	-481	-386	-350	-400	-400
기타	-201	-347	-213	-213	-213
재무활동 현금흐름	-480	651	21	-236	-230
단기차입금	-390	-17	0	-77	-74
사채	-95	-102	0	-53	-51
장기차입금	262	293	0	-31	-30
자본의 증가(감소)	0	599	0	0	0
현금배당	-185	-46	0	0	0
기타	-72	-75	22	-75	-75
현금의 증감	-651	568	-77	-282	-56
기초 현금	1,429	779	1,346	1,269	987
기말 현금	779	1,346	1,269	987	931
NOPLAT	124	101	127	262	446
FCF	48	398	486	538	722

자료: 한온시스템, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,697	4,439	4,483	4,405	4,564
현금및현금성자산	779	1,346	1,269	987	931
매출채권 및 기타채권	1,288	1,349	1,409	1,510	1,618
재고자산	1,140	1,241	1,302	1,404	1,511
기타유동자산	490	502	503	503	503
비유동자산	5,548	6,181	6,196	6,254	6,307
유형자산	2,716	2,864	2,787	2,766	2,748
관계기업투자금	81	95	104	112	120
기타금융자산	11	18	18	18	18
기타비유동자산	2,739	3,204	3,286	3,358	3,421
자산총계	9,244	10,620	10,679	10,659	10,871
유동부채	3,576	5,034	5,197	5,225	5,263
매입채무 및 기타채무	1,906	2,196	2,262	2,373	2,491
차입금	967	1,959	1,958	1,881	1,807
유동성채무	500	483	580	580	580
기타유동부채	203	396	396	391	385
비유동부채	3,160	2,588	2,600	2,498	2,400
차입금	1,266	788	788	757	727
사채	1,413	1,338	1,337	1,285	1,234
기타비유동부채	481	462	475	456	438
부채총계	6,736	7,622	7,797	7,723	7,663
지배지분	2,372	2,853	2,742	2,793	3,053
자본금	53	68	68	68	68
자본잉여금	-23	561	561	561	561
이익잉여금	2,103	1,702	1,590	1,641	1,901
기타자본변동	14	13	13	13	13
비지배지분	137	145	140	142	155
자본총계	2,508	2,999	2,882	2,935	3,208
총차입금	4,177	4,573	4,669	4,508	4,353

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	96	-676	-164	75	382
PER	76.3	-5.9	-18.4	40.1	7.9
BPS	4,443	4,204	4,040	4,115	4,497
PBR	1.6	1.0	0.7	0.7	0.7
EBITDAPS	1,652	1,390	1,142	1,342	1,633
EV/EBITDA	8.4	7.4	7.2	6.2	5.1
SPS	17,837	18,607	15,453	16,661	17,938
PSR	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
CFPS	89	740	715	793	1,064
DPS	316	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	10.4	5.0	4.9	7.8	7.7
영업이익 증가율	10.5	-66.3	40.3	96.5	73.0
순이익 증가율	120.2	적전	적지	흑전	406.7
수익성					
ROIC	2.3	1.8	2.2	4.4	7.3
ROA	0.6	-3.7	-1.0	0.5	2.4
ROE	2.2	-13.9	-4.0	1.8	8.9
안정성					
부채비율	268.5	254.2	270.6	263.1	238.9
순차입금비율	45.2	43.1	43.7	42.3	40.0
이자보상배율	1.5	0.4	0.5	1.3	2.6

