

[자동차]

2025.11.25

Overweight

In-Depth Report

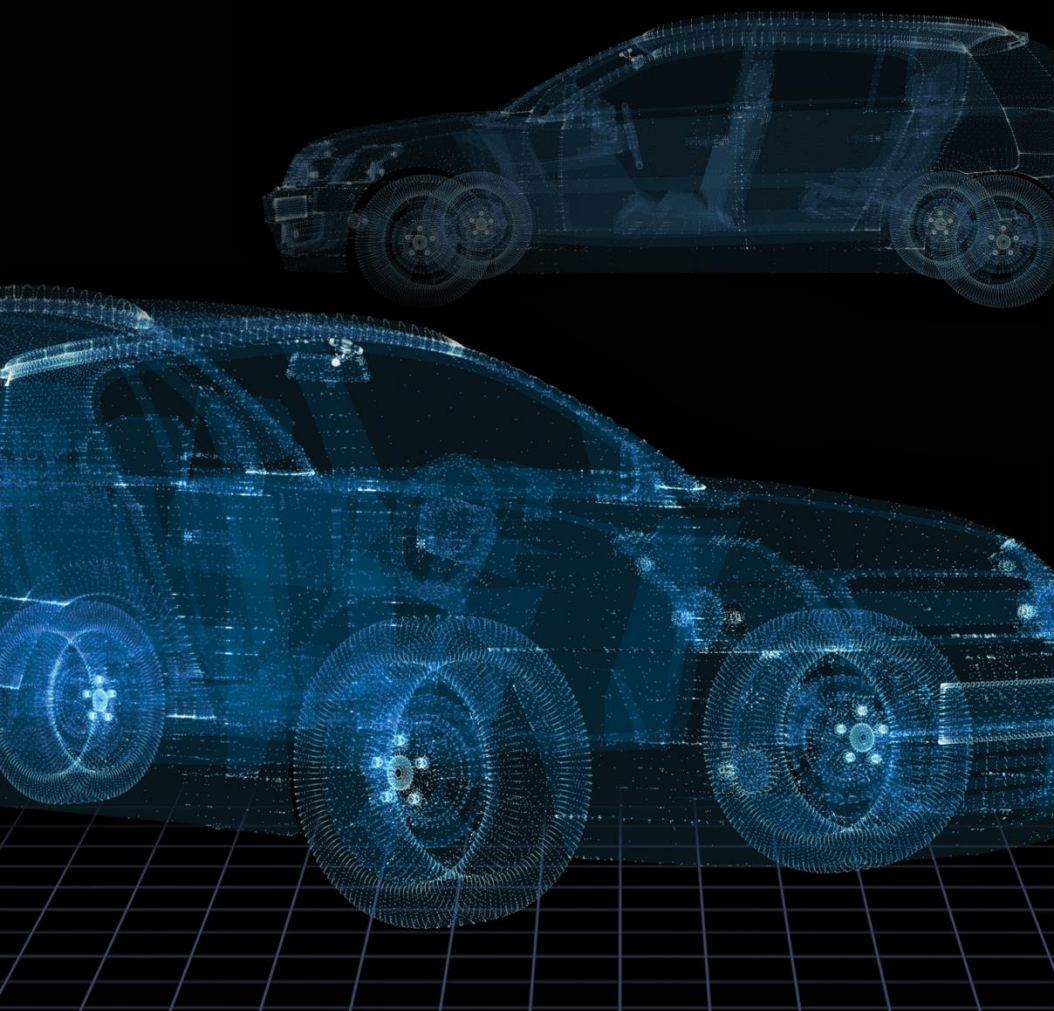
관세를 넘어 새로운 OEM으로

외형 확대와 미래 전략의 조화

[자동차/로보틱스]

이상수 2122-9197

sang.su@imfnsec.com





CONTENTS

[산업분석]

Summary	4
Key Charts	6
I. 관세를 넘어 미국 M/S 확대까지	18
II. 미국에 가려진 인도라는 가치	49
III. 전기차 캐즘, SDV와 자율주행의 시간	74
IV. 휴머노이드와 현대차그룹의 상관관계	114
V. nVIDIA와의 파트너십, 새로운 OEM이 될 기회	140
VI. 투자전략	154

[기업분석]

현대차 (005380)	164
기아 (000270)	183
현대모비스 (012330)	198
HL만도 (204320)	212



Summary

Key Charts

I. 관세를 넘어 미국 M/S 확대까지

1. 주요 완성차 업체에게 나타나고 있는 관세 효과
2. HMGMA를 중심으로 한 미국 내 생산대수 증가 전망
3. 미국 시장 M/S 증가 선결 조건: 하이브리드, 프리미엄 차량

II. 미국에 가려진 인도라는 가치

1. 주춤하고 있으나 포기할 수 없는 인도 시장
2. 중국에서의 뼈아픈 실패를 반복하지 않을 것
3. 기존 시장 과점 업체의 경쟁력이 약한 인도 전기차 시장

III. 전기차 캐즘, SDV와 자율주행의 시간

1. 그럼에도 전기차는 SDV와 자율주행의 선결조건
2. CODA와 Pleos OS를 통한 SDV 전환 목표
3. Non-HD Map과 E2E라는 자율주행의 대세를 따른다

IV. 휴머노이드와 현대차그룹의 상관관계

1. 시장의 관심이 집중되고 있는 휴머노이드 시장
2. 완성차 업체들이 유독 휴머노이드에 진심인 이유
3. Boston Dynamics와 현대차그룹의 시너지를 고민

V. nVIDIA와의 파트너십, 새로운 OEM이 될 기회

1. Tesla 다음으로 GPU를 많이 보유한 완성차 업체
2. SDV부터 휴머노이드에 이르는 nVIDIA의 제품 솔루션
3. 현대차그룹의 Pleos, Boston Dynamics 관련 전략 유지될 것

VI. 투자전략

Summary

Phase 1: 관세 영향 축소를 위한 미국 내 성장 + 인도

2025년은 국내 자동차 업종에게 참으로 다사다난한 한 해였다. 2024년 말부터 주요 국가를 중심으로 전기차 수요 둔화가 관찰되었고, 트럼프 2기 행정부는 IRA 보조금 지급 프로그램을 조기 중단하겠다고 발표했다. 대다수 OEM들은 2030년 전후로 목표하던 전기차 전환 로드맵 및 전반적인 성장 전략의 수정이 불가피한 상황이다. 설상가상으로 트럼프 2기 행정부는 지난 2025년 3월 자동차 보편관세를 25%로 발표했고, 미국 차량 생산 대수가 많지 않은 국가들의 경우 영업이익의 대부분을 관세로 납부해야 하는 초유의 상황이 발생했다. 다만 이후 EU, 일본, 한국 등의 국가들이 관세 인하 협상을 타결했고, 부품 크레딧 정책 만료 기한이 연장되며 관세에 대한 시장의 우려는 연초 대비 확연히 감소했다.

그럼에도 불구하고 15%의 자동차 관세는 상당 기간 지속될 것으로 판단되고, 이에 주요 OEM들의 관세 대응 능력과 향후 성장 전략에 시장의 초점이 맞춰지고 있다. 현대차그룹의 경우 1) HMGMA 증산을 통한 미국 생산 대수 확대, (2) 하이브리드 및 프리미엄 차량 확대를 통한 제품 믹스 개선 등이라는 강점을 가지고 있다고 판단한다. 1): 2024년 기준 현대차그룹은 미국 내 70만대 생산체제를 구축하고 있었다. 2024년 말 HMGMA 가동이 시작되었고, 올해부터 아이오닉 5, 9 생산물량이 반영되고 있다. HMGMA의 1차 디자인 캐파는 30만대이며, 추후 50만대까지 확대될 계획이다. Ford나 GM 등 미국 OEM을 제외한 대부분의 OEM들의 미국 연간 생산대수가 100만대 정도이기 때문에, 현대차그룹의 120만대 미국 생산 체제는 Peer Group과 동등한 수준이다. 2): 현재 미국 내 전기차 수요 둔화 속도는 전체 시장 대비 더욱 가파르고, 이는 하이브리드 수요로 연결되고 있다. 현대차그룹은 차세대 하이브리드 파워트레인 TMED-II를 탑재한 더 올 뉴 펠리세이드, 텔룰라이드 등을 통해 시장 점유율 확대에 나설 계획이다. 더불어 하이브리드 파워 트레인을 탑재한 제네시스 (G80, GV80) 미국 출시를 기점으로 제네시스 판매 권역 확대 또한 관찰될 전망이다.

현대차그룹의 2030년 인도 도매 판매 가이드는 112만대이고, 이는 그룹 전체 판매 대수 대비 11%에 해당한다. 자동차 보급률이 낮고, 경제 성장 여력이 높은 신흥국이라는 점에서 인도 시장은 주요 OEM에게 매력적인 시장 중 하나다. 현대차그룹의 인도 시장 체크포인트는 세 가지로 정리된다, 1) GST 인하를 기점으로 한 인도 승용차 업황 반등, 2) SUV 중심으로 이미 구성되어 있는 제품 포트폴리오, 3) 시장 과점 업체의 전기차 경쟁력이 낮아 M/S 흡수 가능성 등이다. 더불어 인도 시장은 단순히 판매 대수 확대를 통한 Revenue 증가라는 측면에 더해 글로벌 권역으로의 수출 거점 역할도 맡고 있다. 현대차그룹은 GM 탈레곤 공장 인수를 통해 2030년 기준 130만대 생산체제를 갖출 전망이다.

Phase 2: With nVIDIA+Boston Dynamics, 새로운 OEM으로 변모

전기차 수요 둔화의 주된 배경은 전기차 구매 및 생산 보조금 축소이다. 각 국은 전기차 산업의 자생력 확보라는 명분을 내세우고 있다. 그러나 그 이면에는 중국 전기차 업체의 시장 침투를 우려하는 등의 복잡한 셈법을 내포하고 있어, 전기차 수요 둔화는 상당 기간 이어질 가능성이 높다. 그럼에도 현대차그룹은 전기차 전환을 포기할 수 없으며, 그 이유는 SDV와 자율주행 기술 개발을 위해서는 내연기관보다 전기차 플랫폼이 적합하기 때문이다. 현대차그룹은 중앙집중형 아키텍처 CODA, 통합형 OS Ploes를 통해 2027년 말까지 양산차량에 SDV를 구현할 계획이다. 현대차그룹은 42 Dot, Motional을 통해 직간접적으로 자율주행 기술 개발을 이어왔는데, 최근 Camera 기반의 Non-HD Map E2E 자율주행 (Tesla 방식)으로 미래 기술 개발 방향을 확립했다. 현대차그룹은 Tesla를 제외하면 SDV와 자율주행 개발의 끈을 놓지 않은 거의 유일한 OEM이기 때문에, 추후 개발 성과에 따른 밸류에이션 상승을 기대해볼 수 있는 상황이다.

최근 휴머노이드 산업에 대한 시장의 관심이 뜨거운데, 이상하리만큼 완성차 OEM들의 존재감이 높다. Figure AI의 가장 큰 고객은 BMW이고, 중국 휴머노이드 업체들의 고객사 대부분이 현지 OEM들이다. 현대차그룹도 2021년 Boston Dynamics 인수 후 여러 행보를 이어오고 있다. 이는 단순 투자 목적 외 완성차 OEM들의 생산성 증대라는 목적을 내포하고 있다. 많은 완성차 OEM들은 General Assembly 공정을 자동화하고 싶는데, 기존의 로봇으로는 이를 자동화하기 여의치 않다. 반면 휴머노이드의 경우 사람의 인체와 유사한 폼팩터 덕에 General Assembly에 적합하다. 현대차그룹은 Boston Dynamics의 Atlas를 생산 공장 내에 활용할 계획이다. 완성차 OEM 중 글로벌 휴머노이드 업체를 보유하고, 이를 적극적으로 활용할 수 있는 업체는 현대차그룹이 유일하다.

지난 2025년 11월 정의선 회장 - 이재용 회장 - 잰슨 황의 '간부 화동' 이후 현대차그룹과 nVIDIA의 협력 세부 내용이 발표되었다. 현대차그룹은 nVIDIA로부터 Blackwell GPU 5만개를 공급받을 예정이며, 이는 자율주행 및 휴머노이드 개발을 위한 서버로 활용될 것이다. Tesla를 제외하면 단일 완성차 업체 기준 현대차그룹은 GPU를 가장 많이 보유한 업체가 될 전망이다. 이미 nVIDIA는 SDV부터 휴머노이드까지 관련 솔루션을 제공 중이기 때문에, 현대차그룹은 이를 통해 관련 기술 개발 속도를 높여 나갈 것이다. 또한 현대차그룹의 기존 개발 전략과 nVIDIA의 제품 포트폴리오가 충돌하지 않기 때문에, Ploes나 Boston Dynamics 활용 방법 등 기존 전략은 유지될 전망이다.

이와 같이 현대차그룹은 Phase (1): 관세 영향 감소 및 하이브리드 중심 전략, 인도 시장 경쟁력 확대 등을 거치며 외형 확대를 보여줄 것이며, Phase (2) nVIDIA와의 협력을 통한 SDV~휴머노이드 개발 가속화 등에 따라 미래 전략의 결과를 입증하며 지금까지의 모습과 전혀 다른 새로운 OEM으로 거듭날 것이다.

Key Charts

Key 1. I. 관세를 넘어 미국 M/S 확대까지 목차 주요 내용 정리

I. 현대차그룹은 미국내 관세 영향을 최소화하고 하이브리드 중심의 성장 이어갈 것

관세 영향은 예상보다 낮음	HMGMA를 중심으로 한 증산	하이브리드와 프리미엄 위주 성장 전략
뒤늦게 자동차 관세 15%로 인하	경쟁 OEM의 미국 생산 규모 대비 열위	미국 내 일본 업체의 하이브리드 경쟁력 높음
경쟁 국가 대비 가장 늦게 한국의 대미 자동차 관세가 15%로 인하 발표	100~200만대 미국 생산 체제를 갖춘 경쟁 OEM 대비 현대차그룹의 경우 70만대 수준	일본 OEM들의 미국 하이브리드 시장 점유율은 60% 수준으로 가히 압도적
동일한 관세임에도 불구하고 한국의 경우 12.5%가 아닌 15% 인상 효과가 나타난다는 우려	미국 OEM들의 경우 멕시코, 캐나다 생산 물량을 미국으로 빠르게 재편성 중	Toyota의 프리미엄 브랜드 Lexus의 경우 하이브리드 PT 탑재로 제품 다변화 확립
부품 크레딧 정책에 따른 관세 부담 경감	HMGMA 완공 기준 120만대 생산 체제	하이브리드 신차 + 제네시스 미국 저변 확대
미국 상무부의 부품 크레딧 정책 종료 기한이 연장되며 관련 업체들의 관세 부담 축소	HMGMA의 최종 디자인 CAPA는 50만대로 그룹 합산 120만대 생산 체제 확립 가능	더 올 뉴 팰리세이드, 2세대 텔루라이드 미국 출시를 통해 하이브리드 점유율 확대 가능
한국의 현지 생산율을 40% 내외로 경쟁 업체 대비 다소 낮으나 비가격정책 유효	미국 OEM을 제외하면 일본 OEM 현지 생산대수는 100만대 언저리로 동등한 경쟁 가능	상대적으로 저조한 제네시스의 미국 경쟁력 확대는 G80~GV80 하이브리드 출시로 이뤄질 것

자료: iM증권 리서치본부

Key 2. II. 미국에 가려진 인도라는 가치 목차 주요 내용 정리

II. 현대차그룹이 인도 시장 내 추가 성장이 가능한 이유

성장성 둔화는 일시적, 빠른 반등 기대	중국과 다른 인도 시장	향후 전기차 시장에서 존재감 높을 것
성장성 둔화 및 로컬 업체 M/S 확대	중국과 인도는 많은 부분에서 닮아 있음	인도의 전기차 시장 침투율은 아직 낮음
인도 자동차 시장은 2020년대 초 성장성을 보여 주지 못하는 상황	경제 규모 및 증산율 확대 가능성 등 인도 시장은 2000년대 초 중국과 상당히 유사	인도 전기차 시장 침투율은 아직 2% 수준이나 시장 구성의 대부분은 로컬 OEM
로컬 OEM들의 저변 확대로 시장 M/S 확대에 최근 부침을 겪는 중	로컬 OEM 경쟁력 확대 및 급격한 전동화로 시장 점유율을 잃었던 중국 시장에서의 기억	올해 현대차그룹의 신규 EV 출시 효과가 생각보다 미미한 것이 사실
GST 인하 및 신차 효과 관찰될 것	중국의 시장 진입은 어렵고 이미 경쟁력 확보	일본, 중국이 제외된 향후 전기차 시장 경쟁
GST 인하에 따른 차량 구매 수요 발현될 것	중국의 현재 인도 시장 점유율은 미미하고, 앞으로 시장 진출을 쉽지 않을 것	중국의 경우 내연기관과 마찬가지로 인도 전기차 시장 진출 가능성 낮음
현대차그룹의 현지 특화 B Segment 이하 차량의 신차 효과는 2026년부터 관찰될 것	SUV-B 중심의 인도 특화 라인업은 이미 완성	일본 또한 하이브리드 우선 기조에 따라 전기차 시장 준비 상태가 매우 미비

자료: iM증권 리서치본부

Key 3. III. 전기차 Chasm, SDV와 자율주행의 시간 목차 주요 내용 정리

III. 현대차그룹은 SDV, 자율주행을 포기하지 않은 거의 유일한 OEM

전기차 전환 지연, SDV와 자율주행의 시간	CODA, Ploes를 통한 SDV 자체 구현	Non-HD Map과 E2E 자율주행이라는 대세
글로벌 전기차 수요 둔화에 따른 영향	SDV 구현 시점이 계속해서 지연	자율주행에 있어 Tesla의 입지는 압도적
글로벌 전기차 수요는 각국의 생산, 구매 보조금 폐지에 따라 급격히 하락 중	현대차그룹의 경우 당초 목표한 SDV 구현 시점을 연기하며 시장 우려 확대	Tesla는 FSD V12를 기점으로 E2E 자율주행을 완성했다고 평가받음
이는 중국 전기차 업체 시장 침투를 우려하는 등의 복잡한 셈이 숨어있어 장기화 될 전망	42Dot, Motional을 통한 간접적인 자율주행 기술 개발 또한 뚜렷한 성과 보여주지 못함	대부분의 레거시 OEM들은 자체 개발에 실패했을 뿐 아니라 기술 협력 또한 좌초된 상황
전기차는 SDV와 자율주행을 위한 필수 조건	2027년 SDV 양산차량에 적용 목표	Tesla의 방향성을 따라가고 있는 현대차그룹
SDV, 자율주행 구현에 있어 내연기관 대비 전기차 플랫폼이 더 적합한 형태	중앙집중형 아키텍처 CODA, 통합형 OS Ploes가 탑재된 SDV 2027년 양산차량에 적용 목표	현대차그룹은 Camera 기반 Non-HD Map 자율주행이라는 Tesla 방향성을 모방
자체 전기차 전용 플랫폼을 보유하고 있어 현대차그룹은 향후 SDV 이상 기술 개발에 유리	SDV 적용 양산차량으로부터 주행 데이터를 수집할 계획이며 이는 자율주행 경쟁력으로 연결	자체 SDV 플랫폼 구현 후 주행 데이터의 점진적 수집에 따른 경쟁력 확보 가능

자료: iM증권 리서치본부

Key 4. IV. 휴머노이드와 현대차그룹의 상관관계 목차 주요 내용 정리

IV. 현대차그룹은 휴머노이드 산업 개화에 따른 수혜 가능

시장의 관심이 집중되는 휴머노이드 산업	완성차 업체들이 휴머노이드에 진심인 이유	현대차그룹과 Boston Dynamics의 시너지
시장의 관심을 두고 과열이라는 비판 존재	유독 완성차 업체들의 적극적인 휴머노이드 투자	Boston Dynamics 타임라인에 대한 의문
국내 로보틱스 산업 시가총액 YTD +74.1%	대부분 휴머노이드 산업의 투자 주체 및 주요 고객은 완성차 업체	2020년 Boston Dynamics 인수 후 뚜렷한 기술 개발 방향성을 보여주지 못함
일부 업체 제외하고 아직 기술 개발 단계	완성차 업체의 휴머노이드 활용 방법에 대한 의문	Atlas 등 주요 제품 가격은 여전히 높은 수준
그럼에도 선두 업체의 성과는 인상적	Assembly 공정 위주의 점진적 자동화	HMGMA를 중심으로 한 상용화 전망
Tesla는 2026년 3세대 제품의 본격적 양산 시작	Assembly 공정 내 까다로운 Wiring Harness 정리 작업	HMGMA를 기점으로 점진적으로 현대차그룹 내 휴머노이드 활용 확대 목표
국내 업체들 또한 2026년을 기점으로 개발 본격화	향후 휴머노이드에 적합한 형태로 차량 조립 라인도 변모할 것	빠르면 25.4Q부터 Atlas의 HMGMA 시범 투입 가능할 것으로 기대

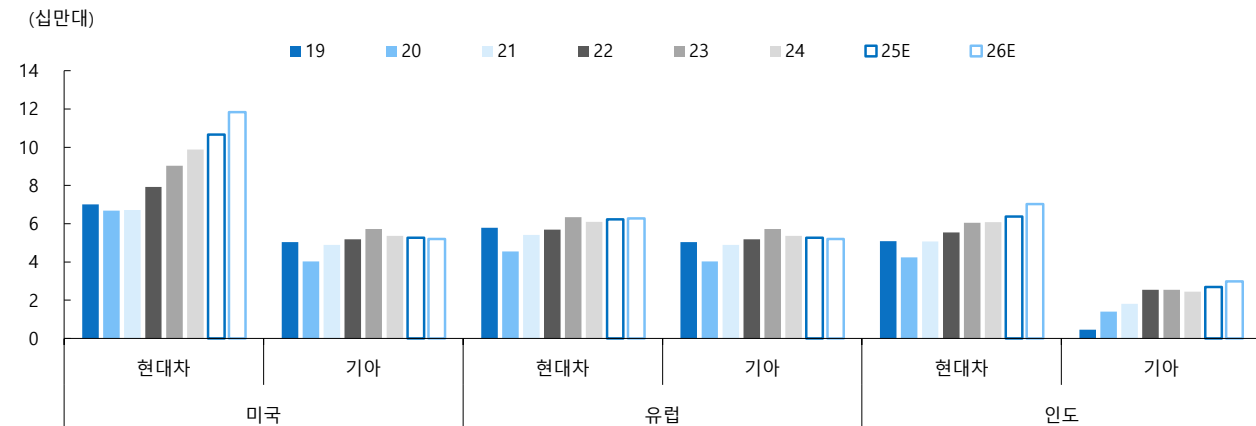
자료: iM증권 리서치본부

Key 5. V. nVIDIA와의 파트너십, 새로운 OEM이 될 기회 목차 주요 내용 정리

V.현대차그룹은 nVIDIA와의 협력을 통해 새로운 OEM이 될 것		
Tesla 다음으로 GPU가 많은 완성차 업체	SDV~로보틱스 등 nVIDIA 기존 솔루션 활용	기존 현대차그룹 사업 전략 유지 전망
현대차의 스마트카 경쟁력에 대한 의문 존재	시장의 이해가 낮은 nVIDIA의 Physical AI 제품	현대차그룹의 사업 전략 변경 가능성
42Dot, Motional 등 지속적인 자율주행 관련 투자에도 뚜렷한 성과 없음	GPU 외 nVIDIA의 Physical AI 관련 솔루션에 대한 시장의 이해도는 아직 낮은 수준	Ploes 등 기존 현대차그룹의 SDV~자율주행 전략에 변동사항이 있을 것이라는 의문
Tesla의 FSD V12 출시를 기점으로 기술 경쟁에 상당히 뒤쳐져 있다는 평가	nVIDIA 제품을 대체하기 위한 여러 후발 주자들 또한 등장하고 있는 상황	Boston Dynamics의 향후 사업 모델 및 그룹 차원에서의 활용 방법 수정 가능성 대두
5만개의 GPU로 구축될 대규모 데이터센터	nVIDIA의 현행 제품 솔루션 완성도 높음	현대차그룹과 nVIDIA는 이제 기술 개발 파트너
총 26만개의 GPU 중 5만개가 현대차그룹에 할당되었고 이는 데이터센터 구축에 활용	이미 nVIDIA는 SDV~자율주행에 이르는 차량용 솔루션을 주요 OEM에게 제공	nVIDIA는 E2E, Non-HD Map 등 최근 자율주행 기술 트렌드를 이미 반영
현재 Tesla가 운영 중인 데이터 센터 대비 30% 수준의 학습 용량을 가진 것으로 추정	휴머노이드용 Foundation Model 제품을 이미 판매 중일 정도로 시장 선점	Boston Dynamics는 이미 nVIDIA의 핵심 파트너로 자리잡아 해당 기초 이어질 것

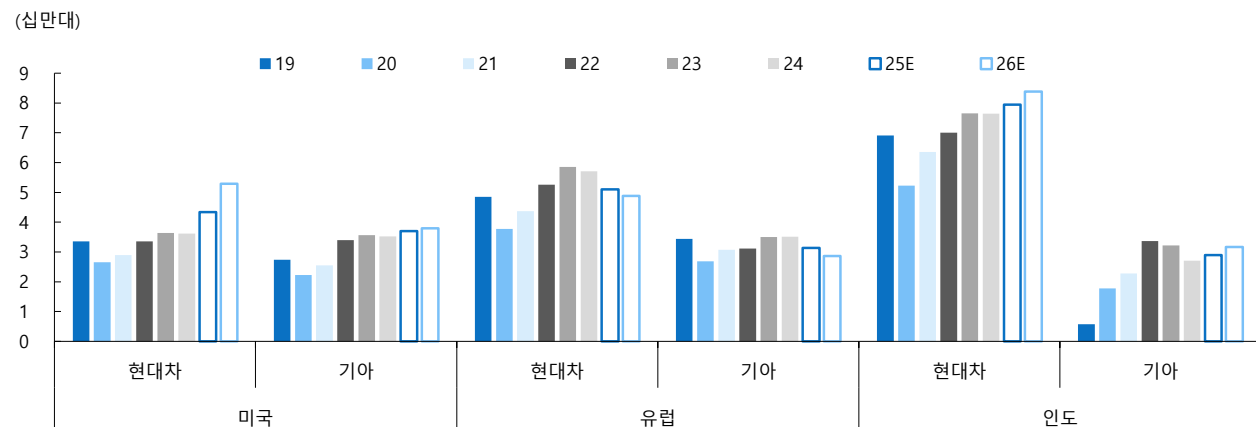
자료: iM증권 리서치본부

Key 6. 현대차그룹 주요 지역 도매 판매 추정치



자료: 현대차그룹, iM증권 리서치본부 추정

Key7. 현대차그룹 주요 지역 출고 추정치



자료: 현대차그룹, iM증권 리서치본부 추정

Key 8. 주요 커버리지 기업 실적 추이 및 전망

현대차 (억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	406,590	450,210	429,279	466,235	444,075	482,870	467,210	477,954	1,752,314	1,872,109	1,920,638
YoY	7.6	6.6	4.7	11.9	9.2	7.3	8.8	2.5	22.9	6.8	2.6
매출총이익	84,282	97,377	84,975	90,861	89,793	91,102	82,840	81,252	357,495	344,987	379,449
YoY	9.1	9.5	0.4	7.6	6.5	-6.4	-2.5	-10.6	26.2	-3.5	10.0
GPM	20.7	21.6	19.8	19.5	20.2	18.9	17.7	17.0	20.4	18.4	19.8
영업이익	35,574	42,790	36,336	27,695	36,336	36,015	25,370	26,170	142,395	123,891	135,842
YoY	-1.1	1.0	-4.9	-20.2	2.1	-15.8	-30.2	-5.5	44.4	-13.0	9.6
OPM	8.7	9.5	8.5	5.9	8.2	7.5	5.4	5.5	8.1	6.6	7.1
세전이익	47,272	55,655	43,697	31,190	44,646	43,853	32,065	30,816	177,814	151,380	168,470
지배주주순이익	32,309	39,698	30,455	22,804	31,572	29,982	22,326	21,456	125,266	105,336	117,302
YoY	-2.4	22.7	-4.5	2.5	-2.3	-24.5	-26.7	-5.9	70.1	-15.9	11.4
NPM	7.9	8.8	7.1	4.9	7.1	6.2	4.8	4.5	7.1	5.6	6.1
기아 (억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	262,130	275,679	265,199	271,479	280,175	293,496	286,860	289,470	1,074,487	1,150,001	1,196,125
YoY	10.6	5.0	3.8	11.6	6.9	6.5	8.2	6.6	24.1	7.0	4.0
매출총이익	62,360	66,459	61,397	57,492	60,807	58,754	54,090	54,999	247,708	228,650	271,899
YoY	16.1	9.6	4.8	7.8	-2.5	-11.6	-11.9	-4.3	37.4	-7.7	18.9
GPM	23.8	24.1	23.2	21.2	21.7	20.0	18.9	19.0	23.1	19.9	22.7
영업이익	34,257	36,437	28,813	27,164	30,085	27,647	14,620	14,473	126,671	86,825	97,761
YoY	19.2	7.1	0.6	10.2	-12.2	-24.1	-49.3	-46.7	75.1	-31.5	12.6
OPM	13.1	13.2	10.9	10.0	10.7	9.4	5.1	5.0	11.8	7.6	8.2
세전이익	37,845	40,400	32,319	24,399	32,434	30,001	18,870	17,366	134,963	98,671	111,371
지배주주순이익	28,091	29,566	22,679	17,393	23,926	22,682	14,220	12,504	97,729	73,332	80,187
YoY	32.5	5.0	2.1	7.4	-14.8	-23.3	-37.3	-28.1	80.7	-25.0	9.3
NPM	10.7	10.7	8.6	6.4	8.5	7.7	5.0	4.3	9.1	6.4	6.7
현대모비스 (억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	138,692	146,553	140,018	147,107	147,521	159,362	150,319	165,468	572,370	622,670	681,358
YoY	-5.4	-6.6	-1.6	0.3	6.4	8.7	7.4	12.5	10.3	8.8	9.4
매출총이익	16,190	18,278	23,033	23,126	20,629	21,982	21,292	22,338	80,627	86,241	92,087
YoY	13.2	5.0	30.5	26.6	27.4	20.3	-7.6	-3.4	34.7	7.0	6.8
GPM	11.7	12.5	16.5	15.7	14.0	13.8	14.2	13.5	14.1	13.9	13.5
영업이익	5,427	6,361	9,086	9,861	7,767	8,700	7,803	8,770	30,735	33,040	37,165
YoY	29.8	-4.2	31.6	88.5	43.1	36.8	-14.1	-11.1	51.7	7.5	12.5
OPM	3.9	4.3	6.5	6.7	5.3	5.5	5.2	5.3	5.4	5.3	5.5
세전이익	12,225	14,123	13,066	13,231	14,711	13,452	12,609	14,908	52,645	55,680	61,825
지배주주순이익	8,611	9,962	9,197	12,734	10,310	9,325	9,284	10,710	40,504	39,629	44,412
YoY	2.4	7.4	-7.5	96.3	19.7	-6.4	1.0	-15.9	63.0	-2.2	12.1
NPM	6.2	6.8	6.6	8.7	7.0	5.9	6.2	6.5	7.1	6.4	6.5
HL만도 (억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	21,073	21,474	21,717	24,218	22,711	24,009	23,213	28,145	88,482	98,078	104,242
YoY	5.5	2.9	2.5	10.6	7.8	11.8	6.9	16.2	17.7	10.8	6.3
매출총이익	2,955	2,999	3,184	3,915	3,199	3,644	3,624	4,081	13,053	14,548	15,076
YoY	7.2	8.9	5.3	40.9	8.3	21.5	13.8	4.2	29.8	11.5	3.6
GPM	14.0	14.0	14.7	16.2	14.1	15.2	15.6	14.5	14.8	14.8	14.5
영업이익	756	896	825	1,110	792	1,041	942	1,392	3,587	4,167	4,723
YoY	7.7	16.4	1.2	119.4	4.8	16.2	14.2	25.4	44.6	16.2	13.4
OPM	3.6	4.2	3.8	4.6	3.5	4.3	4.1	4.9	4.1	4.2	4.5
세전이익	2,152	501	-516	517	616	341	655	1,322	2,654	2,934	4,664
지배주주순이익	1,396	45	-567	425	279	45	437	882	1,299	1,643	2,341
YoY	254.8	-90.3	-538.6	13.0	-80.0	0.9	-177.2	107.5	32.2	26.5	42.5
NPM	6.6	0.2	-2.6	1.8	1.2	0.2	1.9	3.1	1.5	1.7	2.2

자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

Key 9. 주요 OEM별 관세 관련 경쟁력 점검 모식도

	주요 OEM들의 관세 관련 경쟁력 지표					
	GM	Ford	VW	Stellantis	Toyota	Hodna
완성차 관세율	0~35%	0~35%	0~15%	0~15%	0~25%	0~25%
생산 현지화율	높음	높음	낮음	낮음	보통	보통
부품 현지화율	낮음	낮음	낮음	낮음	보통	보통
부품 크레딧 정책 수혜 정도	높음	높음	높음	높음	높음	높음
현대차			기아			
완성차 관세율	15% (한국 생산 물량 수출 및 현지 생산)			15%~25% (한국, 멕시코 물량 수출 및 현지 생산)		
생산 현지화율	보통 (향후 HMGMA 생산량 확대)			보통 (향후 HMGMA 생산량 확대)		
부품 현지화율	보통 (현지 부품 공급망 확대 목표)			보통 (현지 부품 공급망 확대 목표)		
부품 크레딧 정책 수혜 정도	높음			높음		

자료: iM증권 리서치본부

Key 10. 현대차그룹이 관세 영향 감소를 미국 M/S 확대를 이루기 위한 몇 가지 고민

현대차그룹이 미국 시장 내 성장을 유지하기 위한 고민					
	미국 내 생산량 확대	하이브리드 차종 확대	프리미엄 차종 확대	가격 인상	인센티브 인상
P 효과 방향성	중립	긍정	긍정	긍정	중립
Q 효과 방향성	긍정	긍정	긍정	부정	부정
C 효과 방향성	중립	중립	중립	중립	부정
종합 경쟁 우위	높음	높음	높음	중립	낮음

자료: iM증권 리서치본부

Key 11. 현대차그룹 월별 관세 영향 및 관련 요인 분석

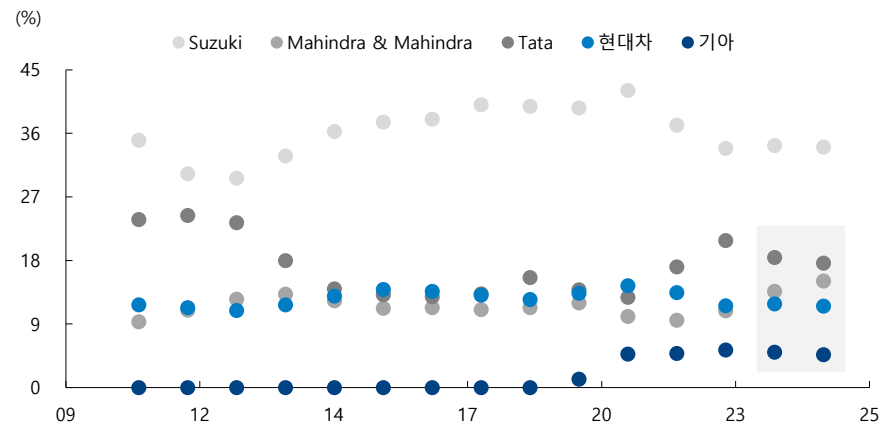
구분	25.01	25.02	25.03	25.04	25.05	25.06	25.07	25.08	25.09
현대차 관세 시나리오									
미국 차량 판매 대수	59,355	67,578	94,129	87,810	91,244	76,525	86,230	96,448	77,550
미국 현지 생산대수	24,874	35,925	36,888	40,062	38,644	32,806	28,490	39,737	41,480
관세 노출 대수	34,481	31,653	57,241	47,748	52,600	43,719	57,740	56,711	36,070
차량 ASP FOB 가격 (달러)	27,000	27,000	27,000	27,000	27,000	27,000	27,000	27,000	27,000
현대차 전체 관세 노출도 (백만달러)	931	855	1,546	1,289	1,420	1,180	1,559	1,531	974
완성차 관세 (25%, 조원)	-	-	-	-	-	0.42	0.55	0.54	0.35
자동차 부품 관세 부담 (25%, 조원)						0.20	0.10	0.10	0.20
현대차 전체 관세 (조원)	-	-	-	-	-	0.62	0.65	0.64	0.55
완성차 관세 (15%, 조원)	-	-	-	-	-	0.25	0.33	0.33	0.21
자동차 부품 관세 (15%, 조원)						0.12	0.06	0.06	0.12
현대차 전체 관세 (조원)	-	-	-	-	-	0.37	0.39	0.39	0.33
자동차 부품 크레딧 (관세 축소)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
관세 리스크 축소를 위한 방법론									
인센티브 인상	인센티브 인상을 통한 Q 유지의 효과 (+)가 있으나 비용 증가에 따른 손익 단의 (-) 효과 공존								
차량 가격 인상	차량 가격 인상을 통해 관세 익스포저를 감소시키는 손익 단의 (+) 효과 있으나 가격 경쟁력 하락에 따른 Q 감소 가능성 (-)								
프리미엄 및 하이브리드 차종 확대	프리미엄 및 하이브리드 차종 확대를 통한 관세 소비자 전가 가능								
미국 생산량 확대	미국 내 차량 생산량 확대를 통해 명확한 관세 익스포저 감소 효과 (+)를 가져갈 수 있음								

구분	25.01	25.02	25.03	25.04	25.05	25.06	25.07	25.08	25.09
기아 관세 시나리오									
미국 차량 판매 대수	57,007	63,303	78,540	74,805	79,007	63,849	71,123	83,007	65,507
미국 현지 생산대수	28,300	29,500	30,500	30,700	31,300	29,050	26,100	31,300	30,800
관세 노출 대수	28,707	33,803	48,040	44,105	47,707	34,799	45,023	51,707	34,707
차량 ASP FOB 가격 (달러)	24,000	24,000	24,000	24,000	24,000	24,000	24,000	24,000	24,000
기아 전체 관세 노출도 (백만달러)	689	811	1,153	1,059	1,145	835	1,081	1,241	833
완성차 관세 (25%, 조원)	-	-	-	-	-	209	270	310	208
자동차 부품 관세 (25%, 조원)						0.20	0.08	0.09	0.12
기아 전체 관세 (조원)	-	-	-	-	-	0.50	0.46	0.53	0.42
완성차 관세 (15%, 조원)	-	-	-	-	-	125	162	186	125
자동차 부품 관세 (15%, 조원)						0.12	0.05	0.05	0.07
기아 전체 관세 (조원)	-	-	-	-	-	0.30	0.27	0.31	0.25
자동차 부품 크레딧 (관세 축소)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
관세 리스크 축소를 위한 방법론									
인센티브 인상	인센티브 인상을 통한 Q 유지의 효과 (+)가 있으나 비용 증가에 따른 손익 단의 (-) 효과 공존								
차량 가격 인상	차량 가격 인상을 통해 관세 익스포저를 감소시키는 손익 단의 (+) 효과 있으나 가격 경쟁력 하락에 따른 Q 감소 가능성 (-)								
프리미엄 및 하이브리드 차종 확대	프리미엄 및 하이브리드 차종 확대를 통한 관세 소비자 전가 가능								
미국 생산량 확대	미국 내 차량 생산량 확대를 통해 명확한 관세 익스포저 감소 효과 (+)를 가져갈 수 있음								

자료: iM증권 리서치본부

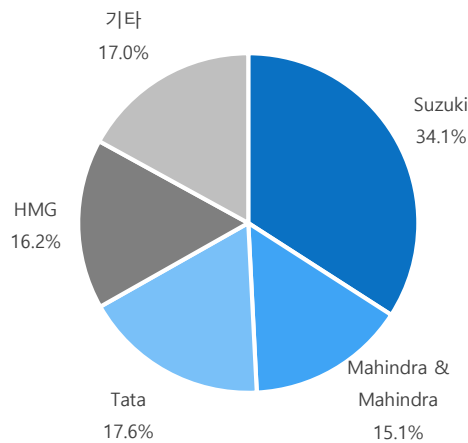
주: 실제 양사가 발표하는 관세비용의 경우 25% 관세 부과 시기 확보한 재고 물량 반영 등에 따라 일부 차이 존재

Key 12. 인도 내 주요 완성차 OEM 연간 시장 M/S 추이



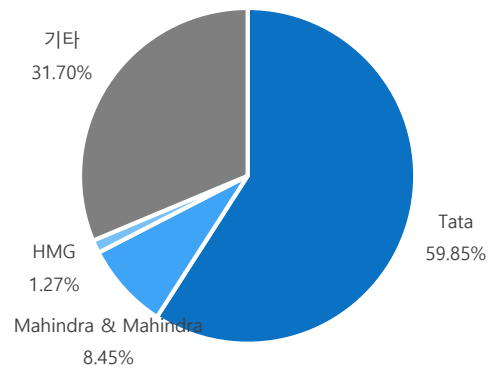
자료: Marklines, iM증권 리서치본부
 주: Medium~ Heavy Ruck 포함

Key 13. 2024년 기준 인도 전체 자동차 시장 점유율 현황



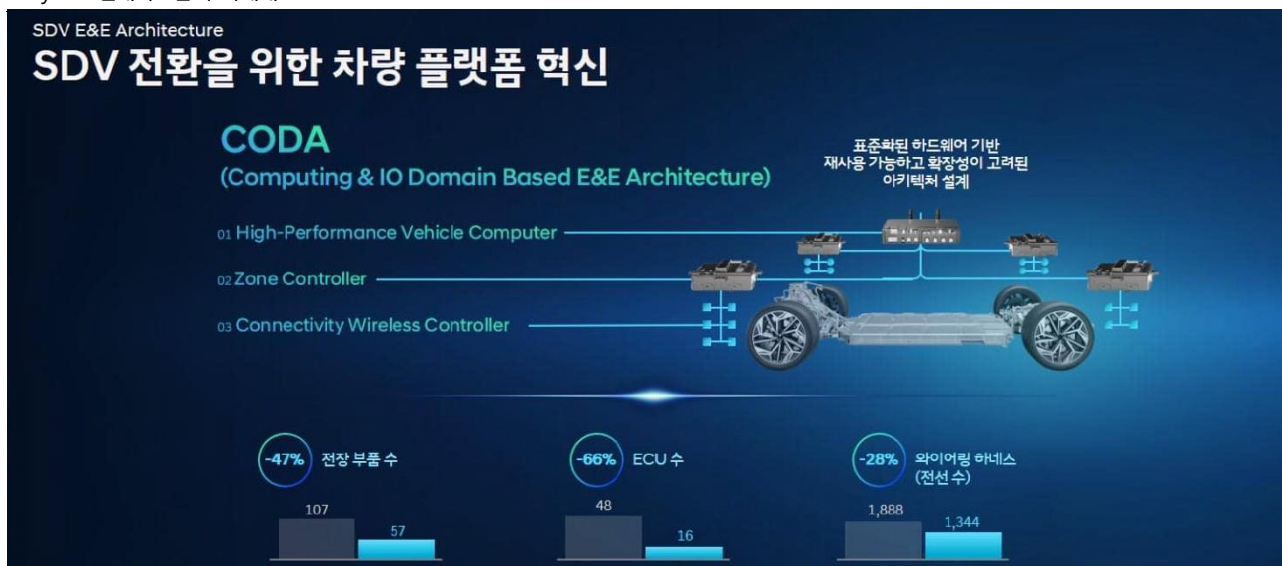
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

Key 14. 2024년 기준 인도 전기차 시장 점유율 현황



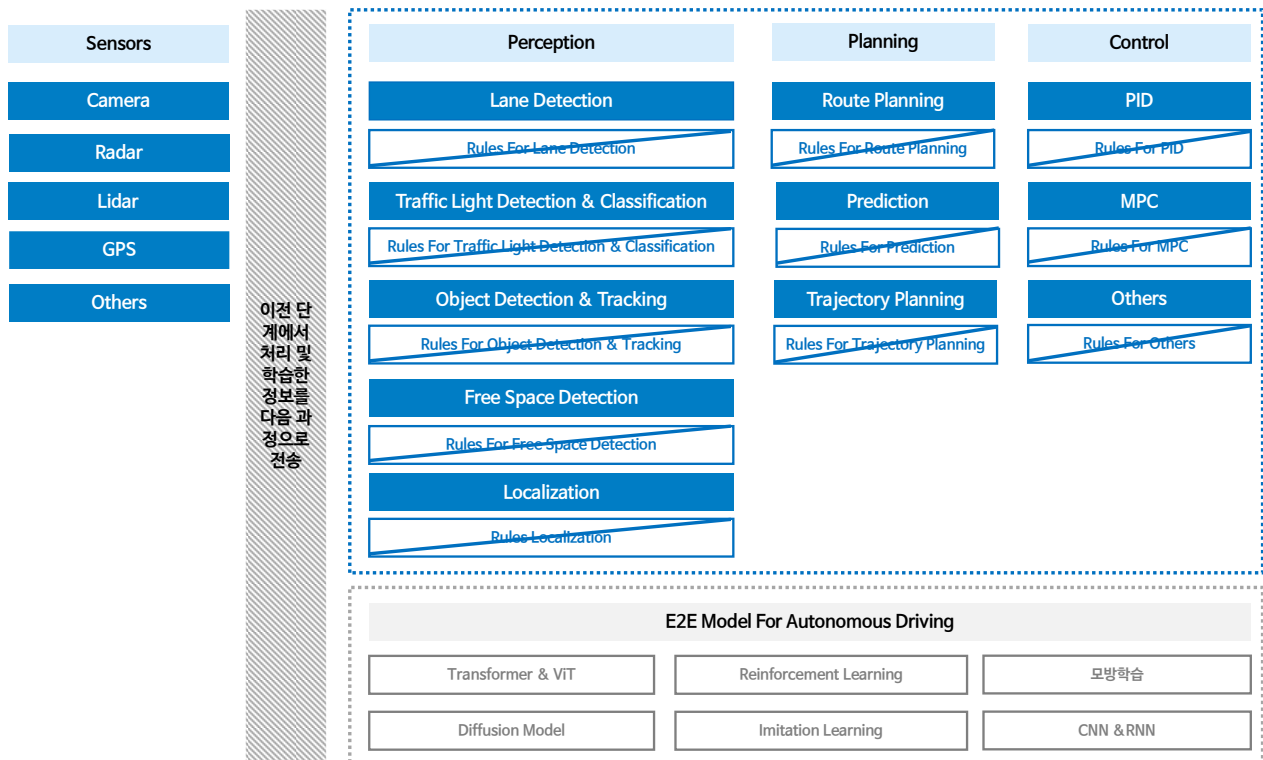
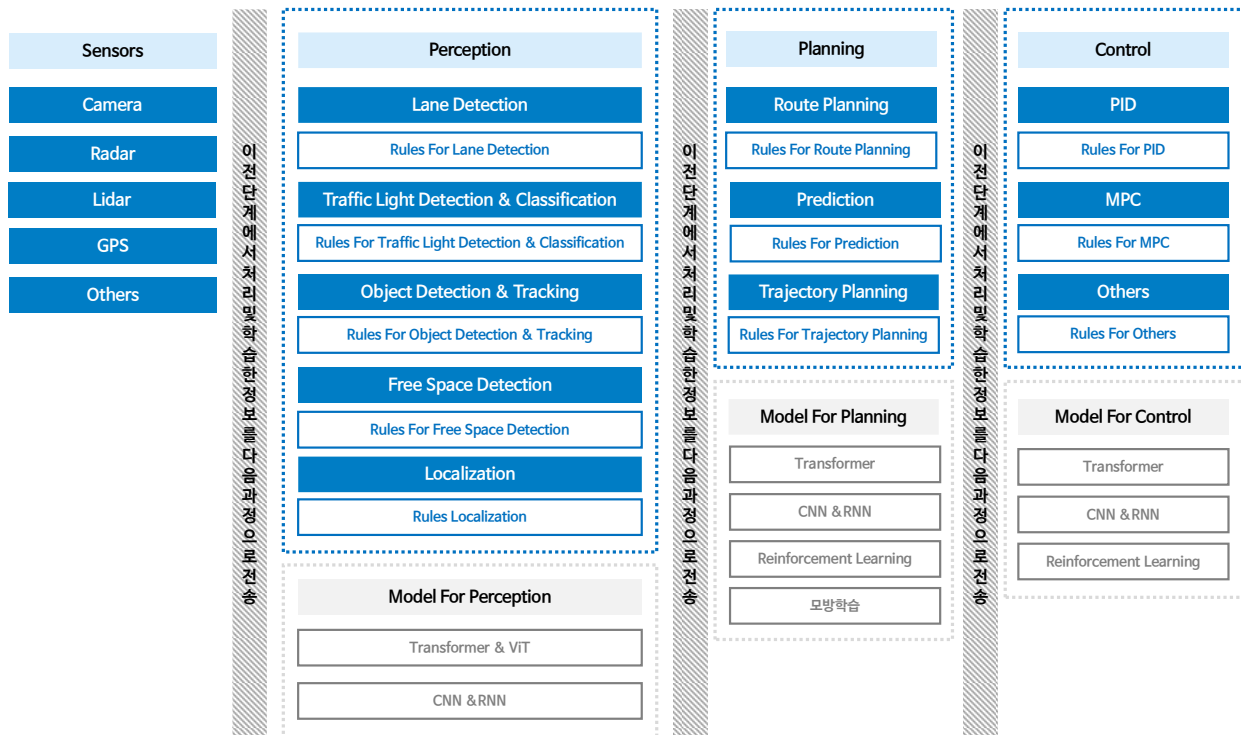
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

Key 15. 현대차그룹의 차세대 SDV Architecture CODA



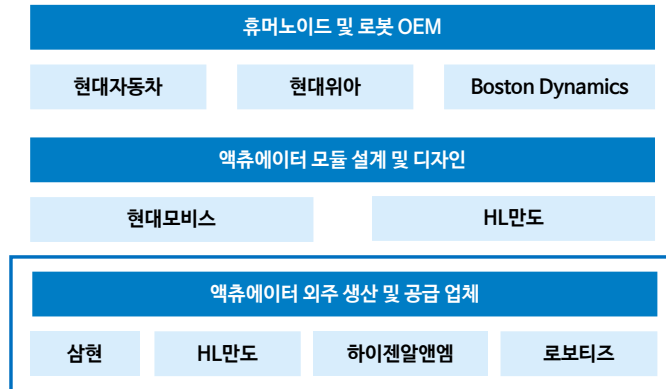
자료: 현대차, iM증권 리서치본부

Key 16. (1): 자율주행의 학습을 인지-판단-제어 등과 같은 모듈로 나누어서 처리하는 전통적인 Divide and Conquer 방법론, (2): 인지, 판단, 제어를 나누지 않고 이를 하나의 신경망으로 모두 처리 학습하는 E2E 자율주행



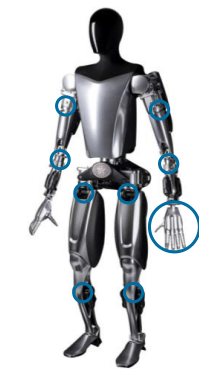
자료: iM증권 리서치본부

Key 17. 현대차그룹의 로봇 밸류체인 예상 모식도



자료: iM증권 리서치본부

Key 18. 휴머노이드 원가 BOM Cost 분석 모식도



휴머노이드의 엑스트러미티스 생산 원가 비중이 약 15%에 달하는 이유는 손가락 마디에 구현하는데 필요한 소형 모터 및 기어가 기존 산업용 로봇, 협동 로봇 대비 대수가 큰 폭으로 증가하기 때문입니다.

현재 옵티머스 생산 원가 중 SoC가 차지하는 비중은 약 4% 수준에 불과, 다만 이는 자율주행 FSD를 휴머노이드에 공용화시키고 있는 Tesla이기에 가능. 다시 말해 경쟁업체의 휴머노이드는 더 큰 SoC 및 소프트웨어 비용이 수반됨.

Rotary Actuator	(₩ 732,600*14= ₩10,256,400) 원가 비중 42%
Harmonic Drive	(₩216,000*14= ₩3,024,000) 원가 비중 12%
Frameless Motor	(₩180,000*14= ₩2,520,000) 원가 비중 10%
Torque Sensor	(₩108,000*14= ₩1,512,000) 원가 비중 6%
Drive	(₩90,000*14= ₩1,260,000) 원가 비중 5%
Encoder	(₩72,000*14= ₩1,008,000) 원가 비중 4%
Brake	(₩72,000*14= ₩1,008,000) 원가 비중 2%
Bearings	(₩27,000*14= ₩378,000) 원가 비중 2%
Shell and Others	(₩12,600*14= ₩176,400) 원가 비중 1%
Dexterous Hand	(₩ 1,807,200*2= ₩ 3,614,400) 원가 비중 15%
Hollow Cup Motor	(₩864,000*2= ₩1,728,000) 원가 비중 7%
Drive	(₩540,000*2= ₩1,080,000) 원가 비중 4%
Encoder	(₩108,000*14= ₩432,000) 원가 비중 2%
Worm Gear	(₩90,000*14= ₩360,000) 원가 비중 1%
Shell and Others	(₩72,000*14= ₩1,008,000) 원가 비중 1% 미만
Vision Sensor & SoC	(₩ 2,466,000) 원가 비중 10%
Camera	(₩162,000) 원가 비중 1% Camera만을 사용한다면 생산 원가 측면에서 큰 고민이 없지만, 만일 3D Lidar 등을 사용하면, Sensor 비용 비중이 최대 10%까지 증가할 가능성
SoC	(₩900,000) 원가 비중 4%
Structural Parts	(₩900,000) 원가 비중 4%
IMU	(₩90,000) 원가 비중 1% 미만
Battery	(₩414,400) 원가 비중 2%

Linear Actuator	(₩ 570,600*14= ₩7,988,400) 원가 비중 33%
Frameless Motor	(₩180,000*14= ₩2,520,000) 원가 비중 10%
Roller Screw	(₩162,000*14= ₩2,268,000) 원가 비중 9%
Drive	(₩90,000*14= ₩1,260,000) 원가 비중 5%
Torque Sensor	(₩72,000*14= ₩1,008,000) 원가 비중 4%
Encoder	(₩36,000*14= ₩504,000) 원가 비중 2%
Bearings	(₩18,000*14= ₩252,000) 원가 비중 1%
Shell and Others	(₩12,000*14= ₩176,400) 원가 비중 1%

Rotary Actuator는 어깨, 고관절 등 회전을 필요로 하는 부위에 사용되고, Linear Actuator는 무릎 등 직선운동이 필요한 부위에 사용됨. 이에 Rotary Actuator는 회전 운동 에너지 변환 및 제어를 위한 Harmonic Drive 등 감속기가 Linear Actuator 대비 더 많은 수가 탑재되며, 이것이 두 부품 간의 원가 비중 차이로 연결

Tesla Optimus BOM (₩)				
Rotary Actuator	10,256,400	25%	Vision Sensor & SoC	2,466,000
Harmonic Drive	3,024,000	12%	Caemra	162,000
Frameless Motor	2,520,000	10%	SoC	900,000
Torque Sensor	1,512,000	6%	Structural Parts	900,000
Drive	1,260,000	5%	IMU	90,000
Encoder	1,008,000	4%	Battery	414,000
Brake	378,000	2%	Dexterous Hand	3,614,400
Bearings	378,000	2%	Hollow Cup Motor	864,000
Shell and Others	176,400	1%	Drive	540,000
Linear Actuator	7,988,400	33%	Encoder	216,000
Frameless Motor	2,520,000	10%	Worm Gear	180,000
Roller Screw	2,268,000	9%	Shell and Others	7,200
Torque Sensor	1,260,000	5%	총 제조원가	24,325,200
Drive	1,008,000	4%		
Encoder	504,000	2%		
Bearings	252,000	1%		
Shell and Others	176,400	1%		

즉 휴머노이드 양산을 가로막는 병목 중에는 소프트웨어 뿐 아니라, 하드웨어도 있는 것. Tesla Optimus 경도를 제외하면, 대다수의 휴머노이드 업체들은 Actuator를 포함한 하드웨어를 자체 개발할 수 있는 역량은 낮다고 판단되는 바, 기존 로봇 하드웨어를 개발 및 공급한 레퍼런스가 있는 업체의 수혜로 연결될 수 있다고 보임.

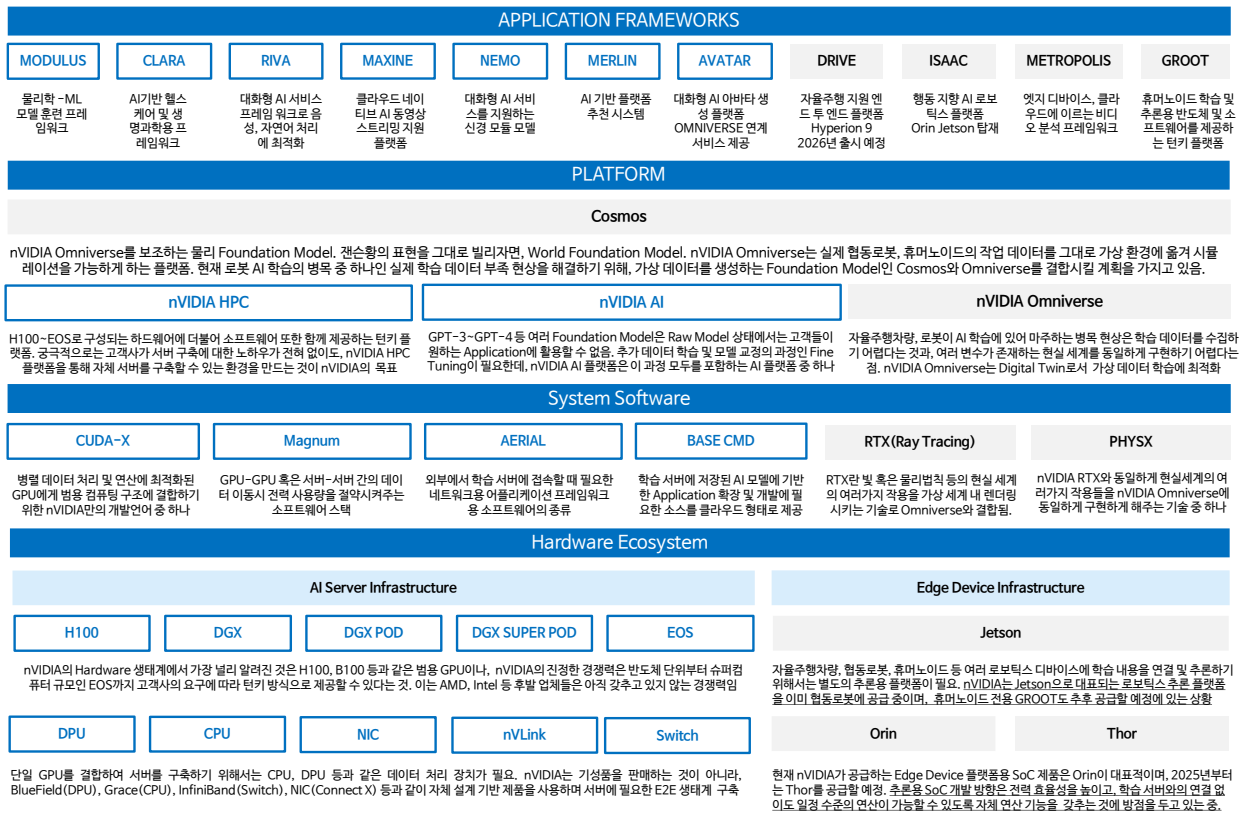
자료: iM증권 리서치본부

Key 19. 글로벌 휴머노이드용 액츄에이터 시장 전망 시나리오 분석

	2025	2026	2027	2028	2029	2030
북미권 액츄에이터 TAM (십억원)	537	1,866	3,492	5,767	8,146	13,034
자체 설계 및 생산 (십억원)	54	187	349	577	815	1,303
액츄에이터 업체 수주 규모 (십억원)	-	-	-	-	-	-
영업이익률 (%)	-	-	-	-	-	-
OEM (십억원)	376	1,306	2,444	4,037	5,702	9,124
액츄에이터 업체 수주 규모 (십억원)	376	1,306	2,444	4,037	5,702	9,124
영업이익률 (%)	20	18	15	13	11	8
완제품 구매 (십억원)	107	373	698	1,153	1,629	2,607
액츄에이터 업체 수주 규모 (십억원)	107	373	698	1,153	1,629	2,607
영업이익률 (%)	26	23	20	17	14	11
국내 액츄에이터 업체 매출 규모 (시장 점유율 5%, 십억원)	24	84	157	260	367	587
국내 액츄에이터 업체 매출 규모 (시장 점유율 10%, 십억원)	48	168	314	519	733	1,173
국내 액츄에이터 업체 매출 규모 (시장 점유율 20%, 십억원)	97	336	629	1,038	1,466	2,346
중화권 액츄에이터 TAM (원)	255	670	1,607	3,522	7,917	18,142
자체 설계 및 생산 (십억원)	25	67	161	352	792	1,814
액츄에이터 업체 수주 규모 (십억원)	-	-	-	-	-	-
영업이익률 (%)	-	-	-	-	-	-
OEM (십억원)	153	402	964	2,113	4,750	10,885
액츄에이터 업체 수주 규모 (십억원)	153	402	964	2,113	4,750	10,885
영업이익률 (%)	18	16	13	10	7	5
완제품 구매 (십억원)	76	201	482	1,057	2,375	5,443
액츄에이터 업체 수주 규모 (십억원)	76	201	482	1,057	2,375	5,443
영업이익률 (%)	23	20	17	15	12	10
국내 액츄에이터 업체 매출 규모 (시장 점유율 5%, 십억원)	2	6	14	32	71	163
국내 액츄에이터 업체 매출 규모 (시장 점유율 10%, 십억원)	11	30	72	159	356	816
국내 액츄에이터 업체 매출 규모 (시장 점유율 20%, 십억원)	23	60	145	317	713	1,633

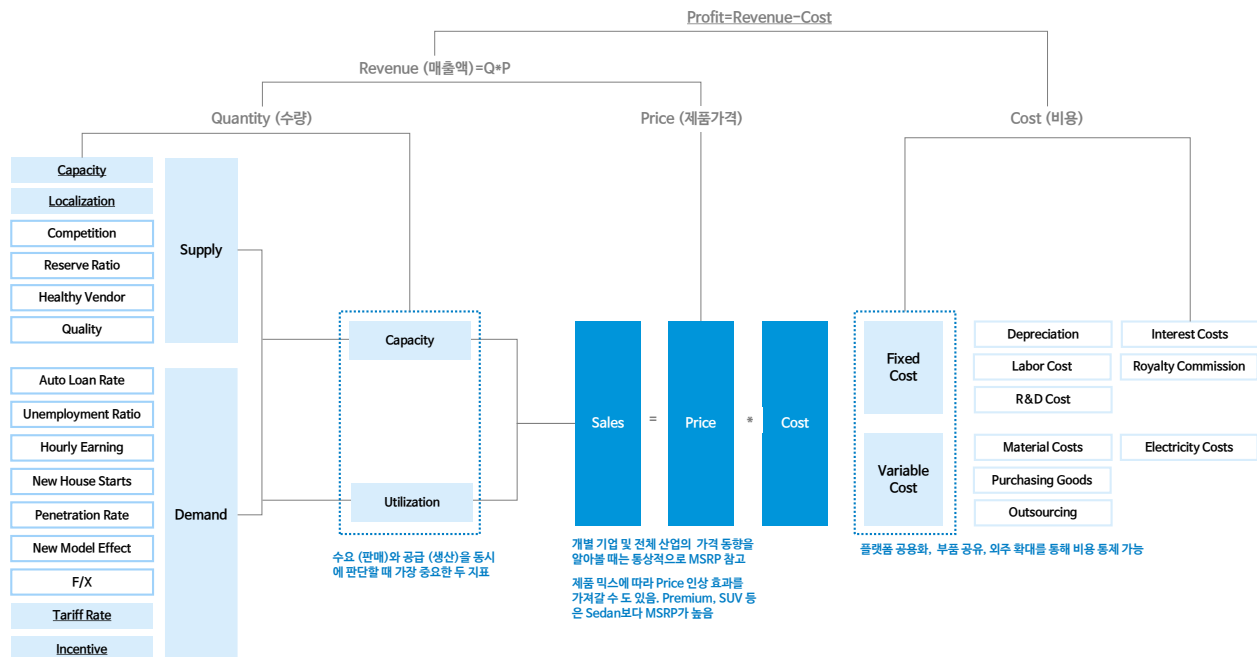
자료: iM증권 리서치본부

Key 20. nVIDIA의 제품 포트폴리오: 단순히 GPU만을 판매한 것이 아니라 소프트웨어 스택을 포함한 솔루션 형태로 서비스를 제공하고, 현대차그룹은 GPU를 구매하는 것에서 더 나아가 이를 활용할 수 있을 것



자료: iM증권 리서치본부

Key 21. 완성차 업체 손익 구조 모식도



자료: iM증권 리서치본부

Key 22. 글로벌 자동차 업종 Valuation Table

2025-11-24	수익률			매출액			영업이익			P/E			P/B		
(%, 백만달러, 십억원)	1M	3M	YTD	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
완성차 업종															
현대차	22.1	24.6	27.8	175,231	187,401	194,280	14,240	12,627	13,330	4.3	6.0	5.7	0.4	0.6	0.5
기아	14.0	12.2	15.6	107,449	114,728	119,760	12,667	9,433	10,292	4.0	5.8	5.3	0.7	0.8	0.7
KG모빌리티	5.2	-2.4	-13.4	3,905	-	-	1	-	-	21.5	-	-	0.5	-	-
GM	25.8	27.4	35.0	187	185	184	13	12	13	4.6	7.1	6.3	0.8	1.0	0.9
Ford	14.0	16.1	34.1	185	175	174	5	7	8	5.4	12.4	9.3	0.9	1.2	1.1
Stellantis	7.2	9.0	-18.6	157	153	161	4	3	6	4.5	20.3	5.5	0.4	0.3	0.3
Volkswagen	8.4	-1.0	8.1	325	326	333	19	10	17	4.1	8.3	4.2	0.3	0.3	0.2
SAIC	-4.3	-12.5	-23.8	628	668	717	6	21	24	143.2	15.5	13.0	0.8	0.6	0.6
BAIC	-3.0	-10.9	-17.9	192	166	167	18	12	13	18.8	19.8	10.3	0.3	0.3	0.2
BYD	-4.6	-11.6	13.2	777	865	1,009	49	42	57	18.1	22.0	16.9	4.3	3.6	3.1
Ferrari	9.3	-10.0	-1.7	7	7	8	2	2	2	48.7	39.7	35.6	22.5	15.8	13.7
Tesla	-6.3	19.8	-0.5	98	95	109	7	5	7	184.0	267.4	197.8	17.8	18.5	16.9
자동차 부품 업종															
현대모비스	-0.5	0.0	25.4	57,237	61,421	65,618	3,073	3,353	3,806	5.3	6.8	6.1	0.5	0.6	0.5
HL만도	12.2	5.7	-9.2	8,848	9,521	10,116	359	392	445	14.7	11.3	7.5	0.8	0.7	0.6
한운시스템	36.4	32.8	4.6	9,999	10,825	11,217	96	235	324	36.7	185.5	24.2	1.0	1.0	1.0
현대위아	15.3	10.9	48.4	8,181	8,482	8,712	219	215	240	10.3	9.4	9.0	0.3	0.4	0.4
에스엘	1.5	4.4	14.1	4,973	5,013	5,350	395	367	409	3.8	5.2	4.5	0.6	0.6	0.6
서연이화	11.1	1.6	4.8	4,042	-	-	154	-	-	2.2	-	-	0.3	-	-
화신	0.6	-7.7	18.7	1,712	1,931	2,146	65	106	136	4.4	4.4	2.7	0.5	-	-
성우하이텍	17.6	9.2	31.9	4,245	-	-	206	-	-	2.8	-	-	0.3	-	-
명신산업	1.9	-4.1	-14.7	1,574	1,585	1,666	148	119	122	4.2	5.8	4.5	0.8	0.6	0.5
SNT모티브	-4.1	-7.1	55.8	969	1,034	1,142	98	107	121	9.4	8.9	7.2	0.5	0.8	0.7
Continental	17.8	15.1	32.2	40	20	20	2	2	2	8.3	26.8	9.6	0.7	2.1	1.8
Valeo	26.5	19.4	33.4	21	21	21	1	1	1	13.9	10.8	6.8	0.6	0.8	0.7
Gestamp	-7.6	-15.3	16.7	12	12	12	1	1	1	7.5	9.6	6.4	0.6	0.7	0.7
Autoliv	3.5	3.3	31.0	10	11	11	1	1	1	11.3	12.9	11.1	3.2	3.7	3.2
Magna	10.0	10.6	18.4	43	42	42	2	2	2	8.0	9.3	8.3	1.0	1.1	1.0
BorgWarner	-6.5	-12.9	19.5	4	4	4	0	0	0	9.9	11.6	10.8	2.0	1.9	1.7
타이어 업종															
한국타이어앤테크놀로지	30.9	44.1	50.5	9,412	21,085	22,060	1,762	1,706	2,019	4.2	6.2	5.5	0.4	0.6	0.6
넥센타이어	29.8	34.1	28.3	2,848	3,138	3,295	172	171	217	4.9	6.7	5.5	0.3	0.4	0.4
금호타이어	25.3	16.2	15.8	4,532	4,739	4,916	589	534	542	4.2	7.3	5.3	0.8	0.9	0.7
Bridgestone	11.1	12.3	37.0	4,430	4,382	4,538	443	419	570	12.8	17.9	11.7	1.0	1.3	1.3
Sumitomo Rubber	23.0	25.3	19.5	1,212	1,205	1,244	11	83	99	47.5	11.8	9.1	0.7	0.8	0.8
Yokohama	16.4	11.3	77.7	1,095	1,228	1,289	119	145	167	7.3	10.5	9.1	0.6	1.0	0.9
Michelin	10.7	-9.4	-9.1	27	26	26	3	3	3	12.0	11.7	10.0	1.2	1.1	1.0
Pirelli	3.4	3.3	10.7	7	7	7	1	1	1	11.7	11.1	10.4	1.0	1.0	1.0
Goodyear	13.1	-11.0	-15.7	19	18	18	1	1	1	11.8	10.9	6.4	0.5	0.5	0.4
ChengShin	-9.4	-16.4	-33.5	96	95	97	10	9	10	19.9	17.7	15.0	1.8	1.2	1.2
SI 및 클라우드 업종															
현대오트모버	2.6	10.4	30.8	13,828	14,128	14,928	912	980	1,055	13.1	16.5	14.9	1.1	1.3	1.2
삼성SDS	-8.0	-9.7	-1.7	1,180	1,204	1,301	26	34	47	22.8	14.6	10.7	0.7	0.7	0.6
롯데정보통신	-13.1	2.4	24.7	1,473	1,096	1,125	109	75	79	32.9	52.8	50.7	5.5	6.2	5.7
포스코DX	11.6	9.5	17.1	626	-	-	37	-	-	5.6	-	-	0.5	-	-
신세계I&C	2.5	2.9	-22.1	-	2,638	2,801	-	657	700	32.5	22.1	20.8	16.0	11.2	10.4

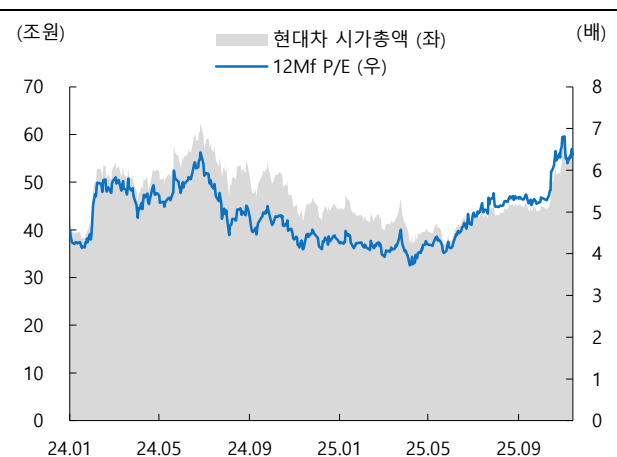
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

I. 관세를 넘어 미국 M/S 확대까지

1. 주요 완성차 업체에게 나타나고 있는 관세 효과

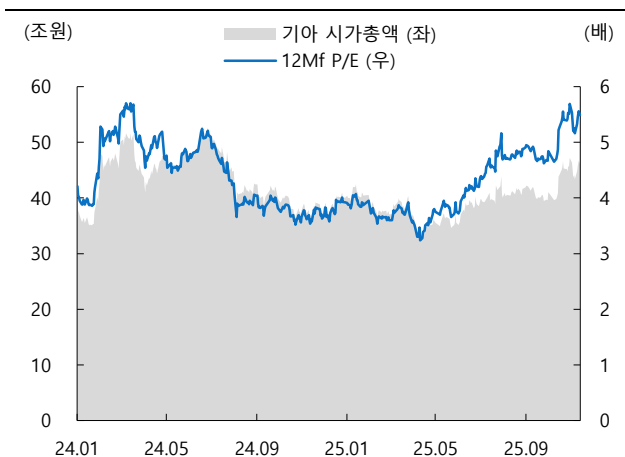
올 한 해를 관통하는 국내외 자동차 산업의 주제가 관세라는 점에는 이견이 없을 것이다. 2025년 3월 26일 미국 상무부는 완성차 대상 25%의 보편관세를 발표했고, 동년 4월 자동차 부품에도 동일한 관세가 부과될 것이라는 사실을 밝혔다. 실제로 2025년 5월 3일부로 완성차 및 자동차 부품에 대한 관세가 부과되었다. 이후 영국, 일본, EU 등이 자동차를 포함한 핵심 산업 관세율을 10~12.5% 수준으로 인하했으나, 한국의 경우 자동차 관세 협상이 길어지며 국내 OEM 및 관련 업체의 주가는 연일 하락했다. 이런 와중 지난 10월 29일 한국 또한 15% 관세 협상 타결 소식이 전해졌고, 뒤에서 후술한 nVIDIA와 현대차그룹과의 협력 관계가 부각되며 국내 자동차 섹터 주가는 상승 중이다.

그림1. 현대차 시가총액 및 밸류에이션 추이



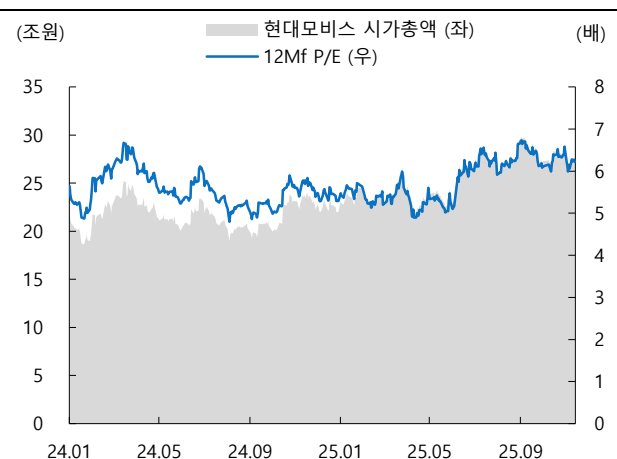
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림2. 기아 시가총액 및 밸류에이션 추이



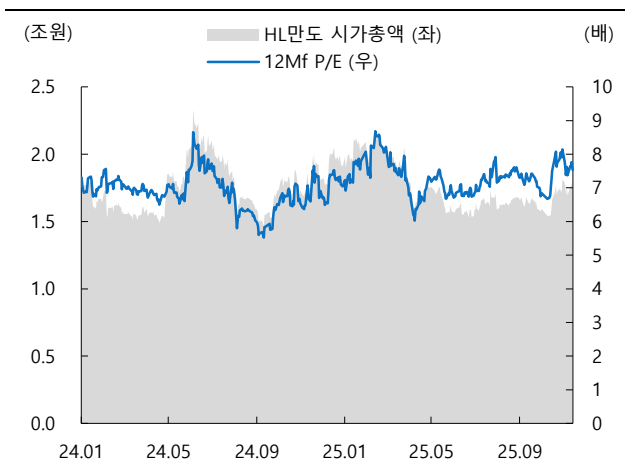
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림3. 현대모비스 시가총액 및 밸류에이션 추이



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림4. HL만도 시가총액 및 밸류에이션 추이



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

한국의 관세가 15%로 인하되며 OEM들의 관세 리스크는 점차 하향 평준화

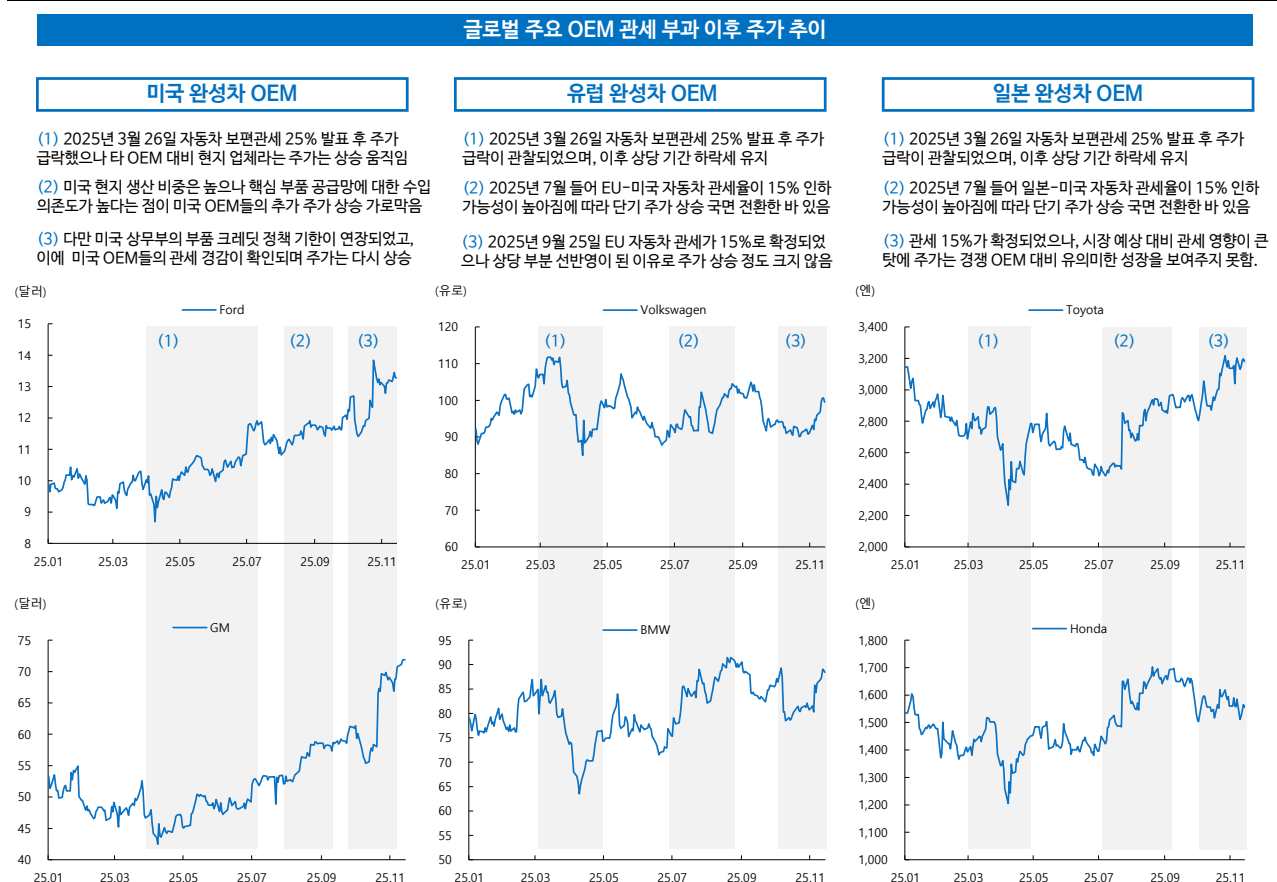
미국의 한국 완성차에 대한 15% 관세 인하안은 2025년 11월 1일부로 소급 적용될 전망이다에 따라, 빠른 시일 내 글로벌 경쟁 OEM 대비 국내 업체만이 감내해온 관세 불확실성은 해소될 것으로 판단된다. 실제로 유럽, 일본 등의 완성차 OEM들의 경우 15% 관세 타결 이후 주가는 안정세에 들어섰다. 미국 OEM 또한 자동차 부품에 대한 높은 해외 의존도에 따른 우려가 컸으나, 이후 미국 정부의 자동차 부품 관세 완화 조치 (자동차 부품 수입 크레딧 정책)가 25.3Q 실적에 반영되며 시장 또한 이를 반영하고 있다. 즉 최근 들어 관세 리스크 및 이익에 대한 영향은 당초 대비 상당히 낮아진 상황이 관찰되고 있다.

그림5. 주요 국가별 협상 관세율 및 타임라인

	기존 관세	상호 관세	협상 관세율	협상일	인하안 발효
한국	0% (FTA)	25%	15%	25.10.29	11월 소급 적용 전망
영국	2.5% (기본 관세)	27.5%	10% (10만대)	25.05.08	25.06.30
일본	2.5% (기본 관세)	27.5%	15%	25.07.22	25.09.15
EU	2.5% (기본 관세)	27.5%	15%	25.07.27	25.08 소급 적용

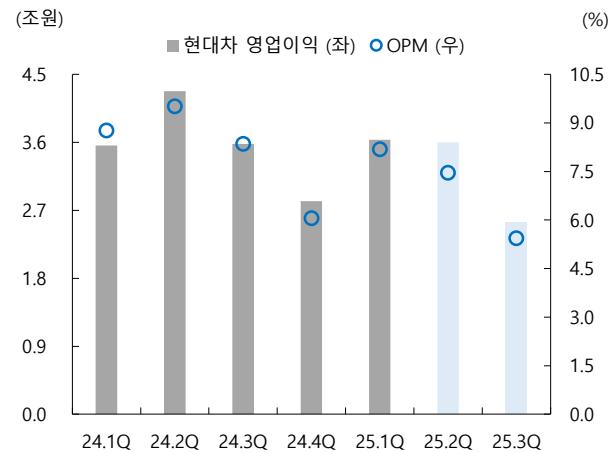
자료: iM증권 리서치본부

그림6. 글로벌 주요 OEM 관세 부과 이후 주가 추이



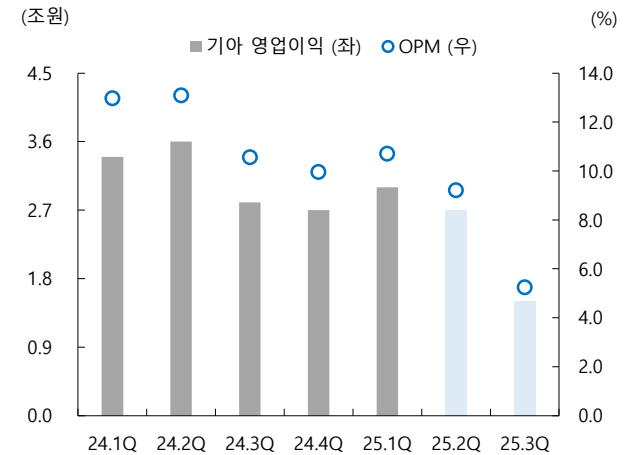
자료: iM증권 리서치본부

그림7. 현대차 분기별 영업이익 및 OPM 추이



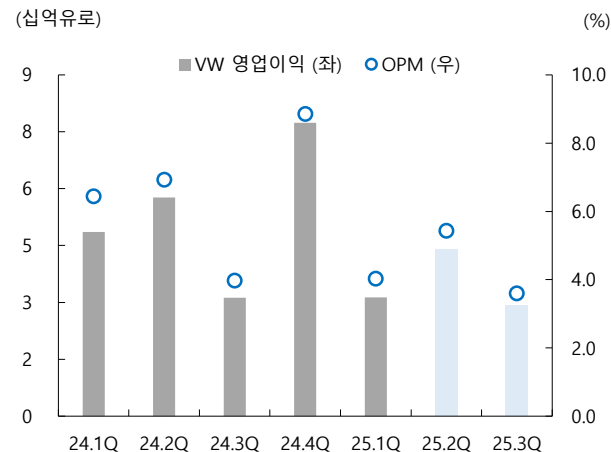
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 25.2Q부터 관세비용 발생

그림8. 기아 분기별 영업이익 및 OPM 추이



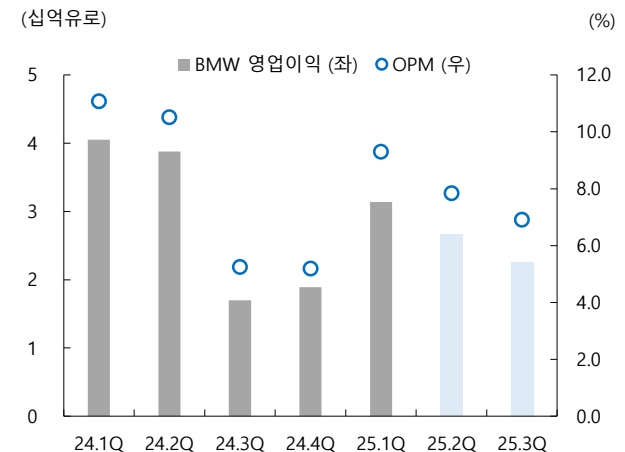
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 25.2Q부터 관세비용 발생

그림9. Volkswagen 분기별 영업이익 및 OPM 추이



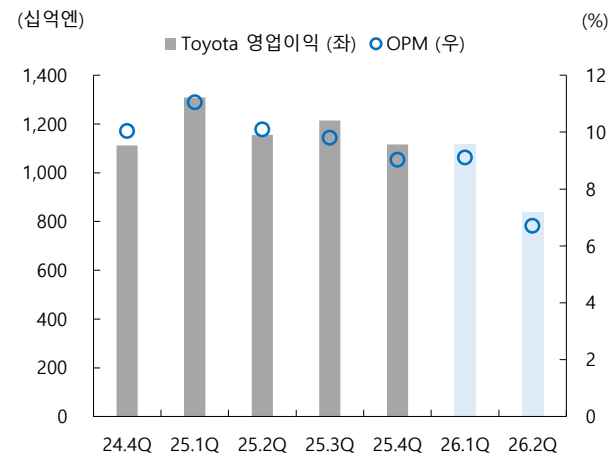
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 25.2Q부터 관세비용 발생

그림10. BMW 분기별 영업이익 및 OPM 추이



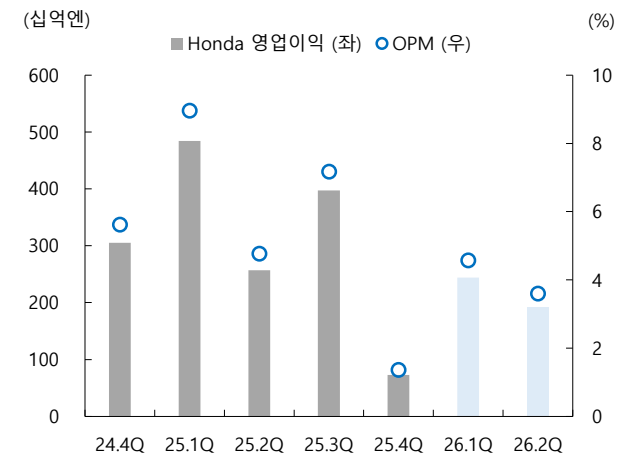
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 25.2Q부터 관세비용 발생

그림11. Toyota 분기별 영업이익 및 OPM 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 26.1Q부터 관세비용 발생

그림12. Honda 분기별 영업이익 및 OPM 추이

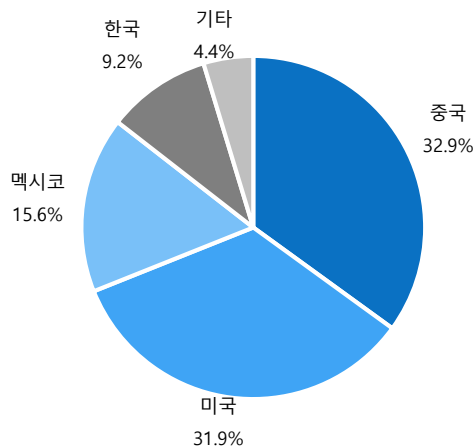


자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 26.1Q부터 관세비용 발생

상당 기간 15% 관세는 지속될 것임에 따라 수익성 방어를 위한 고민 필요

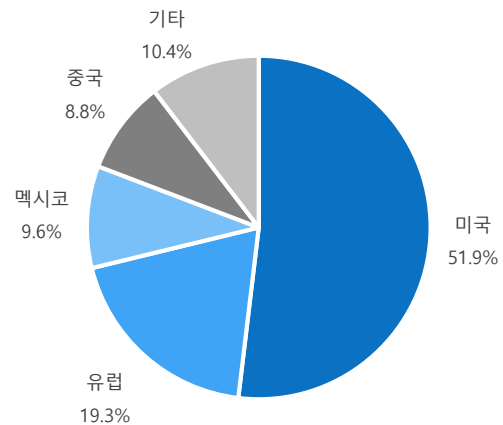
그럼에도 불구하고, 기본적으로 미국으로 수입되는 완성차 및 자동차 부품에 대해서 15%의 관세 정책은 상당 기간 이어질 것이다. 이에 따라 미국 판매 차량의 수입 의존도가 높은 업체일수록, 관세 비용 증가에 따른 수익성 훼손 정도가 클 것이다. GM과 Ford 등과 같은 미국 OEM의 경우 글로벌 각 지역에 생산 공장을 두고 있다. 다만 2024년 기준 GM의 경우 미국 판매량의 약 56%가 현지에서 생산되고, Ford의 경우 80% 물량을 미국 내에서 생산해 같은 미국 OEM이라고 해도 관세 영향이 다를 수밖에 없다. 그렇기에 많은 OEM들은 자동차 관세가 높은 지역 생산 물량을 줄이고, 이를 미국 현지 생산으로 대체하는 움직임을 보여주고 있다. 실제로 GM의 경우 기존 테네시 공장 증설을 통해 연간 생산능력을 약 200만대로 확대할 계획이며, 이를 통해 연간 멕시코 생산 물량 70만대 수준을 상당부분 현지화 할 수 있을 것으로 예상된다.

그림13. 2024년 기준 GM 국가별 생산 비중



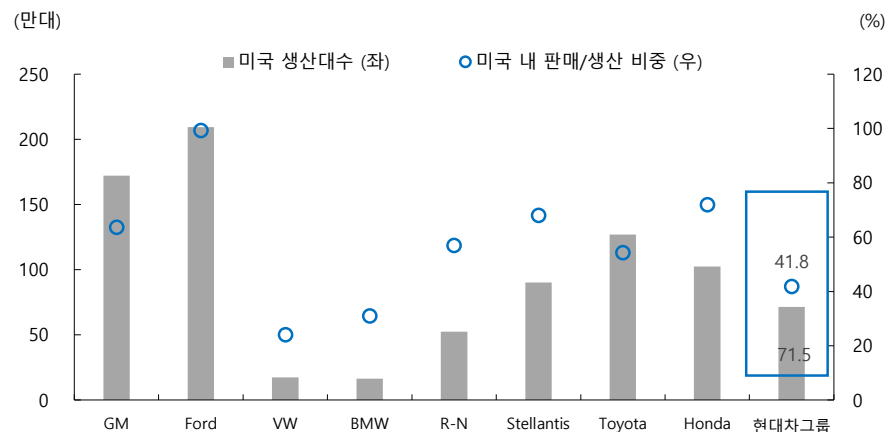
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림14. 2024년 기준 Ford 국가별 생산 비중



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림15. 주요 업체별 미국 판매/생산 비중: 해당 값이 높다는 것은 당장 미국 판매 현지화율이 높지 않아도 이를 빠르게 조정할 수 있다는 의미

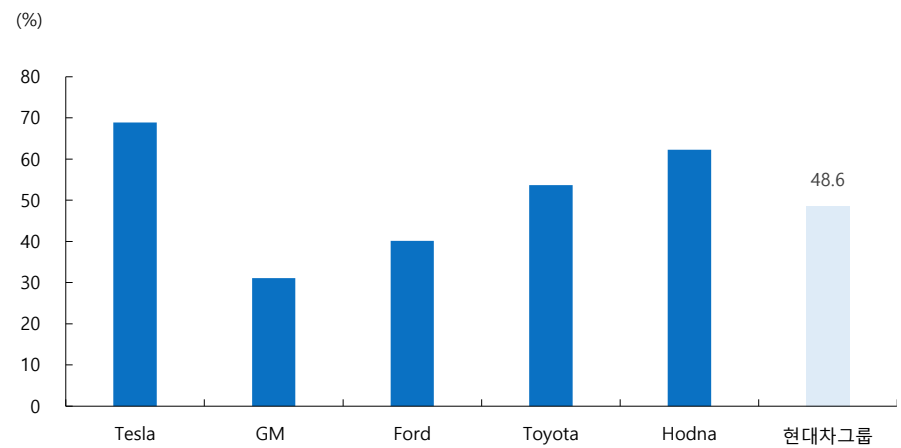


자료: Marklines, iM증권 리서치본부

자동차 부품의 현지화율은 전반적으로 낮으나, USMCA 등 여러 예외 존재

완성차 OEM별 미국 내 자동차 부품 공급망 현지화 수준도 살펴봐야 한다. 현대차그룹을 포함한 여러 완성차 OEM들의 부품 현지화 정도는 40~50% 수준이고 특히 GM이 가장 낮은 현지화율을 보여주고 있다. 다만 이 중 일부는 USMCA (United States-Mexico-Canada Agreement)에서 규정한 북미 내 조달 비중 (북미 조립 부품 비중 75% 이상 사용 및 북미 원재료 사용 70% 이상, 16달러 이상 시급 노동자가 생산한 공정 비중 승용차 40%, SUV 이상 픽업 트럭 45% 이상)을 충족하는 부품인데, 현재 USMCA 규정을 충족하는 자동차 부품에 대해서는 관세가 부과되지 않는 상황이고, 큰 변경 내용은 없을 전망이다.

그림16. 주요 OEM별 미국 부품 공급망 구축 정도 비교



자료: 산업연구원, iM증권 리서치본부

그림17. 2020년 당시 USMCA에 서명한 트럼프 대통령



자료: iM증권 리서치본부

많은 OEM들의 관세 영향을 경감시켜주고 있는 부품 크레딧 정책

자동차 부품 관세에 대한 또 다른 변수가 하나 있는데 바로 미국 상무부의 자동차 부품 관세 관련 크레딧 정책이다. 이는 미국에서 자동차를 조립 및 생산하는 업체들의 경우, 부과되는 관세 중 일부를 크레딧 형태로 다시 완성차 업체에게 제공하는 내용을 담고 있다. 해당 정책은 앞서 살펴본 USMCA 기준을 두고 있지 않기 때문에, 미국 내 차량을 판매하는 대부분의 OEM이 혜택을 받을 수 있다. 실제로 GM 및 Ford 등은 자동차 부품 크레딧 정책에 따른 관세 비용 감소 효과가 상당히 컸음을 24.3Q 실적 컨퍼런스 콜에서 밝혔다. 이와 같이 완성차 OEM에게 관세와 관련한 변수는 (1) 완성차 관세율, (2) 생산 현지화율, (3) 부품 현지화율, (4) 자동차 부품 크레딧 정책 수혜 정도 등으로 정리할 수 있다. 이런 기준에서 살펴본다면, 유럽 OEM의 경쟁력은 전 변수에 걸쳐 상대적 열위를 보이고 있다. 반면 미국 및 일본 OEM은 관련 경쟁력은 큰 차이를 보이지 않으며, 관세 영향 또한 계속해서 감소하는 모습을 보여줄 전망이다.

현대차그룹의 관세 영향을 좀 더 자세히 살펴보자. 2025년 5월 3일부로 자동차 보편 관세 25%가 부과되었고, 이에 25.2Q 실적부터 관세 효과가 부분적으로 현대차그룹의 실적에 나타나기 시작했다. 이후 25.3Q에는 미국 수출 물량에 대해 온전히 25% 관세가 부과되었고, 25.3Q 현대차그룹의 관세비용은 현대차: 1.8조, 기아: 1.2조 등으로 도합 약 3조원이 발생했다. 다만 향후 현대차그룹의 관세비용은 24.3Q의 60% 수준으로 감소할 것이며, 추후 HMGMA 생산량 확대 및 미 상무부의 관세 크레딧 정책에 따라 관세 비용 감소 폭은 더 커질 전망이다.

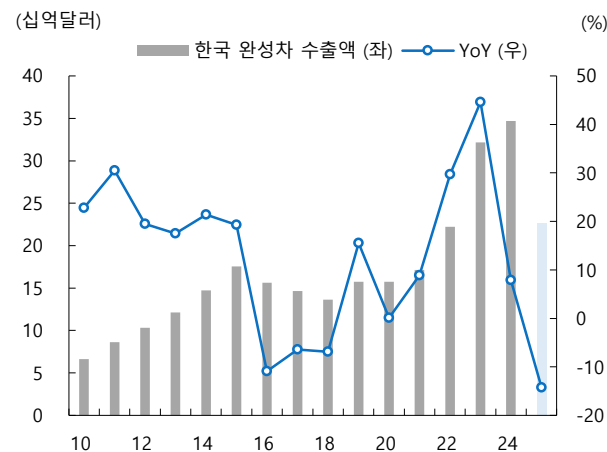
이와 같이 일부 유럽 OEM을 제외하면, 대부분의 완성차 OEM들에게 있어 관세 영향은 연초 대비 많이 축소된 상황이다. 또한 이들은 15%라는 동일한 관세 환경을 마주하고 있기 때문에, 향후 신규 미국 생산 물량이 개별 업체 수익성 차별화로 직결될 것이다. 더불어 이미 발생하고 있는 관세 효과를 단기간 내 축소시키기 위한 MSRP 및 인센티브 인상 정책도 고려해볼 수 있다. 마지막으로 관세 비용을 소비자에게 전가할 수 있는 프리미엄 차량 판매 확대 및 수익 기여도가 큰 하이브리드 차량 라인업 확대 또한 하나의 방법일 것이다.

그림18. 주요 OEM별 관세 관련 경쟁력 점검 모식도

주요 OEM들의 관세 관련 경쟁력 지표						
	GM	Ford	VW	Stellantis	Toyota	Honda
완성차 관세율	0~25%	0~25%	0~15%	0~15%	0~25%	0~25%
생산 현지화율	높음	높음	낮음	낮음	보통	보통
부품 현지화율	낮음	낮음	낮음	낮음	보통	보통
부품 크레딧 정책 수혜 정도	높음	높음	높음	높음	높음	높음
현대차			기아			
완성차 관세율	15% (한국 생산 물량 수출 및 현지 생산)			15%~25% (한국, 멕시코 물량 수출 및 현지 생산)		
생산 현지화율	보통 (향후 HMGMA 생산량 확대)			보통 (향후 HMGMA 생산량 확대)		
부품 현지화율	보통 (현지 부품 공급망 확대 목표)			보통 (현지 부품 공급망 확대 목표)		
부품 크레딧 정책 수혜 정도	높음			높음		

자료: iM증권 리서치본부

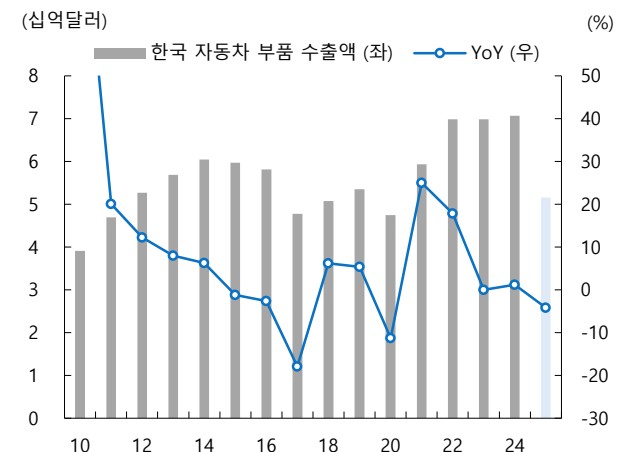
그림19. 한국 대미 완성차 수출액 추이 및 YoY: 2012년 한-미 FTA 발효 이후 최저점 수준의 YoY 값



자료: KITA, iM증권 리서치본부

주: 2025년 9월 누적 완성차 수출액 기준

그림20. 한국 대미 자동차 부품 수출액 추이 및 YoY: 2012년 한-미 FTA 발효 이후 최저점 수준의 YoY 값



자료: KITA, iM증권 리서치본부

주: 2025년 9월 누적 자동차 부품 수출액 기준

그림21. 현대차그룹 월별 관세 영향 및 관련 요인 분석

구분	25.01	25.02	25.03	25.04	25.05	25.06	25.07	25.08	25.09
현대차 관세 시나리오									
미국 차량 판매 대수	59,355	67,578	94,129	87,810	91,244	76,525	86,230	96,448	77,550
미국 현지 생산대수	24,874	35,925	36,888	40,062	38,644	32,806	28,490	39,737	41,480
관세 노출 대수	34,481	31,653	57,241	47,748	52,600	43,719	57,740	56,711	36,070
차량 ASP FOB 가격 (달러)	27,000	27,000	27,000	27,000	27,000	27,000	27,000	27,000	27,000
현대차 전체 관세 노출도 (백만달러)	931	855	1,546	1,289	1,420	1,180	1,559	1,531	974
완성차 관세 (25%, 조원)	-	-	-	-	-	0.42	0.55	0.54	0.35
자동차 부품 관세 부담 (25%, 조원)	-	-	-	-	-	0.20	0.10	0.10	0.20
현대차 전체 관세 (조원)	-	-	-	-	-	0.62	0.65	0.64	0.55
완성차 관세 (15%, 조원)	-	-	-	-	-	0.25	0.33	0.33	0.21
자동차 부품 관세 (15%, 조원)	-	-	-	-	-	0.12	0.06	0.06	0.12
현대차 전체 관세 (조원)	-	-	-	-	-	0.37	0.39	0.39	0.33
자동차 부품 크레딧 (관세 축소)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
관세 리스크 축소를 위한 방법론									
인센티브 인상	인센티브 인상을 통한 Q 유지의 효과 (+)가 있으나 비용 증가에 따른 손익 단의 (-) 효과 공존								
차량 가격 인상	차량 가격 인상을 통해 관세 익스포저를 감소시키는 손익 단의 (+) 효과 있으나 가격 경쟁력 하락에 따른 Q 감소 가능성 (-)								
프리미엄 및 하이브리드 차종 확대	프리미엄 및 하이브리드 차종 확대를 통한 관세 소비자 전가 가능								
미국 생산량 확대	미국 내 차량 생산량 확대를 통해 명확한 관세 익스포저 감소 효과 (+)를 가져갈 수 있음								

구분	25.01	25.02	25.03	25.04	25.05	25.06	25.07	25.08	25.09
기아 관세 시나리오									
미국 차량 판매 대수	57,007	63,303	78,540	74,805	79,007	63,849	71,123	83,007	65,507
미국 현지 생산대수	28,300	29,500	30,500	30,700	31,300	29,050	26,100	31,300	30,800
관세 노출 대수	28,707	33,803	48,040	44,105	47,707	34,799	45,023	51,707	34,707
차량 ASP FOB 가격 (달러)	24,000	24,000	24,000	24,000	24,000	24,000	24,000	24,000	24,000
기아 전체 관세 노출도 (백만달러)	689	811	1,153	1,059	1,145	835	1,081	1,241	833
완성차 관세 (25%, 조원)	-	-	-	-	-	209	270	310	208
자동차 부품 관세 (25%, 조원)	-	-	-	-	-	0.20	0.08	0.09	0.12
기아 전체 관세 (조원)	-	-	-	-	-	0.50	0.46	0.53	0.42
완성차 관세 (15%, 조원)	-	-	-	-	-	125	162	186	125
자동차 부품 관세 (15%, 조원)	-	-	-	-	-	0.12	0.05	0.05	0.07
기아 전체 관세 (조원)	-	-	-	-	-	0.30	0.27	0.31	0.25
자동차 부품 크레딧 (관세 축소)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
관세 리스크 축소를 위한 방법론									
인센티브 인상	인센티브 인상을 통한 Q 유지의 효과 (+)가 있으나 비용 증가에 따른 손익 단의 (-) 효과 공존								
차량 가격 인상	차량 가격 인상을 통해 관세 익스포저를 감소시키는 손익 단의 (+) 효과 있으나 가격 경쟁력 하락에 따른 Q 감소 가능성 (-)								
프리미엄 및 하이브리드 차종 확대	프리미엄 및 하이브리드 차종 확대를 통한 관세 소비자 전가 가능								
미국 생산량 확대	미국 내 차량 생산량 확대를 통해 명확한 관세 익스포저 감소 효과 (+)를 가져갈 수 있음								

자료: iM증권 리서치본부

주: 실제 양사가 발표하는 관세비용의 경우 25% 관세 부과 시기 확보한 재고 물량 반영 등에 따라 일부 차이 존재

미국 생산량 증대, 하이브리드 및 프리미엄 차량 확대가 M/S 확대의 조건

현대차그룹은 이 중 (1) 관세 익스포저 자체를 감소시키 위한 미국 생산량 확대, (2) 관세 전가가 가능한 제네시스 등 프리미엄 차량 판매 촉진, (3) 수익 기여도 및 수요 성장성이 높은 하이브리드 차량 판매 확대 등에 있어 강점을 가지고 있다고 판단된다. 현대차그룹은 이를 통해 2030년 합산 미국 차량 판매 대수 217만대를 목표하고 있으며(현대차: 2025년 전망치 111만대, 2030년 가이던스 144만대, 기아: 2025년 전망치 96만대, 2030년 가이던스 11만대), 이는 2025년 전망치 대비 17.5% 증가한 수준이다. 현대차그룹의 밸류에이션 중 상당 부분은 미국 M/S 성장 가능성으로 이뤄지는 바, 해당 구성 요인을 더 자세히 알아보자.

그림22. 현대차그룹이 관세 영향 감소를 미국 M/S 확대를 이루기 위한 몇 가지 고민

현대차그룹이 미국 시장 내 성장을 유지하기 위한 고민					
	미국 내 생산량 확대	하이브리드 차종 확대	프리미엄 차종 확대	가격 인상	인센티브 인상
P 효과 방향성	중립	긍정	긍정	긍정	중립
Q 효과 방향성	긍정	긍정	긍정	부정	부정
C 효과 방향성	중립	중립	중립	중립	부정
종합 경쟁 우위	높음	높음	높음	중립	낮음

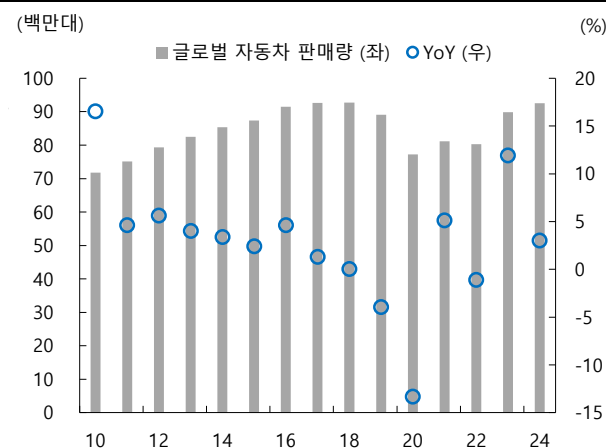
자료: iM증권 리서치본부

2. HMGMA를 중심으로 한 미국 내 생산대수 증가 전망

P, Q 두 측면에서 현대차그룹에게 중요할 수밖에 없는 미국 시장

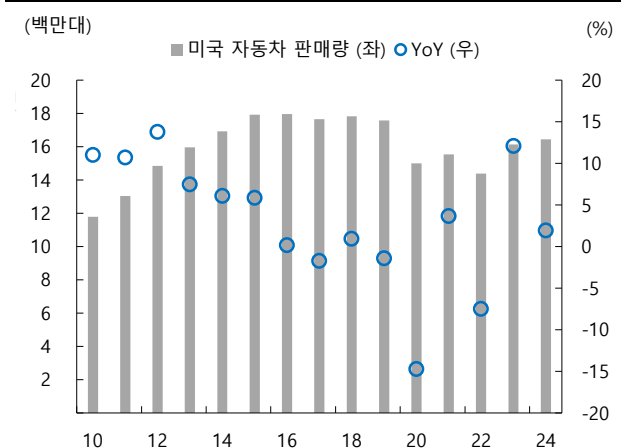
2024년 글로벌 자동차 판매량은 약 9,256만대를 기록하며 전년 동기 대비 약 3% 증가했다. 이와 동시에 2024년 미국 자동차 판매량은 1,644만대를 기록했으며 전년 동기 대비 1.9% 증가했다. 코로나 당시 발생한 차량용 반도체 공급난 기간동안 축적되었던 구매 수요가 상당 부분 해소되었고, 전기차 대비 내연기관 차량의 성장폭이 크지 않았던 영향이다. 그럼에도 미국 자동차 시장은 글로벌 시장 대비 약 17%를 구성하고 있으며, SUV 중심의 고부가가치 차량 중심의 제품 믹스를 보여준다. 이와 동시에 하이브리드 및 전기차 수요 또한 향후 성장성이 높은 국가 중 하나다. 또한 현대차그룹의 입장에서는 개선된 브랜드 가치, 우호적인 환율 등에 따라 높은 MSRP가 형성되고 있는 시장이기도 하다.

그림23. 글로벌 자동차 판매량 및 YoY



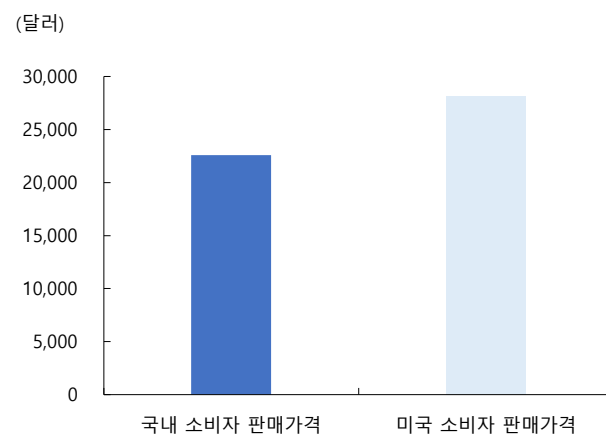
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림24. 미국 자동차 판매량 및 YoY



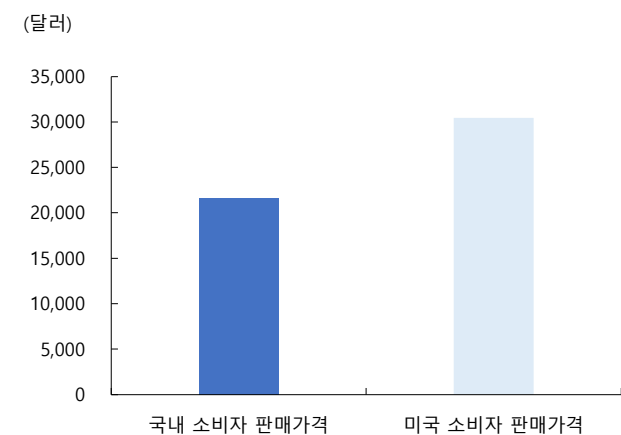
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림25. 2025년형 소나타 미국, 한국 MSRP 비교



자료: iM증권 리서치본부

그림26. 2025년형 투싼 미국, 한국 MSRP 비교

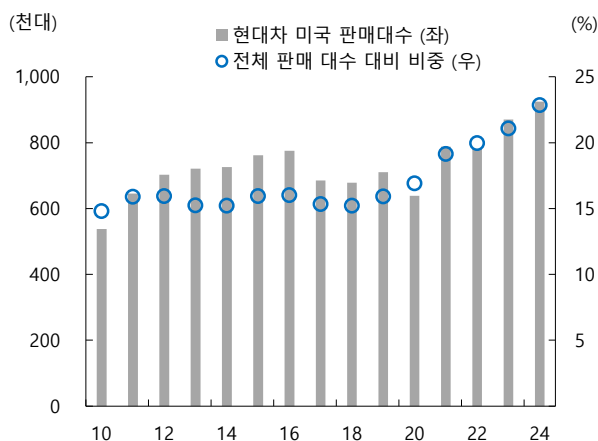


자료: iM증권 리서치본부

SUV 이상 믹스 개선 및 반도체 공급난 해결로 미국 시장 점유율을 빠르게 확대

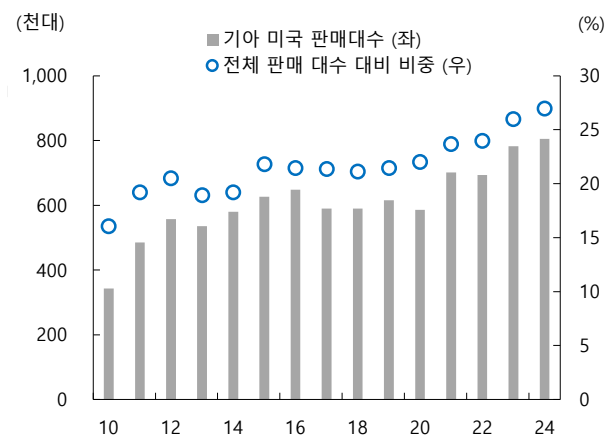
2020년대 들어 현대차그룹에게 있어 미국 시장이 차지하는 비중 또한 가파르게 상승하고, 이와 동시에 미국 시장 M/S 또한 우상향 중이다. 2010년 기준 현대차그룹의 합산 미국 판매대수는 약 90만대 수준으로 전체 그룹 판매량 대비 비중은 16%에 불과했다 (현대차: 53.8만대, 기아: 34.2만대). 이는 당시 현대차그룹의 내수 판매량보다 작은 규모였으며, 전체 그룹 판매량에서 18%를 구성하던 중국보다 작은 수준이었다. 이에 2010년 당시 현대차그룹의 시장 점유율 또한 합산 7.5% 수준에 그쳤다. 그러나 2010년대 후반을 기점으로 감소한 세단 수요를 상쇄하기 위해 양사는 각 팰리세이드, 투싼, 스포티지, 1세대 텔룰라이드를 중심으로 SUV-D 이상 제품 포트폴리오를 갖추기 시작했다. 또한 코로나 이후 발생한 차량용 반도체 공급난 당시 선제적인 재고 확보 노력에 따라 차량 대기 수요 또한 상당 부분 흡수할 수 있었다. 이를 바탕으로 2024년 기준 현대차그룹 합산 미국 판매대수는 170만대, 전체 그룹 판매량 대비 비중 24%를 기록했으며, 이에 현대차그룹 합산 미국 M/S 또한 10.9% 수준까지 이르렀다.

그림27. 현대차 미국 판매대수 및 전체 판매량 대비 비중



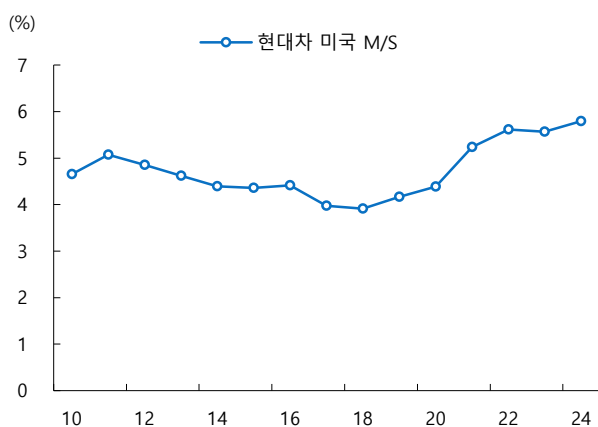
자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림28. 기아 미국 판매대수 및 전체 판매량 대비 비중



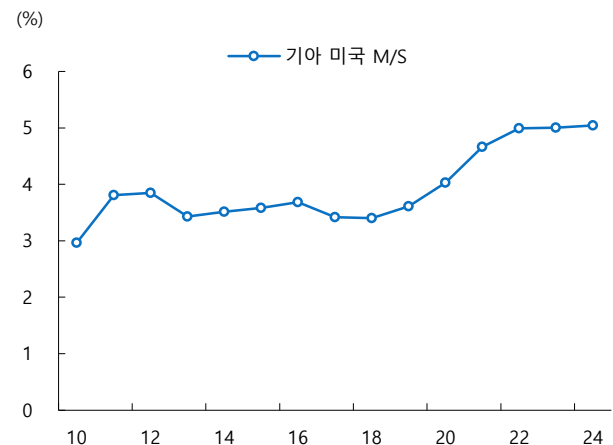
자료: 기아, iM증권 리서치본부

그림29. 현대차 미국 시장 M/S 추이



자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림30. 기아 미국 시장 M/S 추이

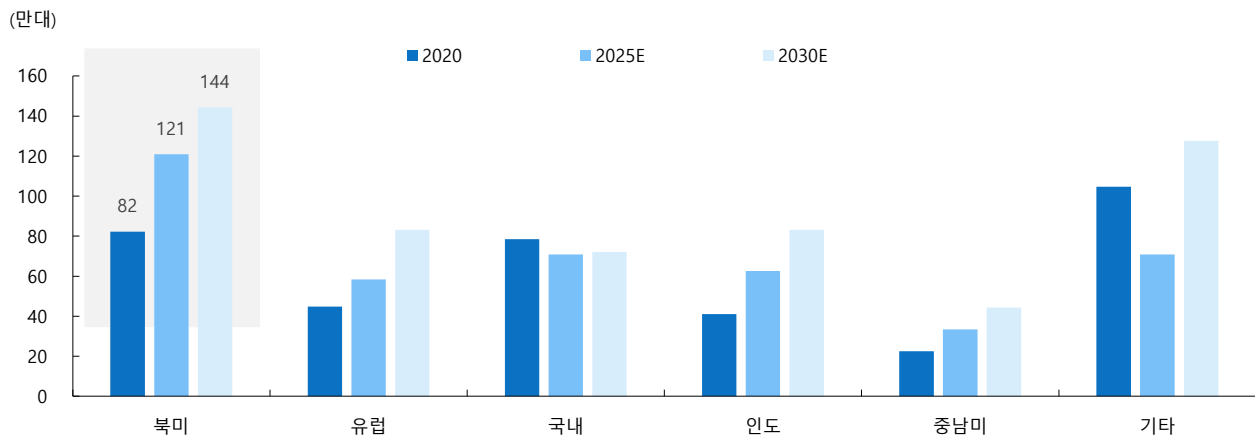


자료: 기아, iM증권 리서치본부

현대차그룹은 2030년 기준 26% 차량을 미국에서 판매할 것을 목표

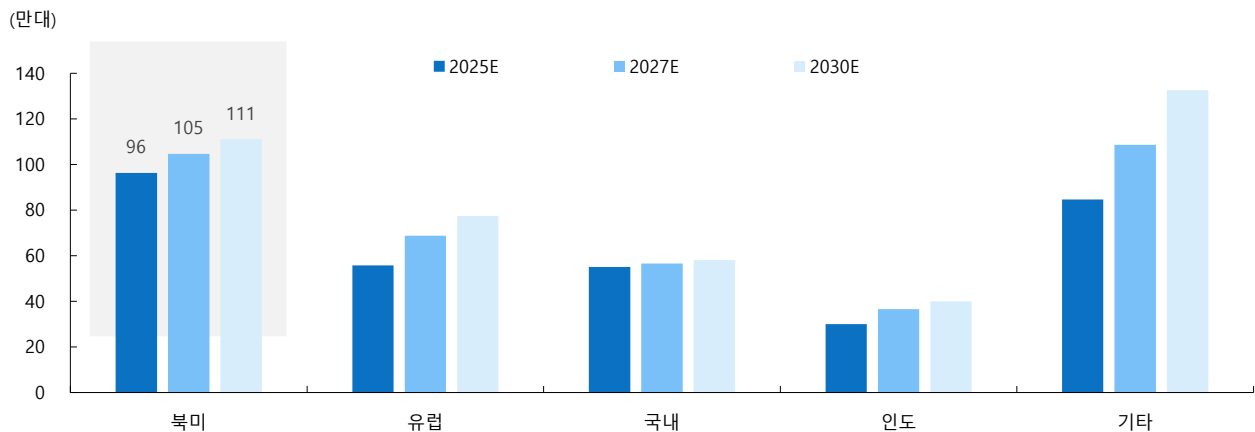
현대차그룹은 각 사의 2025년 Investor Day에서 2025년 권역별 도매판매 가이드를 공유했다. 현대차의 경우 2030년 전체 차량 도매 판매 가이드를 총 555만대로 제시했고, 북미: 144만대, 유럽: 83만대, 한국: 72만대, 인도: 83만대, 중남미: 44만대, 기타 지역: 127만대 등으로 세부 지역이 구성된다. 기아는 2030년 전체 차량 도매 판매 가이드를 총 419만대로 제시했고, 북미: 111만대, 유럽: 77만대, 한국: 58만대, 인도: 40만대, 기타 지역 133만대 등으로 구성된다. 이와 같이 현대차, 기아 모두 향후 차량 도매 판매의 26%가 북미에서 발생할 것으로 전망하고 있다. 이처럼 향후 미국 시장은 가파르게 Q 성장성이 기대되는 시장임과 동시에, 대부분의 차량 수요가 SUV 중심으로 구성된다. 하이브리드 차량 수요가 높아지고 있으며 프리미엄 차량 구매력이 높다는 점 또한 현대차그룹이 미국 시장을 향후 성장 동력으로 주목하는 이유 중 하나일 것이다.

그림31. 현대차가 2025 Investor Day에서 공유한 2025~2030년 차량 판매 가이드



자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림32. 기아가 2025 Investor Day에서 공유한 2025~2030년 차량 판매 가이드

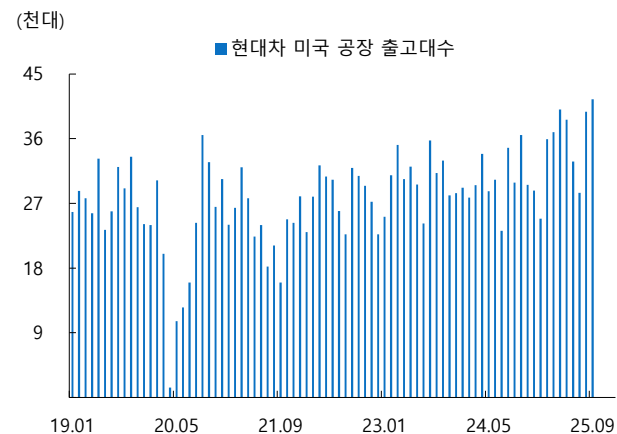


자료: 기아, iM증권 리서치본부

현재 현대차그룹의 미국 70만대 생산체제는 경쟁 업체 대비 열위

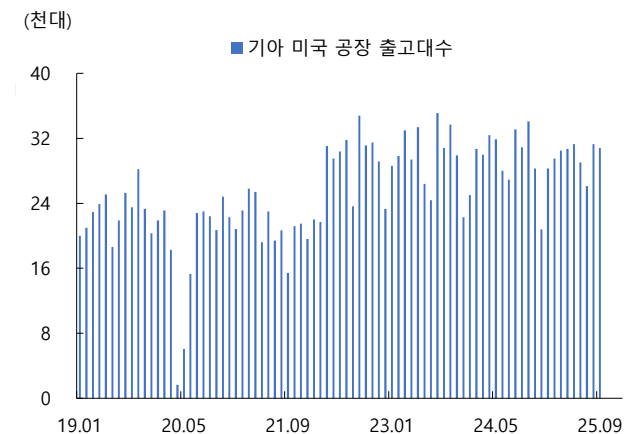
현대차그룹의 미국 시장 내 성장 기조를 유지하기 위한 첫 번째 방법은 미국 내 차량 생산량 확대이다. 2025년 현재 연간 기준 현대차: 앨라배마 공장 36만대, 기아: 조지아 공장 34만대 등으로 이미 연간 70만대 생산 체제를 갖추고 있으며, 향후 HGMGA에서 생산되는 물량이 더해질 전망이다. 2024년 10월부터 HGMGA에서 아이오닉 5가 생산되기 시작했고 2025년 3월 이후 아이오닉 9도 생산되고 있는 상황이다. 2025년 10월 누적 기준 현대차 (HGMGA 가동 효과 반영)의 미국 공장 합산 출고 대수는 318,906대로 전년 동기 대비 19.4% 증가했다. 다만 아직 아이오닉 5, 9만 생산되고 있는 상황이고, 전기차 수요 둔화가 장기화될 것으로 예측됨에 따라 향후 공격적으로 생산량을 확대할 수 없는 상황이다. 반면 Toyota, GM 등 미국 공장 내 내연기관 생산 증가 여력이 남아있는 업체들의 경우 올해 들어 미국 생산량을 급격하게 늘리고 있는 중이다.

그림33. 현대차 미국 공장 월별 출고대수



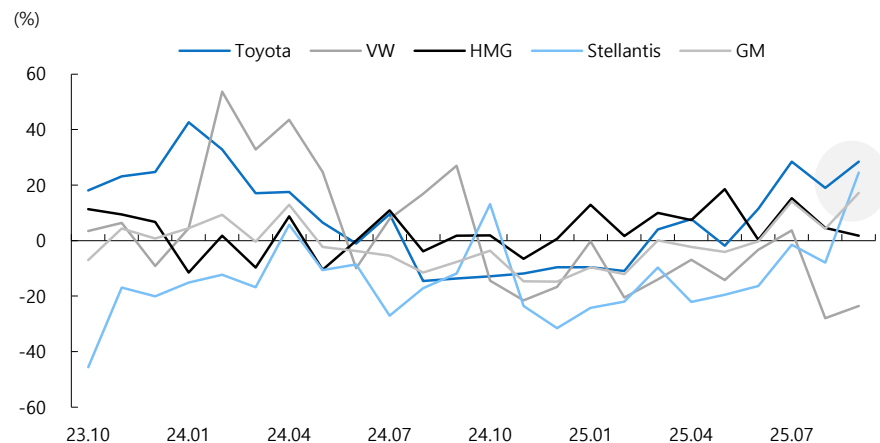
자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림34. 기아 미국 공장 월별 출고대수 추이



자료: 기아, iM증권 리서치본부

그림35. 주요 OEM별 미국 내 차량 생산대수 YoY 추이



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

HMGMA의 향후 생산능력은 연간 50만대까지 확대될 계획

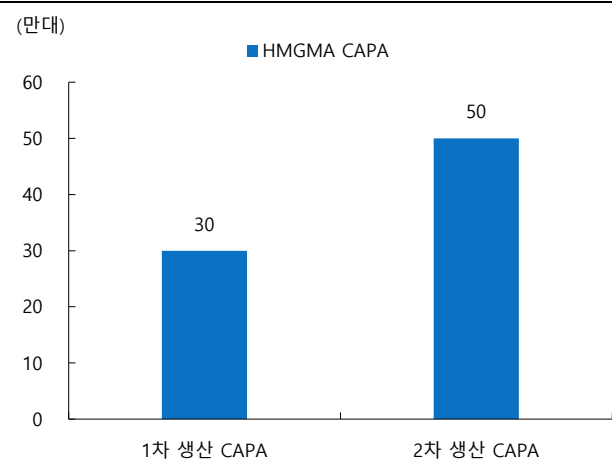
HMGMA는 전기차 전용 생산 공장으로 설계된 것은 사실이나, 향후 하이브리드를 포함한 생산 차종 확대가 이뤄질 전망이다. HMGMA의 1차 Design Capa는 30만대이고, 이는 50만대까지 확대될 계획이다. 그리고 이 중 상당 부분은 하이브리드를 포함한 신규 차종이 될 전망이다. 실제로 현대차는 엘레베마 공장보다 HMGMA가 하이브리드 차량 생산에 더 적합하며, 이를 위한 추가 설비는 크게 필요하지 않다는 입장이다. 실제로 2026년부터 HMGMA 내 하이브리드 생산이 시작될 가능성이 높게 점쳐지고 있는 상황이다. 기아 또한 현재 조지아 공장 가동률이 100%를 상회하는 상황이기 때문에, HMGMA에서 하이브리드 및 전기차 생산을 빠른 시일 내 개시할 것으로 예상된다.

그림36. HMGMA 전경



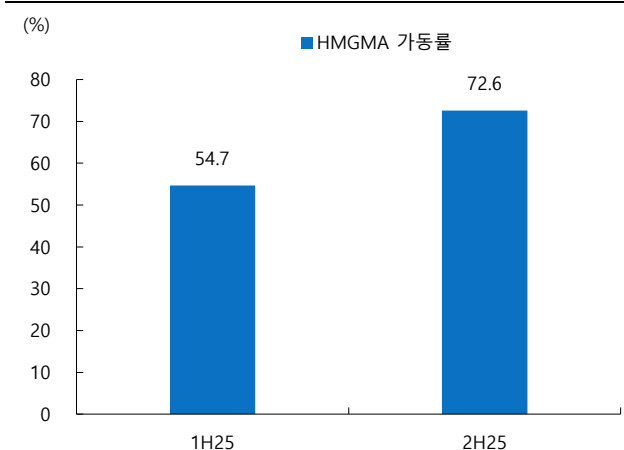
자료: iM증권 리서치본부

그림37. HMGMA CAPA 현황 및 확장 목표



자료: 현대차그룹, iM증권 리서치본부

그림38. HMGMA 가동률 추이

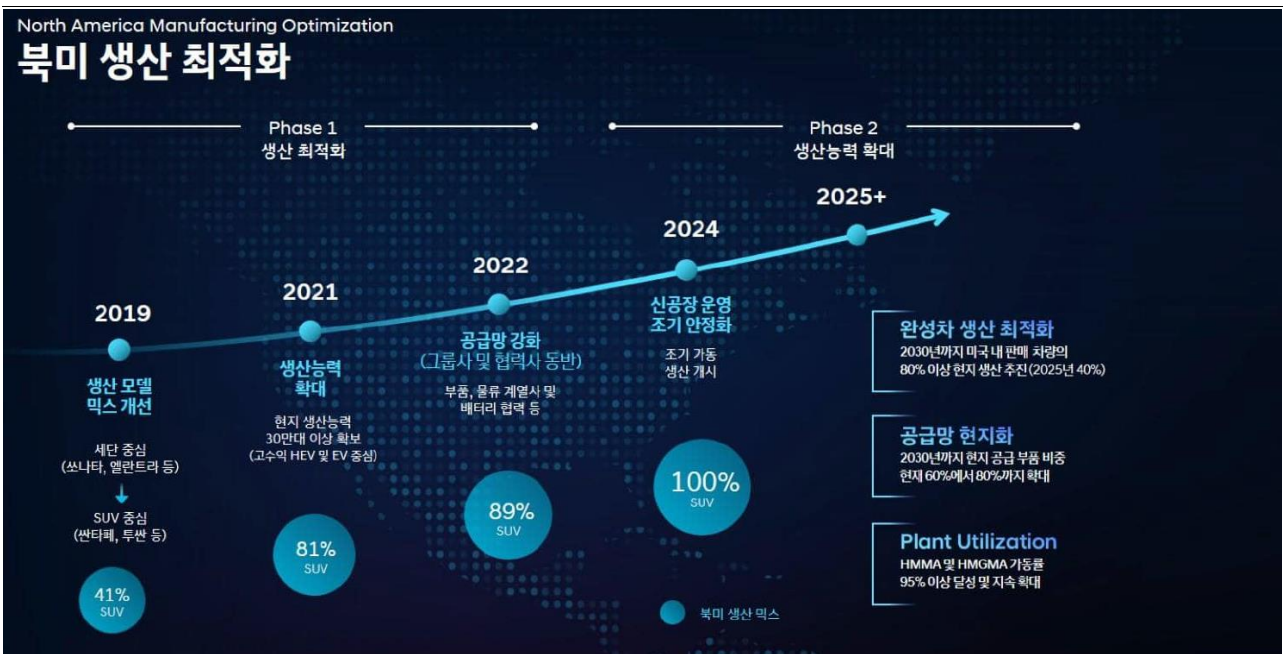


자료: 현대차그룹, iM증권 리서치본부

현대차그룹은 향후 미국 판매량의 80% 이상을 현지에서 생산할 계획

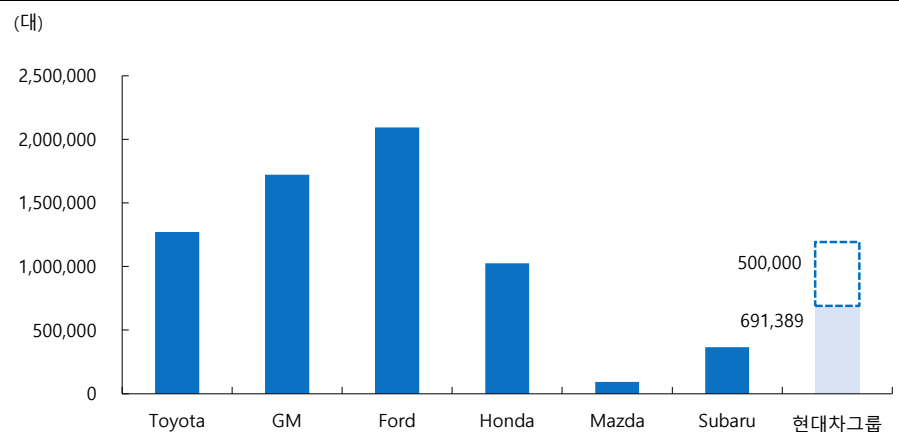
이를 통해 현대차그룹은 향후 미국 내 120만대 생산 체제를 갖출 전망이며, 2030년 기준 미국 판매 차량의 80% 이상을 현지에서 생산하겠다는 목표를 공유하고 있다. 더불어 현재 50~60% 수준인 부품 현지화를 또한 80%까지 확대할 계획이다. 2024년 기준 주요 OEM별 미국 생산 대수는 Toyota: 127만대, GM: 172만대, Ford: 209만대, Honda: 102만대 등이다. 일부 OEM의 경우 멕시코 생산 물량을 미국으로 이전하거나, 신규 미국 공장 건설 계획을 검토 중이나, 정책 불확실성이 크다. 이에 향후 현대차그룹이 120만대 생산체제를 완성하라는 전제 하, 글로벌 OEM과의 현지화 경쟁력은 크게 좁혀질 전망이다.

그림39. 현대차그룹의 북미 지역 생산 확대 계획



자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림40. 2024년 기준 주요 OEM 미국 생산 대수 및 향후 현대차그룹 미국 생산대수 전망

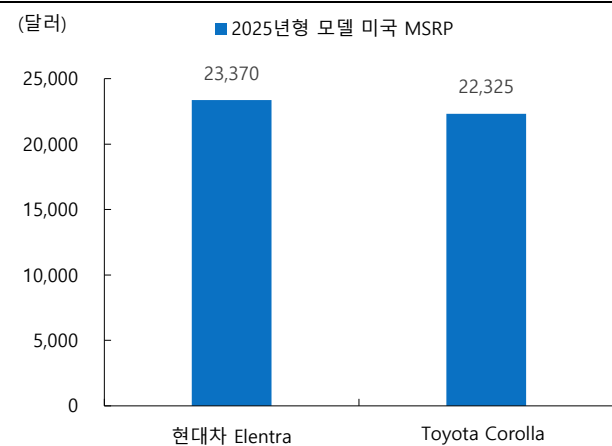


자료: Markliens, 현대차, iM증권 리서치본부

이미 인센티브는 상당히 높은 수준이며 추가 상승은 어려울 것

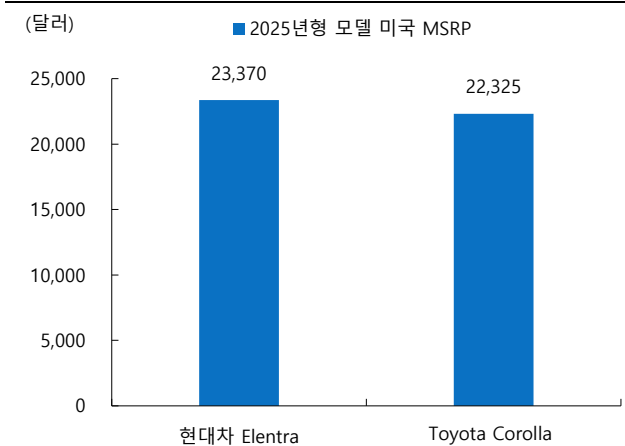
현대차그룹의 미국 시장 내 성장 기조를 유지하기 위한 두 번째 방법은 가격 및 인센티브 인상이다. 다만 이는 정책 실효성이 크지 않고, 소비자 이탈 가능성 또한 높다고 판단한다. 물론 관세 부과라는 리스크 및 수익성 훼손 요인을 가장 빠르게 경감시킬 수 있는 방법은 제품 가격을 인상해 소비자에게 이를 전가하는 것이다. 다만 현재 일본 OEM들의 차량 가격이 현대차그룹의 전략 차종과 거의 유사한 상황인 탓에, 어느 누구라도 쉽게 가격 인상 정책을 펼칠 수가 없는 상황이다. 인센티브 확대라는 방법도 마찬가지다. 2022년 이후 산업 평균 및 현대차그룹의 인센티브는 급격하게 상승했다. 현대차그룹의 관세 부담이 15% 수준으로 감소하며 인센티브 인상 여력은 아직 일정 부분 남아있어 보이나, 이는 기타 OEM들과의 경쟁력 차별화를 보여줄 수 있는 요소는 아니라고 판단된다.

그림41. 현대차 및 경쟁 업체 차종 MSRP 비교



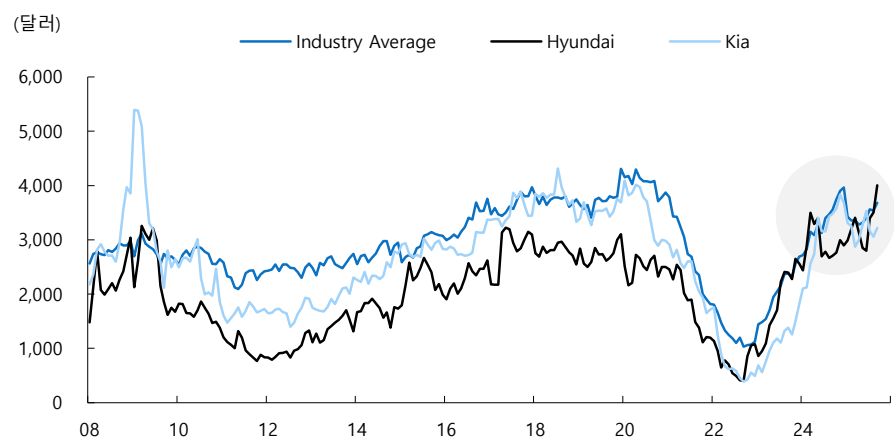
자료: iM증권 리서치본부

그림42. 현대차 및 경쟁 업체 차종 MSRP 비교



자료: iM증권 리서치본부

그림43. 산업 평균 및 현대차그룹 인센티브 추이: 이미 인센티브는 상당히 높은 수준에 도달

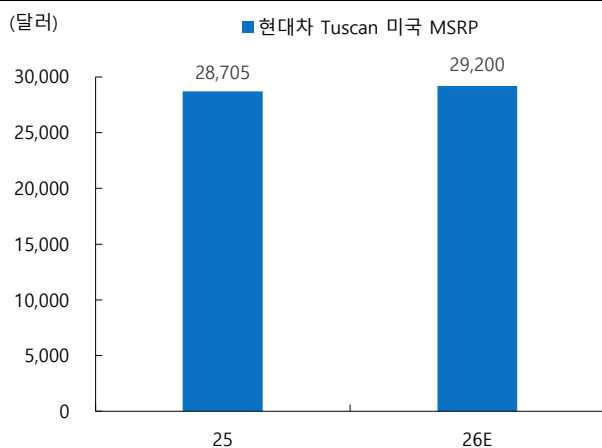


자료: Autodata, iM증권 리서치본부

일부 업체 제외하고 유의미한 가격 인상 움직임은 관찰되지가 않음

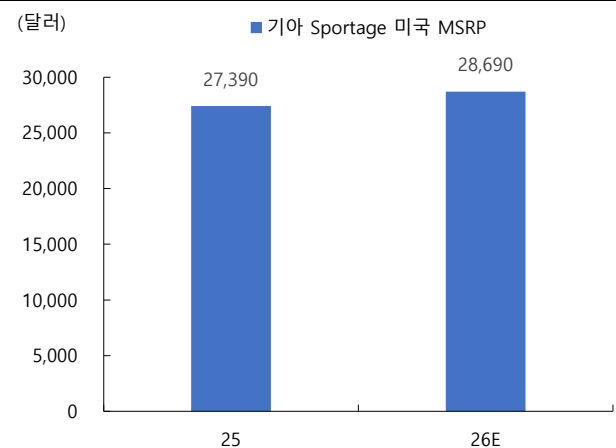
완성차 OEM들의 주력 차종 2026년형 MSRP가 공개되었는데, 유의미한 가격 인상율을 보여준 업체는 많지 않았다. 실제로 현대차그룹의 투싼, 스포티지, Toyota Corolla, Honda CR-V 등 볼륨 모델의 가격 인상률은 2~3%에 불과했다. 다만 Mazda, Subaru 등과 같이 높은 미국 매출 비중에 반해 낮은 현지 생산율을 보여주는 일본 2군 OEM들의 경우 가격 인상 압박이 커지고 있다. 미국 생산 물량 확대로 가격 인상을 최대한 피하겠다는 방침이나 쉽지 않아 보인다. 이는 경쟁 업체 MSRP 인상으로 인한 현대차그룹의 가격 경쟁력 부각으로 이어질 가능성이 존재한다. 특히 거의 모든 OEM이 성장 동력으로 제시한 하이브리드 차량 MSRP의 경우 내연 기관 대비 300~500만원 가량 높은데, 여기에 관세까지 전가한다면 가격 경쟁력이 상당히 낮아질 수밖에 없다. 마찬가지로 이것 또한 현대차그룹의 향후 미국 시장 가격 경쟁력으로 연결될 수 있다고 판단한다.

그림44. 현대차 Tuscan 미국 MSRP



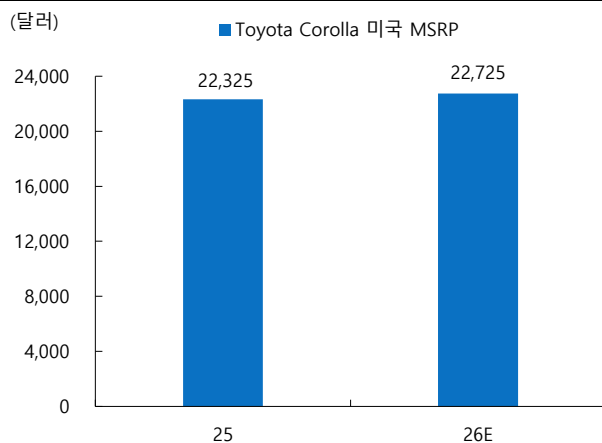
자료: iM증권 리서치본부

그림45. 기아 Sportage 미국 MSRP



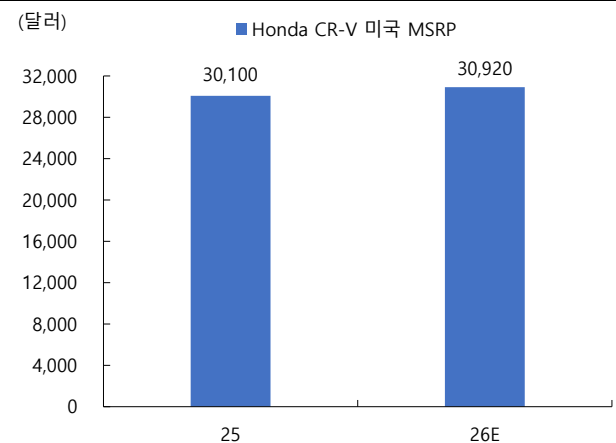
자료: iM증권 리서치본부

그림46. Toyota Corolla 미국 MSRP



자료: iM증권 리서치본부

그림47. Honda CR-V 미국 MSRP

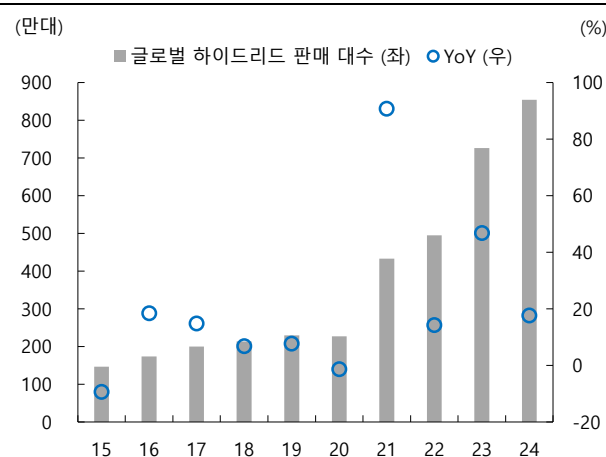


자료: iM증권 리서치본부

3. 미국 시장 M/S 증가 선결 조건: 하이브리드, 프리미엄 차량

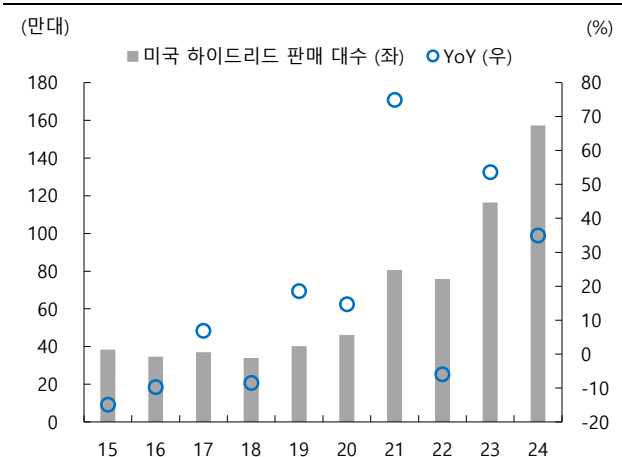
현대차그룹의 미국 시장 내 성장 기조를 유지하기 위한 세 번째 방법은 하이브리드 차량 판매 확대이다. 하이브리드 차량 판매 확대는 미국 시장 성장을 위한 조건임과 동시에 향후 현대차그룹의 타 권역 성장에도 기여할 수 있기에 별도의 목차에서 살펴보고자 한다. 2024년 기준 글로벌 하이브리드 판매량은 854만대 17.6% YoY를 기록했다. 주요 권역별로는 중국 90.4만대, +9.6% YoY, EU 341만대 +18.5% YoY, 미국 157만대 +35% YoY 등 서로 사뭇 다른 모습을 보여주고 있다. 중국의 경우 대수는 꾸준히 증가 중이나, 전기차 대비 낮은 수요 및 시장 성장을 보여주고 있다. 유럽의 경우 미국과 비슷한 성장세가 관찰되나, 풀하이브리드 차량이 아닌 마일드 하이브리드 차량 구매수요가 커 현대차그룹의 하이브리드 전략과는 거리가 있다. 미국의 경우 하이브리드 판매대수는 글로벌 판매량 대비 18% 수준이고, 성장성 또한 글로벌 시장 대비 가파른 모습이다.

그림48. 글로벌 하이브리드 판매대수 및 YoY



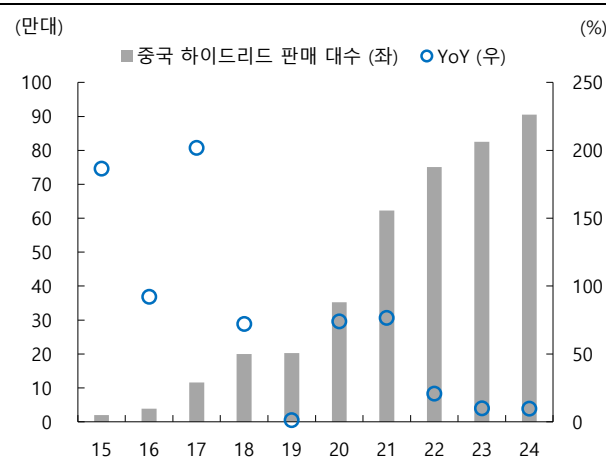
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림49. 미국 하이브리드 판매대수 및 YoY



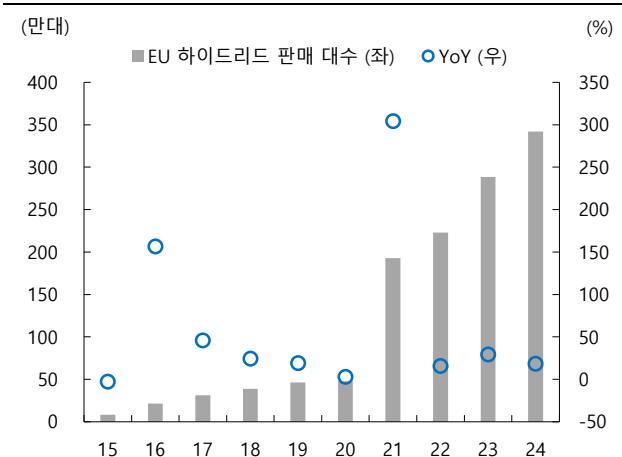
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림50. 중국 하이브리드 판매대수 및 YoY



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림51. 유럽 하이브리드 판매대수 및 YoY

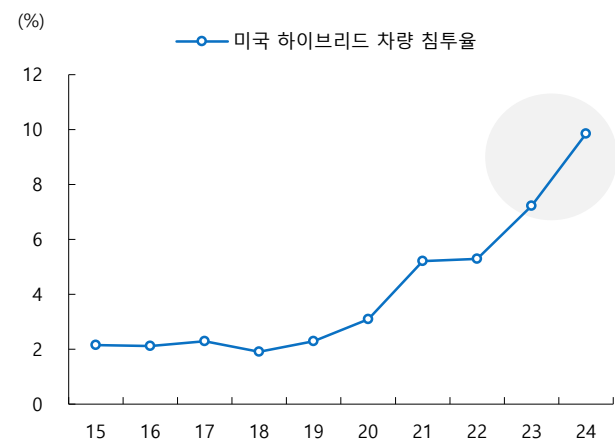


자료: Marklines, iM증권 리서치본부

최근 가파른 성장세가 가팔라지고 있는 미국 하이브리드 시장

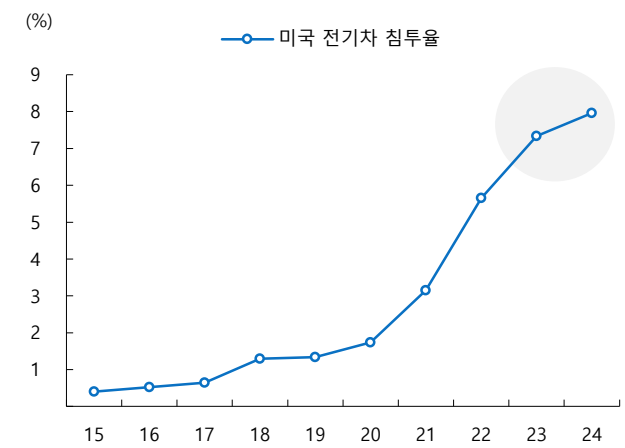
2024년 기준 미국 하이브리드 침투율은 약 10.5%로 파악되고, 전기차 침투율은 약 7.9% 수준이다. 침투율 자체만 놓고 보면, 미국 하이브리드, 그리고 전기차 시장 수요가 큰 차이가 없어 보이나, 최근 성장성은 하이브리드가 더 가파르게 나타나고 있다. 2022~2024년 미국 하이브리드 침투율 CAGR은 23% 수준인데 반해, 2022~2024년 미국 전기차 침투율 CAGR은 12%에 그친다. 해당 기간 내 상당 수준 이상의 전기차 구매 보조금이 지급되고 있음에도 하이브리드 차량 수요가 더 빠르게 올라오고 있는 것이다. 현대차그룹의 미국 하이브리드 판매 증가세도 매우 고무적이며, 2021년부터 미국 하이브리드 판매량이 급격하게 증가하고 있다. 2024년 기준 현대차 13.6만대 + 39.8% YoY, 기아 8.6만대 +0.2% YoY를 기록했으며, 이는 전체 그룹 미국 판매량 대비 13.1% 수준이다.

그림52. 미국 하이브리드 차량 침투율 추이



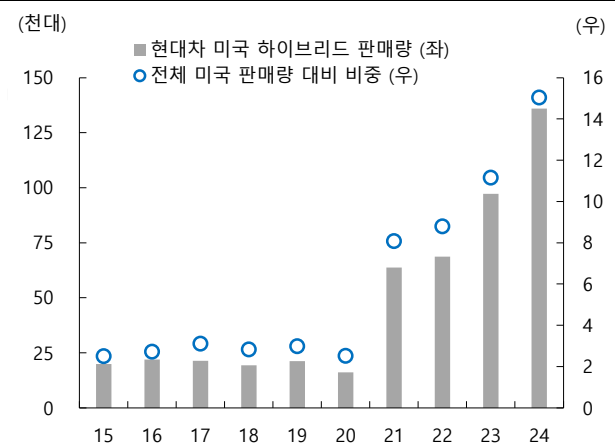
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림53. 미국 전기차 침투율 추이



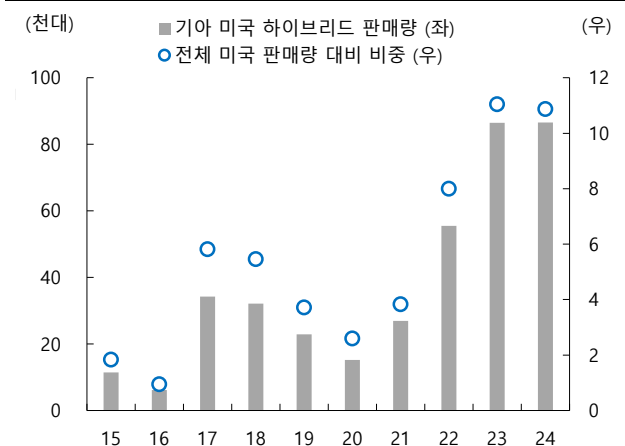
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림54. 현대차 북미 하이브리드 판매 대수 추이



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림55. 기아 북미 하이브리드 판매 대수 추이

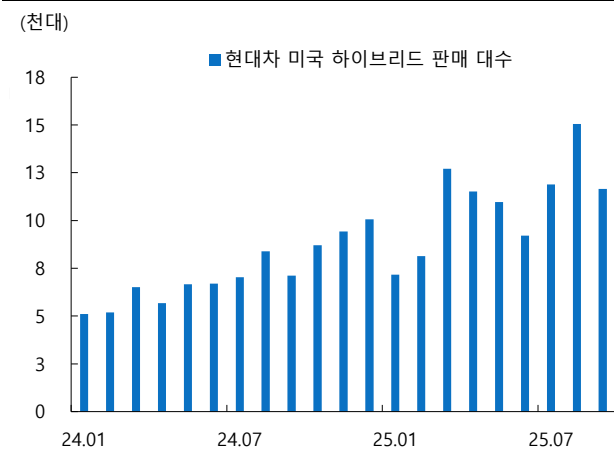


자료: Marklines, iM증권 리서치본부

올해 들어서도 강한 미국 하이브리드 수요는 현대차그룹에서도 관찰 가능

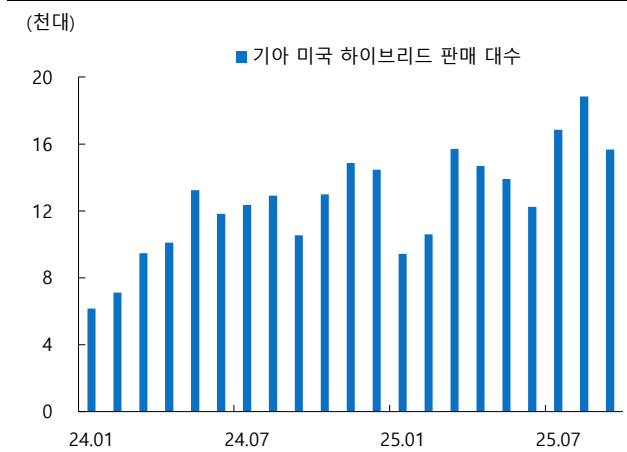
특히 올해 들어 현대차그룹의 미국 하이브리드 판매 증가세는 더 두드러지고 있다. 2024년 9월 누적기준 현대차그룹 미국 하이브리드 차량 판매 대수는 22.6만대 +48.7% YoY를 기록했다. 현대차의 경우 소나타, 엘란트라 등 세단 차량, 그리고 투싼, 쏘렌토 등에 걸쳐 전반적인 하이브리드 차량 판매가 증가했다. 기아 스포티지 등 주요 SUV 하이브리드 차량을 중심으로 고른 수요가 나타났다. 현대차그룹은 더 나아가 2026년부터 미국 하이브리드 시장 성장성이 더욱 가팔라질 것으로 전망하고 있는데, 그 근거 중 하나는 2025년 일부 차종부터 적용되고 있는 현대차그룹의 차세대 하이브리드 플랫폼 TMED-2이다.

그림56. 현대차 미국 하이브리드 월별 판매 대수 추이



자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림57. 기아 미국 하이브리드 월별 판매 대수 추이



자료: 기아, iM증권 리서치본부

그림58. 현대차그룹의 차세대 하이브리드 플랫폼 TMED-II에는 2개의 모터를 사용



자료: 현대차그룹, iM증권 리서치본부

현대차그룹의 TMED-2 플랫폼 탑재 차량은 2026년부터 본격적 생산

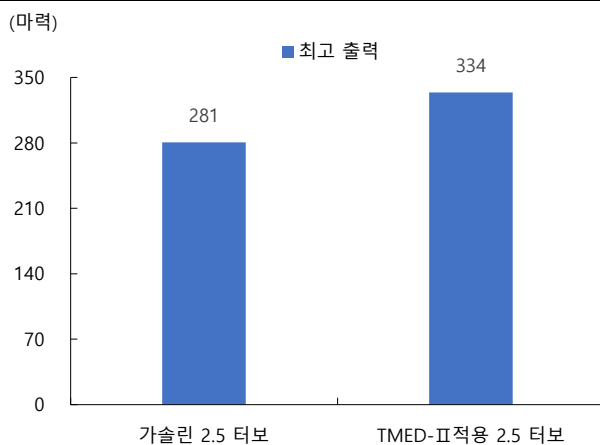
현대차그룹의 차세대 하이브리드 플랫폼 TMED-2가 최초로 적용될 차량은 더 올 뉴 펠리세이드이다. 현대차그룹의 경우 2010년대 초부터 누우 2.0 Mpi, 쉼타 2.4Mpi 기반 하이브리드 엔진을 바탕으로 한 차량을 개발해왔으나, 제한적인 출력 탓에 출시 하이브리드 차량은 세단에 집중되었다. 이후 배기량 및 출력 개선을 위해 1.6 GDi, 감마 1.6터보 엔진을 개발해왔고, 이를 기점으로 SUV로의 하이브리드 제품 확대가 이뤄지기 시작했다. 그럼에도 현대차그룹의 기존 하이브리드 플랫폼은 중대형 이상 SUV 및 프리미엄 제품군에 탑재되기에는 출력 및 연비에 있어 경쟁 제품 대비 열위에 있던 것이 사실이다. 차세대 TMED-2 하이브리드 플랫폼은 이와 같은 문제를 상당 부분 해결한 것으로 판단되며, 이에 따라 중대형 차종을 중심으로 TMED-2 차량 플랫폼을 탑재할 전망이다. 25.4Q부터 더 올 뉴 펠리세이드는 미국 현지 판매가 예정되어 있는 상황이다.

그림59. 2025년 풀체인지와 동시에 TMED-II 하이브리드 플랫폼이 탑재될 더 올 뉴 펠리세이드



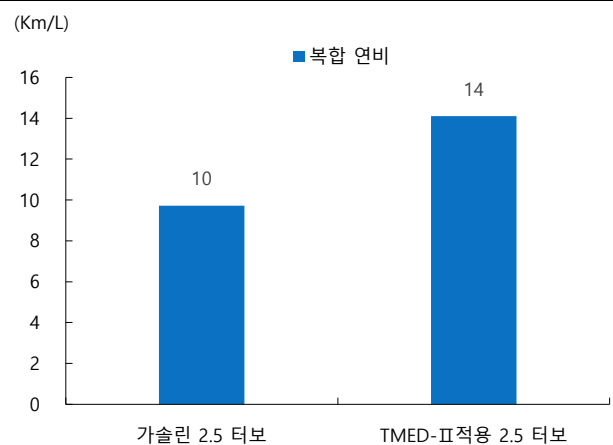
자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림60. TMED-II 플랫폼 성능 개선 사항



자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림61. TMED-II 플랫폼 성능 개선 사항



자료: 현대차, iM증권 리서치본부

현대차그룹의 하이브리드 경쟁력 확대를 위해선 라인업 확대가 필수

현대차그룹의 미국 하이브리드 시장 경쟁력 재고를 위해서 하이브리드 차량 라인업 확대 또한 필요하다. 현재 현대차그룹이 미국 내 판매 중인 하이브리드 차량은 현대차: 엘란트라, 소나타, 투싼, 쏘타페, 기아: 니로, 스포티지, 소렌토, 카니발 등이 대표적이다. 반면 Toyota의 경우 Corolla, RAV4 등을 중심으로 약 16개 하이브리드 차량을 판매 중이며, Lexus도 8개 이상의 하이브리드 차량을 판매 중이다. 또한 차세대 하이브리드 플랫폼 탑재로 인해 차량당 개발비 상각분은 증가할 것인데, 이를 최소화하기 위해서라도 제품 라인업 확대가 필요하다. 이에 현대차는 2030년까지 하이브리드 차종을 18개로 확대할 예정이며, 기아 또한 2028년까지 하이브리드 차종을 현재 6개에서 9개로 늘릴 계획이다. 현대차그룹은 2030년 기준 친환경차 (전기차, 하이브리드 차량 포함) 330만대 판매를 목표하고 있는데, 이 중 상당수가 하이브리드 차량일 것으로 판단된다. 더불어 현재 현대차그룹 하이브리드 차량 중 현지 생산이 이뤄지고 있는 차종은 쏘타페 하이브리드에 불과한데, 현대차그룹은 향후 HMGMA를 중심으로 중대형 SUV 하이브리드 차량 또한 생산할 계획임을 밝히고 있다.

그림62. 현대차는 2030년까지 하이브리드 차종을 18개까지 확대하겠다는 목표 수립 (기아의 경우 2028년까지 9개로 차종 확대)



자료: 현대차, iM증권 리서치본부

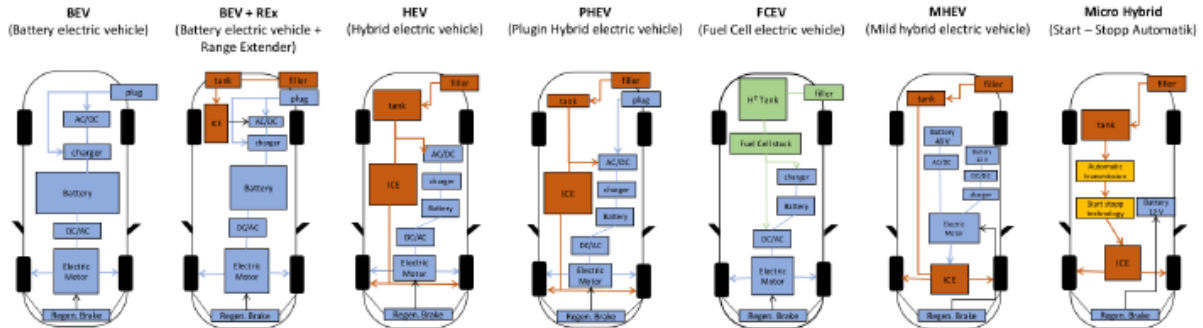
[참고] 하이브리드 기술 개요: MHEV부터 PHEV까지

하이브리드 차량은 기존 내연기관 엔진 의존도가 얼마나 높은지에 따라서 MHEV(Mild HEV)부터 HEV(Full HEV), PHEV(Plug-in Hybrid)로 나뉘어진다.

(1) MHEV는 내연기관 엔진이 주 동력원으로 전기 모터는 엔진 부하를 줄이고 연료 효율을 개선하는 용도로만 사용된다. 전기모터가 보조적으로 사용되기 때문에 0.2kWh 용량, 48V의 낮은 전압의 배터리를 탑재한다. (2) PHEV는 내연기관차와 전기차가 혼재되어 있는 구조이다. 배터리와 전기모터로 주행하다가 배터리가 다 소모된 후에는 내연기관 엔진으로 주행한다. 보통 단거리 운행 시 전기 모터를, 장거리 운행 시 내연기관 엔진을 사용한다. 그렇기 때문에 8kWh~20kWh 높은 용량의 배터리 탑재와 외부 충전이 필수적이다.

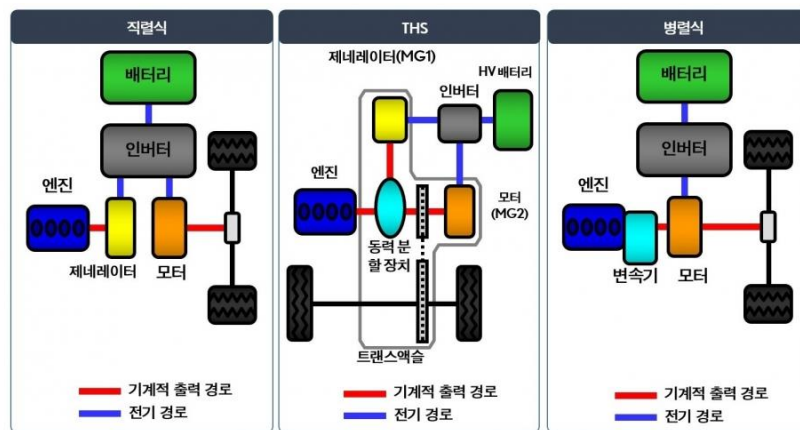
(3) HEV (풀하이브리드)는 내연기관 엔진과 전기모터를 연결하는 구조이며, 연결 방식에 따라 직렬, 병렬, 그리고 직병렬로 구분된다. ① 직렬 방식은 엔진→제너레이터→배터리→모터→트랜스미션 순으로 동력이 전달되며, 엔진은 전기 생산을 위한 발전기의 역할을 한다. 구조는 EREV(Extended Range Electric Vehicle)과 비슷하다. 과거 디젤 기관차에 적용되던 기술로, 차량에 적용하기에는 동력 변환 과정에서의 손실이 높아 효율성이 낮았다. 이후 Honda가 구동 모터에 엔진 발전용 모터를 추가해 이를 보완했다. ② 병렬 방식은 엔진과 변속기에 1개의 모터를 추가한 구조로, 저속 주행 시 전기 모터가 변속기를 통해 구동한다. 이후 가속 단계에서는 엔진이 엔진클러치를 통해 개입하기 시작한다. 엔진과 모터를 혼합하기 때문에 엔진과 모터가 같은 속도로 회전하도록 하는 기술이 관건이다. 대표적으로 현대차그룹이 병렬 방식의 하이브리드를 사용하고 있으며, 변속기를 초당 500회 가까이 정밀제어하며 모터와의 토크매칭을 이루었다. ③ 가장 이상적인 구조는 Toyota가 사용하고 있는 직병렬 구조로 여겨진다. 엔진 발전용 모터와 구동용 모터를 탑재하며, 이 두 개의 모터는 동력 분할 장치(Power Split Device)와 같이 변속기의 역할도 대신한다. 별도의 변속기를 탑재하는 병렬식은 공간에 대한 제약이 있어 고출력의 모터를 탑재하기 어렵지만, 직병렬식은 그렇지 않기 때문에 중저속의 시내 주행에서 더 높은 연비가 가능하다. 또한 엔진 발전용 모터와 구동용 모터가 독립적으로 작동하기 때문에 엔진과 엔진 발전용 모터가 실제 소모량보다 많은 전기 에너지를 발전시켰을 때는 남은 전기 에너지를 배터리에 충전을 하는 것도 가능하다.

그림63. 친환경차의 종류는 내연기관 엔진에 대한 의존도를 기준으로 MHEV, PHEV, HEV, BEV 등 다양함



자료: X-Engine, iM증권 리서치본부

그림64. Full-HEV는 내연기관 엔진과 모터를 연결하는 방식에 따라 직렬식, THS, 병렬식으로 구분



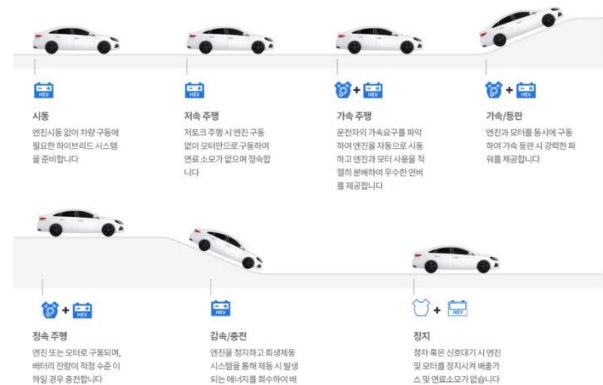
자료: Toyota, iM증권 리서치본부

그림65. 친환경차의 종류는 내연기관 엔진에 대한 의존도를 기준으로 MHEV, PHEV, HEV, BEV 등 다양함

Energy source	Vehicle type	Propulsion device
Hydrocarbon fuel	ICEV	Combustion engine
	mHEV	
	MHEV	
	HEV	
	PHEV	
Battery	REEV	Electric motor
	BEV	
	FCEV	
Hydrogen		

자료: X-Engine, iM증권 리서치본부

그림66. 병렬 방식 Full-HEV는 저속 주행 시 전기 모터가 변속기를 통해 구동, 이후 가속 단계에서는 엔진이 개입하기 시작

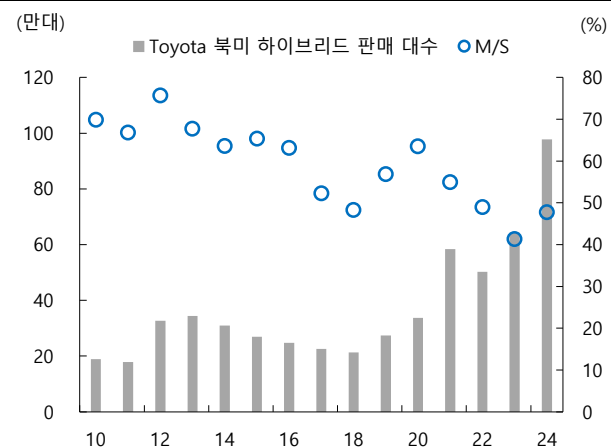


자료: 현대테크, iM증권 리서치본부

하이브리드 시장의 절대 강자 일본 OEM 추격을 위해선 고민이 필요

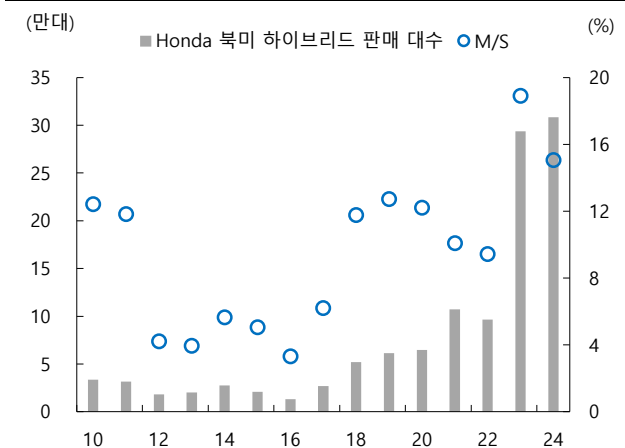
그러나 현대차그룹이 미국 하이브리드 시장 경쟁력을 높이기 위해서 넘어야 할 산이 있는데, 바로 일본 OEM들이다. Toyota와 Honda를 중심으로 한 일본 OEM들은 하이브리드 기술력에 있어서도 가장 앞서 있고, 미국을 포함한 글로벌 하이브리드 시장 M/S를 상당 부분 확보하고 있다. 2024년 기준 Toyota의 북미 하이브리드 판매 대수는 97.8만대, 시장 M/S는 47% 수준이다. Honda 또한 Civic, Accord, CR-V 등의 제한적인 제품 라인업을 보유하고 있음에도 불구하고, 2024년 기준 북미 하이브리드 판매대수 30.8만대, 시장 M/S 15.1% 등 경쟁력을 보여주고 있다. 일본 OEM들의 경우 제품 믹스에 있어서도 고수익 차종 비중이 이미 높은데, 2024년 기준 Toyota의 경우 SUV 이상 차종 비중이 65.4%이며, Honda는 SUV 비중이 69.2%에 달한다. 즉 단순히 제품 라인업 확대 및 현지 생산이라는 방법만으로는 현대차그룹이 일본 OEM을 빠르게 추격하기에 무리가 있고, 제네시스 등 프리미엄 제품군과 하이브리드의 연계가 필요하다고 판단된다.

그림67. Toyota 연간 북미 하이브리드 판매대수 및 시장 점유율



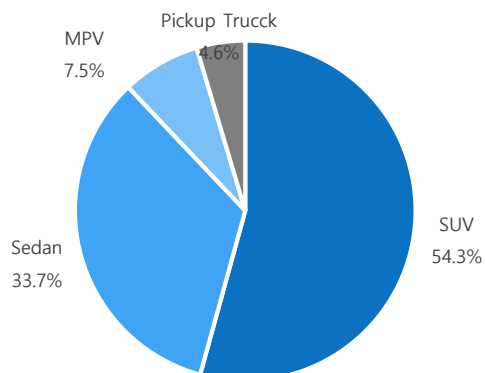
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림68. Honda 연간 북미 하이브리드 판매대수 및 시장 점유율



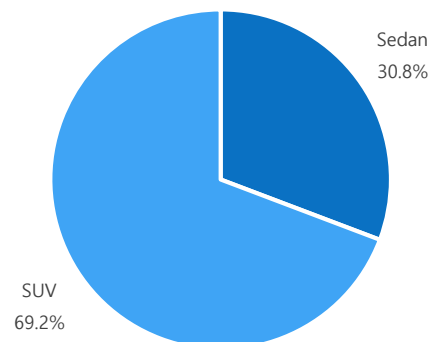
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림69. 2024년 기준 Toyota 북미 하이브리드 판매 차종 구성



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림70. 2024년 기준 Honda 북미 하이브리드 판매 차종 구성



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

[참고] Toyota 하이브리드 기술 개발 역사: 1977년부터 시작된 하이브리드

Toyota의 하이브리드 차량 개발은 1977년에 시작되었고, 1세대 프리우스 출시는 1997년이다. 이후 2003년 2세대, 2009년 3세대, 2016년 4세대, 2023년 5세대에 걸쳐 하이브리드 기술을 독자적으로 개발해왔다. 직병렬식 구조에 대한 특허와 이를 우회하는 기술에 대한 특허의 대부분을 Toyota가 보유하고 있었기 때문에, 현대차그룹과 Honda는 엔진, 모터, 변속기에 각각의 역할을 부여하면서 다른 구조의 하이브리드 기술을 개발해왔다. 2019년 Toyota는 2030년까지 23,740건의 특허를 무상으로 공개하겠다고 하였지만, 아직까지도 Full HEV의 기술적 장벽은 높다. Toyota와 Honda, Renault, 현대차그룹, Ford의 과점 시장이다. GM, Volkswagen, Mercedes Benz 등 최근 하이브리드 시장에 진입하려고 하는 완성차 업체들은 기술적 장벽이 상대적으로 낮은 PHEV에 진입하고 있다. 그러나 전기차와 내연기관의 부품을 모두 탑재하기에 가격대가 높고 수익성 또한 낮다.

Toyota는 1998년 출시한 Toyota Hybrid System(THS)에 DC-DC 컨버터를 추가해 모터의 전압과 출력을 높인 THS-II를 2004년 출시했다. 이후 THS-II의 파생 시스템인 Lexus Hybrid Drive를 출시해 후륜 구동 하이브리드 기술을 고도화시켰다. 점차 타 브랜드로도 하이브리드 시스템을 공급하기 시작하면서 Hybrid System Drive(HSD)라 명칭이 변경되었는데, HSD는 동력분배장치를 모터와 분리하여 THS보다 구동용 모터의 크기를 축소하였다. 이후에도 모터의 회전축을 분리해 시스템의 폭을 줄이고 프리우스의 배기량을 높이는 등 하이브리드 시스템 개량을 지속해왔지만, 기술 발전이 더 가속화되기 시작한 시기는 2018년부터이다. Lexus에 Multi-stage Hybrid를 적용하기 시작했는데, 4단 자동 변속기를 추가해 기존에 비해 엔진과 모터의 사용 범위를 확대시켰다. 기존에는 구동용 모터와 바퀴가 연결되어 있기 때문에 엔진 발전용 모터의 회전수의 한계에 따라 엔진 rpm의 범위가 정해졌다. 그러나 4단 변속기를 추가하면서 저속에서도 엔진rpm을 높일 수 있고 고속에서도 엔진 rpm을 낮출 수 있게 되었다. 즉, 기존에는 시속 70km부터는 엔진의 개입이 필요했지만, 해당 시스템에서는 엔진의 개입 없이도 2배 이상의 속도까지 가속하는 것이 가능해졌다. 이는 직병렬형 하이브리드의 단점 중 하나였던 고속 주행 시의 연비 효율 손실을 개선했다. 또한 최근의 하이브리드 기술 개발 트렌드는 글로벌 SUV 선호 트렌드에 발맞춰 하이브리드 엔진에 터보차저를 부착하여 출력을 강화하는 것으로 현대차는 2020년, Toyota는 2023년 Crown 2.4L Dual Boost를 출시했다.

그림71. 현대차그룹의 하이브리드 엔진 개발 역사: 2014년 2.0 → 2016년 1.6 → 2020년 1.6 그림34. 터보 순서로 안정화. 올해 말~내년 2.5 터보 + 듀얼모터 하이브리드 엔진 출시 예정

	현대차	기아	하이브리드 엔진	모터 출력	비고
2011	소나타 YF	K5 TF	누우 2.0Mpi	38kw	현대차그룹 병렬식 하이브리드 첫 차량
2013	그랜저 HG	K7 VG	쎬타 2.24Mpi	38kw	-
2014	소나타 LF	-	누우 2.0Gdi	38kw	Gdi가 Mpi 대비 출력과 연비효율 높음
2016	아이오닉 AE	니로 DE	카파 1.6Gdi	38kw	배기량을 낮춰 연비효율을 더 높임
2020	투싼 NX5	쏘렌토 MQ4	감마 1.6 터보	44~48kw	출력은 쎬타 2.4보다 높음과 동시에 배기량 낮춤
2021	-	K8 GL3	감마 1.6 터보	44~48kw	-
2021	싼타페 TMHEV	스포티지 NQ5	감마 1.6 터보	44~48kw	세단 중심 제품군에서 SUV로 확장 시작
2022	그랜저 GN7	-	감마 1.6 터보	44~48kw	-
2023	싼타페 MX5	카니발 KA4	감마 1.6 터보	44~48kw	내재화된 보조 배터리가 싼타페 MX5 탑재
2025	더 올 뉴 펠리세이드	텔루라이드 2세대	쎬타 3.2.5 터보	54kw (듀얼모터)	-

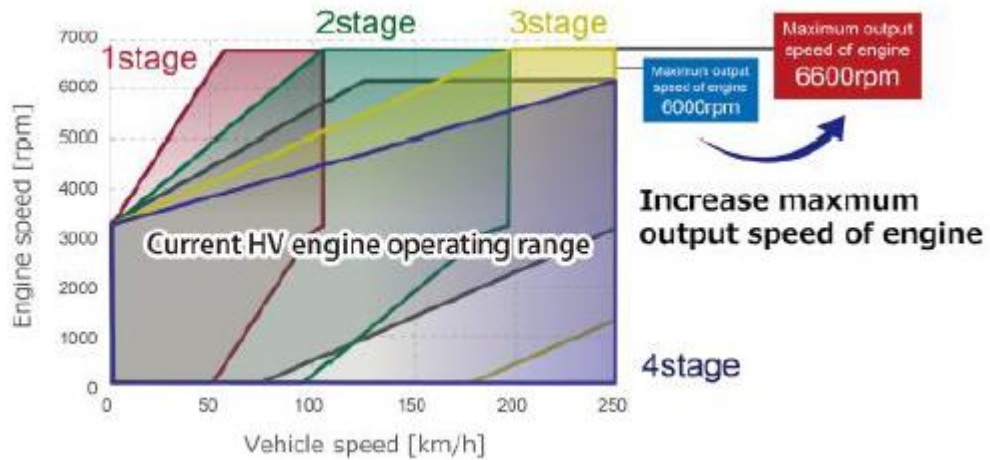
자료: iM증권 리서치본부

그림72. Toyota의 하이브리드 엔진 개발 역사: 1998년 THS → 2004년 THS-II → 2013년 HSD → 2018년 Multi-stage Hybrid → 2023년 Dual Boost Hybrid

	차량	하이브리드 엔진	비고
1998	Prius	1NZ-FXE 1.5L	Toyota Hybrid System (THS)
2004	Prius	1NZ-FXE 1.5L	Toyota Hybrid System (THS-II)
2006	RX400	3MZ-FE 3.3L	Lexus Hybrid Drive (LHD)
	Highlander	3MZ-FE 3.3L	Toyota Hybrid System (THS-II)
2007	Camry	2AR-FXE 2.5L	Toyota Hybrid System (THS-II)
	GS450	2GR-FXE 3.5L	Lexus Hybrid Drive for RWD
2010	HS250	2AR-FSE 2.4L	Lexus Hybrid Drive (LHD)
	RX450	2AR-FSE 2.4L	Lexus Hybrid Drive (LHD)
2013	ES300	2AR-FSE 2.5L	Hybrid System Drive (HSD)
2014	IS300	2AR-FSE 2.5L	Hybrid System Drive (HSD)
2015	NX300	2AR-FXE 2.5L	Hybrid System Drive (HSD)
2016	GS300	2AR-FSE 2.5L	Hybrid System Drive (HSD)
	GS450	2GR-FXS 3.5L	Hybrid System Drive (HSD)
	RX450	2GR-FXS 3.5L	Hybrid System Drive (HSD)
2018	LC500	2GR-FXS 3.5L	Multi Stage Hybrid
	LS500	2GR-FXS 3.5L	Multi Stage Hybrid
2023	Crown	T24A-FTS 2.4L	Dual Boost Hybrid

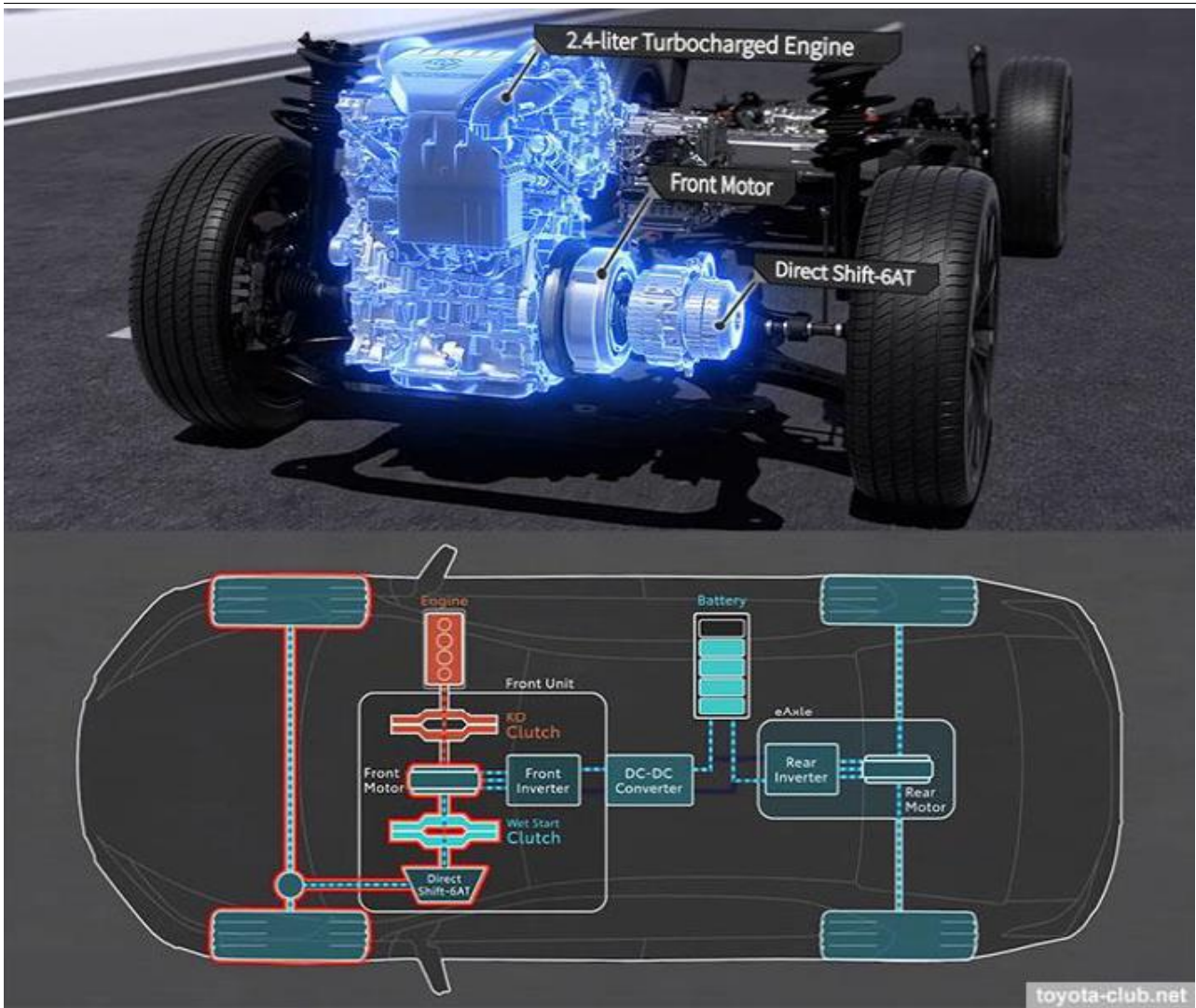
자료: iM증권 리서치본부

그림73. Multi-stage Hybrid System은 4단 자동 변속기를 추가해 기존에 그림38. 비해 엔진과 모터의 사용 범위를 확대



자료: Toyota, iM증권 리서치본부

그림74. 하이브리드 엔진에 터보차저를 부착하여 출력을 강화하는 Crown 2.4L Dual Boost를 출시



자료: Toyota, iM증권 리서치본부

미국 내 부진한 경쟁 프리미엄 브랜드, 제네시스가 추격할 수 있는 기회

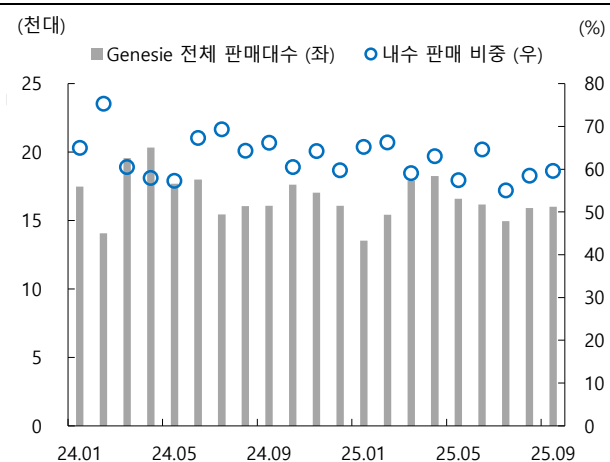
당사는 앞서 관세가 발생하고 있는 현대차그룹의 북미 시장 경쟁력 재고를 위한 방법 중 하나로 프리미엄 제품 판매 확대를 꼽은 바 있다. 현재 제네시스의 해외 판매 비중은 약 30% 수준에 불과하다. 현대차그룹은 제네시스 판매 권역 확대를 목표하고 있으나 현재로서는 경쟁 업체 대비 제품 포지셔닝이 모호한 것이 사실이다. 다만 현재 북미 내 프리미엄 브랜드들의 성장세가 둔화되고 있고, 이는 제네시스 브랜드력을 높일 수 있는 기회이다. 2024년 기준 제네시스의 해외 판매량 중 SUV 비중은 이미 80%에 육박하고 있으며, 미국 또한 이와 같은 기조가 앞으로도 관찰될 것이다. 또한 제네시스 하이브리드 차량 출시를 통한 경쟁력 확보도 필요하다. 실제로 현대차그룹의 경우 26.2Q를 기점으로 G80 하이브리드 및 GV80 하이브리드 차량을 미국 내 출시할 예정이다.

그림75. 미국 현지에서 테스트 중인 G80 하이브리드 26.3Q 미국 출시 예정



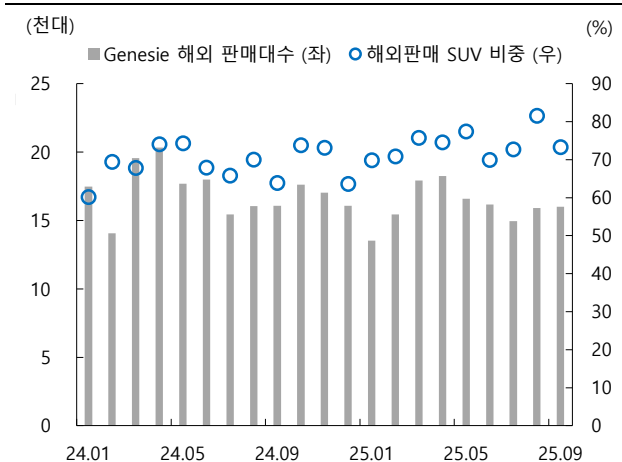
자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림76. 현대차 월별 전체 제네시스 판매대수 및 내수 비중 추이



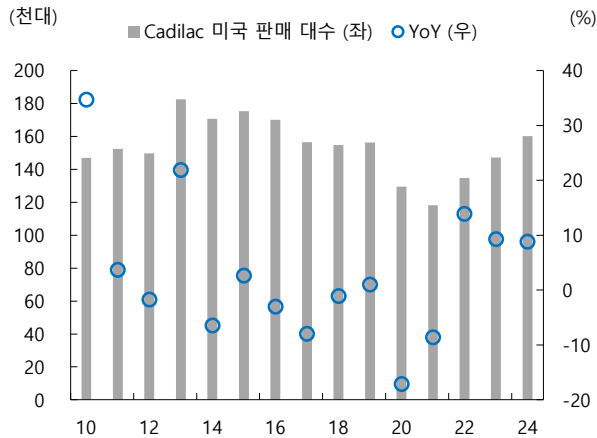
자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림77. 현대차 월별 제네시스 해외판매 대수 및 SUV 비중 추이



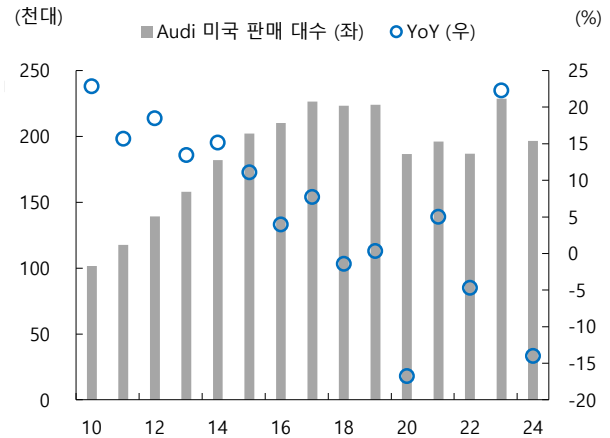
자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림78. Cadillac 미국 판매 대수 추이 및 YoY



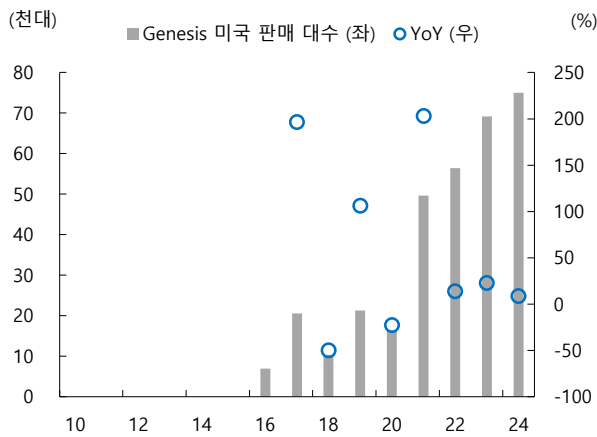
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림79. Audi 미국 판매 대수 추이 및 YoY



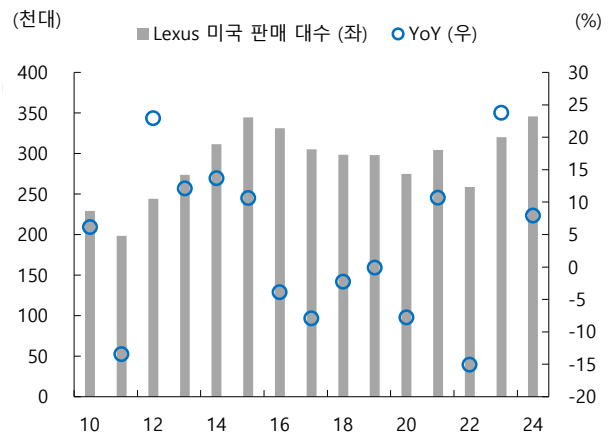
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림80. Genesis 연간 판매 대수 추이 및 YoY



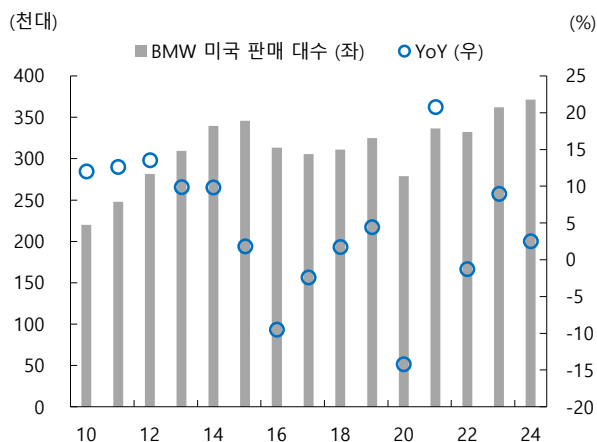
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림81. Lexus 연간 미국 판매 대수 추이 및 YoY



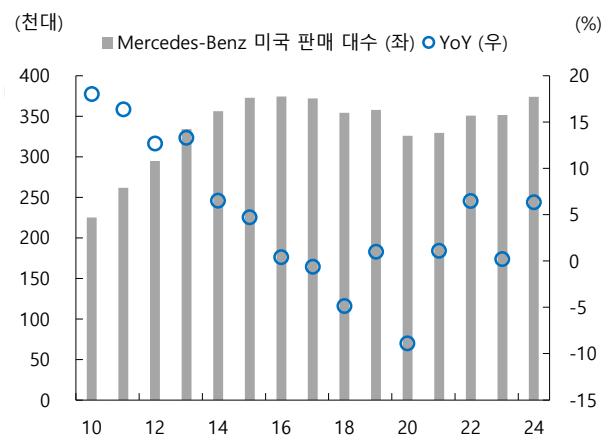
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림82. BMW 연간 미국 판매 대수 추이 및 YoY



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림83. Mercedes-Benz 미국 판매 대수 추이 및 YoY

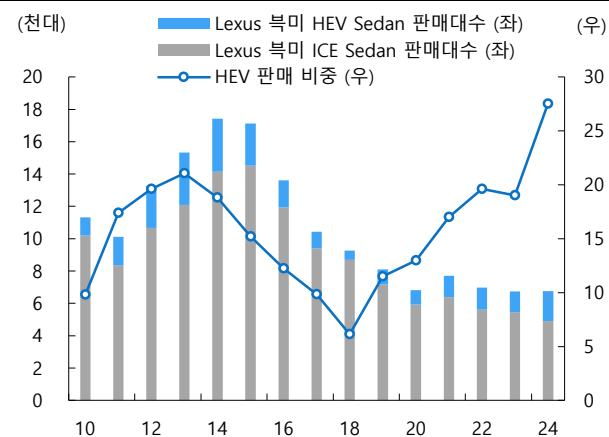


자료: Marklines, iM증권 리서치본부

단순한 프리미엄 차량 확대가 아니라 하이브리드를 혼합한 투트랙 전략 필요

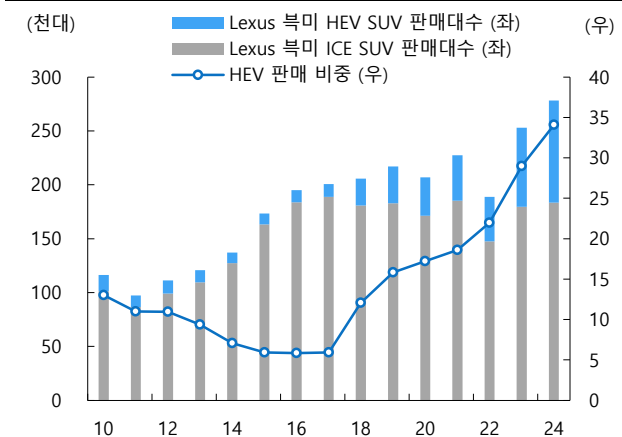
제네시스의 향후 경쟁 상대가 될 수밖에 없는 Toyota 산하 프리미엄 브랜드 Lexus의 경우 이미 높은 하이브리드 판매 비중을 보여주고 있다. 2017년 Lexus의 약 5% 수준에 불과하던 하이브리드 판매 비중은 2024년 기준 세단 차량 (Lexus CT, ES, GS, LS, LS 등) 27%까지 증가했고, SUV 차량 (Lexus UX, NX, RX, TX 등)의 경우 34%까지 증가했다. 이미 Lexus의 경우 단순 프리미엄 브랜드를 넘어서 하이브리드 차량의 대명사로 자리잡았기 때문에, 하이브리드 판매 비중은 계속해서 증가할 전망이다. 현대차그룹은 올해 G80 하이브리드 출시를 기점으로 빠르게 이를 추격할 전망이나, 경쟁 업체와 다른 후륜구동 기반 차량이라는 불확실성이 존재한다. 실제로 Lexus의 경우 현재 판매 중인 거의 모든 하이브리드 차량은 전륜 및 사륜구동 모델이다. 곧 출시될 현대차그룹의 G80 및 GV80 하이브리드 차량에서 뛰어난 승차감이라는 후륜구동의 장점을 살리되, 유의미한 연비 상승을 보여줄 수 있을지를 지켜볼 필요가 있다.

그림84. 렉서스 북미 세단 판매 대수 대비 하이브리드 차종 비중



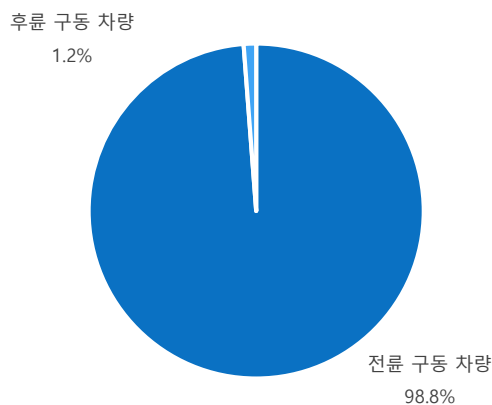
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림85. 렉서스 SUV 세단 판매 대수 대비 하이브리드 차종 비중



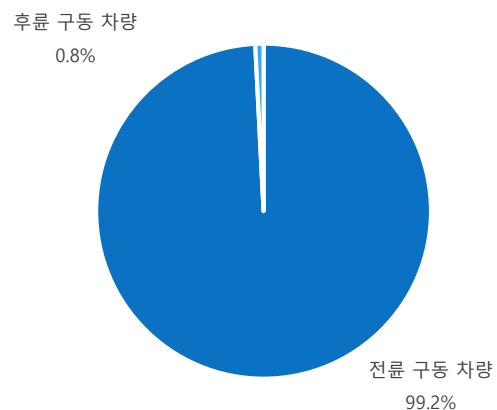
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림86. 2024년 기준 Lexus 하이브리드 북미 차량 중 후륜 차량 비중은 매우 낮음



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림87. 2024년 기준 Lexus 글로벌 판매 차량 중 후륜 차량 비중 또한 극히 낮음



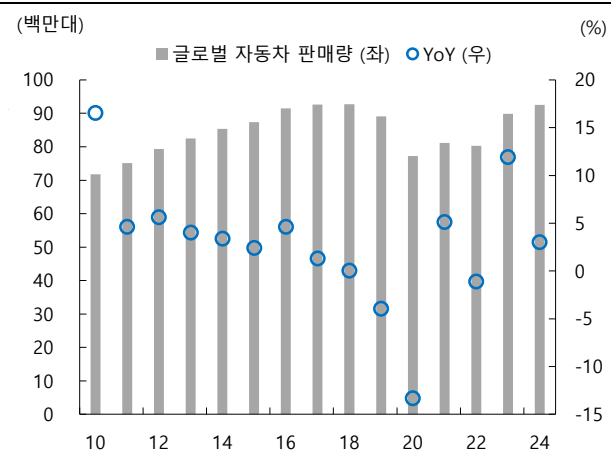
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

II. 미국에 가려진 인도라는 가치

1. 주춤하고 있으나 포기할 수 없는 인도 시장

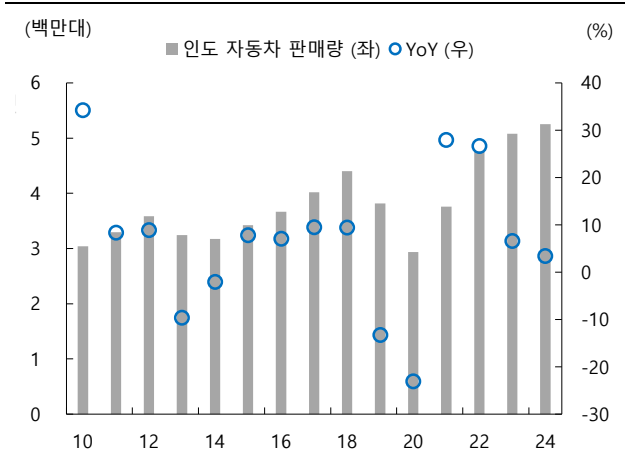
2024년 인도 자동차 판매대수는 약 478만대로 전년 대비 약 3.5% 증가했으며, 글로벌 전체 시장 대비 약 3.5% 시장 규모를 보여주고 있다. 다만 인도 전체 경제와 더불어 향후 자동차 보급 대수의 측면에서 특히 높은 성장성이 기대되는 시장이다. 인도 전체 경제 규모 대비 자동차 포함 제조업은 약 15%의 비중을 차지하고 있으며, 그 중 자동차 산업 의존도는 45% 수준에 달한다. 현대차그룹은 지난 2025년 10월 기준 인도 투자 계획을 종전 5.2조에서 7.2조원으로 상향한다고 밝혔다. 투자 기간 또한 2032년을 기한으로 두었으나, 이를 2030년으로 단축했다. 미국 관세 리스크로 인해 OEM들의 성장성에 불확실성이 존재하는 지금 같은 상황에서 인도 시장의 가치를 다시금 확인하고자 한다.

그림88. 글로벌 자동차 판매량 및 YoY



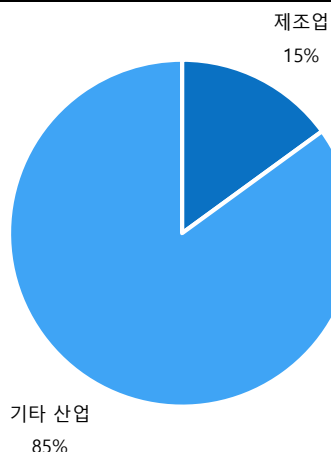
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림89. 인도 자동차 판매량 및 YoY



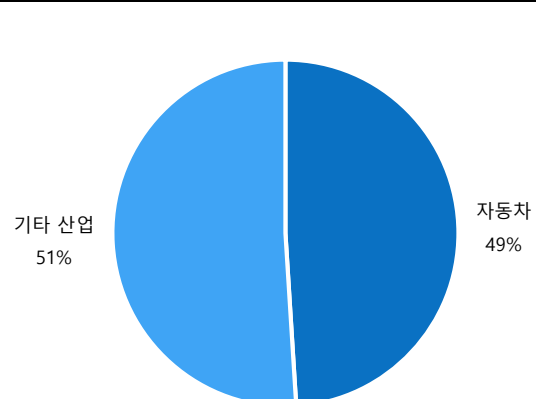
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림90. 2024년 기준 인도 산업별 GDP 비중



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림91. 2024년 기준 인도 제조업 내 GDP 비중

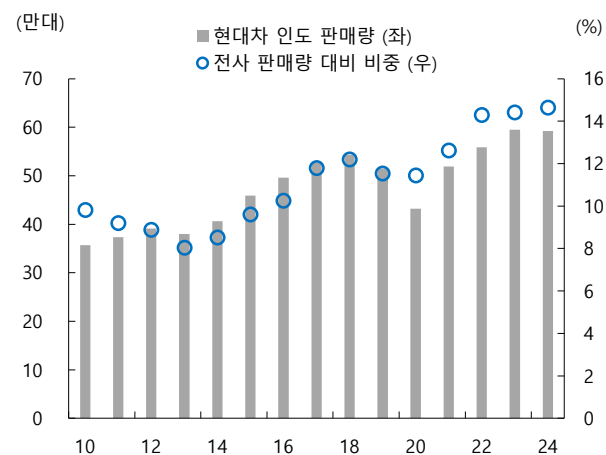


자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

현대차그룹 판매량 대비 10%를 구성하고 있는 인도 시장

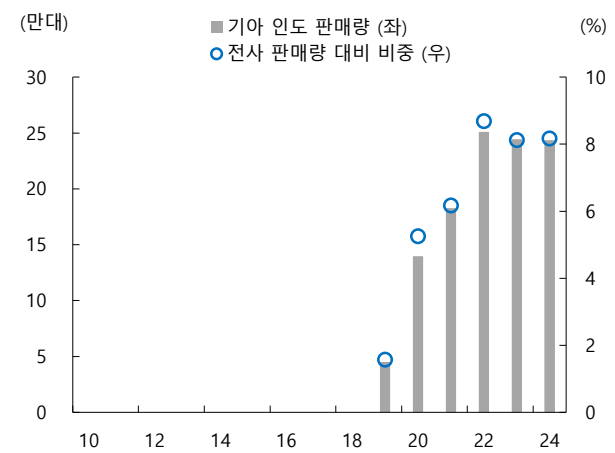
2024년 기준 현대차그룹 인도 판매량은 현대차 59.2만대 (전사 비중 14.6%), 기아 24.3만대 (전사 비중 8.2%) 등으로 구성된다. 현대차의 경우 2010년대 초반부터 꾸준한 판매 대수 증가세를 보여왔으며, 기아 또한 2019년 인도 진출 이후 SUV-C 세그먼트 제품 위주를 통해 판매대수를 공격적으로 늘려왔다. 다만 2021년 이후 양사의 인도 판매 동향 성장성은 둔화되고 있는 것이 사실이다.