현대차 최근 2년간 목표주가 변동추이



기아 최근 2년간 목표주가 변동추이



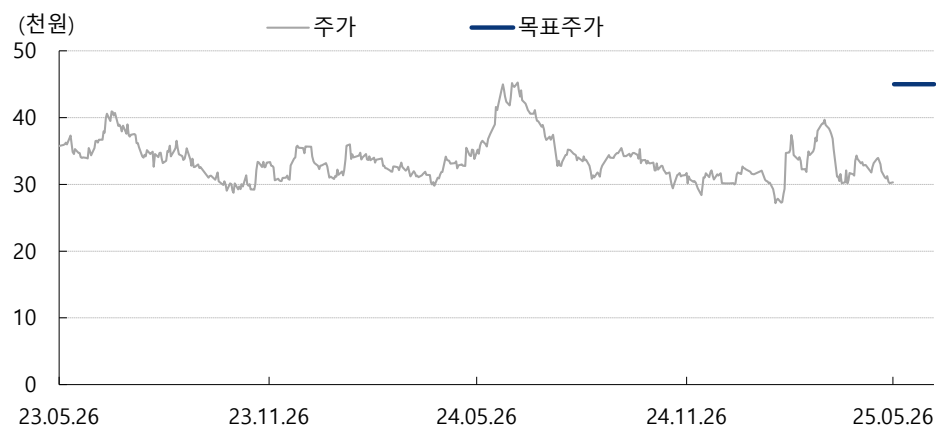
현대모비스 최근 2년간 목표주가 변동추이



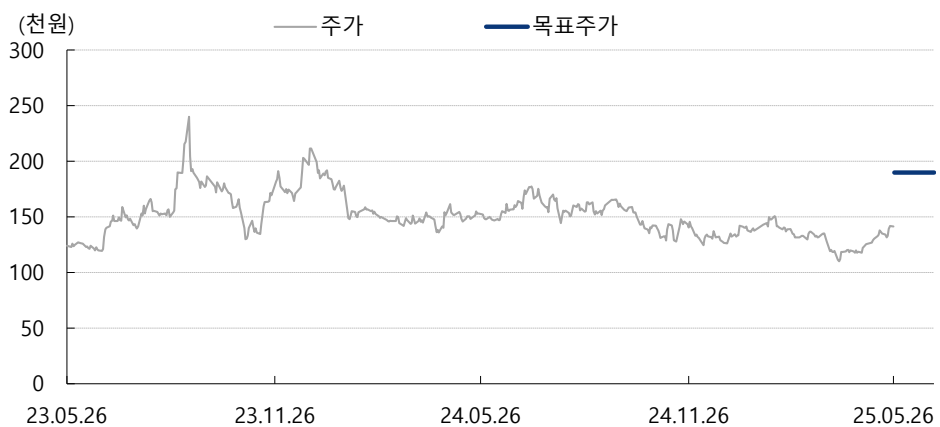
HL 만도 최근 2 년간 목표주가 변동추이



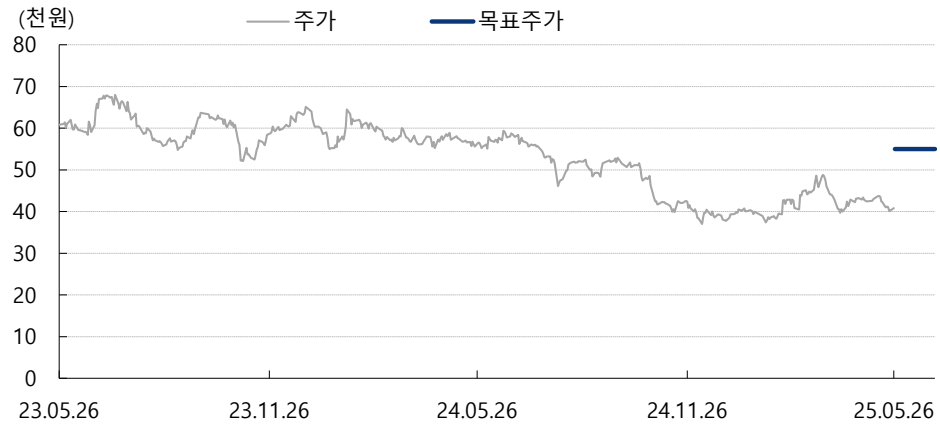
에스엘 최근 2 년간 목표주가 변동추이



현대오토에버 최근 2 년간 목표주가 변동추이



현대위아 최근 2년간 목표주가 변동추이



한온시스템 최근 2년간 목표주가 변동추이



현대차 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균 최고/최저
2025.05.27	매수	270,000					

자료: 교보증권리서치센터

기아 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저
2025-05-27	매수	123,000							

자료: 교보증권리서치센터

현대모비스 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저
2025-05-27	매수	330,000							

자료: 교보증권리서치센터

HL 만도 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저
2025-05-27	매수	53,000							

자료: 교보증권리서치센터

에스엘 최근 2 년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저
2025-05-27	매수	45,000							

자료: 교보증권리서치센터

현대오토에버 최근 2 년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저
2025-05-27	매수	190,000							

자료: 교보증권리서치센터

현대위아 최근 2 년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저
2025-05-27	매수	55,000							

자료: 교보증권리서치센터

한온시스템 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저
2025-05-27	매수	4,100							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자: 2025.03.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.5%	2.8%	0.7%	0.0%

【업종 투자의견】

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

【기업 투자기간 및 투자등급】 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하