그림92. 현대차 인도 판매량 및 전사 비중



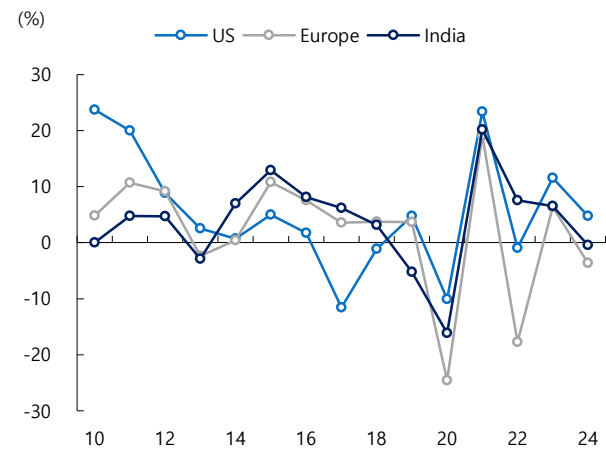
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림93. 기아 인도 판매량 및 전사 비중



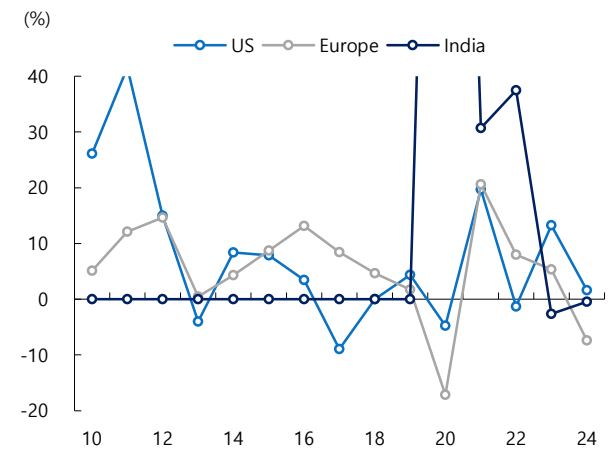
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림94. 현대차 인도 도매 대수 및 YoY



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림95. 기아 인도 도매 대수 및 YoY

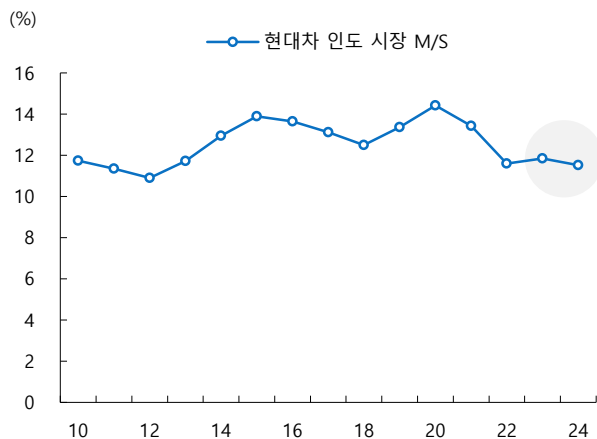


자료: Marklines, iM증권 리서치본부

현대차그룹의 최근 인도 시장 M/S 증가세는 둔화되고 있는 것이 사실

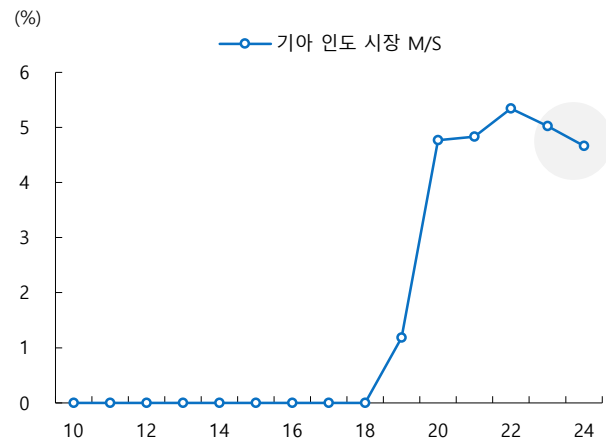
앞선 내용에서 살펴본 바와 같이, 인도 자동차 시장 자체의 성장성 둔화 영향도 존재하나, 최근 현대차 및 기아의 시장 점유율이 정체되어 있다는 점은 부인할 수 없는 사실이다. 2024년만 놓고 봐도 양사의 차량 판매 동향은 정체되어 있다. 결국 이와 같은 모습에 시장 내 많은 투자자들은 현대차그룹의 미국 성장성 혹은 전사 하이브리드 판매 성장에 집중할 뿐, 인도에 낮은 관심을 두고 있는 것이다.

그림96. 현대차 인도 시장 연간 M/S 추이



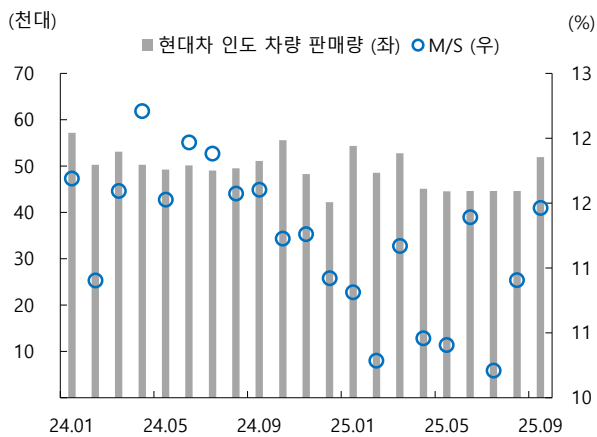
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림97. 기아 인도 시장 연간 M/S 추이



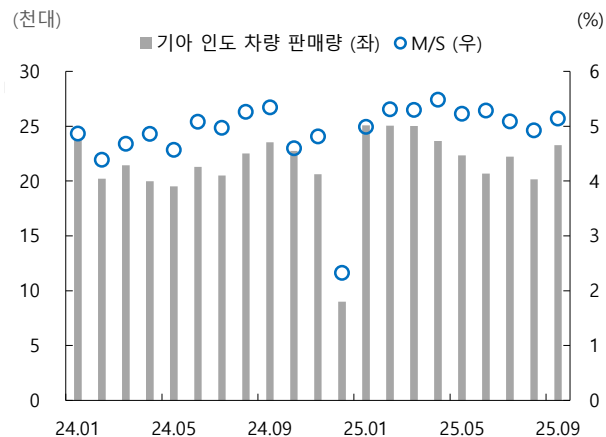
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림98. 현대차 인도 월간 차량 판매량 및 인도 M/S



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림99. 기아 인도 월간 차량 판매량 및 인도 M/S

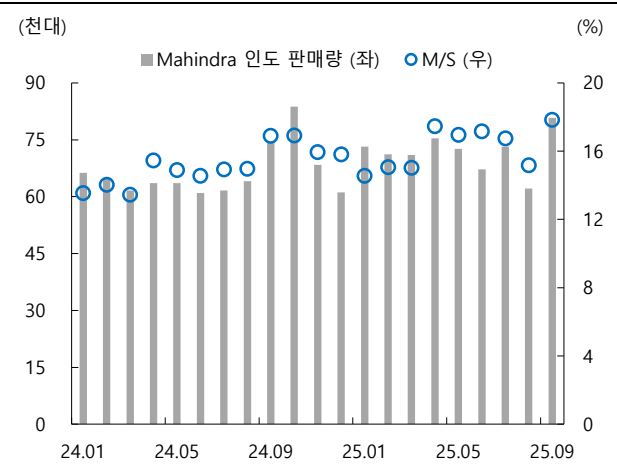


자료: Marklines, iM증권 리서치본부

인도 OEM들의 M/S 증가가 관찰되고 있는 상황

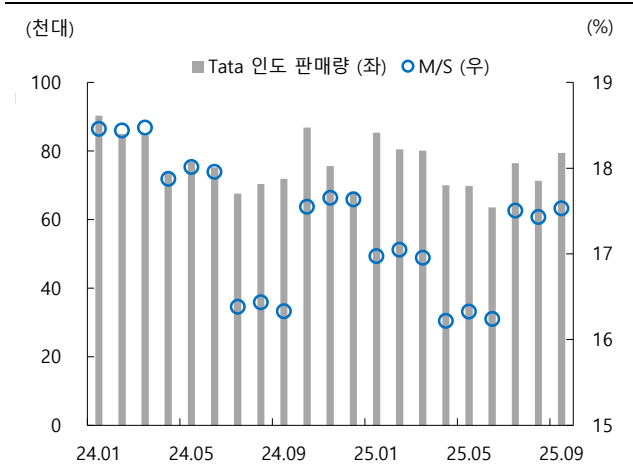
최근 관찰되고 있는 현대차그룹의 인도 동향의 가장 큰 변수는 바로 인도 OEM의 시장 점유율 확대 추세다. 인도 완성차 OEM으로는 Mahindra & Mahindra, Tata Motor 등이 대표적인 업체들이다. Mahindra & Mahindra의 경우 SUV-D급의 중형 SUV 및 상용차량에 경쟁력을 보유하고 있으며, Tata Motor 경우 SUV-B 등 인도 시장 내 수요가 가장 강하고 저렴한 볼륨 모델에 강점을 가지고 있다. 이는 뒤에서 후술한 현재 현대차그룹의 인도 판매 전략과 상당히 유사하며, 가격 경쟁력 및 A/S 편의성을 가지는 로컬 OEM에게 시장 점유율 뺏기고 있는 상황이다. 다만 이는 현대차그룹에만 국한되는 것은 아니며, 인도 시장의 터줏대감인 Suzuki마저 최근 5년새 가파른 M/S 감소를 겪고 있다.

그림100. Mahindra & Mahindra 인도 연간 판매량 및 M/S



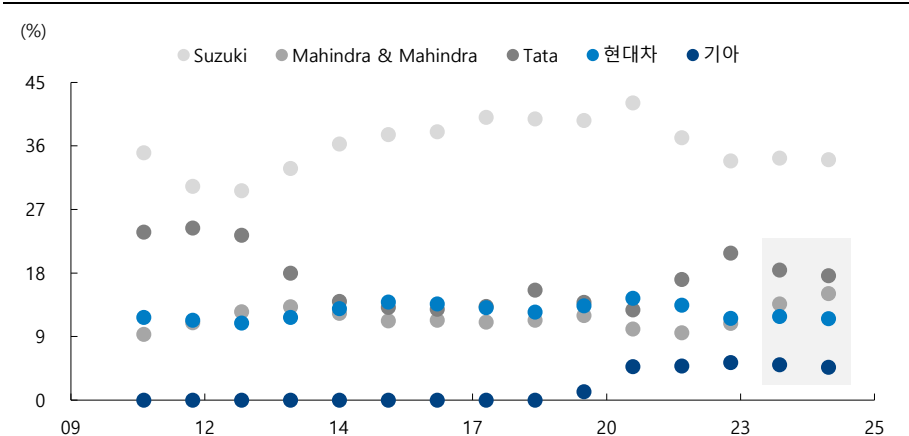
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림101. Tata Motor 인도 연간 판매량 및 M/S



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림102. 인도 내 주요 완성차 OEM 연간 시장 M/S 추이



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

주: Medium~ Heavy Ruck 포함

주요 인도 내 OEM들은 미래 투자 계획 규모를 상향

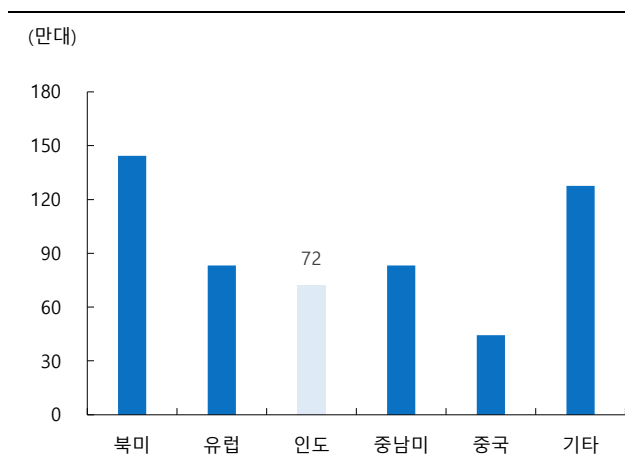
그럼에도 불구하고, 현대차그룹 뿐 아니라 해외 OEM은 향후 공격적인 인도 투자 계획을 밝혔으며 그 규모 또한 계속해서 커지고 있다. 2030년 앞서 언급했듯이, 현대차는 인도 투자 규모는 늘리고 기간은 줄이면서 연평균 투자액을 약 8,000억원 상향했다. Suzuki 또한 2030년까지 인도 시장에만 약 11조원 규모의 투자를 계획하고 있음과 동시에 인도 구자라트주 전기차 공장 건설도 완료되었다. Toyota는 인도 시장 내에서 Suzuki와 긴밀히 협력하고 있는데, 양사의 하이브리드와 전기차를 각 위탁 생산하고 있다. 이처럼 많은 OEM들은 현재 업황을 넘어 인도 자동차 시장의 가치를 높이 평가하고 있다.

그림103. 인도 내 주요 완성차 OEM 미래 인도 투자 내용 정리

업체	발표 시점	주요 내용
현대차	25.10	2030년까지 약 7조원 규모의 투자계획을 발표. 이는 종전 투자 목표 대비 34% 증가한 수준
기아	25.10	현지 생산 EV 라인업 확대 및 주요 RV 차량 수요를 통해 2030년 판매량 40만대 및 M/S 7.4% 목표
Suzuki	25.02	2030년까지 약 11조원 규모의 투자 계획을 발표. 이를 통해 현지 생산 능력 확장 및 수출 거점 확립
Toyota	25.08	인도 내 4번째 생산 공장 신설 추진 중. 이미 벵갈루루 지역에 건설 중인 공장 완공시 연 40만대 생산체제
Tata	25.04	2030년까지 최대 41억달러 규모 투자 계획. 전기차 라인업 확대 및 충전 인프라 등 EV 생태계 확대 목표

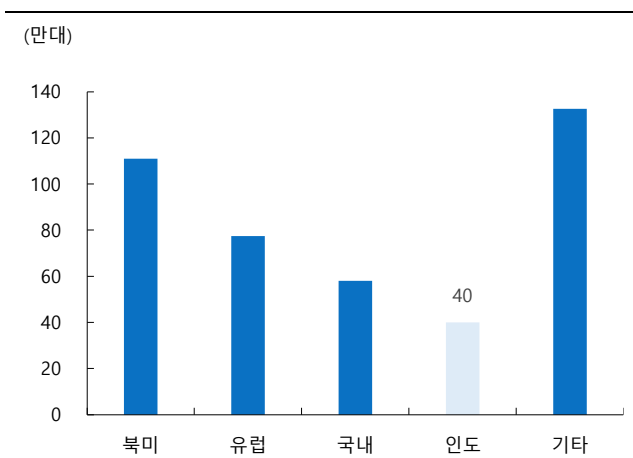
자료: iM증권 리서치본부

그림104. 현대차 2030년 주요 지역 판매량 가이드선스



자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림105. 기아 2030년 주요 지역 판매량 가이드선스



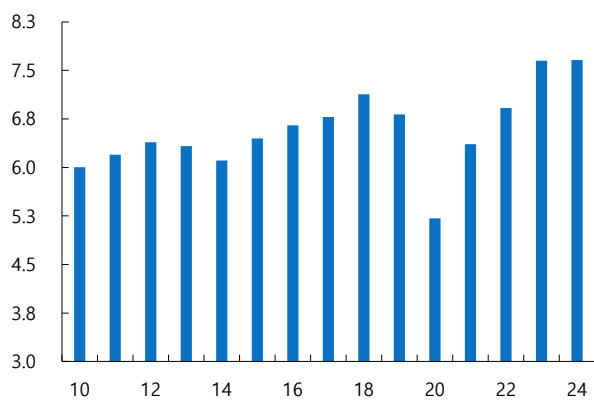
자료: 기아, iM증권 리서치본부

인도 시장은 글로벌 권역 수출 거점이라는 역할도 수행 가능

인도 시장의 가치는 단순히 판매 대수 증가에 따른 성장 기여 외 글로벌 생산 거점이라는 역할도 존재한다. 2025년 9월 기준 현대차 인도 첸나이 공장 생산 물량의 해외 누적 수출 대수는 370만대를 돌파했다. 향후 현대차는 첸나이 1,2 공장, 그리고 GM으로부터 인수한 탈레가온 공장을 활용해 2030년 까지 110만대 생산 체제를 갖출 예정이며, 인도 생산 물량의 30% 이상을 중동을 포함한 기타 지역으로 수출하겠다는 목표를 공유했다. 기아 또한 현재 인도 아난타푸르 공장 생산 물량 중 21%를 수출 중이며, 향후 2030년까지 이를 2배 수준으로 확대할 예정이다. 2025년 9월 완공된 Suzuki의 구자라트 공장에서는 e-비타라가 생산될 예정이며, 신규 전기차 또한 연간 5~10만대 수출 계획이 수립된 상황이다. 구자라트 공장의 생산 능력은 연간 100만대로 디자인되어 있고, 전기차 외 내연기관 차량 또한 상당 부분 수출될 것으로 전망된다.

그림106. 현대차 연간 인도 차량 생산 대수 추이

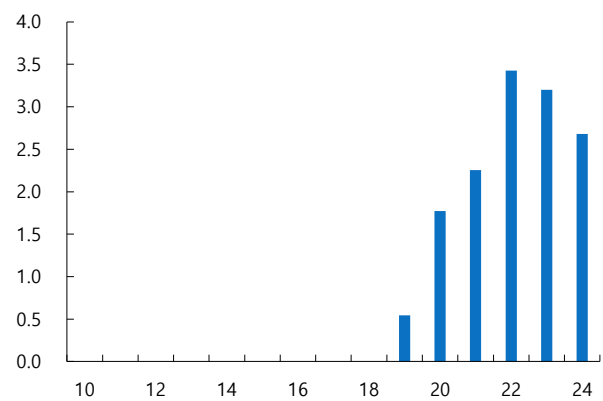
(십만대)



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림107. 현대차 연간 인도 차량 생산 대수 추이

(십만대)



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림108. Suzuki의 신규 구자라트 생산 공장 전경

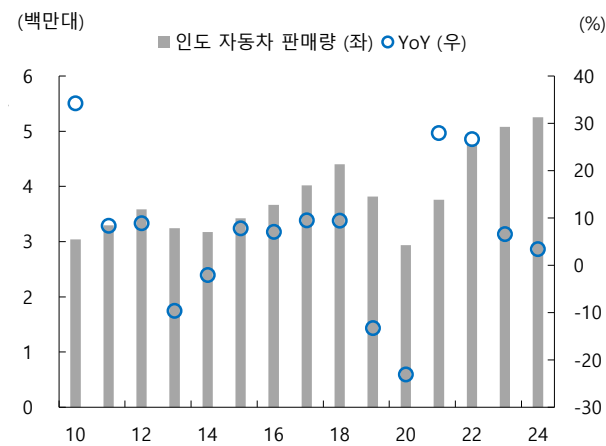


자료: iM증권 리서치본부

2. 중국에서의 뼈아픈 실패를 반복하지 않을 것

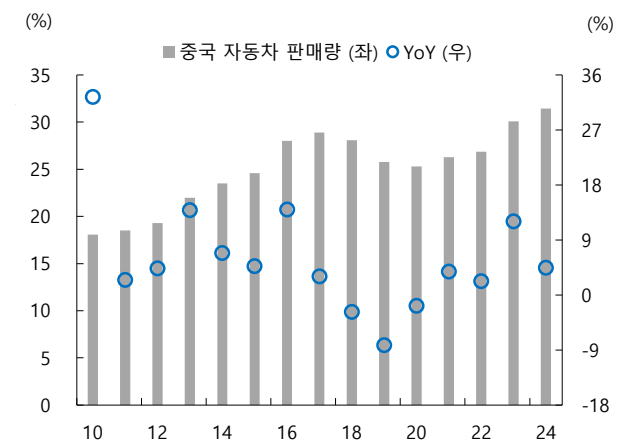
전술한 것처럼, 인도 자동차 시장은 높은 GDP 성장 잠재력, 낮은 자동차 보급률이라는 강점을 가지고 있는 매력적인 시장이다. 그런데 우리는 과거 이와 비슷한 시장을 지켜본 바가 있고, 바로 중국이다. 중국 자동차 시장의 경우 2000년 들어 급격한 성장을 이뤄냈고, 이후 전기차 전환 국면에서는 유럽, 미국 등 주요 선진국보다 빠른 산업 성장 속도를 보여준 바가 있다. 그리고 이 과정 속에서 적극적인 자국 업체 육성 기조에 따라 많은 해외 OEM들의 시장 M/S가 감소했다. 최근 인도 OEM의 성장 속도가 빠르고, 인도 정부 또한 자국 산업 육성 기조가 강한 탓에 일부 중국 시장의 재현 가능성에 대한 우려가 존재한다.

그림109. 인도 연간 자동차 판매량 및 YoY



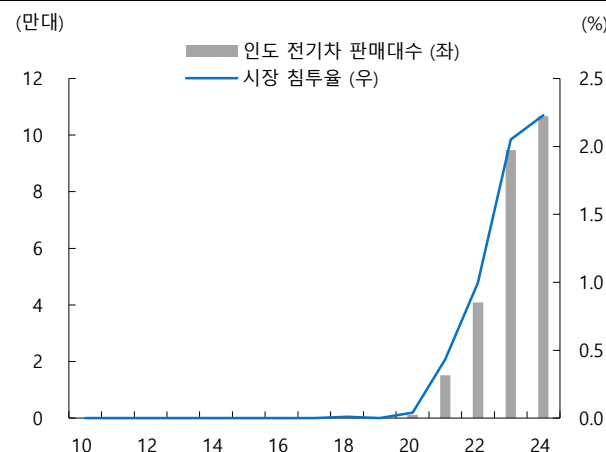
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림110. 중국 연간 자동차 판매량 및 YoY



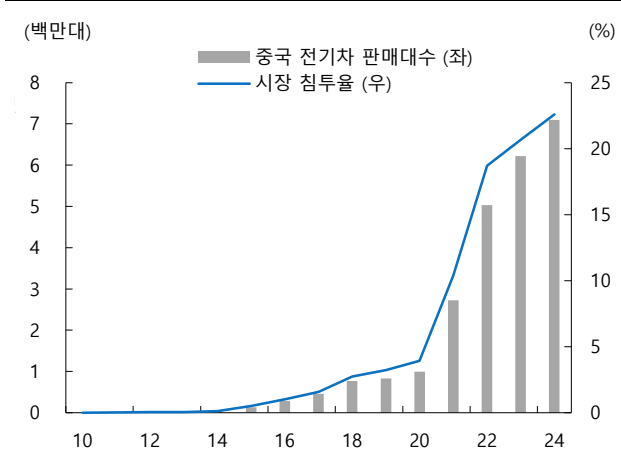
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림111. 인도 연간 전기차 판매량 및 침투율



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림112. 중국 연간 전기차 판매량 및 침투율

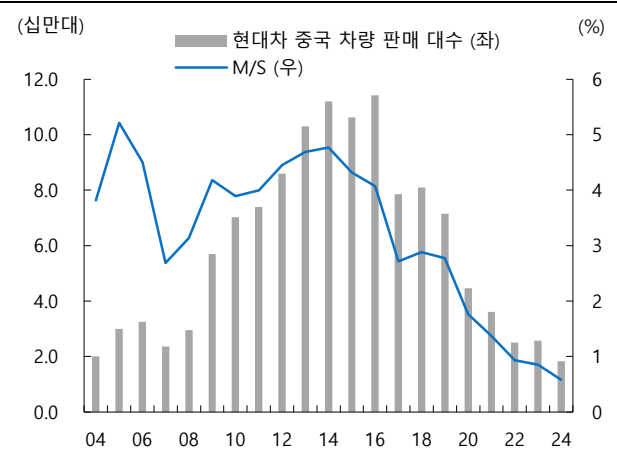


자료: Marklines, iM증권 리서치본부

인도 시장에서는 중국에서의 실패를 반복하지 않을 것

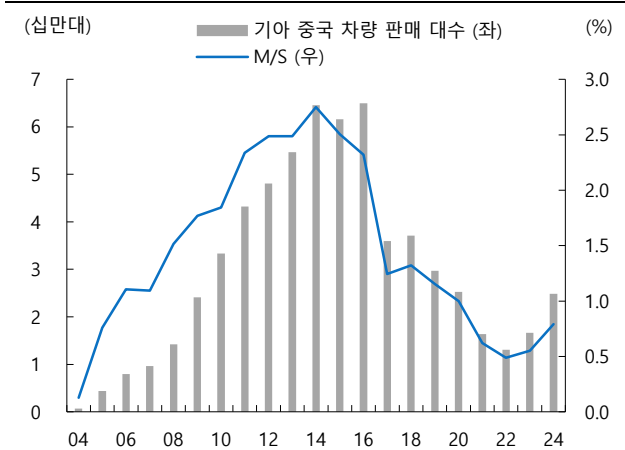
중국 자동차 시장 성장성이 절정에 달했던 2010년대 중반은 현대차그룹을 포함한 해외 주요 OEM에게 참으로 달콤한 시기였다. 중국 GDP 증가에 따른 중산층 확대는 곧 승용차 구매 수요로 연결되었다. 해당 시기 많은 중국 OEM들 또한 성장을 거듭했고, 2000년대 초의 공급 과잉 우려를 뛰어넘는 수요 증가가 이를 상쇄했다. 그러나 중국 정부의 자국 산업 육성 기조에 따른 중국 OEM 생산 대수 확대 및 규모의 경제는 해외 OEM에게 경쟁 심화로 나타났다. 이와 더불어 급격한 전기차 전환 흐름을 해외 OEM들이 따라가지 못했으며, 이는 결국 2020년대 이후 시장 M/S 급락이라는 결과를 가져온 것이다. 그러나 당사는 (1) 중국 업체의 진입 가능성 낮음, (2) SUV를 중심으로 구성된 제품 믹스, 등에 위 가능성은 낮다고 판단하고, 인도는 국내 OEM의 기회라는 점은 변함이 없다.

그림113. 현대차 중국 차량 판매 대수 및 M/S



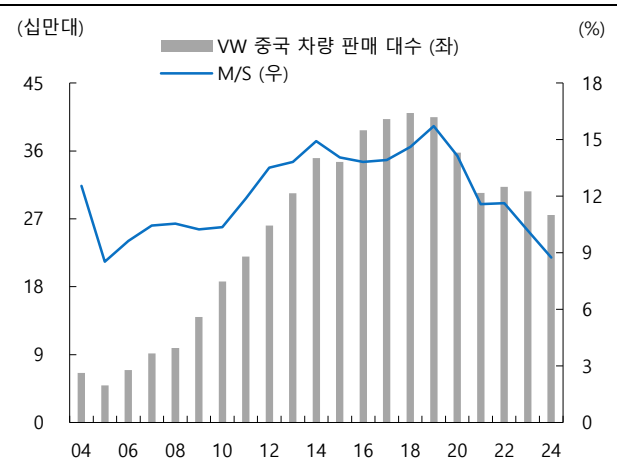
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림114. 현대차 중국 차량 판매 대수 및 M/S



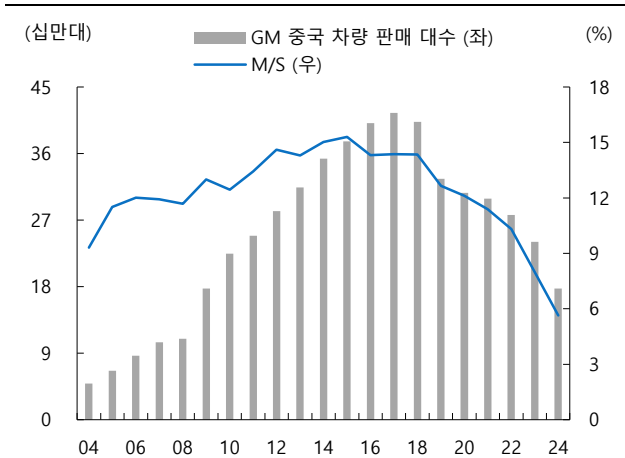
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림115. VW 중국 차량 판매 대수 및 M/S



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림116. GM 중국 차량 판매 대수 및 M/S



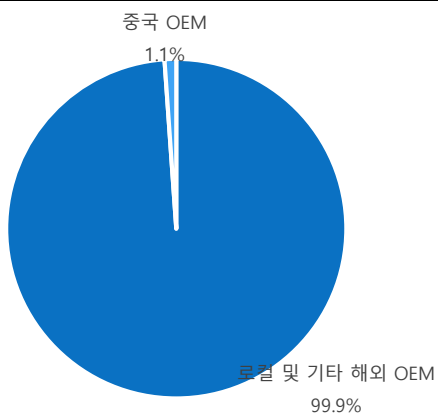
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

인도 시장 내 미미한 중국 OEM의 존재감

실제로 인도 자동차 시장 내 중국 OEM의 시장 점유율은 2024년 기준 1.1%에 불과하고, 시장 참여 업체 또한 상하이자동차가 거의 유일하다. 전기차 시장의 경우 상하이자동차의 M/S가 11% 수준으로 꽤 높아 보인다. 다만 이는 상하이자동차 산하에 있는 MG모터의 시장 점유율이라고 보는 것이 합리적이며, 인도 정부의 중국 업체의 신규 직접 투자를 제한하는 기조 탓에 사업 확대가 어려운 상황인 바, 향후 인도 및 해외 OEM에게 M/S의 대부분을 반납할 수밖에 없다.

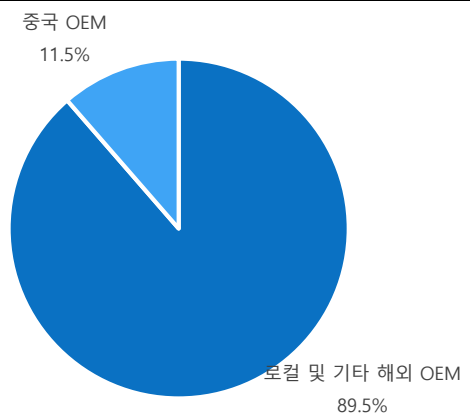
실제로 인도 정부는 FDI (외국인직접투자)에 대한 주무부처의 승인을 필요로 하고 있는데, 2020년에 발생한 중국-인도 국경 분쟁 이후 중국의 인도 내 투자에 대해 부정적인 입장을 보여주고 있는 상황이다. 이는 파키스탄 등과 같은 인도의 정치적 적대 국가와의 다양한 이해관계가 얽혀 있는 문제로, 단기간 내 해결될 가능성이 낮고 향후 자동차를 포함한 중국 업체 및 자본 투자 또한 쉽지 않다.

그림117. 2024년 기준 인도 자동차 시장 중국 OEM M/S



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림118. 2024년 기준 인도 전기차 시장 중국 OEM M/S



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림119. 2020년 이후 발생한 인도-중국 국경 분쟁은 지정학적 리스크로 확산

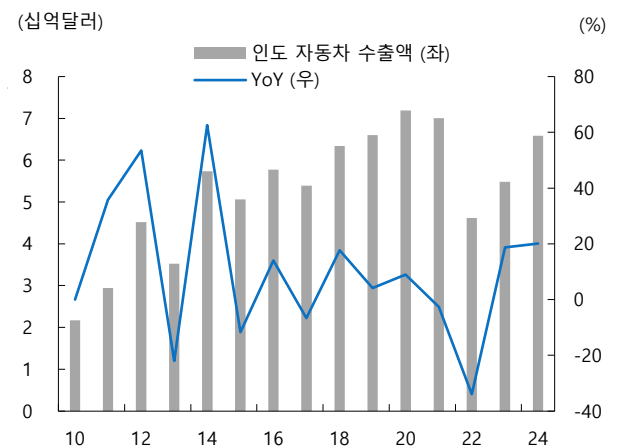


자료: iM증권 리서치본부

인도 정부는 자동차 현지 생산을 굉장히 노골적으로 압박

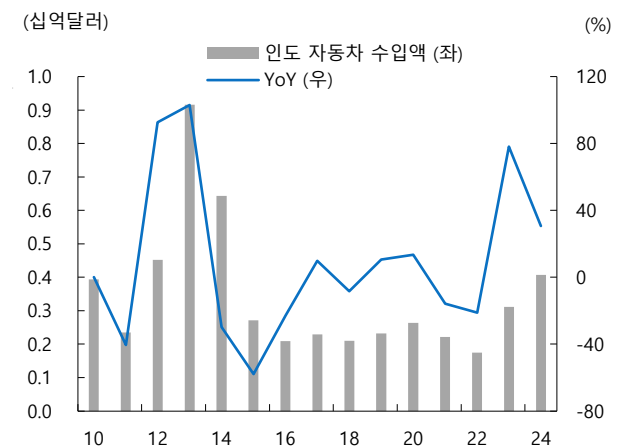
인도 자동차 시장의 경우 차량 수입 물량이 생산 물량의 10%가 채 되지가 않는다. 기본적으로 인도의 자동차 수입 관세는 70~110% 수준에 달하고, 현재 소비자 가격 전가가 불가능에 가까운 SUV-B 이하 수요가 대부분인 탓에 일부 프리미엄 차량만이 수입되고 있는 상황이다. 또한 앞에서 살펴본 바와 같이 많은 해외 OEM들이 인도 생산 공장을 글로벌 거점 수출 거점으로 활용하고 있다는 점도 큰 영향을 끼치고 있다. 현대차의 경우 2024년 기준 인도 판매대수/생산 비중이 80% 수준이며, 기아의 경우 100%를 상회하고 있는 상황이다.

그림120. 인도 자동차 수출액 및 YoY 추이



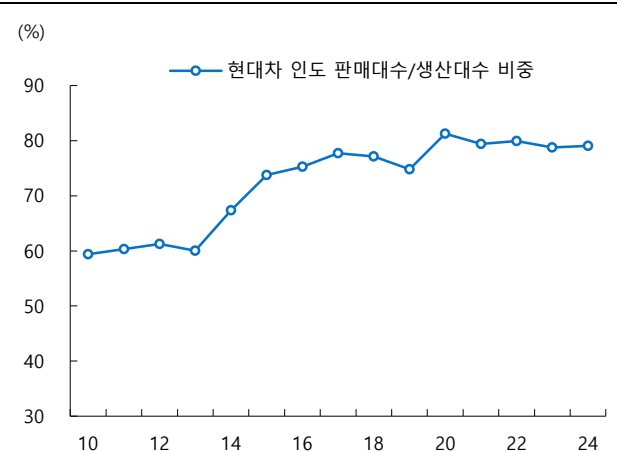
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림121. 인도 자동차 수입액 및 YoY 추이



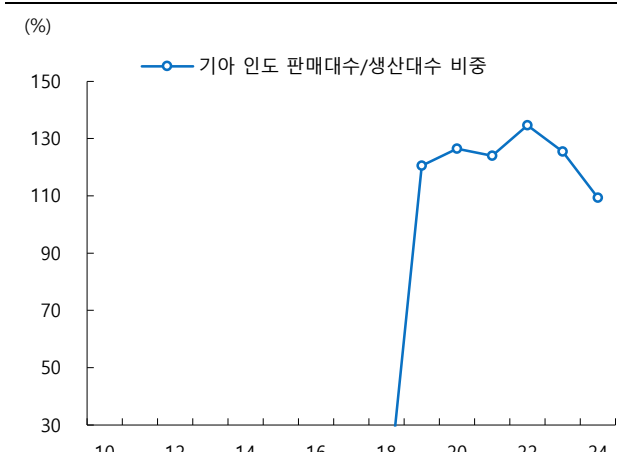
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림122. 현대차 인도 판매대수/생산대수 비율 추이



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림123. 기아 인도 판매대수/생산대수 비율 추이

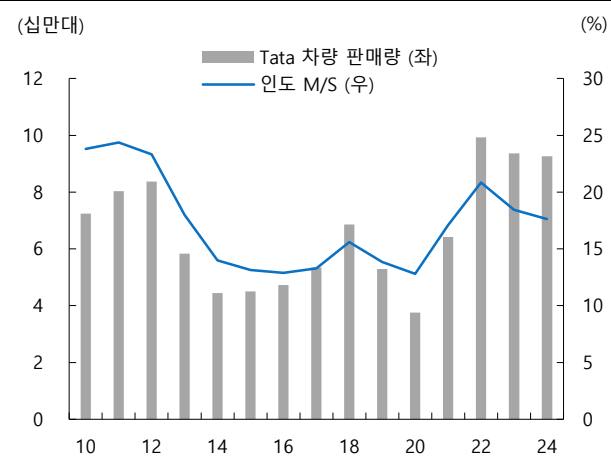


자료: Marklines, iM증권 리서치본부

중국의 인도 시장 진출 가능성 낮음: 압도적 가격 경쟁력을 가진 업체 없을 것

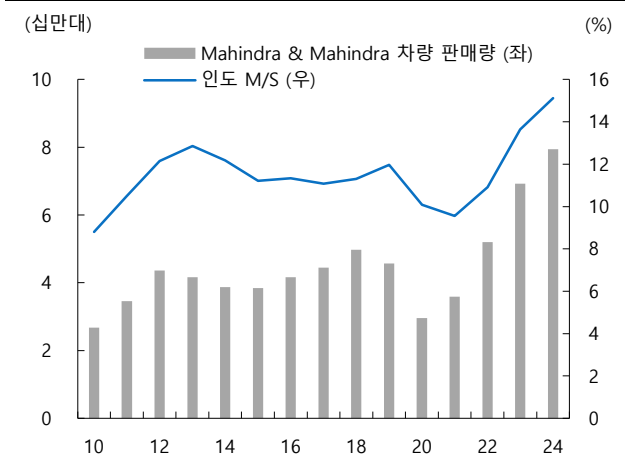
이처럼 해외 OEM들의 경우 인도 시장에 진출하기 위해서는 수출이 아니라, 현지 공장을 인수하거나 직접 공장을 건설하는 번거로움이 수반된다. 결국 이와 같이 간접적 시장 통제가 국내 OEM 시장 점유율 증가로 연결된 것이다. 반면 CKD 방식은 이와 같은 높은 인도 완성차 수입 관세를 회피할 수 있는 방법 중 하나로 언급된다. 실제로 높은 완성차 관세 대비 CKD 부품의 경우 통상적으로 16.5%의 관세가 부과되고 있다. 따라서 현지 생산 공장 내 조립 라인을 활용할 수 있다면, 이는 중국 완성차 업체들의 가격 경쟁력을 바탕으로 충분히 초반 시장 M/S 확보를 위해 감내할 수 있는 수준이다. 실제로 현대차 또한 인도 공장 생산 능력이 충분치 않을 당시 CKD 물량을 생산한 바 있다. 다만 최근 인도 정부는 CKD 부품 관세 인상을 검토하고 있고, 완성차 OEM 현지 공장 건설을 독려하고 있다. 이처럼 CKD마저 중국의 우회 진출 가능성이 낮아지고 있고, 중국 OEM들이 인도 시장에 진출할 뻔족한 수가 없는 상황이다.

그림124. Tata Motor 연간 인도 판매량 및 M/S



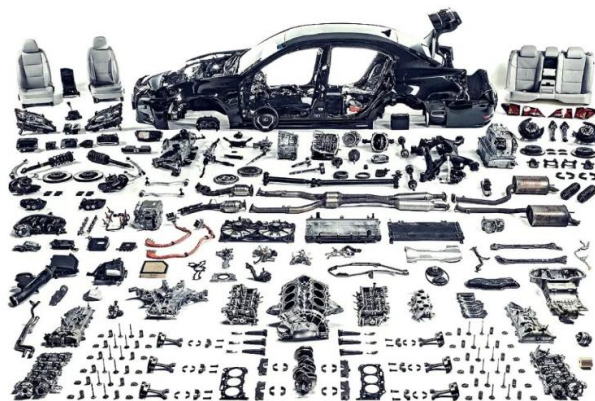
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림125. Mahindra & Mahindra 연간 인도 판매량 및 M/S



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림126. 차량을 반조립 모듈 형태로 들여와 현지에서 조립하는 CKD 방식

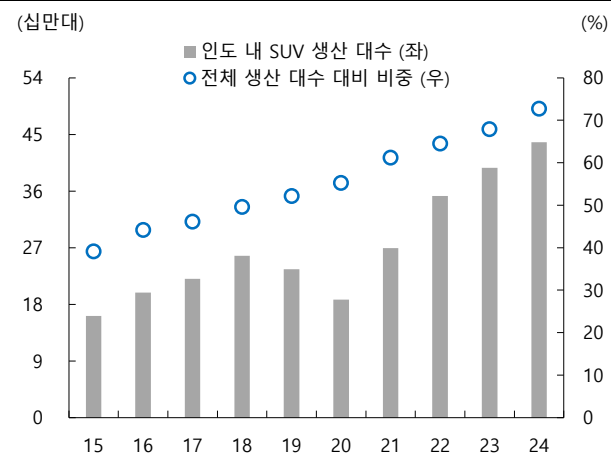


자료: iM증권 리서치본부

SUV 중심으로 빠르게 재편되고 있는 인도 자동차 시장

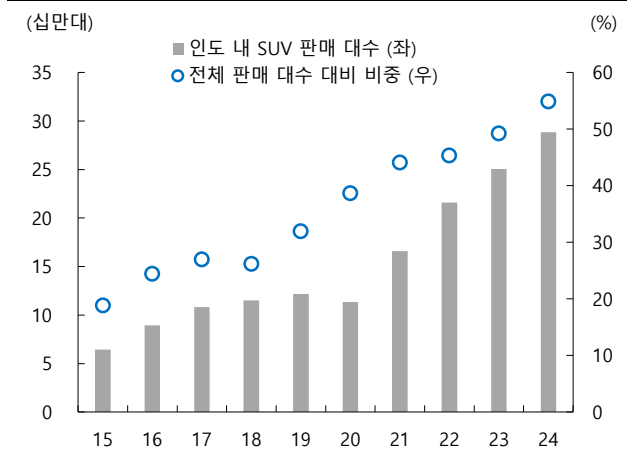
인도 시장이 과거 중국과 다른 모습을 보여줄 두 번째 근거는 현대차그룹의 제품 포트폴리오가 이미 SUV 중심으로 구성되어 있다는 점이다. 2015년 기준 인도의 SUV (B~E), MPV 차량 판매 비중은 전체 차량 대비 약 20% 수준에 불과했으나, 2024년 기준 이는 56%까지 상승했다. 통상적으로 특정 국가 내 SUV 수요가 증가한다는 것은 중산층 확대에 따른 구매력 증가의 영향으로 알려졌다. 인도 또한 2010년대부터 관찰된 가파른 경제 성장세와 더불어 완성차 OEM들의 중소형 SUV 플랫폼 개발에 따라 2015년 20% 수준이었던 SUV 판매 비중은 2024년 57%까지 증가했다.

그림127. 인도 SUV 차량 생산 대수 및 비중 전체 판매량 비중



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림128. 인도 SUV 차량 판매 대수 및 비중 전체 판매량 비중



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림129. 2024년 인도 판매대수 1위를 차지한 Tata Motor의 Punch.

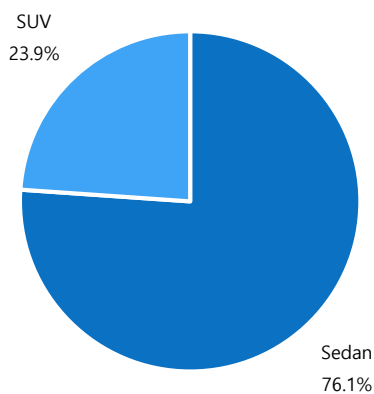


자료: Tata Motor, iM증권 리서치본부

중산층 확대에 따른 SUV 수요 증가 현상은 계속해서 나타날 것

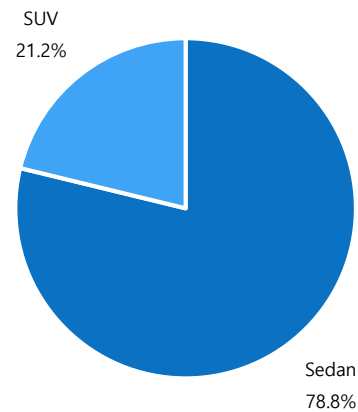
과거 중국 또한 경제 규모 증가 및 중산층 확대에 따라 SUV 판매 비중이 가파르게 상승했다. 다만 당시 현대차그룹의 제품 포트폴리오는 세단에 집중되어 있었다. 2004년 기준 현대차그룹의 중국 판매 차량 중 세단 비중은 76% 수준이었고, 2014년에도 크게 다르지 않았다. 2015년 중국 내 SUV 수요가 증가하던 상황에서 현대차그룹 또한 중국형 올 뉴 투싼 및 스포티지 출시로 제품 포트폴리오 다변화를 시도했으나, 사드 사태에 따른 한-중 갈등이 본격화되며 시장 확대에 많은 어려움을 겪었다. 이후 현대차그룹의 합산 중국 M/S는 크게 하락했으며, 이에 인도 대응 제품 포트폴리오 준비 상태를 살펴볼 필요가 있다.

그림130. 2004년 기준 현대차 중국 판매 차종 차종 구성



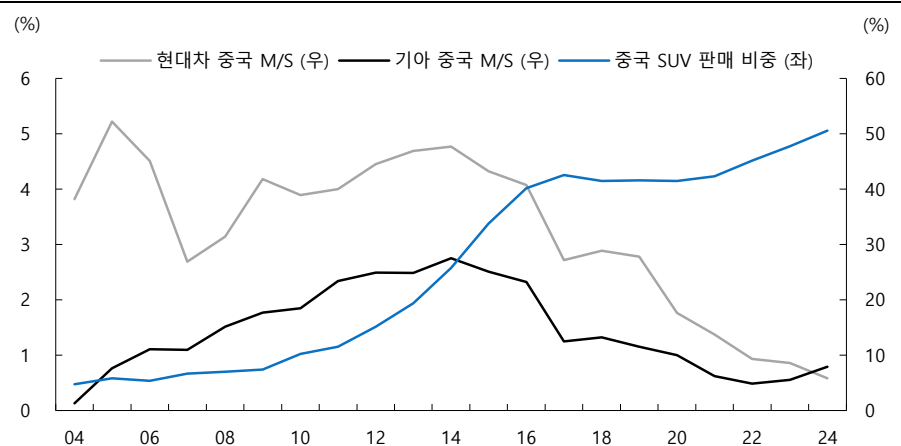
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림131. 2014년 기준 현대차 중국 판매 차종 차종 구성



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림132. 중국 전체 자동차 시장 SUV 판매 비중 및 현대차그룹 중국 M/S 추이



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

주: SUV-B 이상 판매 비중 집계

인도 시장 내 견조한 수요가 관찰되고 있는 B 세그먼트 이하 차량

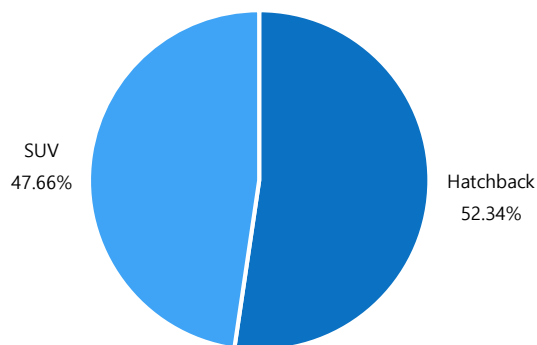
2024년 기준 인도 승용차 시장 내 가장 많이 팔린 차량은 약 202,031대가 판매된 Tata Motor의 SUV-A급 차량인 Punch이다. 이외에도 판매량 상위 10개 제품을 살펴보면 이 중 6개가 SUV-B급 이상 차량이다. 현대차의 주력 차종 또한 SUV-C급 차량 Creta로 인도 판매량 순위 5위를 기록했다. 이와 같이 이미 인도 승용차 시장은 SUV 비중이 높아진 상황이고, 향후 전반적인 인도 승용차 시장 성장 또한 SUV를 중심으로 나타날 전망이다. 현대차그룹의 경우 SUV 중심의 인도 차량 수요에 적합한 제품 포트폴리오를 이미 구축했다. 2024년 기준 현대차그룹의 판매 차종은 현대차: SUV 47.6%, Hatchback 52.3% 및 기아: SUV 71.8%, MPV: 28.2% 등으로 구성된다. 현대차의 경우 i20 등을 중심으로 한 Hatchback 비중이 높아 보이나 향후 SUV-C, EV 출시를 통한 개편이 예상된다.

그림133. 인도 판매량 상위 차종 정리

순위	모델	업체	Segment	2024 판매대수	2023 판매대수	YoY (%)
1	Punch	Tata	SUV-A	202,031	150,197	+34.5
2	Wagon R	Suzuki	A	190,855	201,301	-5.2
3	Maruti Ertiga	Suzuki	MPV	190,091	129,968	+46.3
4	Maruti Brezza	Suzuki	SUV-B	188,160	204,588	-8.0
5	Creta	현대차	SUV-C	186,919	157,311	+18.8
6	Maruti Swift	Suzuki	B	172,808	203,469	-15.1
7	Maruti Baleno	Suzuki	B	172,094	193,899	-11.3
8	Maruti Dzire	Suzuki	C	167,988	157,522	+6.6
9	Mahindra Scorpio	Mahindra & Mahindra	SUV-D	166,364	121,420	+37
10	Tata Nexon	Tata	SUV-B	161,611	178,511	-9.5

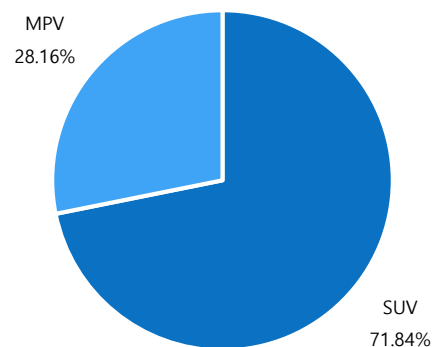
자료: Autocar India, iM증권 리서치본부

그림134. 2024년 기준 현대차 인도 판매 차량 차종 구성



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림135. 2024년 기준 기아 인도 판매 차량 차종 구성



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

SUV 중심의 라인업 재편은 이미 완료, 다음 단계는 차종 확대

아래에 보이는 두가지 그림은 현재 현대차그룹이 인도 내 판매하고 있는 주요 차량 현황이다. 현대차의 경우 차종 수는 SUV가 더 많지만, Hatchback 세그먼트 내 볼륨 모델의 역할이 아직은 더 큰 상황이다. 기아의 경우 SUV-B 이상의 차량 포트폴리오를 이미 확보하고 있어 현대차보다 조금 더 나은 상황이다. 향후 양사 인도 업황을 보여주는 Key는 현대차의 경우 2025년형 Creta 및 Creta EV, 기아는 Syros가 될 것으로 판단된다. 지난 8월 인도 정부는 일종의 부가가치세인 GST 인하 및 개편안을 발표했는데, 이를 통해 기존 자동차에 부과되던 28% 부가가치세가 18%로 인하될 예정이다. 즉 실제 부가가치세 인하가 시작되는 시점부터 온전히 신차효과가 발생할 것으로 예상된다. 현대차의 경우 2030년까지 인도 내 26종 (내연기관 20종, 전기차 6종)을 신규 차량을 출시할 계획이고, 기아의 경우 정확한 수치를 밝히지 않았으나, 2030년 인도 판매량 40만대를 목표하고 있음에 따라 이에 수반되는 신규 차종 또한 출시할 것으로 예상된다.

그림136. 현대차 주요 인도 판매 차량 현황

차종	세그먼트	비고
Sedan		
Verna	B	1,600~2600만원 수준에 위치한 ASP로 인도 주력 판매 차종 중 하나
Aura	B	Geandi10의 세단형 차량. 현대차 인도 판매량 중 약 7~8%를 구성
i20	B	해치백 차량으로 유럽, 인도 시장용 차량이던 클릭의 후속 차량
Grand i10 NIOS	B	해치백 차량이며 2023년 페이스리프트 모델 인도 출시
SUV		
Creta	SUV-B	2025년 7월 인도 시장 출시. 부가가치세 인하에 따른 수요 위축에도 판매량 견조
Venue	SUV-C	풀체인지 2026년형 2세대 제품 출시. 2025년 10월 공식 출시에 따른 신차 효과 기대
Exter	SUV-B	2023년 10월 공개되었으며, Grand i10 NIOS와 플랫폼 공유
Alcazar	SUV-D	신중국 시장을 타겟하는 7인승 SUV 차량. Creta 플랫폼을 공유. 2024년 부분변경
Tuscon	SUV-C	2022년 인도 판매 본격화. SUV-C~D급 차량으로 중형 이상 SUV 수요를 대응
Kona EV	SUV-B	Creta EV 출시 전 현대차 인도 법인의 전기차 볼륨 모델 역할. 다만 현지 생산 이뤄지지 않음
Creta EV	SUV-B	2025년 7월 출시한 Creta의 EV 차량 내연기관 모델 대비 상대적으로 저조한 판매량

자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림137. 기아 주요 인도 판매 차량 현황

차종	세그먼트	비고
SUV		
Sonet	SUV-B	정부 세제 혜택 범위에 포함되는 소형 SUV 차량. 도심형 주행에 특화된 차량
Syros	SUV-B	인도 포함 신중국 타겟 차량. 현대차의 Exter와 플랫폼 공유. 2025년 출시되며 판매량 견인
Seltos	SUV-C	2026년형 풀체인지 출시. 하이브리드 출시 후 HMG 인도 시장 내 낮은 하이브리드 경쟁력 보완
Carnes Clavis	MPV	2018년 단종후 2021년부터 다시 인도 전략형 차량으로 출시. 인도 내 주력 MPV 모델
Carnival	MPV	4세대 Carnival 인도 출시 후 전체 판매량 견인 중. 경쟁 제품 대비 프리미엄 포지셔닝 성공

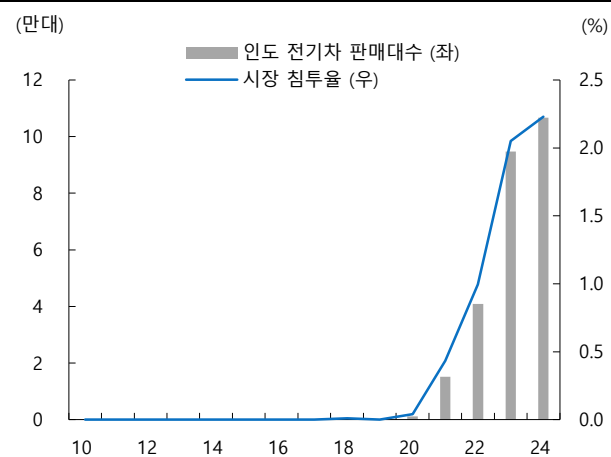
자료: 기아, iM증권 리서치본부

3. 기존 시장 과점 업체의 경쟁력이 약한 인도 전기차 시장

2024년 기준 인도 전기차 시장 침투율은 2.3%, 얼마 없는 기회의 땅 중 하나

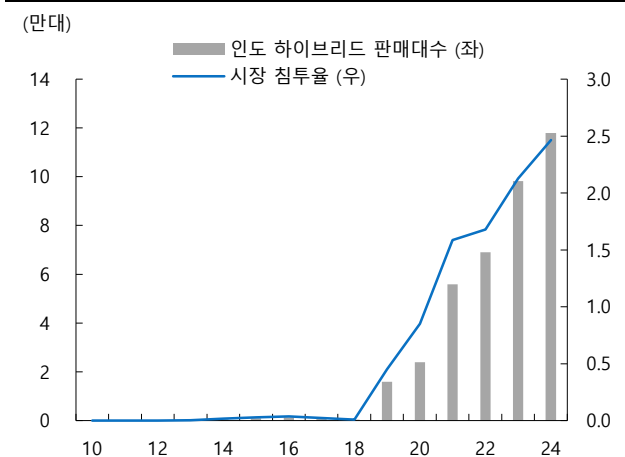
향후 인도 전기차 시장 성장성에 대해서도 주목할 필요가 있다. 2024년 기준 인도 전기차 판매대수는 약 10.6만대 수준으로 2.3% 수준의 침투율을 보여주고 있다. 현대차를 포함한 주요 인도 내 OEM들은 이를 위해 경쟁적으로 현지 전기차 생산 설비를 확보 중이다. 인도 하이브리드 차량 시장 또한 판매대수 11.8만대, 2.5% 침투율이다. 시장 성장여력 측면에서는 전기차와 유사하나, 이는 Suzuki 및 Toyota 등 일본 OEM의 경쟁력이 더 높은 시장인 것이 사실이다. 인도의 전기차 침투율은 적게는, 8%, 많게는 15%에 육박하는 주요 시장 전기차 침투율 대비 매우 낮은 수준이다. 과거 추이를 살펴보면 2025년 이후 인도 전기차 시장이 보여줄 모습은 2021~2022년 미국, 유럽 시장의 성장성이 관찰될 가능성이 높아 보이고, 이에 따른 시장 참여 업체의 외형 확대가 기대된다.

그림138. 인도 전기차 판매대수 및 시장 침투율



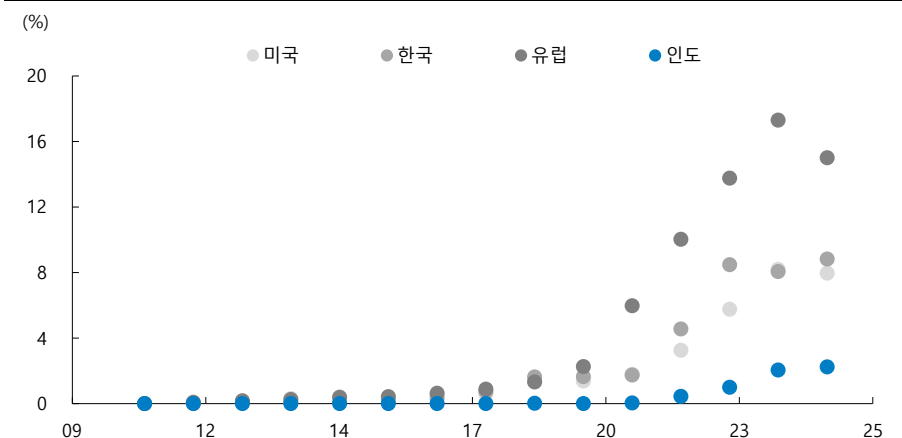
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림139. 인도 하이브리드 차량 판매대수 및 시장 침투율



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림140. 주요 국가별 전기차 침투율 비교



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

인도 정부는 2030년까지 승용차 내 전기차 비중을 30%까지 확대할 계획

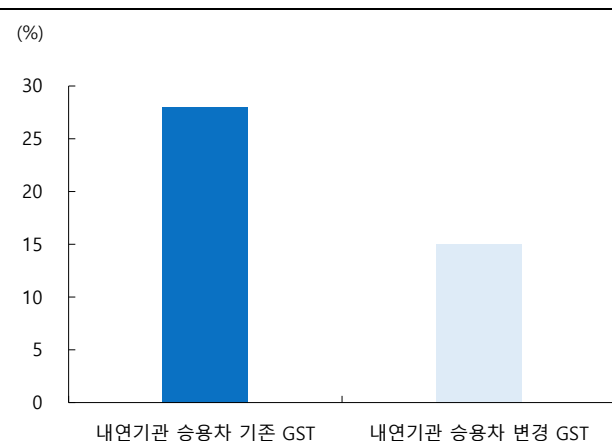
이를 뒷받침하는 것은 바로 인도 정부의 강력한 전기차 산업 육성 의지이다. 실제로 인도 정부는 2030년을 목표로 자동차 시장 전동화를 강력하게 추진하고 있는데, 승용차: 30%, 상용차: 70%, 이륜 및 삼륜차: 80%, 버스: 40% 등으로 각 세부 항목별 전기차 판매 비중까지 제시하고 있다. 이를 위해 2020년대 들어 인도 정부는 중앙정부 및 주정부 단위로 전기차 공급 증가를 위한 생산 보조금, 수요 촉진을 위한 구매 보조금 및 세제 혜택을 제공하고 있다. 다만 지금까지 이와 같이 일반적인 지원 정책은 소비자들에게 큰 반향을 일으키지 못했는데, GST 인하 및 전기차 수입 관세 완화 조치라는 큰 변화가 인도 시장 내 나타나고 있다. GST (Goods and Services Tax)로 일종의 부가가치세이며, 인도 내 차량 구매 시 발생하는 GST는 일반적으로 28% 수준이었다. 2025년 9월 22일 승용차 GST가 18%로 인하되었으며, 이를 통해 내연기관 대비 높은 가격대에 위치한 전기차 구매 수요가 높아질 전망이다. 기존의 인도 전기차 수입 관세는 100%를 상회했다. 그러나 최근 인도 정부는 자국 내 최소 5억달러를 투자하고, 3년 이내 현지 전기차 생산을 약속하는 업체에게 한해 연간 8천대 수준의 차량의 수입 관세를 15%까지 인하하겠다는 정책안을 발표했다. 즉 수요 공급 두 측면에서 전기차 시장 확대를 가능케하는 변화가 현재 인도 시장에서 관찰되고 있다.

그림141. 인도 중앙정부 및 주정부 주요 전기차 지원 정책

정책	발표 시점	비고
중앙정부		
FAME India Scheme	2023	기차 및 하이브리드차 도입 장려, 구매 보조금 지급, 충전인프라 확대 지원
PME-DRIVE Scheme	2022	전기 2륜, 3륜, e-버스, e-트럭, 응급차량 등 다양한 전기차 세그먼트 지원. 충전인프라 및 시험기관 업그레이드 포함
SPMEPCI	2024	전기 승용차 제조 활성화 정책. 최소 투자액 및 국내부품가치(DVA: Domestic Value Addition) 요건 제시
전기차 수입 관세 인하 조치	2025	일정 기간 내 인도 전기차 생산 설비 구축시 기존 100% 수준에서 최대 15% 수준까지 수입관세 인하
주정부		
Delhi EV Policy 2023	2023	배터리 용량당 구매 보조금을 지급하는 정책. 다만 이륜차에 초점이 맞춰져 있어 승용차 지원 내용은 미비
Karnataka Electric Vehicle Policy	2023	전기차(승용) 도로 및 등록세 등 세제혜택 제공하나 관련 법안은 에너지 저장 시설 및 충전 인프라에 더 초점을 둠
Gujarat EV Policy	2022	배터리 용량당 구매 보조금을 지급하는 정책. 다만 이륜차에 초점이 맞춰져 있고 오히려 생산 보조금에 집중

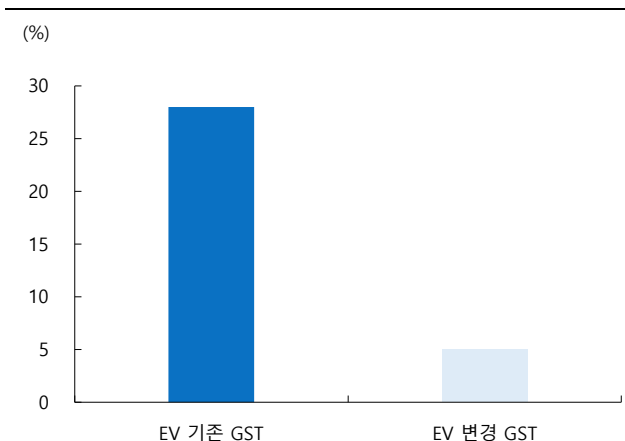
자료: iM증권 리서치본부

그림142. 인도 내연기관 차량 GST 세율 변경안



자료: iM증권 리서치본부

그림143. 인도 EV GST 변경안



자료: iM증권 리서치본부

현대차그룹은 중국 전기차 시장 급성장에 대응하지 못했던 것이 사실

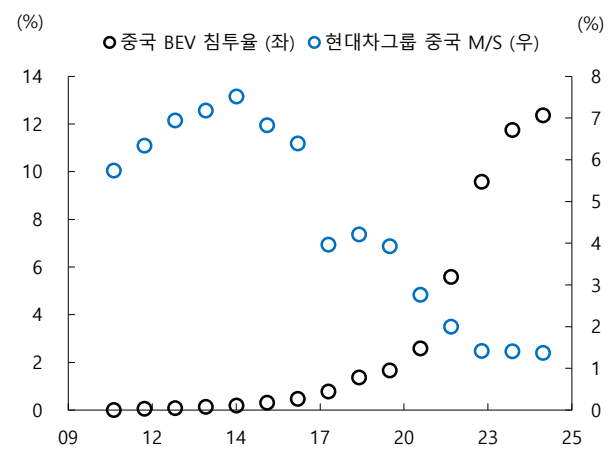
많은 투자자들은 인도의 전기차 시장 성장성에는 공감하고 있다. 다만 이와 동시에 과거 중국 시장이 보여줬던 가파른 전기차 시장 성장세의 낙수효과를 일부 중국 OEM들만 가져갈 수 있었다는 사실을 지적한다. 실제로 2021년을 기점으로 가팔라진 중국의 전기차 및 플러그인-하이브리드 차량 침투율은 중국 정부의 전기차 구매 보조금에 더해 자국 업체에게만 제공되던 생산 보조금 및 연구개발비 세액 공제에 기인하고 있다. 이런 탓에 많은 해외 OEM들은 중국 내연기관 차량의 가격 공세와 더불어 전기차 시장에서도 이들의 성장 속도를 따라가지 못해 시장 M/S가 크게 하락한 것이다. 현대차 또한 2019년 아반떼 AD 플랫폼을 사용하는 Lafesta EV를 현지에 출시했으나, 당시 2009년 BYD의 e6 이후 이미 EV 제품 포트폴리오를 트림별로 갖춘 중국 OEM 대비 역부족이었다.

그림144. 중국 내 최초 양산 전기차 BYD의 e6



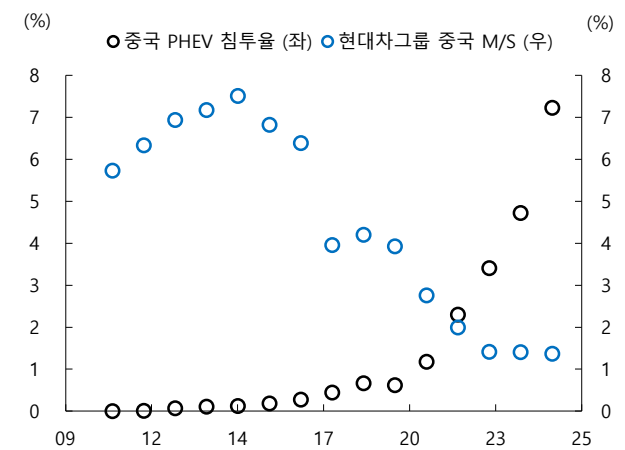
자료: BYD, iM증권 리서치본부

그림145. 중국 BEV 침투율 및 현대차 중국 M/S



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림146. 중국 PHEV 침투율 및 현대차 중국 M/S



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

인도 전기차 성장 초입을 SUV B~C 제품으로 이미 대응 중

결론부터 말하자면, 향후 인도 전기차 시장에서의 현대차그룹은 중국 시장에서 겪었던 뼈아픈 실패를 반복하지 않을 것이다. 현대차그룹은 현재 2~3% 수준인 전기차 시장 초기 점유율 확보를 위해 이미 SUV-B 세그먼트 차량 라인업을 공개했다. 현대차는 2025년 9월 인도의 스테디 셀러 Creta를 기반으로 한 Creta EV를 출시했고, 기아의 경우 2025년 2월 카렌스 클라비스 EV를 공개했다. 이후 현대차그룹은 SUV-B 이하 현지 특화 모델과 더불어 SUV-D 이상 중대형 차량의 현지 생산을 통해 제품 포트폴리오를 넓혀갈 계획을 가지고 있다.

그림147. 현대차의 CRETA EV



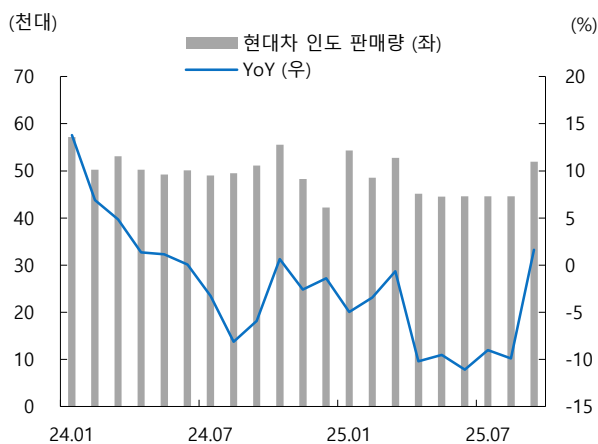
자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림148. 기아의 Carens Clavis EV



자료: 기아 iM증권 리서치본부

그림149. 현대차 인도 월별 판매대수 추이



현대차그룹은 2026년 B~C 세그먼트 전기차 출시 전망, GST 인하 수혜 가능

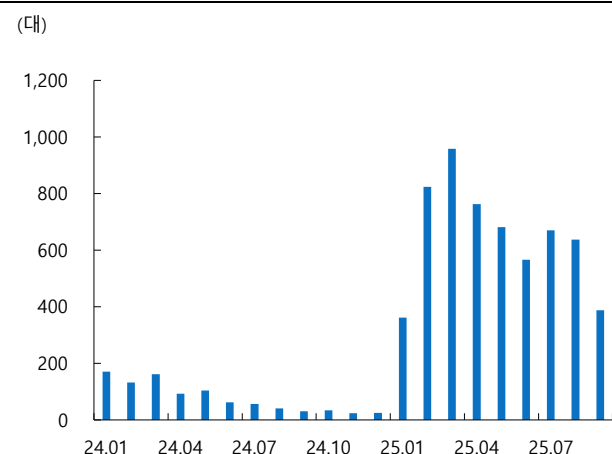
현대차의 경우 2025년 출시된 Creta EV (부분 변경 모델, 내연기관 플랫폼 활용)를 기점으로 2026년 전기차 전용 플랫폼 기반 신규 전기차 출시를 계획하고 있다. 기아는 2025년 Syros EV 이후 2026년 Carens Clavis EV 출시를 앞두고 있다. 다만 일찍이 신차 출시 효과가 관찰되고 있는 기아와 달리, 현대차의 경우 Creta EV 판매 동향이 예상 대비 부진하고 있다. Creta EV의 경우 SUV-B 세그먼트 차량임에 따라 인도 OEM들의 저가 전기차와 직접적인 경쟁을 피할 수 없다는 구조적 한계가 있으나, 최근 관찰되는 동향은 상대적으로 높은 가격에 따른 단기 수요 부진으로 판단하며, GST 인하에 따른 전기차 구매 수요 증가라는 전체 산업 수요 증가 요인에 힘입어 곧 판매 반등이 관찰될 수 있을 전망이다.

그림151. 2026년도 현대 기아 인도 신규 출시 제품 라인업 현황

업체	출시 시점	세그먼트	비고
현대차			
Creta	1H25	SUV-B	인도 및 신흥국 시장 전용 차량. 1H25 출시 이후 판매 호조
Creta EV	1H25	SUV-B	경쟁 인도 OEM 차량 대비 높은 가격으로 상대적 흥행 저조
Venue	1H26	SUV-B	풀체인지 2026년형 2세대 제품. 차체 크기 확대
Instar	2H26	SUV-A	Tata 등 인도 OEM 제품 경쟁을 위한 소형 차량
Santafe	2H26	SUV-D	페이스리프트 제품. 인도 내 중대형 SUV 수요 대응
기아			
Carnes Clavis EV	1H26	MPV	인도 시장 내 MPV 경쟁 차종이 많지 않아 구조적 수혜 가능
Syros EV	1H26	SUV-B	Syros에 대한 강한 수요는 전기차로 연결 가능
Seltos	1H26	SUV-C	2026년형 풀체인지 차량. 하이브리드 출시 시점은 미정

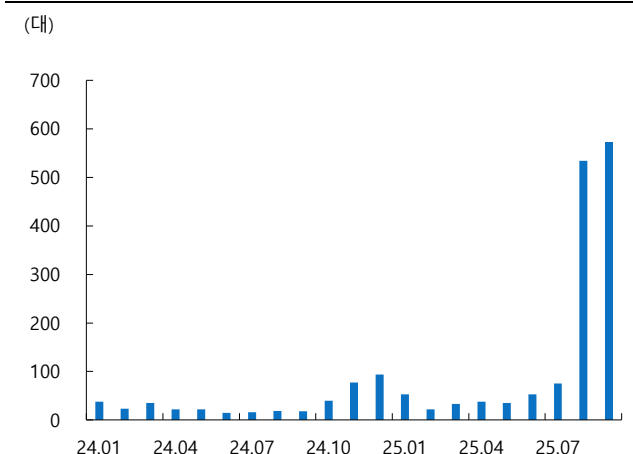
자료: iM증권 리서치본부

그림152. 현대차 인도 월별 전기차 판매량 추이



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림153. 기아 인도 월별 전기차 판매량 추이

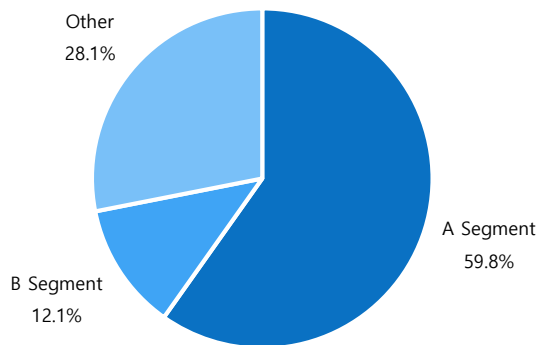


자료: Marklines, iM증권 리서치본부

전기차 시장 내 D 세그먼트 차량이 확대된다면 현대차그룹의 경쟁력 부각 가능

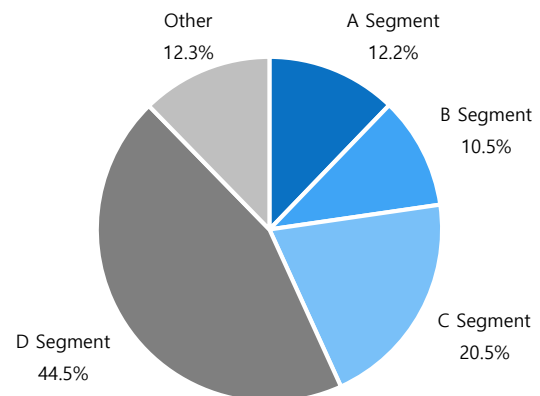
향후 D 세그먼트 이상의 중대형 전기차 믹스 증가에 따라 현대차그룹의 인도 전기차 시장 내 경쟁력은 강화될 것으로 판단한다. 2024년 기준 인도 전기차 시장은 SUV-B 이하 세그먼트를 중심으로 구성된다. 반면 2024년 기준 글로벌 전기차 시장은 C 이상 세그먼트 차량이 66.5%, D 세그먼트 차량이 44.5%를 구성하고 있다. 현재 전기차 시장은 유럽, 미국 및 중산층 비중이 상당히 높아진 중국을 중심으로 구성되어 있고, 이에 따라 중대형 이상 차량 수요가 높은 상황이다. 인도 또한 향후 전체 경제 규모 및 1인당 가처분 소득이 증가함에 따라 D 세그먼트 이상 차량 수요가 강해질 것이며, 전기차 또한 이에 해당한다.

그림154. 2024년 기준 인도 전기차 시장 세그먼트별 분류



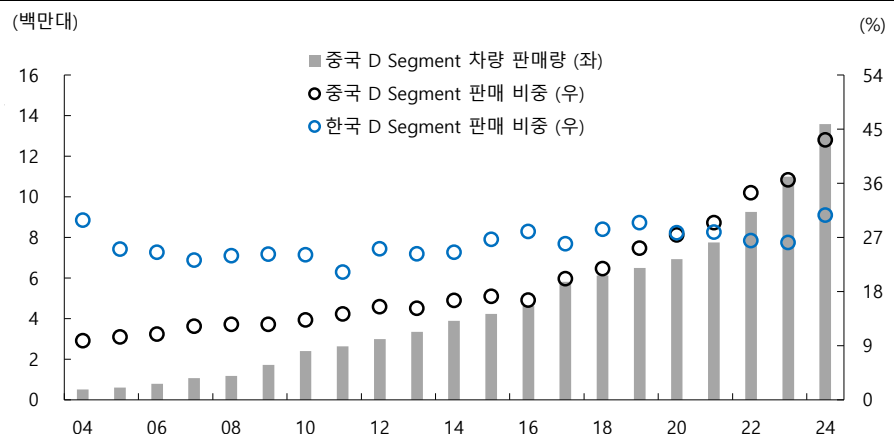
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림155. 2024년 기준 글로벌 전기차 시장 세그먼트별 분류



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림156. 중국 내 D Segment 차량 판매량 및 비중 및 한국 내 D Segment 차량 판매 비중 추이: 경제 발전에 따른 중산층 확대는 중대형 차종 선호 현상으로 나타난 바 있음



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

인도-EU FTA가 타결된다면 향후 소형 SUV 전기차 시장 경쟁은 더 심화될 것

현대차그룹의 경우 이와 같은 D 세그먼트 이상 차량에서 이미 경쟁력을 입증한 바 있다. 현대차의 경우 아이오닉 5,6,9, 기아는 EV5, EV9 등과 같은 중대형 전기차를 이미 생산 및 판매 중이며, 이는 기존 내연기관 플랫폼이 아닌 E-GMP 현대차그룹 전기차 전용 플랫폼에 기반하고 있다. 향후 인도에 판매될 중대형 전기차는 E-GMP 플랫폼을 유지할 것으로 판단되며, 단순 제품 브랜드력 이외에도 개발비 절감에 따른 가격 경쟁력 또한 가질 수 있다는 강점이 있다. 또한 향후 SUV-B 이하 시장 경쟁이 치열해질 가능성도 배제할 수 없다. 미국-인도의 관세를 둘러싼 갈등은 장기화될 전망이다. 인도 정부를 이를 타개하기 위해 기타 경제권과의 협력 강화를 모색하고 있다. 특히 인도는 최근 EU와 포괄적인 품목에 있어 FTA 체결 협상을 진행 중이며, 자동차 또한 이에 포함될 것으로 예상된다. 그렇다면 폭스바겐의 SUV-B 및 C 세그먼트 EV가 인도 시장 내 진출할 가능성이 매우 높아진다. 따라서 지금과 같은 현대차그룹의 시장 초기 M/S 확대를 위한 볼륨 모델 출시 전략, 향후 경쟁력 차별화를 위한 D 세그먼트 이상 전기차 포트폴리오 및 브랜드력은 분명 강점이라고 판단된다.

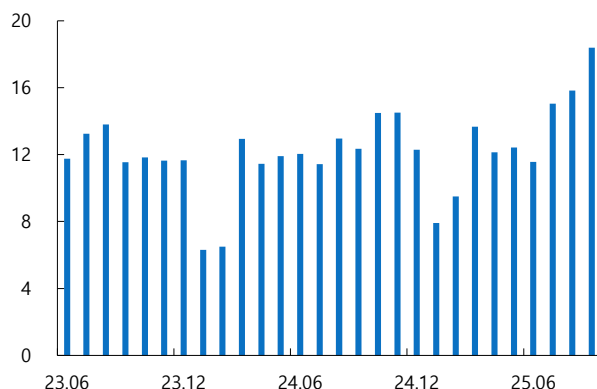
그림157. EU-인도 FTA 체결은 유럽산 자동차 관세 인하로 연결될 것: 이는 SUV-C 이하 트림 전기차 시장 경쟁 심화를 의미



자료: iM증권 리서치본부

그림158. 현대차 아이오닉 5,6,9 합산 판매대수 추이

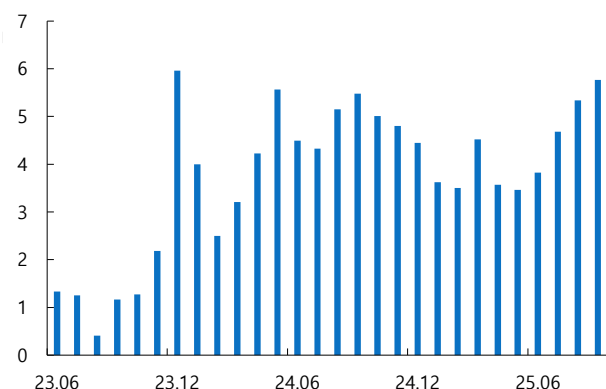
(천대)



자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림159. 기아 EV5, EV9 합산 판매대수 추이

(천대)

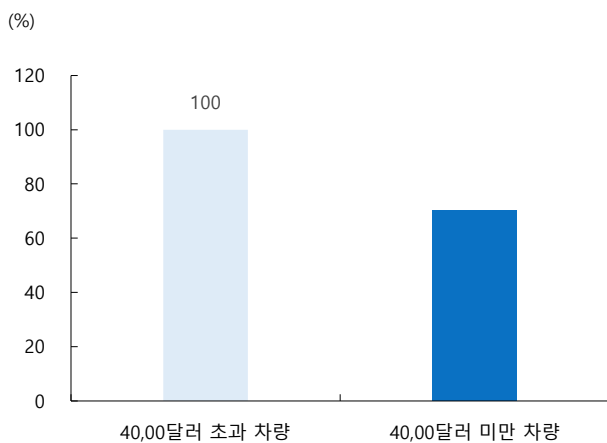


자료: 기아, iM증권 리서치본부

전기차 수입 관세 인하에 따른 경쟁 심화 현상은 크게 관찰되지 않을 것

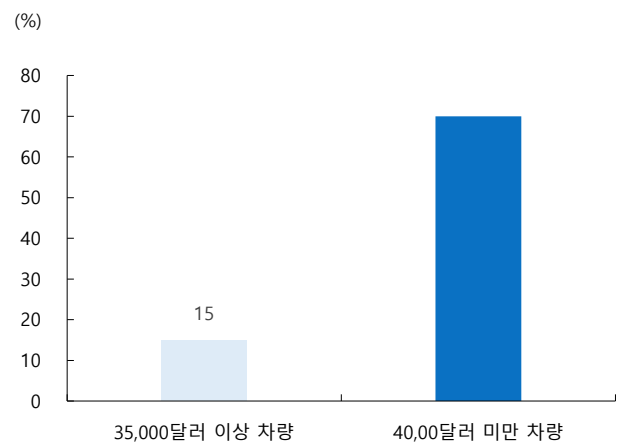
또한 전기차 관세 인하 조치를 두고 시장 내 경쟁자 확대에 따라 현대차그룹에게 부정적인 영향을 끼칠 것이라는 우려가 있으나, 그 영향은 미미할 것으로 보인다. 해당 조치는 자국 내 최소 5억달러를 투자하고, 3년 이내 현지 전기차 생산을 약속하는 업체에게 한해 연간 8천대 수준의 차량의 수입 관세를 15%까지 인하하겠다는 내용을 담고 있다. 현재 현대차의 경우 이미 탈레가온 신공장 가동이 임박했고, 기아의 경우에도 기존 아난타푸르 공장의 생산 능력을 10% 정도 개선하는 증설이 이미 진행되었기 때문에, 위 인센티브 정책에 해당 사항이 없기 때문이다. 다만 해당 정책에 따른 수혜 대수가 크지 않고, 현대차그룹은 완성차 형태가 아니라 CKD 방식으로 전기차를 수입하고 있다. 또한 Tesla가 위 정책에 미온적인 상황이라 시장 경쟁 심화의 요인이라고 보기에 무리가 있다.

그림160. 인도의 기존 전기차 관세 정책



자료: iM증권 리서치본부

그림161. 인도의 전기차 육성 기조 하 신규 관세 정책



자료: iM증권 리서치본부

그림162. 인도 첸나이 공장: 2019년부터 코나 CKD 생산 시작했으며 2025년 기점으로 배터리 조립 라인 완공되며 완전한 전기차 생산 체제 구축



자료: 현대차, iM증권 리서치본부

인도 시장의 오랜 1강 Suzuki, 로컬 업체와 현대차그룹에게 추격을 당하는 중

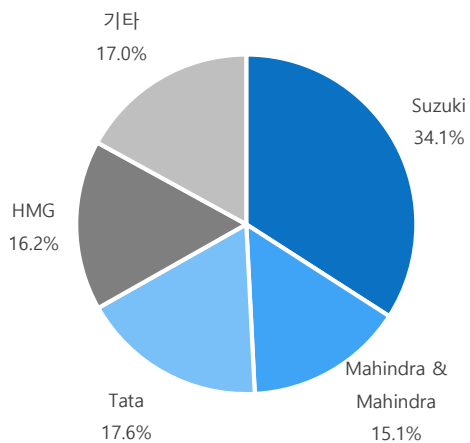
현대차그룹의 향후 인도 전기차 시장 경쟁력을 가늠해보는데 있어 일본 OEM을 빼놓을 수 없다. 차량 분류에 따라 일부 차이는 있으나 Suzuki의 인도 승용차 시장 M/S는 40%에 35%에 육박하고, Toyota의 경우 약 7%를 확보 중이다. Suzuki는 1982년 인도 정부의 국민차 프로젝트에 채택되며 인도 시장에 진출했다. 1991년 인도의 외환위기 이후 시작된 주요 산업 개방 추세에 따라 많은 해외 OEM들이 인도 자동차 시장에 진출했으나, Suzuki의 경우 Hatchback 및 B 세그먼트 이하 차량 제품에 경쟁력을 확보한 상황이었고 당시 인도 시장 매력도는 중국 및 미국 대비 현저히 낮아 OEM들 또한 적극적인 진출 의지가 없었다. 이후 Suzuki의 독주가 지속되었으나, 2010년대 이후 인도 OEM 성장에 따라 시장 점유율은 2000년대 중반 50% 수준에서 2025년 30% 후반까지 떨어진 상황이고, 특히 전기차 시장 성장에는 전혀 대응하지 못하고 있는 상황이다.

그림163. 1982년 최초로 인도의 국민 자동차 정책의 일환으로 만들어진 Suzuki의 마루티 800



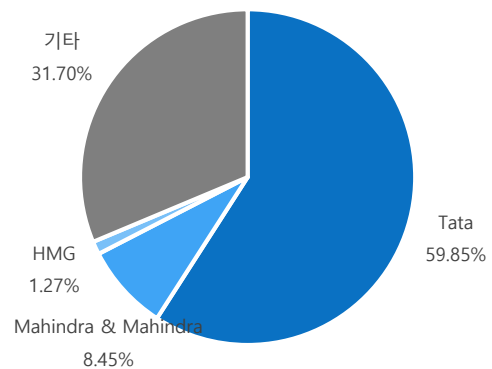
자료: iM증권 리서치본부

그림164. 2024년 기준 인도 전체 자동차 시장 점유율 현황



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림165. 2024년 기준 인도 전기차 시장 점유율 현황



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

Suzuki의 인도 전기차 시장 진출은 출발도 늦었고, 향후 경쟁력 담보도 어렵다

Suzuki는 2025년이 되어서야 첫 양산형 전기차 E-Vitara를 출시했다. 이는 Suzuki와 Toyota가 공동 개발한 HEARTECT-e 플랫폼에 기반하고 있다. 2026년 1월부터 본격적인 판매가 예정되어 있고, Toyota 또한 이를 배지 엔지니어링 한 Urban Cruiser를 공개했다. Suzuki는 하이브리드에 집중하고 있는 타 일본 OEM들보다 상대적으로 전기차 시장에 적극적인 모습을 보여주고 있다. Suzuki의 e-Vitara는 현재 인도 OEM의 신규 제품 및 현대차그룹의 Creta, Syros와 유사한 세그먼트에 속해 있어 향후 시장 경쟁을 피할 수 없다. 이런 상황에 전기차 생산 및 판매 경험이 전무한 Suzuki 우위가 쉽게 점쳐지지 않는다. 또한 Suzuki 또한 일본 OEM 특유의 하이브리드 차량을 통한 점진적 전환을 꾀하고 있는데, 공격적인 EV 라인업 확장을 시도 중인 경쟁 업체 대비 열위에 있다. 실제로 Suzuki는 2030년까지 목표한 전기차 신규 차종 수를 기존 6개에서 4개로 하향했고, 전기차 판매량 가이드스 또한 15% 낮췄다. 즉 내연기관 시장과 달리 Suzuki의 전기차 시장 경쟁력은 강하지 않으며, 이에 따라 향후 현대차그룹의 전기차 시장 경쟁력이 상대적으로 주목받을 것으로 전망한다.

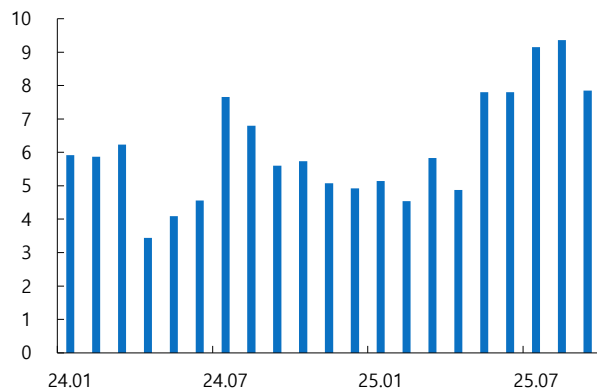
그림166. Suzuki의 신규 전기차 e-Vitara



자료: iM증권 리서치본부

그림167. Suzuki 인도 내 하이브리드 차량 월별 판매대수

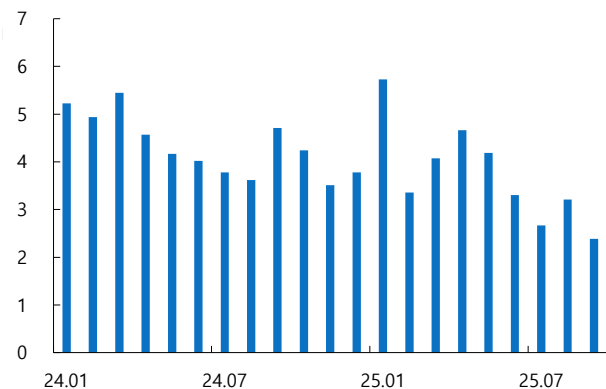
(천대)



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림168. Toyota 인도 내 하이브리드 차량 월별 판매대수

(천대)



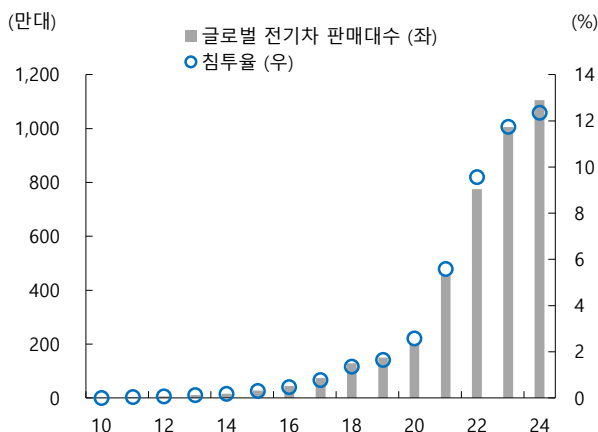
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

III. 전기차 캐즘, SDV와 자율주행의 시간

1. 그럼에도 전기차는 SDV와 자율주행의 선결조건

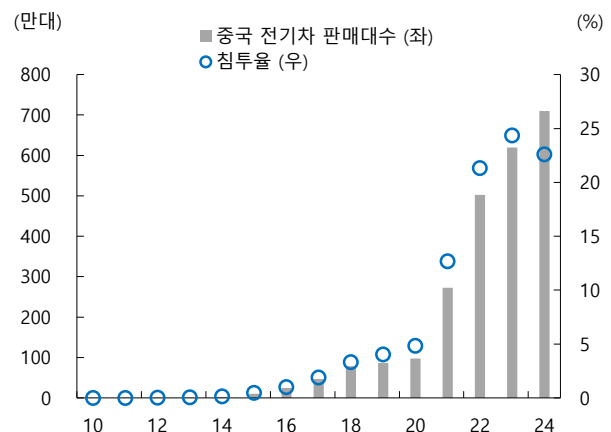
2024년 글로벌 전기차 판매대수는 1,105만대로 전년 동기 대비 약 10% 증가했고, 12.5% 수준의 침투율을 보여줬다. 다만 이는 중국 시장 성장의 효과가 크고 (710만대, +14.6% YoY), 유럽의 경우 194만대로 전년 동기 대비 -3.4% 역성장을 시현했으며, 미국은 127만대로 전기차 판매 대수 자체는 소폭 증가했으나 (+7.3%), HEV 대비 낮은 성장성으로 시장 침투율은 오히려 하락했다. 2025년 9월 누적 기준 데이터에서도 국가별 방향성이 크게 다르지 않고, 이는 시장 경쟁 심화로 인한 산업 재편, 구매 보조금 폐지, 소비자들의 구매 요인 부족 등과 같이 수요 및 공급 단계 걸쳐 여러 원인에 기인하고 있다.

그림169. 글로벌 전기차 연간 판매대수 및 침투율



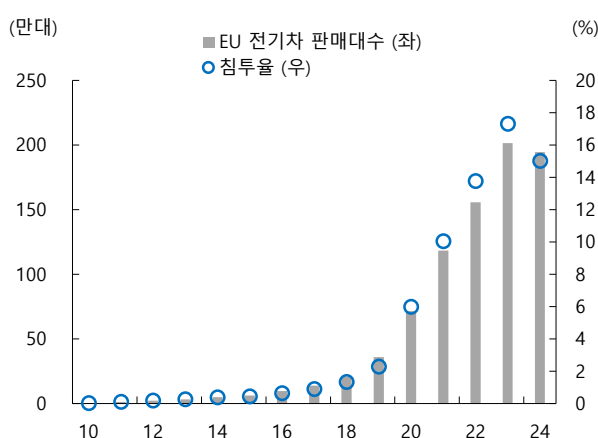
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림170. 중국 전기차 연간 판매대수 및 침투율



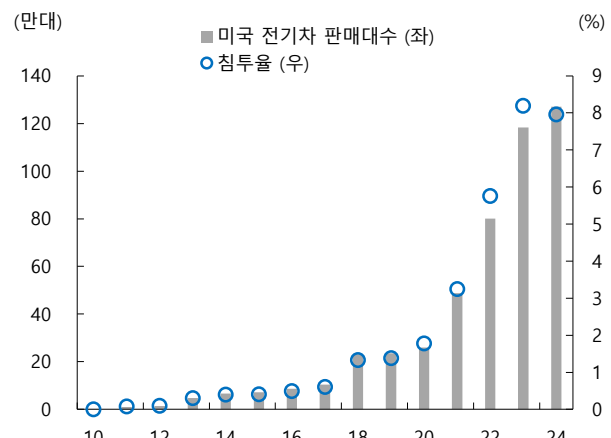
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림171. EU 전기차 연간 판매대수 및 침투율



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림172. 미국 전기차 연간 판매대수 및 침투율

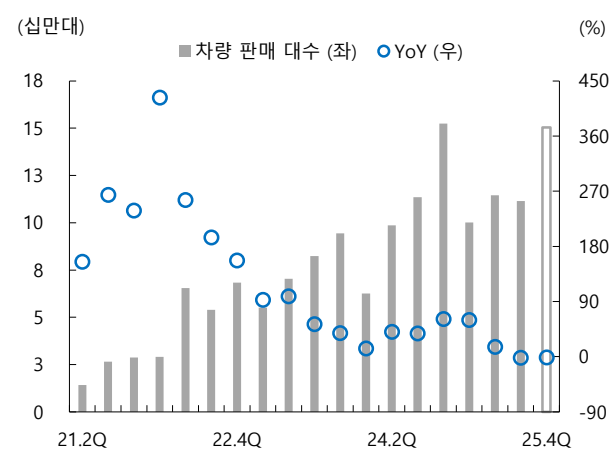


자료: Marklines, iM증권 리서치본부

글로벌 전기차 수요 부진의 근본적인 원인은 각국의 전기차 보조금 폐지

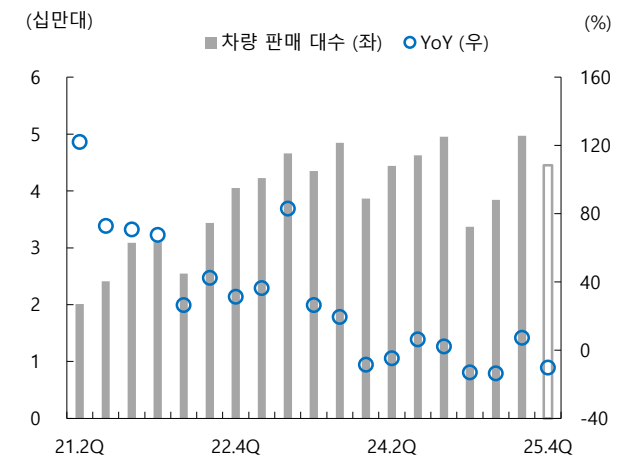
사실 전기차 수요의 부진의 근본적이고도 가장 결정적인 이유는 바로 전기차 보조금의 축소 및 폐지다. 중국은 가장 먼저 전기차 산업 육성 의지를 높임과 동시에 보조금을 지급한 국가다. 중국은 전기차 업체에게 생산 독려, 지원을 위한 생산 보조금과 동시에 수요 증진을 위한 구매 보조금 및 연구개발비 또한 지원해왔다. 이에 중국 전기차 업체는 정부로부터 2009~2023년 기간 동안 약 321조원에 달하는 보조금을 수령했다. 2023년을 기점을 전기차 구매 보조금 지급은 중단되었고, 업체 간 경쟁 심화, 수요 둔화 등에 따라 자국 내 수요가 주춤하고 있다. 미국 또한 전기차 구매 보조금 지원 정책이 2025년 9월 30일자로 종료되었다. 이에 여러 전기차 업체들은 25.3Q 전수요의 + 영향이 있었으나 25.4Q 다시 역성장 기조로 들어설 가능성이 높다. 이외에도 여러 국가에서 전기차 보조금을 폐지하고 있고, 전기차 전환을 강력하게 지지해온 유럽 또한 내연기관 차량 및 환경규제에 대한 목소리를 거의 내지 않고 있다.

그림173. BYD 분기별 차량 판매 대수 추이



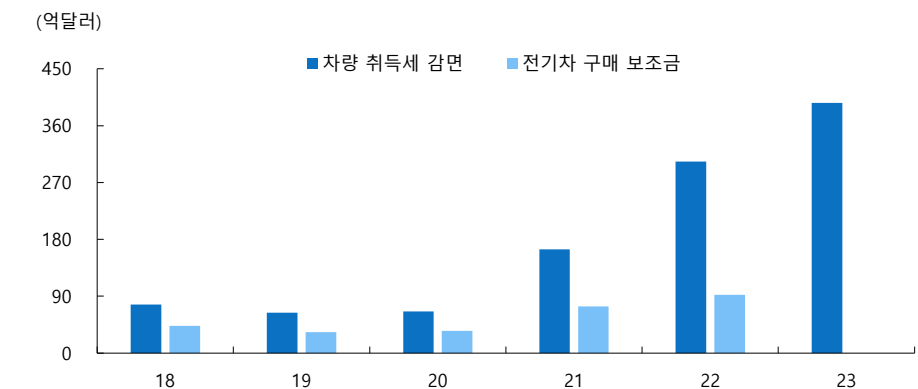
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 25.4Q Bloomberg 컨센서스

그림174. Tesla 분기별 차량 판매 대수 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 25.4Q Bloomberg 컨센서스

그림175. 중국 정부가 자국 전기차 업체에게 지급해온 주요 보조금

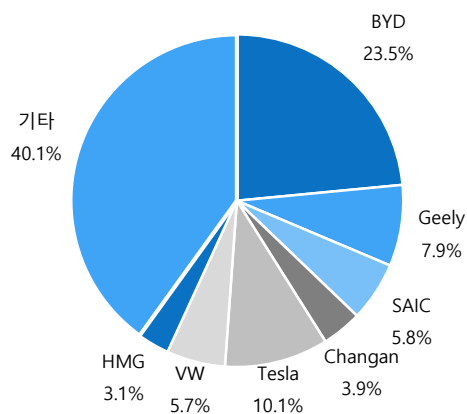


자료: CSIS, iM증권 리서치본부

각 국 보조금 폐지의 이면: 중국 업체의 자국 전기차 시장 침투를 우려

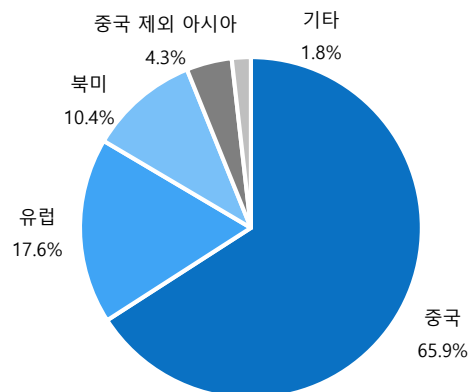
각 국이 전기차 보조금을 폐지하는 표면적인 명분은 전기차 산업의 자생력 확보다. 그러나 그 이면에는 사실 중국 전기차 업체들의 약진을 견제하는 계산이 담겨 있다. 2024년 기준 업체별 글로벌 전기차 시장 점유율을 살펴보면, BYD 23.5%, Geely 7.9%, SAIC 5.8%, Changan 3.9% 등 주요 중국 OEM들의 시장 점유율 합이 약 35.3% 수준이다. 물론 전체 산업 수요 내 중국이 차지하는 비중이 상당히 크고, 아직 글로벌 경쟁력을 갖추지 못했다는 평가가 존재한다. 다만 최근 들어 중국 전기차의 시장 진출이 가속화되고 있다. 2025년 9월 누적 기준 중국 전기차 수출액은 260억달러 수준이고, 이는 전체 자동차 수출액 대비 34%에 해당한다. 과거 내연기관 차량의 경우 해외 OEM의 중국 생산 역수출 물량이 꽤 존재했지만, 전기차의 경우 대부분 중국 OEM의 신흥시장향 수출 물량으로 파악된다. 중국의 주요 전기차 수출국은 벨기에, 영국, 멕시코, 한국 등이며 이들은 더욱이 향후 전기차 보조금 재개에 신중할 수밖에 없다.

그림176. 2024년 기준 글로벌 전기차 시장 점유율 현황



자료: SNE Research, iM증권 리서치본부

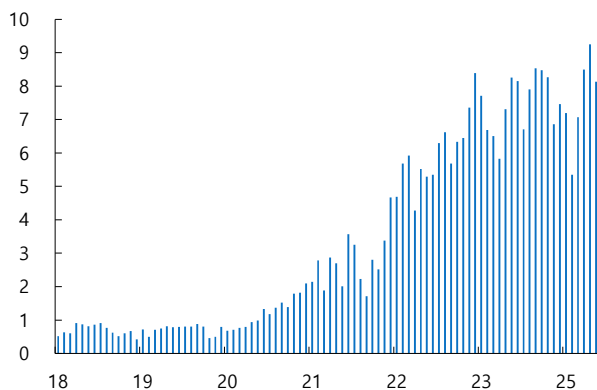
그림177. 2024년 기준 지역별 전기차 판매대수 비중 현황



자료: SNE Research, iM증권 리서치본부

그림178. 중국 전체 자동차 월별 수출액 현황

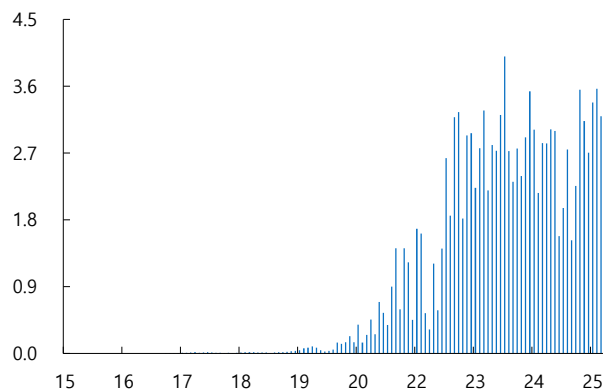
(십억달러)



자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림179. 중국 전기차 월별 수출액 현황

(십억달러)

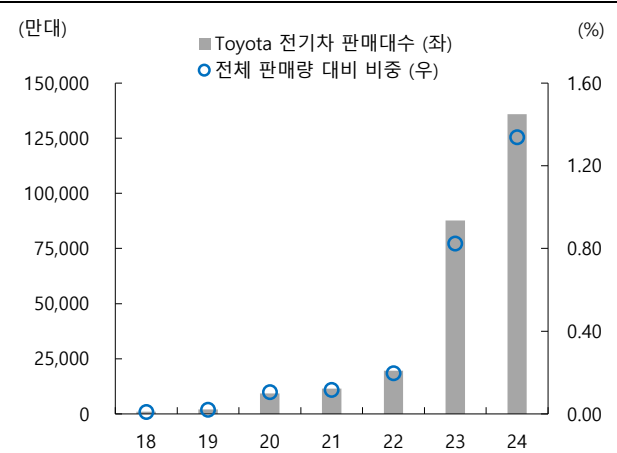


자료: KITA, iM증권 리서치본부

일본 OEM들의 더딘 전기차 전환으로 잠재 수요를 끌어내지 못하고 있다

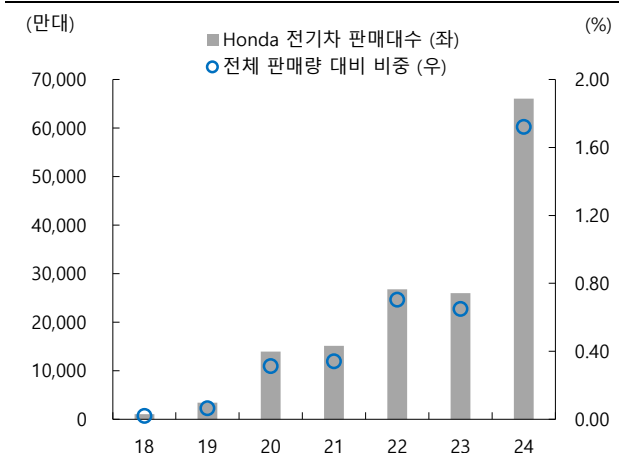
글로벌 경쟁 업체 대비 일본 OEM들의 전기차 전환 속도는 상당히 느리다. Toyota는 2022년 첫 전기차 bZ4X를 출시했으며, 아직 생산 및 판매 대수 규모는 미미하다. Honda의 경우 2020년 Honda E를 출시했으나 일본 내 미미한 전기차 인프라, 실패한 유럽 가격 정책 등에 2024년 생산을 중단했다. 일본 자동차 재구매율은 상당히 높은 편인데, JD Power의 자동차 재구매율 조사 결과 Subaru:61.8%, Toyota:61.1%, Honda: 59.3% 등의 순서로 나타났다. 이처럼 브랜드 충성도가 높은 일본 업체들의 전기차 전환이 늦어지는 것은 곧 잠재 전기차 수요가 잠들어 있다는 뜻이다. Toyota가 2030년까지 30개 전기차 제품 출시, 연간 350만대 전기차 판매라는 가이던스를 유지 중이나, 미국 관세 부과 등으로 오히려 하이브리드 개발 및 판매에 집중하는 모습을 보여주고 있다.

그림180. Toyota 전기차 판매대수 및 전체 대비 비중



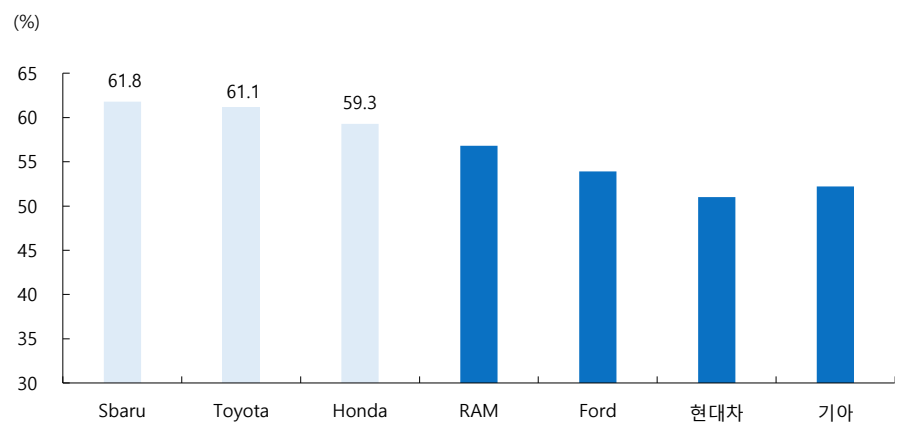
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림181. Honda 전기차 판매대수 및 전체 대비 비중



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림182. 주요 브랜드별 재구매율 설문 결과

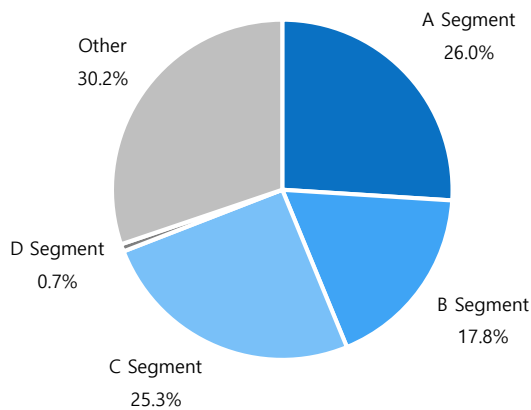


자료: JD Power, iM증권 리서치본부

현대차그룹 또한 전기차 구매 보조금 선수요 후를 걱정하는 상황

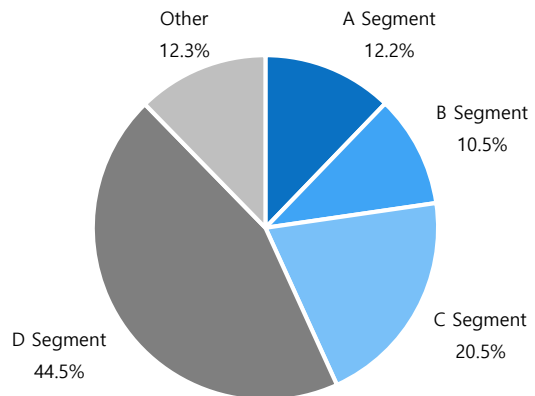
글로벌 전기차 수요가 둔화되고 있는 이유로 차량 세그먼트 구성이 단조롭다는 점도 꼽을 수 있다. 본격적인 완성차 OEM들의 양산 전기차 판매가 시작되던 2018년 당시 전기차 세그먼트 구성은 A~C 등 중소형 차량 중심의 고른 분포를 보여준 바 있다. 반면 2024년 기준 전기차 세그먼트 구성은 D 세그먼트 비중이 2018년 0.7%에서 44.5%까지 증가했다 (IONIQ 5~9 포함). 이는 사실 산업 수요를 반영한 제품 라인업이라고 보기에는 무리가 있고, 배터리 원가를 절감 및 전가하기 위한 계산 또한 내포되었다고 보는 것이 합리적일 것이다. 이에 따라 대부분의 시장 경쟁 업체들의 제품이 D 세그먼트에 몰려 있기 때문에, 후발 주자들은 경쟁 과열에 따라 오히려 수익성이 더 훼손될 가능성도 높아진다.

그림183. 2018년 기준 글로벌 세그먼트별 전기차 판매 비중



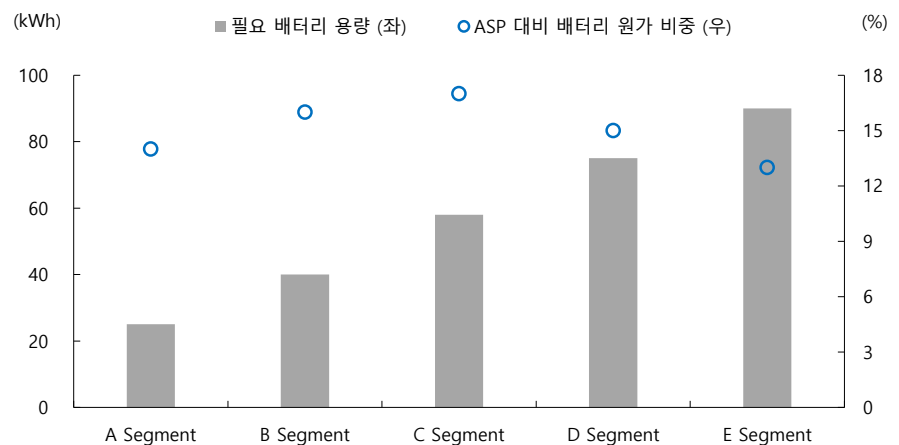
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림184. 2024년 기준 글로벌 세그먼트별 전기차 판매 비중



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림185. 차량 세그먼트별 필요 배터리 용량 및 ASP 대비 원가 비중

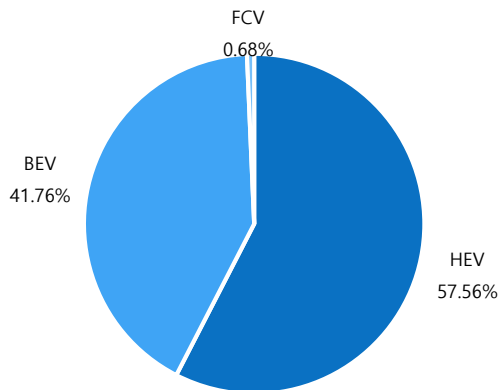


자료: iM증권 리서치본부

현대차그룹 또한 전기차 구매 보조금 선수요 후를 걱정하는 상황

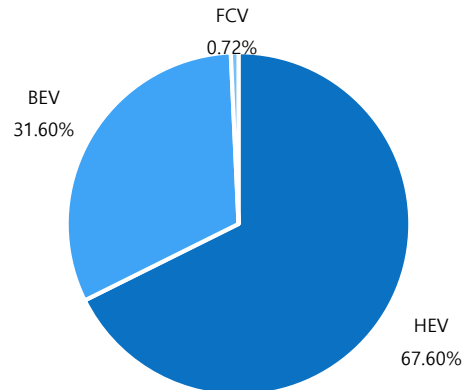
현대차그룹 또한 전기차로의 사업 전환 속도가 계속해서 늦어지고 있는 상황이다. 물론 2025년 9월 누적 기준 현대차그룹의 친환경차 판매 현황을 살펴보면, 현대차 (HEV: 468,537대 +33.5% YoY, EV:218,684대 +33.9%, FCV: 4,993대+45.6% YoY), 기아 (HEV: 332,347대 +24.4% YoY, EV:184,915대 +21.8%, FCV: 4,993대 -16.9% YoY) 등으로 판매 호조세가 관찰되고 있다. 다만 이는 미국 전기차 구매 보조금 종료에 따른 선수요 효과가 상당 부분 작용한 결과이고, 25.4Q부터는 성장성을 담보하기 어려운 것이 사실이다. 이에 현대차그룹 또한 상대적으로 전기차 수요가 양호할 것으로 예상되는 유럽 및 인도 시장 진출 본격화를 통해 글로벌 전기차 수요 부진을 만회하고자 한다

그림186. 2023년 현대차 친환경차 내 비중: BEV 41.7%



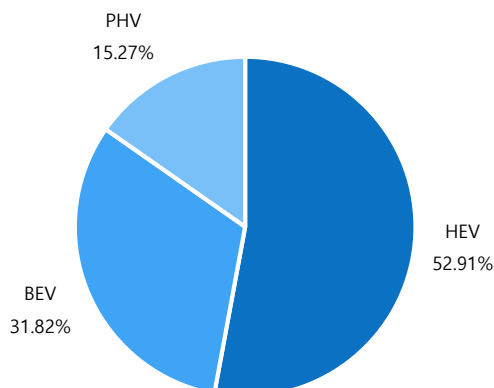
자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림187. 2025년 9월 누적 기준 현대차 친환경차 내 비중: BEV 31.6%, HEV 대비 낮은 성장률의 방증



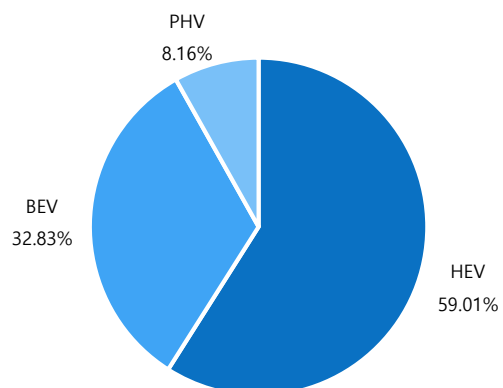
자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림188. 2023년 기아 친환경차 내 비중: BEV 31.8%



자료: 기아, iM증권 리서치본부

그림189. 2023년 기아 친환경차 내 비중: BEV 32.8%로 선방했으나 사실상 PHV 수요의 감소 영향 존재



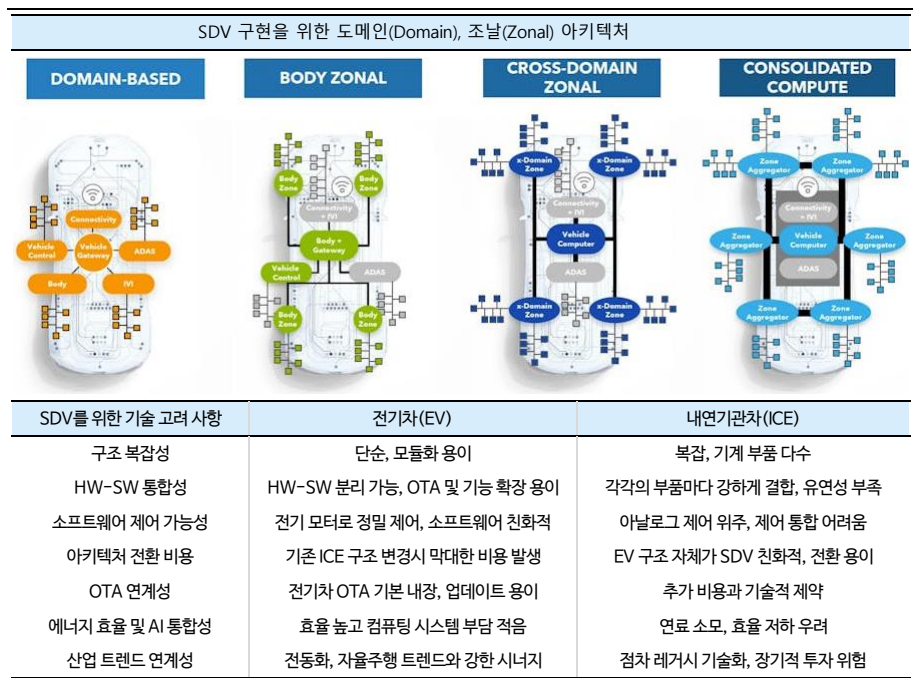
자료: 기아, iM증권 리서치본부

SDV를 구현하기 위해서는 기존 내연기관보다 전기차가 더 적합한 파워트레인

자율주행 기술 구현을 위한 필수 조건인 SDV는 내연기관차보다 전기차 플랫폼에서 훨씬 효율적이다. 전기차는 내연기관차에서 필수적인 복잡한 변속기, 다수의 기계 부품, 배기가스 시스템, 오일 관리 등이 필요 없으며, 구조가 단순하고 부품 수도 적다. 이러한 특성 덕분에 설계 유연성이 높고, SDV 핵심 기능인 중앙집중형 컴퓨팅 시스템이나 OTA 업데이트를 통합하기에도 용이하다.

또한 전기차는 소프트웨어로 전기 모터를 정밀하게 제어할 수 있다는 장점이 있다. 동력 전달, 회생제동, 토크 벡터링 등의 제어가 소프트웨어 중심으로 이루어질 수 있어 자율주행과 SDV 구현에 최적화되어 있다. 반면 내연기관차는 여전히 기계적 연결과 아날로그 방식의 제어가 많기 때문에 이를 모두 소프트웨어로 통합하려면 추가적인 기계-전자 인터페이스가 필요하고, 시스템 복잡성과 비용을 증가시킨다. 특히 AI 기반 자율주행 기술을 구동하려면 막대한 컴퓨팅 전력이 필요하다. 전기차는 에너지 효율이 높기 때문에 고성능 컴퓨팅 시스템을 탑재해도 연료 소모나 효율 저하 부담이 상대적으로 적다. 이러한 이유로 SDV와 전기차의 궁합은 자율주행 시대에 가장 적합한 조합으로 평가된다. 즉 SDV 및 자율주행 기술을 개발함에 있어 전기차 보급 확대는 잠시 미룰 수는 있는 일이나, 언젠가는 꼭 해결해야 할 선결 조건인 것이다.

그림190. SDV를 구현하기 위해서는 전기차 구조가 적합



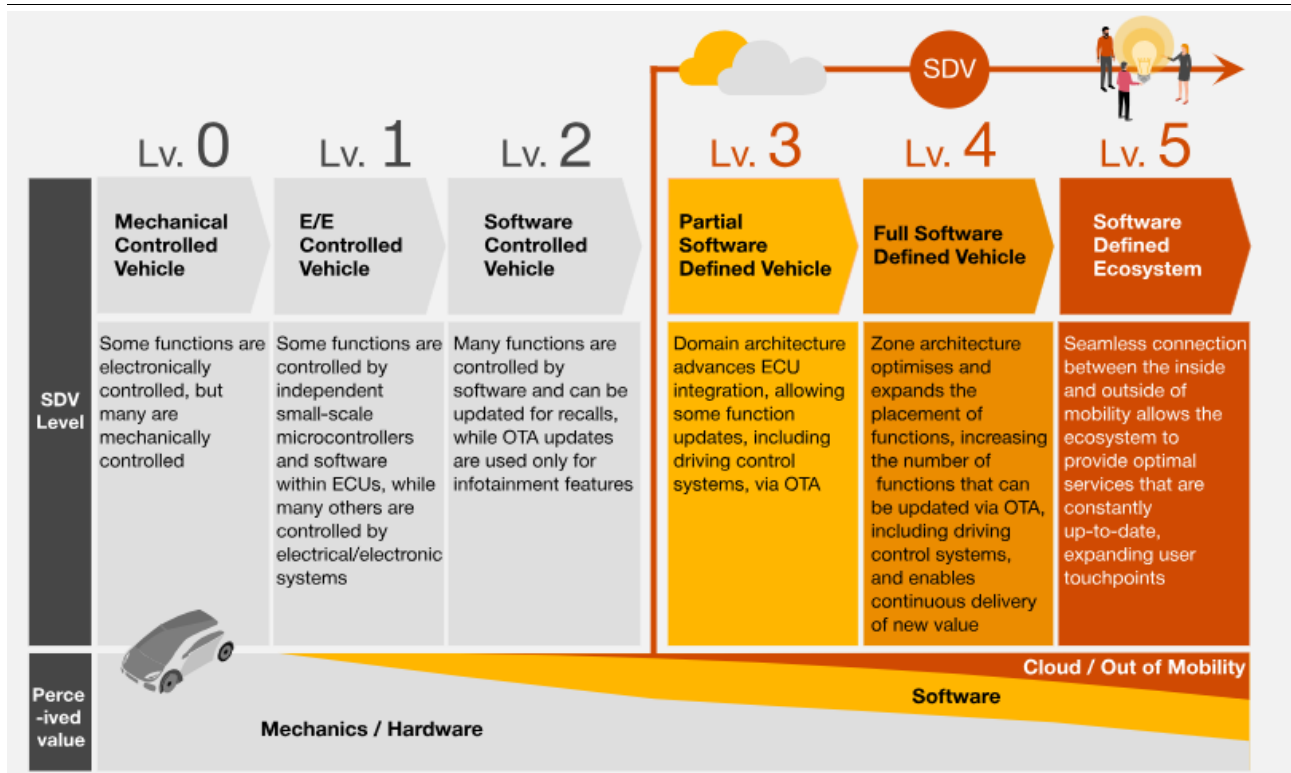
자료: iM증권 리서치본부

2. CODA와 Pleos OS를 통한 SDV 전환 목표

SDV를 위한 선결 조건: 중앙집중형 아키텍처, 고성능 SoC, 차량용 OS

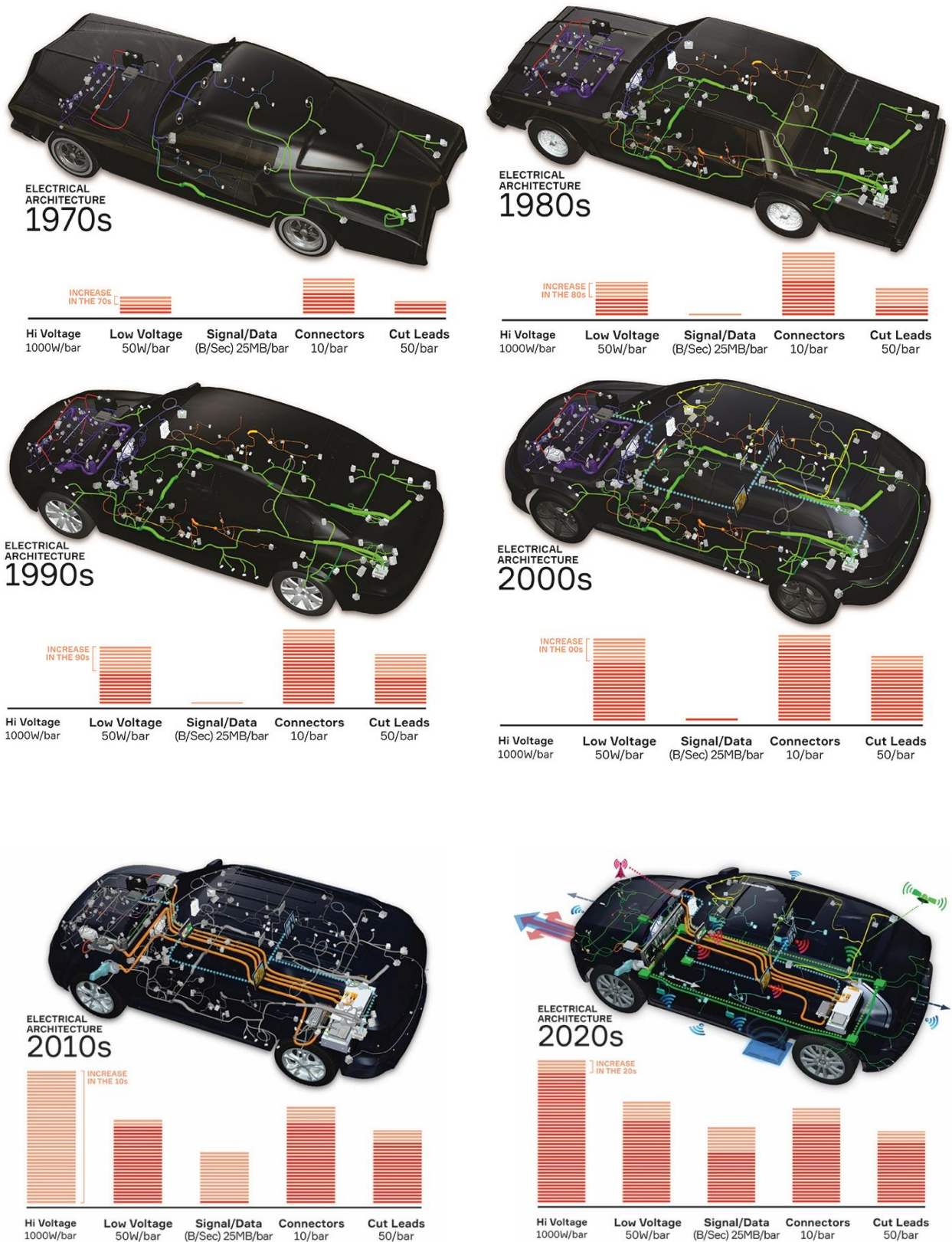
SDV는 차량의 핵심 기능을 하드웨어가 아닌 소프트웨어로 정의하고, 지속적으로 업데이트하여 최적화할 수 있는 차량을 의미한다. SDV는 OTA 지원, 하드웨어 구성 요소 통합을 통한 비용 절감, 주행 안전성 확보 등의 장점을 가지고 있음과 동시에 후술할 자율주행 기술 개발을 한 주행 데이터 수집 구조의 선결 조건이다. SDV로의 전환에는 3가지 구성 요건이 필요하다. 첫째, Zone 기반의 중앙집중형 E/E 아키텍처를 갖추어야 한다. Zone 기반의 중앙집중형 E/E 아키텍처가 완성되어야 차량 내 각종 센서와 제어기의 데이터를 단일 연산 플랫폼에 통합하고, AI 기반 알고리즘을 실시간으로 실행해 주행 판단을 가능케 하기 때문이다. 둘째, 고성능 SoC를 중심으로 하는 통합형 컴퓨팅 플랫폼이다. SDV가 구현된 차량은 수많은 센서에서 전송하는 데이터를 수집 및 분석해야 한다. 이를 위해 SDV를 구현하는 고성능 SoC는 기존의 수많은 ECU/MCU를 대체해 차량 제어 기능을 수행하고 방대한 데이터를 처리해야 한다. 셋째, 통합형 OS가 필요하다. 기존 전통적 방식의 차량용 OS는 바디/채시, 인포테인먼트, 커넥티비티 등 다양한 기능을 통제하는 별도의 OS가 여럿 존재하고, Tier-1 업체들이 공급하는 부품 또한 개별 OS가 설계되어 있다. 그러나 이와 같은 구조에서 OTA를 통해 차량을 업데이트한다는 것은 불가능하기 때문이다.

그림191. SDV는 6단계로 정의되고, OTA를 통한 기능 추가 및 제품 개선이 가능한 L3부터 진정한 SDV로 구분



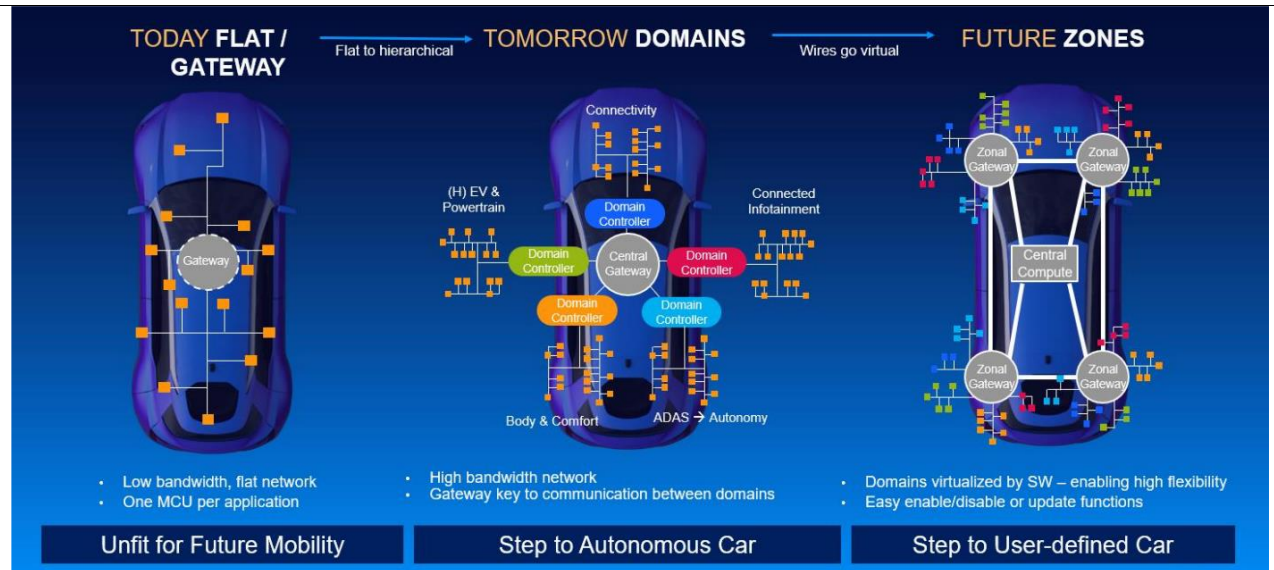
자료: PwC, iM증권 리서치본부

그림 192. 차량이 발전함에 따라 다양한 기능이 추가되면서 ECU와 배선 복잡도는 지속 증가



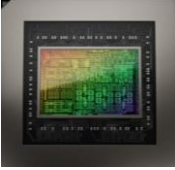
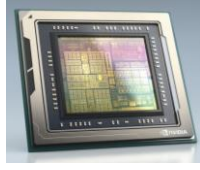
자료: Aptiv, iM증권 리서치본부

그림193. E/E 아키텍처는 기존 분산형 방식에서 Domain 기반을 거쳐 Zone 기반의 중앙집중형 E/E 아키텍처로 발전



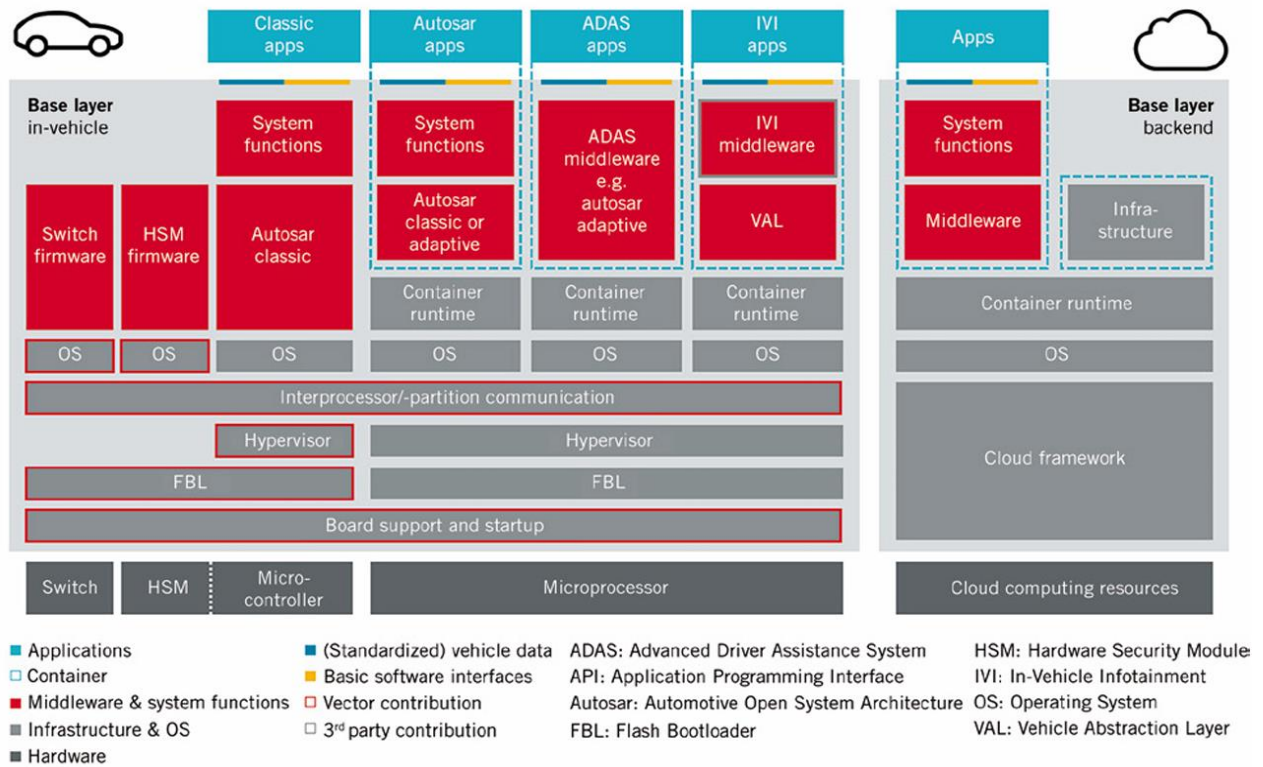
자료: iM증권 리서치본부

그림194. 주요 업체별 차량용 고성능 SoC 사양 비교

구분	Tesla FSD Computer 2	NVIDIA Thor-X	NVIDIA Orin-X	Qualcomm SA8775P	Mobileye EyeQ6H
종류					
공정	5/7nm	4nm	7nm	5nm	7nm
CPU	Arm Cortex A72 (20 Cores)	Arm Neoverse V3 (14 Cores)	Arm Cortex A78AE (12 Cores)	Kyro 680 (8 Cores)	RISC MIPS (4 cores)
GPU	-	Blackwell GPU 9.2 TFLOPS	Ampere GPU 5.2 TFLOPS	Adreno 663 1.2 TFLOPS	-
Memory	16GB GDDR6 224GB/s	64GB LPDDR5X 273GB/s	64GB LPDDR5 204GB/s	16GB LPDDR5 77GB/s	LPDDR5 102GB/s
Transistors	-	77B	17B	-	-
연산 성능	120 TOPS	1000 TOPS	254 TOPS	70 TOPS	34 TOPS
자율주행 지원	L2 ~ L4	L3 ~ L5	L2+ ~ L5	L2+/L3	L2/L3
TDP	-	350W	70W	-	35W
ASIL 등급	-	-	ASIL-D	ASIL-B	-
양산시기	2023	2026	2022	2024	2024

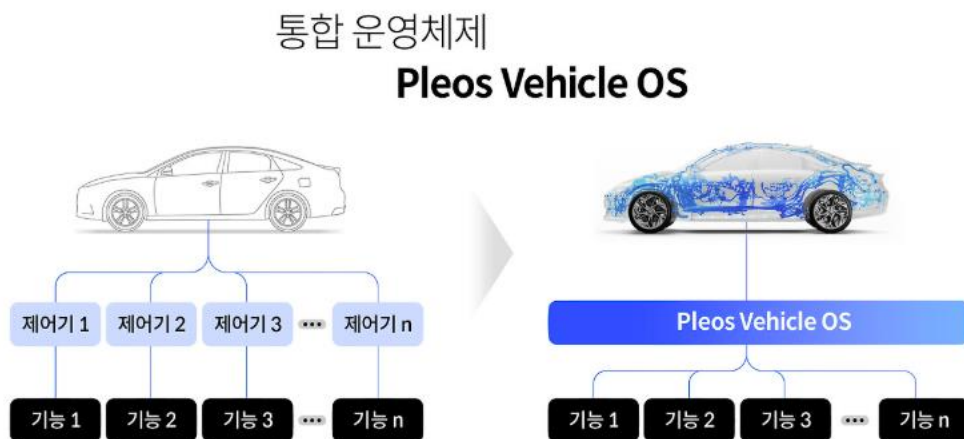
자료: iM증권 리서치본부

그림195. SDV 스택에서 OS는 하드웨어와 소프트웨어를 연결하는 기반



자료: iM증권 리서치본부

그림196. SDV가 구축된 차량은 서로 다른 제어를 통합된 OS로 제어

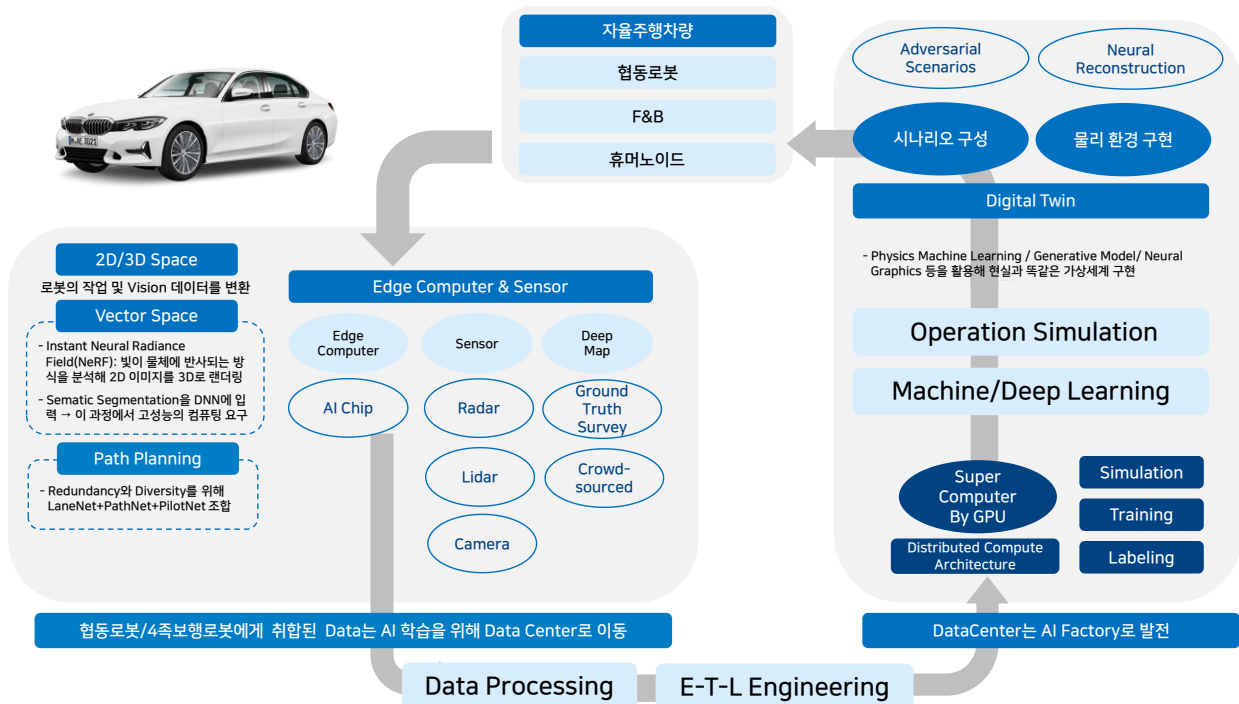


자료: 현대차, iM증권 리서치본부

SDV를 구축해야 하는 이유: 자율주행 학습에 필요한 주행 데이터 수집

이와 같은 SDV 구현이 필요한 또 다른 이유로는 주행 및 관련 차량 데이터를 수집하기 위함이다. 후술할 Tesla의 경우 현재 약 700만대 가량의 양산 차량으로부터 주행 데이터를 수집하고 있는데, 이는 전 차종에 SDV 구조를 적용하고 있기 때문에 가능한 것이다. 이에 완성차 OEM들은 연간 차량 생산 대수 측면에서 압도적으로 우위를 가지고 있지만, SDV 구조가 전혀 갖춰지지 않아 차량 데이터를 전혀 수집하지 못하고 있다. 많은 완성차 OEM들이 자체 자율주행 기술 개발에 어려움을 겪어 nVIDIA를 포함한 여러 빅테크 업체들과 협력을 시도했음에도, 자체 주행 데이터를 보유하고 있지 못했기 때문에 시너지가 발생할 수 없었던 것이다.

그림197. SDV 구현이 완료되고, 그 후 주행 및 조향 데이터를 수집해 이를 바탕으로 자율주행 학습이 가능하다



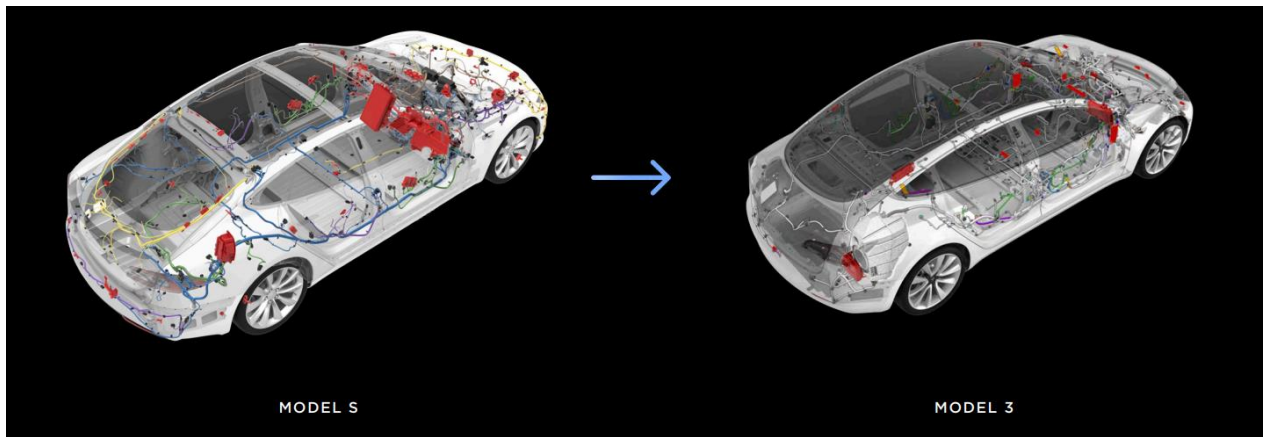
자료: iM증권 리서치본부

Tesla는 2010년대 후반부터 SDV 구축을 완료하고 주행 데이터를 수집

Tesla는 SDV의 개념을 가장 먼저 실현하고 상용화한 업체이다. Tesla는 차량의 주요 기능을 하드웨어에 의존하지 않고 소프트웨어 기반으로 구현하는 구조를 정립하였으며, 출고 이후에도 지속적인 성능 개선이 가능한 OTA 업데이트 시스템을 전 차종에 적용하고 있다. 이러한 SDV 구조는 주행 성능, 에너지 효율, 자율주행 기능, 인포테인먼트 등 차량 전반의 요소들을 지속적으로 개선, 진화시키는 소프트웨어 제품으로서의 자동차라는 인식을 시장에 정착시켰으며, 전통적인 자동차 산업의 설계, 운영 방식에 근본적인 변화를 불러일으켰다. Tesla의 SDV 전략은 처음부터 하드웨어-소프트웨어의 분리 구조를 기반으로 설계되었으며, 현재는 FSD 기술 고도화와 이를 통한 로보택시 기반 MaaS(Mobility-as-a-Service) 확장을 핵심 목표로 설정하고 있다.

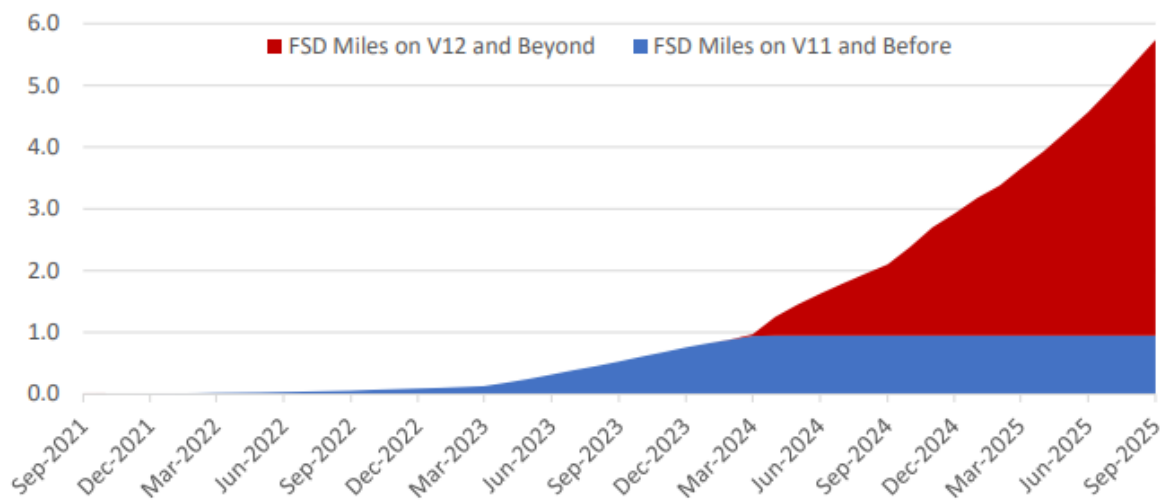
Tesla는 2017년 모델 3를 통해 업계 최초로 Zone 기반 E/E 아키텍처를 도입하였다. 중앙 통합 컴퓨팅 유닛과 3개의 바디 컨트롤 모듈(전방, 좌측, 우측)을 통해 기존 수십 개의 ECU를 통합하며 시스템 복잡성과 배선을 획기적으로 줄였다. 이는 기존 모델 S와 X에서 약 3km에 달하는 와이어링 하네스를 1.5km 수준으로 줄였으며, 모델 Y가 출시되면서 1km로 감소하였다. 동사는 향후 지속적인 아키텍처 개선을 통해 배선 길이를 100m까지 줄이는 것을 목표로 하고 있다. 이러한 E/E 아키텍처 혁신은 차량 무게 경감, 생산성 향상, 유지보수 효율성 등 다양한 분야에서 Tesla의 경쟁력을 강화시키는 기반이 되고 있다. Tesla는 2019년부터 NVIDIA 기반 SoC에서 탈피하여 자사 설계의 FSD 컴퓨팅 칩을 차량에 탑재하고 있다. 해당 플랫폼은 자율주행뿐만 아니라 바디, 샤시, 파워트레인, IVI 등 차량 내 모든 주요 도메인의 데이터 수집, 분석, 제어를 통합적으로 처리할 수 있도록 설계되어 있다. 이로 인해 Tesla는 OTA 업데이트를 통해 단순한 UI 개선을 넘어 물리적 제어 시스템까지 포괄하는 전방위적인 기능 업그레이드를 신속하게 실행할 수 있는 구조를 갖추었다. 또한 Tesla는 Linux 기반의 독자적인 차량 운영체제를 개발해 전 차량에 적용하고 있으며, 단일 OS상에서 각 도메인 소프트웨어를 통합적으로 운영하고 있다. 외부 공급사에 의존하지 않는 독자적 소프트웨어 스택을 통해 높은 시스템 통합성, 기민한 소프트웨어 업데이트 대응력, 보안성 확보 등에서 전통 완성차 OEM 대비 현격한 경쟁우위를 확보하고 있다.

그림198. 모델 3는 Zone 기반 중앙집중형 아키텍처를 적용해 부품 간소화와 와이어링 하네스 감소를 달성



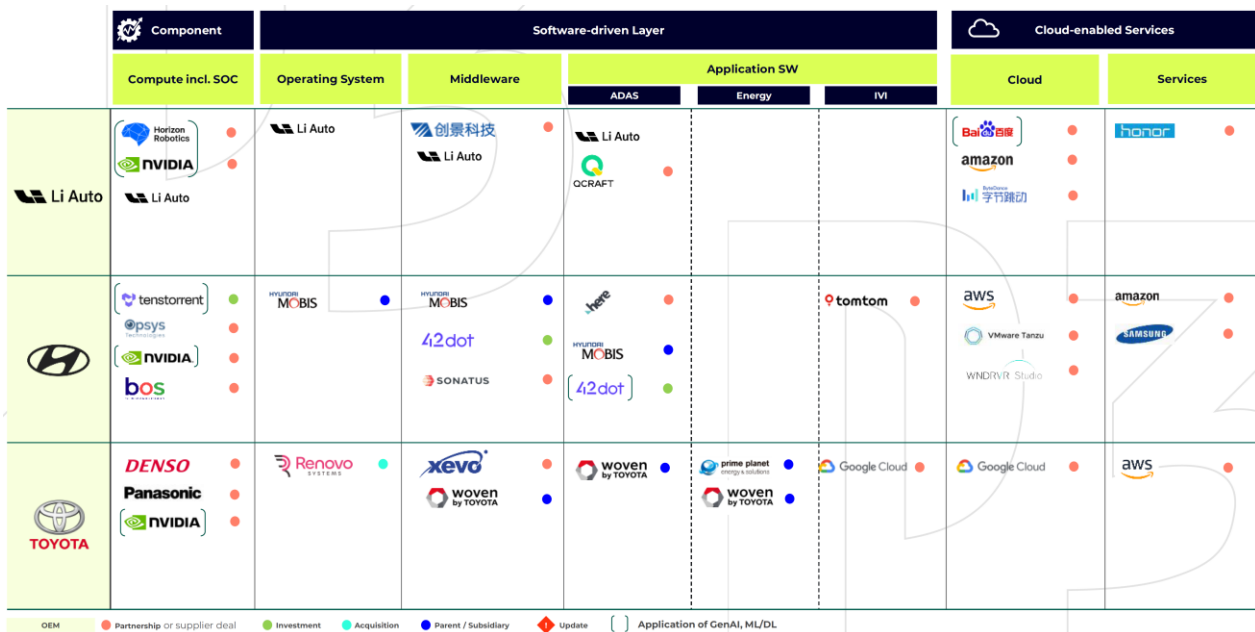
자료: Tesla, iM증권 리서치본부

그림199. 24.3Q 기준 Tesla FSD 수집 누적 데이터



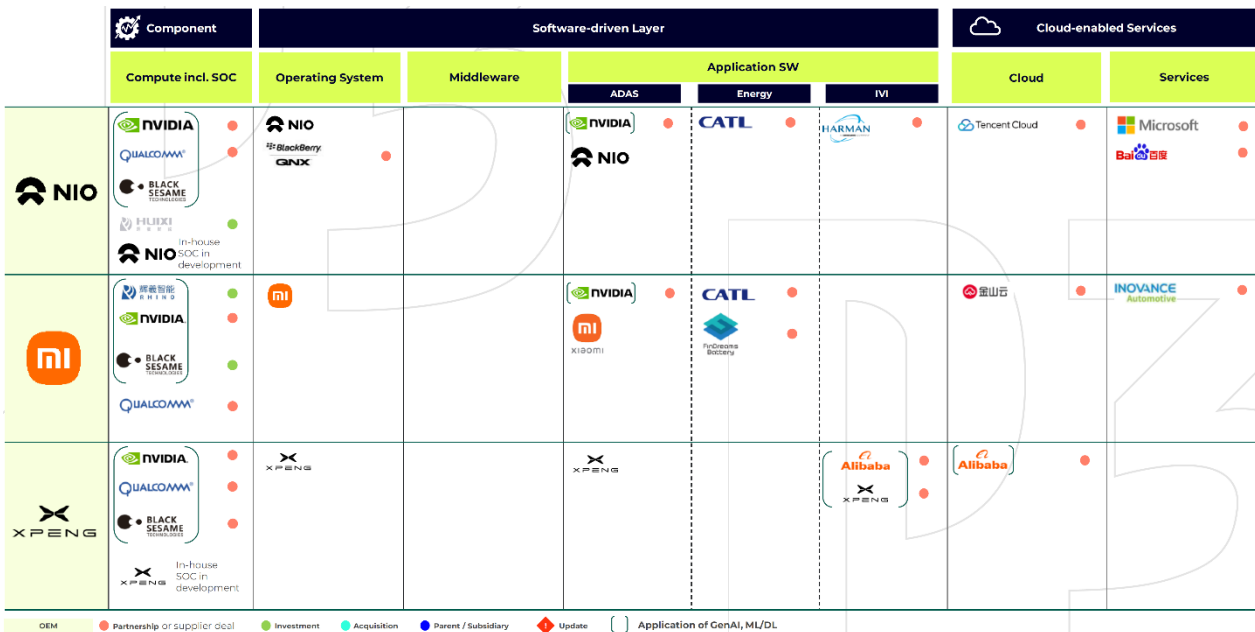
자료: Tesla, iM증권 리서치본부

그림200. 아시아 주요 OEM별 SDV 밸류체인 현황: 레거시 업체들은 내재화와 파트너십을 함께 진행



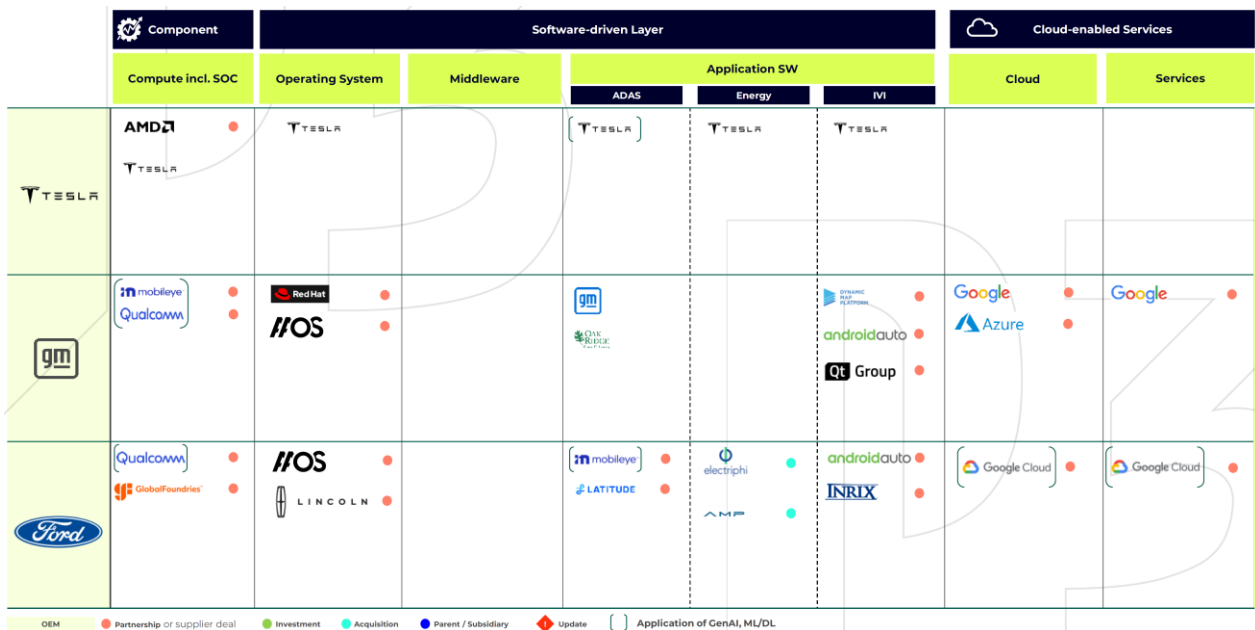
자료: P3 Insight, iM증권 리서치본부

그림201. 아시아 주요 OEM별 SDV 밸류체인 현황: 중국 EV업체들은 높은 수준의 수직계열화를 완성



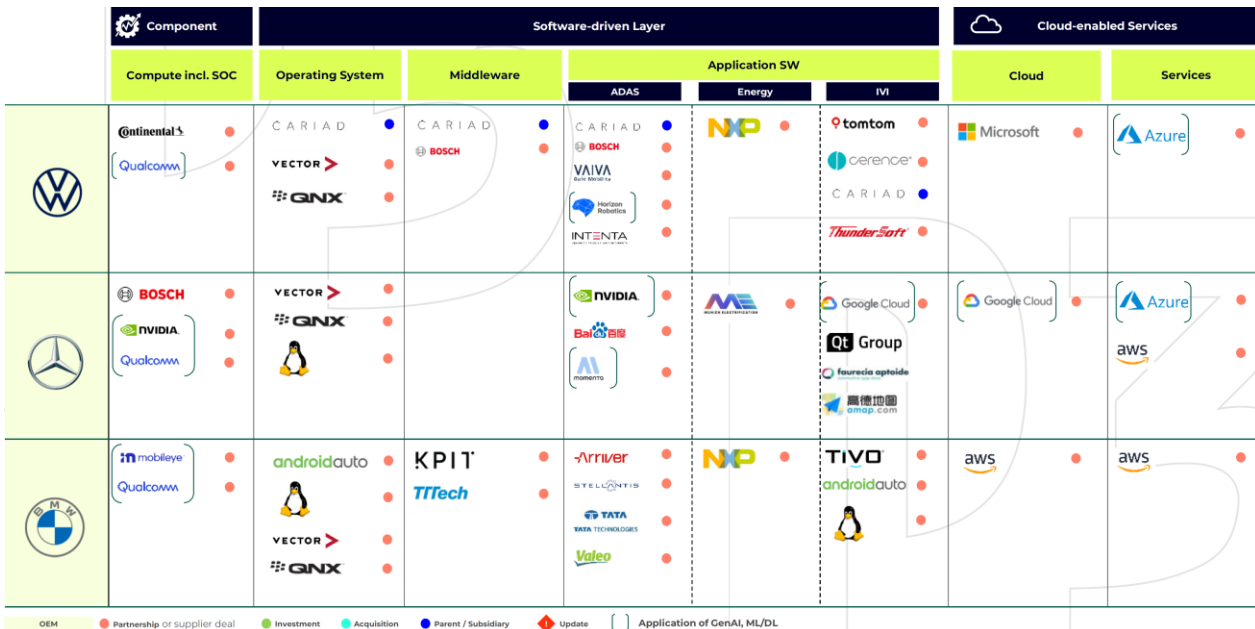
자료: P3 Insight, iM증권 리서치본부

그림202. 북미 주요 OEM별 SDV 밸류체인 현황: Tesla는 전 영역에 있어 내재화에 이미 성공한 것으로 파악



자료: P3 Insight, IM증권 리서치본부

그림203. 아시아 주요 OEM별 SDV 밸류체인 현황: 레거시 업체들은 내재화와 파트너십을 함께 진행



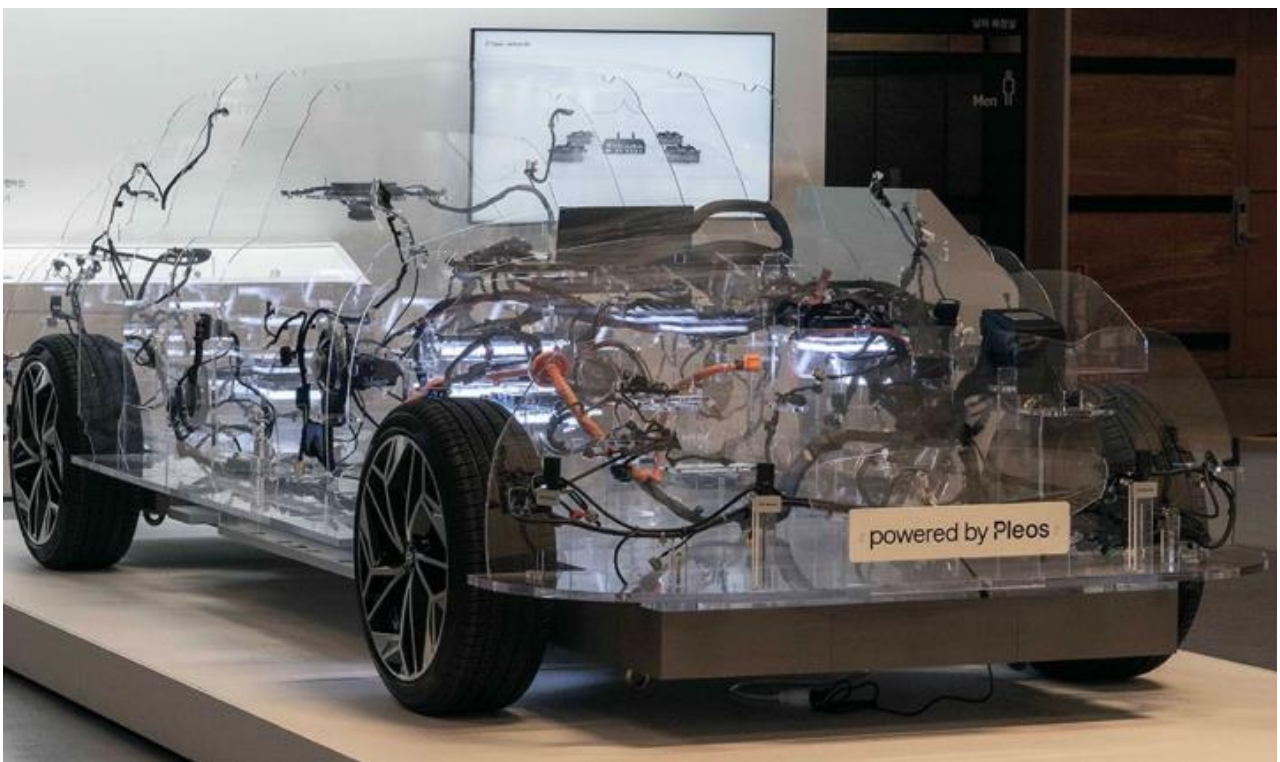
자료: P3 Insight, IM증권 리서치본부

현대차그룹은 SDV 자체 개발 전략을 고수하고 있으며 Pleos 개념을 제시

이와 달리 현대차그룹을 포함한 레거시 OEM들의 SDV 준비 정도는 상당히 부족한 상황이다. 대부분의 업체들은 Tesla가 이미 양산 차량에 적용 중인 Zonal Architecture가 아닌 제한적인 분산형 구조에서 도메인 구조로 넘어가는 과정에 머물러 있다. OS의 경우에도 인포테인먼트 등 일부 차량 내 기능을 제어 및 업데이트하는 수준에 그친다. 다만 2025년 3월, 현대차그룹은 ‘Pleos 25’ 개발자 컨퍼런스를 통해 자율주행과 SDV 전략의 핵심 구조를 공개했다. 이날 발표의 중심은 독자 자율주행 AI 시스템인 ‘Atria AI’와 이를 적용한 SDV 전용 시제품 XP2 프로젝트였다. 현대차는 Atria AI 기반으로 한 SDV 시범 차량을 2026년 3분기부터 운영하고, 2027년 말부터 양산차에 레벨2+ 자율주행 기능을 상용화하겠다는 구체적 계획을 제시했다. 자율주행의 경우 뒤에서 후속하도록 하고, 수정된 현대차그룹의 SDV 기술 개발 로드맵을 살펴보고자 한다.

해당 행사에서 현대차그룹은 차세대 SDV 전략을 통해 Tesla, 그리고 일부 중국 OEM만이 완성한 양산 차량 기반의 데이터 학습 체제를 갖추겠다는 포부를 밝혔다. 현재 Tesla의 데이터 수집 가능 차량은 약 780만 대, Li Auto, Xpeng은 약 60만 대 수준이다. 현대차그룹은 2030년까지 약 1,000만대 배포를 목표한다.

그림204. 현대차그룹이 목표하고 있는 차세대 아키텍처를 구동하는 Pleos

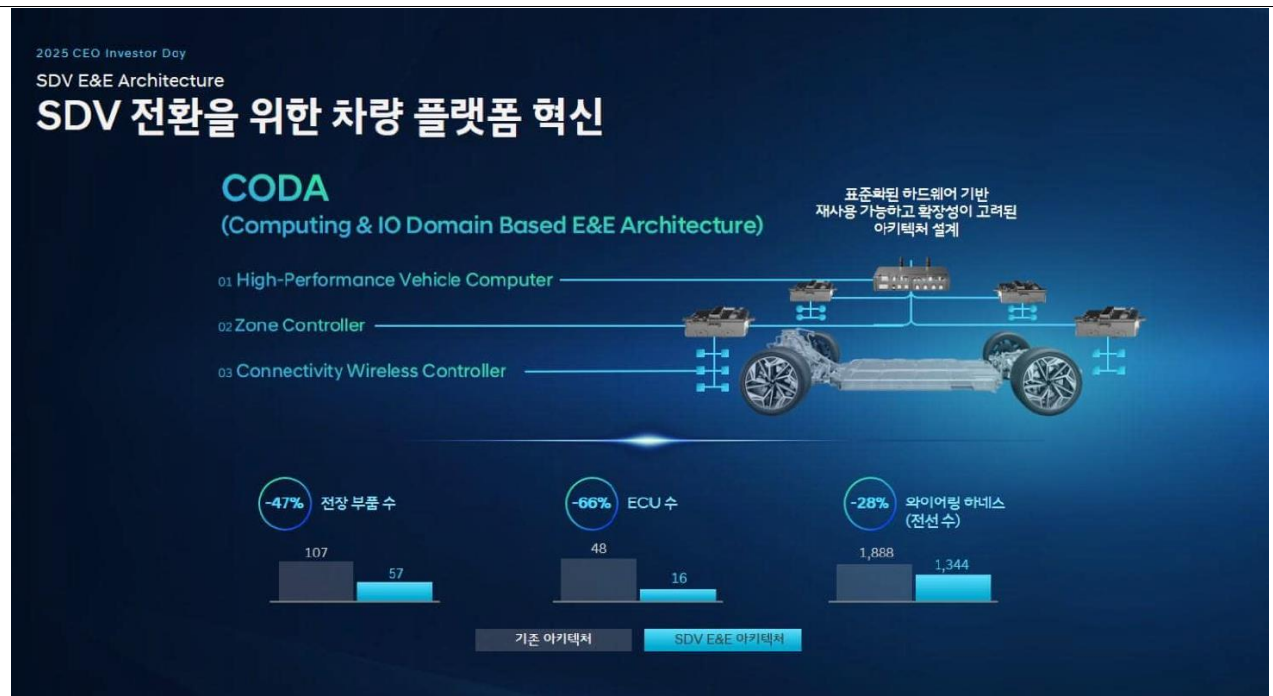


자료: 현대차, iM증권 리서치본부

SDV 구현의 첫 단추인 중앙집중형 아키텍처 자체 개발 목표

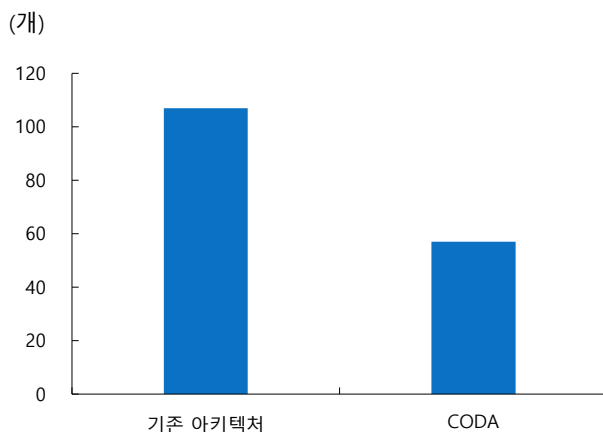
현대차그룹은 2025년 9월 개최된 인베스터 데이에서도 SDV 로드맵을 더욱 구체화했다. 현대차그룹의 SDV 플랫폼은 CODA (Computing I/O Domain-Based Architecture)에 기반하여 구동된다. CODA의 경우 고성능 연산 및 처리 기능을 수행할 수 있는 HPC를 중심으로 한 Zonal Architecture 개념에 기반하고 있다. 이를 통해 기존 Architecture 대비 전장 부품 수를 47%, ECU 수를 66%, Wire Harness 수를 28% 감소시킬 수 있다고 밝히고 있다. 이는 앞서 살펴본 Tesla의 SDV 전략과 상당히 유사한 구조를 갖추고 있으며, 현대차그룹은 2026년까지 SDV를 적용한 XP2 차량 60~300여대를 생산을 계획하고 있다.

그림205. 현대차그룹의 차세대 SDV Architecture CODA



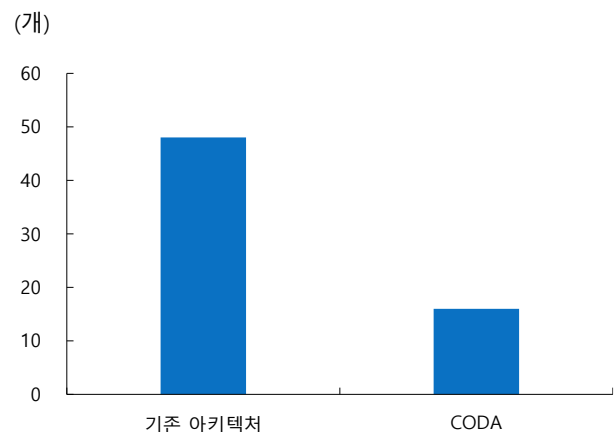
자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림206. CODA Architecture에서 감소한 전장 부품 수



자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림207. CODA Architecture에서 감소한 ECU 수



자료: 현대차, iM증권 리서치본부

완전한 통합형 OS는 아니나 오히려 안전성 측면에서 강점이 있다

다만 현대차그룹 SDV 플랫폼 내 차량용 OS의 경우 Tesla와 같은 완전한 통합형 OS 개발이 아니라, 인포테인먼트와 주행 (차량 하드웨어)의 기능을 나눠 별도 제어를 목표하고 있는 것으로 판단된다. Ploes의 하위 개념으로써 Pleos Vehicle OS 및 Pleos Connect를 별도로 정의하고 있고, 전자는 차량 운영 및 제어를 소프트웨어 중심의 업데이트를 지원한다고 밝히고 있으며, 후자의 경우 차세대 인포테인먼트 시스템을 중심으로 차량을 모바일 생태계와 연결하는 것을 목표로 하고 있기 때문이다. 이를 두고 일부 투자자들은 Tesla 대비 완성도가 낮은 시스템이라는 점에서 우려를 표하고 있다. 다만 Linux 기반의 통합형 OS를 지향하고 있는 Tesla의 SDV 전략은 외부 침입, 즉 해킹의 우려가 높다. 따라서 현대차그룹과 같이 오히려 주행 및 하드웨어 제어와 인포테인먼트 기능을 분리하는 것이 차량 안전성을 모색함에 있어 유리한 지점이 있다고 판단된다.

그림208. 현대차그룹의 차세대 차량용 OS: Pleos Vehicle OS (인포테인먼트의 경우 Pleos Connect)

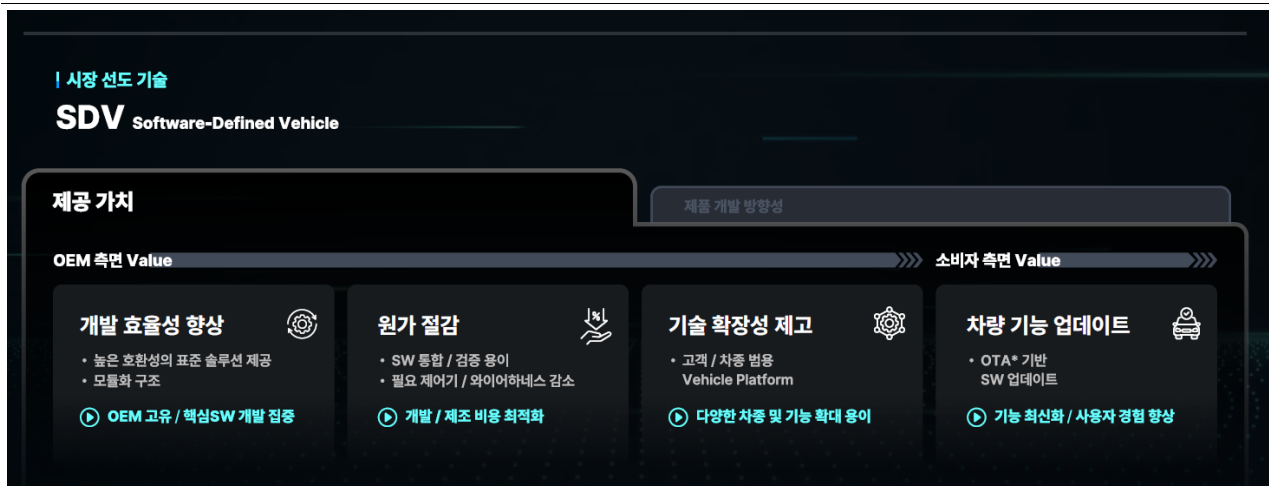


자료: 현대차, iM증권 리서치본부

현대모비스: 현대차그룹 SDV 개발 과정에 중추적인 역할 수행

현대모비스는 현대차그룹의 차량 모듈을 공급하는 Tier 1 업체로써 SDV 전환에 있어서도 핵심적인 역할을 맡을 것으로 전망된다. 먼저 현대차그룹이 목표하고 있는 Zonal Architecture 설계 과정에 있어서 현대모비스 또한 참여하고 있는 것으로 파악된다. 그렇다면 이에 수반되는 ECU, MCU 등 제어기를 감소시키는 과정에 있어서도 핵심적인 역할을 맡을 수 있다. 현대모비스는 2026년 상반기 중으로 차세대 SDV Architecture를 적용한 데모카를 공개할 예정이다. 이는 현대차그룹 단위에서 목표하고 있는 XP2 프로젝트와도 연결된다. 중장기 성장 관점에서는 이와 같은 SDV Architecture 역량을 유럽/북미 OEM 대상으로의 공급계획을 수립하고 있다. 대부분의 유럽/북미 OEM들이 자체 SDV 개발에 난항을 겪고 있어, 개발에 성공한다는 전제 하 공급 가능성은 또한 높다.

그림209. 현대모비스가 공유하고 있는 현대차그룹 SDV 개발 관련 로드맵



자료: 현대모비스, iM증권 리서치본부

그림210. 현대모비스가 공유하고 있는 현대차그룹 SDV 개발 관련 로드맵



자료: 현대모비스, iM증권 리서치본부

3. Non-HD Map과 E2E라는 자율주행의 대세를 따른다

자율주행차는 운전자의 개입 없이 목적지까지 스스로 이동할 수 있는 모든 차량을 의미한다. 이를 위해 차량은 주변 환경을 인식하고, 장애물이나 물체를 감지하며, 도로교통법규를 준수하는 기능을 갖추어야 한다. 미국자동차공학회 (SAE)는 2014년 J3016 표준을 통해 자율주행을 100% 운전자 개입이 필요한 수동 운전부터 완전 자율주행까지 총 6단계로 구분했으며, 이는 현재 국제적인 표준으로 널리 활용되고 있다. 일반적으로 레벨3는 차량이 특정 조건에서 자율적으로 주행하고, 그 책임 또한 시스템에 귀속되기 때문에 조건부 자율주행으로 간주되며, 레벨4 이상부터 운전자 없이도 시스템이 모든 상황을 감당할 수 있어 완전 자율주행으로 정의된다.

그림211. 자율주행의 단계별 정의



SAE J3016™ LEVELS OF DRIVING AUTOMATION™

Learn more here: sae.org/standards/content/j3016_202104

Copyright © 2021 SAE International. The summary table may be freely copied and distributed AS-IS provided that SAE International is acknowledged as the source of the content.

		SAE LEVEL 0™	SAE LEVEL 1™	SAE LEVEL 2™	SAE LEVEL 3™	SAE LEVEL 4™	SAE LEVEL 5™
What does the human in the driver's seat have to do?		You <u>are</u> driving whenever these driver support features are engaged – even if your feet are off the pedals and you are not steering			You <u>are not</u> driving when these automated driving features are engaged – even if you are seated in “the driver's seat”		
		You must constantly supervise these support features; you must steer, brake or accelerate as needed to maintain safety			When the feature requests, you must drive	These automated driving features will not require you to take over driving	
What do these features do?		These are driver support features			These are automated driving features		
		These features are limited to providing warnings and momentary assistance	These features provide steering OR brake/acceleration support to the driver	These features provide steering AND brake/acceleration support to the driver	These features can drive the vehicle under limited conditions and will not operate unless all required conditions are met	This feature can drive the vehicle under all conditions	
Example Features		• automatic emergency braking • blind spot warning • lane departure warning	• lane centering OR • adaptive cruise control	• lane centering AND • adaptive cruise control at the same time	• traffic jam chauffeur	• local driverless taxi • pedals/steering wheel may or may not be installed	• same as level 4, but feature can drive everywhere in all conditions

자료: IM증권 리서치본부

Non-HD Map+E2E 자율주행 VS HD Map+Divide and Conquer 경쟁 구도

2025년 기준 자율주행의 기술 발전 및 경쟁 구도는 Non HD Map, 그리고 End to End 자율주행이라는 두 가지 단어로 정리할 수 있다. 최근 기술 개발 동향을 보여주는 두 개념은 Tesla를 포함한 신생 중국 업체들이 선도하고 있다. 이에 상반되는 지점은 HD Map, 그리고 Divide and Conquer라는 개념인데, Waymo를 비롯한 초기 로보택시 기반 자율주행 기술 개발 업체들이 주를 이루고 있다.

Non HD Map, End to End 자율주행 진영의 만형인 Tesla의 경우 FSD를 북미를 시작으로 서비스 지역을 빠르게 넓혀가고 있고, 중국 신생 업체들 또한 현지 자율주행 서비스 범위를 확대 중이다. 반면 HD Map, Divide and Conquer 진영의 Cruise, Argo AI 등 일부 업체들의 경우 사업 중단의 위기까지 겪고 있으며, Waymo마저 서비스 지역 확대 속도가 좀처럼 빨라지지 못하고 있다.

그림212. 자율주행기술 방식 구분: 결국 자율주행 기술 개발의 방향은 E2E 기반 맵리스가 될 전망이며, 해당 그룹에 다수의 중국 업체 포진

AI Map	Divide-and-Conquer	End-to-end
Non HD map		
HD map		

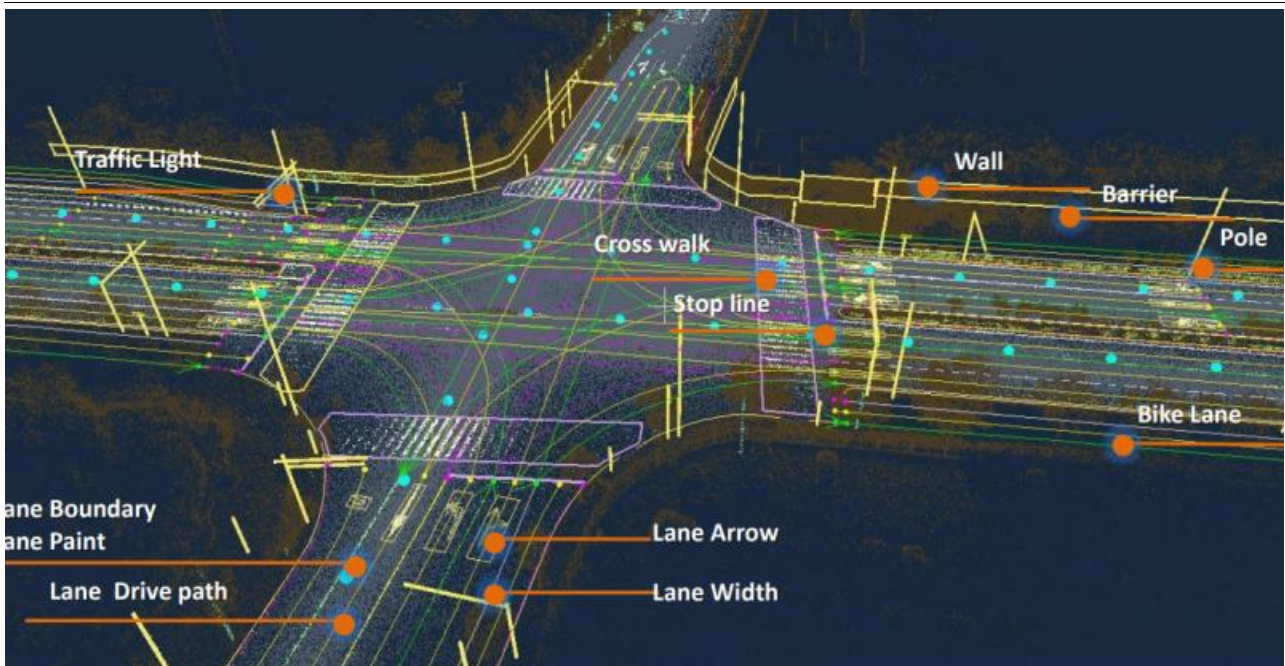
자료: iM증권 리서치본부

HD Map: 자율주행차량의 길잡이 역할을 맡는 HD 맵

자율주행 학습 과정을 설명하는데 있어 빼 놓을 수 없는 것이 바로 HD 맵(High Definition Map)이다. HD 맵이란 자율주행을 위해 제작된 매우 상세한 디지털 지도다. 우리가 일반적으로 네비게이션을 통해 접하는 지도보다 훨씬 더 많은 정보를 담고 있는 것이 특징이다. HD 맵 내에는 차선 간 경계선, 도로의 형상(곡률, 기울기, 경사), 신호등, 차량 정지선 및 보행자 횡단보도 위치 등과 같은 정보가 포함되어 있는 등 주행 환경의 3차원 구조 및 의미론적 정보가 모두 구현되어 있다. 이와 같은 HD 맵은 자율주행차량에게 마치 길잡이와 같은 역할을 수행한다. 자율주행차량은 탑재된 센서들을 통해 주행 상황을 인식하고, 이를 사전에 구축한 HD 맵과 비교하며 경로를 설정하기 때문이다.

HD 맵은 자율주행차량이 움직여야 할 모든 장소의 정보를 담고 있어야 한다. 예를 들어 전체 캘리포니아 지역에서 운행되는 로봇택시를 위해서는 HD 맵 또한 마찬가지로 캘리포니아 전 지역에 걸쳐 구축되어야 한다. HD 맵은 전술한 것처럼 일반적인 2차원 정보 외에 도로의 곡률이나 경사 등과 같은 3차원 정보를 제공해야 한다. 따라서 HD 맵을 구축하는 과정에서 카메라와 같은 센서 외 3차원 공간 정보를 수집하는데 특화되었지만 상대적으로 가격이 높은 라이다의 포인트 클라우드를 활용한다. 이 과정에서 상당한 시간과 비용을 소요하게 된다. HD 맵은 로봇택시 및 완성차 OEM이 직접 구축을 하는 예가 많지만, HD 맵핑을 대행하는 소프트웨어 업체와 협력하는 경우도 존재한다.

그림213. 주행 환경의 세부적인 내용 및 3차원 정보까지 모두 포함하는 HD 맵



자료: arXiv, iM증권 리서치본부

HD 맵을 본격적으로 자율주행에 사용한 업체는 Waymo이다. 당시 Waymo는 Google Street View 서비스용 차량으로 수집한 데이터를 바탕으로 빠르게 HD 맵을 구축하는데 성공했다. 2018년 Waymo의 로보택시 Waymo One이 피닉스 권역에서 시범 운행을 시작했으며, 이후 2021년 샌프란시스코로 범위를 확대하기 시작했다. 2025년 기준 샌프란시스코, 로스엔젤레스, 오스틴 등에서 Waymo는 HD 맵에 기반한 로보택시 서비스를 제공 중에 있다. 또한 2020년 초반 지리자동차, Volvo 등 주요 완성차 OEM 들과 협력을 통한 자율주행 기술 개발도 진행했던 이력을 가지고 있다. Mobileye 또한 대표적으로 HD 맵을 개발 및 활용하던 업체였다. Mobileye는 차량용 SoC 제품 EyeQ를 완성차 OEM에게 공급함과 동시에, REM(Road Experience Management)이라는 HD 맵 원천 기술을 보유하고 있었다. REM이란 HD 맵을 Crowd 맵핑 방식으로 구현하는 기술이다. Waymo나 여타 로보택시 업체와 동일하게 라이더를 탑재한 차량에서 필요 데이터를 수집하고, 이를 클라우드로 전송함과 동시에 HD 맵을 구축한다. 이에 Mobileye의 고객사들은 클라우드 상에 구축된 HD 맵을 차량에 업로드하여 곧바로 사용할 수 있었다.

이외에도 Zoox, Aurora, Cruise, Apollo, Argo AI 등 굉장히 많은 로보택시 업체들은 레벨4 이상의 로보택시 서비스를 지원하는 과정에서 HD 맵을 활용했다. 그러나 Ford와 Volkswagen이 설립한 Argo AI는 사업 중단 및 폐업을 선언했고, GM 산하 Cruise 또한 로보택시 서비스를 잠정 중단했다. Mobileye 또한 3D 라이더 기술 개발을 중단하겠다고 발표했다. 사실 HD 맵은 단순히 지도의 한 종류가 아니라 자율주행 기술 개발 방향의 한 축을 담당했다. 다시 말해 HD 맵을 통해 레벨4 이상의 자율주행을 완성하고, 이를 기반으로 레벨2~레벨3 자율주행을 탑재하는 일반 차량을 개발하겠다는 청사진을 가지고 있던 진영이 위 업체들이었다. 그러나 HD 맵 진영의 주요 업체들은 수익성 악화 및 미진한 기술 개발 진행도 등 지지부진한 모습을 보여주고 있다. 당시 HD 맵 진영과 반대되는 자율주행 기술 개발의 방향을 제시한 한 업체가 있었다. 그 업체는 라이더가 아닌 카메라와 일부 레이더로만 자율주행을 학습할 수 있고, HD 맵 또한 구축할 필요가 없다고 주장했는데 그 주인공이 바로 Tesla이다.

그림214. 대표적으로 HD 맵을 기반으로 자율주행을 학습하던 업체들은 최근 부침을 겪고 있는 상황

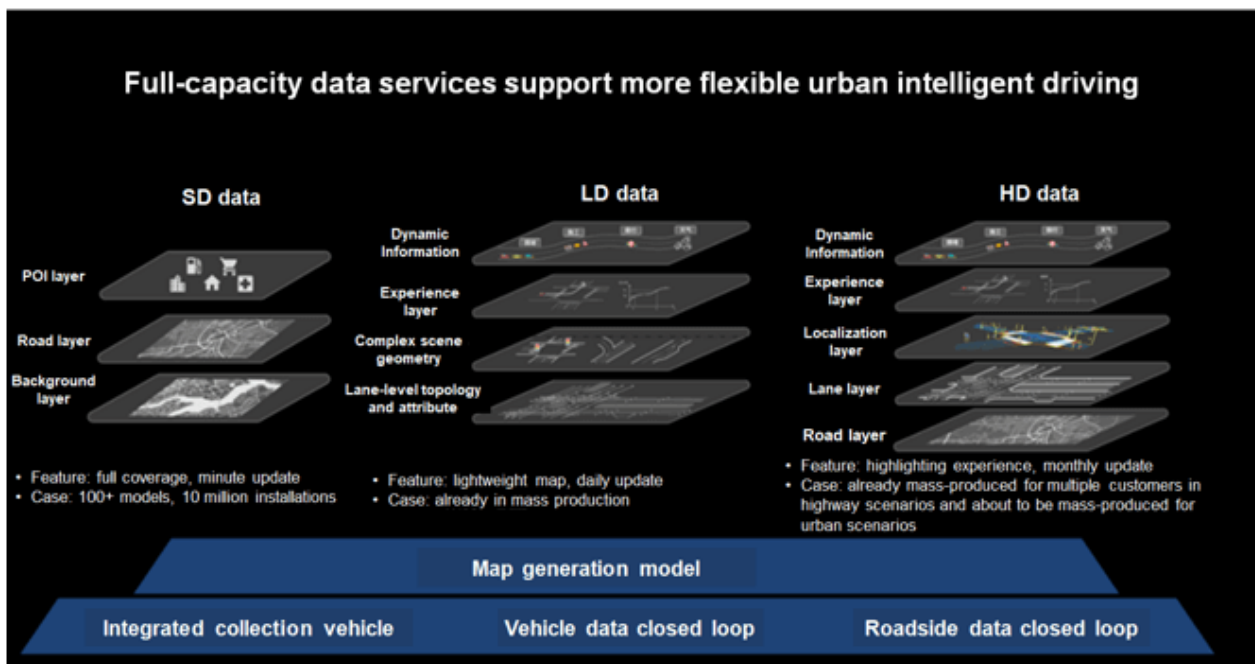
업체명	서비스 시작 연도	주요 내용
Waymo	2018.12	2018년 애리조나주 피닉스 권역을 중심으로 상용 로보택시 서비스 제공하기 시작했으나, 서비스 지역 확대 속도가 미진
Aurora	정식 서비스 미실시	로보택시가 아닌 자율주행 트럭 서비스에 집중. 당초 2024년 정식 서비스를 런칭할 계획이었으나, 2025년으로 연기
Argo AI	정식 서비스 미실시	Ford와 Volkswagen이 공동 투자한 로보택시 업체이나, 상용 서비스를 시작하지 못하고 2022년 사업 중단
Cruise	2022.06	2022년 샌프란시스코 권역에서 로보택시 서비스를 제공하기 시작했으나, 2024년 GM은 Cruise 로보택시 사업 중단 선언

자료: iM증권 리서치본부

Tesla가 선두에 선 No HD 맵 진영으로 기울어지는 승기

Tesla는 HD 맵을 기반으로 한 자율주행 개발 진영과 대척점에 서 있다. 다만 자율주행을 개발하는데 있어 맵을 전혀 사용하지 않은 것은 아니다. Tesla는 SD 맵을 부분적으로 활용했는데, SD 맵(Standard Definition Map)이란 도로의 기본 형태, 차량이 진행하는 방향, 주소 등 최소한의 정보만 포함하고 있는 지도다. 우리가 일반적으로 접할 수 있는 네비게이션 내에서 구현되는 간단한 지도와 유사한 수준이다. 그렇다면 HD 맵과 SD 맵 사이에는 큰 괴리가 생기는데, Tesla는 HydraNet, Occupancy 네트워크 등과 같은 인공지능 기술로 이와 같은 간극을 해결한다. 이를 통해 카메라로 수집한 상대적으로 낮은 화질의 정보에서 더 많은 정보를 추출하게 되고, 2차원에 불과한 카메라로 3차원 공간을 재구성하며 라이다 센서의 부재를 지울 수 있는 것이다.

그림215. SD 맵은 HD 맵 대비 적은 정보만을 담고 있으나, 동시에 학습에 수반되는 비용이나 시간을 크게 줄일 수 있다는 장점 보유



자료: arXiv, iM증권 리서치본부

그림216. HD 맵, SD 맵 주요 특징 비교

비교 항목	HD 맵 (High Definition Map)	SD 맵 (Standard Definition Map)
공간 구현 정밀도	매우 높음 (센티미터 단위 정확도를 보이고, 차선/신호/표지 등 다양한 주행 환경 내 정보를 포함)	낮음 (도로의 중심 차선이나 지명 등 기본적인 정보만 포함되어 있으며 정확도 또한 HD 맵 대비 상대적으로 낮음)
데이터 저장량	매우 큼 (도시 단위의 방대한 지역 및 도로 데이터를 필요로 하고, 이를 주기적으로 업데이트 해야함)	비교적 작음 (전 세계의 SD 맵의 용량을 합쳐도, 일부 지역의 HD 맵 데이터 용량보다 작은 수준)
구축 및 업데이트	어렵고 비용 또한 높음 (라이다를 탑재한 MMS 차량으로 일일이 측량하거나, 대규모 클라우드 소싱이 필요함)	용이하고 상대적으로 비용 적음 (도로의 일부 환경이 변경되더라도, 기본 구조는 유지되는 등 업데이트 주기가 매우 김)
처리 범위	제한적인 범위 (Mapping이 완료된 지역에 한해 주행 안전성 담보됨. 또한 서비스 지역 확대에 상당한 시간이 소요됨)	광범위한 범위 (거의 모든 글로벌 전 지역의 도로망을 구현하는 것이 가능. 따라서 새로운 지역을 주행하는 상황에도 활용 가능)

자료: iM증권 리서치본부

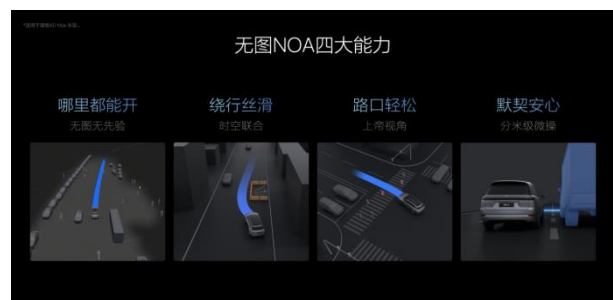
Tesla는 2021년부터 생산되는 모델3 및 Y에 레이더를 제거했다. 이는 Tesla가 기본적인 SD 맵과 카메라만을 이용해 자율주행을 학습 및 구현할 수 있다는 것을 의미한다. 또한 Tesla FSD V12~13의 완성도는 HD 맵을 활용한 반대 진영에게 Tesla가 완전히 승기를 잡았다는 중요한 방증이다. 최근 들어 자율주행 산업 내 다크호스로 부상하고 있는 중국 자율주행 업체들 또한 Tesla의 개발 방향을 추종하고 있다. Xpeng은 개발 초기 NOA(Navigation On Autopilot) 기능 구현 과정에 있어 중국 소재 HD 맵핑 업체 AutoNavi의 제품을 사용했다. 그러나 2023년 상반기 XNet을 비롯한 자체 신경망 모델을 공개했고, 이를 통해 실시간 맵핑이 가능하다고 밝혔다. 이를 통해 Xpeng의 자율주행 학습 속도는 4~10배 가량 빨라진 것으로 파악된다. Li Auto의 경우 높은 주행 안전성이 담보되어야 하는 일부 교차로와 같은 경우만 HD 맵을 구축하되, 이외의 도로 주행 과정은 실시간 맵핑을 통해 이루어진다.

그림217. 신경망을 통한 실시간 인지+SD 맵 방식을 채택하고 있는 Xpeng



자료: Xpeng, iM증권 리서치본부

그림218. 신경망을 통한 실시간 인지+SD 맵 방식을 채택하고 있는 Li Auto



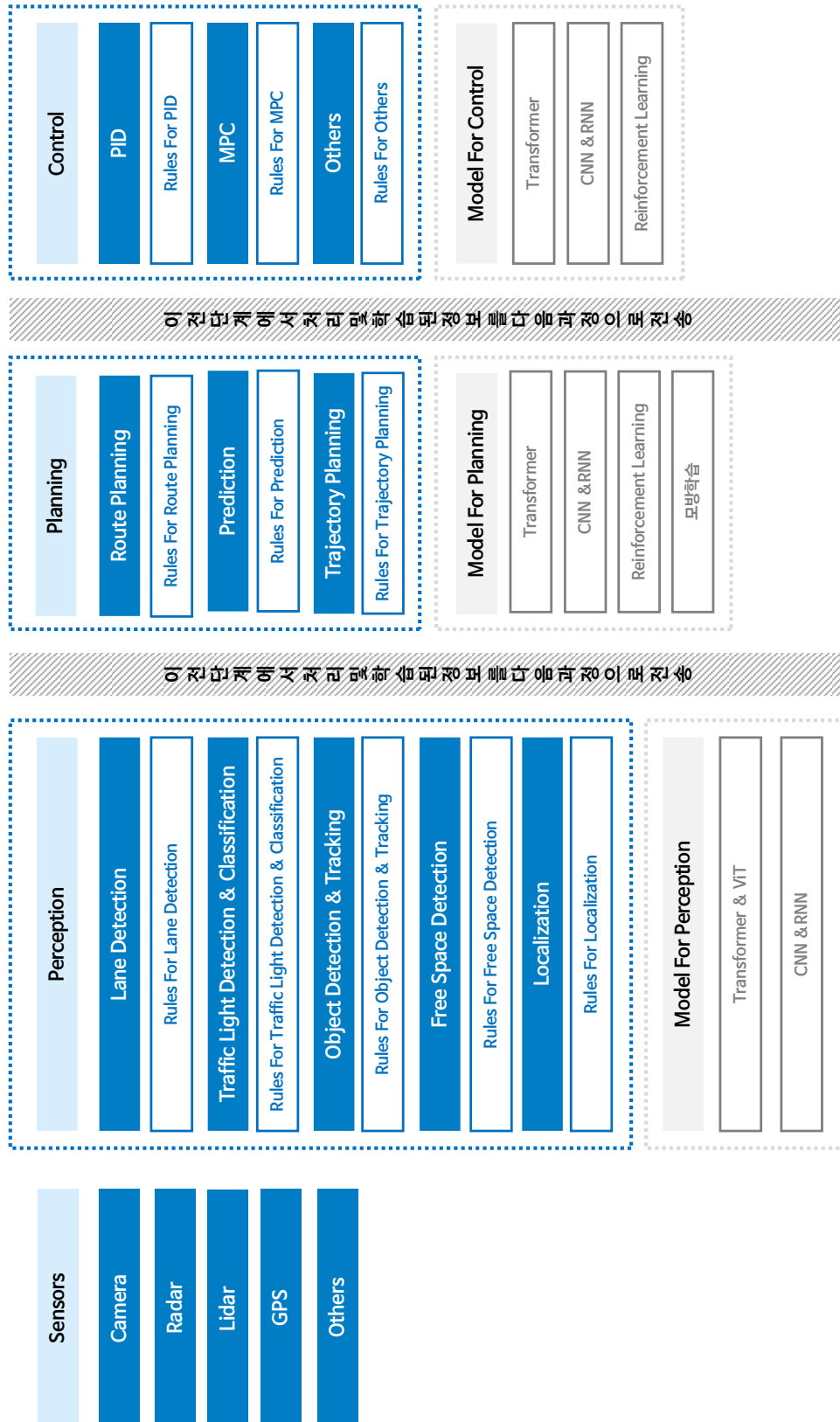
자료: Xpeng, iM증권 리서치본부

자율주행에서 Divide and Conquer의 한계는 뚜렷하다

자율주행이라는 개념이 세상에 처음 등장한 이후 불과 2년전까지만 해도 거의 모든 자율주행 기술의 방법론은 Divide and Conquer로 정의되었다. 이는 Transformer 등과 같이 특정 목적을 위해 고안된 알고리즘은 아니다. 문제를 해결하기 위해 이를 섹션 별로 나눈다는 일종의 방법론이다. 굉장히 추상적인 개념인데 예를 들어 체스를 두는 인공지능을 개발하는 경우를 떠올려보자. 체스 게임 내 둘 수 있는 경우의 수는 10,100,000개에 달한다고 알려진다. 모든 경우의 수를 하나씩 인공지능에게 입력하는 과정은 시간도 너무나 오래 소요될 뿐 아니라 비용 또한 높아질 수밖에 없다. Divide and Conquer 방법론을 이용해 이를 해결할 수 있는데 방대한 경우의 수를 임의의 체스 상황으로 나누고(Divide), 이를 계속 반복해 결국 어떤 수가 유리한 최적 선택인지를 점진적으로 찾아가는 것이다(Conquer).

자율주행을 학습하는데 있어 Divide and Conquer를 활용하는 방법도 체스를 학습시키는 과정과 크게 다르지 않다. 통상적으로 자율주행은 Perception(인지)-판단(Planning)-제어(Control)의 과정으로 이루어진다. 이미지 처리, 경로 계획, 차량 제어 등 각 역할을 수행하는 알고리즘을 별도로 나누고(Divide), 최종 주행 결정(Conquer)을 내리는 것이다. 또한 눈, 비가 내리는 악천후 혹은 빙판길과 같이 주행에 특별히 주의를 기울여야 하는 상황을 별도로 학습하는 것도 Divide and Conquer의 일환이다. Divide and Conquer와 함께 기존의 자율주행을 잘 설명할 수 있는 방법론이 규칙(Rule) 기반 자율주행이다. 차량이 도로를 움직이는 모든 과정은 사실 무수히 많은 규칙으로 정의된다. 차량 전방에 물체가 있다면 정차해라와 같은 간단한 규칙도 있지만, 우회전을 하되 보행자가 횡단보도를 건너고 있다면 정차 등과 같이 다양한 상황과 함께 예외적인 경우도 존재한다. 이와 같은 주행 상황 및 변수를 규칙 형태로 자율주행차량에게 입력 및 학습을 시키는 것이다. 이와 같은 규칙은 결국 Hard-Coding 형태로 자율주행차량 학습 알고리즘에 입력된다. 가장 직관적인 방법이기기는 하지만, 여러가지 한계점을 가지고 있다. 주행 상황 내 발생하는 모든 변수를 규칙화하는 것은 불가능에 가깝고, 이에 예외 상황이 발생하는 경우 큰 사고로 이어질 수도 있다.

그림219. 자율주행의 학습을 인지-판단-제어 등과 같은 모듈로 나누어서 처리하는 전통적인 Divide and Conquer 방법론



자료: iM증권 리서치본부

규칙 기반 자율주행의 한계를 해결할 수 있는 E2E 자율주행

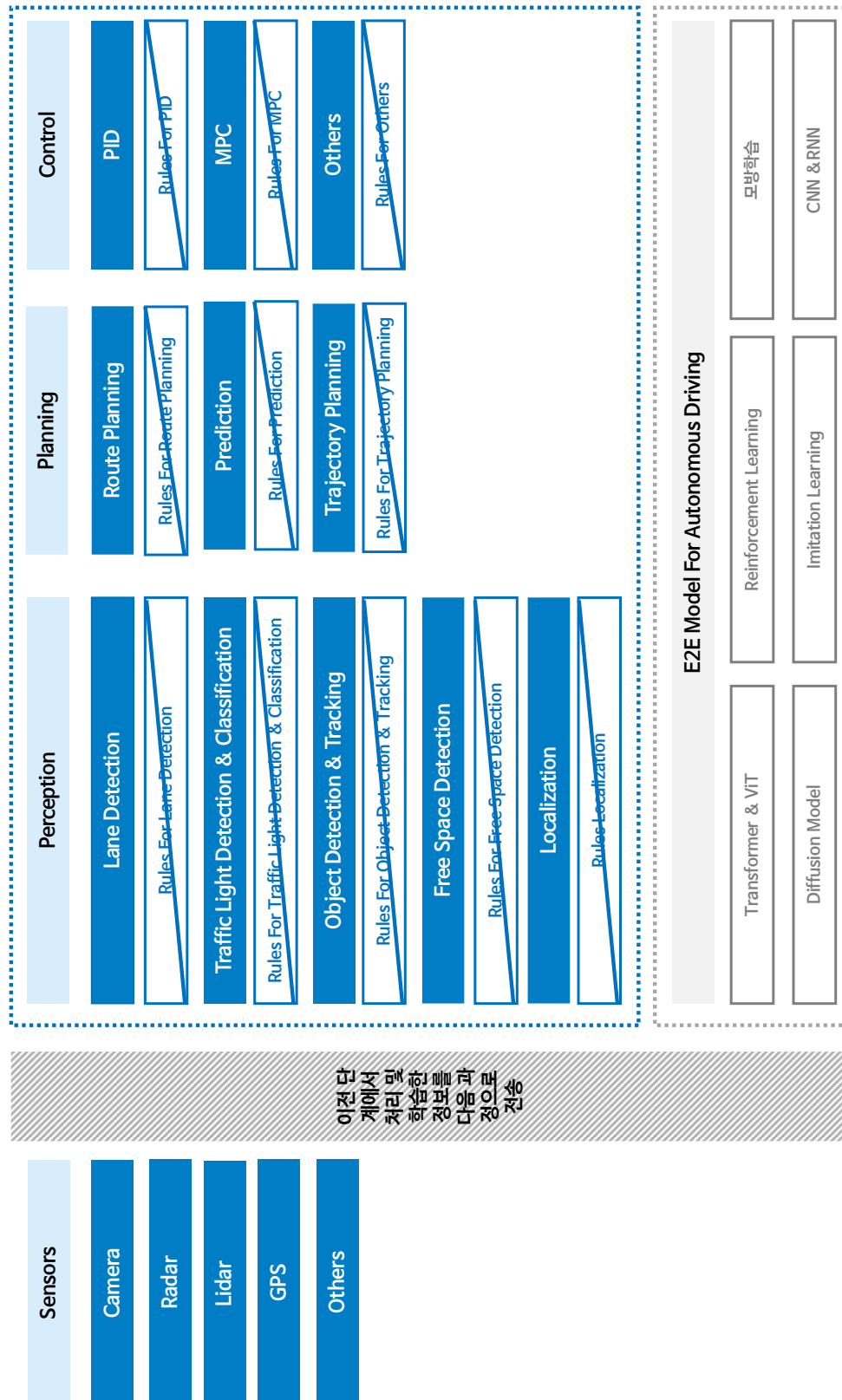
반면 E2E 신경망에 기반한 자율주행은 Divide and Conquer가 가지는 구조적 한계를 해결할 수 있다. Divide and Conquer 방법을 이용해 주행 과정을 인지-판단-제어로 나누어도 각 세부 주행 상황을 처리 및 학습하는 세부적인 방법 위에서 언급한 Hard-Coding이 유일했다. 그러나 자율주행의 각 과정에 사용되는 알고리즘은 종류가 다양하다. 자율주행차량은 서비스 지역을 점차 넓혀가야 하는데 위와 같은 방법을 고수한다면 이에 상승하는 수준으로 알고리즘의 규모 또한 커져야 하고, 제한된 데이터 센터 등의 이유로 현실적으로 가능성이 떨어진다. 반면 E2E 자율주행은 입력값을 하나의 신경망 모델에 입력하고, 이후 곧바로 출력값을 도출할 수 있다. 예를 들어보자면 센서에서 취합한 데이터가 RegNet-비전 처리 Transformer-경로 예측 Transformer 등 서로 다른 알고리즘을 거칠 필요가 없다는 것이다. 또한 인지-판단-제어의 과정을 서로 다른 알고리즘으로 학습하는 것이 아니라 마찬가지로 하나의 신경망 모델로 자율주행의 전체 과정을 학습할 수 있다.

그림220. Divide and Conquer (규칙 기반 자율주행)과 End to End 자율주행 비교

구분	Divide and Conquer(규칙 기반 자율주행)	End to End 자율주행
구동 방식	인지-판단-제어 등 주행 과정을 나누어 각 모듈별로 주행을 학습	데이터 인지부터 주행 결정까지 단일 신경망으로 처리 및 학습
장점	각 주행 단계 별로 모듈화 된 신경망을 구축하고 있어 Fine Tuning 혹은 관리에 있어 용이하다는 장점을 가짐. 또한 각 단계 별로 자율주행의 학습 성능 점검이 간단해 기술 신뢰도 또한 높음.	여러 모듈로 신경망이 나누어져 있는 것이 아니라, 단일 신경망으로 학습이 이루어져 단순한 구조를 가짐. 일정 규모 이상의 주행 데이터를 수집하게 된다면, 규칙 기반 코드에 대한 의존도를 줄일 수 있음.
단점	인지-판단-제어 등 각 주행 단계를 처리 및 학습하는 별도의 알고리즘을 설계가 필요하다는 번거로움. 각 모듈 알고리즘에서 처리 및 학습된 내용을 통합하고, 이를 기반으로 주행 결정을 내리는 과정에 Latency 발생.	대규모 Foundation 모델이 가지고 있는 공통점인 블랙박스 (특정 결과값을 산출하는 과정을 사용자가 알지 못하는 현상)이 관찰됨. 일정 규모 이상의 주행 데이터를 수집하지 못한 상황에서는 규칙 기반 자율주행 보다 성능과 신뢰성 등 여러 측면에서 열위

자료: iM증권 리서치본부

그림221. 인지, 판단, 제어를 나누지 않고 이를 하나의 신경망으로 모두 처리 학습하는 E2E 자율주행

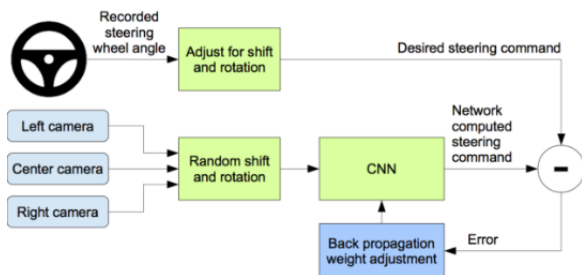


자료: iM증권 리서치본부

E2E 자율주행을 알고리즘으로 처음 구체화시킨 것은 NVIDIA가 2016년 발표한 End to End Learning for Self-Driving Cars 논문이다. 해당 논문에서는 CNN을 E2E 신경망 단일 모델로 활용한다. CNN은 센서가 취합한 이미지 데이터의 특징을 추출하는 과정에서만 주로 활용되어 온 알고리즘이다. 그러나 해당 논문에서의 CNN은 센서 데이터의 특징을 추출함과 동시에 직접적으로 차량의 조향 명령까지 내리게 된다. 즉 인지-판단-제어의 모든 과정이 CNN이라는 ‘단일 모델’에서 이루어지는 것이다.

이와 같은 E2E 자율주행을 구현하기 위해서 해당 모델은 여러 형태의 데이터를 취합하고 있다. ① 3개의 외부 카메라로부터 수집한 데이터, ② 해당 시점에서 운전자가 적용한 조향 각도를 인-캐빈 카메라를 통해 얻은 데이터, ③ 차량 내 CAN(Controller Area 네트워크)로부터 얻는 조향 명령 데이터 등이다. 그래서 이 세가지 데이터를 페어링해 CNN에 입력하게 된다. 그래서 특정 이미지를 보고 이에 적합한 조향 결정을 단일 CNN에서 수행이 가능한 것이다.

그림222. 이미지 인식부터 주행 결정까지 E2E로 이루어짐



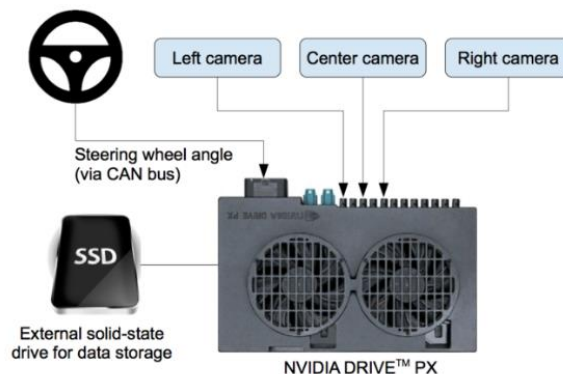
자료: NVIDIA, iM증권 리서치본부

그림223. 이미지 인식부터 주행 결정까지 E2E로 이루어짐



자료: NVIDIA, iM증권 리서치본부

그림224. 이미지 데이터와 CAN으로부터 전송 받은 차량 조향 각도 데이터를 페어링



자료: NVIDIA, iM증권 리서치본부

E2E 신경망 기반 자율주행 서비스를 이미 시작한 Tesla

이와 같은 장점에도 불구하고, 현재 시점에서 E2E 자율주행을 실제 차량에 구현해낸 업체는 Tesla가 유일하다. 2023년 Tesla는 FSD V12를 공개했고, 이는 기존 FSD와 다르게 E2E 자율주행을 지원한다. Tesla는 지난 2016년 HW2.0에 기반한 오토파일럿 기능을 제공하기 시작했다. 뒤이어 2019년 자체 개발에 성공한 컴퓨팅 시스템(Mobileye, NVIDIA에게 의존해오던 Edge Device용 Processor를 내재화)을 탑재한 FSD 서비스를 제공했다. 그리고 2021년 레이더를 제거하며 카메라만을 사용해 자율주행을 구현해내기 시작했다.

2023년 발표된 Tesla FSD V11부터 E2E 자율주행을 조금씩 구현해냈다고 보는 관점도 존재한다. 그 이유는 고속도로와 일반 도심을 동일한 신경망으로 학습하고 자율주행을 구현하기 때문이다. 실제로 FSD V11 이전의 자율주행 중 시내에서 이뤄지는 좌회전과 고속도로 내 차선을 변경을 하는 행위는 서로 다른 신경망으로 처리되었다. 이외에도 Tesla FSD V11부터 차선 변경이나 도로 경계 인식 등의 중요 주행 개선 사항이 있었다. 그러나 신경망으로 처리하지 못하는 꽤 많은 경우의 수를 Hard Coding으로 보완하고 있었으며, 인지-판단-제어로 자율주행을 구분하는 Divide and Conquer라는 방법론을 여전히 사용했다는 한계점 또한 가지고 있었다.

그림225. 주요 로보택시 업체 사업 현황

시기	오토파일럿 및 FSD 업데이트 주요 내용
2019	Tesla가 자체 개발 및 제작한 FSD Computer를 탑재한 HW3.0을 공개. Smart Summon (주차장 내 제한적인 자율 이동) 기능을 제공.
2021	FSD Beta 9.0을 출시함과 동시에 Radar를 제거하고 순수하게 카메라를 통한 자율주행으로 전환. 주변 지형 지물 인식 정밀도 큰 폭으로 개선
2022	고속도로, 일반 도심 주행을 하나의 신경망으로 처리 및 학습하는 FSD V11 공개했으며, 이를 두고 E2E 신경망으로 전환이 시작된 분기점이라고 평가.
2023	HW 4.0을 발표했으며, HW 3.0 기반 FSD는 8개의 카메라가 사용된 반면, HW 4.0은 11개의 카메라가 자율주행을 지원하는 것이 특징
2023	FSD V12를 공개했으며, 30만개의 휴리스틱 코드를 제거했고 이를 통해 완전한 E2E 신경망 기반 자율주행을 지원할 수 있다고 밝힘
2024	FSD V13을 공개했으며, FSD V12를 개선함과 동시에 P2P (Parking to Parking) 기능을 선보이며 자율주행의 완성도를 한층 높였다고 평가

자료: iM증권 리서치본부

그림226. Tesla FSD V11 및 V12 주요 내용 비교

비교 항목	HW 3.0(2019년 출시)	HW 4.0(2023년 출시)
제품 사진		
Processor	Tesla FSD칩 (12 Core)	Tesla FSD칩 2 (20 Core)
Compute Power	144 TOPS	300TOPS
카메라 개수	8개	11개
전력 소비	72W	100W

자료: NVIDIA, iM증권 리서치본부

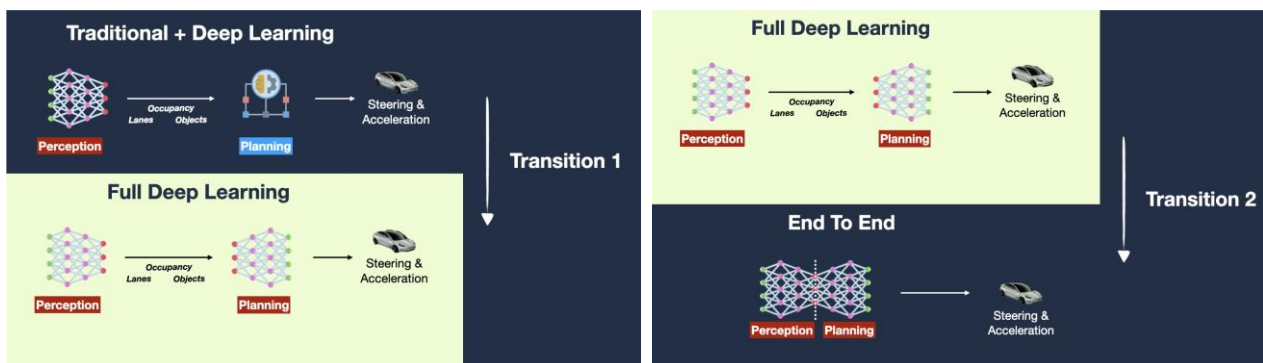
Tesla의 2023년 초부터 FSD 및 오토파일럿을 구성하는 무수히 많은 규칙 코드를 하나의 신경망으로 학습할 수 있도록 대체하기 시작했다. E2E 기반 자율주행이 가지는 장점을 가지는 가장 좋은 예를 하나 들어보겠다. 기본적으로 차량은 ‘차선을 준수해라’라는 규칙을 지켜야 한다. 동시에 ‘보행자와 충돌해서는 안된다’ 등과 같은 규칙 또한 준수해야 한다. 그러나 차선을 지키면 갑작스럽게 등장한 보행자와 충돌하는 상황이 발생할 수 있다. Hard Coding 기반의 자율주행은 이와 같은 Edge Case를 해결하기 어려울 수밖에 없으나, E2E 기반의 자율주행의 경우 차선을 약간 넘어가더라도 보행자와 충돌하는 상황을 회피할 수 있다. 즉 Tesla의 차량이 전송하고 있는 무수히 많은 실제 주행 데이터에서 이와 같은 ‘암묵지’를 학습하는 것이다. 또한 인지-판단-제어 등 여러 모듈로 신경망을 나누는 것이 아니라, 하나의 신경망으로 자율주행을 학습함으로써 데이터 Latency를 줄임과 동시에 최적의 주행 의사 결정이 더 신속하게 이뤄질 수 있다. Tesla는 FSD V12는 종전 FSD V11까지 사용해온 30만줄 이상의 Heuristic Code를 제거했다고 밝혔다. Heuristic Code는 다양한 주행 상황을 정의하는 규칙들의 집합이라고 이해하면 된다. Tesla FSD V12부터 굉장히 많은 사전 규칙을 Hard-Coding하지 않는 것이며, 모든 자율주행은 단일 E2E 신경망을 통해 구현되고 있다.

그림227. Tesla FSD V11 및 V12 주요 내용 비교

비교 항목	FSD V11 (2023년 3월 공개)	FSD V12 (2024년 말 공개)
요소 기술	신경망을 기반으로 한 제한적인 E2E 신경망을 활용하나, 아직 약 30만개 수준의 Heuristic Code를 사용한다는 한계.	완전한 E2E 신경망을 기반으로 한 자율주행 기술을 보여줬다는 평가. 약 30만개의 Heuristic Code를 제거하고, 신경망 호출을 위한 3,000개의 호출 코드로 이를 대체했다고 밝힘.
주행 처리 방식	인지-판단-제어 등 자율주행의 각 단계를 나누고, 해당 단계를 처리 및 학습하는 신경망이 별도로 존재	단일 신경망을 통해 데이터 인지에서 최종 주행 결정이라는 출력값까지 처리 및 학습
학습 방식	신경망과 Heuristic Code를 함께 활용	Heuristic Code를 제거하고 완전한 E2E 신경망을 활용
도로 상황 대응	다양한 상황에 대응이 가능하나, 규칙 기반 자율주행으로 처리하지 못하는 일부 Edge Case에 종종 오작동을 보임.	누적 주행 데이터를 활용한 E2E 신경망 학습을 통해 Edge Case 처리 능력 향상된 것으로 판단

자료: iM증권 리서치본부

그림228. FSD V12부터 개체 인식, 계획, 제어가 개별 모듈이 아닌 하나의 신경망으로 모두 통합된 End-to-end 아키텍처로 전환



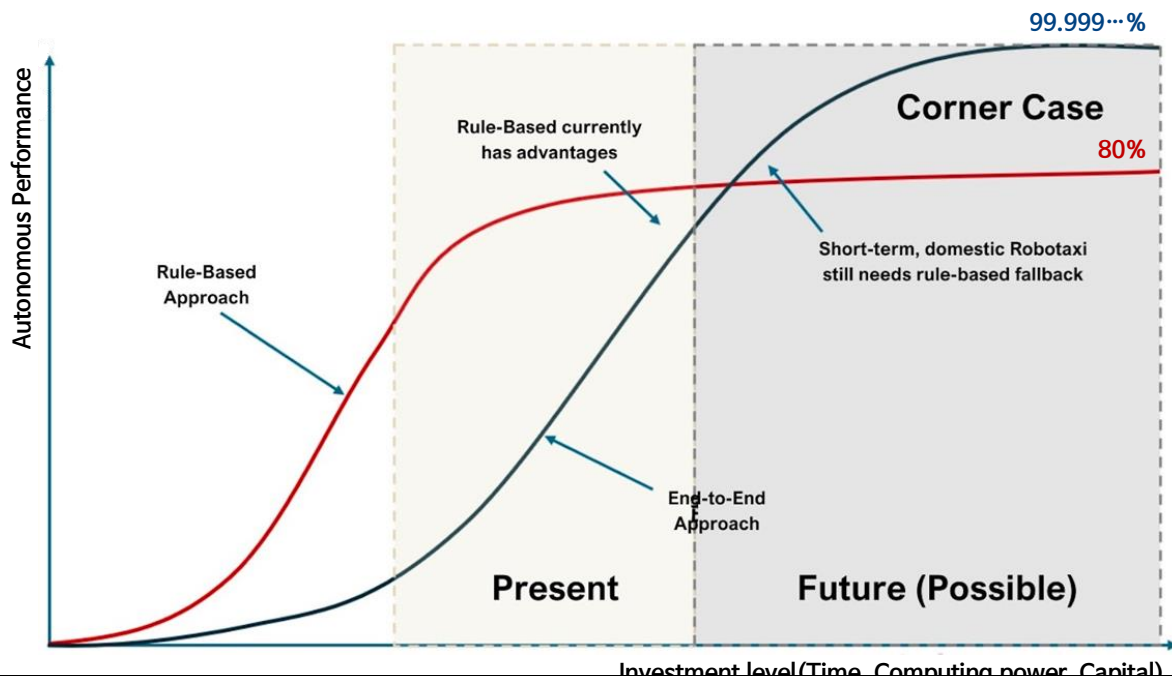
자료: iM증권 리서치본부

왜 E2E 자율주행으로 가야 하는가?

그럼에도 우리는 Tesla가 주도하고 있는 E2E 자율주행이 과연 정답인지에 대한 고민을 해볼 필요가 있다. E2E 자율주행과 규칙 기반 및 Divide and Conquer 방법론에 근거한 자율주행은 개발 소요 시간에 따라 주행 성능이 다른 것으로 알려진다. 다시 말해 개발 초입에는 규칙 기반 자율주행이 E2E 자율주행보다 성능이 뛰어나다는 것이다. 이 시기에는 일정 규모 이상의 규칙 코드를 통해 자율주행을 잘 구현할 수 있다. 그러나 E2E의 기반이 되는 실제 주행 데이터는 짧은 시간 내 수집할 수 있는 양이 제한적이기 때문에 개발 초기 E2E 자율주행의 성능은 상대적으로 낮을 수밖에 없다.

그러나 실제 주행 데이터가 누적될수록 E2E 자율주행의 성능은 규칙 기반 자율주행을 넘어서며, 성능 차이는 바로 Corner Case라고 부르는 예외 및 돌발 상황에 대한 대처 능력에서 기인한다. 전통적인 규칙 기반 자율주행은 무수히 많은 돌발상황을 대처하는 것이 불가능에 가깝다. 이로 인해 대략 80% 기술 수준에서 더 이상 발전되기 쉽지 않다. 반면 E2E 자율주행은 방대한 데이터 학습을 통해 학습된 ‘암묵지’를 활용해 다양한 문제를 스스로 해결한다.

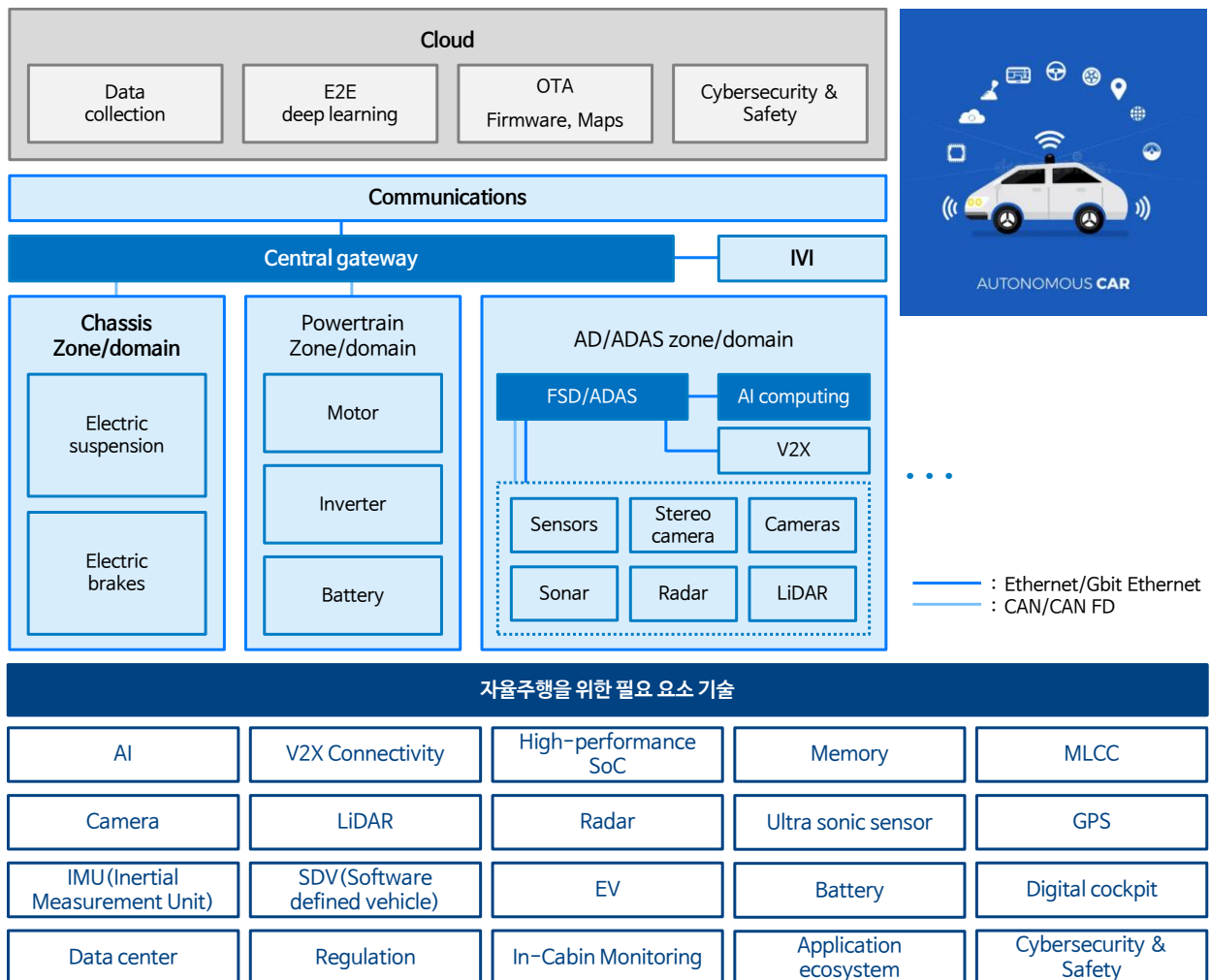
그림229. Tesla를 비롯한 주요 자율주행 개발 업체들은 일정 규모 이상의 주행 데이터가 수집되는 시점부터는 규칙 기반 자율주행보다 E2E 자율주행의 신뢰도와 성능이 높아진다고 주장



자료 자료: Xpeng, iM증권 리서치본부

이와 같이 자율주행은 특정 기술로만 이루어지는 것이 아니다. SDV의 구현을 위해 중앙 집중형 아키텍처, 고성능 차량용 HPC, 통합형 OS가 필요하고 아키텍처를 단순화시키기 위해서는 우수한 전기차 플랫폼을 갖추는 것이 유리하다. 이와 같은 SDV를 먼저 개발해야만 양산 차량에서 데이터를 수집할 수 있다. 또한 어떤 센서를 쓸 것이며, HD Map 사용 유무에 따라서 데이터 수집 품질이 달라진다. 일련의 준비를 마쳤다고 끝이 아니다. E2E 자율주행 및 Divide and Conquer 등 개발 방식에 있어서 자율주행의 완성도 또한 천차만별이다. 다시 말해 자율주행은 전장을 포함한 하드웨어, OS 및 E2E 알고리즘을 바탕으로 하는 소프트웨어를 망라하는 종합기술이다. 즉 이를 내재화하기 위해서는 관련 요소 기술을 모두 보유하고 있어야 한다. 이에 2010년 후반 들어 자율주행기술 개발을 본격화한 레거시 OEM들의 경우 대부분 외부 업체와의 협력을 택했다.

그림230. 자율주행을 위한 다양한 필수 요소 기술



자료: iM증권 리서치본부

대부분의 완성차 업체들은 SDV, 자율주행 자체 개발에 사실상 실패

완성차 OEM들은 기술 개발 협력 방법은 크게 두 가지로 나뉘었다. 먼저 (1) nVIDIA, Qualcomm 등과 같이 빅테크 업체들과 협력해 자율주행 기술 개발에 필요한 차량용 반도체 및 시뮬레이션을 포함한 관련 인프라를 공급받되, 자체 개발의 기초를 이어가는 것이다. 또 다른 방법은 (2) L3 및 L4 이상의 자율주행 기술을 개발하는 전문 업체를 인수 후, 관련 기술을 흡수해 중국에는 이를 내재화하는 방법이다. 그러나 위 방법 모두 만족스럽지 못한 결과를 마주했다. 전자의 경우 nVIDIA, Qualcomm와의 협력 범위가 크지 않았고, Divide and Conquer 방식 하에서 자체 개발을 이어온 점 또한 패착이었다. 후자의 경우 L4 이상의 로보택시 서비스 범위 확대에 오랜 시간이 소요되었고, 더 나아가 이를 L3 이하 양산 차량 자율주행기술로 발전시키지 못했다. 현대차그룹은 위 두 가지 방법을 병행하는 두 트랙 전략을 수립했다. nVIDIA로부터 고성능 HPC를 공급받고, L3~L4 자율주행 기술 개발 업체 42Dot, Motional 등을 인수해 관련 기술을 간접적으로 확보하고자 했다. 현대차그룹이 목표해온 SDV, 자율주행 구현 시점은 지연되고 있는 등 시장이 기대하는 충분한 성과를 보여주지는 못한 것이 사실이다. 그럼에도 대부분의 레거시 OEM들은 자체 개발뿐 아니라 전반적인 SDV, 자율주행 기술 개발을 사실상 중단한 것과 다르게, 현대차그룹은 여전히 적극적인 기술 개발 의지를 보여주고 있다.

그림231. 외부업체들과 협력하여 자율주행 기술을 개발 중인 주요 완성차 업체들: 현대차와 일부 업체를 제외하면 대부분 좌초

완성차 제조사	자율주행 개발 및 협력	내용
Ford Volkswagen		지난 2022년 Argo AI 해체 이후 개발 인력들을 흡수, 자율주행 개발 자회사 Latitude AI 설립. Lv.3 자율주행 기술 개발에 집중하고 있으며, 2026년 Lv.3 상용화 목표 Argo AI 투자 철회 후 Mobileye와의 협력을 통해 2026년 Lv.4 상용화 목표. 중국 시장은 Xpeng과 개별적 기술 협력 진행 중
현대자동차		Motional: 2024년 3월 미국 라스베이거스 내 로보택시 도로주행 시험 통과, 2026년 로보택시 상용화 목표. 당초 2023년 말로 예정된 현대자동차 Lv.3 자율주행 기술 상용화 시점은 연기되었으며 아직 수정된 로드맵은 공개되지 않은 상황. 42Dot: 자율주행이 아닌 SDV에 집중, 2026년 자체 OS 개발 목표
Chrysler		2016년 Waymo-Chrysler 합작 자율주행차량 생산 이후 뚜렷한 기술 개발 협력 내용 없음. 이후 Mobileye와 Lv.3 이상 자율주행 기술 협력 발표했으나 이후 업데이트 내용 없음
GM Honda		2024년 12월 로보택시 사업 철수 발표. Cruise와 기존 GM 자율주행 기술 팀을 통합해 Lv.3 상용화에 집중할 계획. Lv.3 상용화 시점은 빨라도 2026년이 될 것으로 언급 2024년 12월 GM과의 자율주행 기술 협력 철회 발표. 이에 따른 2026년 목표로 한 도쿄 도심 내 로보택시 사업 또한 철회. 고속도로 전용 Lv.3 상용화 기술을 자사 Legend 차량 통해 구현
Stellantis	 	2022년 12월 헝가리 인공지능 및 자율주행 S/W 개발 기업 aiMotive 인수하여 독자적으로 개발 중인 자사 자율주행 플랫폼 STLA AutoDrive 기술 강화 첨단 자율주행 시스템 Waymo Driver를 Stellantis 차량에 통합하기 위해 협력. 애리조나주 피닉스와 같은 도시에서 테스트 및 상용화되어 운행 중이며 향후 모델 확대 추진
Jaguar Land Rover Mercedes-Benz Volvo Lucid		nVIDIA와 협력(Hyperion9, Drive Sim 등 하드웨어 소프트웨어를 포함한 넓은 공유)을 통해 2025년 Lv.3 상용화 목표 nVIDIA와 협력(Hyperion9, Drive Sim 등 하드웨어 소프트웨어를 포함한 넓은 공유)을 통해 2025년 Lv.3 상용화 목표. 현재 최대 95Km 속도 내 자율주행 지원. 2030년 내 최대 130Km 속도까지 지원 범위를 확대하고 Lv.4 상용화 목표. nVIDIA와 협력(Hyperion9, Drive Sim 등 하드웨어 소프트웨어를 포함한 넓은 공유)을 발표. 현재 EX90에 nVIDIA Drive Orin SoC 탑재. 2030년 내 Drive Thor 플랫폼 전환 목표 nVIDIA와 협력(Hyperion9, Drive Sim 등 하드웨어 소프트웨어를 포함한 넓은 공유)을 발표. 2025년 내 Gravity SUV 내 Hyperion 9 탑재 목표
BMW		2024년 6월 7 시리즈에 Lv.2, Lv.3 듀얼 시스템 적용 발표. Lv.2 시스템은 Mobileye, Lv.3 이상의 자율주행은 Qualcomm과 기술 협력을 진행 중이며, 2025년 Qualcomm과 협력한 SDV 플랫폼 Neue Klasse 출시 예정
Toyota		2025년 Lv.3 자율주행 지원하는 3X 모델을 Momenta와 협력해 중국 시장 공개 예정. 2028년 내 SDV 및 자율주행 상용화 목표

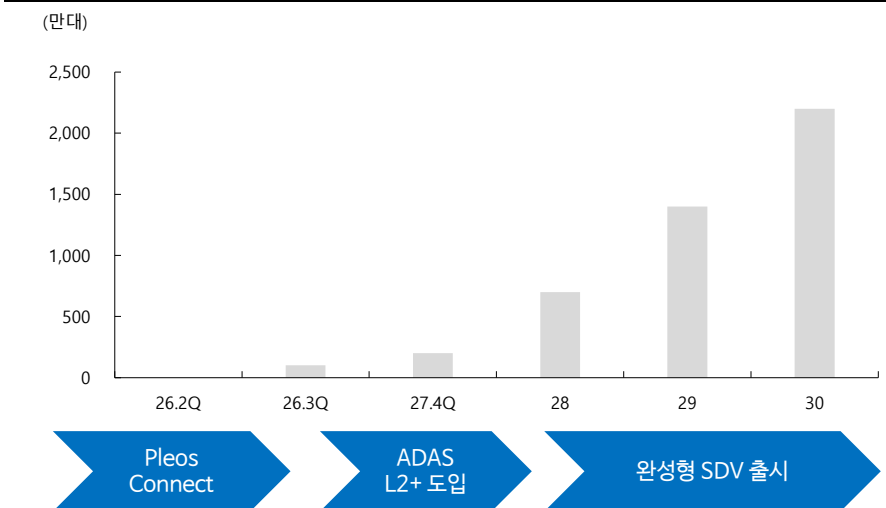
자료: iM증권 리서치본부

현대차그룹은 Camera 기반의 E2E 자율주행으로 개발 방향을 완전히 선회

현대차그룹은 단순히 기존의 방법론을 고수하는 것이 아니라, Camera와 E2E 자율주행이라는 기술 흐름을 따라가고 있다. 현대차그룹은 자율주행 기능 최적화를 목적에 두고 있고, 이를 위해 SDV를 대량 양산하겠다는 XP2 프로젝트를 가동할 예정이다. 그리고 상황 인지 및 데이터 수집에 Lidar가 아닌 Camera를 사용한다. 실제로 현대차그룹의 자율주행을 제어하는데 있어 활용될 Atria AI는 8개의 Camera와 1개의 Radar로 구성되어 있다. Camera를 이용해 자율주행기술을 개발해온 대표적인 업체는 Tesla다. Camera 기반 자율주행은 초기 개발 단계에서는 Lidar 대비 주행 완성도가 떨어지나, 데이터 수집을 통한 점진적인 주행 완성도 개선이 가능한 것이 특징이다. 선두 중국 업체들의 경우 안전 인증 규정을 충족하기 위해 Lidar를 사용하기는 하지만, Camera로 수집한 데이터를 바탕으로 자율주행을 학습하는 큰 틀은 동일하다.

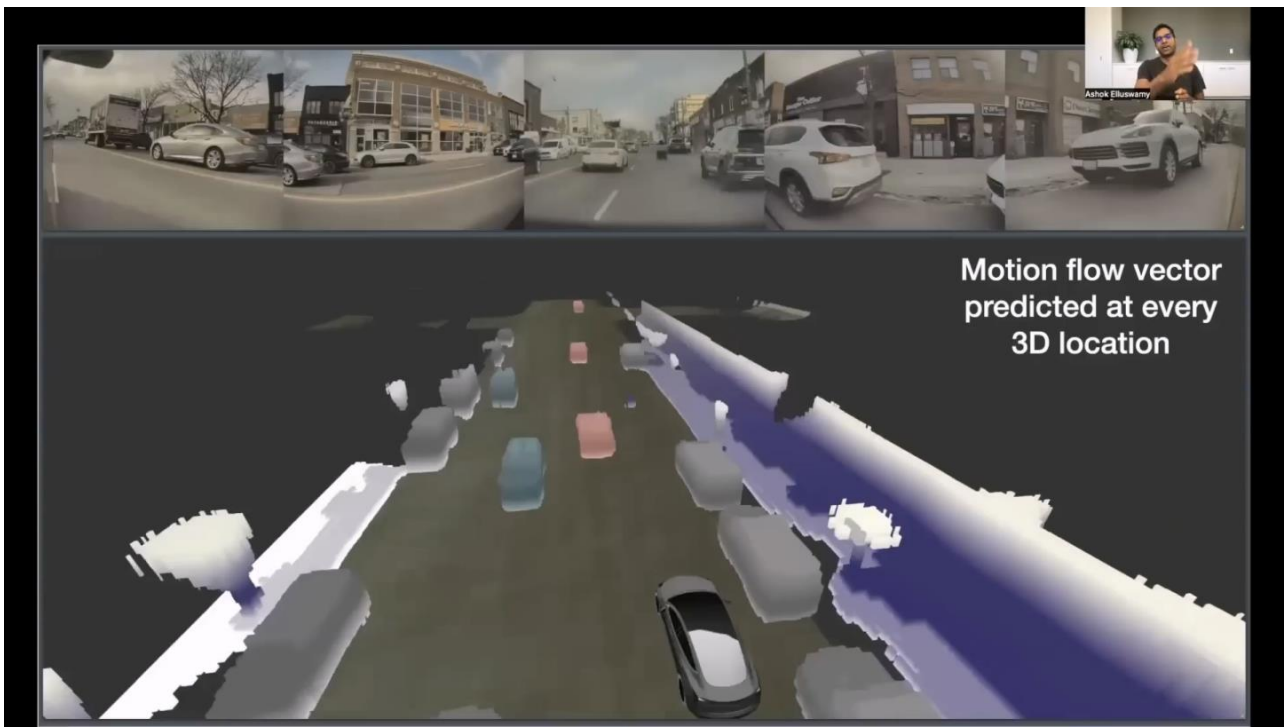
또한 현대차그룹은 Divide and Conquer 방식에서 E2E 자율주행으로 개발방향을 완전히 선회한 것으로 판단되며, Motional 대비 Camera 기반 자율주행 기술 경쟁력을 가진 포트투닷이 중심에 설 전망이다. Camera 기반 E2E 자율주행 완성도를 높이기 위해서는 충분한 수준의 데이터가 확보되어야 한다. 그렇지 못한다면, 오히려 Lidar+Divide and Conquer 방식 대비 자율주행 완성도가 낮다. 현대차그룹은 SDV 구조를 적용한 데모카 1000여대를 생산해 초기 자율주행 학습용 데이터를 수집할 전망이다. 이후 2027년부터 탑재대수를 본격적으로 확대해 27년 4분기 L2+ 자율주행 도입, 28년 완전한 SDV 구현을 목표 중이다.

그림232. 현대차그룹 XP2 프로젝트 로드맵 전망



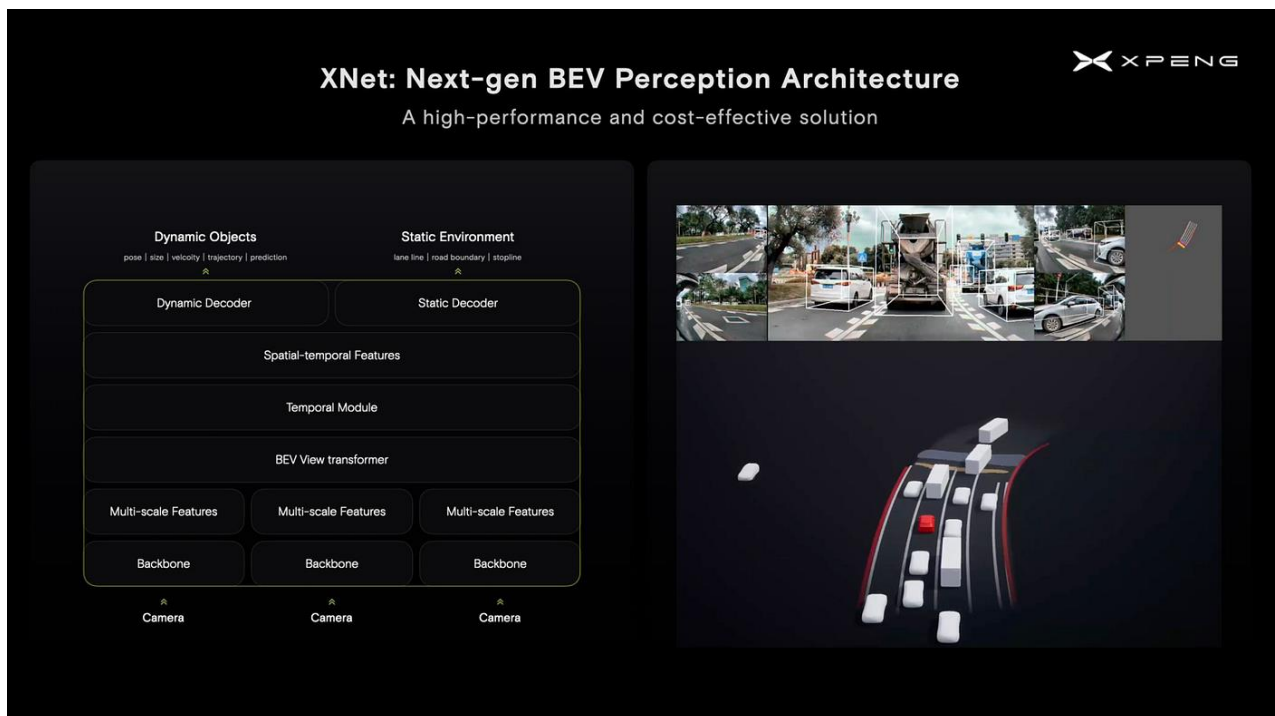
자료: iM증권 리서치본부

그림233. 카메라만을 이용해도 완전한 3차원 정보 구현이 가능.



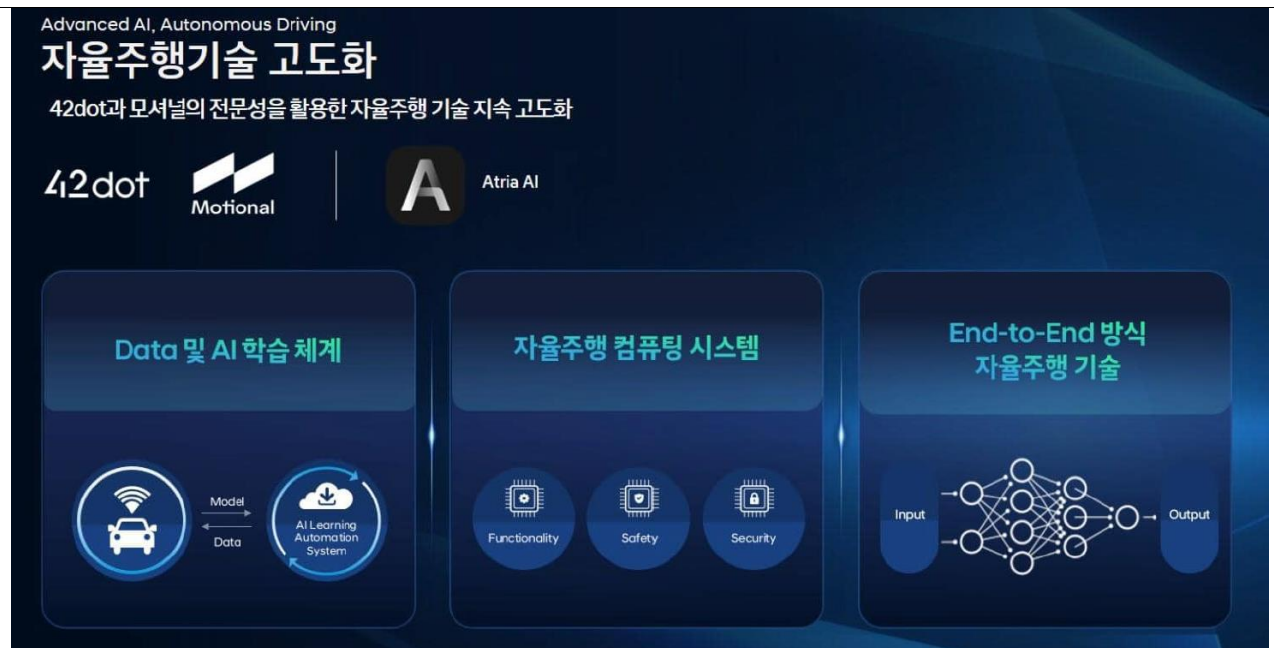
자료: Tesla, iM증권 리서치본부

그림234. Xpeng은 Tesla와 자율주행 개발 방향성이 유사하는 것으로 알려짐에 따라 E2E 자율주행 서비스를 개발 중



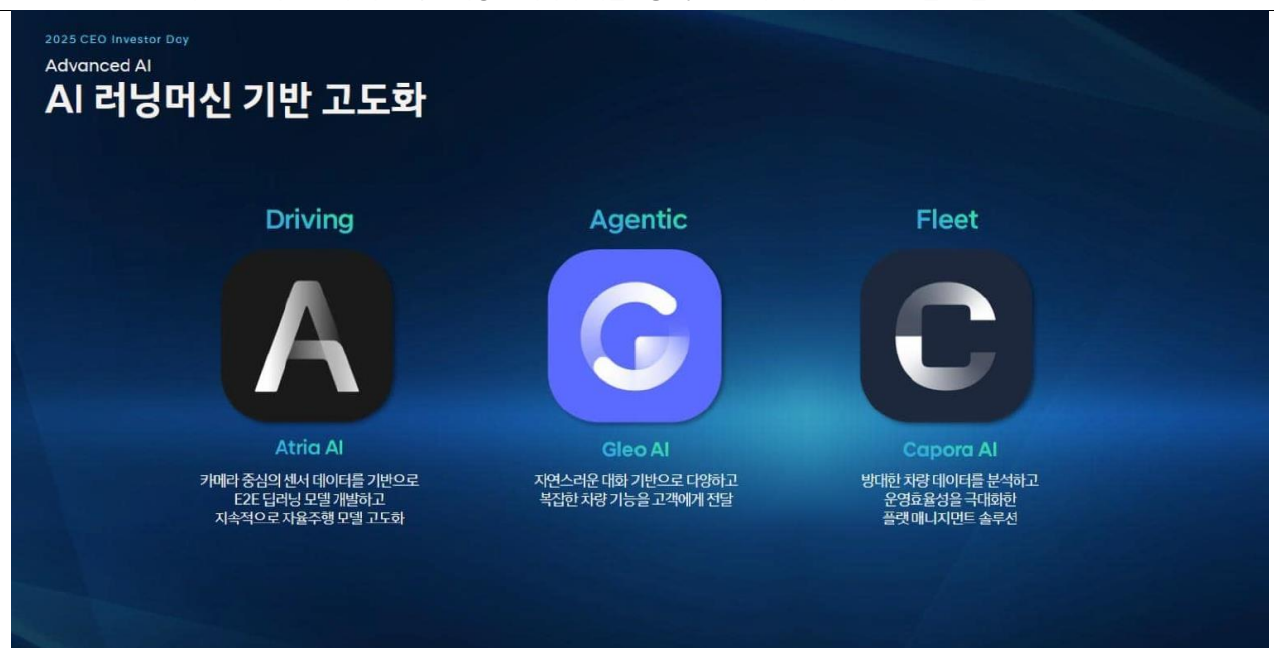
자료: Xpeng, iM증권 리서치본부

그림235. Camera 기반의 E2E 자율주행이라는 방향성을 설정함과 동시에 이는 42dot 중심의 기술 개발이 될 전망



자료: 현대차그룹, iM증권 리서치본부

그림236. 단순 인포테인먼트 시스템 외 서버 혹은 차량 단에서의 자율주행 학습 및 지원이 가능한 구조를 갖출 것으로 전망



자료: 현대차그룹, iM증권 리서치본부

이미 상당 부분 발생한 Sunk Cost, 자체 개발 난항을 대비한 Plan B 필요

이처럼 기타 레거시 OEM들이 관련 사업 좌초 후 뚜렷한 움직임을 보여주지 못하고 있다는 점에 비춰볼 때, 현대차그룹은 분명 SDV 전환, 자율주행 기술 개발에 있어 강점을 가지고 있다고 판단된다. 그럼에도 불구하고, 현대차그룹은 최악의 수를 고려해야 한다. 이미 SDV 및 자율주행기술 개발 투자에 약 9.1조원 가량의 매몰 비용이 발생한 상황이고, 이는 전기차 플랫폼은 연결되어 있어 이 중 하나라도 제대로 이뤄지지 못한다면 지금까지 노력이 모두 헛될 수 있다. 그러나 기술 발전에 실패했다고 해서, 이를 아예 포기할 수도 없다. 향후 해당 기술의 상용화가 이루어진다면, SDV와 자율주행은 단순히 제품의 트림을 나누는 하나의 옵션이 아니다. 예를 들어 서울 시내에서 자율주행, 그리고 완전한 차량 업데이트가 지원되는 Tesla가 나타난다면, 이를 갖추지 못한 차량은 상품성을 완전히 잃을 것이다. 즉 SDV 플랫폼을 공급할 수 있는 외부 업체와 협력하거나, 자율주행 소프트웨어를 솔루션 형태로 구매해야 할 수도 있다. 실제로 Foxconn의 경우 MIH 플랫폼을 출시했는데, 이를 통해 SDV 관련 요소 기술 및 하드웨어를 플랫폼 형태로 통합해 완성차 업체에게 공급하겠다는 것이다. Tesla의 경우 FSD 소프트웨어를 외부 OEM 판매 가능성을 계속해서 시사하고 있다.

그림237. Foxconn의 MIH 플랫폼



자료: Foxconn, iM증권 리서치본부

그림238. Tesla FSD 구독 수익 모델 시나리오 분석 테이블

(단위: 억 달러)		자율주행 기능 탑재율									
FSD B2B ASP: \$9,000 가정		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
북미 시장 Tesla FSD 점유율	30%	49	97	146	194	243	292	340	389	437	486
	40%	65	130	194	259	324	389	454	518	583	648
	50%	81	162	243	324	405	486	567	648	729	810
	60%	97	194	292	389	486	583	680	778	875	972
	70%	113	227	340	454	567	680	794	907	1,021	1,134
	80%	130	259	389	518	648	778	907	1,037	1,166	1,296
	90%	146	292	437	583	729	875	1,021	1,166	1,312	1,458
	100%	162	324	486	648	810	972	1,134	1,296	1,458	1,620

자료: iM증권 리서치본부

IV. 휴머노이드와 현대차그룹의 상관관계

1. 시장의 관심이 집중되고 있는 휴머노이드 시장

글로벌 휴머노이드 산업 개화 속도는 예상 대비 확연히 빨라짐

올해 들어 휴머노이드 산업을 향한 전세계적 관심이 실로 뜨겁다. 2022년부터 휴머노이드 개발을 천명한 Tesla, OpenAI와의 협력으로 유명세를 타기 시작한 Figure AI가 흥행의 주역이다. 이후 Unitree Robotics를 중심으로 한 중국 휴머노이드 업체들 또한 적극적으로 제품 공개에 나서고 있다. 무엇보다 이들은 당장 올해부터 1,000대 수준의 휴머노이드를 생산할 것이며, 2026년부터는 본격적인 대량 양산에 돌입할 것으로 전망되고 있다. 요원하게만 여겼던 휴머노이드 산업의 개화 및 시장 확대가 예상 대비 빠르게 이뤄지고 있는 중이다.

그림239. 주요 휴머노이드 업체 양산 관련 로드맵

업체명	주요 내용
북미 휴머노이드 업체 제품 양산 일정 및 로드맵	
Tesla	Optimus를 Giga Factory 내 시범 투입하고 있는 상황이며, 올해 최소 3,000대 최대 10,000대 양산 목표
Agility Robotics	2023년 9월부터 자사 제품 Digit을 최대 1만대 생산이 가능한 자체 생산 공장 설립. Amazon 물류 센터 내 투입되고 있다고 알려지나, 최근 차세대 제품 개발이나 생산 능력 확대에 대한 소식은 들려오지 않음
Figure AI	자사 휴머노이드 양산 공장 BotQ를 구축. 연간 최대 12,000대 생산 가능한 규모. 향후 4년간 10만대 규모의 휴머노이드 생산 목표. 현재 개발을 거의 마친 Figure 03은 전작과 달리 양산용 제품
중국 휴머노이드 업체 제품 양산 일정 및 로드맵	
Kepler Robotics	물류용 휴머노이드 로봇 Forerunner Series를 2025년 초부터 양산 목표
GAC	2025년 GoMate 탑재 부품 양산 체제, 2026년 완제품 양산 체제 구축 목표
Huawei	2025년 휴머노이드 양산을 목표로 동관 지역에 72억 위안 규모의 단지 조성
UBTECH1	전기차 업체 NIO에 시범 투입 중이며, 2025년 내 양산 체제 구축 목표
Agibot	Yuanjing A2 등 주요 휴머노이드 제품들은 2024년 10월부터 출하 시작. 2024년 연말까지 300대 생산 추정
Leju Robot	연간 200대 생산 가능한 생산 체제를 구축하는 것으로 목표로 함
Unitree Robotics	휴머노이드 로봇 G1 공개. 가격은 약 1만 6천 달러 수준으로 알려짐. 양산에 대한 구체적인 언급은 없었으나, 일반 소비자판매를 시작했다는 점에 비춰볼 때, 꽤 큰 규모의 양산 공장을 보유하고 있을 것
Xiaomi	2022년 CyberOne을 공개했으나, 양산 일정에 대해서는 언급 없음. 다만 외부 업체와의 협력을 통해 플랫폼 공급을 통한 빠른 양산에 대해서는 긍정
GALBOT	상업용, 산업용, 가정용 휴머노이드 로봇을 2026년부터 양산 예정

자료: iM증권 리서치본부

국내 휴머노이드 산업 내 투입될 대규모의 정책자금

성장 산업의 성공 유무를 가늠해볼 수 있는 기준 중 하나는 바로 유동성의 증가이다. 휴머노이드를 비롯한 국내 로봇 산업 내 곧 유의미한 규모의 정책 자금이 유입될 전망이다. 과거에도 산업통상자원부, 과학기술정보통신부 등 로봇틱스 관련 정책을 집행, 지원하는 주무부처를 중심으로 여러 정부 지원 사업은 존재해왔다 (2023년 발표 첨단 로봇 산업 전략). 그럼에도 일부 중소형 업체를 중심으로 한 국책 과제 외 유의미한 지원이 이뤄지지 않았고, 정책 목표인 국내 로봇틱스 산업 육성 또한 달성하지 못했다. 그러나 올해 5월 산업통상자원부가 발표한 K-휴머노이드 얼라이언스의 경우 과거 대비 유의미한 성과를 보여줄 수 있을 것이다. 이는 1) 5년간 1조원 투자 (향후 상향 가능성 높음), 2) 약 30여개의 국내 로봇틱스 업체 참여, 3) 전체 산업군이 아닌 휴머노이드에 특정한 자금 지원 예정 등이 특징이며, 2026년부터 본격적인 개발 성과를 찾아볼 수 있을 것이다. 또한 21대 대선 당시 이재명 후보의 핵심 공약 중 하나인 AI 100조 펀드가 당선 후 국민성장펀드로 구체화되었는데, 전체 규모가 기존 100조에서 150조로 상향됨과 동시에 휴머노이드를 중심으로 한 로봇틱스 산업이 핵심 지원 분야에 포함되었다. 대부분의 정책자금은 국책은행이 선정한 민간 주체가 운용할 것임에 따라, 이는 여러 자본시장 내에 위치한 휴머노이드 업체에게 향하는 유동성으로 연결될 것이다.

그림240. K-휴머노이드 얼라이언스 주요 참여 업체 개요

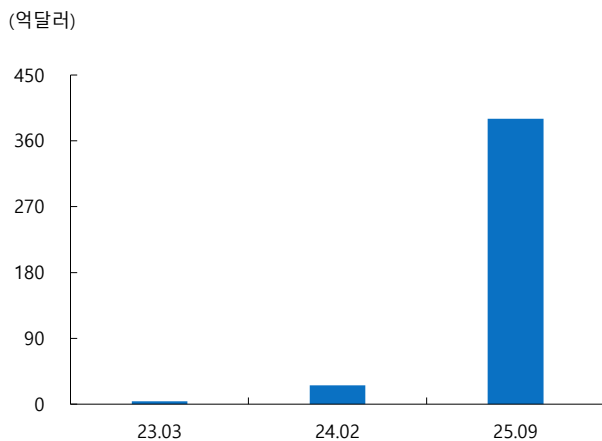
로봇 제조사 그룹			
업체명	상장 유무	휴머노이드 기술력	투자포인트
레인보우로보틱스	O	높음	25년 하반기 신규 휴머노이드 제품 공개 임박, 이외에 협동로봇 및 물류 로봇 관련 동향도 포인트
원익로보틱스	O	보통	Meta와 개발 중인 텍스트러스 개발 향방에 주목. 당사는 비상장이나 원익홀딩스를 통한 간접 투자 가능
엔젤로보틱스	O	보통	의료용 웨어러블 로봇 개발 업체. 주요 제품 의료보험 수가 적용을 통해 3차 병원 및 재활 센터로 외연 확대 전망
뉴로메카	O	낮음	경쟁 업체 대비 높은 탐라인 성장세. 국내 조선 3사향 용접용 협동로봇 추가 수주 기대. 포스코와 협력 방향 주목.
두산로보틱스	O	낮음	협동로봇 관련 본업 업황이 좋지 않지만, 올해 초 발표한 휴머노이드 관련 로드맵은 주목할 필요 있음
LG전자	O	낮음	휴머노이드 관련 연구개발을 진행 중이나, 서비스 로봇 상용화 후 점진적인 전환에 나설 것으로 보임
HD현대로보틱스	O	낮음	산업용 로봇 외 제품 포트폴리오가 전문한 것이 약점이나, 관계사와 협력한 휴머노이드 개발 참여 가능성 존재
신규 편입 가능성 높은업체			
현대자동차	O	높음	
로봇 부품 기업			
업체명	상장 유무	휴머노이드 관련 기술력	투자포인트
SK On	O	보통	로봇용 배터리 공급망 확대 가능성 (협동로봇, 휴머노이드, AMR)
삼성SDI	O	보통	로봇용 배터리 공급망 확대 가능성 (협동로봇, 휴머노이드, AMR)
리벨리온	X	보통	로봇용 AI 반도체 개발 (엣지 AI 연산 특화), Physical AI 추론용 서버용 반도체 개발
딥엑스	X	보통	로봇용 AI 반도체 개발 (엣지 AI 연산 특화)
테슬로	X	보통	휴머노이드용 AI 뇌 개발 목표 (로보틱스 OS + 하드웨어)
에이딘로보틱스	X	높음	로봇용 토크 센서 개발하는 업체, 텍스트러스용 센서에 강점
로보티즈	O	높음	로봇용 액츄에이터 공급 업체이며, 매출 비중 90%. Tesla, Unitree Robotics 등 주요 고객사 확보
페러데이다이내믹스	X	보통	로봇 모션 플랫폼 기반의 근력 증강 기술 보유
코모텍	X	보통	정밀 모터 및 감속기 기반 로봇 핵심 부품 전문
에스비비테크	O	낮음	자체 개발한 하모닉 감속기 및 로보드라이브 감속기를 주요 업체에 공급
신규 편입 가능성 높은업체			
현대모비스	O	보통	향후 현대자동차 및 Boston Dynamics의 로봇용 액츄에이터 설계를 맡을 가능성이 높음
하이젠알앤엠	O	보통	스마트 액츄에이터 솔루션 공급하나, 아직 로봇용 제품 레퍼런스가 부족한 것은 약점
삼현	O	보통	현대자동차량 자동차용 액츄에이터 공급 업체. 협동로봇 및 휴머노이드용 액츄에이터 개발 중인 상황
씨메스	O	보통	여러 종류의 센서와 자사 AI 비전 소프트웨어를 결합한 터키 솔루션 제공. 물류/협동로봇 업체가 주요 고객사

자료: iM증권 리서치본부

유동성 증가에 대한 기대감은 개별 기업 가치로 연결

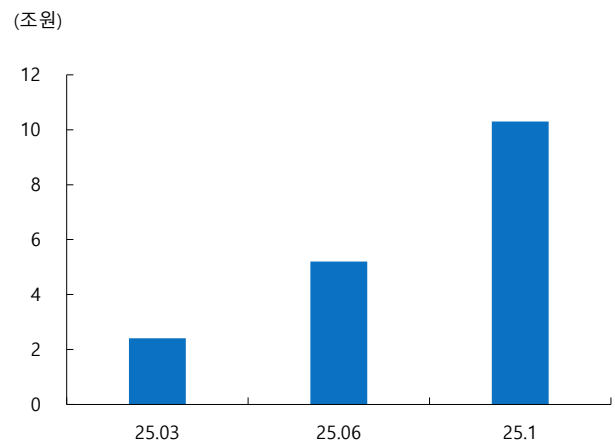
이와 같은 유동성 증가에 대한 기대감은 실제 자본시장에서 높은 휴머노이드 업체들의 기업 가치로 구체화되고 있다. Figure AI의 경우 2025년 9월 기준 56조원 수준의 기업 가치를 인정받고 있는데, 이는 2023년 3월 대비 560배 증가한 수치다. 올해 연내 상장을 앞두고 있는 Unitree Robotics의 경우에도 가파른 기업 가치 추세를 보여주고 있다. 2025년 3월 기준 2조원에 수준이었던 기업 가치는 2025년 10월에 들어 10조원에 육박하고 있는 상황이다. 상장 종목단의 경우 더 가파른 성장세를 보여주고 있다. 레인보우로보틱스 (휴머노이드 완제품 제조), 로보티즈 (구동 액츄에이터 모듈 제조) 등 주요 휴머노이드 관련 업체들의 경우 올해 연초 대비 적게는 2배, 많게는 8배 가량 주가가 상승한 상황이다. 이는 국내 시장뿐 아니라, 글로벌 전체로 보더라도, 휴머노이드 산업을 영위 중인 상장 종목이 거의 없다는 점에서도 기인하고 있다.

그림241. Figure AI 기업가치 추이



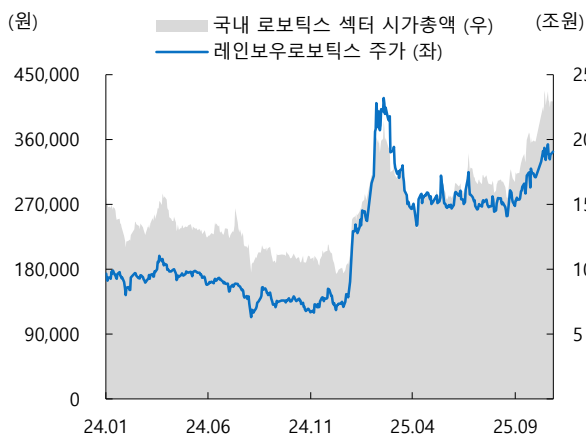
자료: iM증권 리서치본부

그림242. Unitree Robotics 기업가치 추이



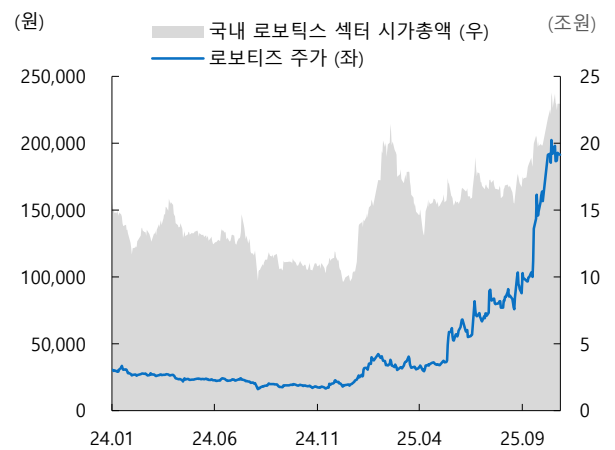
자료: iM증권 리서치본부

그림243. 레인보우로보틱스 시가총액 및 주가 추이



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림244. 로보티즈 시가 총액 및 주가 추이



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

휴머노이드 산업에 대한 과한 우려는 필요 없는 이유: (1) 텍스트러스와 다리

시장 내 일부 투자자들은 이와 같은 휴머노이드 산업에 대한 기대감이 과하다는 우려감을 표하고 있다. 그러나 현재 우리가 목도하고 있는 휴머노이드 산업은 과거 산업용 로봇 및 협동로봇 등의 산업군과 많은 부분에서 차이점과 개선점을 가지고 있다는 점에서, 밸류에이션에 대한 막연한 우려는 지양해야 한다.

이에 대한 근거는 (1) 새로운 이동부를 중심으로 한 폼팩터, (2) Physical AI를 기반으로 한 작업 범용도 증가 등이다. 협동로봇의 경우 2015년에 최초로 공개되었고, 2018년부터 볼륨 모델이 판매되기 시작했기 때문에 비교적 새로운 산업군으로 분류해볼 수도 있다. 다만 협동로봇의 경우 크기와 Payload 등 세부 재원의 차이만 있을 뿐, 소위 로봇 팔이라고 불리는 폼팩터의 변화는 없었다. 이런 이유로 제조 공정 내 활용도 또한 높지 않았다. 그러나 휴머노이드의 경우 이동부가 탑재되고, 바퀴가 달린 형태가 아니라 사람과 같은 다리를 사용한다. 또한 사람의 인체 구조를 모방하기에 작업 범용성에 있어서도 확연히 높다.

그림245. 일반적인 산업용 로봇



자료: iM증권 리서치본부

그림246. 일반적인 협동로봇



자료: iM증권 리서치본부

그림247. 협동로봇, 산업용 로봇 비교 테이블

구분	협동 로봇	전통 산업용 로봇
크기	비교적 소형	다양한 크기가 있으나, 대체로 대형
Payload	3~16Kg	~2,000Kg
설치 여건	안전 펜스 필요없음	안전펜스 필요
공간	사람과 작업공간 공유	사람과 분리된 작업공간
속도	안전을 위해 가속 및 감속이 가능	매우 빠름
조작	직관적인 설치 및 조작 가능	설치, 운영이 복잡한 숙련된 과정
공정	다품종 다량 생산에 적합	소품종 대량 생산에 적합
가격	2,000~6,000만원	1억원 이상

자료: iM증권 리서치본부

그림248. nVIDIA와 파트너십을 맺고 있는 주요 휴머노이드 업체들 제품 현황

업체명	Apprtonik	ROBOTERA	Agibot	NEURA Robotics	Fourier	Boston Dynamics
제품 사진						
모델명	Apollo	Star1	A2	4NE-1	GR-2	E-Atlas
국가	미국	중국	중국	독일	중국	미국
주요 특징	-	-	-	-	-	-
추정 가격	5만달러	10만달러	-	2만~4만유로	-	15만달러
주요 파트너십	Benz/NASA	-	-	-	-	현대자동차
신장	173cm	171cm	169cm	170cm	175cm	175cm
무게	73kg	63kg	69kg	60kg	63kg	80kg
주요 스펙 Payload	25kg	20kg	-	20kg	3kg	-
배터리	4시간	-	2시간	5시간	2시간	1시간
자유도(DoF)	30	55	40	42	53	28

자료: iM증권 리서치본부

그림249. nVIDIA와 파트너십을 맺고 있는 주요 휴머노이드 업체들 제품 현황

업체명	Agility Robotics	Figure	1X Technologies	Galbot	Unitree Robotics	Xpeng	Sanctuary AI
제품 사진							
모델명	Digit	Figure 02	NEO	G1	H1	Iron	Phoenix
국가	미국	미국	노르웨이	중국	중국	중국	캐나다
주요 특징	-	OpenAI와 결별	-	-	종합 로봇 개발 업체	-	-
추정 가격	25만달러	9~13만달러	-	-	9만달러	-	-
주요 파트너십	Amazon/Ford	BMW	ADT	-	-	-	Magna
신장	175cm	167cm	165cm	173cm	180cm	172cm	170cm
무게	65kg	70kg	30kg	85kg	47kg	70kg	70kg
주요 스펙 Payload	16	20kg	20kg	5kg	30kg	-	25kg
배터리	3시간	-	2~4시간	10시간	2tlrks	-	-
자유도(DoF)	24	51	-	-	19	60	74

자료: iM증권 리서치본부

휴머노이드 산업 밸류에이션에 대한 과한 우려 금물 (1) 텍스트리스와 다리

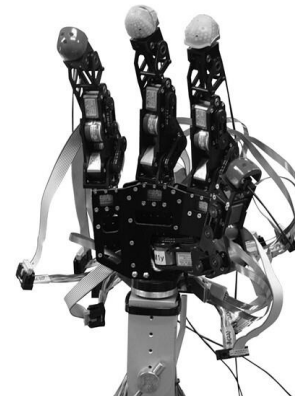
또 다른 휴머노이드에서 찾아볼 수 있는 폼팩터 변화는 바로 텍스트리스이다. 텍스트리스란 사람의 손과 유사한 모양을 가진 로봇의 작업부를 통칭하는 용어이다. 텍스트리스 내 사용되는 액츄에이터 크기는 작은 편에 속하지만, 사용 대수가 10~20개 수준이기 때문에 꽤 높은 원가 비중을 보여준다. 또한 텍스트리스 개발에는 소형모터 제조 및 제어 기술, 영구자석을 비롯한 소재 기술 등이 요구되기 때문에 꽤 오랜 기간 상용화에 성공하지 못했다. 이에 대부분의 협동로봇 및 산업용 로봇은 간단한 구조를 가지는 Gripper를 사용해왔다. 이런 와중 2023년 Tesla가 Optimus 2세대 제품에 텍스트리스를 탑재했으며, Figure AI 등 선두 휴머노이드 업체들이 자사 제품에 텍스트리스를 마찬가지로 탑재하기 시작했다. 이와 동시에 텍스트리스 구현 완성도 (Tesla의 텍스트리스 DoF는 현재 초기 버전 대비 2배로 증가) 또한 비약적으로 발전하고 있다.

그림250. 과거의 대부분의 로봇에 사용된 작업부 Gripper



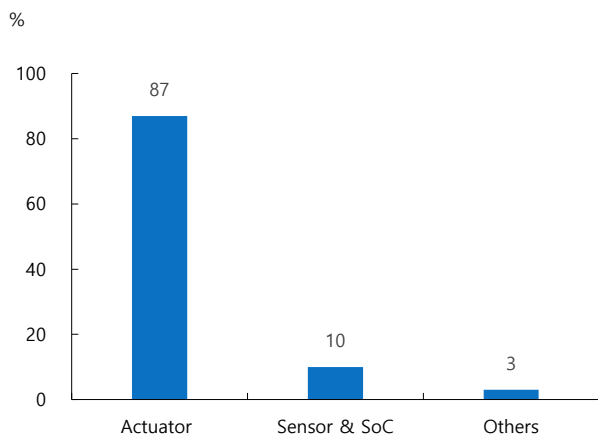
자료: SCHUNK, iM증권 리서치본부

그림251. 사람의 손을 모방하는 것에서 출발한 텍스트리스



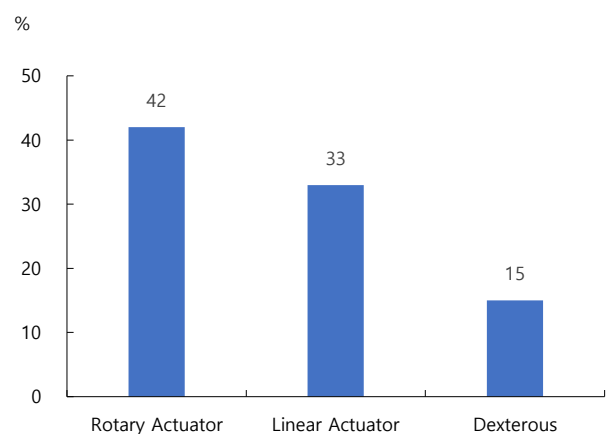
자료: SCHUNK, iM증권 리서치본부

그림252. 휴머노이드 원가 구성



자료: iM증권 리서치본부

그림253. 휴머노이드용 액츄에이터 원가 구성



자료: iM증권 리서치본부

휴머노이드 산업 밸류에이션에 대한 과한 우려 금물 (2): Physical AI의 등장

두 번째 근거는 바로 Physical AI를 통해 휴머노이드의 작업 범용성 및 자율성이 높아지고 있다는 점이다. 통상적으로 휴머노이드를 비롯한 로봇 제품을 학습시키는 일련의 과정은 Physical AI라고 정의된다. 과거 대부분의 로봇, 그리고 일부 휴머노이드 또한 이와 같은 과정을 거치지 않고, 사전에 구축된 알고리즘에 기반하거나 혹은 원격 제어에 의존했다. 반면 Teleoperation을 통해 수집한 Real Data를 통해 구축된 Physical AI는 휴머노이드가 스스로 판단하고 작업할 수 있게 한다. 실제로 여러 휴머노이드 업체들이 올해 생산하고 있는 대부분의 제품은 판매 목적이 아닌 Physical AI 개발에 필요한 작업 데이터를 수집하겠다는 계산이다. 이에 Tesla를 비롯한 여러 휴머노이드 업체들은 간단한 이동 작업에서 시작해 조립을 포함한 고난이도 작업까지 점차 자율성의 영역을 넓히고 있다.

그림254. Teleoperation 방식으로 초기 학습 데이터를 수집 중인 Atlas



자료: Boston Dynamics, iM증권 리서치본부

그림255. 중국 휴머노이드 업체 Agibot은 Physical AI 학습 데이터 플랫폼을 오픈소스로 제공



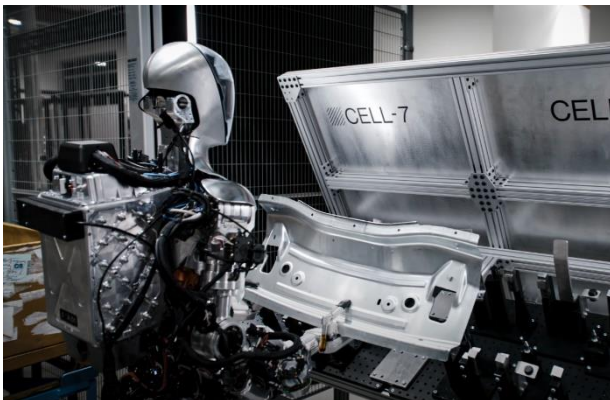
자료: Agibot, iM증권 리서치본부

2. 완성차 업체들이 유독 휴머노이드에 진심인 이유

앞서 살펴본 휴머노이드 산업 동향에서 완성차 업체들은 유독 높은 존재감을 보여주고 있다. BMW의 경우 Figure AI의 1세대 제품을 구매 후 차량 조립 공정에 시범 투입을 완료했으며, 단순 제품 구매를 넘어 포괄적인 파트너십 관계를 유지하고 있다. NIO, Zeeker 등 주요 중국 OEM들도 UBITEC, Unitree Robotics의 제품을 사용하고 있는 주요 고객사이다. 또한 UBITEC에 따르면 올해 하반기 단일 완성차 업체에게 500대 이상의 주문을 접수했을 정도로, 공정 내 휴머노이드 활용은 완성차 업체를 중심으로 이뤄지고 있다.

더 나아가 Xpeng은 휴머노이드를 직접 개발하고 있는 상황이며, 하드웨어 설계부터 내부에 탑재되는 연산, 추론용 반도체까지 직접 설한 Iron을 2024년 공개했다. 또한 약 20조원을 추가적으로 휴머노이드 관련 기술에 투자하겠다는 계획을 공유하고 있다. 현대차그룹 또한 Boston Dynamics 인수 후 개발 과정에 깊이 관여하고 있으며 HMGMA 등 자사 공장에 활용을 검토하고 있다.

그림256. BMW의 차량 조립 공정에 사용되는 Figure AI 제품



자료: Figure AI, iM증권 리서치본부

그림257. Tesla Giga Factory 내 투입되고 있는 Optimus



자료: Tesla, iM증권 리서치본부

그림258. Xpeng 생산 공정 내 사용되는 Iron



자료: Xpeng, iM증권 리서치본부

그림259. 스스로 배터리 교체가 가능한 Iron

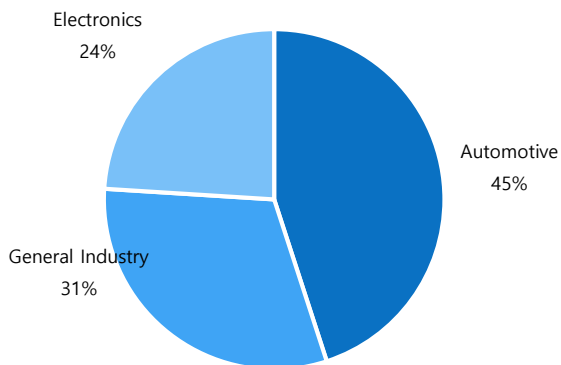


자료: Xpeng, iM증권 리서치본부

완성차 업체들이 휴머노이드에 진심인 이유: 생산성 향상

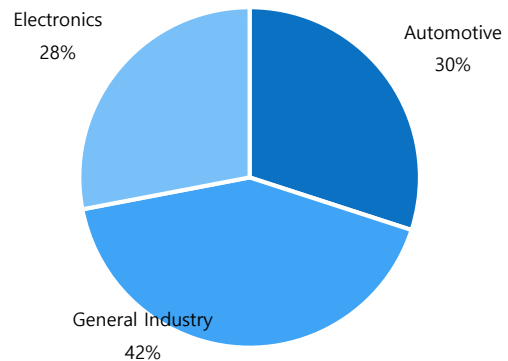
그렇다면 이와 같이 완성차 업체들이 적극적으로 휴머노이드 사용 및 개발에 나서는 이유에 대해 고민해볼 필요가 있다. 먼저 떠올릴 수 있는 것은 바로 생산성 향상의 목적이다. 사실 완성차 업체들은 공정 자동화를 위해 30년이 넘는 시간동안 산업용 로봇을 적극적으로 활용해왔다. 2024년 기준 자동차 산업의 산업용 로봇 수요는 전체 중 약 30%를 구성하고 있다. 2014년 45% 크게 감소한 것은 사실이나, 이는 전기/전자를 비롯한 기타 산업의 수요 증가의 영향이며 자동차 산업 내 산업용 로봇 설치 대수 자체는 우상향 중이다. 이는 일반적으로 Pressing, Welding 등과 같이 높은 압력을 가하는 자동차 생산 공정에 활용된다.

그림260. 2015년 기준 산업용 로봇 산업별 설치 비중



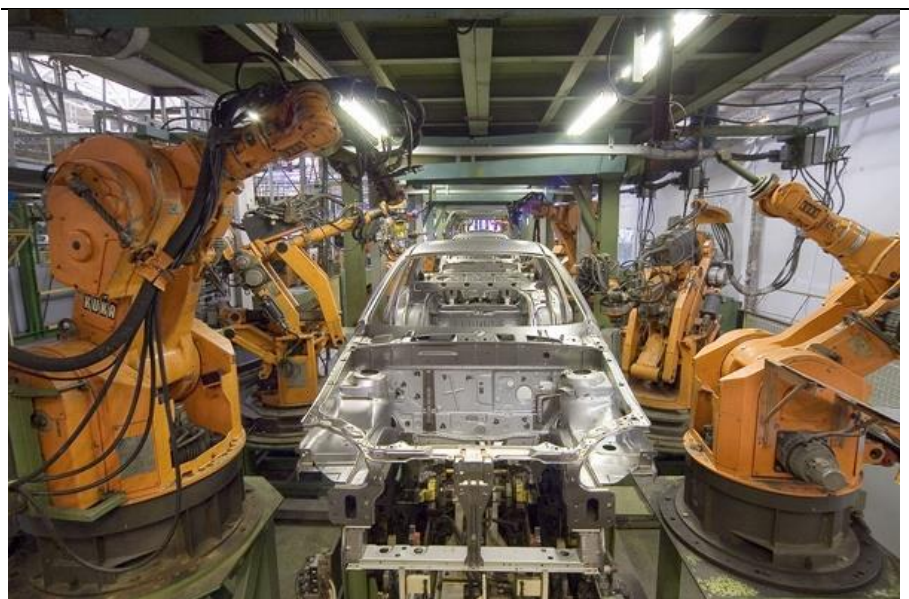
자료: IFR, iM증권 리서치본부

그림261. 2024년 기준 산업용 로봇 산업별 설치 비중



자료: IFR, iM증권 리서치본부

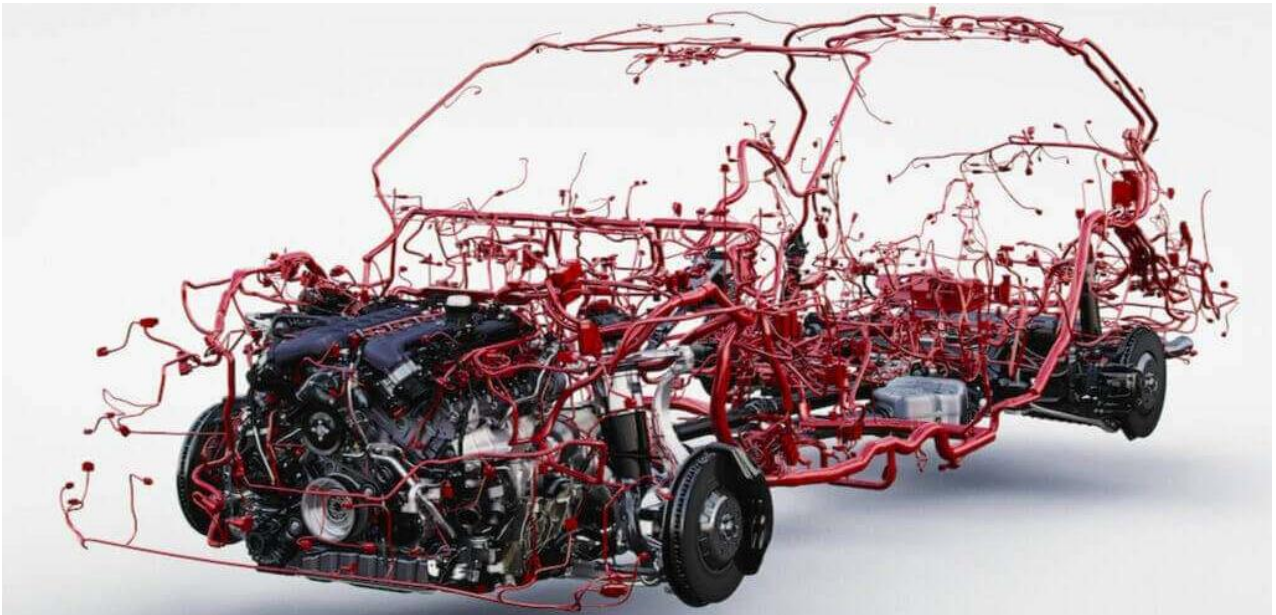
그림262. 일반적으로 자동차 생산 공정 내 활용되는 산업용 로봇



자료: iM증권 리서치본부

그럼에도 완성차 업체들이 극복하지 못한 과제가 있는데 바로 General Assembly (의장조립) 공정이다. 일반적으로 자동차 생산 공정은 차체 완성 후 하위 부품을 장착하는 과정으로 구성되는데, 이 중 Wire Harness 관련 작업의 자동화 수준은 상대적으로 낮은 상황이다. Wire Harness는 배선 뭉치를 연결해 군용조끼(Harness) 모양으로 엮은 부품이다. 2010년을 기점으로 차량 내 전장부품이 많아지면서 이를 작동시키기 위한 관련 전자장비가 탑재 대수가 증가했다. 이에 서로 다른 모듈 간의 간섭이 발생하지 않도록 하고, 내부 적재 공간을 충분히 확보하기 위한 Wire Harness 관련 공정도 복잡해지기 시작했다. 이에 정형화된 작업에 특화되어 있고, Pressing, Welding 등 일부 공정에 사용되는 산업용 로봇을 통한 자동화는 불가능에 가깝다. 따라서 손이라는 인체 구조를 통해 정밀하고 예민한 작업이 가능한 사람이 이를 맡아왔다.

그림263. 자동차의 전장화가 진행되며 굉장히 복잡해진 Wire Harness 구조



자료: arXiv, iM증권 리서치본부

그림264. 차량 카핏 내 구성되는 Wire Harness



자료: arXiv, iM증권 리서치본부

그림265. 사람의 손을 통한 예민하고 정밀한 작업이 수반



자료: arXiv, iM증권 리서치본부

이와 같이 사람에게 의존해오던 작업은 보통 손의 정밀성에 기인하고 있었다. 최근 시장의 관심 쏠리고 있는 대부분의 휴머노이드가 손의 형태를 가진 텍스처를 탑재하고 있다는 점도 이와 무관하지 않다. Tesla Optimus의 경우 2023년 최초 제품 공개 후 3년도 안되는 시간 내 상당한 제품 개선 정도를 보여주고 있는데, 그 중에서도 텍스처의 발전이 눈에 띈다. 기존 Optimus에 탑재된 텍스처의 경우 11DoF (자유도, 관절 사용 개수) 수준이었으나, 2.5세대 이후 제품의 경우 22DoF를 구현하고 있는 상황이다. Optimus가 계란을 파지하거나, 빨래를 개는 것과 같은 예민하고도 정밀한 작업이 가능함을 여러 매체를 통해 시연 중이며, 이는 궁극적으로 자동차 생산 공정 내 사람의 손이 가지는 정밀성이 필요한 작업에 Optimus가 투입될 것이라는 점을 암시한다.

그림266. 2022년 최초로 공개된 Tesla Optimus의 텍스처



자료: Tesla, iM증권 리서치본부

그림267. 2024년 이후 개발된 Tesla Optimus의 텍스처



자료: Tesla, iM증권 리서치본부

그림268. Tesla Optimus는 자사 텍스처를 이용해 계란을 파지하는 작업도 가능

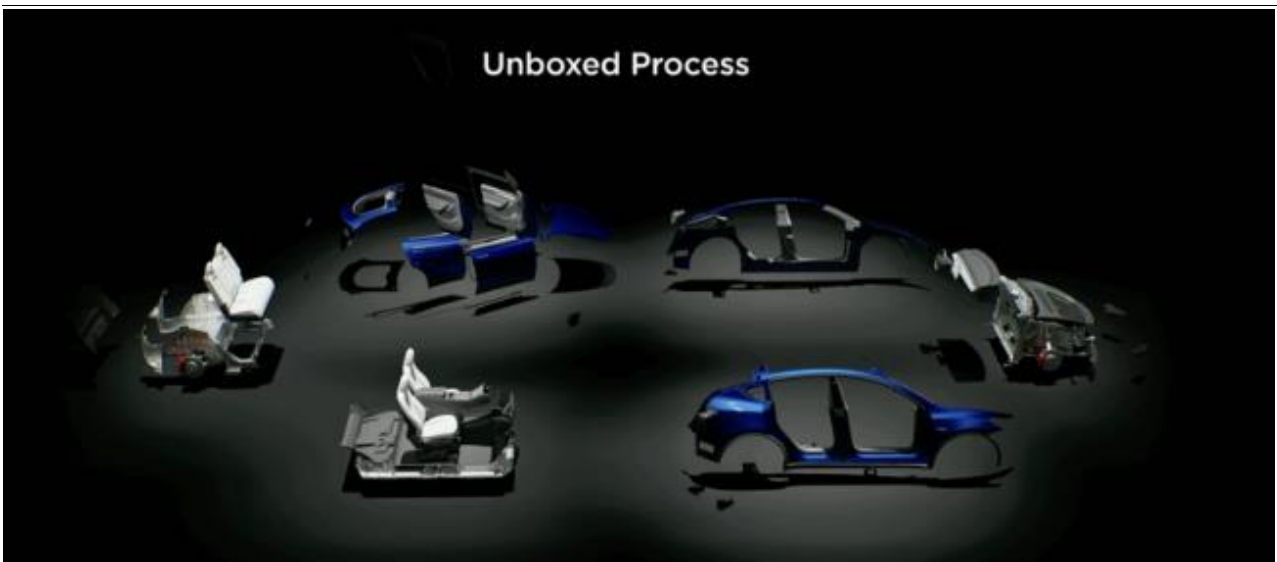


자료: Tesla, iM증권 리서치본부

더 나아가 Tesla의 경우 차량 설계 자체를 휴머노이드가 작업하기에 있어 용이한 형태로 변화시키고 있다. Tesla는 차세대 생산 조립 공정의 일환으로써 Unboxed Process라는 개념을 공개했다. 일반적인 자동차 생산 공정은 차량의 프레임 바디를 먼저 완성하고, 이후 각품을 포함한 구성품을 장착하게 된다. 따라서 차량 내부 볼트 조립 및 결착을 위해서 작업자가 직접 차량 내 협소한 공간으로 들어가야 한다. 반면 Unboxed Process는 극한의 모듈 공정을 표방하고 있다. Unboxed Process가 적용된 차량은 6개의 모듈로 먼저 조립되고, 작업자는 6개의 모듈을 외부에서 조립할 수 있다. 따라서 사람과 같이 골반부의 내구도가 높지 않은 휴머노이드가 의장 조립 공정에 사용될 수 있는 가능성이 상당히 높다.

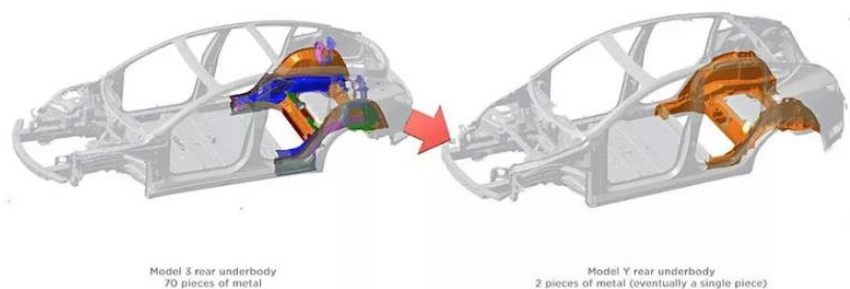
Tesla와 기타 완성차 OEM들의 생산 공정 또한 크게 다르지 않다. 따라서 타 업체들의 휴머노이드 활용 방법 또한 의장조립 공정 자동화에 있을 것이라 판단하고, 이에 따른 경쟁 휴머노이드 업체의 관련 동향에 주목할 필요가 있다.

그림269. Tesla의 차세대 차량 조립 공정 Unboxed Process



자료: Tesla, iM증권 리서치본부

그림270. 차체 및 차량 모듈 구성도 계속해서 단순화시키고 있는 Tesla

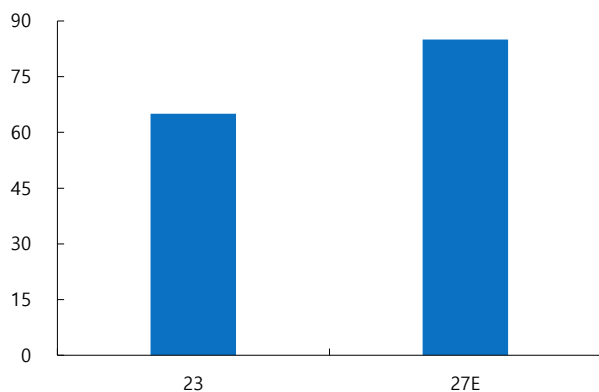


자료: Tesla, iM증권 리서치본부

완성차 업체들이 휴머노이드 개발에 나서고 있는 또 다른 이유로는 노무비 절감을 꼽아 볼 수가 있다. 노무비란 제품 생산 및 제조활동에 관련 인력에게 지급되는 인건비를 의미한다. 따라서 자동차 생산 공정 자동화를 높일수록 노무비를 감소시킬 수 있다. 앞선 목차 [I. 관세를 넘어 미국 M/S 확대까지]에서 살펴본 미국의 자동차 관세 부과에 따른 현지 생산량 확대 기조는 휴머노이드를 개발할 또 다른 명분이다. 미국 내 자동차 생산 공장 노동자의 노무비의 경우 완성차 OEM의 생산 공장이 위치한 기타 지역 대비 적게는 20%, 많게는 400% 더 높다. 사실 현재 완성차 OEM의 생산 공장이 신흥국을 중심으로 구성되어 있는 것이 노무비를 절감하기 위한 목적이 컸는데, 이런 상황에서 거꾸로 미국에 공장을 짓고 있는 상황이다. 또한 미국의 경우 향후 인건비 상승 폭이 더 커질 가능성 또한 배제할 수 없다. 현대차그룹이 HMGMA에 적극적으로 로봇을 활용하려고 하고, 미국을 중심으로 휴머노이드 업체 개발이 활발하다는 사실은 이와 무관하지 않은 것이다.

그림271. 미국 3사 생산 노동자 시간당 노무비

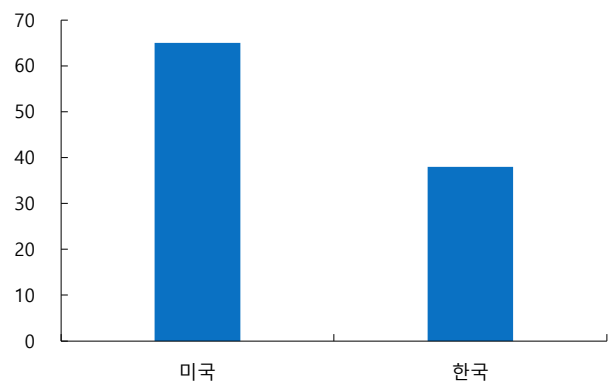
(달러)



자료: iM증권 리서치본부

그림272. 현대차그룹 생산 노동자 시간당 노무비

(달러)



자료: iM증권 리서치본부

즉 완성차 OEM들은 의장조립 등과 같이 사람에 대한 의존도가 높은 공정을 대체하기 위해, 또는 노무비 부담을 완화시키기 위한 목적으로 휴머노이드를 개발 및 활용하고 있다고 추정해볼 수 있다. 그럼에도 휴머노이드 시장 개화를 가로막는 병목은 여럿 존재하는데, 바로 휴머노이드 제품의 가격이다. 일부 연구개발용 제품을 제외하면, 대부분의 휴머노이드 업체들은 제품 가격을 공개하지 않는다. 다만 선진 시장 기준 노동자 1인 연간 노무비인 30,000~40,000달러 수준까지 가격이 하락하지 못한 것은 분명하다. 그러나 공정 내 사용되는 휴머노이드의 경우, 1인 연간 노무비 수준까지 제품 가격이 하락할 필요가 없다. 일반적인 제조 공정용 로봇의 내용연수가 10년이라는 점을 고려해야 하기 때문이다. 또한 최대 12시간 작업만이 가능한 사람과 달리 배터리 용량 문제만 해결된다면, 휴머노이드는 이론적으로 24시간 작업이 가능하다. 즉 휴머노이드 제품 가격이 200,000달러 수준까지 하락을 한다면, 완성차 업체는 휴머노이드 사용을 주저할 이유가 없는 것이다. 또한 노사 분규 발생 가능성이 없고, 휴머노이드 제어 기술 발전에 따라 사람보다 대당 생산성이 높아질 수도 있다. 이를 통해 완성차 업체들은 차량 생산성을 보여주는 척도인 생산가능대수 증가 효과까지 가져갈 수 있다 (생산가능대수=생산속도*시간*가동률).

그림273. 완성차 OEM이 휴머노이드를 생산 공정 내 적용할 때 가져갈 수 있는 효과

항목	자동화X	부분 자동화	휴머노이드 도입	항목	자동화X	부분 자동화	휴머노이드 도입
생산성(시간당 생산량)	낮음	개선됨	크게 향상	노무비	매우 높음	다소 절감	대폭 절감
품질 불량률	높음	개선됨	매우 낮음	초기 투자비용	없음	중간	높음
공장 가동률	85%	90%	95%	운영비용	높음	중간	낮음
노동 유연성	인력 의존	부분 자동화	높음	손익분기점 달성 시점	중간	중간	중간

생산속도 (UPH)

*

시간(Hour)

*

가동률(Utilization)

=

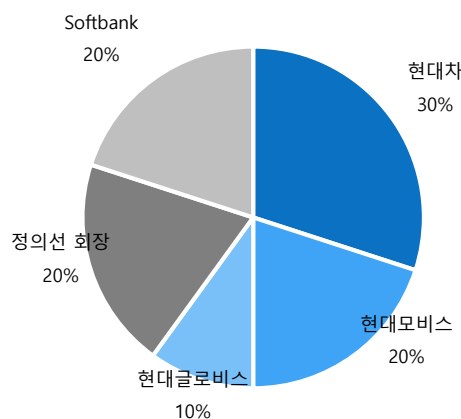
생산가능대수 (Capacity)

자료: Tesla, iM증권 리서치본부

3. Boston Dynamics과 현대차그룹의 시너지를 고민

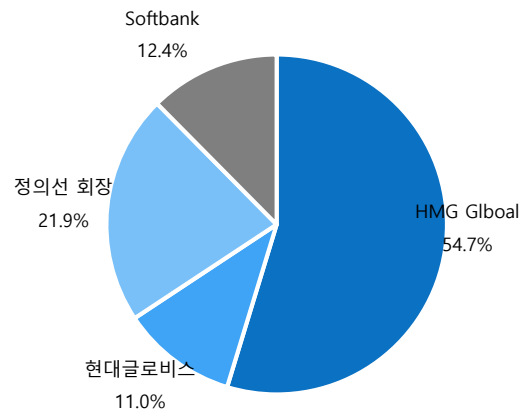
현대차그룹은 Tesla와 함께 완성차 OEM 중 휴머노이드와 관련한 시장의 관심이 가장 많이 향하는 업체 중 하나이다. 그 배경은 역시나 2021년 현대차그룹이 소프트뱅크로부터 지분 80%를 인수한 Boston Dynamics일 것이다. 인수 당시 정의선 회장을 포함한 현대차그룹의 지분율은 80%였으나, 이후 네차례의 유상증자에 Softbank가 참여하지 않았고, 이에 지분율은 약 87%까지 증가했다. Boston Dynamics의 경우 현대차그룹 지배구조 개편과도 밀접한 관련을 가지고 있기 때문에, 향후 상장 가능성이 매우 높게 점쳐지고 있다. 따라서 Boston Dynamics 사업은 빠른 시일 내 본격화될 가능성이 높고, 이에 따른 현대차그룹의 주요 계열사에게서 여러 낙수효과를 관찰할 수 있을 전망이다.

그림274. 2021년 기준 Boston Dynamics 지분 구성



자료: iM증권 리서치본부

그림275. 2025년 기준 Boston Dynamics 지분 구성



자료: iM증권 리서치본부

그림276. Boston Dynamics 유상증자 타임라인

투자시점	투자액 (억원)	주요 내용
2021	9,963	현대차 3,376억원, 현대모비스 2,491억원, 현대글로비스 1,245억원, 정의선 현대차그룹 회장 2,491억원 등 총 9,963억원으로 소프트뱅크 잔여 지분 20% 외 Boston Dynamics 지분 80% 인수. 이후 HMG Global 설립하며 현대차 지분이전
2022	2,400	185만주 가량 Boston Dynamics 주식 수 증가. 소프트뱅크 외 HMG Global, 정의선 현대차그룹 회장, 현대글로비스 등이 각 지분 보유 비율에 대응하는 규모로 유상증자 참여
2023	2,040	168만주 가량 Boston Dynamics 주식 수 증가. 소프트뱅크 외 HMG Global, 정의선 현대차그룹 회장, 현대글로비스 등이 각 지분 보유 비율에 대응하는 규모로 유상증자 참여
2024	5,380	388만주 가량 Boston Dynamics 주식 수 증가. 소프트뱅크 외 HMG Global, 정의선 현대차그룹 회장, 현대글로비스 등이 각 지분 보유 비율에 대응하는 규모로 유상증자 참여. 소프트뱅크 지분율은 12% 수준까지 하락한 것으로 추정
2025	13,000	1.3조원 규모의 추가 유상증자 관련 언론보도 전해짐. 2022년 이후 있었던 총 세 차례의 유상증자 금액을 합친 9,820억보다 큰 규모의 유상증자로, 단순히 영업자금 확보 외 상장 전 주식 수 증가를 염두에 두고 있다고 보임

자료: iM증권 리서치본부

Boston Dynamics는 소프트웨어에 대한 시장의 우려를 불식시키는 중

아래 그림을 한번 살펴보면, Boston Dynamics의 대중적인 인지도와는 사뭇 다른 기술 수준에 대한 박한 평가를 찾아볼 수 있다. 다만 이는 2024년 기준으로 집계된 Boston Dynamics에 대한 시장 평가라는 점을 먼저 밝혀둔다. 당시만 해도 Boston Dynamics가 새롭게 공개한 New Atlas의 제원 및 관련 소프트웨어에 관련한 내용이 거의 공개되지 않았다. 이에 구형 Atlas 대비 큰 개선점이 없을 것이라는 회의론이 우세했다. 또한 Tesla를 비롯한 경쟁 휴머노이드 업체들이 공개한 제품 양산 일정 및 인프라 구축에 관한 내용도 전무했다. 그러나 Boston Dynamics는 올해 들어 New Atlas의 하드웨어 완성도 및 Physical AI 역량을 구체적으로 공유하고 있다. 이에 현대차그룹이라는 훌륭한 테스트베드까지 확보하고 있는 동사의 시장 경쟁력은 상당히 높다고 판단된다.

그림277. 2024년 기준 주요 휴머노이드 업체별 기술 경쟁력 비교 테이블

Humanoid Bot Market - Player Milestones									
Organization Name / Location*	Bot Name	Commercial Focus	Walking Publicly	Hands**	Demo Useful Work	LLM + Voice Integration	Autonomous Work	Announced Pilot(s)	Deploying Bots
Figure.ai	F.02							BMW (Jan 24)	BMW (Dec 24)
Tesla	Optimus							Tesla	
Agility Robotics	Digit			no hands				Amazon (Oct 23)	GXO (Jun 24)
Sanctuary AI	Phoenix							Canadian Tire one week field test (Mar 23)	
Apptronik	Apollo							Mercedes (Mar 24)	
1x Technologies	NEO								
Istituto Italiano di Tecnologia	ergoCub	research							
Neura Robotics	4NE-1								
PAL Robotics	TALOS	research							
Reflex Robotics	Reflex		no legs	no hands					
Boston Dynamics	New Atlas							Hyundai (Apr 24)	
Clone Robotics	Clone	research							
IHMC	Nadia	research		no hands					
Westwood Robotics	Themis	research		no hands					
Mentee Robotics	Mentee								
Fourier Intelligence	GR-1								
Unitree	H1			no hands					
LimX Dynamics	CL-1			no hands					
AGIBOT	RAISE-A1							BYD	
MagicLab	MagicBot								
UBTECH	Walker							Nio (Mar 24)	
Kepler Exploration	Forerunner								
XPENG	PX5								
Astriobot	S1		no legs	no hands		voice?			
AGIROS	Expedition A2								
Xiaomi	CyberOne	research		no hands					
PNDbotics	Adam	research		no hands					
Beijing Humanoid Robot Innov. Ctr	Tiangong			no hands					
ROBOTERA	Starbot								
Toyota Research	Punyo	research		no hands					

* Light Blue: USA & Canada, Darker Blue: Europe, Light Green: Israel, Light Red: USA-based, but owned by Hyundai, Darker Red: China, Pink: Japan

** Publicly shown human-like hands, not grippers, flippers, balls or three-finger hands

As of Jan 4, 2025 -- Compiled by @CernBasher, @GoingBallistic5 & @HerbertOng from sources believed to be reliable - welcome all corrections if source provided

[참고. iM증권 Boston Dynamics 산업 시찰 간 주요 질의응답 내용 정리]

Q. 원격 조작을 통해 학습 데이터를 수집하는 것이 주요 전략인지?

그렇다. 다만 그 다음 단계로 시뮬레이션 데이터 및 현대자동차 공장에서 수집되는 데이터를 사용할 계획. 결국 데이터를 수집하는 것이 중요하다. 이렇게 수집된 데이터는 스스로 움직이는 휴머노이드를 만들기 위함. 지금 당사가 집중하고 있는 것은 범용적인 행동이 가능한 로봇을 만드는 것. 하나의 동작을 완성하거나 이를 일반 휴머노이드에게 적용하는 것은 1년 정도의 기간 소요된다.

Q. Physical AI를 개발함에 있어 Rule Base, E2E 중 어떤 방향성을 수립했는지?

Boston Dynamics의 경우 명확하게 E2E를 기반으로 Physical AI를 개발하겠다는 목표를 가지고 있다.

Q. 현대차 이후 다른 공장 및 협력사로 확대 가능성이 있는지?

HMGMA 외 타 현대차 공장, 더 나아가 협력사와도 데이터 수집 및 로봇 활용이 가하다. 실제로 현대차를 비롯한 여러 업체가 공정 데이터를 공유하는 과정에 대해 긍정적 입장을 보여주고 있다.

Q. 자체 데이터 센터를 비롯한 Physical AI 관련 인프라를 어느 수준까지 내재화를 할 계획인지?

무조건적인 내재화를 할 계획은 없다. 예를 들어 데이터센터의 경우 클라우드 업체를 활용할 것이고, 시뮬레이션 플랫폼의 경우에도 nVIDIA와 협력할 가능성이 높다고 판단한다.

Q. 텍스트리스를 개발하는 과정에서 겪는 어려움이 어떤 것이며, 향후 지향하는 텍스트리스는 어떤 모습인지?

텍스트리스를 개발하는 과정은 분명 어렵고, 센서 구성 및 하드웨어 설계 등 여러 측면에서 난관이 있다. 또한 텍스트리스를 휴머노이드 플랫폼에 연결하는 것도 굉장히 까다로운 작업이다. 향후 당사가 지향하는 텍스트리스가 Tesla와 같이 무조건 복잡한 구조를 가진 제품은 아니라고 생각한다. 우리는 휴머노이드 가격을 떨어트려야 하는 과제를 동시에 안고 있기 때문이다.

Q. Atlas가 향후 현대차 공장 내 어떤 공정에 가장 많이 활용될 것이라고 보는지?

General Assembly 공정에서 Atlas가 가장 많이 활용될 것이라고 판단한다. 대부분의 노동자들이 General Assembly 공정에 투입되기 때문이다. 그 중에서는 모듈을 이동 및 조립하는 공정 혹은 Machine Tending에도 Atlas가 활용될 수 있는 기회가 있다고 열려 있다고 판단한다.

Q. Atlas를 통해 실제 유의미한 매출을 발생시키기까지 어떤 장벽이 있다고 생각하는지?

제품을 개발하고 출시하는 과정에서 1%의 오차 및 사고 가능성을 없애는 과정이 가장 힘들다. 99%의 완성도로 제품을 완성하는 것은 생각보다 시간이 오래 소요되지 않으나, 결국 나머지 1%를 채우기 위해 데이터를 수집하고 시행착오를 겪는 것이다. 앞으로 휴머노이드 개발도 이런 난관이 기다리고 있다.

Q. 실제로 목표하고 있는 생산 대수나 진행 상황은 있는지?

중장기적으로 많은 대수의 휴머노이드를 생산할 것은 분명하나, 현재 시점에서 정확한 대수가 향후 계획을 밝힐 수는 없다.

Q. 경쟁 휴머노이드 업체와 어떤 차별점을 가지고 경쟁에 나설 계획인지?

경쟁 업체와 차별점을 가진다는 것은 제품의 표준이 정립되었다는 것을 일반적으로 의미한다. 그러나 이와 달리 휴머노이드 시장은 획일화될 가능성이 낮다고 생각한다. 대부분의 휴머노이드 업체들은 고객사가 요구하는 특화 휴머노이드를 공급할 것이기 때문이다.

Q. Foundation Model 개발 과정이 어떻게 진행되고 있는지?

단일 Foundation Model을 개발하고 있는 것은 아니다. 작은 LAM (Language Action Model)을 결합하는 방법도 고민하고 있다. 또한 고객사가 요구하는 휴머노이드 대수, 그리고 이에 수반되는 전반적인 인프라가 규모가 크지 않아 Foundation Model 개발에 큰 비용이 수반되지는 않는다.

완성차 업체 (현대차, 기아): 2025년 말 HMGMA 내 Atlas 시범 투입 예정

현대차, 기아 등 완성차 업체의 경우 Atlas를 생산 공장 내 시범 투입하며 향후 장기적으로 생산성 향상 및 비용 절감의 효과를 가져갈 수 있을 것이다. 미국 조지아주 서베니 지역에 위치한 현대차그룹의 HMGMA는 Atlas를 활용하는 첫 번째 생산 현장이 될 예정이다. 실제로 현대차그룹은 2026년 내 Atlas 시범 투입을 목표하고 있다고 알려졌다. 물론 전술한 내용과 같이 휴머노이드의 궁극적인 지향점인 Wire Harness 관련 공정을 단기간 내 대체하기는 어렵다. 아래 두 그림과 같이, 초기에는 간단한 차량의 도장면을 검사하거나 혹은 부품 모듈을 이동시키는 작업에 투입될 것이다. Boston Dynamics는 이 과정에서 수집된 데이터는 자사 휴머노이드 학습에 활용할 수 있다고 밝히기도 했다.

그림278. 메타 플랜트 전경



자료: 현대차그룹, iM증권 리서치본부

그림279. 중국 완성차 OEM Zeeker의 차량 조립 공정 내 사용되고 있는 UBITEC의 휴머노이드 제품



자료: UBITEC, iM증권 리서치본부

그림280. 중국 완성차 OEM Zeeker의 차량 조립 공정 내 사용되고 있는 UBITEC의 휴머노이드 제품

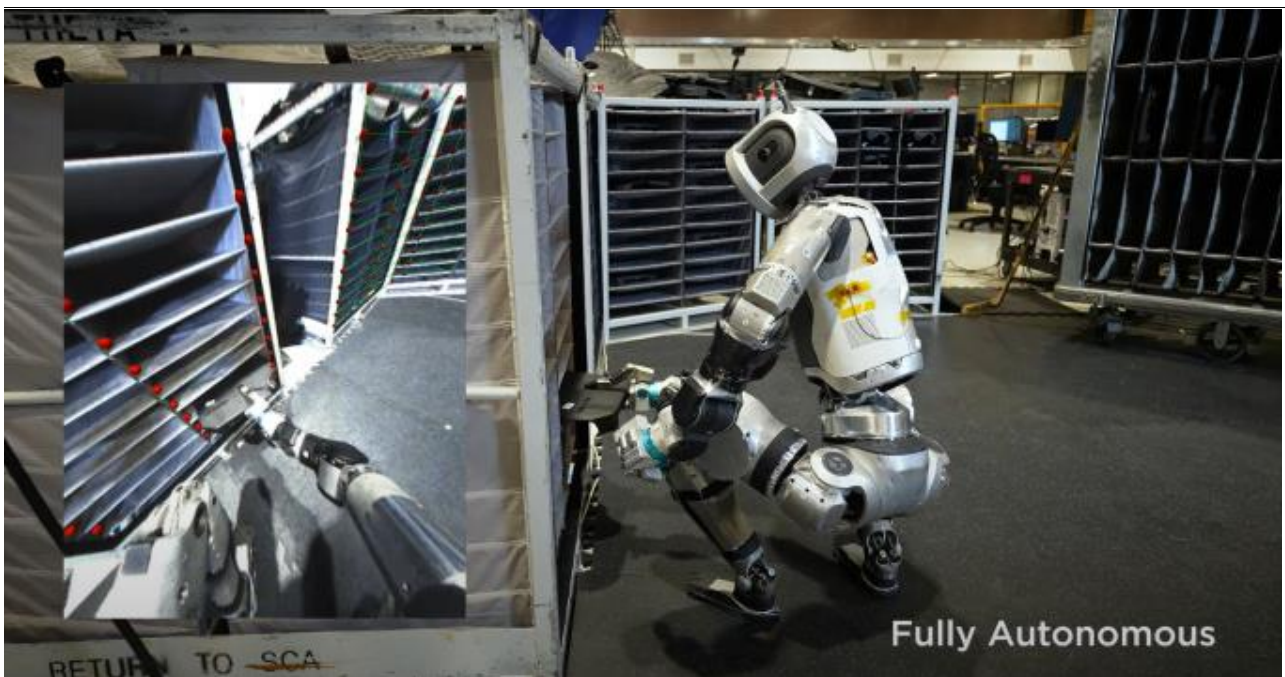


자료: UBITEC, iM증권 리서치본부

완성차 업체 (현대차, 기아): 2025년 말 HMGMA 내 Atlas 시범 투입 예정

실제로 Boston Dynamics의 New Atlas의 경우 완성차 조립 공정 내 일반적인 작업을 학습하는 과정에 있다. 아래 그림을 살펴보면, New Atlas는 트레이에 보관된 선반을 이동시키는 작업을 시연하고 있다. 실제로 완성차 공정 내에서 많이 찾아볼 수 있는 작업인데, 예를 들어 현대모비스 공장에서 완성된 주요 모듈이 AMR (Autonomous Mobile Robot)을 통해 현대차 조립 라인으로 이동되면, 작업자가 해당하는 모듈을 차량에 장착하는 방식이다. 즉 Boston Dynamics는 자사 제품 개발 과정의 초점을 현대차그룹 공정 내 활용으로 설정하고 있다. 또 하나 인상적인 점은 일련의 과정에서 엔지니어의 개입 및 실시간 조작이 없었다는 것이다. Boston Dynamics의 구형 Atlas를 떠올려 보면, 굉장히 역동적인 동작이 가능한 하드웨어 능력을 갖추었으나 엔지니어의 실시간 조작에 의존하다는 점이 명확한 한계를 지적 받고는 했다. 2026년에 예정되어 있는 New Atlas의 HMGMA 투입을 기점으로, 관련 데이터 수집 속도가 빨라짐과 동시에 작업 범위 및 속도 또한 개선될 수 있을 것으로 전망된다.

그림281. 모듈 이동 공정을 외부 개입 없이 스스로 가능함을 보여주고 있는 New Atlas

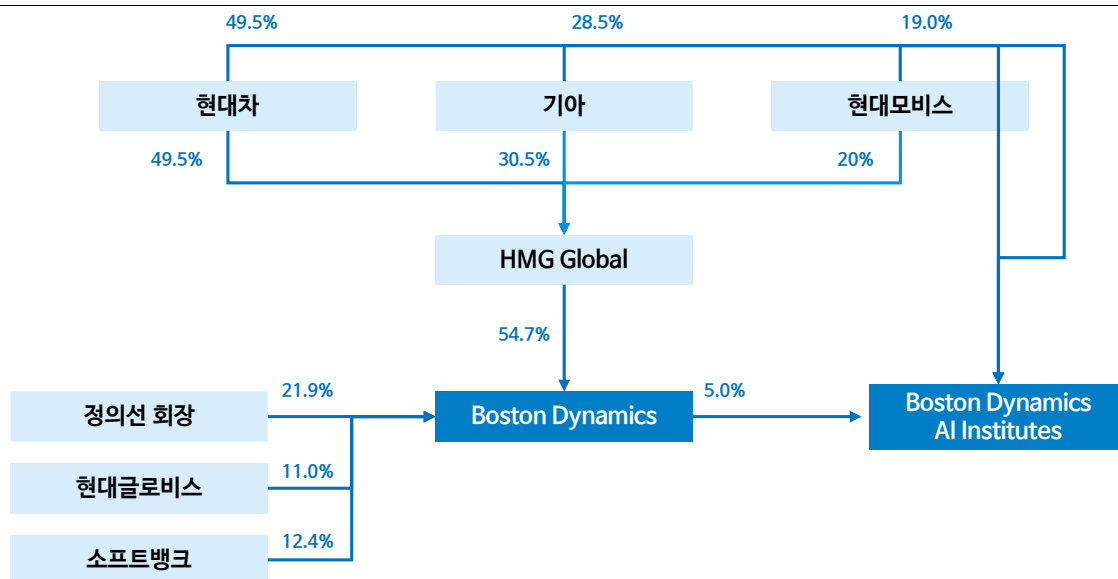


자료: 현대차그룹, iM증권 리서치본부

완성차 업체 (현대차, 기아): Boston Dynamics 지분 가치 부각 받을 가능성 큼

또한 현대차, 기아 등 완성차 업체들이 보유하고 있는 Boston Dynamics 지분 가치에 대한 시장의 관심이 높아질 가능성 또한 존재한다. 2025년 기준 현대차와 기아는 HMG Global의 지분을 각 49.5%, 30.5% 보유하고 있다. HMG Global은 현대차그룹이 2022년 신사업 투자 관리를 위해 설립한 법인이다. 현대차그룹은 2021년 Boston Dynamics의 지분 80%를 Softbank로부터 매입한 후, 이를 HMG Global로 이관했다. HMG Global은 Boston Dynamics 지분을 54.7% 보유하고 있어 실질적으로 현대차와 기아는 각 27.1%, 16.7% 수준의 Boston Dynamics 지분을 보유하고 있다. 즉 Boston Dynamics 상장 시(Figure AI, Unitree Robotics 간의 기업가치 밴드 평균인 290억달러 가정), 현대차, 기아의 Boston Dynamics 지분 보유 가치는 각 11조, 6조 수준이다. Boston Dynamics의 사업 모델이 국내 완성차 업체들과 어떤 시너지가 있을지에 대한 시장의 이해는 아직 부족하다. 그럼에도 도합 휴머노이드 업체의 17조 정도의 지분을 보유하고 있다는 사실은 기타 OEM 대비 두 업체에게 Multiple Premium을 부여할 근거로 충분하다.

그림282. Boston Dynamics 지분 구성 모식도



자료: iM증권 리서치본부

그림283. Boston Dynamics 상장시 지분가치 비교

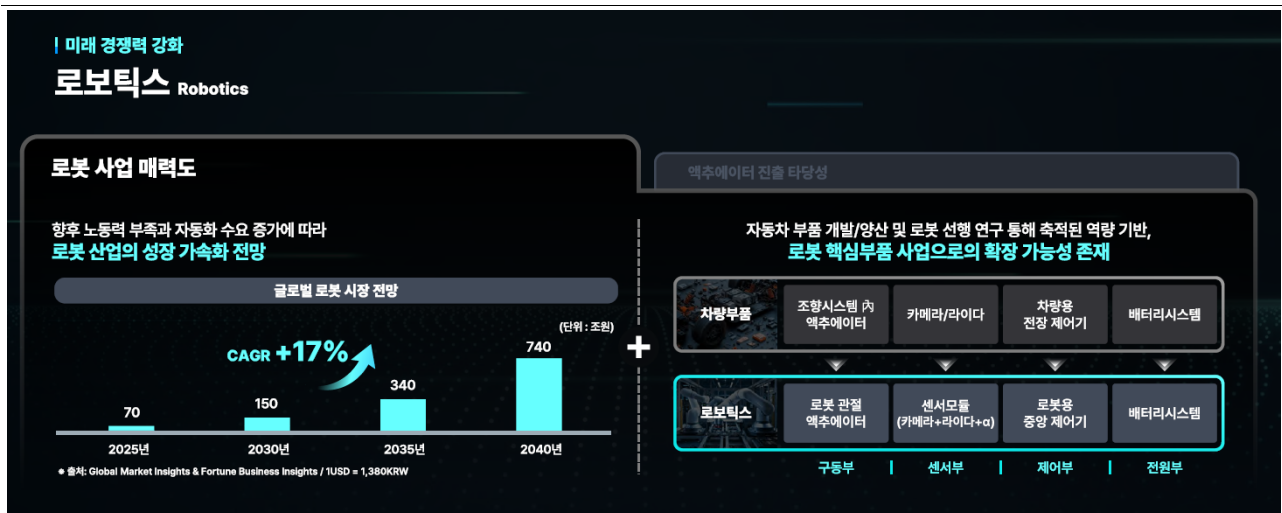
	2025년 기준 지분율	지분 가치	원화 환산액 (십억원)
현대차	27.1	78.59	11,003
기아	16.7	48.43	6,780
현대모비스	10.9	31.61	4,425
현대글로비스	11	31.9	4,466
정의선 회장	21.9	63.51	8,891
소프트뱅크	12.4	35.96	5,034

자료: iM증권 리서치본부

Tier 1 업체 (현대모비스): 휴머노이드용 액추에이터 수혜 전망

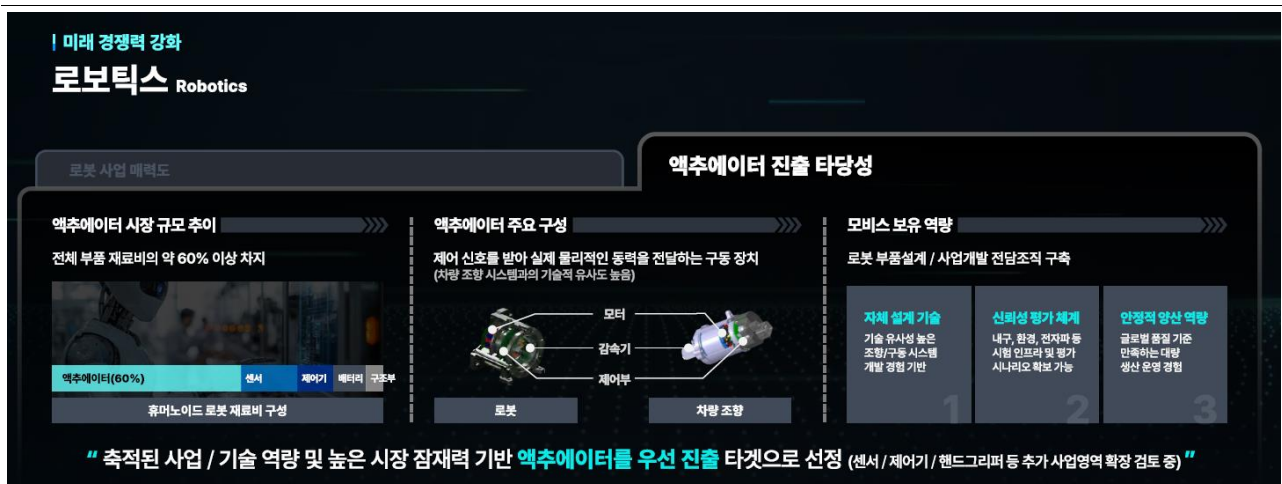
현대모비스의 경우 벌써부터 현대차그룹의 휴머노이드 개발 로드맵 내 핵심적인 역할을 맡고 있다. 현대모비스는 올해 8월 Investor Day를 개최하며 휴머노이드용 액추에이터 사업이 향후 핵심 성장 동력임을 명시함과 동시에 조향 시스템 및 전장 부품에 활용되던 기존 액추에이터 경쟁력을 활용할 수 있다고 밝혔다. 더불어 Boston Dynamics의 휴머노이드 제품 Atlas의 생산 과정에 있어서 액추에이터 개발 및 공급 역할 또한 현대모비스가 맡는다고 알려졌다. 현대차그룹은 대미 투자 규모를 260억달러로 상향함과 동시에 2028년까지 HMGMA 내 연 3만대 생산 규모의 로봇 공장을 건설할 것이라고 밝혔다. 즉 2027년까지는 휴머노이드 양산을 위한 생산 설비 관련 준비가 끝나야 하고, 이에 내년부터 본격적으로 현대모비스의 관련 기술 개발 속도는 빨라질 것이다.

그림284. 현대모비스가 2025 Investor Day에서 공개한 향후 로봇틱스용 액추에이터 비즈니스 로드맵



자료: 현대모비스, iM증권 리서치본부

그림285. 현대모비스가 2025 Investor Day에서 공개한 향후 로봇틱스용 액추에이터 비즈니스 로드맵



자료: 현대모비스, iM증권 리서치본부

Tier 1 업체 (HL만도): 자율주행솔루션 외 별도의 액츄에이터 사업 진출

HL그룹의 전반적인 로봇틱스 밸류체인은 HL클레무브와 HL로보틱스를 중심으로 이뤄지고 있다. HL클레무브의 경우 SDV 및 자율주행에 수반되는 솔루션, 전장 부품을 공급하고 있으며, HL로보틱스는 주차로봇을 포함한 다양한 종류의 서비스 로봇을 개발 중에 있다. 이를 보면 현대차그룹의 휴머노이드 사업과 큰 상관관계가 없어 보이는 것이 사실이다. 그러나 HL만도의 경우 조향 및 제동 관련 부품에서 사용되는 차량용 액츄에이터 기술에 있어 분명한 강점을 가지고 있다. 실제로 여러 자동차 산업 1~3차 협력사는 기존 기술을 바탕으로 한 휴머노이드 사업 진출을 피하고 있는데, 양산 역량 및 핵심 부품 내재화 수준을 함께 고려한다면 관련 업체들 대비 HL만도의 기술 경쟁력은 상당히 높다.

그림286. HL로보틱스의 제품 라인업



자료: HL만도, iM증권 리서치본부

그림287. HL만도의 제동, 구동, 조향 관련 제품 라인업



자료: HL만도, iM증권 리서치본부

그림288. 2025년 9월 HL 만도의 채용 공고에 명시된 휴머노이드 전용 액츄에이터 관련 인력 충원 계획

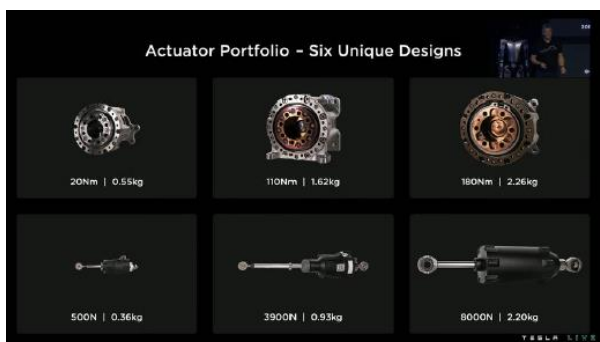
Robot Actuator 제어 로직 개발 경력	필요	지원자격
		- 공학 계열 전공 (전기·전자, 컴퓨터, 로봇, 기계 등) - C/C++/Python 등 프로그래밍 언어 기반 SW 개발 - 관련 경력 3년 이상 - OPic/TOEIC Speaking 1M2 이상
		우대사항 - Linux 기반 개발 환경 경험 - ROS/ROS2 이해 및 로봇 프로젝트 실무 경험 - 휴머노이드 자세·보행 제어 알고리즘 개발 경험 - 운동학·동역학 해석 및 설계 경험 - 실시간 제어 시스템 개발 경험 - GPU(CUDA) 활용 또는 AI/ML 알고리즘 연동 경험 - 어학 능력 우수(영어, 중국어)

자료: HL만도, iM증권 리서치본부

Tier 1 업체: 완제품 휴머노이드 업체의 내재적 한계에 따른 구조적 수혜 가능

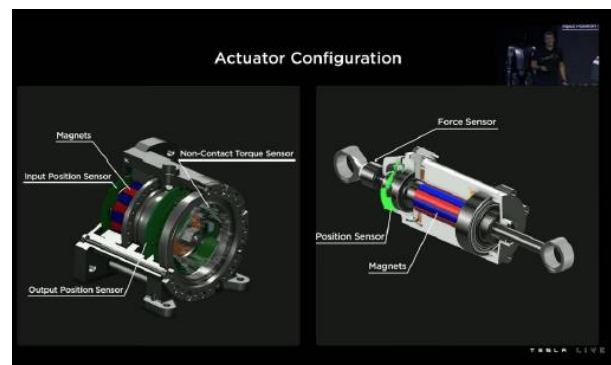
휴머노이드 전체 생산 원가 중 액츄에이터의 비중은 일반적으로 70~80% 수준에 달한다. 따라서 휴머노이드 가격을 떨어트리기 위해서는 액츄에이터 단에서의 규모의 경제가 나타나야 한다. 현재 휴머노이드 업체들이 액츄에이터를 공급받을 수 있는 방법은 크게 두가지로 나뉘는데, (1) 액츄에이터 자체 설계 후 위탁 생산 파트너 채택, (2) 액츄에이터 업체가 공급하는 완제품 구매 등이다. 대형 휴머노이드 업체의 경우 자사 제품 최적화를 위해 자체 설계 및 위탁 생산의 방법을 택할 가능성이 높다. 실제로 Tesla가 자체 설계 후 위탁 생산 (중국 공급망 활용)의 방법을 택하고 있다. 이를 제외한 대다수 업체들은 완제품 형태의 액츄에이터를 구매할 것으로 판단된다. 현재 일반적인 액츄에이터 조립 라인의 자동화 수준은 낮은 편이고, 이에 따라 북미, 유럽 등의 지역에 기반을 두고 있는 주요 휴머노이드 업체들은 높은 인건비가 부담될 수밖에 없다. 이에 Boston Dynamics를 중심으로 한 현대차그룹의 휴머노이드 액츄에이터 공급망 내에서 HL만도 및 현대모비스는 부품 설계라는 역할을 맡을 가능성이 높다.

그림289. 테슬라는 직접 휴머노이드용 액츄에이터를 설계



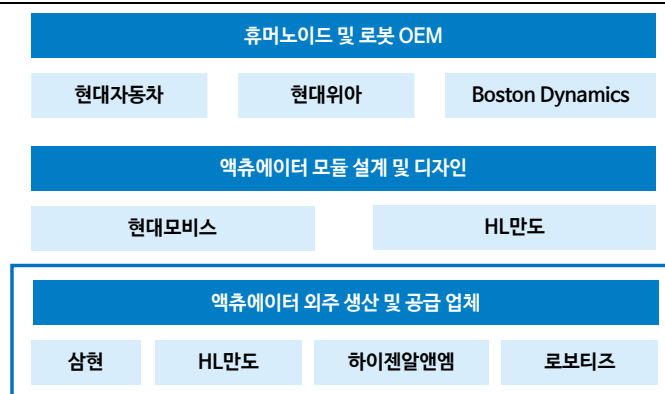
자료: Tesla, iM증권 리서치본부

그림290. 테슬라는 직접 휴머노이드용 액츄에이터를 설계



자료: Tesla, iM증권 리서치본부

그림291. 현대차 그룹의 로봇 밸류체인



자료: iM증권 리서치본부

그림292. 휴머노이드 원가 BOM Cost 분석

	Rotary Actuator		(₩ 732,600*14= ₩10,256,400) 원가 비중 42%
	Harmonic Drive		(₩216,000*14= ₩3,024,000) 원가 비중 12%
	Frameless Motor		(₩180,000*14= ₩2,520,000) 원가 비중 10%
	Torque Sensor		(₩108,000*14= ₩1,512,000) 원가 비중 6%
	Drive		(₩90,000*14= ₩3,024,000) 원가 비중 5%
	Encoder		(₩72,000*14= ₩3,024,000) 원가 비중 4%
	Brake		(₩27,000*14= ₩3,024,000) 원가 비중 2%
	Bearings		(₩27,000*14= ₩3,024,000) 원가 비중 2%
	Shell and Others		(₩12,600*14= ₩3,024,000) 원가 비중 1%
	Dexterous Hand		(₩ 1,807,200*2=₩ 3,614,400) 원가 비중 15%
	Hollow Cup Motor		(₩864,000*2= ₩1,728,000) 원가 비중 7%
	Drive		(₩540,000*2= ₩1,080,000) 원가 비중 4%
	Encoder		(₩108,000*14= ₩432,000) 원가 비중 2%
	Worn Gear		(₩90,000*14= ₩360,000) 원가 비중 1%
	Shell and Others		(₩72,000*14= ₩1,400,000) 원가 비중 1% 미만
	Vision Sensor & SoC		(₩ 2,466,000) 원가 비중 10%
	Caemra		(₩162,000) 원가 비중 1% Camera만을 사용한다면 생산 원가 측면에서 큰 고민이 없지만, 만일 3D Lidar 등을 사용하는 휴머노이드를 사용한다면, Sensor 비용 비중이 최대 10%까지 증가할 가능성
	SoC		(₩900,000) 원가 비중 4%
	Structural Parts		(₩900,000) 원가 비중 4%
	IMU		(₩90,000) 원가 비중 1% 미만
	Battery		(₩414,400) 원가 비중 2%
	Linear Actuator		(₩ 570,600*14= ₩7,988,400) 원가 비중 33%
	Frameless Motor		(₩180,000*14= ₩2,520,000) 원가 비중 10%
	Roller Screw		(₩162,000*14= ₩2,268,000) 원가 비중 9%
	Drive		(₩90,000*14= ₩1,260,000) 원가 비중 5%
	Torque Sensor		(₩72,000*14= ₩1,008,000) 원가 비중 4%
	Encoder		(₩36,000*14= ₩504,000) 원가 비중 2%
	Bearings		(₩18,000*14= ₩252,000) 원가 비중 1%
	Shell and Others		(₩12,000*14= ₩176,400) 원가 비중 1%
	Tesla Optimus BOM(₩)		24,325,200

Rotary Actuator는 어깨, 고관절 등 회전운동을 필요로 하는 부위에 사용되고, Linear Actuator는 무릎 등 직선운동만이 필요한 부위에 사용됨. 이에 Rotary Actuator는 회전 운동 에너지 변환 및 제어를 위한 Harmonic Drive 등 감속기가 Linear Actuator 대비 더 많은 수가 탑재되며, 이것이 두 부품간의 원가비율 차이로 연결

휴머노이드의 테스트리스 생산 원가비 중이 약 15%에 달하는 이유는 손가락, 마디에 구형하는데 필요한 소형 모터 및 기어가 기존 산업용 로봇, 협동 로봇 대비 대수가 큰 폭으로 증가하기 때문임.

현재 옵티머스 생산 원가 중 SoC가 차지하는 비중은 약 4% 수준에 불과. 다만 이는 자율주행 FSD를 휴머노이드에 공용화시키고 있는 Tesla가기에 가능. 다시 말해 경쟁업체의 휴머노이드는 더 큰 SoC 및 소프트웨어 비용이 수반됨.

즉 휴머노이드 양산을 가로막는 병목 중에는 소프트웨어 뿐만 아니라, 하드웨어도 있는 것. Tesla Optimus 정도를 제외하면, 대다수의 휴머노이드 업체들은 Actuator를 포함한 하드웨어를 자체 개발할 수 있는 역량은 낮다. 고 판단되는 바, 기존 로봇 하드웨어를 개발 및 공급한 레퍼런스가 있는 업체의 수혜로 연결될 수 있다고 보임.

현대모비스의 경우 Boston Dynamics 등 현대차그룹의 캡티브 물량을 우선적으로 고려한 생산 설비 확보 및 제품 개발에 나서고 있는 상황이다. 반면 HL만도의 경우 공식적으로 휴머노이드용 액츄에이터 제품의 잠재 고객사 및 구체적인 사업 방향을 밝힌 바는 없으나, 현대차그룹 외 글로벌 휴머노이드 업체로의 확장성을 미리 염두에 둔 것으로 파악된다. 현재 글로벌 휴머노이드용 액츄에이터 시장은 시장 선점 업체가 전무한 상황이고, 중국 업체의 시장 진출 차단 가능성이 높은 북미 및 유럽의 경우 두 업체의 존재감이 높을 것으로 판단된다.

그림293. 글로벌 휴머노이드용 액츄에이터 시장 전망 시나리오 분석

	2025	2026	2027	2028	2029	2030
북미권 액츄에이터 TAM (십억원)	537	1,866	3,492	5,767	8,146	13,034
자체 설계 및 생산 (십억원)	54	187	349	577	815	1,303
액츄에이터 업체 수주 규모 (십억원)	-	-	-	-	-	-
영업이익률 (%)	-	-	-	-	-	-
OEM (십억원)	376	1,306	2,444	4,037	5,702	9,124
액츄에이터 업체 수주 규모 (십억원)	376	1,306	2,444	4,037	5,702	9,124
영업이익률 (%)	20	18	15	13	11	8
완제품 구매 (십억원)	107	373	698	1,153	1,629	2,607
액츄에이터 업체 수주 규모 (십억원)	107	373	698	1,153	1,629	2,607
영업이익률 (%)	26	23	20	17	14	11
국내 액츄에이터 업체 매출 규모 (시장 점유율 5%, 십억원)	24	84	157	260	367	587
국내 액츄에이터 업체 매출 규모 (시장 점유율 10%, 십억원)	48	168	314	519	733	1,173
국내 액츄에이터 업체 매출 규모 (시장 점유율 20%, 십억원)	97	336	629	1,038	1,466	2,346
중화권 액츄에이터 TAM (원)	255	670	1,607	3,522	7,917	18,142
자체 설계 및 생산 (십억원)	25	67	161	352	792	1,814
액츄에이터 업체 수주 규모 (십억원)	-	-	-	-	-	-
영업이익률 (%)	-	-	-	-	-	-
OEM (십억원)	153	402	964	2,113	4,750	10,885
액츄에이터 업체 수주 규모 (십억원)	153	402	964	2,113	4,750	10,885
영업이익률 (%)	18	16	13	10	7	5
완제품 구매 (십억원)	76	201	482	1,057	2,375	5,443
액츄에이터 업체 수주 규모 (십억원)	76	201	482	1,057	2,375	5,443
영업이익률 (%)	23	20	17	15	12	10
국내 액츄에이터 업체 매출 규모 (시장 점유율 5%, 십억원)	2	6	14	32	71	163
국내 액츄에이터 업체 매출 규모 (시장 점유율 10%, 십억원)	11	30	72	159	356	816
국내 액츄에이터 업체 매출 규모 (시장 점유율 20%, 십억원)	23	60	145	317	713	1,633

자료: iM증권 리서치본부

V. nVIDIA와 협력, 새로운 OEM이 될 기회

1. Tesla 다음으로 GPU를 많이 보유한 완성차 업체

2025년 11월 경주에서 개최된 APEC 관련 행사에 참석하기 위해 nVIDIA의 CEO 젠슨 황이 한국을 방문했다. 삼성전자의 이재용 회장, 현대차그룹 정의선 회장과 젠슨 황이 한데 모인 함께 소위 간부 회동에 세상의 이목이 집중되었다. 젠슨 황은 APEC CEO Summit 참석 전 여러 공식행사에서 ‘한국 국민들을 정말 기쁘게 해줄 수 있는 놀라운 발표가 있을 것’이라는 언급을 여러 차례 한 바가 있다. 이에 시장은 젠슨 황이 한국에서 어떤 행보를 보일지에 집중했다. 간부 회동 이후 공식적으로 발표된 nVIDIA와 국내 주요 업체들의 협력 내용은 시장 기대를 상회할 정도로 상당히 인상적이었는데, nVIDIA의 Blackwell GPU 26만개가 삼성, 현대차, LG, SK, 네이버 등 5개 국내 업체에게 공급될 것이며, nVIDIA의 세부 산업별 특화 솔루션 또한 제공한다는 것이 주된 내용이었다.

그림294. 젠슨황- 정의선 회장- 이재용 회장의 간부 회동



자료: iM증권 리서치본부

총 26만여개의 GPU 중 현대차그룹에게 할당된 수는 5만개로 추산됨

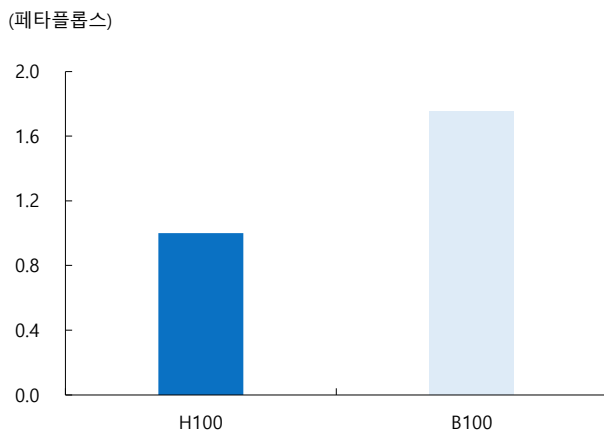
국내 주요 업체들이 nVIDIA에게 약속받은 GPU 공급 물량 및 추가 협력 내용은 다음과 같다. 정부 (과학기술정보통신부): GPU 할당 5만개 및 소버린 AI 구축, 삼성전자: GPU 할당 5만개 및 Jetson 플랫폼 위탁생산, 현대차그룹: 5만개, SDV~로보틱스 등의 기술 개발에 있어 포괄적 솔루션, SK그룹: 5만개, HBM 6세대 공급, 네이버: 6만개, 네이버클라우드 활용 AI 솔루션, LG그룹: 할당 GPU 미포함, EXAONE 모델 개발 협력 등이다. 현재 국내에서 사용되고 있는 nVIDIA의 H100 세대 이하 GPU는 약 6만개로 추산된다. nVIDIA가 제공할 GPU는 최소 Blackwell 세대일 것이나, 해당 GPU가 B200의 단일 가속기 형태로 들어올지, 혹은 GB200 (B200 2개에 nVIDIA의 서버 연산용 CPU Grace를 결합) 형태일지에 대해서는 공개된 내용이 부족하다. 다만 Blackwell GPU 중 엔트리 제품에 속하는 B100만 해도 H100 대비 단순 학습능력은 1.75배 가량 더 높다.

그림295. nVIDIA 협력 발표에 포함된 주요 기업

	정부	삼성전자	현대차그룹
GPU 할당 물량	50,000개	50,000개	50,000개
추가 nVIDIA 협력 내용	소버린 AI 구축	Jetson 위탁 생산	SDV~로보틱스 솔루션 협력
	SK그룹	네이버	LG그룹
GPU 할당 물량	50,000개	60,000개	금번 발표에 미포함
추가 nVIDIA 협력 내용	HBM 6세대 공급	하이퍼클로버X 및 로보틱스	EXAONE 모델 개발 협력

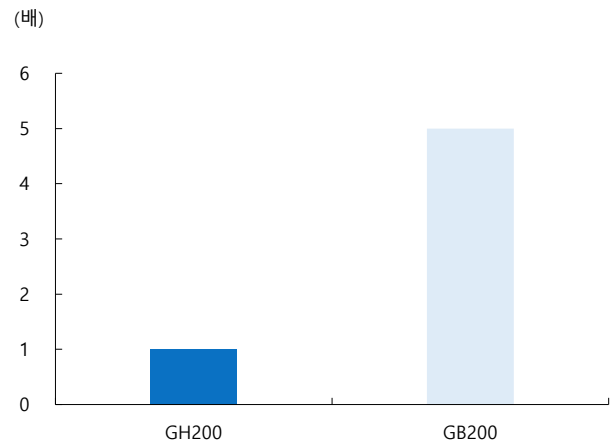
자료: iM증권 리서치본부

그림296. B100과 H100 학습 능력 비교 (NVLink 효과 등을 제외한 보수적인 값)



자료: nVIDIA, iM증권 리서치본부

그림297. GH200과 GB200 학습 능력 비교 (NVLink 효과 등을 제외한 보수적인 값)



자료: nVIDIA, iM증권 리서치본부

워낙 압도적인 Tesla를 제외하면 완성차 업체 기준 GPU를 두 번째로 많이 확보

현대차그룹은 Blackwell GPU 5만개를 통해 대형 서버를 구축할 것이다. 현대차가 확보하게 된 GPU의 가치를 알기 위한 기준점이 있는데 바로 Tesla이다. Tesla는 현재 두 데이터 센터를 이미 구축하고 있는데 바로 Coretex와 Colossus 등이다.

Coretex는 데이터 중심 파이프라인 시스템이다. Tesla는 수백만 대의 차량에서 매일 수집되는 실도로 주행 영상과 센서 데이터를 보유하고 있는데 Colossus는 이 방대한 데이터를 받아 AI 학습에 최적화된 형태로 가공하고 선별하는 역할을 한다. 이 시스템은 먼저 영상 데이터를 전처리하고, 의미 없는 주행 구간은 자동으로 필터링한 후 인공지능 모델이 학습할 만한 상황(보행자 출현, 비보호 좌회전, 돌발 상황 등)을 자동으로 탐지한다. 또한 AI 기반의 자동 라벨링 기술을 통해 사람이 직접 손대지 않아도 데이터를 가공할 수 있게 한다. Coretex는 단순한 데이터 저장소가 아니라 Occupancy 네트워크 등 주요 신경망 학습에 최적화된 형식으로 변환하는 데이터 전담 클러스터로서 실제 자율주행 AI 학습의 질과 방향을 결정짓는 학습 데이터의 출발점이다. Colossus는 Coretex와 함께 유기적으로 작동하여 Tesla의 전체 AI 인프라를 총괄하는 중앙 연산 플랫폼이다. Tesla가 보유한 수십만 개의 GPU 클러스터를 활용하여 대규모 분산 학습을 안정적으로 관리하고 조율하는 역할을 한다. 콜로서스는 모델 학습에 필요한 연산 작업을 스케줄링하고, GPU 자원을 최적화하며, 수많은 실험과 모델 버전을 통제한다. 이를 통해 자율주행 신경망을 동시에 여러 버전으로 학습하고, 각 모델의 성능, 배포 현황 등을 체계적으로 관리할 수 있다는 강점을 가지고 있다.

현재 Coretex와 Colossus 시스템의 실질적인 연산 리소스는 NVIDIA의 A100, H100, H200 GPU 기반 클러스터를 중심으로 구성되어 있다. Tesla는 지난해 말 코어텍스의 H100 기준 GPU 리소스를 기존 10만개에서 20만개로 확장할 것임을 밝혔으며, 콜로서스도 기존 5만개에서 8.5만개까지 캐파를 확대할 계획이다. 양 데이터센터에 어떤 GPU가 사용될지에 대해서는 아직 공개된 내용이 많이 부족하나, H100 GPU 28.5만개를 보유하고 있을 것이라는 가정 하에 현대차그룹과의 서버 경쟁력을 비교해보자. B100은 H100 대비 1.75배 더 높은 학습 능력을 보여주기 때문에, H100 GPU 28.5만개는 B100 GPU 16.2만개와 유사한 성능을 가지고 있다고 해석할 수 있다. 물론 이는 Tesla가 nVIDIA의 Blackwell GPU를 전혀 공급받지 않는다는 가정에 따른 것이다. 그럼에도 현대차그룹은 최소 Tesla가 운영 중인 데이터 센터 대비 30% 성능의 서버를 구축할 수 있고, 이는 완성차 업체 기준 세계 2위라는 점은 분명하다.

그림298. Tesla는 Cortex, Colossus 등 두 가지 데이터센터를 운영

	Cortex	Colossus
설계 목적	데이터 전처리	AI 학습 및 연산 지원
주요 역할	실제 주행 데이터를 선별 및 정제 후 라벨링	대형 FoundationModel 학습 및 배포
입력 데이터	Tesla 차량으로 수집된 데이터	합성 데이터 및 시뮬레이션 결과물
용량	현행 10만개이나 차후 20만개 확장 예정	현행 5만개에서 차후 8.5만개로 확장 예정

자료: iM증권 리서치본부

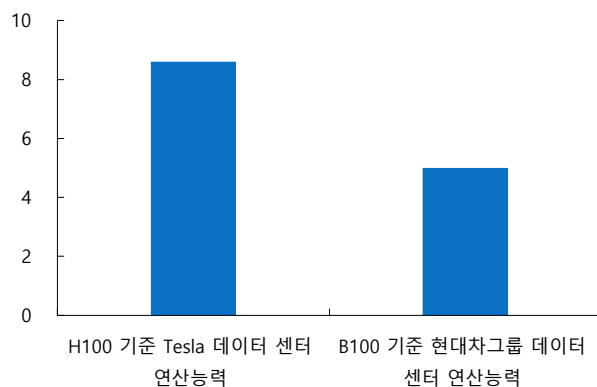
그림299. 외부에 최초로 공개된 Tesla Cortex 내부



자료: Tesla, iM증권 리서치본부

그림300. Tesla 데이터 센터 확장 전 기준 GPU 용량 기준 현대차그룹과의 경쟁력 비교

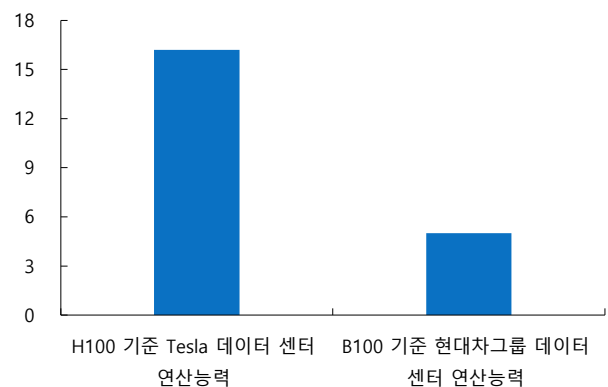
(페타플롭스)



자료: iM증권 리서치본부

그림301. Tesla 데이터 센터 확장 후 기준 GPU 용량 기준 현대차그룹과의 경쟁력 비교

(페타플롭스)

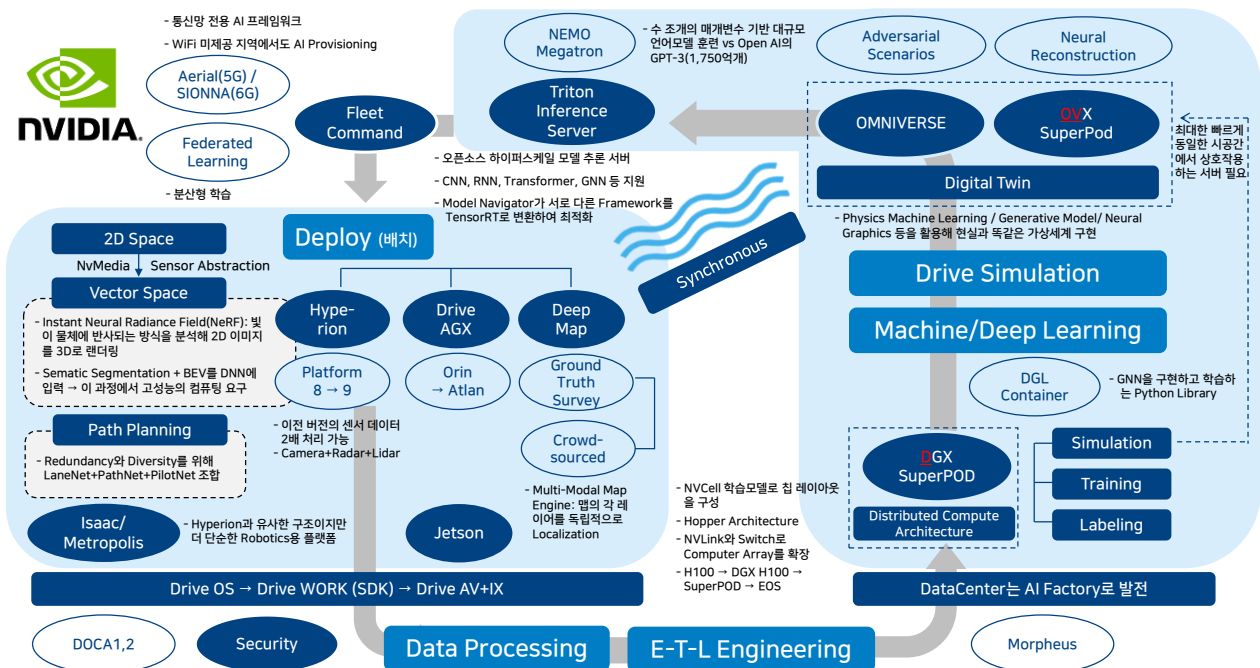


자료: iM증권 리서치본부

데이터 센터 구축을 통한 자율주행차량 및 휴머노이드 개발 가속화 전망

현대차그룹은 SDV 아키텍처를 구축함으로써 차량 주행 데이터를 수집할 것이고, 해당 데이터는 GPU로 구축된 대규모 서버에서 학습 (Training) 과정을 거칠 것이다. 따라서 현대차그룹이 양산 차량 내 SDV 적용을 목표하고 있는 2028년 이후 생산되는 차량부터는 일일 단위로 주행 데이터가 실시간으로 수집될 것이다. 서버 내 학습을 통해 완성된 자율주행 서비스는 실제 차량에 적용될 것이다. 이후 주행 피드백 데이터는 다시 데이터센터로 전송되며, 재학습 및 조정 단계 등을 거치면서 현대차그룹의 자율주행기술이 개선되는 과정이 반복된다.

그림302. 현대차그룹의 GPU 활용 전략은 결국 자율주행차량과 휴머노이드의 학습에 필요한 데이터 센터를 구축하겠다는 것: 이를 통해 실제 Device단에서 자율주행 및 무인작업 서비스를 배포하고, 피드백 데이터를 다시 데이터 센터로 전송하는 순환 구조가 만들어질 것



자료: IM증권 리서치본부

중국 대비 해서 앞선다고 볼 수는 없으나, 현대차그룹의 실질적 경쟁 상대 아님

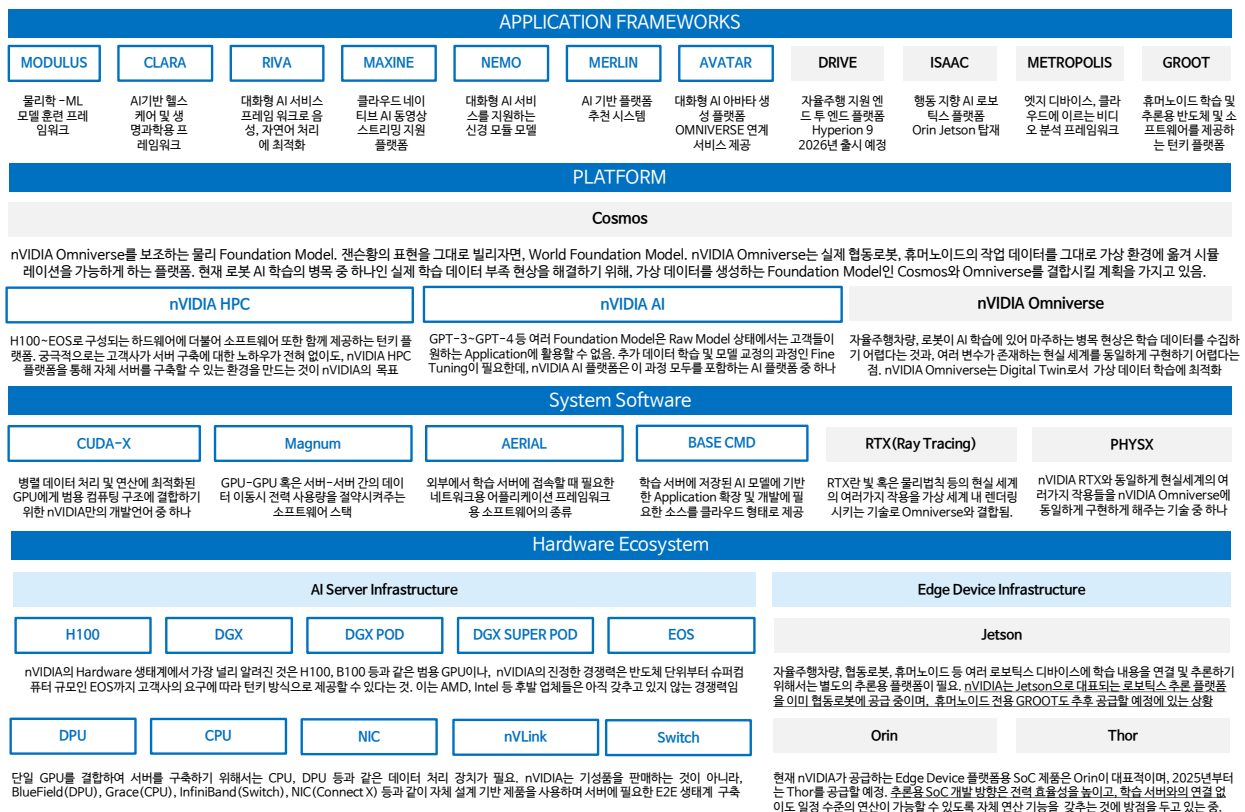
앞서 [Ⅲ. 전기차 캐즘, SDV와 자율주행의 시간]에서 언급했듯이, 일부 중국 OEM을 제외하면 대부분의 글로벌 완성차 OEM들의 경우 자율주행기술 개발을 사실상 중단한 상태다. 따라서 nVIDIA와 포괄적 협력 관계에 있는 현대차그룹의 자율주행기술 경쟁력을 비교해볼 수 있는 상대는 레거시 OEM이 아닌 중국 OEM들이다. 중국 완성차 OEM들이 보유하고 있는 학습용 GPU의 경우 현황을 파악하기는 사실상 어렵다. 다만 중국 완성차 업체들이 GPU를 충분하게 보유하지 못했다고 해서, 이것이 자율주행기술 경쟁력이 미비하다는 의미는 아니다. 대부분의 중국 완성차 OEM들의 경우 자율주행기술 개발 과정에 있어 Tencent, Alibaba 등과 같은 현지 클라우드 업체와 긴밀한 협력을 이어오고 있기 때문이다. 즉 중국 OEM의 경우 자체 서버가 없을 가능성이 높지만, 로컬 클라우드 업체와의 협력을 통해 이미 충분한 주행 데이터 학습 및 모델 개발이 상당 부분 진행되었다. 특히 Huawei와 같은 자율주행솔루션 업체가 시장에 진입하며 완성차 OEM들의 관련 인프라 구축 부담은 확실히 줄어든 상황이다. 다시 말해 중국 OEM들의 자율주행기술 경쟁력은 GPU 보유개수와 무관하게 상당 부분 진행되었고, 현대차그룹과도 꽤 많은 차이가 벌어졌다. 다만 현대차그룹은 분명 Tesla 다음으로 GPU를 많이 보유한 업체이다. 그리고 이를 통해 거의 모든 레거시 OEM 대비 자율주행기술 개발 경쟁에서 앞서 나갈 것이다. 또한 중국 OEM들의 경우 L3 이상의 자율주행을 지원하는 차량을 미국 시장에서 판매할 가능성은 매우 희박하고, 일본 및 한국을 포함한 미국의 우방국은 물론이고 인도를 포함한 일부 신흥 시장 내 진출도 쉽지 않다. 따라서 현대차그룹이 미래 성장의 축으로 제시하고 있는 미국과 인도에서는 Tesla와 자율주행기술의 경쟁 상대가 없다고 봐도 무방하다. nVIDIA와의 협력은 분명 현대자동차그룹의 자율주행기술 경쟁력을 한 단계 끌어올릴 것이며, 밸류에이션의 프리미엄 요인으로도 충분한 근거를 가지고 있다.

2. SDV부터 휴머노이드에 이르는 nVIDIA의 솔루션 제품

nVIDIA의 방대한 제품 솔루션은 이미 시장 내 공급 중인 상황

nVIDIA는 이미 SDV, 자율주행, 휴머노이드를 포함한 로보틱스 등의 산업에 있어 AI 개발 및 적용을 지원하는 제품을 보유 중이다. 또한 이는 학습용 GPU으로 구성되는 서버부터 제품 내 연산 및 추론용 SoC 제품까지 아우르는 E2E 솔루션이라는 점에 의의가 있다. nVIDIA의 솔루션은 4가지 Layer로 나뉘는데, Hardware: H100~B100 등의 학습용 GPU, Jetson Orin, Thor 등의 Edge Device용 SoC, System Layer: CUDA-X, PHYSX 등 GPU 가속화 툴, Platform: Omniverse, Cosmos 등과 같은 물리환경 시뮬레이션, Application Framework: nVIDIA DIRVE, GROOT 등 최종 어플리케이션 단위 제품 등이 대표적이다. 이를 통해 nVIDIA는 자동차나 휴머노이드를 직접 생산하지 않음에도 불구하고, Physical 유관 산업에 이미 깊숙이 들어와 있는 상황이다.

그림303. nVIDIA의 제품 포트폴리오: 단순히 GPU만을 판매한 것이 아니라 소프트웨어 스택을 포함한 솔루션 형태로 서비스를 제공하고, 현대차그룹은 GPU를 구매하는 것에서 더 나아가 이를 활용할 수 있을 것

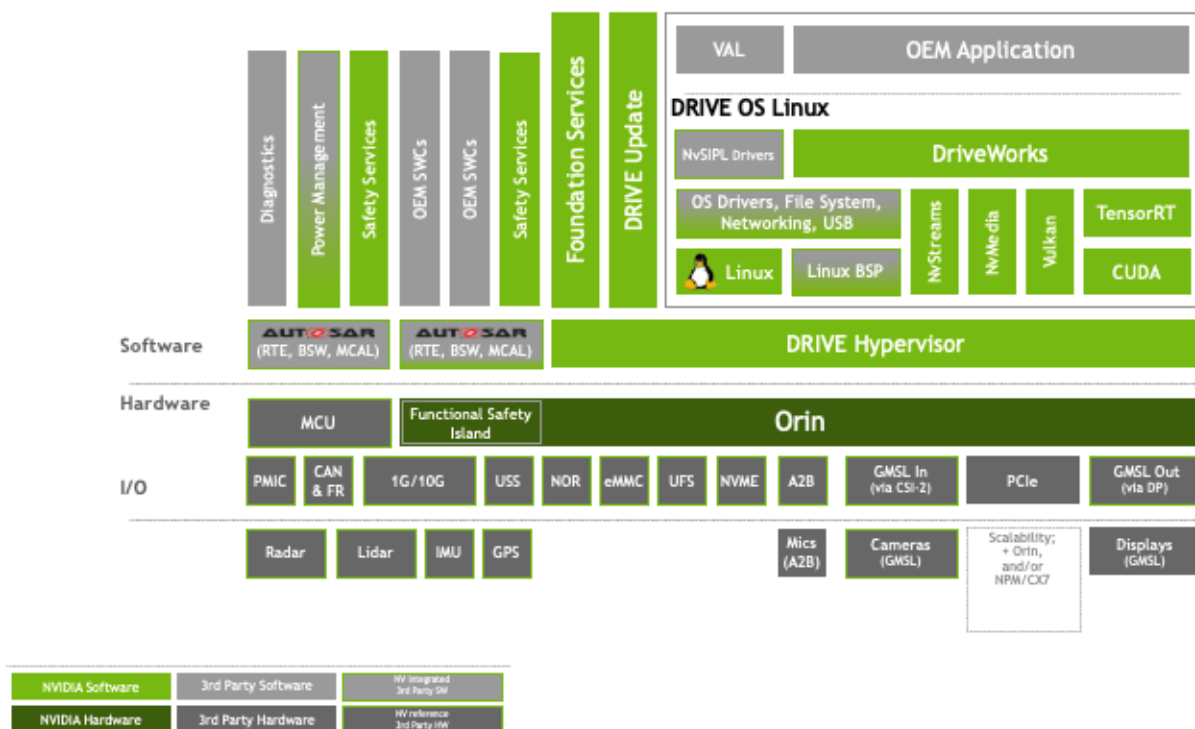


자료: iM증권 리서치본부

nVIDIA SDV 솔루션: 통합형 OS 개발을 위한 툴을 제공하나 한계는 명확

nVIDIA는 DRIVE OS로 대표되는 SDV 개발 지원 소프트웨어를 완성차 OEM에게 이미 공급 중이다. 이를 통해 현재 QNX, Linux 기반 자체 제어 OS, Android Automotive 등 흩어져 있는 차량 OS를 통합할 수 있다. 다만 앞선 목차 [Ⅲ. 전기차 캐즘, SDV와 자율주행의 시간]에서 살펴본 바와 같이, SDV 구축에 있어 꼭 필요한 통합형 OS를 nVIDIA가 직접 만들어주는 것은 아니다. 일반적으로 OS를 구성하는 가장 밑단의 소프트웨어 스택인 Hypervisor 툴을 제공하거나, 소프트웨어 구동을 위한 SoC 패키지를 공급하는 수준이다. OS란 결국 차량의 아키텍처와 실제 주행을 연결해주는 매개장치다. 즉 현대차그룹의 차량용 OS의 향방은 Zonal 아키텍처 개발 과정에 밀접하게 연결되어 있고, nVIDIA의 솔루션에 더해 자체 개발 역량 또한 중요하다.

그림304. nVIDIA는 SDV 구현에 필요한 개발 툴을 이미 제공 중이나, 아키텍처 구축 및 최종 OS 설계는 완성차 업체의 몫이 될 것



자료: nVIDIA, iM증권 리서치본부

nVIDIA 자율주행 솔루션: DRIVE Thor, 강력한 중앙컴퓨팅 플랫폼

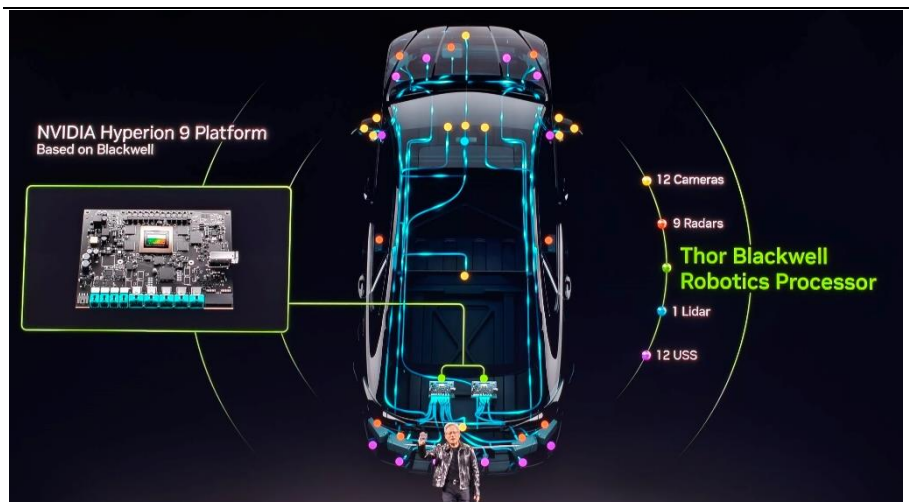
SDV 및 자율주행으로의 기술 발전이 이뤄지면서 차량 내에서 나타날 가장 큰 변화는 높은 연산 능력을 보유한 중앙 컴퓨팅 플랫폼이 필요하다는 것이다. 전체 차량을 제어 및 통제해야 하는 통합형 OS는 과거 인포테인먼트 OS만을 구동하는데 있어 필요했던 연산 능력 대비 훨씬 더 높은 수준이 요구된다. 또한 단순히 인포테인먼트 서비스 업데이트 정보뿐 아니라 주행과 관련된 모든 데이터를 수집하고 전송해야 한다는 점에서도 그렇다. 실제로 2025년부터 nVIDIA가 공급 중인 차량용 컴퓨팅 플랫폼 DRIVE Thor의 경우 직전 세대 Orin 대비 2배의 TOPS (연산능력)을 보여준다. 또한 nVIDIA는 Orin이나 Thor 등 하드웨어에 더해 자율주행을 위한 센서, ECU 등을 포함한 플랫폼 형태의 제품인 Hyperion 시리즈 또한 공급 중에 있다. 실제로 NIO, Li Auto 등 자율주행 기술 개발 선두에 있는 중국 OEM들이 이를 채택하고 있다. 현대차그룹의 경우에도 매우 높은 확률로 해당 플랫폼을 채택할 것으로 보인다.

그림305. nVIDIA의 차세대 컴퓨팅 플랫폼 DRIVE Thor



자료: nVIDIA, iM증권 리서치본부

그림306. SoC에 더해 자율주행에 필요한 Sensor를 함께 패키지 형태로 제공하는 Hyperion



자료: nVIDIA, iM증권 리서치본부

nVIDIA 자율주행 솔루션: Omniverse와 가상 데이터 생성 모델 COSMOS

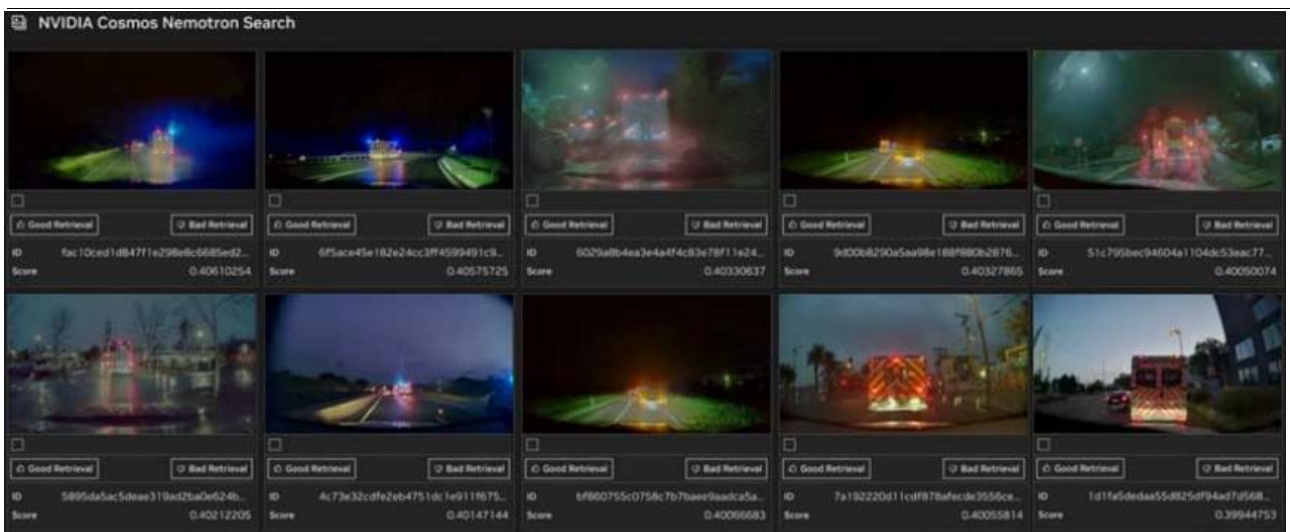
SDV가 구현된 차량으로부터 데이터가 수집된 후 본격적인 자율주행 학습이 이뤄진다. 이 과정에서 자율주행 기술 발전 속도가 탄력을 받지 못하는 여러 병목 현상이 발생하는데, 그 원인은 대부분 실제 주행 데이터가 부족하거나 현실 세계에서는 수집하기 힘든 돌발 상황을 학습하기가 까다롭다는 점이다. nVIDIA는 Cosmos와 Omniverse 등의 제품으로 이런 문제를 해결하고 있다. Cosmos는 CES 2025에서 공개된 가상 데이터 생성 모델이며, 소수의 실제 주행 데이터에 기반해 가상 데이터를 합성해낸다. Omniverse는 일종의 시뮬레이션 플랫폼이고, 일반적인 주행 상황뿐 아니라 극심한 호우 및 예외적인 사고 상황을 구현해 자율주행의 안전성 및 학습 완성도를 높인다. 과거 nVIDIA의 자율주행 플랫폼 및 파트너 업체들은 가상 시뮬레이션 의존도가 너무 높고, 자율주행 서비스의 완성도가 떨어진다는 많은 비판을 받아왔다. 다만 현대차그룹은 SDV 구현을 통한 일정 수준 이상의 실제 주행 데이터를 확보할 것이고, 이를 보조하는 수단으로 가상 데이터 생성 모델 및 시뮬레이션 플랫폼을 활용할 전망이다.

그림307. 일반적인 주행 상황, 사고 상황을 가상 환경에 구현해주는 Omniverse



자료: nVIDIA, iM증권 리서치본부

그림308. 소량의 실제 주행 데이터에 기반해 방대한 가상 주행 상황을 생성해주는 Cosmos: SDV 구현 초기 부족한 주행 데이터를 보완

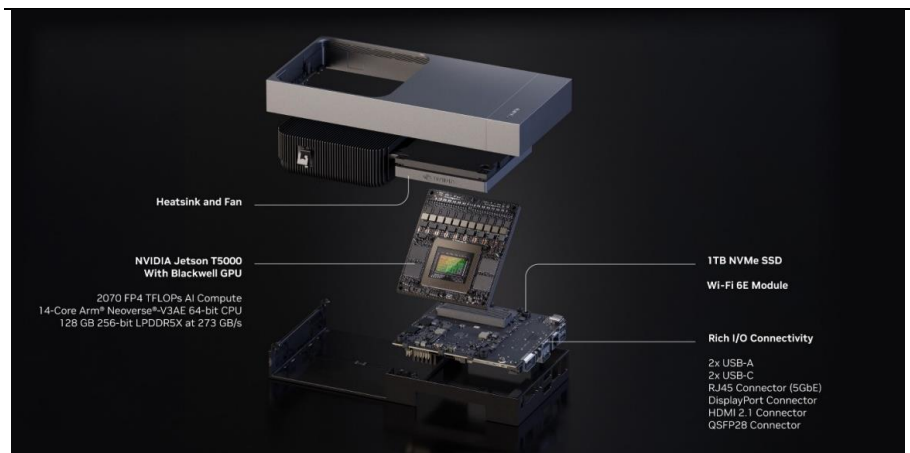


자료: nVIDIA, iM증권 리서치본부

nVIDIA 휴머노이드 솔루션: Jetson Thor와 Foundation Model GROOT

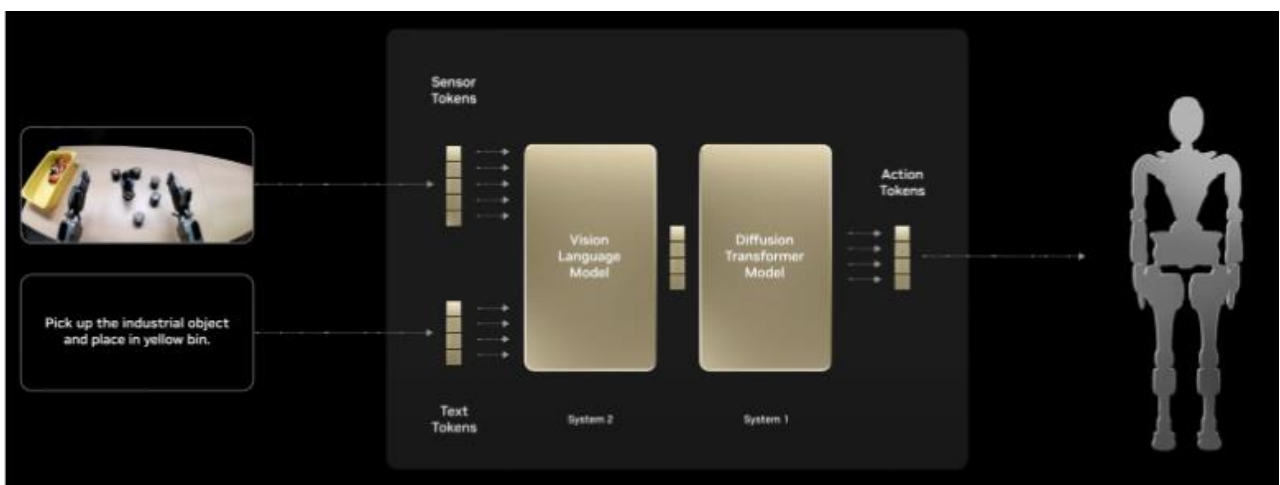
nVIDIA의 경우 차량용 솔루션 경쟁력을 바탕으로 휴머노이드 업체를 위한 제품군 또한 출시하고 있다. 동사의 휴머노이드용 제품은 크게 하드웨어와 소프트웨어로 구분되는데, Jetson Thor (휴머노이드 내부에 탑재되는 컴퓨팅 플랫폼), 휴머노이드의 구동 및 관련 Physical AI 개발 지원 플랫폼 GROOT 등이 대표적이다. Jetson Thor의 경우 앞서 살펴본 자율주행 솔루션에서의 DRIVE Thor와 역할이 유사하다. GROOT는 일종의 휴머노이드용 Foundation Model이다. 소프트웨어 업체들이 OpenAI의 GPT-3 Foundation Model API를 구매한 후, Fine Tuning을 통해 특화 서비스를 제공하는 사례를 떠올리면 이해가 쉬울 것이다. 현재 대부분의 글로벌 휴머노이드 업체 중 시제품을 공개했거나 제품 양산에 돌입한 소위 선두 주자들은 nVIDIA와 파트너십을 맺고 있으며, Jetson Thor뿐 아니라 GROOT 또한 이미 공급이 시작된 것으로 파악된다.

그림309. nVIDIA의 휴머노이드용 컴퓨팅 플랫폼 Jetson Thor



자료: nVIDIA, iM증권 리서치본부

그림310. 휴머노이드용 Foundation Model인 GROOT: 전반적인 고객의 휴머노이드 개발 과정을 지원



자료: nVIDIA, iM증권 리서치본부

3. 현대차그룹의 Pleos, Boston Dynamics 관련 전략 유지될 것

단순 고객이 아닌 기술 개발 파트너라는 입지를 확보한 현대차그룹

앞선 내용을 간략히 정리해보자. 현대차그룹은 nVIDIA의 Blackwell GPU를 통해 대규모 데이터센터를 구축할 것이다. Tesla를 제외한다면 현대차그룹의 GPU 보유 수준은 레거시 OEM과 비교할 수 없을 정도로 압도적이다. 이렇게 구축된 현대차그룹의 데이터 센터는 자율주행 및 휴머노이드 기술 개발, Foundation Model 구축에 활용될 것이다. 더 나아가 현대차그룹은 nVIDIA가 현재 제공 중에 있는 SDV, 자율주행, 휴머노이드 등 기술 개발을 보조하는 소프트웨어, 하드웨어 제품을 경쟁 업체 대비 한발 앞서 활용할 수 있을 것으로 판단된다.

더 나아가 당사는 ‘금번 nVIDIA와의 협력 발표가 현대차그룹의 기존 자율주행 전략인 Ploes와 Boston Dynamics의 개발 기초가 어떤 영향을 줄 것인지’에 대해 좀 더 많은 고민을 해보고자 한다. 아래 그림은 nVIDIA 홈페이지에 공식 기재된 현대차그룹과의 세부 협력 내용이다. 이 중 ‘nVIDIA와 현대차그룹과의 협력은 단순히 제품을 구매하는 관계를 넘어 Physical AI 기술을 공동 개발하는 전략적 파트너십으로 나아갈 것’이라는 문구가 눈에 띈다. 이는 현대차그룹의 관련 기술 개발이 단순히 nVIDIA의 제품에 종속되는 것이 아니라는 점을 유추해볼 수 있다. 또한 현재 현대차그룹이 지향하고 있는 통합형 OS 기반 SDV, Camera 기반 E2E 자율주행, Physical AI에 기반한 휴머노이드 등의 개발 기초는 글로벌 기술 발전 동향과 유사하기에, 전면적인 전략 수정 또한 없을 것으로 판단된다.

그림311. 엔비디아가 기재한 현대차그룹과의 협력 공식 발표 내용: 단순한 고객이 아닌 공동 기술 개발의 방향성을 보여줄 것

GYEONGJU, South Korea, Oct. 31, 2025 (GLOBE NEWSWIRE) -- APEC Summit-NVIDIA today announced it is deepening its collaboration with Hyundai Motor Group to accelerate innovation in autonomous vehicles (AVs), smart factories and robotics with a new NVIDIA Blackwell-powered AI factory.

Building on their strategic collaboration, Hyundai Motor Group and NVIDIA are now entering a new phase of collaboration, shifting from strategic adoption of advanced software platforms and infrastructure to joint innovation of core physical AI technologies. Together, they will codevelop AI capabilities for mobility solutions, a next-generation smart factory and on-device semiconductor advancements to strengthen Hyundai Motor Group's future capabilities.

As part of this endeavor, Hyundai Motor Group and NVIDIA aim to enable integrated AI model training, validation and deployment using 50,000 NVIDIA Blackwell GPUs.

In addition, in support of the Korean government's initiative to build a national physical AI cluster, Hyundai Motor Group and NVIDIA will work closely with government stakeholders to accelerate ecosystem development. This will result in an approximately \$3 billion investment to advance the physical AI landscape in Korea.

Key efforts include the establishment of an NVIDIA AI Technology Center, Hyundai Motor Group's Physical AI Application Center and regional data centers. This will also foster dynamic exchanges with NVIDIA's engineers and technicians, helping cultivate Korea's next generation of physical AI talent.

"AI is revolutionizing every facet of every industry, and in transportation alone — from vehicle design and manufacturing to robotics and autonomous driving — NVIDIA's AI and computing platforms are transforming how the world moves," said Jensen Huang, founder and CEO of NVIDIA. "Together with Hyundai Motor Group — Korea's industrial powerhouse and one of the world's top mobility solutions providers — we're building intelligent cars and factories that will shape the future of the multitrillion-dollar mobility industry."

"As we enter a new era of AI-powered mobility and smart factories, deepening our collaboration with NVIDIA marks a pivotal step forward," said Euisun Chung, executive chair of Hyundai Motor Group. "Together, we are not only building advanced technologies but also laying the foundation for a robust AI ecosystem in Korea — one that fosters innovation, nurtures talent and positions us at the forefront of global AI leadership."

"For Korea to leap forward as a leading nation in AI, the advancement of physical AI is essential — a key initiative championed by the Ministry of Science and ICT. This inaugural step in public-private collaboration to foster physical AI is therefore incredibly significant," said Bae Kyung-hoon, Deputy Prime Minister, and Minister of Science and ICT of the Republic of Korea. "Korea has a strong foundation in manufacturing. By combining Korea's rich manufacturing data with NVIDIA's cutting-edge AI infrastructure, we expect to build a win-win model through collaboration with domestic companies, thereby accelerating innovative AI transformation in manufacturing across industries."

자료: nVIDIA, iM증권 리서치본부

nVIDIA의 차량용 솔루션은 SDV에 특화, 현대차그룹 방향성 또한 동일할 것

현대차그룹의 SDV, 자율주행 개발 전략 수정이 없을 것이라는 또 다른 근거는 크게 두 가지다. 먼저 nVIDIA의 차량용 SoC Thor는 중앙 집중형 컴퓨팅 플랫폼으로 설계되었다는 점이다. 중앙 집중형 플랫폼은 Zone 중심의 중앙 집중형 아키텍처가 구현된 차량에 탑재된다. 다시 말해 분산형 아키텍처에 머물러 있는 차량들은 중앙 집중형 컴퓨팅 플랫폼이 필요하지 않고, SDV 또한 당연히 구현할 수가 없다. 즉 Zone 중심의 중앙 집중형 아키텍처를 개발 중인 현대차그룹은 nVIDIA Thor를 사용할 수 있고, 이를 통해 현대차그룹의 SDV 개발 속도는 빨라질 것이다. 두 번째 근거는 nVIDIA의 자율주행 관련 솔루션이 E2E 자율주행을 지원할 것이라는 점이다. Divide and Conquer 방식 (E2E 자율주행과 상반된 개념) 방식을 활용하는 것으로 알려진 Waymo 등이 nVIDIA의 자율주행 파트너로 알려진 탓에, nVIDIA의 자율주행 기술 개발 또한 Divide and Conquer에 머물러 있다는 오해가 있다. 그러나 Xpeng, Li Auto 등 E2E 자율주행 개발을 지향하고 있는 중국 자율주행 선두 업체들이 여전히 nVIDIA의 고객사로 언급된다는 점에 비춰 볼 때, 이는 과한 우려라고 판단된다. 설사 nVIDIA에게 충분한 E2E 자율주행 기술 역량이 없다고 하더라도, 현대차그룹이 이를 포기하고 Divide and Conquer로 회귀할 가능성은 극히 낮다.

그림312. nVIDIA의 차량용 SoC Thor는 애초부터 중앙집중형 아키텍처를 위한 제품이기 때문에, 현대차그룹 또한 Ploes로 대표되는 기존 SDV 전략을 고수할 것으로 판단



자료: nVIDIA, iM증권 리서치본부

Boston Dynamics는 이미 nVIDIA의 파트너, 현재 개발 기초를 이어갈 것

현대차그룹과 nVIDIA와의 로보틱스 및 휴머노이드 산업 내 협력 방향은 Boston Dynamics를 통해 짐작해볼 수 있다. Boston Dynamics는 이미 nVIDIA와의 파트너십을 오랜 기간 이어오고 있다. Boston Dynamics의 공식 발표에 따르면, 이들은 이미 Isaac Sim 및 Omniverse (시뮬레이션 플랫폼) 등을 포함한 전반적인 휴머노이드 개발 지원 도구를 활용하고 있다. 더불어 휴머노이드 제품 Atlas 내 Jetson Thor을 이미 탑재한 것으로 파악된다. 최근 들어 Boston Dynamics는 Atlas가 실시간 조종이 아닌 Physical AI에 기반해 스스로 움직인다는 점을 강조하고 있다. 이를 위해 Boston Dynamics는 Physical AI 학습 및 데이터 수집 방법으로 알려져 있는 Teleoperation 과정을 자주 공개하고 있다. 이는 과거 1세대 Atlas가 역동적인 움직임과 하드웨어 완성도에 비해 소프트웨어 완성도가 낮았고, 2세대 Atlas도 크게 다르지 않을 것이라는 시장의 우려를 불식시키기 위한 행보일 것이다. Boston Dynamics 로봇 생산 공장은 2028년 전후로 완공이 예상되었으나, 이는 당겨질 가능성이 높다. 향후 현대차그룹-Boston Dynamics는 제품 생산대수 증가, 그리고 이에 따른 Teleoperation 데이터 수집, 궁극적으로 Physical AI 개발 가속화를 이뤄낼 수 있을 것으로 판단한다.

그림313. Boston Dynamics는 이미 nVIDIA의 제품 솔루션을 사용하던 대표적인 업체

Boston Dynamics Expands Collaboration with NVIDIA to Accelerate AI Capabilities in Humanoid Robots



자료: Boston Dynamics, iM증권 리서치본부

V. 투자전략

Earning: 전통적인 P, Q, C의 손익 구조를 보여주는 자동차 산업

기업의 이익은 주로 $P(\text{Price}) * Q(\text{Quantity}) - C(\text{Cost})$ 의 관점에서 설명되며, 자동차 산업은 전형적인 제조업 중 하나이기 때문에 특히 $P/Q/C$ 가 기업의 이익 단에 미치는 영향이 명확하다. 이에 더해 결정적으로 주가를 결정하는 Multiple은 $P/Q/C$ 세 가지 요소의 지속 가능성과 전망을 반영한다. 그리고 이와 같은 P, Q, C는 산업 전체의 수요 내 브랜드 경쟁력(수요), 생산능력(공급)으로 결정된다.

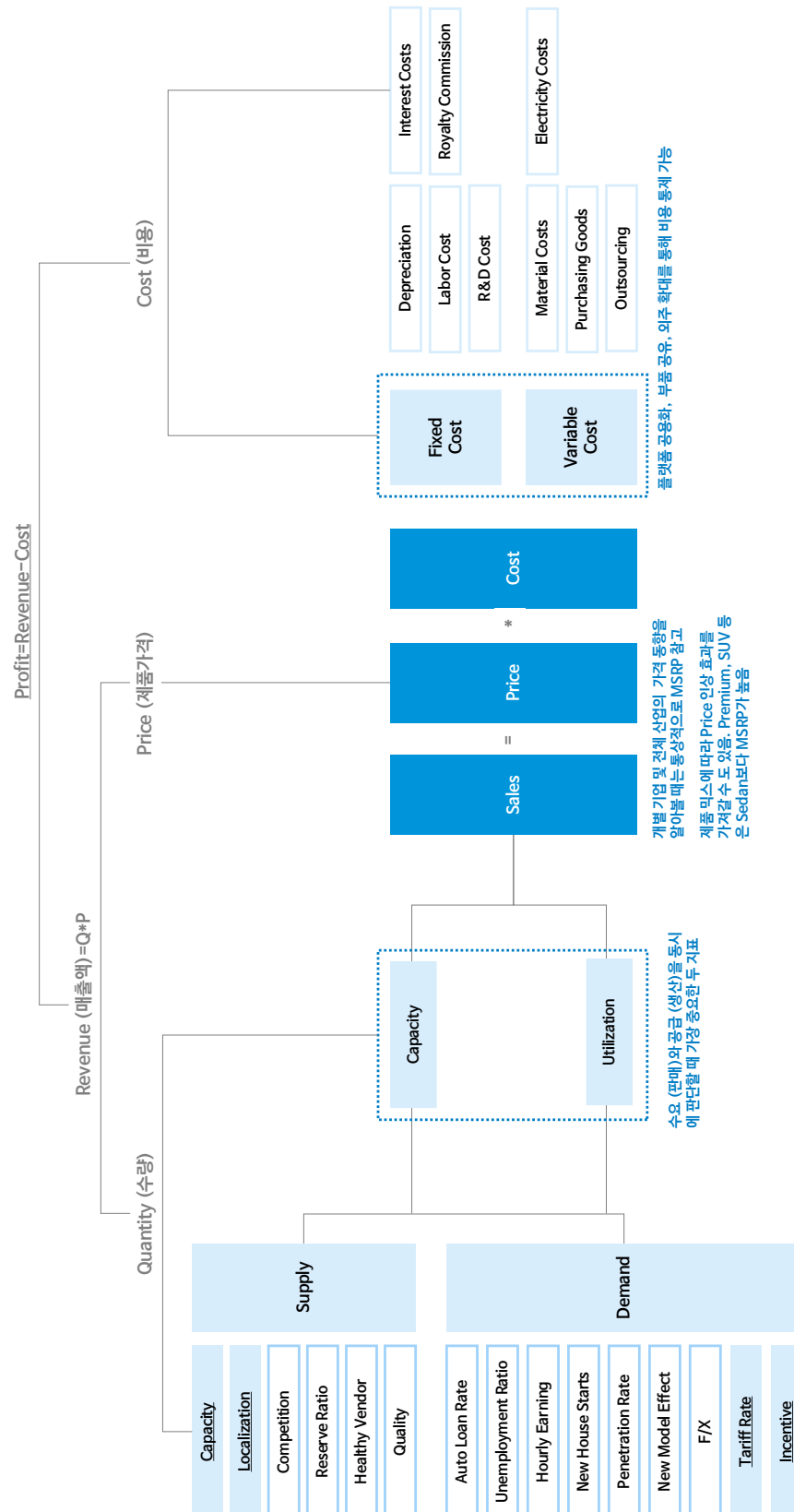
(1) 수요와 공급: 자동차는 고가의 내구재이기 때문에 자동차를 구매할 소비자들의 경제적 여력이 중요하다. 이는 GDP, 실업률, 소비자신뢰지수 등의 지표를 통해서 가늠할 수 있다. 그리고 각 기업들은 소비자들의 수요를 예측하여 차량을 생산한다. 2026년 주요 시장 별 수요 및 공급 전망은 다음과 같다. 미국: BEV 수요 하락 폭을 상쇄하는 HEV 수요 증가 관찰될 것이나 전방위적 관세에 기인한 물가 상승률이 관건, 유럽: BEV 수요 하락은 지속될 것이고, 대부분의 HEV 수요가 MHEV로 구성되어 현대차그룹의 수혜 크지 않을 것, 인도: GST 인하 및 전기차 육성 정책에 따라 산업 수요는 소폭 성장할 것으로 전망됨.

(2) 판매량(Quantity): 판매량은 수요와 공급의 균형점에서 결정된다. 공장에서 출고된 뒤, 최종 소비자에게 판매가 될 때까지 미국에서는 보통 2~3개월 정도의 시간이 소요된다. 현대차그룹의 차량 판매 데이터는 출고, 도매, 소매 등으로 나뉘는데, 현재 매출 인식 기준은 도매 판매에 따른다. 2026년 현대차 도매판매는 미국: 116.2만대, 유럽: 62.8만대, 인도: 70.2만대 등으로 전망하고, 기아 2026년 도매 판매는 미국: 93.8만대, 유럽: 52.1만대, 인도: 29.8만대 등을 전망한다.

(3) 가격(Price): 가격도 수요와 공급의 균형점에서 결정되는 것은 동일하나, 차량의 가격 외에도 인센티브, Mix, 환율 등이 함께 반영된다. 2026년 현대차그룹은 기본적으로 미국 가격 인상을 고려하고 있지 않다. 미국 중대형 하이브리드 차량 판매 확대에 따른 Mix 개선이 기대된다. 환율의 경우 금년도와 같이 수출 기업에게 우호적일 것이며, 인센티브의 경우 관세 부과 이후 가격 인상의 대안으로서 상당히 높아진 상황이라 추가 상승 여력은 제한적일 것이다.

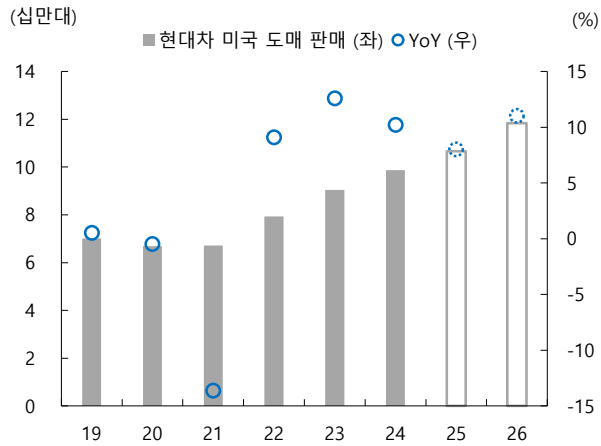
(4) 비용(Cost): 자동차에 투입되는 주요 원자재는 철, 알루미늄, 니켈 등이며, 2026년의 경우 원자재 단에서는 공급 차질 이슈는 크지 않을 것이다. 다만 본격적인 HMGMA의 가동이 시작되기 전까지 미국 자동차 관세 15%는 미국 판매량의 50% 이상에 상당 기간 부과될 것이며, 매출단에서 우호적인 교환율은 판매보증비의 상승을 동시에 야기할 것이나, +효과가 더 클 것으로 판단된다.

그림314. 완성차 업체 손익 구조 모식도



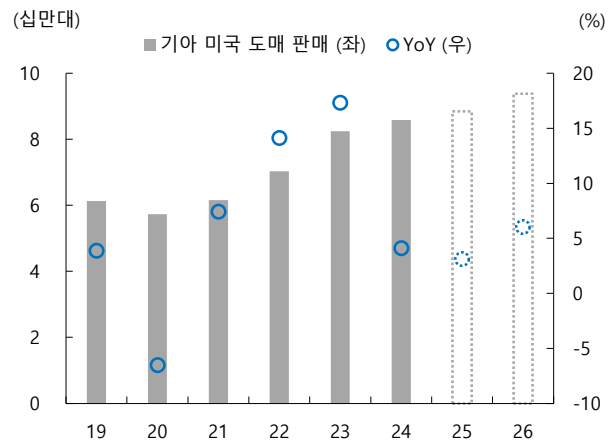
자료: iM증권 리서치본부

그림315. 현대차 연간 미국 도매 판매 추이 및 전망



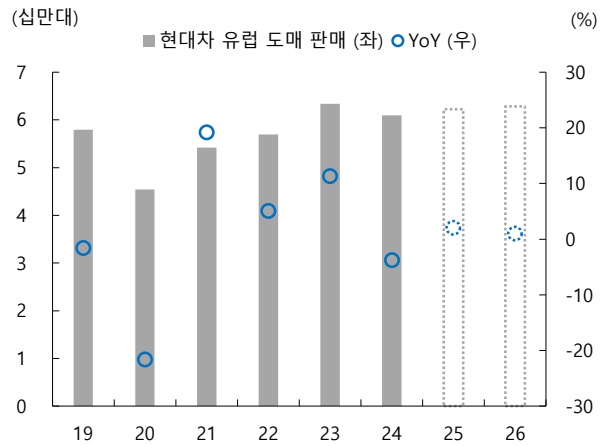
자료: 현대차, iM증권 리서치본부 추정

그림316. 기아 연간 미국 도매 판매 추이 및 전망



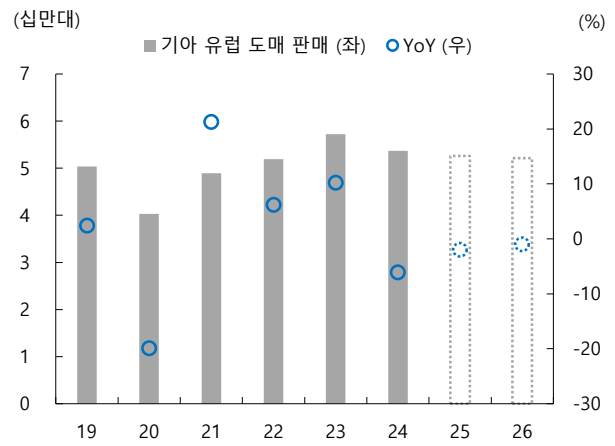
자료: 기아, iM증권 리서치본부 추정

그림317. 현대차 연간 유럽 도매 판매 추이 및 전망



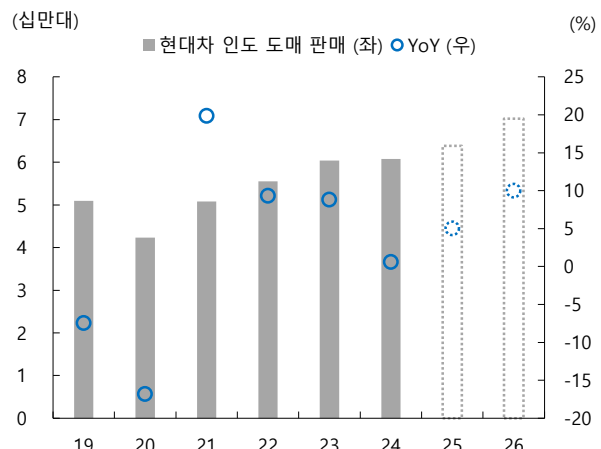
자료: 현대차, iM증권 리서치본부 추정

그림318. 기아 연간 유럽 도매 판매 추이 및 전망



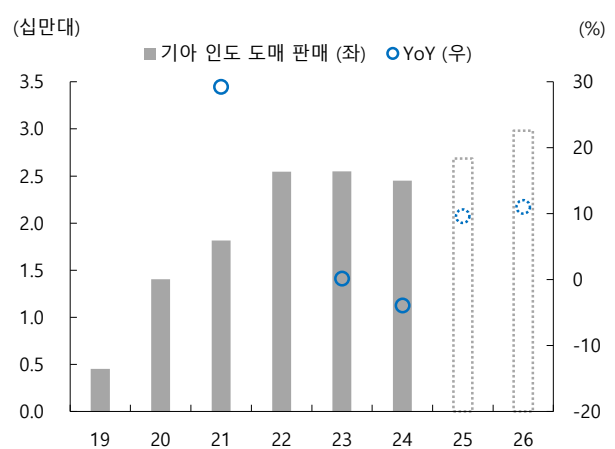
자료: 기아, iM증권 리서치본부 추정

그림319. 현대차 연간 인도 도매 판매 추이 및 전망



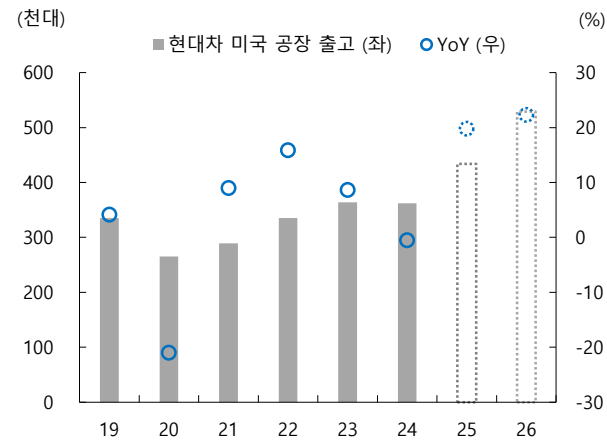
자료: 현대차, iM증권 리서치본부 추정

그림320. 기아 연간 인도 도매 판매 추이 및 전망



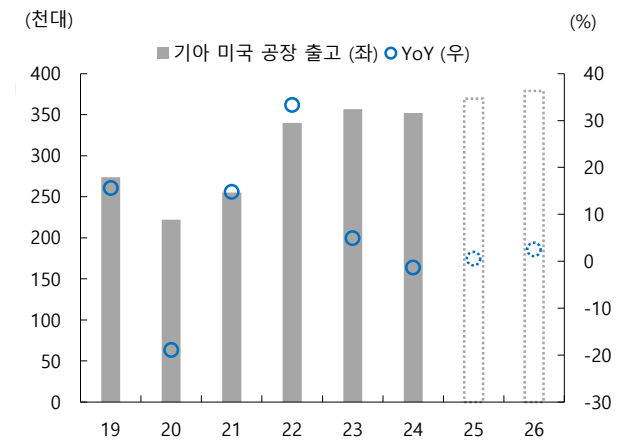
자료: 기아, iM증권 리서치본부 추정

그림321. 현대차 연간 미국 공장 출고 대수 추이 및 전망



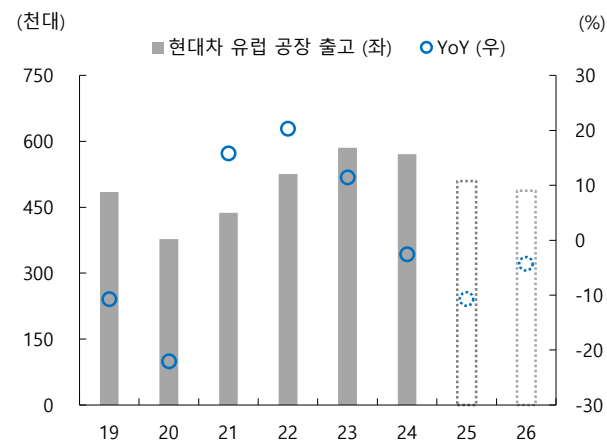
자료: 현대차, iM증권 리서치본부 추정

그림322. 기아 연간 미국 공장 출고 대수 판매 추이 및 전망



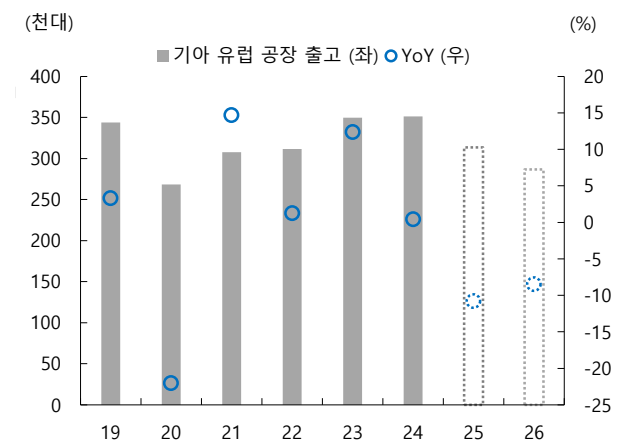
자료: 기아, iM증권 리서치본부 추정

그림323. 현대차 연간 유럽 공장 출고 대수 추이 및 전망



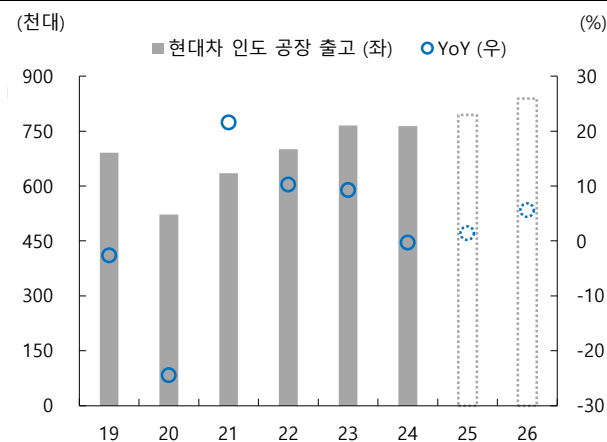
자료: 현대차, iM증권 리서치본부 추정

그림324. 기아 연간 유럽 공장 출고 대수 추이 및 전망



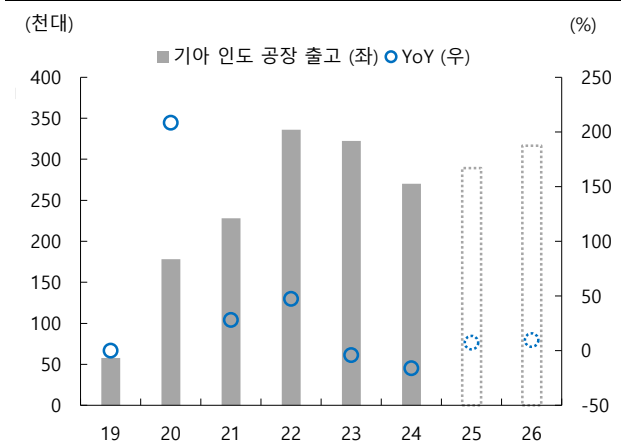
자료: 기아, iM증권 리서치본부 추정

그림325. 현대차 연간 인도 공장 출고 대수 추이 및 전망



자료: 현대차, iM증권 리서치본부 추정

그림326. 기아 연간 인도 공장 출고 대수 추이 및 전망



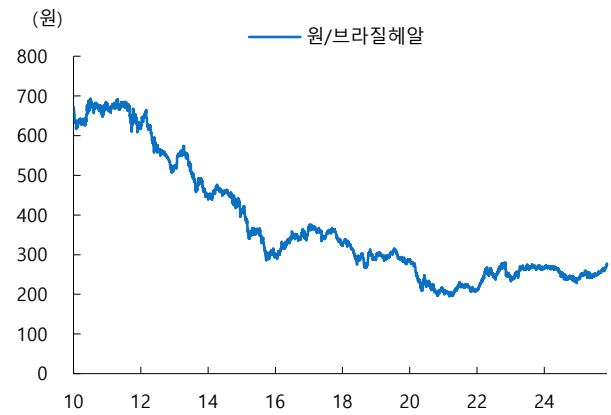
자료: 기아, iM증권 리서치본부 추정

그림327. 원/달러 환율 추이



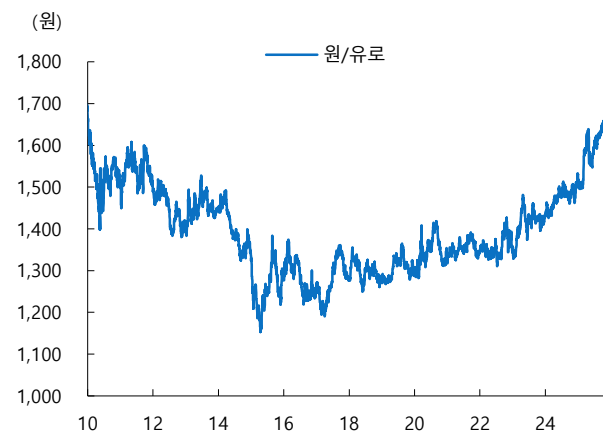
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림328. 원/브라질 헤알 환율 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림329. 원/유로 환율 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림330. 원/멕시코페소 환율 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림331. 원/인도루피 환율 추이



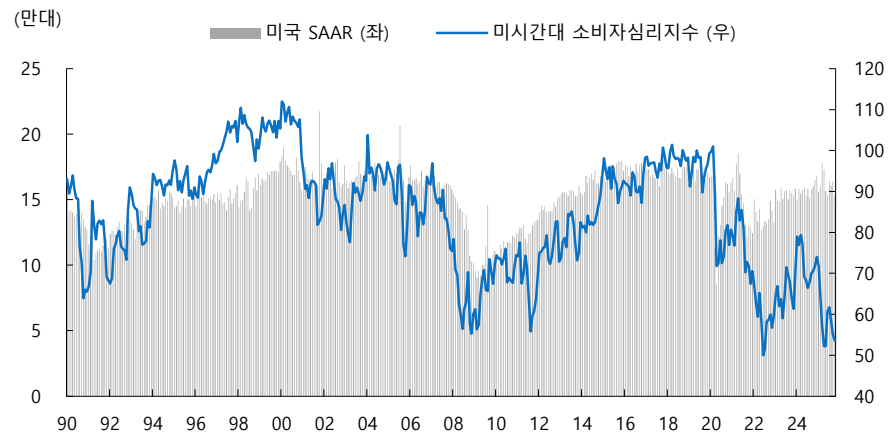
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림332. 원/위안 환율 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림333. 미국 SAAR 및 미시간대 소비자심리지수 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림334. 미국 주택경기체감지수 추이



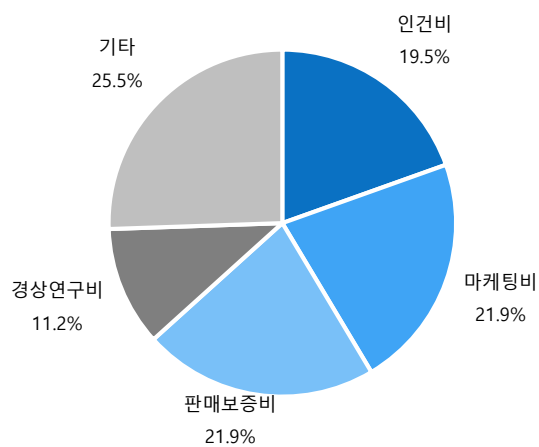
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림335. 미국 만하임 중고차 지수 추이



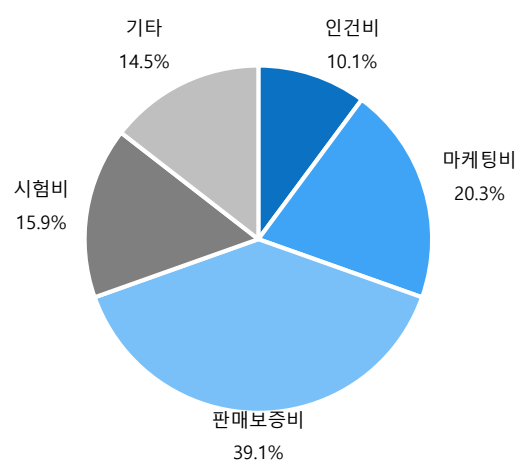
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림336. 25.3Q 기준 현대차 판매관리비 구성



자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림337. 25.3Q 기준 기아 판매관리비 구성

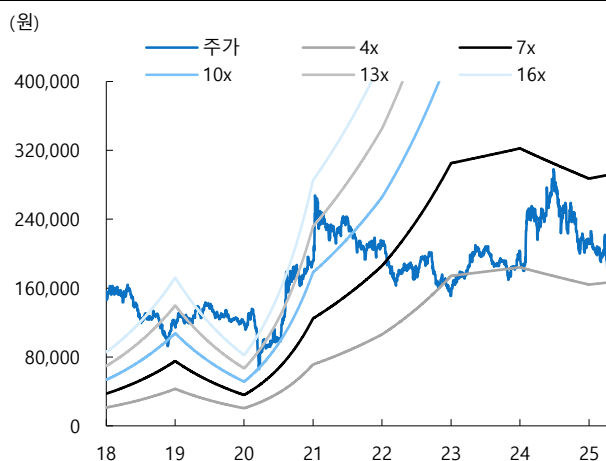


자료: 기아, iM증권 리서치본부

Multiple: 현대차그룹에게 Peer Group Multiple의 프리미엄을

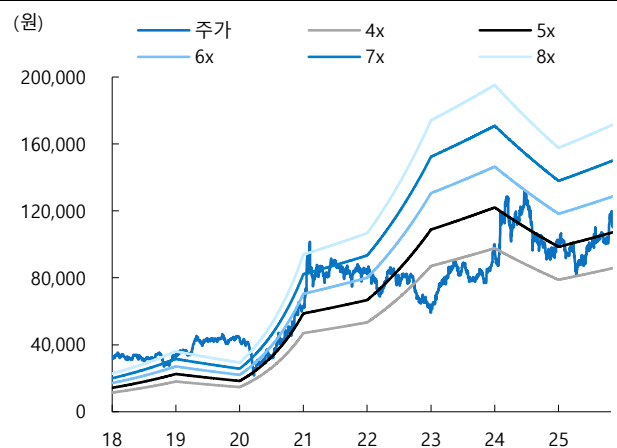
당사는 향후 현대차그룹의 Multiple을 부여함에 있어 기준점인 Peer Group의 12개월 선행 P/E에 일정 부분 Premium을 반영하고자 하고, 총 세 가지 근거를 제시한다. 1) 자동차 관세 확정에 따른 디스카운트 해소, 몇 없는 하이브리드 경쟁력 보유 업체: 현대차그룹이 감내하고 있던 25%의 관세는 디스카운트 요인으로 작용해왔으나, 관세 15% 인하 타결로 해당 노이즈는 해소되었다. 또한 일본 OEM을 제외하면, 하이브리드 수요 대응이 가능한 업체는 현대차그룹 외 많지 않다. 2) 스마트카 자체 개발을 끈을 놓지 않은 업체: 주행 데이터 수집이 가능하고, 통합형 OS를 통한 완전한 SDV를 개발하고 있는 레거시 업체는 전무하고, 뚜렷한 자율주행 개발 동향을 보여주는 레거시 업체도 현대차그룹이 유일하다. (3): 휴머노이드 산업과의 뚜렷한 시너지: 현대차그룹은 Boston Dynamics의 휴머노이드 Atlas를 2026년부터 HMGMA 공정 내에 부분적으로 투입할 계획이다. 중장기적으로 휴머노이드 활용에 따른 생산성 증가가 관찰될 것이며, 이는 현대차그룹을 포함한 Tesla, Xpeng 등 일부 OEM에 국한될 것이다.

그림338. 현대차 12개월 선행 P/E 및 주가 추이



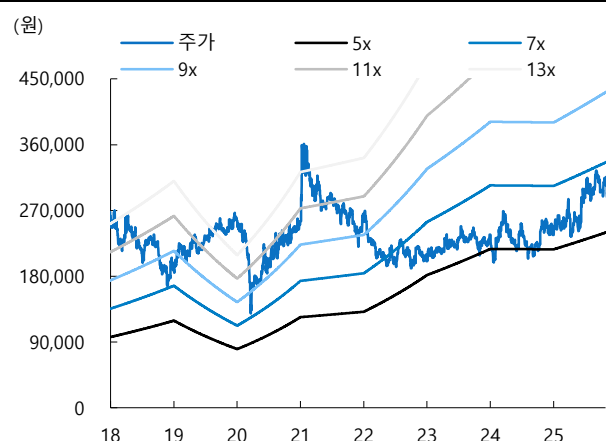
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림339. 기아 12개월 선행 P/E 및 주가 추이



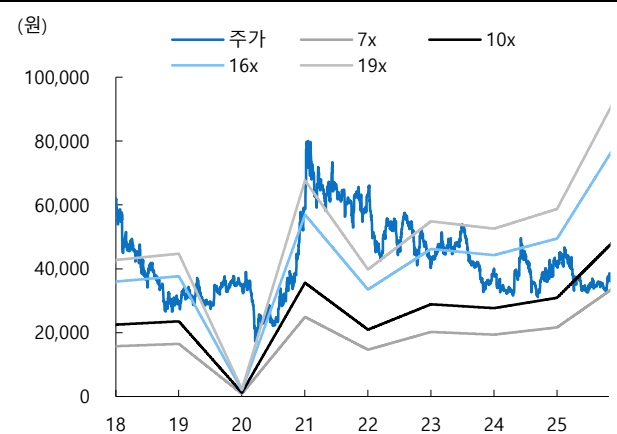
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림340. 현대모비스 12개월 선행 P/E 및 주가 추이



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림341. HL만도 12개월 선행 P/E 및 주가 추이



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

완성차 Top Pick: 현대차, 자동차 부품 Top Pick: HL만도

완성차 Top Pick: 현대차 (SUV with 하이브리드 믹스 개선, 신사업 낙수효과)

완성차 업종 Top Pick으로 현대차를 제시한다. 현대차그룹을 구성하는 완성차 업체인 현대차, 기아는 1) 미국 하이브리드 판매 증가에 따른 M/S 확대, 2) 인도 GST 인하에 따른 중저가 SUV 판매 확대 등 동일한 투자 포인트를 공유한다. 그럼에도 당사가 현대차를 완성차 업종 Top Pick으로 제시하는 이유는 다음과 같다. 첫째, 하이브리드 차량 SUV 믹스 개선 효과가 상대적으로 크게 나타날 것이기 때문이다. 2024년 기준 현대차의 미국 하이브리드 판매량은 13.5만대이며, SUV 비중은 73% (Sedan의 경우 Elentra, Sonata 등 포함)이다. 기아의 경우 미국 하이브리드 판매량은 8.6만대로 그 규모는 상대적으로 작으나, 모두 SUV로 이루어진다. 2026년부터 현대차의 더 올 뉴 펠리세이드 HEV가 본격적으로 판매될 것이고, 이를 통한 하이브리드 SUV 믹스 개선 효과가 기대된다. 둘째, nVIDIA와의 협력을 통한 스마트카 개발, 휴머노이드 등 현대차그룹의 미래 성장 전략에 따른 당장의 낙수효과는 그룹 특성 상 현대차에게 먼저 돌아갈 수밖에 없기 때문이다. 다만 SDV 데모카 개발, HMGMA 내 Atlas 투입 등의 초입 국면 후 상용화에 가까워질수록, 양사를 향한 기대감의 차이는 점차 줄어들 전망이다.

자동차 부품 Top Pick: HL만도 (다변화된 고객사, 휴머노이드 완제품 사업 진출)

자동차 부품 업종 Top Pick으로 HL만도를 제시한다. HL만도와 현대모비스는 현대차그룹의 주요 Tier 1 업체로서 양사 모두 전사 매출의 상당 부분이 현대차그룹에서 발생한다. 따라서 향후 현대차그룹의 북미 생산량 확대에 따른 낙수효과를 동일하게 관찰할 수 있다. 그럼에도 불구하고 당사는 HL만도를 자동차 부품 업종 내 Top Pick으로 제시하고 이유는 다음과 같다. 첫째, 기타 자동차 부품 업체 대비 다변화된 완성차 고객사 포트폴리오를 보유하고 있기 때문이다. HL만도의 경우 현대차그룹 매출 비중이 2024년 기준 55% 등으로 약 80%에 달하는 현대모비스 대비 낮은 현대차그룹 의존도를 보여주고 있다. 특히 북미 및 중국 지역 OEM을 핵심 고객사로 두고 있어, 미국 성장의 효과는 배로 가져가고, 중국 시장은 든든하게 하방을 받친다. 둘째, 휴머노이드 산업 확대에 따른 낙수효과가 경쟁 업체 대비 더 선명하기 때문이다. 현대모비스는 Boston Dynamics에게 공급되는 액츄에이터를 '설계'할 것으로 전망된다. 이를 통해 향후 Boston Dynamics의 제품 양산 시 상당 부분 수혜가 가능하나, 현대모비스가 어느 정도의 마진을 확보할 수 있을지 불확실하다. 반면 HL만도의 경우 손익구조가 일정 부분 확립된 '완제품' 형태로 휴머노이드 사업 진출을 고려하고 있으며, 현대차그룹 외 글로벌 휴머노이드 업체향 제품 공급 가능성도 높다.

그림342. 글로벌 자동차 업종 Valuation Table

2025~11~24 (%, 백만달러, 십억원)	수익률			매출액			영업이익			P/E			P/B		
	1M	3M	YTD	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
완성차 업종															
현대차	22.1	24.6	27.8	175,231	187,401	194,280	14,240	12,627	13,330	4.3	6.0	5.7	0.4	0.6	0.5
기아	14.0	12.2	15.6	107,449	114,728	119,760	12,667	9,433	10,292	4.0	5.8	5.3	0.7	0.8	0.7
KG모빌리티	5.2	-2.4	-13.4	3,905	-	-	1	-	-	21.5	-	-	0.5	-	-
GM	25.8	27.4	35.0	187	185	184	13	12	13	4.6	7.1	6.3	0.8	1.0	0.9
Ford	14.0	16.1	34.1	185	175	174	5	7	8	5.4	12.4	9.3	0.9	1.2	1.1
Stellantis	7.2	9.0	-18.6	157	153	161	4	3	6	4.5	20.3	5.5	0.4	0.3	0.3
Volkswagen	8.4	-1.0	8.1	325	326	333	19	10	17	4.1	8.3	4.2	0.3	0.3	0.2
SAIC	-4.3	-12.5	-23.8	628	668	717	6	21	24	143.2	15.5	13.0	0.8	0.6	0.6
BAIC	-3.0	-10.9	-17.9	192	166	167	18	12	13	18.8	19.8	10.3	0.3	0.3	0.2
BYD	-4.6	-11.6	13.2	777	865	1,009	49	42	57	18.1	22.0	16.9	4.3	3.6	3.1
Ferrari	9.3	-10.0	-1.7	7	7	8	2	2	2	48.7	39.7	35.6	22.5	15.8	13.7
Tesla	-6.3	19.8	-0.5	98	95	109	7	5	7	184.0	267.4	197.8	17.8	18.5	16.9
자동차 부품 업종															
현대모비스	-0.5	0.0	25.4	57,237	61,421	65,618	3,073	3,353	3,806	5.3	6.8	6.1	0.5	0.6	0.5
HL만도	12.2	5.7	-9.2	8,848	9,521	10,116	359	392	445	14.7	11.3	7.5	0.8	0.7	0.6
한온시스템	36.4	32.8	4.6	9,999	10,825	11,217	96	235	324	36.7	185.5	24.2	1.0	1.0	1.0
현대위아	15.3	10.9	48.4	8,181	8,482	8,712	219	215	240	10.3	9.4	9.0	0.3	0.4	0.4
에스엘	1.5	4.4	14.1	4,973	5,013	5,350	395	367	409	3.8	5.2	4.5	0.6	0.6	0.6
서연이화	11.1	1.6	4.8	4,042	-	-	154	-	-	2.2	-	-	0.3	-	-
화신	0.6	-7.7	18.7	1,712	1,931	2,146	65	106	136	4.4	4.4	2.7	0.5	-	-
성우하이텍	17.6	9.2	31.9	4,245	-	-	206	-	-	2.8	-	-	0.3	-	-
명신산업	1.9	-4.1	-14.7	1,574	1,585	1,666	148	119	122	4.2	5.8	4.5	0.8	0.6	0.5
SNT모티브	-4.1	-7.1	55.8	969	1,034	1,142	98	107	121	9.4	8.9	7.2	0.5	0.8	0.7
Continental	17.8	15.1	32.2	40	20	20	2	2	2	8.3	26.8	9.6	0.7	2.1	1.8
Valeo	26.5	19.4	33.4	21	21	21	1	1	1	13.9	10.8	6.8	0.6	0.8	0.7
Gestamp	-7.6	-15.3	16.7	12	12	12	1	1	1	7.5	9.6	6.4	0.6	0.7	0.7
Autoliv	3.5	3.3	31.0	10	11	11	1	1	1	11.3	12.9	11.1	3.2	3.7	3.2
Magna	10.0	10.6	18.4	43	42	42	2	2	2	8.0	9.3	8.3	1.0	1.1	1.0
BorgWarner	-6.5	-12.9	19.5	4	4	4	0	0	0	9.9	11.6	10.8	2.0	1.9	1.7
타이어 업종															
한국타이어엔테크놀로지	30.9	44.1	50.5	9,412	21,085	22,060	1,762	1,706	2,019	4.2	6.2	5.5	0.4	0.6	0.6
넥센타이어	29.8	34.1	28.3	2,848	3,138	3,295	172	171	217	4.9	6.7	5.5	0.3	0.4	0.4
금호타이어	25.3	16.2	15.8	4,532	4,739	4,916	589	534	542	4.2	7.3	5.3	0.8	0.9	0.7
Bridgestone	11.1	12.3	37.0	4,430	4,382	4,538	443	419	570	12.8	17.9	11.7	1.0	1.3	1.3
Sumitomo Rubber	23.0	25.3	19.5	1,212	1,205	1,244	11	83	99	47.5	11.8	9.1	0.7	0.8	0.8
Yokohama	16.4	11.3	77.7	1,095	1,228	1,289	119	145	167	7.3	10.5	9.1	0.6	1.0	0.9
Michelin	10.7	-9.4	-9.1	27	26	26	3	3	3	12.0	11.7	10.0	1.2	1.1	1.0
Pirelli	3.4	3.3	10.7	7	7	7	1	1	1	11.7	11.1	10.4	1.0	1.0	1.0
Goodyear	13.1	-11.0	-15.7	19	18	18	1	1	1	11.8	10.9	6.4	0.5	0.5	0.4
Cheng Shin	-9.4	-16.4	-33.5	96	95	97	10	9	10	19.9	17.7	15.0	1.8	1.2	1.2
SI 및 클라우드 업종															
현대오토에버	2.6	10.4	30.8	13,828	14,128	14,928	912	980	1,055	13.1	16.5	14.9	1.1	1.3	1.2
삼성SDS	-8.0	-9.7	-1.7	1,180	1,204	1,301	26	34	47	22.8	14.6	10.7	0.7	0.7	0.6
롯데정보통신	-13.1	2.4	24.7	1,473	1,096	1,125	109	75	79	32.9	52.8	50.7	5.5	6.2	5.7
포스코DX	11.6	9.5	17.1	626	-	-	37	-	-	5.6	-	-	0.5	-	-
신세계I&C	2.5	2.9	-22.1	-	2,638	2,801	-	657	700	32.5	22.1	20.8	16.0	11.2	10.4

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부



기업분석

현대차 (005380)

다채로운 믹스 개선 요소에 휴머노이드로 방점

기아 (000270)

인도와 유럽이 힘을 내준다면 그 다음은 PBV

현대모비스 (012330)

본업 반등과 신사업까지 시간을 벌어줄 AS

HL만도 (204320)

액츄에이터를 준비할 수 있는 튼튼한 체력

현대차 (005380)

2025.11.25

다채로운 믹스 개선 요소에 휴머노이드로 방점

[자동차/로보틱스] 이상수
2122-9197 sang.su@imfnsec.com

현대차 2026년 매출액 199.4조원, 영업이익 14.1조원 전망

현대차는 1967년에 설립되었으며, 1975년 국내 최초의 고유모델인 포니를 출시하며 독자 완성차 생산체계를 구축했다. 2000년 전후로 생산 및 판매거점을 미국, 중국 등으로 확대해 2024년 기준 동사 해외 판매 비중은 83%에 달한다.

당사는 현대차 2026년 매출액 199.4조원 (+6.6%YoY), 영업이익 14.1조원 (+13.7% YoY)을 전망하며 근거는 아래와 같다. 매출액의 경우 1) 펠리세이드 및 제네시스 미국 판매 확대에 따른 믹스 개선 2) GST 인하에 따른 인도 업황 반등 및 신차 출시 효과 등에 기인하고, 영업이익의 경우 1) 자동차 관세 15% 확정에 따른 연간 관세 부담액 축소, 2) 크레딧 정책에 따른 관세 환입 가능성에 따른다.

투자포인트 (1): HMGMA 가동률 상승은 관세 부담 축소로 연결

관세를 축소하기 위한 가장 근본적이고도 효과적인 방법은 현지 생산 확대이다. 2026년부터 본격적으로 관찰될 HMGMA 가동률 상승 국면은 곧 동사 관세 리스크 축소로 연결될 전망이다. 현대차는 HMGMA 내 HEV 혼류 생산 또한 검토 중이고, 높은 HEV 수요에 힘입어 HMGMA 가동률 상승에 기여할 것이다.

투자포인트 (2): 독특한 매출 구조에서 나오는 시너지

2024년 기준 동사 매출은 자동차 78%, 금융 16%, 기타 6% 등으로 구성된다. 금융 부문의 경우 특히 HMA 종속회사인 HCA의 외형 성장이 인상적이고, 동사 미국 외형 성장과 동행하고 있어 2026년 수익성 기여도 또한 클 것이다. 기타 부문은 현대로템이 대표적인데, 2026년 K2 전차 생산 CAPA 확대에 따른 방산 부문 실적 개선이 기대되는 등 2026년 동사 연결 실적에 힘을 보탬 전망이다.

투자포인트 (3): 하이브리드+제네시스를 통한 미국 믹스 개선

2024년 기준 현대차의 미국 판매 차량 SUV 비중은 73.4%인 반면 미국 판매 하이브리드 차량 SUV 비중은 66%로 다소 낮으나, 2026년 신차 출시에 따른 SUV, 하이브리드 믹스 개선이 기대된다. 2024년 기준 제네시스 미국 판매대수는 7.5만대로 전년 동기 8.4% 증가했다. 현대차는 2026년 제네시스 HEV 미국 판매를 목표하고 있고, 이에 따른 프리미엄 믹스 개선 또한 가능할 전망이다.

투자포인트 (4): 휴머노이드, 스마트카에 대한 기대감이 향한다

현대차는 약 27% 수준의 Boston Dynamics 지분을 보유 중이고, 휴머노이드 관련 기술 개발에도 한창이다. 더불어 nVIDIA와 협력을 통한 스마트카 개발에 있어서도 첨병에 서고 있다. 2026년은 Atlas HMGMA 시범 투입, SDV 데모카 등 동사 미래 성장 전략의 성과가 나타날 해이며, 이는 밸류에이션 개선 요인이다.

목표주가 340,000원으로 커버리지 개시, 추가 상승 여력 32.0%

투자 의견 BUY, 목표주가 340,000원으로 커버리지를 개시하고 추가 상승 여력은 32.0%이다. 2026년 EPS 45,034원, 글로벌 Peer 완성차 업체 12M Fwd P/E에 10%에 할증을 부여한 P/E 7.5배를 Target Multiple로 설정했다. 이는 1) 하이브리드 신차 출시 및 기술 경쟁력에 따른 북미 M/S 증가, 2) 스마트카 자체 개발 가능성 남아있는 유일한 레거시 완성차 OEM이라는 점에 근거하고 있다.

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	340,000원(신규)
종가(2025.11.24)	257,500원
상승여력	32.0 %

Stock Indicator

자본금	1,489십억원
발행주식수	20,476만주
시가총액	52,725십억원
외국인지분율	35.6%
52주 주가	177,500~291,500원
60일평균거래량	807,375주
60일평균거래대금	200.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.0	17.0	43.1	18.7
상대수익률	4.4	-4.3	-5.2	-35.1

Price Trend



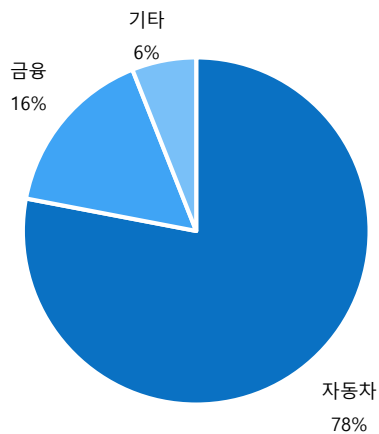
FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	175,231	187,211	199,499	209,418
영업이익(십억원)	14,240	12,389	14,089	15,060
순이익(십억원)	12,527	10,562	12,224	12,879
EPS(원)	46,042	38,914	45,034	47,451
BPS(원)	401,961	447,849	500,093	554,560
PER(배)	4.6	7.0	6.0	5.7
PBR(배)	0.5	0.6	0.5	0.5
ROE(%)	12.4	9.2	9.5	9.0
배당수익률(%)	5.7	4.4	4.4	4.6
EV/EBITDA(배)	9.7	10.2	8.7	7.6

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

SUV, 하이브리드, 제네시스로 설명되는 오늘날의 현대차

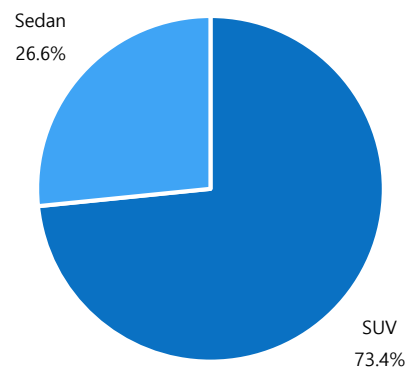
현대자동차는 1980년대 이후 수출 기반을 확대하며 북미·유럽 시장에 진출했고, 2000년대 들어 미국, 중국, 중남미 등 글로벌 각지에 현지 생산 공장을 확충하며 브랜드 외연을 넓혀갔다. 2010년대 들어 경쟁 심화 및 THAD 사태에 따른 중국 시장 M/S 하락, 미국, 유럽 등 선진시장 판매 부진 등이 지속되며 부침을 겪었으나, SUV 중심의 믹스 재편 및 제네시스 리브랜딩을 통해 2024년 도매 판매 413만대를 달성하는데 이르렀다. 동사 사업부문은 자동차, 금융, 기타 등으로 구분된다. 2024년 매출 비중은 자동차 78%, 금융 16%, 기타 6% 등으로 자동차의 실적 기여도가 매우 높긴 하지만, 현대캐피탈을 중심으로 한 별도의 금융 부문이 있다는 것이 동사의 특징이다. 금융 부문은 자동차금융의 일환으로 할부 및 리스를 중심으로 수익을 창출한다. 이외 타 부문의 주요 업체로는 현대로템이 상장 종목 중 대표적이다.

그림1. 2024년 기준 전사 매출 구성



자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림2. 2024년 기준 현대차 미국 판매 차종 구성



자료: 현대차, iM증권 리서치본부

투자포인트 (1): HMGMA 가동률 상승은 관세 부담 축소로 직결

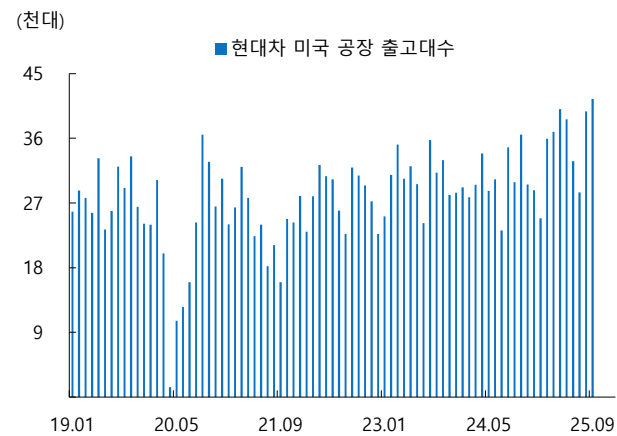
투자포인트 (1)-1: HMGMA 가동 효과는 이미 관찰되고 있는 상황

첫 번째 투자포인트는 2026년부터 HMGMA 가동률은 개선될 것이며, 이에 따른 관세 부담은 축소될 것이라는 점이다. 현대차의 경우 앨라배마 공장을 중심으로 하는 36만대 생산 체제를 갖추고 있고, 2024년 10월부터 HMGMA 신규 공장 가동이 시작되었다. 현재 HMGMA에서는 아이오닉 5, 9 두 차종만 생산되고 있고, 2025년 10월 기준 현대차 미국 공장 합산 출고 대수는 318,906대로 전년 동기 대비 19.4% 증가하며 HMGMA 가동 효과가 관찰되고 있다. 미국의 자동차 보편 관세 정책 시행 이후 Toyota, GM 등 미국 공장 내 내연기관 생산 증가 여력이 남아있는 업체들의 경우, 올해 들어 미국 생산량을 급격하게 늘리고 있는 중이다. 이처럼 관세 노출도를 축소하는 근본적이고도 가장 효과적인 방법은 현지 생산인만큼, HMGMA 생산 물량 확대는 동사의 관세 부담 축소를 통한 수익성 개선으로 연결될 것이다.

투자포인트 (1)-2: 최근 시장 수요가 가파른 HEV 혼류 생산으로 힘을 보탤 것

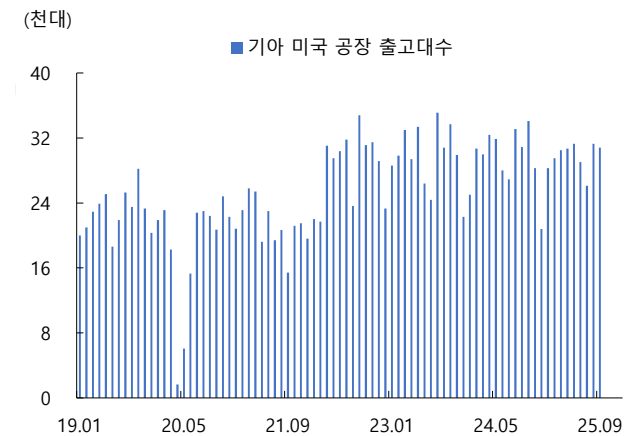
하지만 HMGMA는 본디 전기차 생산을 먼저 염두에 두고 설계된 공장이기에, 최근 미국 내에서 관찰되고 있는 전기차 수요 둔화에 취약하다는 비판을 마주하고 있다. 현대차는 앨라배마 공장 HEV 생산 대수를 늘림과 동시에 HMGMA HEV 혼류 생산을 검토하고 있으며, 미국 내 가파른 하이브리드 수요를 감안하면 이는 HMGMA 생산 대수 확대를 가속화할 것으로 판단된다. 현재 현대차는 북미 판매 하이브리드 차량 중 유일하게 싼타페 HEV만을 앨라배마 공장에서 생산 중이다. 이미 올해부터 현대차는 앨라배마 공장 싼타페 HEV 생산대수를 큰 폭으로 늘린 것으로 추정되며, 이와 같은 기조는 2026년에도 이어질 전망이다. HMGMA의 경우에는 HEV PT가 탑재된 더 올 뉴 팰리세이드를 중심으로 당장 2026년부터 HEV 차량 생산이 본격화될 전망이다. 실제로 HMGMA 내 HEV 혼류 생산을 위한 추가 설비는 크게 필요하지 않다고 알려져 있으며, 이에 따라 HEV 생산 확대 규모 또한 예상 대비 클 가능성도 상당히 높아 보인다.

그림3. 현대차 미국 공장 월별 출고대수: HMGMA 가동 효과가 관찰되고 있는 상황



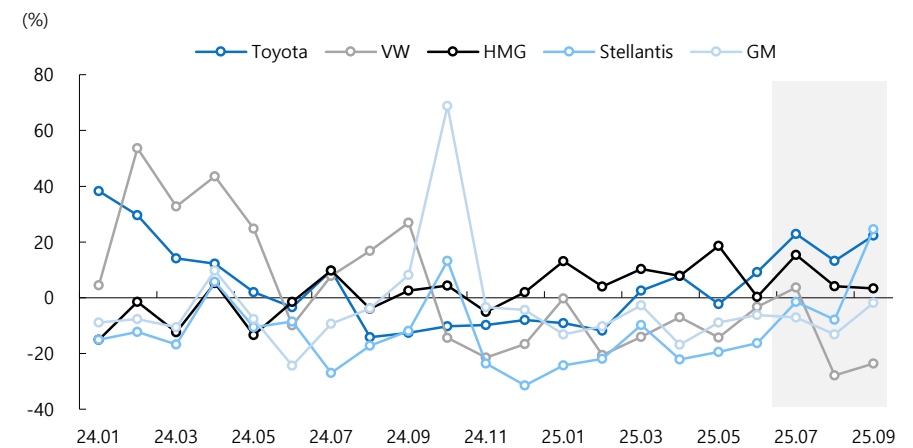
자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림4. 기아 미국 공장 월별 출고대수 추이: 조지아 공장의 가동률이 100%를 상회함에 따라 정체되어 있는 중



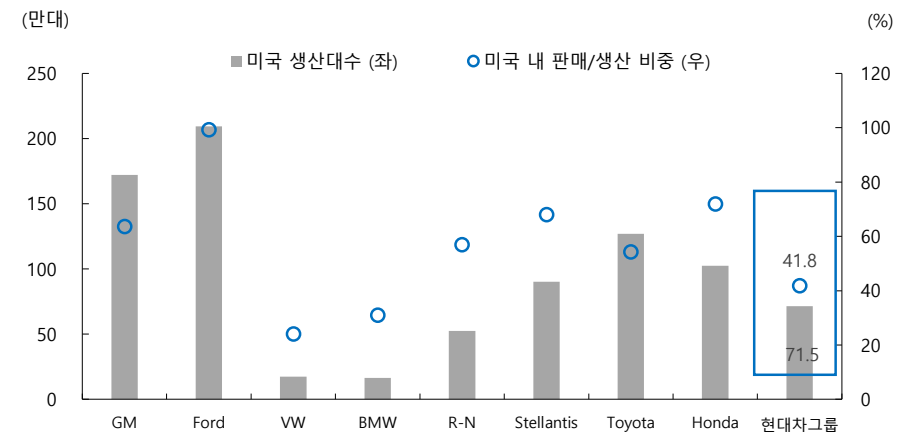
자료: 기아, iM증권 리서치본부

그림5. 주요 OEM별 미국 내 차량 생산대수 YoY 추이: 관세 부과 이후 미국 생산량을 큰 폭으로 늘리고 있는 주요 OEM, 현지 생산 물량 확대는 곧 관세 부담 축소로 연결



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림6. 주요 업체별 미국 판매/생산 비중: 해당 값이 높다는 것은 당장 미국 판매 현지화율이 높지 않아도 이를 빠르게 조정할 수 있다는 의미



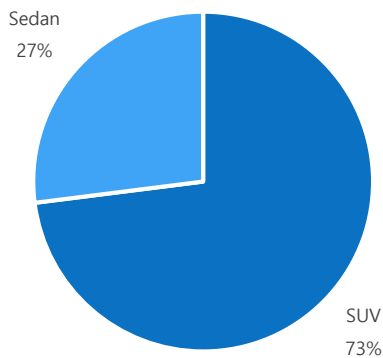
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

투자포인트 (2) 하이브리드+제네시스를 통한 미국 믹스 개선을 기대

투자포인트 (2)-1: 전체 SUV 믹스 대비 아쉬운 HEV 내 SUV 믹스

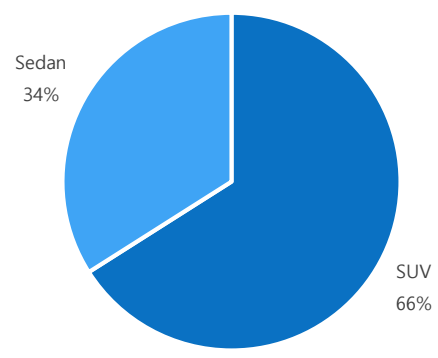
두 번째 투자포인트는 하이브리드, 제네시스를 통한 전반적인 미국 믹스 개선이 기대된다는 점이다. 2024년 기준 현대차 미국 판매 차량 SUV 비중은 75.9%로 2015년 22% 대비 큰 폭으로 개선되었고, 해당 기간 CAGR은 12.4%에 달한다. 다만 이와 달리 미국 판매 하이브리드 차량 SUV 비중은 68%로 다소 낮은데, 경쟁사와 달리 Elentra, Sonata 등 세단에 대한 의존도가 아직 높은 영향이다.

그림7. 2024년 현대차 미국 판매 차량 차종 구성



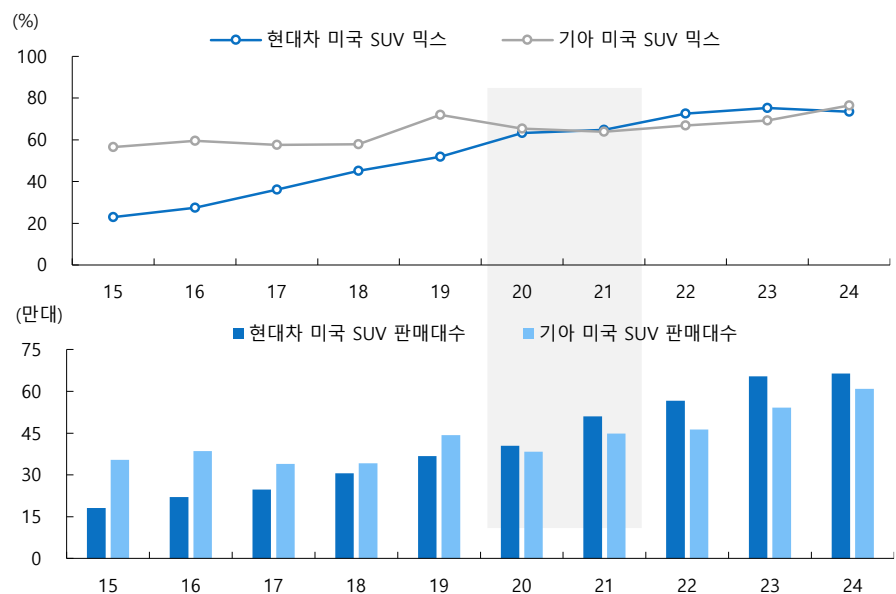
자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림8. 2025년 9월 누적 기준 미국 하이브리드 판매량 차종 구성



자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림9. 현대차, 기아 미국 SUV 판매대수 및 SUV 믹스: 2020년을 기점으로 현대차 SUV 믹스는 기아에 근접했으며, 판매대수는 역전에 이룸

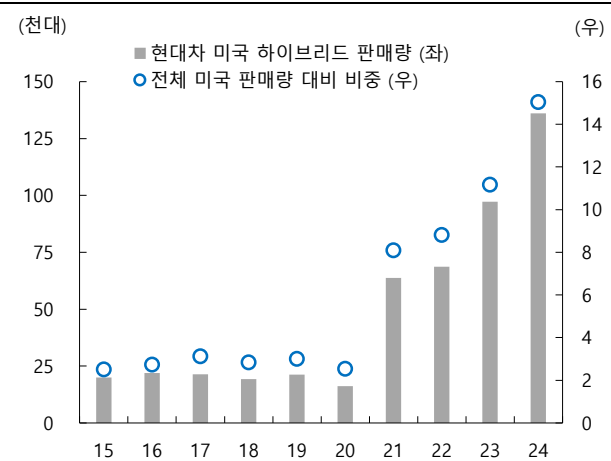


자료: 현대차그룹, iM증권 리서치본부

투자포인트 (2)-2: 신형 펠리세이드 출시를 통한 HEV+SUV 믹스 개선

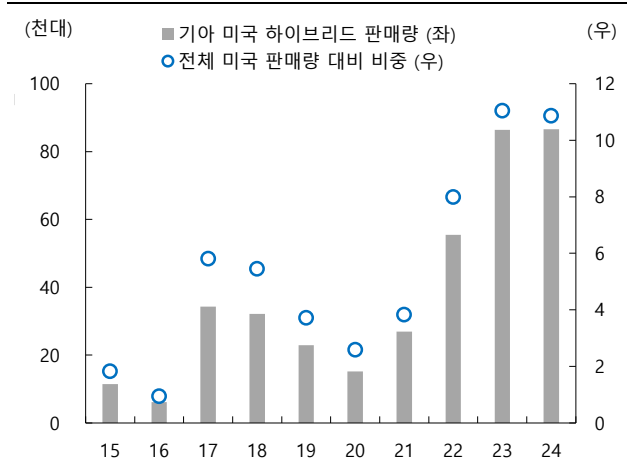
2026년부터 신형 펠리세이드가 미국에서 본격적으로 판매될 것이며, HEV PT를 제공함에 따라 HEV+SUV 믹스를 동시에 높여갈 수 있을 것이다. 2021년부터 현대차 HEV 판매량은 기아 대비 가파르게 늘고 있으며, 2024년 기준 미국 전체 판매량 대비 15%가 HEV 차량이다. 최근 HEV 성장을 견인하고 있는 차종은 단연 싼타페인데, 올해로 국한해서 보면 투싼의 역성장을 온전히 만회하고 있는 상황이다. 픽업트럭을 제외하고, 현대차가 현실적으로 미국 내 믹스 효과를 최대한 가져갈 수 있는 방법은 이와 같은 SUV-D 이상의 중대형 HEV 차종 판매를 확대하는 것이다. 2026년부터 본격적으로 판매될 신형 펠리세이드는 위 조건에 부합하는 바, 믹스 개선 첨병에 설 것이다.

그림10. 현대차 미국 하이브리드 판매량 및 미국 판매량 대비 비중



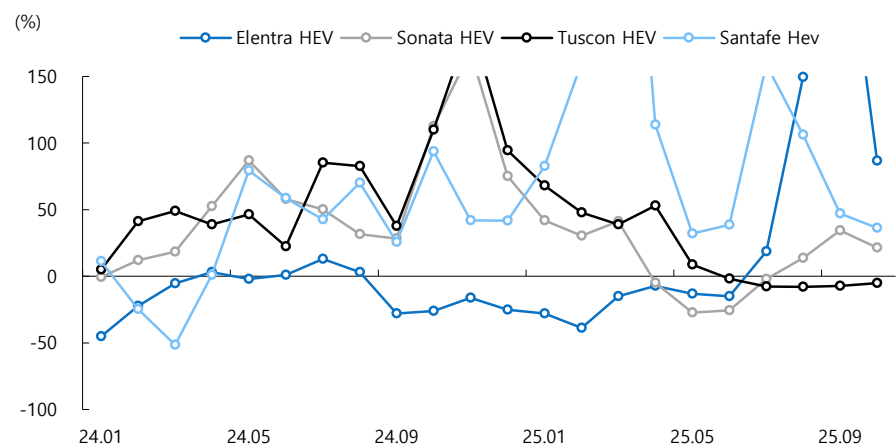
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림11. 기아 미국 하이브리드 판매량 및 미국 판매량 대비 비중



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림12. 현대차 북미 주요 HEV 월별 판매 YoY 추이: 최근 HEV 성장 기여도는 세단이 조금 더 높은 것이 사실이나, 2026년부터 펠리세이드 판매를 통한 SUV 믹스 개선될 것



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

투자포인트 (2)-3: 하이브리드 차종 확대를 통한 경쟁력 제고가 필요

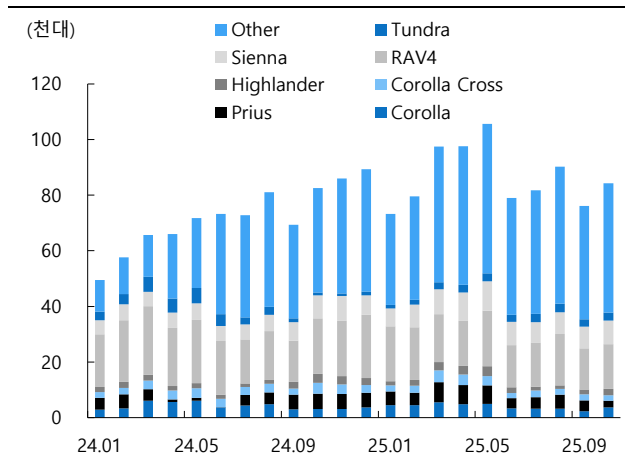
현재 현대차가 미국 내 판매 중인 하이브리드 차량은 엘란트라, 소나타, 투싼, 쏘렌토 등으로 이루어져 있다. 반면 Toyota의 경우 Corolla, RAV4 등을 중심으로 약 16개 하이브리드 차량을 미국에서 판매 중이며, Lexus도 8개 이상의 하이브리드 차량을 판매 중이다. 또한 특정 차종에 판매가 편중되는 것이 아니라, 고른 판매 비중을 보여주고 있다는 점도 인상적이다. 미국 시장 내 하이브리드 차량을 판매하고, 또 유의미한 경쟁력을 보여줄 수 있는 업체는 사실상 Toyota, Honda 등 일부 일본 OEM으로 국한된다. 현대차는 차세대 하이브리드 플랫폼 TMED-II를 바탕으로 2030년까지 하이브리드 차종을 18개로 확대해 제품 다변화에 나설 예정인 바, 이를 통한 동사 하이브리드 경쟁력은 높아질 전망이다.

그림13. 현대차 북미 주요 HEV 월별 판매 YoY 추이: 최근 HEV 성장 기여도는 세단이 조금 더



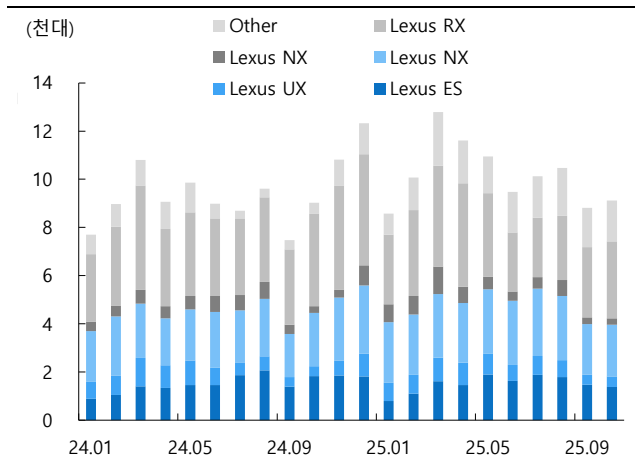
자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림14. Toyota 주요 하이브리드 차종별 미국 판매 추이: 특정 차종에 쏠려 있는 것이 아니라 전 차종에 걸쳐 판매됨



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림15. Lexus 주요 하이브리드 차종 별 미국 판매 추이: 특정 차종에 쏠려 있는 것이 아니라 전 차종에 걸쳐 판매됨



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

투자포인트 (2)-4: 미국 제네시스 HEV 출시, 브랜드력을 높일 수 있는 기회

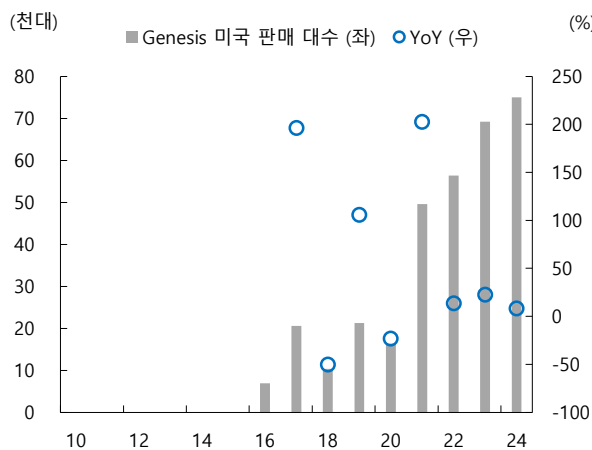
또한 현대차는 제네시스 판매 확대를 통한 믹스 개선도 기대해볼 수 있는 상황이다. 현재 제네시스의 해외 판매 비중은 약 30% 수준에 불과하다. 2024년 기준 제네시스 미국 판매대수는 7.5만대로 전년 동기 8.4% 증가했으나, 전체 미국 판매량 대비 8.3%에 그치고, 30~40만대 연간 판매량을 보여주는 경쟁 프리미엄 브랜드 대비해서도 뒤쳐져 있다. 현대차그룹은 제네시스 판매 권역 확대를 목표하고 있으나 현재로서는 경쟁 업체 대비 제품 포지셔닝이 모호한 것이 사실이다. 다만 관세 이슈 이후 미국 내 프리미엄 브랜드들의 성장세가 크게 둔화되고 있는 상황이고, 이는 제네시스 시장 점유율 확대의 기회라고 판단된다. 그럼에도 제네시스의 브랜드력은 경쟁 업체 대비 짧은 업력을 가지고 있는 것이 사실이다. 다만 현대차그룹은 이를 HEV PT 탑재를 통해 타개할 수 있을 것으로 판단하며, 현대차그룹의 경우 26.2Q를 기점으로 G80 하이브리드 및 GV80 하이브리드 차량을 출시할 계획이다.

그림16. 미국 현지에서 테스트 중인 G80 하이브리드 26.3Q 미국 출시 예정



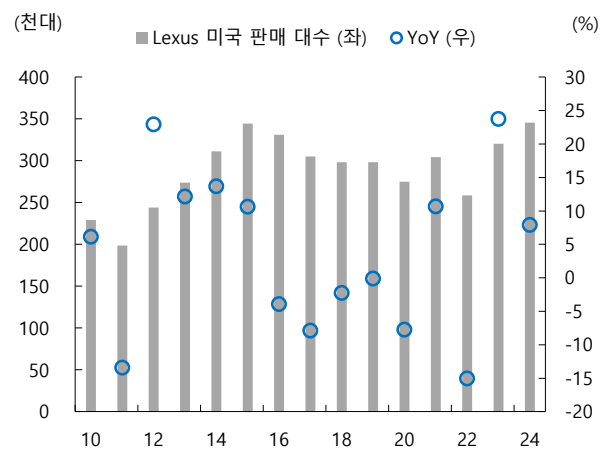
자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림17. Genesis 미국 판매 대수 추이 및 YoY



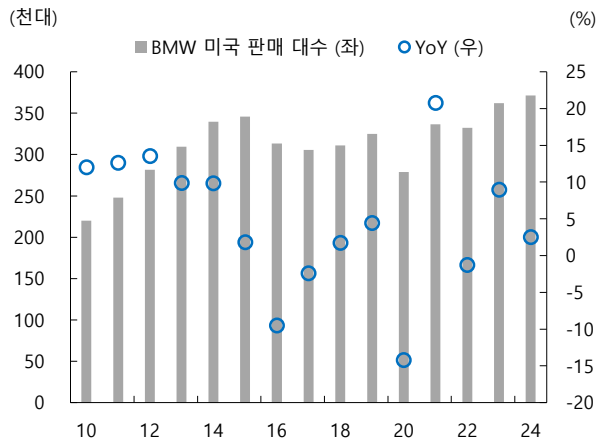
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림18. Lexus 미국 판매 대수 추이 및 YoY



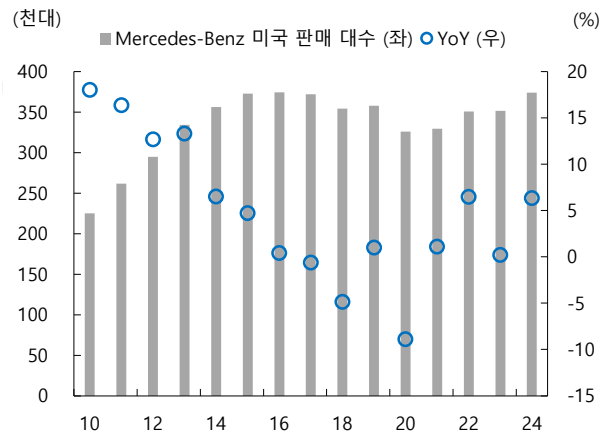
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림19. BMW 연간 미국 판매 대수 추이 및 YoY



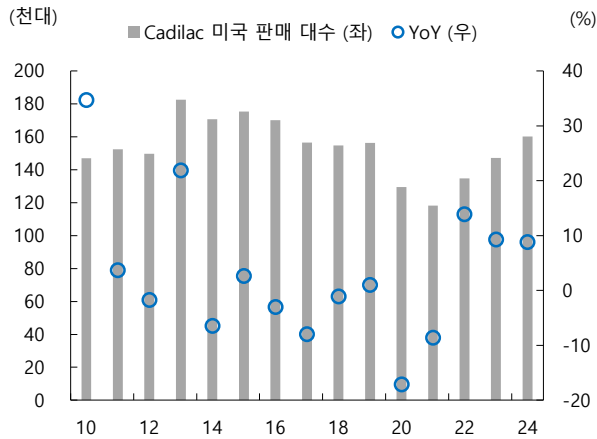
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림20. Mercedes-Benz 미국 판매 대수 추이 및 YoY



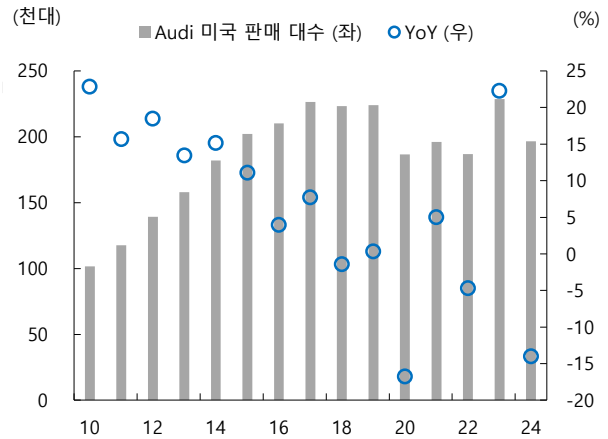
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림21. Cadillac 미국 판매 대수 추이 및 YoY



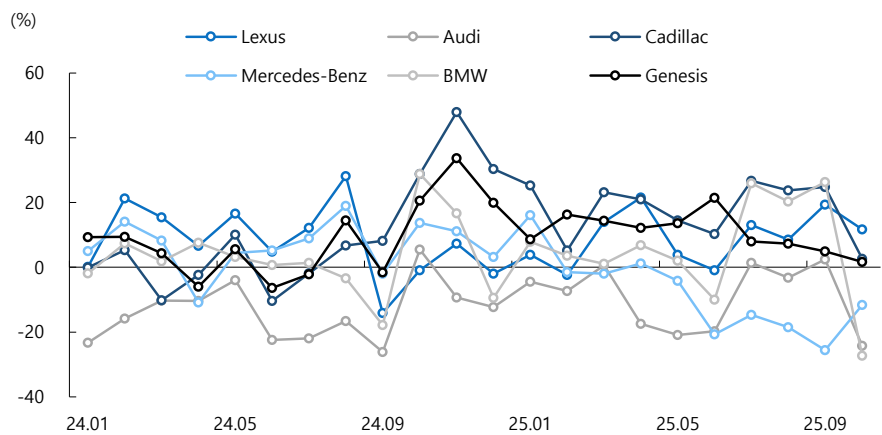
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림22. Audi 미국 판매 대수 추이 및 YoY



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림23. 주요 프리미엄 브랜드 미국 판매량 YoY: 관세 이슈 이후 많은 업체들이 역성장 국면에 들어섰으나, Genesis의 경우 상대적으로 선방하고 있는 상황

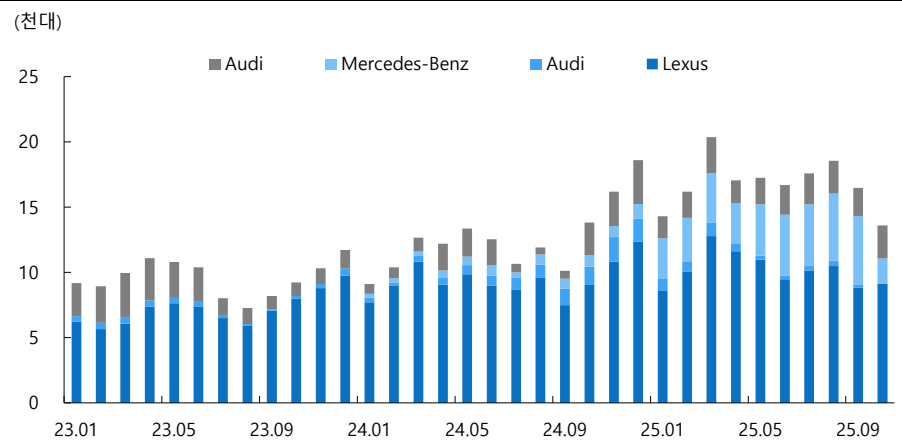


자료: Marklines, iM증권 리서치본부

투자포인트 (2)-5: 프리미엄 브랜드 내에서도 뚜렷한 SUV 중심 수요

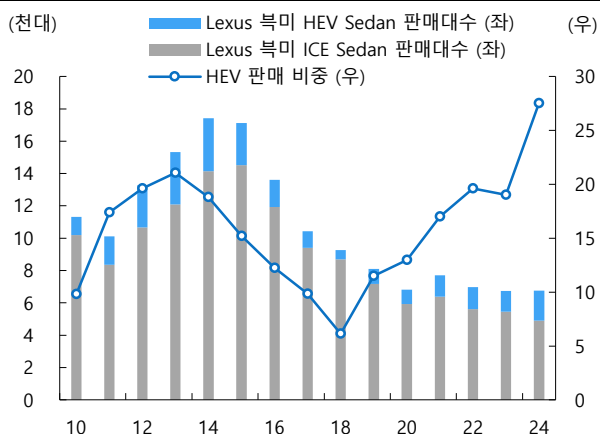
HEV PT를 탑재한 제네시스가 미국 시장에서 경쟁력을 가질 수 있는 배경은 현재 시장 내 유의미한 경쟁 업체는 Lexus가 유일하다는 점에서 출발한다. 미국 내 프리미엄 브랜드는 HEV 차량을 일부 판매 중이나, 이 중 60% 이상을 Lexus가 차지하고 있어 그 규모가 크지 않다. 또한 유럽 소재 프리미엄 브랜드의 경우 대부분 PHV 차량을 판매 중이기 때문에, 사실 풀하이브리드 시스템을 채택하고 있는 제네시스의 경쟁 대상이라고 보기 어렵다. 이처럼 결국 제네시스가 넘어야 할 산은 Lexus로 좁혀지는데, Lexus HEV 판매 동향에서 현대차가 나아가야 할 방향을 알아볼 수 있다. Lexus는 미국 전체 판매량 중 32.8%가 HEV로 구성된다. Lexus 미국 HEV 전체 판매 대수는 증가하고 있는 것처럼 보이나, 이를 차종별로 나눠보면 흥미로운 사실을 찾아볼 수 있다. 바로 Lexus Sedan HEV나 ICE 모두 판매대수가 감소분을 SUV가 상쇄하고 있다는 점이다. 이처럼 미국 프리미엄 HEV 시장 또한 SUV 중심의 수요를 보여주고 있으며, 제네시스 또한 GV 80~90 중심의 판매 전략이 유효할 것으로 판단된다.

그림24. 주요 프리미엄 브랜드 미국 HEV 판매량 추이: 대부분의 유럽 소재 프리미엄 브랜드는 PHV 차량을 판매하고, 대수 자체도 Lexus 대비 크지 않은 상황



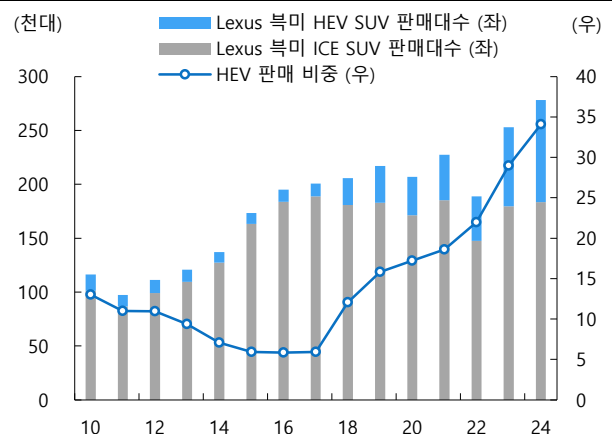
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림25. Lexus ICE, HEV Sedan 판매 대수 및 HEV 비중



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림26. Lexus ICE, HEV SUV 판매 대수 및 HEV 비중



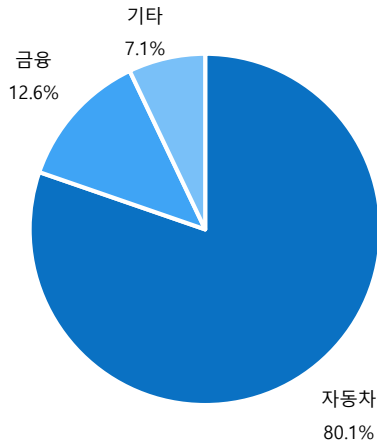
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

투자포인트 (3) 독특한 매출 구조에서 나오는 시너지

투자포인트 (3)-1: 금융 부문의 이익 기여도는 HCA를 중심으로 견조할 것

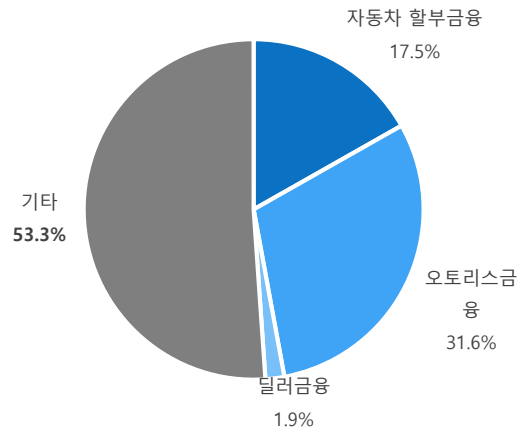
세 번째 투자포인트는 동사의 독특한 매출 구조에서 나오는 시너지가 관찰될 것이라는 점이다. 동사 금융 부문의 경우 현대캐피탈, 현대카드, HCA (Hyundai Capital America) 등이 주요 자회사로 구성되고, 할부, 리스 등 자동차금융 관련 사업을 영위 중이다. 이 중 HCA의 성장성이 인상적인데, HCA (현대캐피탈, 현대카드보다 높은 이익 기여도를 보임)는 HMA (현대차 미국 판매 법인)의 종속회사로써, 미국 현지 자동차 금융 서비스를 제공하는 업체다. 일반적으로 차량 판매 대수가 증가하면, 차량 구매를 위한 할부 금융 수요가 높아져 이에 따른 캐피탈 및 금융사의 관련 수익이 증가한다. 다만 미국의 경우 차량 구매 시 리스 비중이 높고, 이에 따른 조금은 독특한 현상이 관찰된다. 바로 HCA 수익성과 미국 중고차 가격이 동행한다는 점이다. 최초 차량 구매를 할 당시 리스 계약은 3~5년 뒤 차량의 잔존가치를 계산하고, 소비자는 MSRP와 잔존가치의 차액을 계약 기간에 걸쳐 지불한다. 그 후 HCA는 리스 계약이 끝난 차량을 중고차 시장에 판매해야 하고, 중고차 시장에서 인정받는 현대차의 잔존가치가 높을수록 이는 곧 HCA 수익으로 연결된다. 물론 미국 중고차 업황이 좋지 않다면 반대로 리스 만기 차량을 판매할수록 손실이 쌓이는 구조이다. 2020년 COVID-19에 따른 자동차 공급 대란은 곧 중고차 가격 급등으로 이어졌고, 이에 따라 HCA 순이익률이 11~13%에 근접했던 시기가 이와 같은 구조를 보여준다. 2024년 기준 HCA의 부문별 매출액 비중은 자동차 할부 금융 17.5%, 오토리스금융 31.6%, 달러 금융 1.9%, 기타 53.3%로 구성되는데, 기타 매출액 중 상당 부분이 위와 같은 비즈니스 모델인 것으로 추정된다. 미국 중고차 가격은 코로나 당시 폭등한 후 어느정도 안정세에 들어선 것으로 판단되고, 현대차는 차량 잔존가치 안정화를 위해 브랜드력 관리에 나서고 있다. HCA의 손익 관련 리스크 중 하나는 자동차 리스 원리금 연체율이다. 경기 둔화 및 신용 리스크 발발로 연체율이 높아질 것으로 전망되면, HCA는 관련 대손상각충당금을 쌓아야 하고, 이는 판매관리비 증가로 연결된다. 다만 HCA는 신용 우수 고객 비중을 뜻하는 Prime Ratio을 높여가며 이를 최소화하고 있고, 이에 따른 HCA 관련 손익 또한 2026년에도 안정적으로 금융 부문 매출에 기여할 것으로 전망한다.

그림27. 2024년 기준 현대차 연결 영업이익 구성



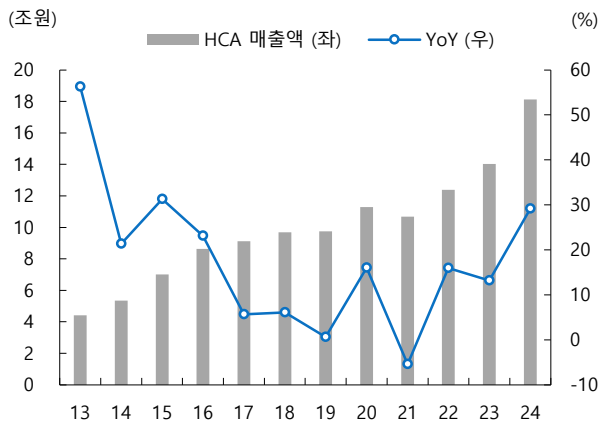
자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림28. 2024년 기준 HCA 매출액 구성



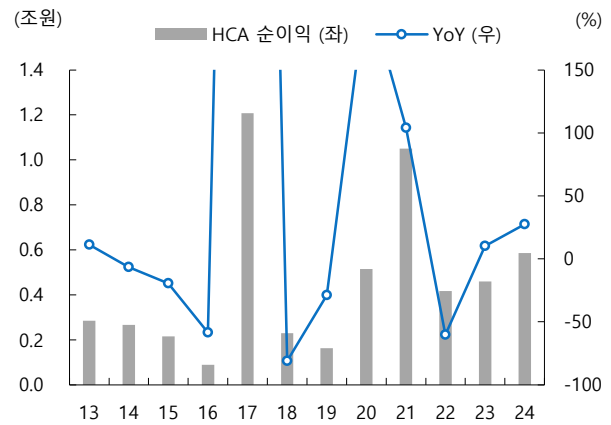
자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림29. 현대차 HCA 매출액 및 YoY 추이



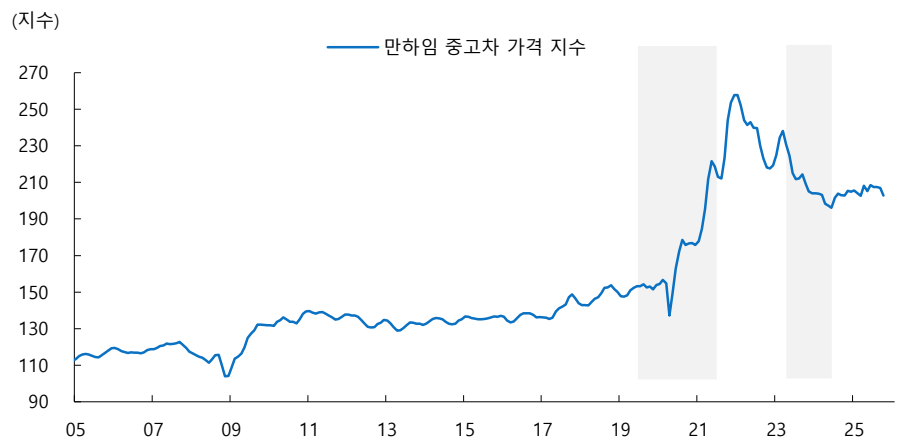
자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림30. 현대차 HCA 순이익 및 YoY 추이



자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림31. 만하임 중고차 가격 지수 추이: 과거 중고차 가격 급등락 구간을 제외하면 안정적인 흐름을 보여주고 있는 주요 중고차 가격 지표, 이를 통해 안정적인 HCA 실적 전망

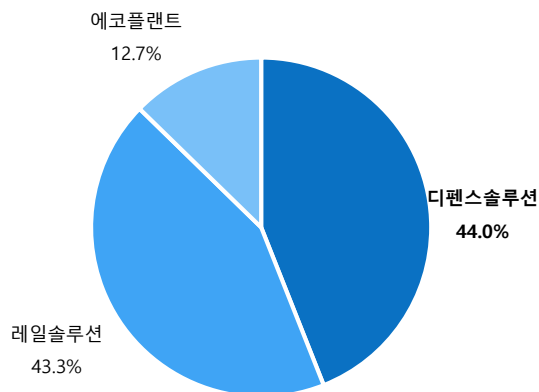


자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

투자포인트 (3)-2: 글로벌 전차 구매 수요 증가에 따라 기타 부문 또한 견조

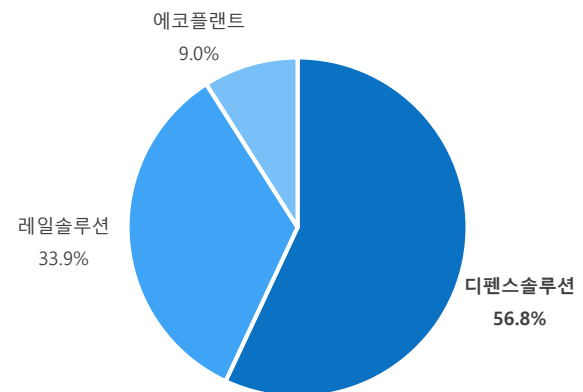
2025년 3분기 기준 현대차는 현대로템 지분 34%를 보유하고 있고, 연결 재무제표 반영 대상임과 동시에 기타 부문을 구성하는 주요 업체이다. 본디 현대로템의 사업부 디펜스솔루션, 레일솔루션, 에코플랜트 등으로 나뉘지고, 이 중 철도를 제작하는 레일솔루션, K 계열 전차를 생산하는 디펜스솔루션 사업부가 거의 유사한 매출 비중을 보여주고 있었다. 실제로 2023년 기준 현대로템 사업부별 매출 비중은 디펜스솔루션 44% 레일솔루션 43% 에코플랜트 12.7% 등으로 구성되었다. 그런데 2024년 기준 디펜스솔루션 매출 비중은 53.8%로 상승했고, 2027년이 되면 이는 68%까지 증가할 것으로 시장은 예상하고 있다. 러-우 전쟁으로 촉발된 주요 유럽 국가의 재무장 기조 및 기타 지역의 전차 교체 주기가 도래함에 따라 글로벌 권역에서 전차 구매 수요가 높는데, 이를 충족할 수 있는 생산 CAPA를 가지고 있는 업체는 현대로템이 유일하다. 따라서 K2 전차 수주 증가에 따른 방산 부문 매출 기여도는 계속해서 우상향 할 것으로 예상된다. 또한 방산 부문의 높은 사업 이익은 곧 전사 수익성으로 연결되고 있어, 이는 당분간 현대차 연결 실적의 하방을 받칠 것으로 전망한다.

그림32. 2023년 기준 사업부별 매출액 구성



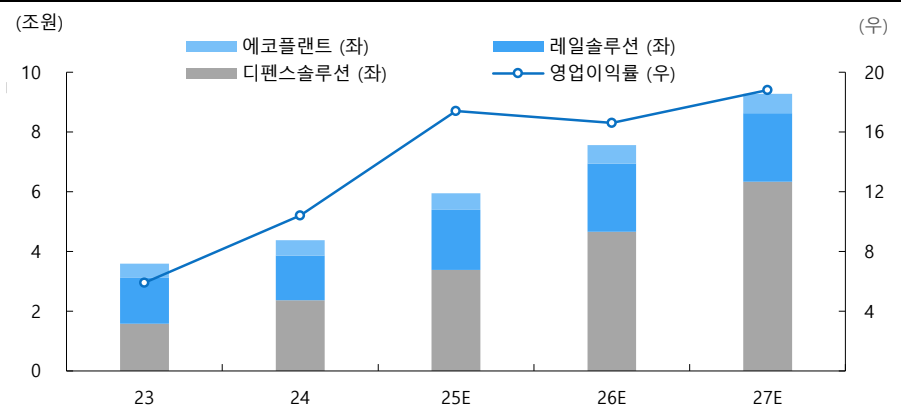
자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

그림33. 2024년 기준 사업부별 매출액 구성



자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

그림34. 현대로템 사업부별 매출액 및 전사 영업이익률 전망



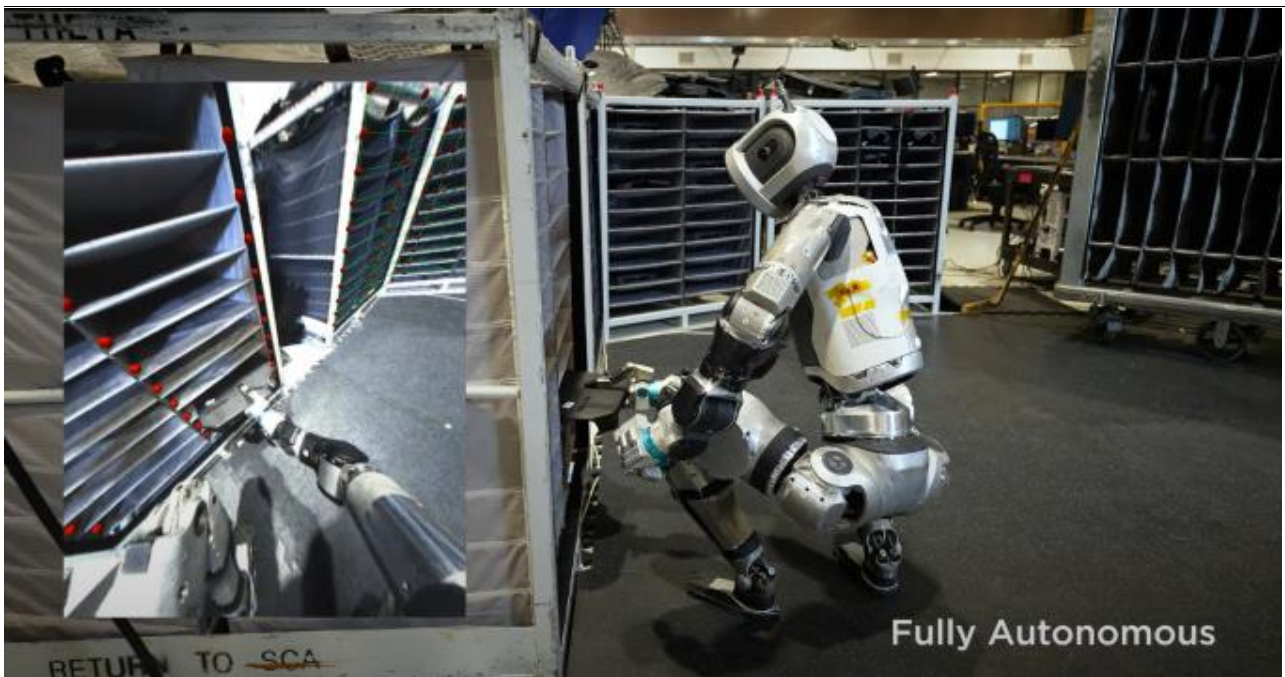
자료: 현대로템, iM증권 리서치본부 추정

투자포인트 (4): 휴머노이드, 스마트카에 대한 기대감이 향한다

투자포인트 (4)-1: Boston Dynamics 실증 사업은 2026년부터 본격화

네 번째 투자포인트는 휴머노이드, 스마트카에 대한 기대감이 현대차로 향한다는 점이다. 이미 Boston Dynamics의 New Atlas의 경우 완성차 조립 공정 내 일반적인 작업을 학습하는 과정에 있다. 아래 그림을 살펴보면, New Atlas는 트레이에 보관된 선반을 이동시키는 작업을 시연하고 있다. 실제로 완성차 공정 내에서 많이 찾아볼 수 있는 작업인데, 예를 들어 현대모비스 공장에서 완성된 주요 모듈이 AMR (Autonomous Mobile Robot)을 통해 현대차 조립 라인으로 이동되면, 작업자가 해당하는 모듈을 차량에 장착하는 방식이다. 즉 Boston Dynamics는 개발 과정의 초점을 현대차그룹 공정 내 활용으로 설정하고 있다. 또 하나 인상적인 점은 이 과정에서 엔지니어의 개입 및 실시간 조작이 없었다는 점이다. Boston Dynamics의 구형 Atlas를 떠올려 보면, 굉장히 역동적인 동작이 가능한 하드웨어 능력을 갖추었으나 엔지니어의 실시간 조작에 의존하다는 점이 명확한 한계로 지적 받고는 했다. 2026년 예정되어 있는 New Atlas의 HMGMA 투입을 기점으로 관련 데이터 수집 속도가 빨라지고, 더불어 작업 범위 및 속도 또한 개선될 수 있을 것으로 전망된다. 또한 이와 같은 Boston Dynamics의 기술 행보는 곧 현대차의 밸류에이션 상승으로 연결될 가능성이 매우 높다.

그림35. 모듈 이동 공정을 외부 개입 없이 스스로 가능함을 보여주고 있는 New Atlas

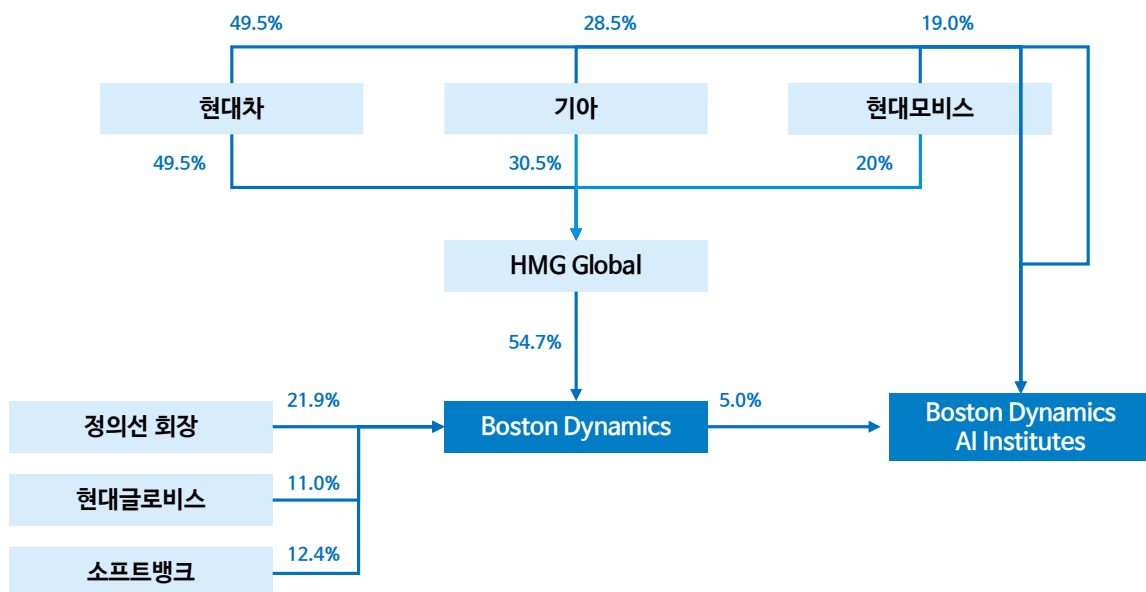


자료: 현대차그룹, iM증권 리서치본부

투자포인트 (4)-2: Boston Dynamics 지분 보유 가치 부각 전망

또한 현대차가 보유하고 있는 Boston Dynamics 지분 가치에 대한 시장의 관심이 높아질 가능성 또한 존재한다. 2025년 기준 현대차와 기아는 HMG Global의 지분을 각 49.5%, 30.5% 보유하고 있다. HMG Global은 현대차그룹이 2022년 신사업 투자 관리를 위해 설립한 법인이다. 현대차그룹은 2021년 Boston Dynamics의 지분 80%를 Softbank로부터 매입한 후, 이를 HMG Global로 이관했다. HMG Global은 Boston Dynamics 지분을 54.7% 보유하고 있어 실질적으로 현대차와 기아는 각 27.1%, 16.7% 수준의 Boston Dynamics 지분을 보유하고 있다. 즉 Boston Dynamics 상장 시 (Figure AI, Unitree Robotics 간의 기업가치 밴드 평균인 290억달러 가정), 현대차, 기아의 Boston Dynamics 지분 보유 가치는 각 11조, 6조 수준이다. Boston Dynamics의 사업 모델이 국내 완성차 업체들과 어떤 시너지가 있을지에 대한 시장의 이해는 아직 부족하다. 그럼에도 도합 휴머노이드 업체의 17조 정도의 지분을 보유하고 있다는 사실은 기타 OEM 대비 현대차에게 Multiple Premium을 부여할 근거로 충분하다.

그림36. Boston Dynamics 지분 구성 모식도



자료: iM증권 리서치본부

그림37. Boston Dynamics 상장시 지분가치 비교

	2025년 기준 지분율	지분 가치	원화 환산액 (십억원)
현대차	27.1	78.59	11,003
기아	16.7	48.43	6,780
현대모비스	10.9	31.61	4,425
현대글로비스	11	31.9	4,466
정의선 회장	21.9	63.51	8,891
소프트뱅크	12.4	35.96	5,034

자료: iM증권 리서치본부

2026년 실적 전망 및 Valuation

당사는 현대차 2026년 매출액 199.4조원 (+6.6%YoY), 영업이익 14.1조원 (+13.7% YoY)을 전망하며 근거는 아래와 같다. 매출액의 경우 1) 펠리세이드를 중심으로 한 미국 하이브리드 판매 호조, 2) GST 인하에 따른 인도 업황 반등 및 신차 출시 효과 등에 기인하고, 영업이익의 경우 1) 자동차 관세 15% 확정에 따른 연간 관세 부담액 축소, 2) 크레딧 정책에 따른 관세 환입 가능성에 따른다.

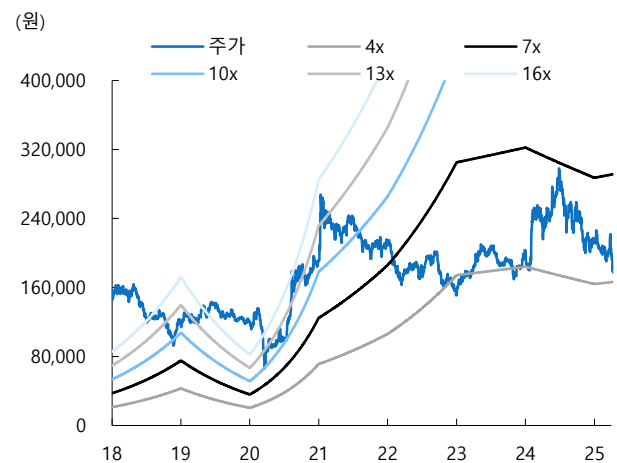
투자 의견 BUY, 목표주가 340,000원으로 커버리지를 개시하고 추가 상승 여력은 32.0%이다. 2026년 EPS 45,034원, 글로벌 Peer 완성차 업체 12M Fwd P/E에 10%에 할증을 부여한 P/E 7.5배를 Target Multiple로 설정했다. 이는 1) 하이브리드 신차 출시 및 기술 경쟁력에 따른 북미 M/S 증가, 2) 스마트카 자체 개발 가능성 남아있는 유일한 레거시 완성차 OEM이라는 점에 근거하고 있다.

그림38. 현대차 Valuation Table

(단위: 원, 배, %)		비고
(A) EPS	45,034	12M Fwd EPS
(B) Target Multiple	7.5	글로벌 피어 평균 Fwd P/E 10% 할증
- 적정주가	337,755	(A)*(B)
목표주가	340,000	
현재주가	257,500	2025-11-24 종가 기준
상승여력	32.0	

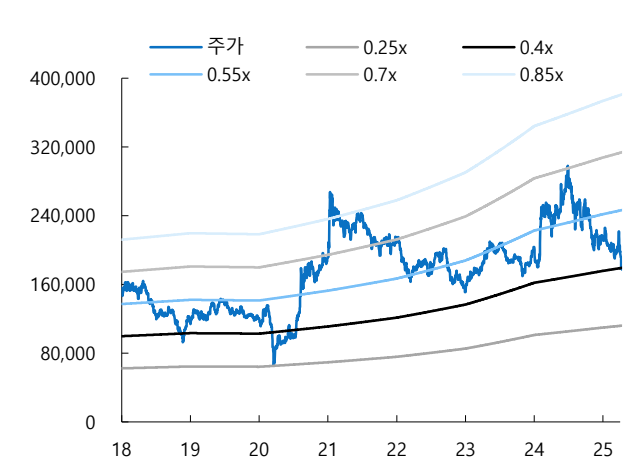
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림39. 현대차 12개월 선행 P/E Chart



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림40. 현대차 12개월 선행 P/B Charts



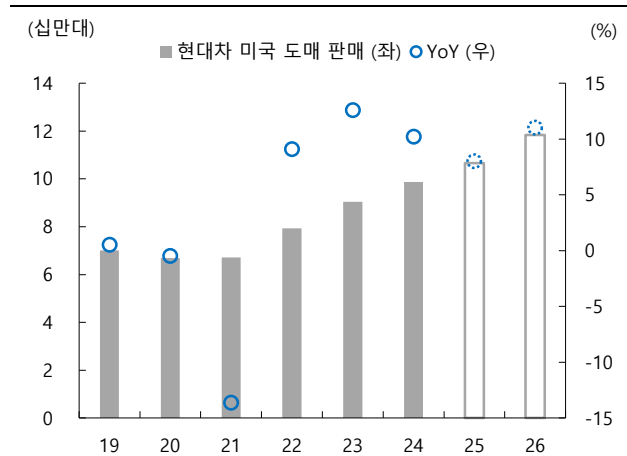
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림41. 현대차 분기 및 연간 실적 테이블

(억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	406,590	450,210	429,279	466,235	444,075	482,870	467,210	477,954	1,752,314	1,872,109	1,994,993
자동차	317,180	352,380	340,188	357,502	347,180	370,300	367,150	368,277	1,367,250	1,452,907	1,556,743
금융	66,559	71,050	64,973	81,883	73,980	82,690	71,890	81,507	284,465	310,067	325,570
기타	22,846	26,780	24,118	26,850	22,915	29,880	28,170	28,170	100,594	109,135	112,680
YoY	7.6	6.6	4.7	11.9	9.2	7.3	8.8	2.5	22.9	6.8	6.6
자동차	3.5	4.4	5.3	6.8	9.5	5.1	7.9	3.0	20.2	6.3	7.1
금융	30.8	23.6	10.1	44.6	11.1	16.4	10.6	-0.5	42.0	9.0	5.0
기타	11.8	-2.1	-13.5	5.5	0.3	11.6	16.8	4.9	14.7	8.5	3.2
매출총이익	84,282	97,377	84,975	90,861	89,793	91,102	82,840	81,252	357,495	344,987	393,297
YoY	9.1	9.5	0.4	7.6	6.5	-6.4	-2.5	-10.6	26.2	-3.5	14.0
GPM	20.7	21.6	19.8	19.5	20.2	18.9	17.7	17.0	20.4	18.4	19.7
영업이익	35,574	42,790	36,336	27,695	36,336	36,015	25,370	26,170	142,395	123,891	140,893
자동차	29,990	37,230	24,841	22,053	28,586	26,915	17,110	18,414	114,114	91,025	104,576
금융	4,250	5,610	4,350	3,742	5,705	6,534	5,032	5,298	17,952	22,569	23,590
기타	2,320	2,900	2,679	2,160	2,044	2,711	2,817	2,958	10,059	10,530	11,127
YoY	-1.1	1.0	-4.9	-20.2	2.1	-15.8	-30.2	-5.5	44.4	-13.0	13.7
자동차	-1.8	-3.0	-19.7	-18.0	-4.7	-27.7	-31.1	-16.5	51.1	-20.2	14.9
금융	15.4	32.0	13.6	78.7	34.2	16.5	15.7	41.6	-2.7	25.7	4.5
기타	35.7	-14.7	-17.6	-5.3	-11.9	-6.5	5.2	36.9	72.8	4.7	5.7
OPM	8.7	9.5	8.5	5.9	8.2	7.5	5.4	5.5	8.1	6.6	7.1
자동차	9.5	10.6	7.3	6.2	8.2	7.3	4.7	5.0	8.3	6.3	6.7
금융	6.4	7.9	6.7	4.6	7.7	7.9	7.0	6.5	6.3	7.3	7.2
기타	10.2	10.8	11.1	8.0	8.9	9.1	10.0	10.5	10.0	9.6	9.9
세전이익	47,272	55,655	43,697	31,190	44,646	43,853	32,065	30,816	177,814	151,380	173,583
지배주주순이익	32,309	39,698	30,455	22,804	31,572	29,982	22,326	21,744	125,266	105,624	122,236
YoY	-2.4	22.7	-4.5	2.5	-2.3	-24.5	-26.7	-4.6	70.1	-15.7	15.7
NPM	7.9	8.8	7.1	4.9	7.1	6.2	4.8	4.5	7.1	5.6	6.1

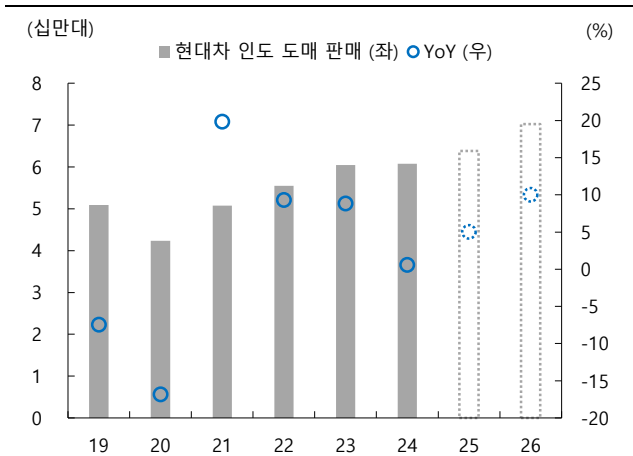
자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림42. 현대차 미국 연간 도매 판매 추이 및 전망



자료: 현대차, iM증권 리서치본부 추정

그림43. 현대차 인도 연간 도매 판매 추이 및 전망



자료: 현대차, iM증권 리서치본부 추정

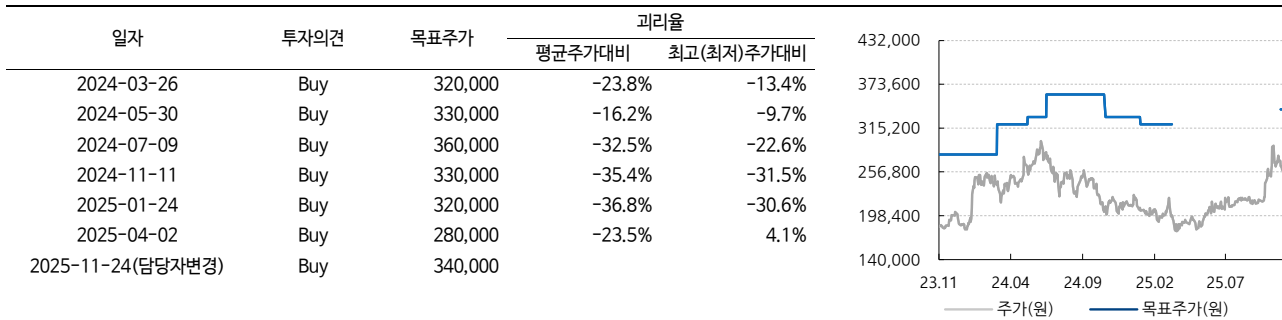
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	64,336	71,599	67,614	70,353	매출액	175,231	187,211	199,499	209,418
현금 및 현금성자산	19,015	22,236	15,609	16,121	증가율(%)	7.7	6.8	6.6	5.0
단기금융자산	11,275	11,613	11,961	12,320	매출원가	139,482	152,712	160,170	162,606
매출채권	12,396	13,308	14,046	14,641	매출총이익	35,749	34,499	39,330	46,812
재고자산	19,791	22,465	23,940	25,130	판매비와관리비	21,510	22,110	25,240	31,752
비유동자산	147,622	154,759	160,728	166,657	연구개발비	2,373	2,536	2,702	2,837
유형자산	44,534	47,251	49,085	51,009	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	7,683	9,762	11,437	12,859	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	339,798	344,123	351,145	359,812	영업이익	14,240	12,389	14,089	15,060
유동부채	79,510	80,793	82,489	84,187	증가율(%)	-5.9	-13.0	13.7	6.9
매입채무	12,550	13,408	14,288	14,998	영업이익률(%)	8.1	6.6	7.1	7.2
단기차입금	9,327	8,427	7,427	6,427	이자수익	981	1,096	893	921
유동성장기부채	26,742	26,939	26,939	26,939	이자비용	451	421	392	365
비유동부채	140,013	130,001	120,873	112,619	지분법이익(손실)	3,114	3,114	3,114	3,114
사채	96,134	86,521	77,869	70,082	기타영업외손익	-205	-204	-204	-204
장기차입금	24,286	23,800	23,324	22,857	세전계속사업이익	17,781	15,138	17,358	18,498
부채총계	219,522	210,794	203,362	196,806	법인세비용	4,232	4,239	4,860	5,179
지배주주지분	109,103	121,559	135,739	150,523	세전계속이익률(%)	10.1	8.1	8.7	8.8
자본금	1,489	1,489	1,489	1,489	당기순이익	13,230	11,160	12,498	13,318
자본잉여금	7,656	7,656	7,656	7,656	순이익률(%)	7.5	6.0	6.3	6.4
이익잉여금	96,596	103,944	112,930	122,428	지배주주귀속 순이익	12,527	10,562	12,224	12,879
기타자본항목	3,362	8,470	13,664	18,949	기타포괄이익	5,025	5,107	5,194	5,285
비지배주주지분	11,173	11,770	12,044	12,483	총포괄이익	18,255	16,267	17,692	18,604
자본총계	120,276	133,329	147,784	163,006	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	-5,662	33,303	38,036	39,893	주당지표(원)				
당기순이익	13,230	11,160	12,498	13,318	EPS	46,042	38,914	45,034	47,451
유형자산감가상각비	3,398	4,092	4,722	5,202	BPS	401,961	447,849	500,093	554,560
무형자산감가상각비	889	1,121	1,424	1,678	CFPS	61,799	58,120	67,677	72,798
지분법관련손실(이익)	3,114	3,114	3,114	3,114	DPS	12,000	12,000	12,000	12,500
투자활동 현금흐름	-14,623	-8,937	-8,711	-9,415	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-7,890	-6,809	-6,556	-7,126	PER	4.6	7.0	6.0	5.7
무형자산의 처분(취득)	-2,180	-3,200	-3,100	-3,100	PBR	0.5	0.6	0.5	0.5
금융상품의 증감	-7,789	-2,341	-2,459	-2,583	PCR	3.4	4.7	4.0	3.7
재무활동 현금흐름	19,493	-11,665	-10,990	-10,138	EV/EBITDA	9.7	10.2	8.7	7.6
단기금융부채의증감	-354	-703	-1,000	-1,000	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	19,650	-10,099	-9,128	-8,253	ROE	12.4	9.2	9.5	9.0
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	10.6	9.4	10.1	10.5
배당금지급	-3,913	-3,214	-3,214	-3,237	부채비율	182.5	158.1	137.6	120.7
현금및현금성자산의증감	-152	3,221	-6,626	512	순부채비율	104.9	83.9	73.1	60.0
기초현금및현금성자산	19,167	19,015	22,236	15,609	매출채권회전율(x)	15.8	14.6	14.6	14.6
기말현금및현금성자산	19,015	22,236	15,609	16,121	재고자산회전율(x)	9.4	8.9	8.6	8.5

자료 : 현대차, iM증권 리서치본부

현대차 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 본 위원은 현대차(005380)으로부터 일부 비용을 지원받아 미국 산업 시찰 행사(2025.09.16~2025.09.20)를 참석하였습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-09-30 기준]

매수	매수	매수
91%	91%	91%

기아 (000270)

2025.11.25

인도와 유럽이 힘을 내준다면 그 다음은 PBV

[자동차/로보틱스] 이상수
2122-9197 sang.su@imfnsec.com

기아 2026년 매출액 119.6조원, 영업이익 9.7조원 전망

기아는 1973년 소하리 공장 완공 이후 완성차 조립 사업을 영위 중인 업체다. 1998년 현대차그룹 편입 후 미국, 유럽, 신흥 시장으로 생산, 판매 거점을 확대했다. 높은 SUV 비중이 또한 특징이다 (2024년 미국 판매량 대비 76.4%).

당사는 기아 2026년 매출액 119.6조원 (+4.0%YoY) 영업이익 9.7조원 (12.6% YoY)을 전망하며 근거는 아래와 같다. 매출액의 경우 (1) 텔룰라이드를 중심으로 한 미국 하이브리드 판매 확대, (2) 인도 GST 인하 효과가 일찍이 나타나고 있다는 점 등에 기인한다. 영업이익의 경우 (1) 자동차 관세 15% 확정에 따른 연간 관세 부담액 축소, (2) 크레딧 정책에 따른 관세 환입 가능성 등에 근거한다.

투자포인트 (1): 이미 훌륭한 SUV, 하이브리드 믹스에 텔룰라이드까지

2024년 기준 기아 미국 판매 SUV 비중은 이미 75%에 달하고, 미국 하이브리드 판매 차량 전부가 SUV로 구성된다. 텔룰라이드는 2세대 출시를 앞두고도 올해 준수한 판매량을 보여주고 있는 대표적인 미국 전략 차종이다. 2026년부터 2세대 텔룰라이드가 본격적으로 판매될 것이고, 이에 따른 추가 믹스 개선이 기대된다.

투자포인트 (2): 결국 BEV가 중요한 유럽을 EV 풀라인업으로 공략

2024년 기준 유럽 친환경차 판매 비중은 HEV 18.2%, MHEV 36.8%, BEV 30.7%, PHV 14.3% 등으로 구성된다. MHEV는 기아 하이브리드 전략과 거리가 멀기 때문에, 결국 BEV 중심 유럽 경쟁력 확보가 필요하다. 현재 유럽 BEV 시장은 중국 업체와의 경쟁 심화가 관찰되고 있는 상황이지만, 기아는 EV2, EV4 등 볼륨 모델 중심의 2026년 유럽 신차 사이클로 이를 대응할 수 있을 전망이다.

투자포인트 (3): GST 인하 효과가 벌써부터 관찰되고 있는 중

2025년 10월 누적 기아 인도 판매량은 23.7만대로 전년 대비 10.3% 증가했다. 올해 9월부터 GST가 인하되었고, 조금씩 그 효과가 관찰되고 있다. 기아는 올해 카렌스 클라비스를 출시하며 SUV 믹스의 질을 높여가고 있었고, 2026년에는 시로스 EV 등 볼륨 모델 전기차 출시를 통해 외형 확대 기초를 이어갈 것이다.

투자포인트 (4): 기아의 색깔을 PBV로 선명하게 보여줄 수 있을 것

기아는 올해 9월부터 PBV 판매를 시작했고, 2030년 기준 글로벌 판매량 중 5.9%인 25만대 판매를 목표하고 있다. PBV의 특징은 모듈 공용화를 통해 여러 차종 제공이 가능한 Flexible Body System이다. 가변식 플랫폼의 장점은 고정비 절감, 높은 대당 이익 등이고, 이는 봉고부터 축적해온 동사의 경쟁력이다. 향후 PV5를 시작으로 이는 단순 상용을 넘어 다목적 차량으로 나아갈 전망이다.

목표주가 150,000원으로 커버리지 개시, 추가 상승 여력 35.0%

투자 의견 BUY, 목표주가 150,000원으로 커버리지를 개시하고 추가 상승 여력은 35.0%이다. 2026년 EPS 20,164원, 글로벌 Peer 완성차 업체 12M Fwd P/E에 10%에 할증을 부여한 P/E 7.5배를 Target Multiple로 설정했다. 이는 1) 하이브리드 신차 출시 및 기술 경쟁력에 따른 북미 M/S 증가, 2) 스마트카 자체 개발 가능성 남아있는 유일한 레거시 완성차 OEM이라는 점에 근거하고 있다.

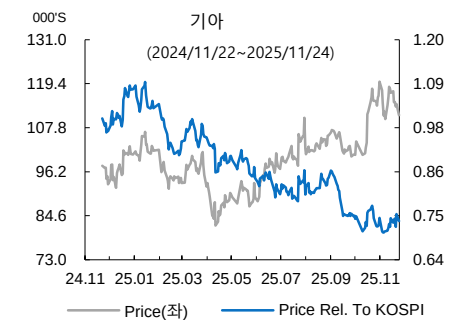
Buy (Initiate)

목표주가(12M)	150,000원(신규)
증가(2025.11.24)	111,100원
상승여력	35.0 %

Stock Indicator	
자본금	2,139십억원
발행주식수	39,379만주
시가총액	43,750십억원
외국인지분율	39.7%
52주 주가	82,000~119,900원
60일평균거래량	990,311주
60일평균거래대금	108.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.3	6.0	27.6	13.6
상대수익률	-0.9	-15.4	-20.8	-40.2

Price Trend



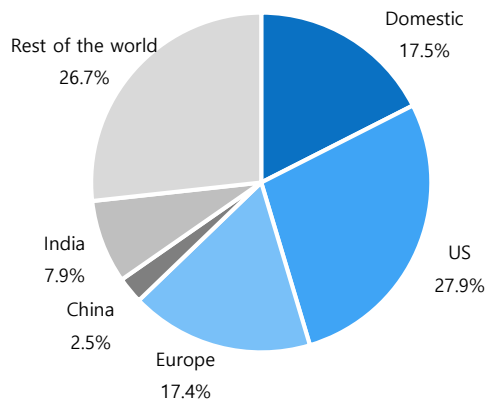
FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	107,449	115,000	119,613	125,658
영업이익(십억원)	12,667	8,683	9,776	10,594
순이익(십억원)	9,773	7,333	8,019	8,626
EPS(원)	24,413	18,440	20,164	21,691
BPS(원)	140,395	157,520	176,369	196,745
PER(배)	4.1	6.4	5.8	5.4
PBR(배)	0.7	0.7	0.7	0.6
ROE(%)	19.1	12.4	12.1	11.6
배당수익률(%)	6.5	5.5	5.5	5.5
EV/EBITDA(배)	1.4	2.3	1.8	1.5

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

SUV와 상용차량으로 몸집을 키워온 기아

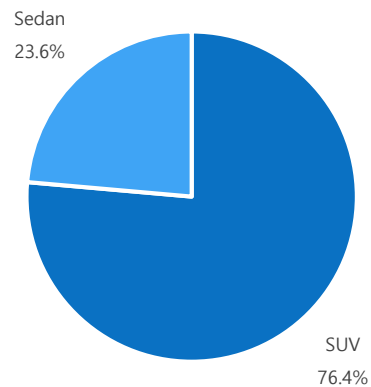
기아는 SUV와 상용차 등으로 제품군을 확장하며 국내 2위 완성차 업체로 자리매김했다. 1998년 현대자동차그룹에 편입된 이후 미국, 유럽 등 글로벌 각지로 생산 및 판매 거점을 확대했다. 2024년 기준 기아의 도매 판매 지역별 비중은 한국 17.5% 미국: 27.9%, 유럽 17.4%, 인도 7.9%, 중국 2.5% 등으로 구성된다. 2024년 기아 미국 판매 차량 중 76.4%가 SUV로 구성되며, 특히 BEV 및 HEV 등 친환경 차량 포트폴리오가 거의 모두 SUV로 구성된다.

그림1. 2024년 기준 기아 도매 판매 지역 비중



자료: 기아, iM증권 리서치본부

그림2. 2024년 기준 기아 미국 판매 SUV 믹스 비중

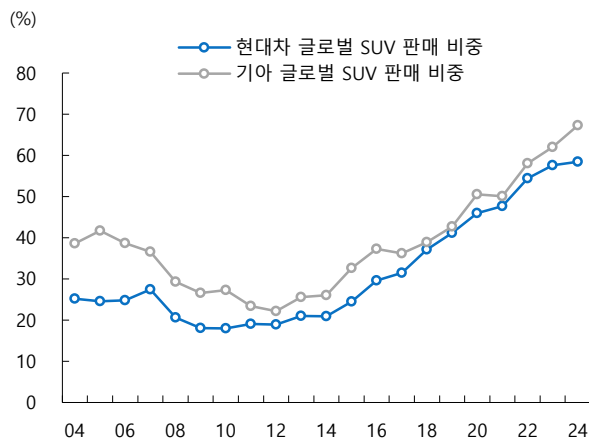


자료: 기아, iM증권 리서치본부

기아라는 회사를 가장 잘 설명할 수 있는 단어 SUV, 높은 수익성의 비결

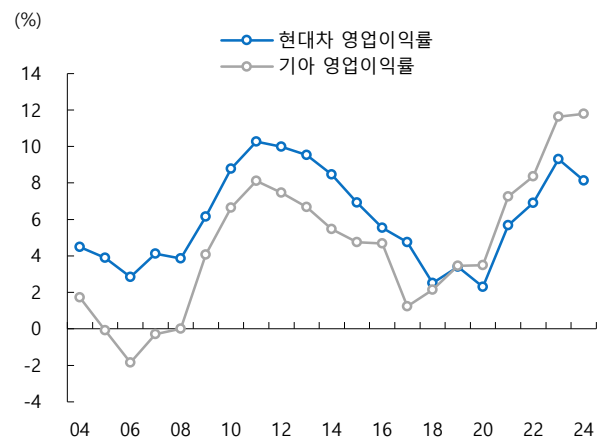
기아라는 회사를 가장 잘 설명할 수 있는 단어는 역시 SUV이다. 미국 관세 영향을 제외하면 동사 영업이익률은 현대차를 여전히 상회하고 있는데, 이는 바로 기아의 높은 SUV 판매 비중에 따른 믹스 개선 효과로 알려져 있다. 다만 기아의 SUV 판매 비중은 항상 현대차보다 높았으나, 영업이익률 역전 현상이 관찰되는 것은 채 5년이 되지 않았다. 이는 미국 시장 M/S 확대에 따른 영향도 존재하고 (높은 MSRP), 2010년대부터 그룹 단위에서의 기아 성장 전략이 변화되었다는 점도 무시할 수 없다. 현대차그룹은 2000년대 초반 20~30개에 달하던 플랫폼 수를 2024년 현재 7~8개 수준으로 통합했는데, SUV와 세단 또한 같은 플랫폼을 공유하기도 한다. 물론 동일 플랫폼을 활용하더라도 서스펜션 구조를 위한 재료비 등 일부 변동비가 추가 발생하겠지만, SUV MSRP가 세단 대비 20~30% 정도 높다는 수익성 증대효과에 비하면 그 영향은 크지 않다.

그림3. 기아, 현대차 글로벌 SUV 판매 비중 추이



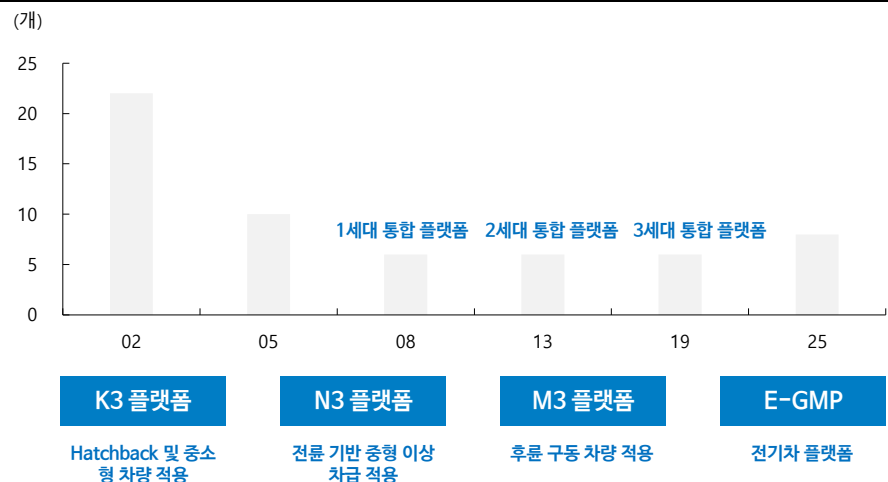
자료: DART, iM증권 리서치본부

그림4. 기아, 현대차 영업이익률 추이



자료: DART, iM증권 리서치본부

그림5. 현대차그룹의 차량 플랫폼은 통폐합을 거침. 세단과 SUV가 같은 플랫폼을 공유하는데, SUV에 수반되는 재료비는 사실상 크지 않아 믹스에 따른 수익성 효과가 큰 것



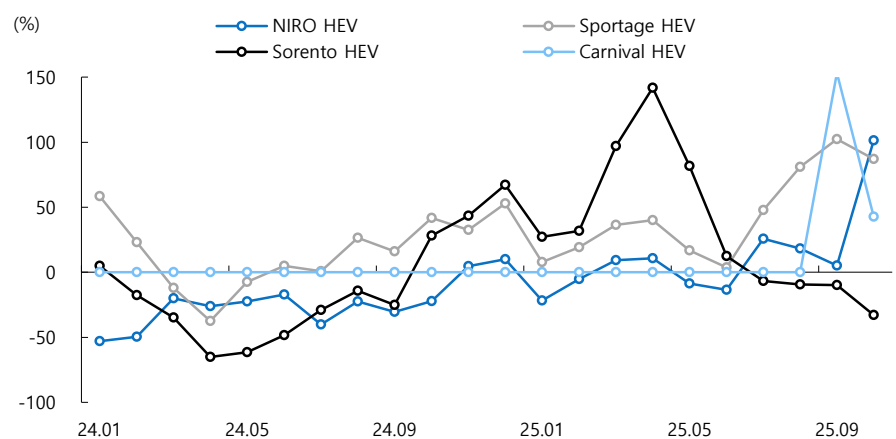
자료: iM증권 리서치본부

투자포인트 (1): 훌륭한 SUV, 하이브리드 믹스에 텔룰라이드까지

투자포인트 (1)-1: 미국 하이브리드 판매량은 증가 중이나, 편중 현상 존재

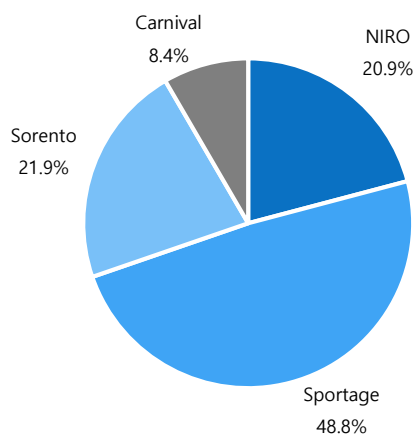
첫 번째 투자포인트는 이미 훌륭한 미국 SUV 및 하이브리드 믹스에 2세대 텔룰라이드가 힘을 더 보탬 것이라는 점이다. 2024년 기준 기아 미국 판매량 중 SUV 비중은 75.4% 수준이고, 하이브리드 차종은 10.8%를 구성하고 있다. 또한 기아 미국 하이브리드 판매 차량은 전부 SUV 이상 차종으로 구성된다. 2025년 10월 누적 기준 기아 미국 하이브리드 판매량은 11.2만대 (+28.9% YoY)를 기록했다. 현재 기아의 미국 하이브리드 판매 차량은 니로, 스포티지, 소렌토, 카니발 등으로 구성되고, 판매량의 약 50%를 소렌토가 차지하고 있다. 다만 올해 5월 들어 소렌토 HEV의 성장성이 조금씩 주춤하고 있다. 전년 동기 워낙 높은 판매대수를 보여준 영향도 있겠으나, 분명 경쟁 차종 판매 확대에 따른 점유율 감소 현상이 조금씩 나타나고 있는 것으로 판단된다.

그림6. 기아 미국 주요 하이브리드 차량별 판매대수 YoY



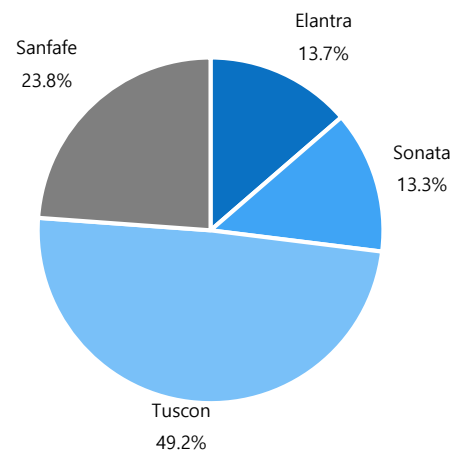
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림7. 2024년 기준 기아 미국 하이브리드 판매 차종 구성



자료: 기아, iM증권 리서치본부

그림8. 2024년 기준 현대차 미국 하이브리드 판매 차종 구성

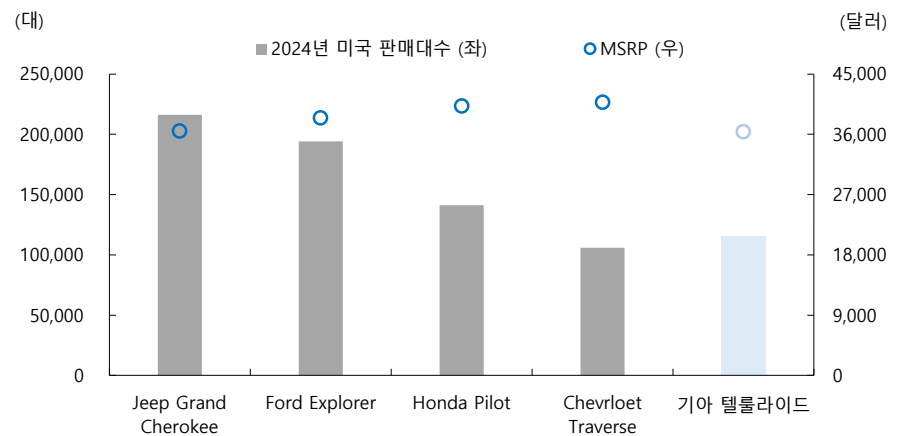


자료: 기아, iM증권 리서치본부

투자포인트 (1)-2: 미국 미드쉽 사이즈 SUV 시장 공략이 가능한 텔물라이드

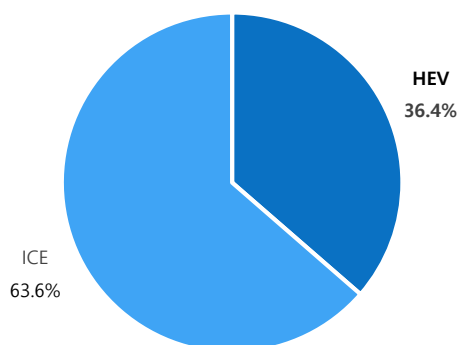
쏘렌토는 2000년대 초반 기아의 사업 구도를 정상궤도에 안착시킨 구원 투수였음은 분명하나, 미국 미드 사이즈 SUV 시장을 공략하기에는 내부 공간 등과 같은 차량 제원에서 내재적 한계가 있는 것은 사실이다. 현재 미국 미드사이즈 SUV 시장은 Ford Explorer, JEEP Grand Cherokee, Honda Pilot, Toyota Highlander 등으로 구성되고, 기아의 텔물라이드와 현대차의 펠리세이드가 이에 포함된다. 2024년 기준 미국 판매량 규모는 텔물라이드가 경쟁 업체 대비 상대적인 열위에 있어 보이나, 기아는 수출 물량 및 현지 생산 확대를 통해 2026년 신형 텔물라이드 판매를 대폭 늘리겠다는 계획이다. 또한 이 중 Toyota Highlander 및 Grand Highlander를 제외한 경쟁 업체는 HEV PT를 제공할 수 없다는 점도 긍정적이다. Honda는 Pilot HEV를 빨라도 2027년에 출시할 수 있을 전망이고, 기타 업체의 경우 HEV 출시 자체가 힘들 것이다. 이와 반면 기아 텔물라이드는 당장 2026년부터 HEV PT를 제공할 예정이며, 이는 곧 동사 HEV, SUV 믹스 개선에 따른 ASP 상승 효과로 연결될 것이다.

그림9. 미국 주요 미드 사이즈 SUV 차종 판매대수 및 MSRP



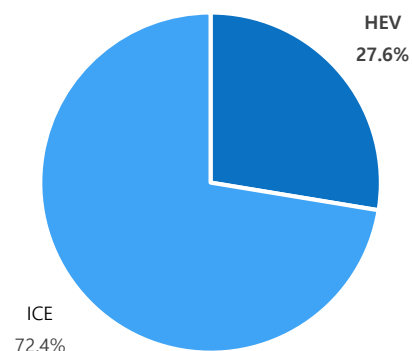
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림10. 2024년 Toyota Grand Highlander 미국 판매 차종 분석



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림11. 2024년 Toyota Highlander 미국 판매 차종 분석



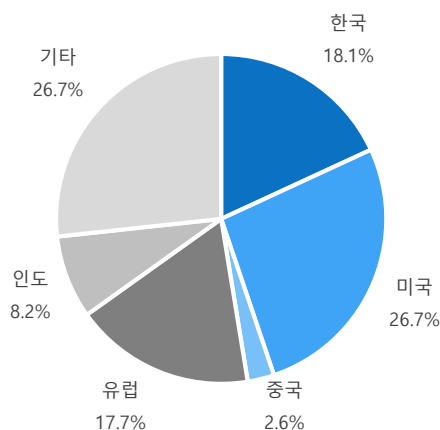
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

투자포인트 (2): 결국 BEV가 중요한 유럽을 EV 플라인업으로 공략

투자포인트 (2)-1: 경쟁사 대비 높은 유럽 매출 비중, BEV 중심 대응이 필요

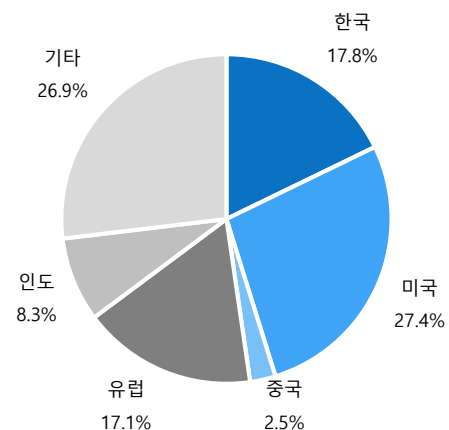
두 번째 투자포인트는 유럽 BEV 수요를 신차 사이클로 대응할 것이라는 점이다. 2024년 기준 기아의 유럽 소매 판매 비중은 17.7%, 2025년 10월 누적 기준으로 살펴봐도 17.1% 등에 달한다. 현대차의 경우 유럽 매출 비중이 10%를 약간 상회하기 때문에, 유럽 수요 변화에 따른 영향은 동사에게 끼치는 영향이 더 크다. 2025년 10월 누적 기준 기아 유럽 소매 판매량은 43.7만대를 기록하며 전년 동기 대비 -3.9% 감소했고, 이는 중국 OEM과의 경쟁 심화에 따른 여파로 보인다. 다만 2H25부터 역성장세가 점차 둔화되고 있는 모습인데, 이는 기아 친환경차의 성장세에 기인한다. 기아의 친환경차 구성은 HEV 43%, PHEV 12% BEV 45% 등으로 이루어져 있고, 최근 성장세는 BEV가 주도하고 있는 중이다.

그림12. 2024년 기준 기아 지역별 소매 판매 비중



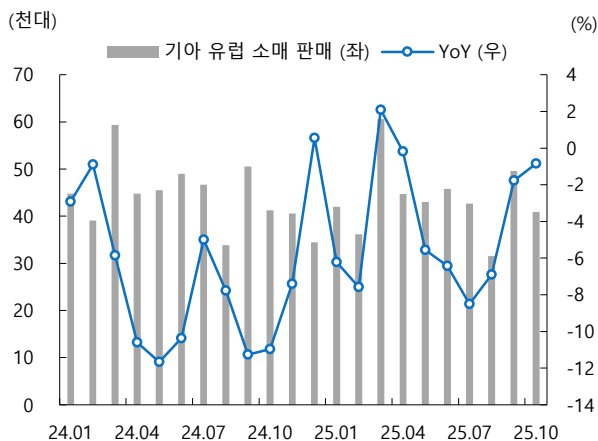
자료: 기아, iM증권 리서치본부

그림13. 2025년 10월 누적 기준 기아 지역별 소매 판매 비중



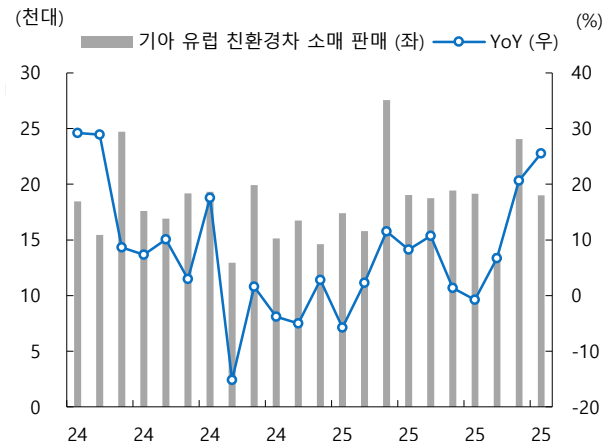
자료: 기아, iM증권 리서치본부

그림14. 기아 유럽 소매 판매 및 YoY



자료: 기아, iM증권 리서치본부

그림15. 기아 유럽 친환경차 소매 판매 및 YoY



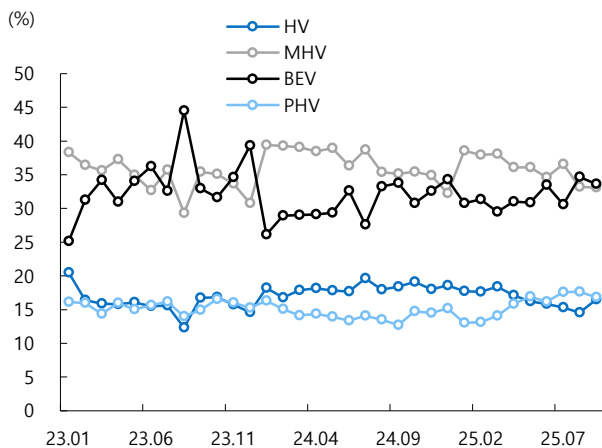
자료: 기아, iM증권 리서치본부

투자포인트 (2)-2: 2026년 EV2 출시를 통해 완성될 EV 풀라인업

2024년 기준 주요 유럽 친환경차 시장은 BEV 30%, MHV 35%, HV 15%, PHEV 15% 등으로 구성되나, 최근 BEV 수요 비중이 높아지고 있다. 유럽 전기차 수요는 조금씩 반등하는 모습을 보여주고 있고, BYD 등 주요 업체들은 현지 생산 물량 확대를 통해 시장 진출을 본격화하고 있다. 또한 MHV의 경우 동사 하이브리드 전략과 거리가 있기 때문에, BEV 수요 대응이 무엇보다 중요하다.

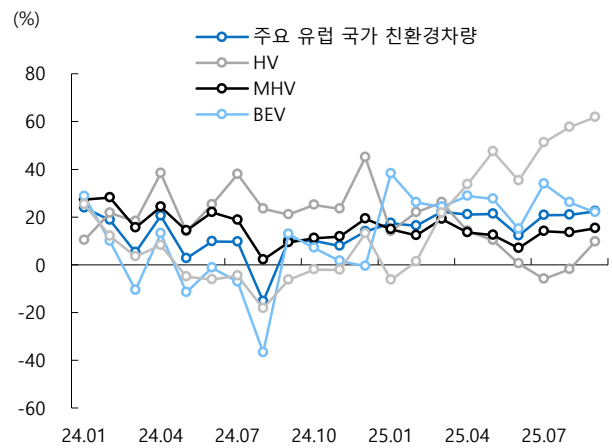
현재 기아가 유럽 권역에서 판매중인 EV 차량은 Soul, NIRO, EV3, EV4, EV6, EV9 등이 대표적이다. 2026년 기아는 EV2를 출시할 계획으로, 이를 바탕으로 전 세그먼트에 걸친 전기차 라인업을 완성할 전망이다. 이 중 볼륨모델로 구분되는 EV2, EV4의 성장성이 특히 중요할 것이고, 기아는 2027년까지 EV2 10만대, EV4 8만대 현지 생산 체제 (슬로바키아 공장)를 갖출 계획이다. 기아 유럽 인센티브는 경쟁 심화에 따라 상당히 높아진 상황인데, 이와 같은 EV에 더해 ICE, HEV 신차 출시 또한 예정되어 있어 이를 통한 동사 인센티브 절감 효과도 기대된다.

그림16. 주요 서유럽 국가 친환경차 PT별 판매 비중



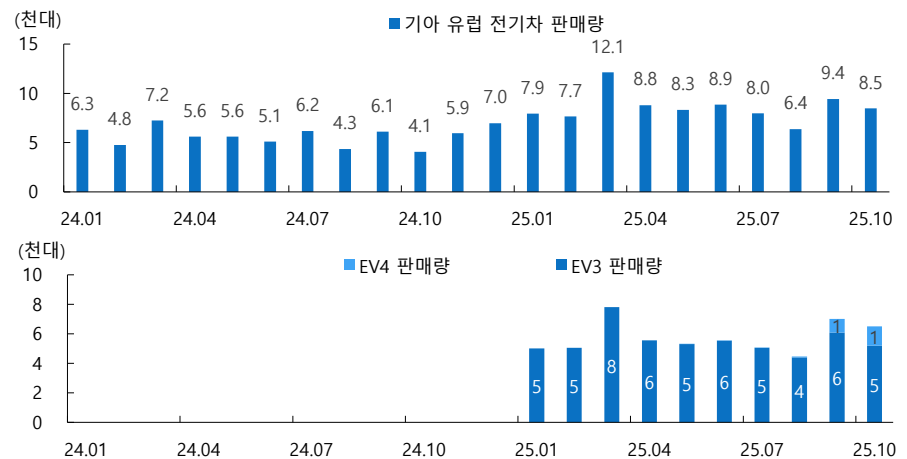
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림17. 주요 서유럽 국가 PT별 판매 대수 YoY



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림18. 최근 기아 전기차 판매 대수 증가는 신차 출시 효과에 기인하고, 2026년도 이와 유사할 것



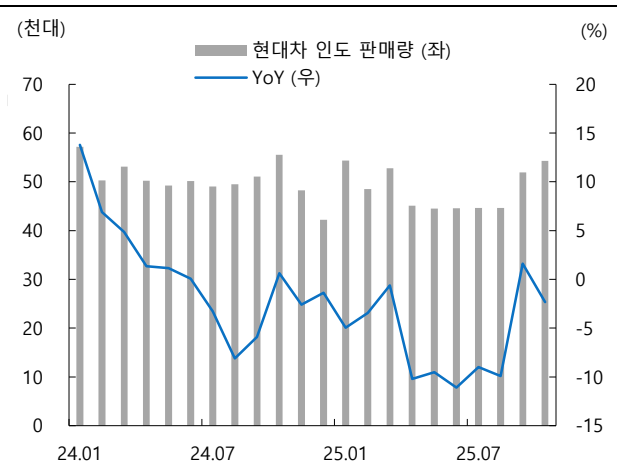
자료: 기아, iM증권 리서치본부

투자포인트 (3): GST 인하 효과가 벌써부터 관찰되고 있는 중

투자포인트 (3)-1: GST 인하 후 업황 반등세가 관찰되고 있는 인도 시장

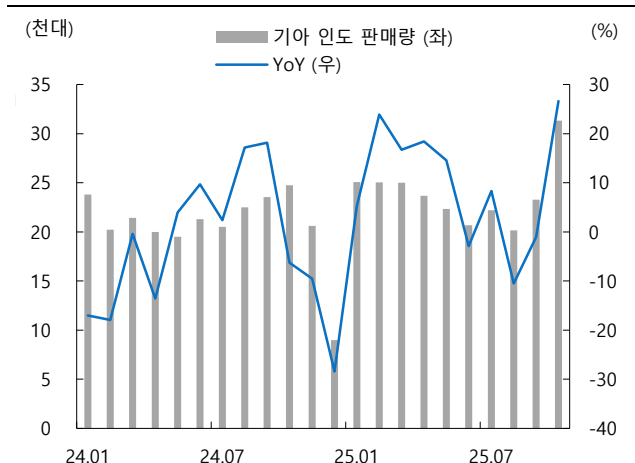
세 번째 투자포인트는 GST 인하효과가 벌써부터 관찰되고 있다는 점이다. GST (Goods and Services Tax)는 일종의 부가가치세이며, 인도 내 차량 구매 시 부과되는 GST는 일반적으로 28% 수준이었다. 2025년 9월 22일부터 승용차 GST가 18%로 인하되었고, 연초부터 GST 인하에 대한 기대감이 높아 소비자들 사이에서 GST 인하 후 차량 구매를 미뤘던 탓에 인도 자동차 업황은 썩 않았던 것이 사실이다. 다만 기아는 2025년 10월 누적 기준 인도 판매량 22.4만대를 기록하며 전년 대비 11.2% 증가했다. 이는 Syros, Carens Clavis 등의 신차 출시에 따른 영향도 있겠지만, Sonet 등 기존 기아 인도 전략 차종의 판매 호조 또한 관찰되는 등 인도에서 GST 인하 효과가 조금씩 나타나고 있다.

그림19. 현대차 인도 월별 판매량 추이



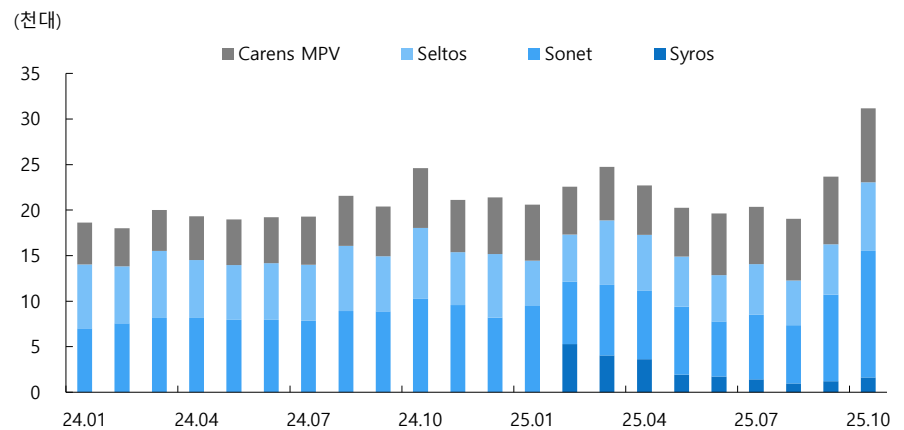
자료: 기아, iM증권 리서치본부

그림20. 기아 인도 월별 판매량 추이



자료: 기아, iM증권 리서치본부

그림21. 최근 기아 인도 판매 대수 증가는 신차 출시 효과에 기인하고, 2026년도 이와 유사할 것

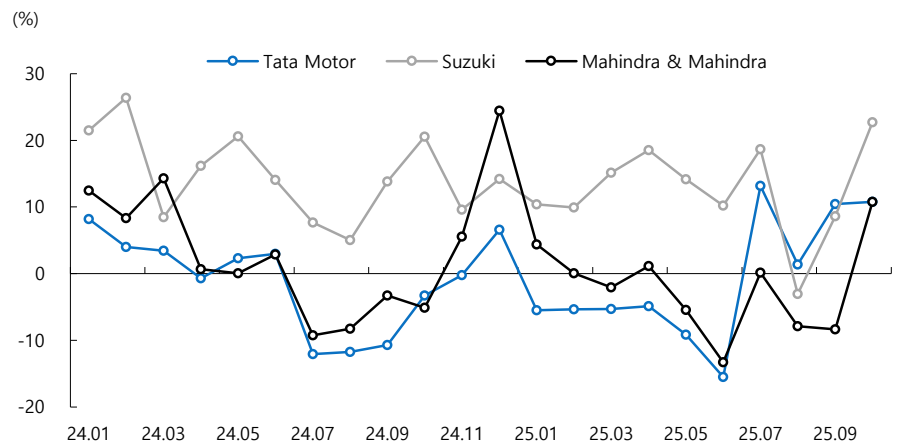


자료: 기아, iM증권 리서치본부

투자포인트 (3)-2: Syros, Carens EV를 통한 초기 전기차 M/S 확보 나설 것

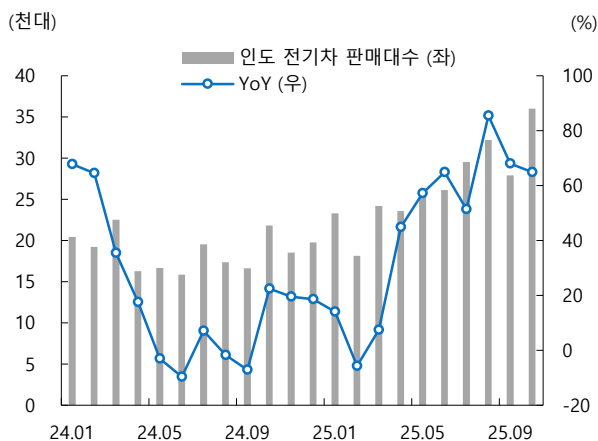
실제로 주요 인도 OEM들의 판매 실적 또한 2025년 10월을 기점으로 증가세에 들어선 사실을 찾아볼 수 있는 등 이는 2026년이 본격적인 업황 반등의 해임을 유추해볼 수 있는 근거이다. 향후 기아가 인도 시장 경쟁력을 강화함에 있어 또한 살펴봐야 하는 것은 전기차 시장이다. 현재 인도 전기차 시장 침투율은 2~3%에 불과하나, 인도 정부는 2030년을 목표로 승용차: 30%, 상용차: 70%, 이륜 및 삼륜차: 80%, 버스: 40% 등의 세부 항목별 전기차 판매 비중을 제시하고 있다. 기아는 올해 7월 출시한 카렌스 EV를 기점으로 인도 전기차 시장 진출을 본격화하고 있다. 또한 2026년 출시가 예정된 전통적인 볼륨 모델 Syros의 EV 차량은 초기 인도 전기차 시장 M/S 확보에 큰 힘이 될 것으로 판단한다. 인도 정부는 수입 전기차에 대해 100%를 상회하는 수입 관세를 부여하고 있기 때문에, 전기차 시장은 내연기관과 마찬가지로 현지 생산 설비가 있는 소수 업체간의 경쟁 구도가 나타날 것이다. 기아는 카렌스 EV를 현지 공장에서 생산 중이며, Syros의 EV 또한 현지 생산을 통해 제품 경쟁력을 확보해 나갈 것이다.

그림22. 인도 내 주요 OEM 월별 판매 YoY 추이: 추세적 반등 구면에 돌입할 것으로 전망



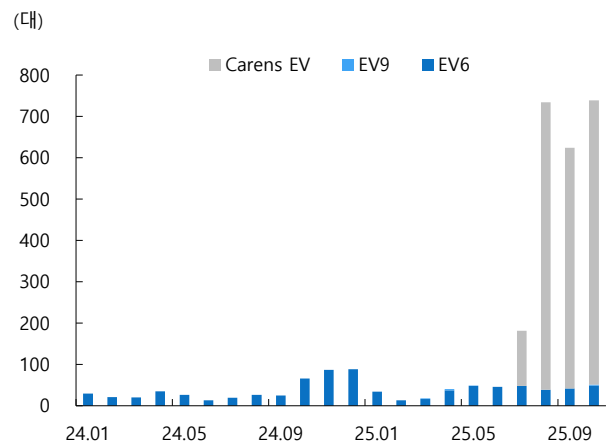
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림23. 인도 전기차 판매대수 및 YoY



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림24. 기아 인도 전기차 판매대수 추이



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

투자포인트 (4): 기아의 색깔을 PBV로 선명하게 보여줄 수 있을 것

투자포인트 (4)-1: PV5 판매를 시작했으며, 2030년 전체 판매량 5.6% 구성 목표

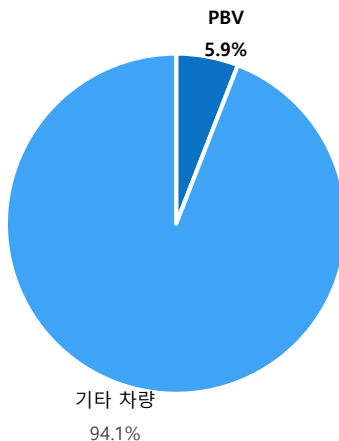
네 번째 투자포인트는 PBV를 통해 기아만의 색깔을 보여줄 것이라는 점이다. 기아는 2025년 8월 PV5 카고 룡, 패신저 모델 국내 판매를 시작했다. 이후 2026년부터 오픈베드, 카고 컴팩트 등 PV5 파생 모델 출시를 예정하고 있으며, 더 나아가 PV7, PV9 상위 트림 차량 또한 순차적으로 공개될 전망이다. 기아는 PBV 판매 가이드를 2026년 5만대, 2028년 22만대, 2030년 25만대를 목표로 하고 있다. 이에 따르면 2030년 기아 전체 도매 판매 중 5.9%가 PBV로 구성되는 것이다. 또한 기아가 발표한 PBV 지역별 판매 가이드스 중 유럽 판매 비중이 약 53%를 구성하는 등 향후 글로벌 판매에 따른 믹스 개선에 대한 기여 또한 가능할 것으로 보인다. 기아의 PBV 차량은 화성에 위치한 전용 공장인 화성 이보 플랜트에서 생산될 것이며, 현재 디자인 캐파는 약 35만대 수준이다.

그림25. 기아의 PBV 라인업: PV5, PV7, PV9 등으로 구성됨



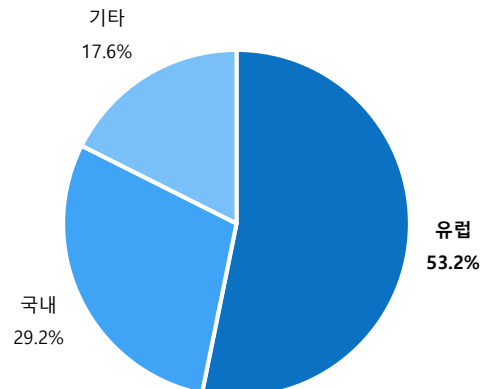
자료: 기아, iM증권 리서치본부

그림26. 기아 2030년 도매 판매 가이드스 대비 PBV 판매량



자료: 기아, iM증권 리서치본부

그림27. 기아 2030 지역별 PBV 판매 가이드스 비중



자료: 기아, iM증권 리서치본부

투자포인트 (4)-2: 봉고 신화를 재현할 PBV의 Flexible Body System

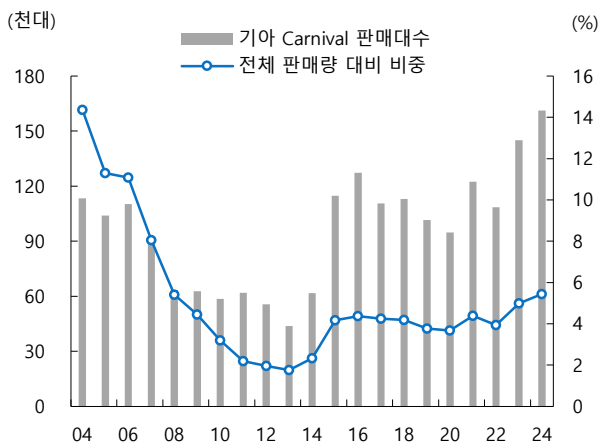
기아의 PBV 차량을 가장 잘 설명할 수 있는 한 단어는 바로 Flexible Body System이다. 이는 차시를 포함한 기본 바디 이외 도어, 외장 등을 모듈화 해 다양한 차량 사양을 보다 수월하게 생산할 수 있다는 장점을 가지고 있다. 실제로 기아 PV5의 경우 세부 차종이 모두 전면부와 후면부 1열 구조를 공유하고, 다양한 후면부를 모듈화해 총 16개 차종까지 확대 가능한 플랫폼이다. 기아는 오랜 기간 봉고를 통해 이와 같은 가변식 플랫폼과 관련한 경쟁력을 쌓아왔다. 과거 봉고에서 관찰되었던 플랫폼 공유에 따른 고정비 절감 효과를 가져갈 수 있을 것이고, 다품종 소량 생산체제에 따른 높은 대당 이익 또한 기대된다. 단순한 상용차량이 아니라, 미니밴을 포함한 다양한 목적성을 가지고 있다는 점도 특징이다. 현재 판매중인 PV5만 보더라도, 프리미엄 미니밴부터 냉동탑차에 이르는 차종을 제공한다. 출시가 예정된 PV7, PV9가 추가된다면 그 범위는 더 커질 전망이다. 이를 통해 PBV는 현재 기아가 판매중인 카니발, 봉고를 아우르는 차량이 될 가능성이 높고, 기아만의 색깔을 여실히 보여줄 수 있을 것이다.

그림28. 기아 PBV의 Flexible Body System



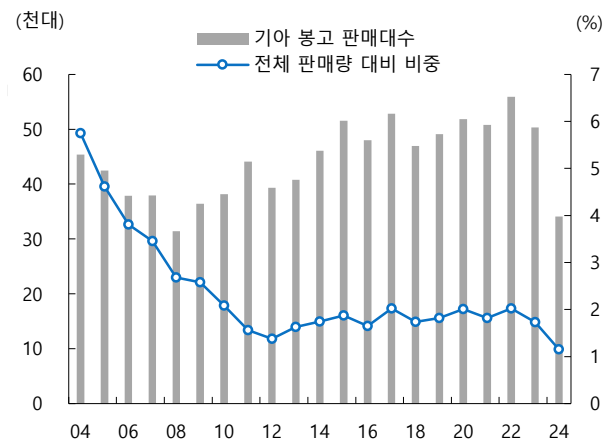
자료: 기아, iM증권 리서치본부

그림29. 기아 Carnival 판매대수 및 전체 판매량 대비 비중: PBV를 통한 다목적 차량 판매 확대에 나설 것



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림30. 기아 Bongo 판매대수 및 전체 판매량 대비 비중: PBV를 통한 상용 차량 판매 확대에 나설 것



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

2026년 실적 전망 및 Valuation

당사는 기아 2026년 매출액 119.6조원 (+4.0%YoY) 영업이익 9.7조원 (12.6% YoY)을 전망하며 근거는 아래와 같다. 매출액의 경우 (1) 텔룰라이드를 중심으로 한 미국 하이브리드 판매 확대, (2) 인도 GST 인하 효과가 일찍이 나타나고 있다는 점 등에 기인한다. 영업이익의 경우 (1) 자동차 관세 15% 확정에 따른 연간 관세 부담액 축소, (2) 크레딧 정책에 따른 관세 환입 가능성 등에 근거한다.

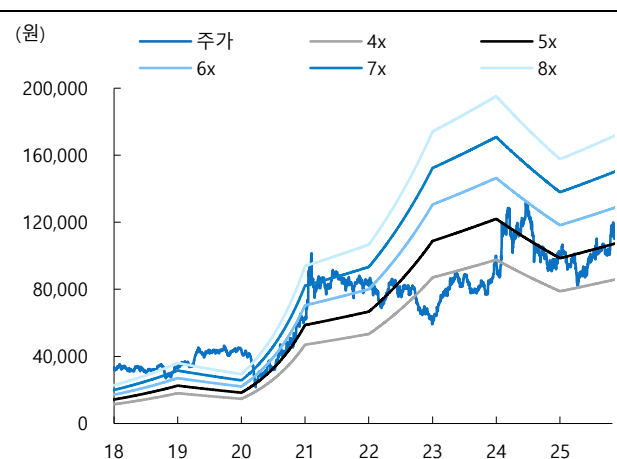
투자 의견 BUY, 목표주가 150,000원으로 커버리지를 개시하고 추가 상승 여력은 35.0%이다. 2026년 EPS 20,164원, 글로벌 Peer 완성차 업체 12M Fwd P/E에 10%에 할증을 부여한 P/E 7.5배를 Target Multiple로 설정했다. 이는 1) 하이브리드 신차 출시 및 기술 경쟁력에 따른 북미 M/S 증가, 2) 스마트카 자체 개발 가능성 남아있는 유일한 레거시 완성차 OEM이라는 점에 근거하고 있다.

그림31. 기아 Valuation Table

(단위: 원, 배, %)		비고
(A) EPS	20,164	12M Fwd EPS
(B) Target Multiple	7.5	글로벌 피어 평균 Fwd P/E 10% 할증
적정주가	151,230	(A)*(B)
목표주가	150,000	
현재주가	111,100	2025-11-24 종가 기준
상승여력	35.0	

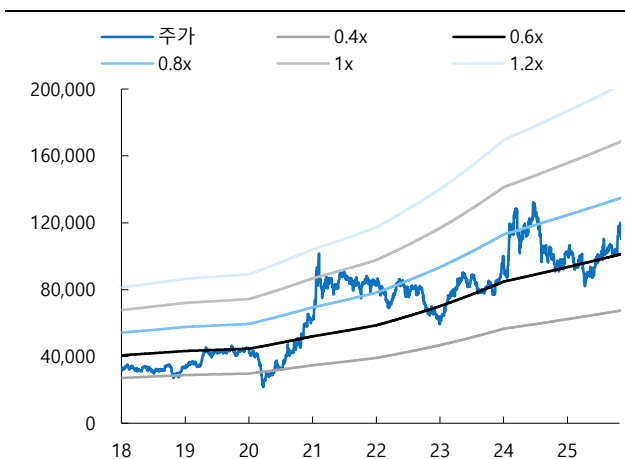
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림32. 기아 12개월 선행 P/E Chart



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림33. 기아 12개월 선행 P/B Chart



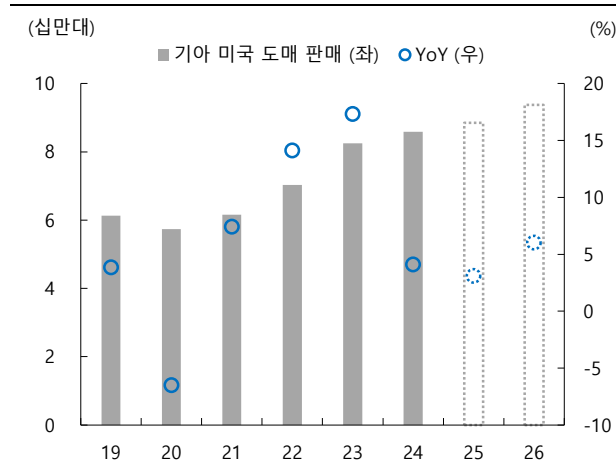
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림34. 기아 분기 및 연간 실적 테이블

(억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	262,130	275,679	265,199	271,479	280,175	293,496	286,860	289,470	1,074,487	1,150,001	1,196,125
YoY	10.6	5.0	3.8	11.6	6.9	6.5	8.2	6.6	24.1	7.0	4.0
매출총이익	62,360	66,459	61,397	57,492	60,807	58,754	54,090	54,999	247,708	228,650	271,899
YoY	16.1	9.6	4.8	7.8	-2.5	-11.6	-11.9	-4.3	37.4	-7.7	18.9
GPM	23.8	24.1	23.2	21.2	21.7	20.0	18.9	19.0	23.1	19.9	22.7
영업이익	34,257	36,437	28,813	27,164	30,085	27,647	14,620	14,473	126,671	86,825	97,761
YoY	19.2	7.1	0.6	10.2	-12.2	-24.1	-49.3	-46.7	75.1	-31.5	12.6
OPM	13.1	13.2	10.9	10.0	10.7	9.4	5.1	5.0	11.8	7.6	8.2
세전이익	37,845	40,400	32,319	24,399	32,434	30,001	18,870	17,366	134,963	98,671	111,371
지배주주순이익	28,091	29,566	22,679	17,393	23,926	22,682	14,220	12,504	97,729	73,332	80,187
YoY	32.5	5.0	2.1	7.4	-14.8	-23.3	-37.3	-28.1	80.7	-25.0	9.3
NPM	10.7	10.7	8.6	6.4	8.5	7.7	5.0	4.3	9.1	6.4	6.7

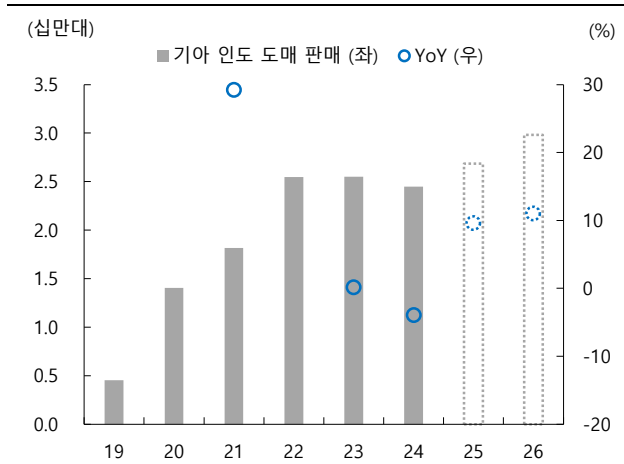
자료: iM증권 리서치본부

그림35. 기아 미국 연간 도매 판매 추이 및 전망



자료: 기아, iM증권 리서치본부 추정

그림36. 기아 연간 인도 도매 판매 추이 및 전망



자료: 기아, iM증권 리서치본부 추정

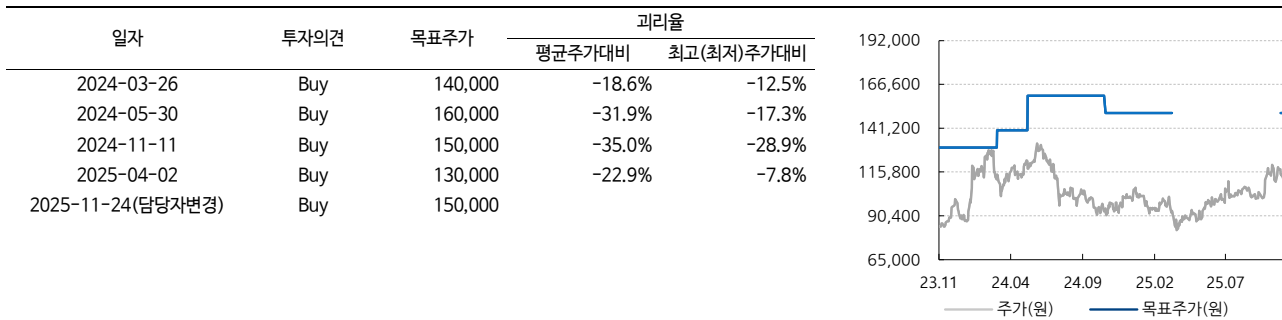
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	41,797	44,397	47,898	50,988	매출액	107,449	115,000	119,613	125,658
현금 및 현금성자산	13,567	13,279	15,434	16,889	증가율(%)	7.7	7.0	4.0	5.1
단기금융자산	8,495	9,344	9,812	10,302	매출원가	82,678	92,135	92,423	97,094
매출채권	7,114	7,747	8,046	8,439	매출충이익	24,771	22,865	27,190	28,564
재고자산	12,419	13,800	14,354	15,079	판매비와관리비	12,104	14,182	17,414	17,970
비유동자산	50,958	53,476	56,188	60,232	연구개발비	1,718	1,786	1,858	1,951
유형자산	18,279	18,910	19,642	21,608	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	4,094	4,236	4,384	4,537	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	92,756	97,873	104,086	111,220	영업이익	12,667	8,683	9,776	10,594
유동부채	26,977	26,001	25,334	24,897	증가율(%)	9.1	-31.5	12.6	8.4
매입채무	10,455	10,925	11,363	11,938	영업이익률(%)	11.8	7.6	8.2	8.4
단기차입금	221	210	199	189	이자수익	1,020	1,046	1,167	1,257
유동성장기부채	838	599	599	599	이자비용	101	82	72	64
비유동부채	9,938	9,222	8,606	8,074	지분법이익(손실)	395	415	436	458
사채	2,176	1,740	1,392	1,114	기타영업외손익	-304	-170	-109	-109
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	13,500	9,867	11,137	11,981
부채총계	36,916	35,222	33,940	32,971	법인세비용	3,725	2,763	3,118	3,355
지배주주지분	55,831	62,641	70,137	78,240	세전계속이익률(%)	12.6	8.6	9.3	9.5
자본금	2,139	2,139	2,139	2,139	당기순이익	9,775	7,333	8,019	8,626
자본잉여금	1,760	1,760	1,760	1,760	순이익률(%)	9.1	6.4	6.7	6.9
이익잉여금	50,241	55,015	60,475	66,542	지배주주귀속 순이익	9,773	7,333	8,019	8,626
기타자본항목	1,691	3,727	5,763	7,799	기타포괄이익	2,036	2,036	2,036	2,036
비지배주주지분	9	9	9	9	총포괄이익	11,811	9,369	10,055	10,662
자본총계	55,840	62,650	70,146	78,249	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	12,564	9,925	12,242	13,021	주당지표(원)				
당기순이익	9,775	7,333	8,019	8,626	EPS	24,413	18,440	20,164	21,691
유형자산감가상각비	2,010	2,239	2,603	2,774	BPS	140,395	157,520	176,369	196,745
무형자산상각비	540	669	692	716	CFPS	30,782	25,752	28,449	30,469
지분법관련손실(이익)	395	415	436	458	DPS	6,500	6,500	6,500	6,500
투자활동 현금흐름	-10,153	-5,520	-5,720	-7,270	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-3,424	-2,869	-3,335	-4,740	PER	4.1	6.4	5.8	5.4
무형자산의 처분(취득)	-1,192	-811	-840	-869	PBR	0.7	0.7	0.7	0.6
금융상품의 증감	-4,949	-1,744	-1,833	-1,925	PCR	3.3	4.6	4.1	3.9
재무활동 현금흐름	-3,570	-3,197	-2,871	-2,801	EV/EBITDA	1.4	2.3	1.8	1.5
단기금융부채의증감	-	-250	-10	-10	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-923	-435	-348	-278	ROE	19.1	12.4	12.1	11.6
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	14.2	10.1	10.9	11.2
배당금지급	-2,194	-2,559	-2,559	-2,559	부채비율	66.1	56.2	48.4	42.1
현금및현금성자산의증감	-787	-288	2,155	1,455	순부채비율	-33.7	-32.0	-32.9	-32.3
기초현금및현금성자산	14,353	13,567	13,279	15,434	매출채권회전율(x)	17.5	15.5	15.1	15.2
기말현금및현금성자산	13,567	13,279	15,434	16,889	재고자산회전율(x)	9.1	8.8	8.5	8.5

자료 : 기사, iM증권 리서치본부

기아 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%

현대모비스 (012330)

2025.11.25

본업 반등과 신사업까지 시간을 벌어줄 AS

[자동차/로보틱스] 이상수
2122-9197 sang.su@imfnsec.com

현대모비스 2026년 매출액 69.5조원, 영업이익 3.7조원 전망

현대모비스의 전신은 1979년 설립된 현대정공이다. 2000년 동사는 현대차그룹으로부터 A/S 사업부를 인수함과 동시에 사명을 현대모비스로 변경했고, 현재 모듈, 핵심 부품, AS 등의 크게 3가지 사업을 영위 중에 있다.

당사는 현대모비스 2026년 매출액 69.5조원 (+11.6% YoY) 영업이익 3.7조원 (+14.7% YoY)을 전망하며 근거는 아래와 같다. 매출액의 경우 1) 현대차그룹의 미국 생산 확대, 2) 글로벌 OEM향 수주 등에 근거한다. 영업이익의 경우 1) 낮아진 관세 부담, (2) 우호적인 환율에 따른 AS 사업부 기여도 증가 등에 따른다.

투자포인트 (1): 완성차 생산 물량 확대, 전동화 부문 외형 성장

현대차그룹은 2026년부터 HMGMA 생산 대수를 점진적으로 늘려 나갈 계획이다. 특히 IONIQ 5, 9에 더해 최근 시장 수요가 가팔라지고 있는 하이브리드 생산이 검토되고 있고, 이에 완성차 생산 대수와 연동되는 동사 모듈 및 핵심 부품 사업부 외형 성장이 가능하다. 미국 전기차 수요 둔화에 따른 전동화 부문의 외형 축소 및 이에 따른 동사업부 적자가 관찰되고 있으나, AMPC 보조금 및 유럽 전기차 수요 반등을 통해 전기차 수요 둔화 영향을 최소화해 나갈 것이다.

투자포인트 (2): AS 사업부의 높은 이익 기여도는 계속될 것

우호적 환율에 따라 AS 사업부의 영업이익 기여도가 높은 상황이고 (25.3Q 기준 104.7%), 이를 통해 제조 부문의 적자를 상쇄하고 있다. 상당 기간 동사에게 우호적인 환율이 지속될 것이며, AS 수요와 높은 상관관계를 가지는 주요 지역 UIO 또한 차량 사용 연수가 증가함에 따라 확대되고 있다는 점 또한 긍정적이다.

투자포인트 (3): SDV 상용화를 기점으로 핵심부품 수주 시작

현대차그룹은 2027년 내 양산차량 SDV 적용을 목표하고 있다. 현대모비스는 SDV 구현을 위한 필수 조건인 1) 중앙집중형 아키텍처, 2) 통합형 OS 개발 등의 과정에 이미 참여 중인 것으로 파악된다. 또한 SDV 구현 후 발생될 관련 전장 부품 매출을 바탕으로 동사 핵심 부품 매출 비중 또한 높여갈 수 있을 전망이다.

투자포인트 (4): Boston Dynamics에 들어가는 액추에이터를 설계

현대차그룹은 현대모비스를 중심으로 Boston Dynamics의 액추에이터 공급망을 구축할 계획이며, 동사는 전반적인 액추에이터 설계를 맡게 될 전망이다. 향후 현대모비스가 이를 통해 가져갈 수 있는 마진 수준 등 세부적인 내용은 공개되지 않았으나, 현대차그룹의 로봇 밸류체인 내 핵심 역할을 맡을 것은 분명해 보인다.

목표주가 370,000원으로 커버리지 개시, 추가 상승 여력 26.1%

투자 의견 BUY, 목표주가 370,000원으로 커버리지를 개시하고 추가 상승 여력은 26.1%이다. 2026년 EPS 48,347원, 글로벌 Peer 부품 업체 12M Fwd P/E에 10%에 할인을 부여한 P/E 7.7배를 Target Multiple로 설정했다. 이는 1) 현대차그룹의 휴머노이드, 스마트카 파트너라는 점은 긍정적이나 (+), 2) 해당 사업 구체화 이전 AS 외 사업부의 실적 기여도가 낮다는 점 (-) 등을 반영했다.

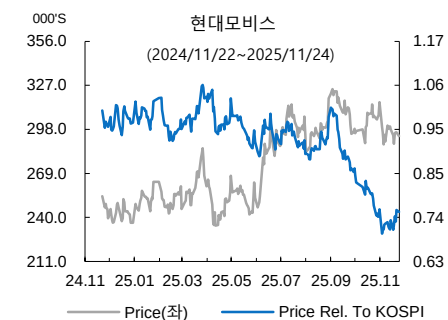
Buy (Initiate)

목표주가(12M)	370,000원(신규)
증가(2025.11.24)	293,500원
상승여력	26.1 %

Stock Indicator	
자본금	491십억원
발행주식수	9,073만주
시가총액	26,630십억원
외국인지분율	45.4%
52주 주가	234,500~324,500원
60일평균거래량	199,453주
60일평균거래대금	61.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.4	-2.0	21.3	15.6
상대수익률	-2.0	-23.4	-27.1	-38.2

Price Trend



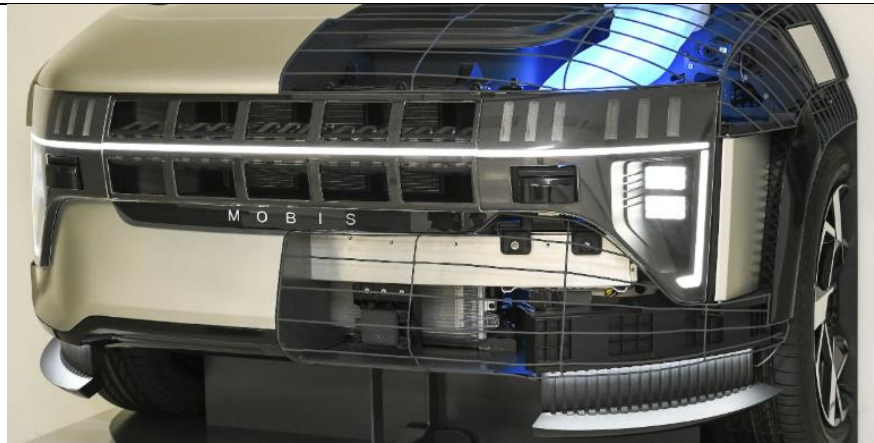
FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	57,237	62,267	69,492	71,246
영업이익(십억원)	3,073	3,304	3,790	3,887
순이익(십억원)	4,056	3,963	4,496	4,568
EPS(원)	43,480	42,613	48,347	49,120
BPS(원)	495,499	532,369	574,001	616,405
PER(배)	5.4	6.9	6.1	6.0
PBR(배)	0.5	0.6	0.5	0.5
ROE(%)	9.4	8.3	8.7	8.3
배당수익률(%)	5.1	4.8	5.5	5.5
EV/EBITDA(배)	3.6	4.4	3.7	3.2

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

AS부터 전동화 모듈 공급까지 아우르는 현대모비스

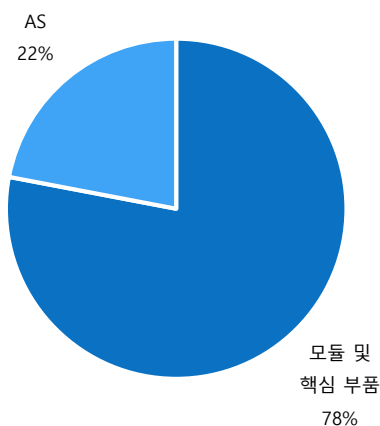
현대모비스는 현대차그룹의 전략적인 부품사로 현대차그룹 매출 비중이 약 80% 수준이다. 그렇기에 동사의 부품의 납품 규모(Q)는 완성차 업체의 생산대수에 연동되고, 단가(P)는 완성차 업체와의 협의로 결정된다. 동사의 사업부는 크게 모듈과 핵심부품, A/S 등 세가지로 이루어진다. 모듈은 프론트엔드모듈(FEM), 각핏모듈, 샤시모듈 등 자동차의 필수 부품이다. 현대차와 기아에 독점적으로 납품을 하고 있기에 생산 대수와 비례하지만, 마진이 낮다. 핵심부품은 제동, 조향, 안전, 지능형, 멀티미디어, 전동화 등으로 구성되어 있으며, 옵션 선택율, 현지화율 등에 연동된다. 이 중 BMS 등의 전동화 부품의 경우 아직까지 적자 수준이다. 외형 상으로는 모듈 조립이 더 크지만, 마진은 핵심부품이 훨씬 높다

그림1. 현대모비스가 일반적으로 공급하는 차량의 프론트 엔드 모듈



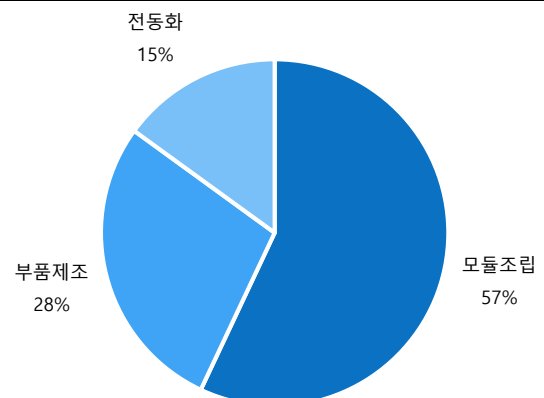
자료: 현대모비스, iM증권 리서치본부

그림2. 2024년 기준 현대모비스 사업부별 매출 비중



자료: 현대모비스, iM증권 리서치본부

그림3. 2024년 기준 현대모비스 모듈 및 핵심부품 매출 세부 비중



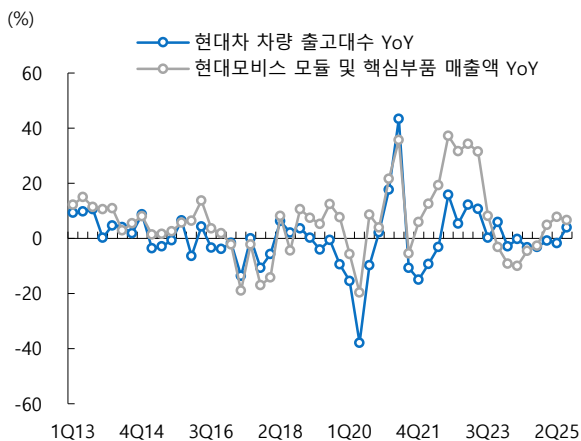
자료: 현대모비스, iM증권 리서치본부

투자포인트 (1): 모듈 조립, 전동화 중심으로 외형 확대 전망

투자포인트 (1)-1: HMGMA 생산량 확대에 따른 실적 개선 전망

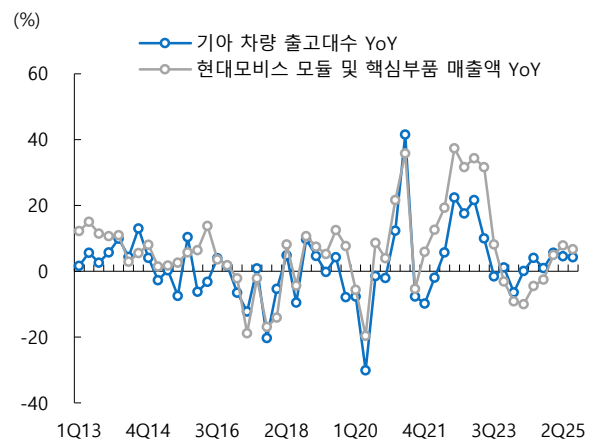
첫 번째 투자포인트는 모듈 조립, 전동화 사업부 등을 중심으로 외형 확대가 나타날 것이라는 점이다. 2025년 기준 현대차: 엘레베마 공장 36만대, 기아: 조지아 공장 34만대 등 현대차그룹은 미국 내 70만대 생산 체제를 갖추고 있으며, 향후 HMGMA에서 생산되는 물량이 더해질 전망이다. 2024년 10월부터 HMGMA에서 아이오닉 5가 생산되기 시작했고 2025년 3월 기준 아이오닉 9도 생산되고 있는 상황이다. 2025년 10월 누적 기준 현대차 (HMGMA 가동 효과 반영)의 미국 공장 합산 출고 대수는 318,906대로 전년 동기 대비 19.4% 증가했고, 2026년에도 미국 생산량 확대 기조는 이어질 전망이다. 현대모비스의 모듈 및 핵심부품 사업부는 모듈, 핵심부품, 전동화 부문 등으로 구성되고, 위와 같은 완성차 업체의 생산 물량 확대에 연동되어 실적 개선이 가능할 전망이다.

그림4. 현대차 차량 출고대수 및 현대모비스 모듈 및 핵심 부품 매출액 YoY 추이, 높은 매출 상관관계를 가짐



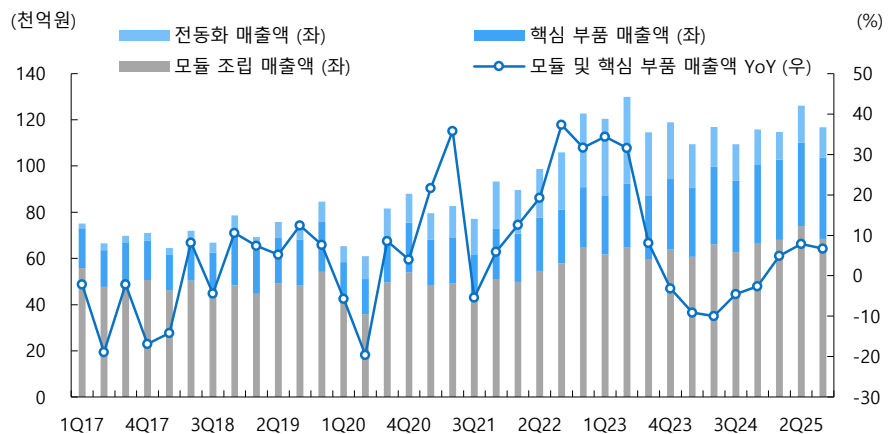
자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림5. 기아 차량 출고대수 및 현대모비스 모듈 및 핵심 부품 매출액 YoY 추이, 높은 매출 상관관계를 가짐



자료: 기아, iM증권 리서치본부

그림6. 현대모비스 제조 부문 세부 매출액 및 제조 부문 매출액 YoY



자료: 현대모비스, iM증권 리서치본부

투자포인트 (1)-2: 전동화 부문 부진은 모듈 및 핵심 부품 적자로 연결

동사 모듈 및 핵심 부품의 사업부를 자세히 나눠보면, 모듈 조립 (완성차 생산대수와 연동되어 매출액 증가), 핵심부품 (생산대수와 연동되나, 차종별로 탑재 정도가 상이함), 전동화 (BMS 관련 부품 공급, 전기차 생산 대수와 연동) 등으로 구성된다. 최근 모듈 및 핵심부품 사업부의 불안정한 손익 구조의 가장 큰 배경은 전동화 사업부의 외형 축소이며, 이는 특히 미국을 중심으로 한 전기차 수요 둔화에 기인하고 있다. 사업부 내 비중이 가장 큰 모듈 조립의 경우 수익성이 크지 않은 탓에, 전동화 매출액 하락은 곧 동사업부 적자로 연결된다.

그림7. 현대모비스 전사 영업이익 추이

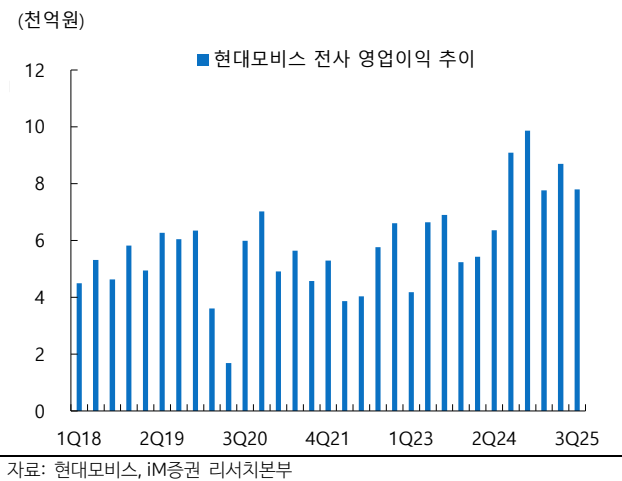


그림8. 현대모비스 모듈 및 핵심부품 영업이익 추이

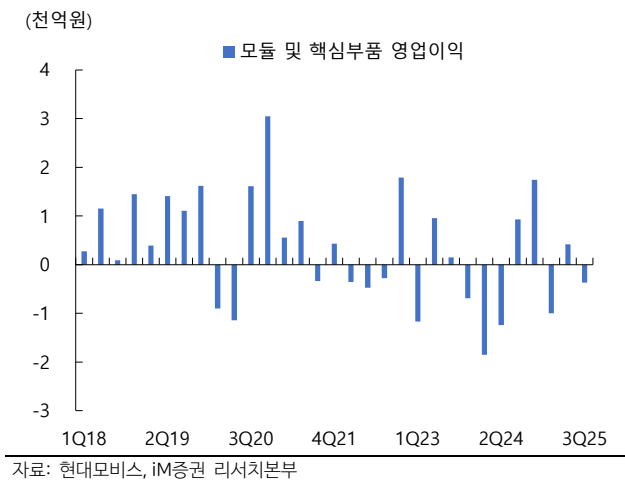
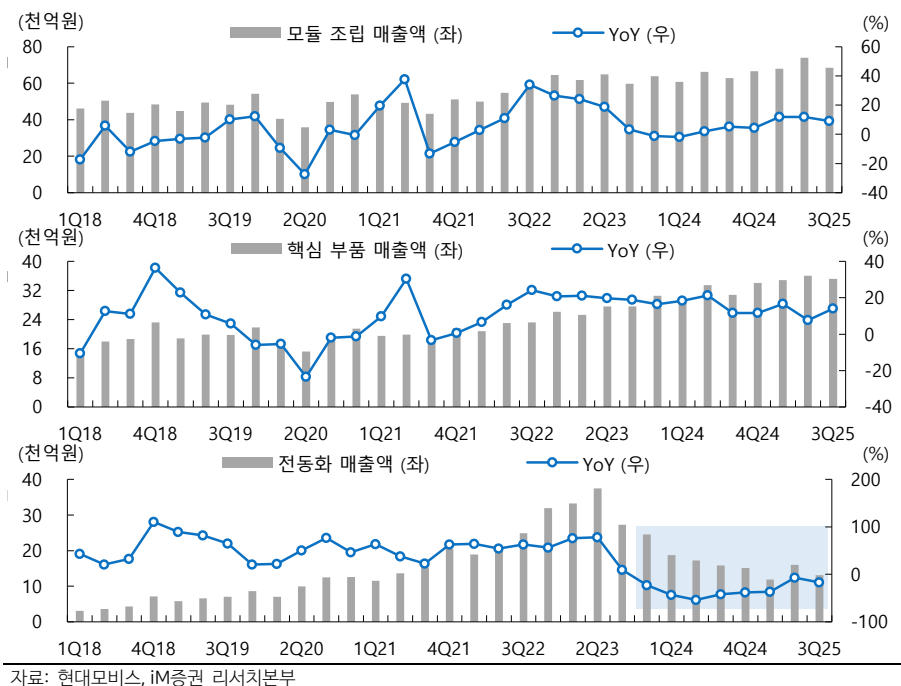


그림9. 모듈 및 핵심 부품 주요 부문별 매출액 및 YoY: 전동화 부문 부진은 동사업부 수익성 부진으로 연결되고 있는 상황



투자포인트 (1)-3: AMPC 수취 및 유럽 전기차 수요를 통해 리스크 축소 가능

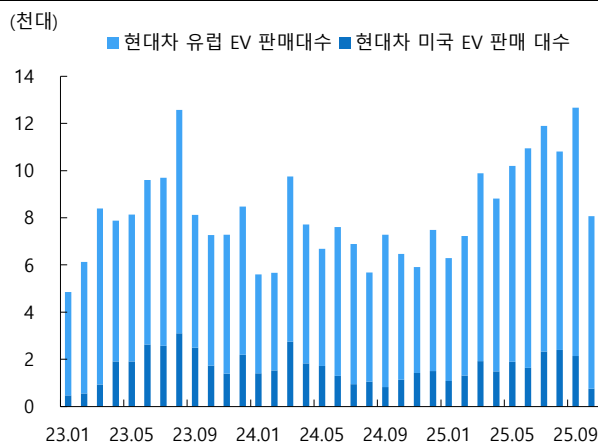
현대차그룹은 HMGMA 내 하이브리드 차량 혼류 생산을 검토 중인 것으로 알려지고, 이에 따른 전기차 생산 대수 축소가 동사 전동화 사업부 부진으로 연결될 것이라는 우려가 존재한다. 다만 현대차그룹의 EV 제품 포트폴리오가 전기차 수요 둔화에 상대적으로 영향이 적은 중대형 EV를 중심으로 구성되어 있고, 미국 현지 공장을 가동함에 따라 수취 받을 수 있는 AMPC (Advanced Manufacturing Production Credit) 보조금 등에 따라 전기차 수요 둔화에 따른 전동화 사업부 영향을 최소화할 수 있을 것이다. 동시에 유럽 지역에서 관찰되고 있는 BEV 수요 반등 움직임에 힘입어 미국 전기차 수요 둔화를 일정 부분 상쇄시킬 수 있을 것으로 예상되고, 이를 통한 2026년 모듈 및 핵심 부품 사업부의 흑자 전환이 전망된다.

그림10. HMGMAA 전경: 현대모비스는 HMGMA에 입주한 상황이고, 현대차 및 기아의 전기차에 BMS 공급하고 있는 중, 이에 따른 매출액 및 AMPC 보조금을 수취하는 것



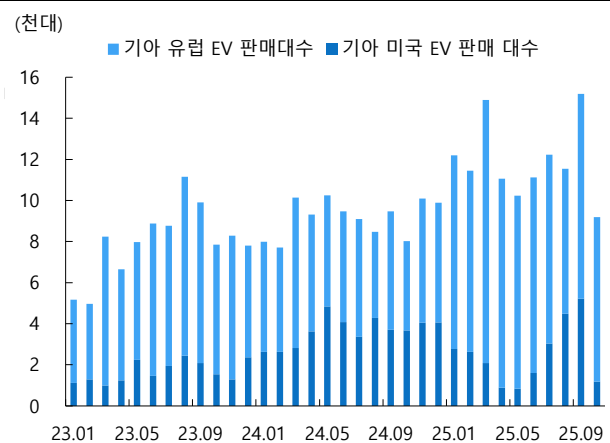
자료: iM증권 리서치본부

그림11. 현대차 월별 유럽, 미국 지역 EV 판매대수 추이



자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림12. 기아 월별 유럽, 미국 지역 EV 판매대수 추이

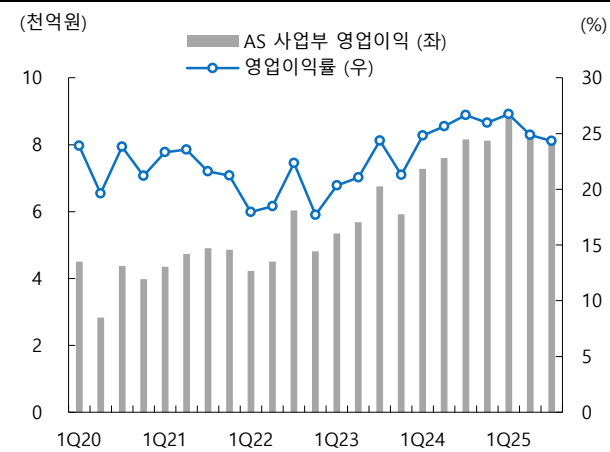


자료: 기아, iM증권 리서치본부

투자포인트 (2): AS 사업부의 높은 이익 기여도는 계속될 것

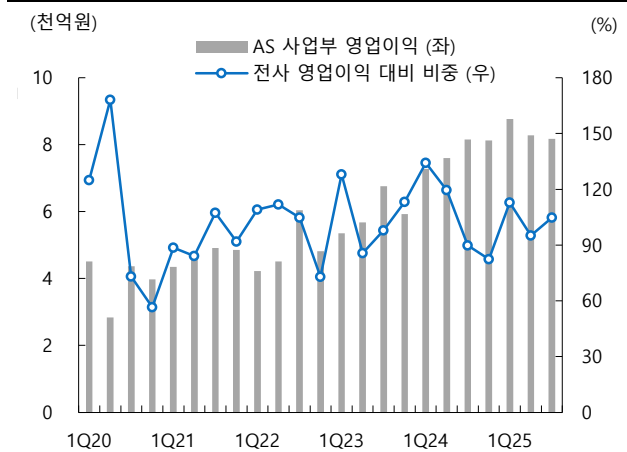
두 번째 투자포인트는 AS 사업부의 높은 이익 기여도가 계속될 것이라는 점이다. AS 사업부는 전사 매출의 22%를 차지하지만, 영업이익 기여도는 100%를 상회한다. 다시 말해 전술한 제조 부문의 적자를 AS 사업부가 상쇄하고 있는 것이다. AS 사업부는 모듈 및 핵심부품 부문과 달리 신규 차량 생산 및 판매와는 큰 상관관계를 가지지 않고, 현재 운행 차량 수를 의미하는 UIO (Unit In Operation) 등의 지표와 양의 상관관계를 보여준다. 현대차그룹 UIO 대수가 많을수록, 부품 교체를 포함한 AS 수요는 높을 수밖에 없기 때문이다. AS 사업부는 부품 조달과 관련된 대부분의 비용은 원화 결제가 이뤄지는 반면, 서비스 제공에 따른 수익은 현지 통화로 결제가 진행되기 때문에 환율 효과가 더욱 크게 나타난다. 25.2Q부터 반영된 관세 비용을 제외한다면, 최근 AS 사업부의 수익성은 우호적인 환율 환경에 힘입어 상당히 높은 수준이다. 미국, 유럽 등 차량 사용 연한이 길어지고 있고, 환율 환경 또한 지금과 같은 양상이 지속될 것임에 따라 AS 사업부의 수익성 기여도는 당분간 상당히 높을 전망이다.

그림13. AS 사업부 영업이익 및 영업이익률



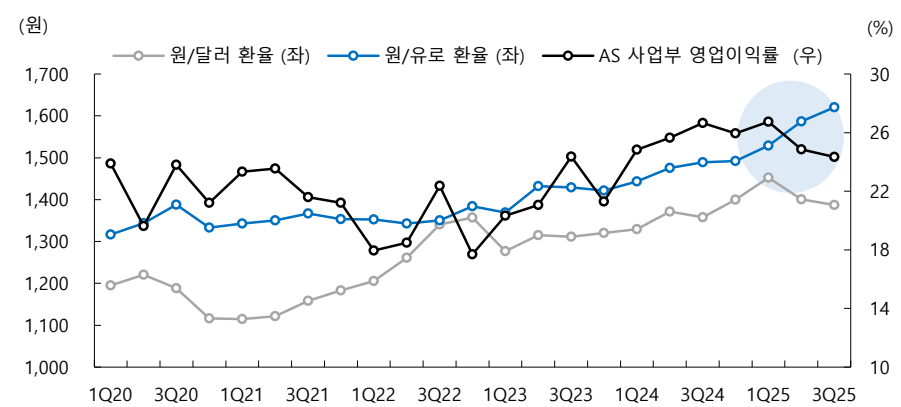
자료: 현대모비스, iM증권 리서치본부

그림14. AS 사업부 영업이익 및 전사 영업이익 대비 비중



자료: 현대모비스, iM증권 리서치본부

그림15. 현대모비스 진출국 주요 환율 및 AS 사업부 영업이익률 추이:



자료: 현대모비스, iM증권 리서치본부

투자포인트 (3): SDV 상용화를 기점으로 핵심부품 수주 확대

투자포인트 (3)-1: 현대차그룹 SDV 개발 로드맵과 발맞춰 나갈 것

세 번째 투자포인트는 SDV 상용화를 기점으로 핵심 부품 수주가 시작될 것이라는 점이다. 현대모비스는 그룹사의 차량 모듈을 공급하는 Tier 1 업체로써 SDV 전환에 있어서도 핵심적인 역할을 맡을 것으로 전망된다. 먼저 현대차그룹이 목표하고 있는 Zonal Architecture 설계 과정에 있어서 현대모비스 또한 참여하고 있는 것으로 파악된다. 그렇다면 이에 수반되는 ECU, MCU 등 제어기를 감소시키는 과정에 있어서도 핵심적인 역할을 맡을 수밖에 없는데, 현대모비스가 SiC 전력반도체, 기타 시스템 반도체 등 전반적인 차량용 반도체를 자체적으로 개발하고자 하는 것도 이와 무관하지 않다. 통상적으로 SDV 전환 과정에서는 탑재 부품 간소화로 인해 많은 부품 업체가 도태할 것으로 알려져 있다. 그러나 현대모비스의 경우 캡티브 물량을 확보할 수 있다는 점을 넘어 반도체 및 아키텍처 설계 역량을 토대로 생존 그룹에 포함될 것으로 전망된다.

그림16. 현대모비스가 공유하고 있는 현대차그룹 SDV 개발 관련 로드맵

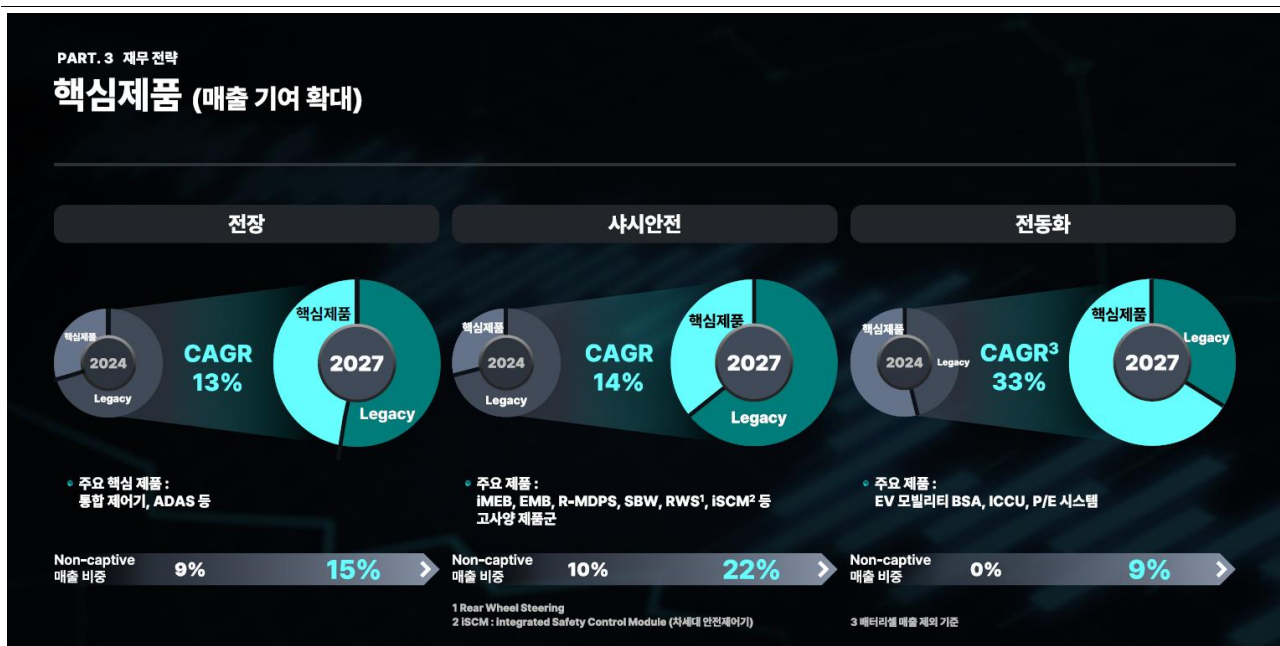


자료: 현대모비스, iM증권 리서치본부

투자포인트 (3)-2: 글로벌 OE로의 확장과 핵심 부품 수주 확대는 SDV로부터

현대차그룹은 2027년을 전후로 SDV 구조를 적용한 차량 500~1,000대 차량을 양산해 시범적으로 주행 데이터를 수집하고자 하는 XP2 프로젝트를 진행 중인데, 현대모비스의 SDV 개발 상황은 추후 이에 연동될 가능성이 높다. 최근 발표된 현대차그룹과 nVIDIA와 기술 개발 협력을 통해 SDV 관련 로드맵이 전체적으로 앞당겨질 가능성 또한 존재한다. 현대모비스의 SDV 경쟁력 확대 국면에서 고민해볼 수 있는 또 다른 지점은 바로 글로벌 OE로의 확장성과 핵심 부품 수주 확대다. 대부분의 레거시 OEM들이 자체 SDV 개발에 난항을 겪고 있는데, 이는 글로벌 Tier 1 업체들의 SDV 관련 역량이 높지 않다는 점을 의미한다. 현대차그룹의 SDV 자체 개발이 성공한다면, 관련 역량을 보유하고 있을 현대모비스의 경쟁력이 재조명 받을 가능성이 매우 높다. 현대모비스는 2033년 기준 글로벌 OE 고객 비중을 40%까지 확대할 계획이며, 이는 전술한 BMS와 더불어 SDV 관련 솔루션이 상당 부분을 차지할 전망이다.

그림17. 현대모비스가 공유하고 있는 핵심 부품 매출 확대 로드맵: 그 중심은 SDV 솔루션에 따른 전장 부품이 될 것으로 전망



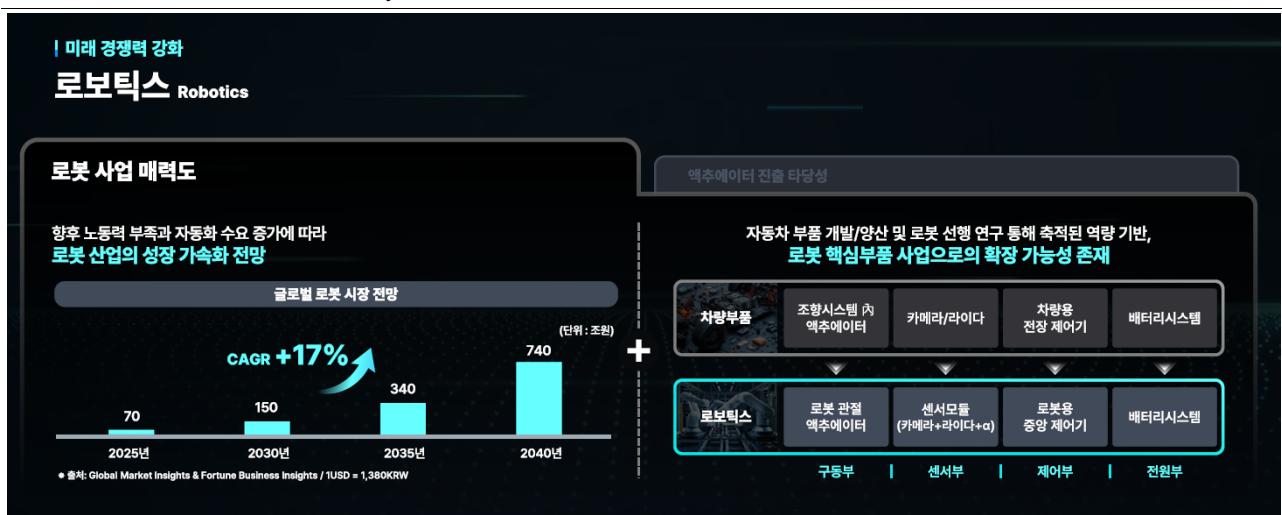
자료: 현대모비스, iM증권 리서치본부

투자포인트 (4) Boston Dynamics에 들어가는 액추에이터를 설계

투자포인트 (4)-1: Boston Dynamics 액추에이터 공급망 구축을 주도할 것

네 번째 투자포인트는 현대모비스가 Boston Dynamics에 탑재되는 액추에이터를 설계한다는 점이다. 동사는 지난 8월 Investor Day를 개최하며 휴머노이드용 액추에이터 사업이 핵심 성장 동력임을 명시했고, 조향 시스템 및 전장 부품에 활용되던 기존 액추에이터 경쟁력을 활용할 수 있다고 밝혔다. 더불어 Boston Dynamics의 휴머노이드 제품 Atlas의 생산 과정에 있어서 액추에이터 개발 및 공급 역할 또한 현대모비스가 맡는다고 알려진다. 현대차그룹은 2028년까지 HMGMA 내 연 3만대 생산 규모의 로봇 공장을 건설할 것이라고 밝혔다. 즉 2027년까지는 휴머노이드 양산을 위한 생산 설비 관련 준비가 끝나야 하고, 이에 내년부터 본격적으로 현대모비스의 관련 기술 개발 속도는 빨라질 전망이다.

그림18. 현대모비스가 2025 Investor Day에서 공개한 향후 로봇틱스용 액추에이터 비즈니스 로드맵



자료: 현대모비스, iM증권 리서치본부

그림19. 현대모비스가 2025 Investor Day에서 공개한 향후 로봇틱스용 액추에이터 비즈니스 로드맵



자료: 현대모비스, iM증권 리서치본부

투자포인트 (4)-2: 사업 구체화는 아직이나, 밸류에이션 개선 요인으로 충분

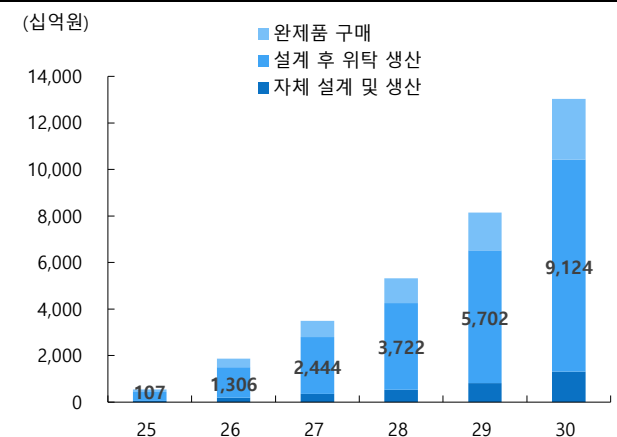
현재 휴머노이드 업체들이 액츄에이터를 공급받을 수 있는 방법은 크게 두가지로 나뉘는데, (1) 액츄에이터 자체 설계 후 위탁 생산 파트너 채택, (2) 액츄에이터 업체가 공급하는 완제품 구매 등이다. 대형 휴머노이드 업체의 경우 자사 제품 최적화를 위해 자체 설계 및 위탁 생산의 방법을 택할 가능성이 높다. 실제로 Tesla가 자체 설계 후 위탁 생산 (중국 공급망 활용)의 방법을 택하고 있다. 이를 제외하면 액츄에이터 업체들의 완제품을 구매할 것으로 판단된다. Boston Dynamics를 중심으로 한 현대차그룹 또한 액츄에이터 설계는 직접 하되, 조립 및 생산의 경우 외부 업체를 활용할 가능성이 높다. 전체 휴머노이드용 액츄에이터 시장 중 상당 부분이 바로 이와 같은 설계 후 위탁 생산 구조 양상을 띠는 것이다. 워낙 레퍼런스가 없는 시장인 탓에, 현대모비스가 어느 정도의 마진을 확보할 수 있을지는 확실치 않다. 그럼에도 독점적으로 Boston Dynamics 액츄에이터 공급 파트너 지위를 일찌감치 확보했다는 점은 동사 밸류에이션에 긍정적인 영향을 줄 수 있음은 명확하다.

그림20. 현대차그룹의 로봇 밸류체인 예상 모식도



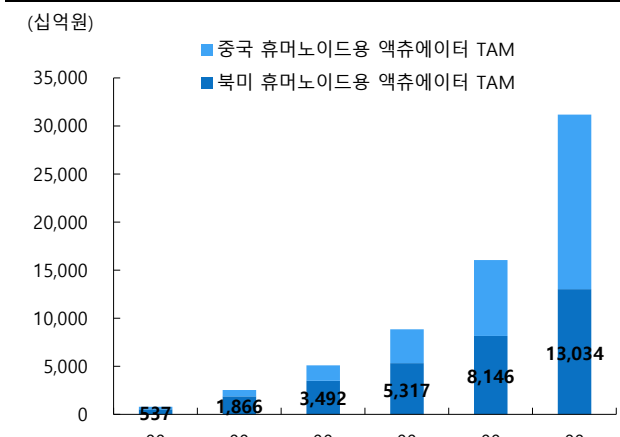
자료: iM증권 리서치본부

그림21. 글로벌 휴머노이드용 액츄에이터 시장 TAM 부분별 추정: 설계 후 위탁생산이



자료: iM증권 리서치본부 추정

그림22. 글로벌 휴머노이드용 액츄에이터 시장 TAM 지역별 추정



자료: iM증권 리서치본부 추정

2026년 실적 전망 및 Valuation

당사는 현대모비스 2026년 매출액 69,5조원 (+11.6% YoY) 영업이익 3.7조원 (+14.7% YoY)을 전망하며 근거는 아래와 같다. 매출액의 경우 1) 현대차그룹의 미국 생산 확대, 2) 글로벌 OEM향 수주 등에 근거한다. 영업이익의 경우 1) 낮아진 관세 부담, (2) 우호적인 환율에 따른 AS 사업부 실적 호조 등에 따른다.

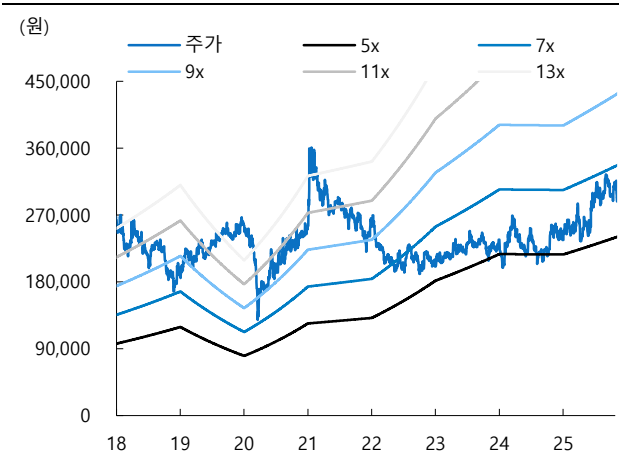
투자 의견 BUY, 목표주가 370,000원으로 커버리지를 개시하고 추가 상승 여력은 26.1%이다. 2026년 EPS 48,347원, 글로벌 Peer 부품 업체 12M Fwd P/E에 10%에 할인을 부여한 P/E 7.7배를 Target Multiple로 설정했다. 이는 1) 현대모비스가 현대차그룹의 휴머노이드, SDV 파트너라는 점은 분명 긍정적이나 (+), 2) 미래 전략 사업의 구체화에 남은 시간 동안 AS 사업부 외 기타 사업부의 실적 기여도가 낮다는 점 (-) 등을 반영했다. 다만 추후 전동화 사업부를 포함한 제조 부문의 이익 개선세가 관찰된다면, 할인 요소는 해소될 것으로 판단한다.

그림23. 현대모비스 Valuation Table

(단위: 원, 배, %)		비고
(A) EPS	48,347	12M Fwd EPS
(B) Target Multiple	7.7	글로벌 피어 평균 Fwd PER 기준 10% 할인 적용
적정주가	372,272	(A)*(B)
목표주가	370,000	
현재주가	293,500	2025-11-24 종가 기준
상승여력	26.1	

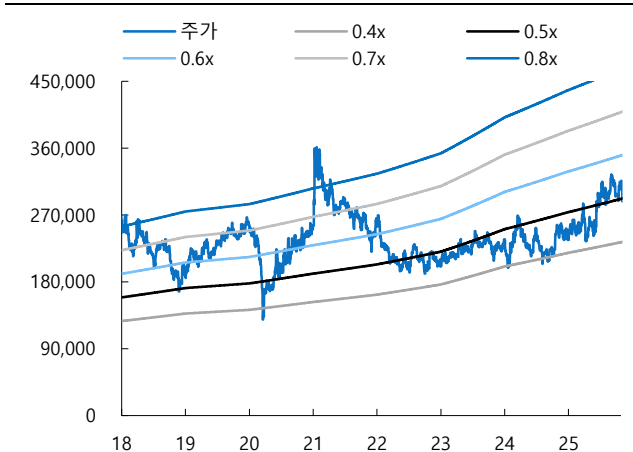
자료: Quantiwise,, iM증권 리서치본부

그림24. 현대모비스 12개월 선행 P/E Chart



자료: Quantiwise,, iM증권 리서치본부

그림25. 현대모비스 12개월 선행 P/B Chart



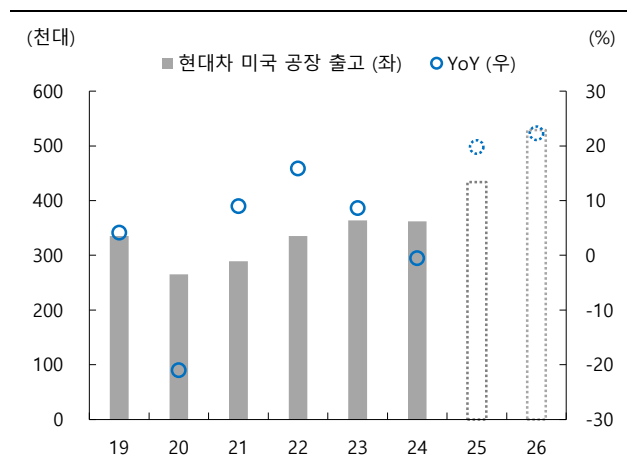
자료: Quantiwise,, iM증권 리서치본부

그림26. 현대모비스 분기 및 연간 실적 테이블

(억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	138,692	146,553	140,018	147,107	147,521	159,362	150,319	165,468	572,370	622,670	694,921
모듈 및 핵심 부품	109,374	116,909	109,412	115,822	114,743	126,067	116,747	132,620	449,762	490,177	557,126
모듈조립	60,735	66,193	62,790	66,616	67,993	74,032	68,485	71,615	254,579	282,125	300,848
부품제조	29,879	33,467	30,835	34,064	34,854	36,031	35,165	37,797	128,245	143,847	158,893
전동화	18,760	17,249	15,787	15,142	11,896	16,004	13,097	23,208	66,938	64,205	97,385
A/S부품사업	29,318	29,644	30,606	31,284	32,778	33,295	33,572	32,848	120,852	132,493	137,795
비중											
모듈 및 핵심 부품	78.9	79.8	78.1	78.7	77.8	79.1	77.7	80.1	78.6	78.7	80.2
모듈조립	43.8	45.2	44.8	45.3	46.1	46.5	45.6	43.3	44.5	45.3	43.3
부품제조	21.5	22.8	22.0	23.2	23.6	22.6	23.4	22.8	22.4	23.1	22.9
전동화	13.5	11.8	11.3	10.3	8.1	10.0	8.7	14.0	11.7	10.3	14.0
A/S부품사업	21.1	20.2	21.9	21.3	22.2	20.9	22.3	19.9	21.1	21.3	19.8
YoY	-5.4	-6.6	-1.6	0.3	6.4	8.7	7.4	12.5	10.3	8.8	11.6
모듈 및 핵심 부품	-9.1	-10.0	-4.5	-2.6	4.9	7.8	6.7	14.5	7.9	9.0	13.7
모듈조립	-1.8	2.1	5.1	4.3	12.0	11.8	9.1	7.5	12.2	10.8	6.6
부품제조	18.3	21.3	11.7	11.7	16.7	7.7	14.0	11.0	37.4	12.2	10.5
전동화	-43.6	-53.9	-42.0	-38.3	-36.6	-7.2	-17.0	53.3	-30.8	-4.1	51.7
A/S부품사업	11.4	9.9	10.4	12.5	11.8	12.3	9.7	5.0	18.4	9.6	4.0
매출총이익	16,190	18,278	23,033	23,126	20,629	21,982	21,292	22,338	80,627	86,241	93,918
YoY	13.2	5.0	30.5	26.6	27.4	20.3	-7.6	-3.4	34.7	7.0	8.9
GPM	11.7	12.5	16.5	15.7	14.0	13.8	14.2	13.5	14.1	13.9	13.5
영업이익	5,427	6,361	9,086	9,861	7,767	8,700	7,803	8,770	30,735	33,040	37,904
모듈 및 부품제조	-1,852	-1,241	928	1,740	-999	420	-370	663	-425	-286	3,165
A/S부품	7,279	7,602	8,158	8,121	8,766	8,280	8,173	8,107	31,160	33,326	34,740
YoY	29.8	-4.2	31.6	88.5	43.1	36.8	-14.1	-11.1	51.7	7.5	14.7
OPM	3.9	4.3	6.5	6.7	5.3	5.5	5.2	5.3	5.4	5.3	5.5
모듈 및 부품제조	-1.7	-1.1	0.8	1.5	-0.9	0.3	-0.3	0.5	-0.1	-0.1	0.6
A/S부품	24.8	25.6	26.7	26.0	26.7	24.9	24.3	24.7	25.8	25.2	25.2
세전이익	12,225	14,123	13,066	13,231	14,711	13,452	12,609	14,908	52,645	55,680	62,592
지배주주순이익	8,611	9,962	9,197	12,734	10,310	9,325	9,284	10,710	40,504	39,629	44,962
YoY	2.4	7.4	-7.5	96.3	19.7	-6.4	1.0	-15.9	63.0	-2.2	13.5
NPM	6.2	6.8	6.6	8.7	7.0	5.9	6.2	6.5	7.1	6.4	6.5

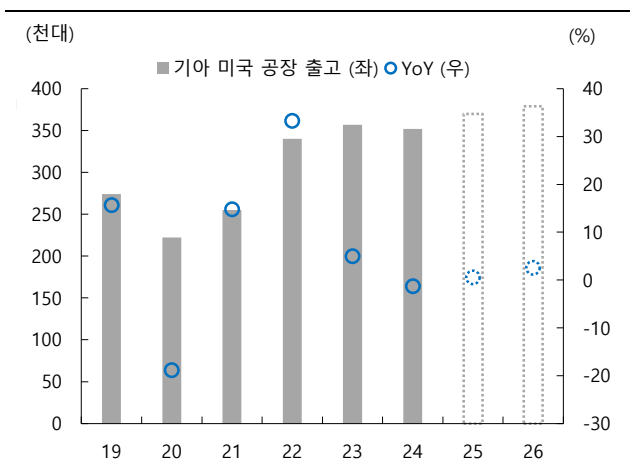
자료: 현대모비스, iM증권 리서치본부

그림27. 현대차 연간 미국 공장 출고 추이 및 전망치



자료: 현대차, iM증권 리서치본부 추정

그림28. 현대차 연간 미국 공장 출고 추이 및 전망치



자료: 기아, iM증권 리서치본부 추정

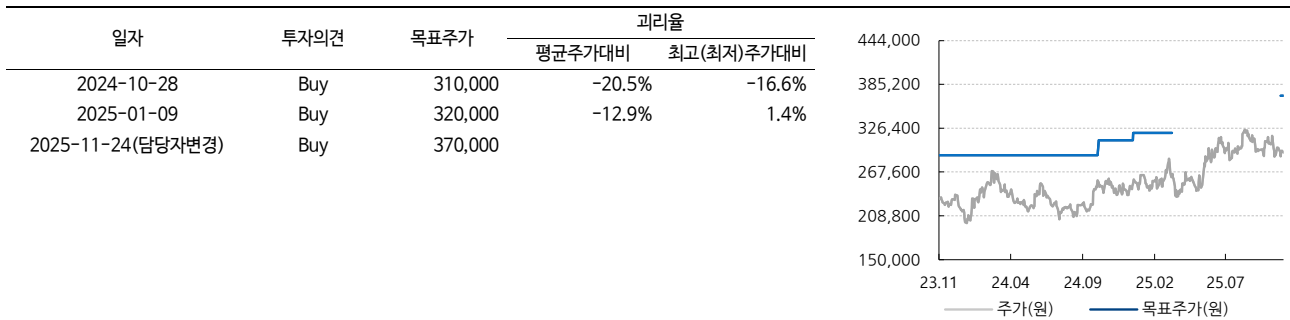
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	28,424	28,983	31,140	33,101	매출액	57,237	62,267	69,492	71,246
현금 및 현금성자산	4,788	3,409	3,253	4,568	증가율(%)	-3.4	8.8	11.6	2.5
단기금융자산	5,854	5,971	6,090	6,212	매출원가	49,174	53,643	60,100	61,614
매출채권	10,905	12,029	13,365	13,690	매출총이익	8,063	8,624	9,392	9,632
재고자산	6,763	7,472	8,339	8,549	판매비와관리비	4,989	5,320	5,601	5,745
비유동자산	38,173	40,018	42,181	44,065	연구개발비	1,749	1,902	2,123	2,177
유형자산	12,003	12,978	14,282	15,312	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,167	1,198	1,219	1,233	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	66,597	69,001	73,321	77,166	영업이익	3,073	3,304	3,790	3,887
유동부채	12,745	12,554	13,061	13,017	증가율(%)	33.9	7.5	14.7	2.5
매입채무	6,748	6,849	7,644	7,837	영업이익률(%)	5.4	5.3	5.5	5.5
단기차입금	648	551	468	421	이자수익	425	375	374	431
유동성장기부채	569	615	624	624	이자비용	129	125	120	116
비유동부채	7,733	6,892	6,824	6,759	지분법이익(손실)	1,788	1,813	1,838	1,864
사채	200	180	162	146	기타영업외손익	78	-4	36	36
장기차입금	1,728	1,676	1,626	1,577	세전계속사업이익	5,264	5,568	6,259	6,359
부채총계	20,479	19,446	19,885	19,775	법인세비용	1,204	1,559	1,753	1,781
지배주주지분	46,081	49,510	53,382	57,325	세전계속이익률(%)	9.2	8.9	9.0	8.9
자본금	491	491	491	491	당기순이익	4,060	3,970	4,507	4,579
자본잉여금	1,367	1,367	1,367	1,367	순이익률(%)	7.1	6.4	6.5	6.4
이익잉여금	42,911	46,241	50,013	53,857	지배주주귀속 순이익	4,056	3,963	4,496	4,568
기타자본항목	1,311	1,411	1,510	1,610	기타포괄이익	1,858	99	99	99
비지배주주지분	37	44	55	65	총포괄이익	5,918	4,069	4,606	4,678
자본총계	46,118	49,554	53,436	57,390	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	4,253	2,847	4,910	6,405	주당지표(원)				
당기순이익	4,060	3,970	4,507	4,579	EPS	43,480	42,613	48,347	49,120
유형자산감가상각비	903	1,216	1,612	1,863	BPS	495,499	532,369	574,001	616,405
무형자산상각비	82	169	179	186	CFPS	54,036	57,506	67,611	71,154
지분법관련손실(이익)	1,788	1,813	1,838	1,864	DPS	12,050	14,050	16,050	16,050
투자활동 현금흐름	-4,589	-489	-1,216	-1,196	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-2,088	-2,191	-2,916	-2,893	PER	5.4	6.9	6.1	6.0
무형자산의 처분(취득)	-157	-200	-200	-200	PBR	0.5	0.6	0.5	0.5
금융상품의 증감	-3,537	-839	-839	-839	PCR	4.4	5.1	4.3	4.1
재무활동 현금흐름	-255	-942	-960	-1,021	EV/EBITDA	3.6	4.4	3.7	3.2
단기금융부채의증감	-755	-52	-73	-47	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	1,254	-72	-68	-65	ROE	9.4	8.3	8.7	8.3
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	7.1	7.5	8.0	8.3
배당금지급	-406	-633	-633	-724	부채비율	44.4	39.2	37.2	34.5
현금및현금성자산의증감	-291	-1,380	-155	1,315	순부채비율	-16.3	-12.8	-12.1	-14.0
기초현금및현금성자산	5,079	4,788	3,409	3,253	매출채권회전율(x)	5.3	5.4	5.5	5.3
기말현금및현금성자산	4,788	3,409	3,253	4,568	재고자산회전율(x)	9.3	8.7	8.8	8.4

자료 : 현대모비스, iM증권 리서치본부

현대모비스 투자이전 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목추천이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%

HL만도 (204320)

2025.11.25

액츄에이터를 준비할 수 있는 튼튼한 체력

[자동차/로보틱스] 이상수
2122-9197 sang.su@imfnssec.com

HL만도 2026년 매출액 10.4조원, 영업이익 5.1조원 전망

HL만도는 1962년 현대양행으로 설립되었고, 1980년대 들어 만도기계로 상호를 변경하며 전문 사시 업체로 변모하기 시작했다. 2010년대부터 기계식 부품 의존도를 낮춤과 동시에 전장 부품 비중을 높여 성공적인 체질 개선을 이뤘다.

당사는 HL만도 2026년 매출액 10.4조원 (+6.3% YoY) 영업이익 5.1조원 (+4.9% YoY)을 전망하며 근거는 아래와 같다. 매출액의 경우 (1) 북미향 IDB.2 공급 본격화, (2) 중국 및 인도를 중심으로 한 신형 시장 성장 등에 기인하고, 영업이익의 경우 (1) 자동차 부품 관세 15% 확정에 따른 연간 관세 부담액 축소, (2) 자사 제품의 높은 USMCA 충족율에 따른 관세 리스크 최소화 등에 근거한다.

투자포인트 (1): 핵심 제동, 조향 제품 공급 증가에 따른 북미 ↑

동사는 2024년 말 멕시코 공장 증설을 위한 2,500억 가량의 CAPEX를 집행하였고, 이에 따라 2026년부터 북미향 IDB2 출하량은 증가할 전망이다. 미국 전기차 수요 둔화에 따른 우려가 존재하나, 프로젝트 지연에 따른 보상 프로그램이 이미 마련되어 있다. 또한 이는 전기차 외 하이브리드 차량에도 탑재되기 때문에 전기차 수요 둔화 리스크를 일정 부분 상쇄할 수 있을 것이다. 또한 북미 전기차 업체향 REPS 공급이 저가 모델 양산에 따라 증가할 예정이다.

투자포인트 (2): 신형 시장에서 성장하는 흔하지 않은 Tier 1 업체

현대차그룹의 중국 시장 M/S가 큰 폭으로 감소했음에도, 동사의 경우 현지 OEM을 핵심 고객사로 두고 있으며, 전장 부품 비중 또한 60~70%까지 끌어올렸다. 다만 현지 가격 경쟁이 치열한 탓에 캐시 카운는 아닐 것이지만 동사 실적 하방을 받쳐줄 수 있는 요소다. 동사는 현대차그룹 외 인도 내 주요 OEM을 고객사로 두고 있다. 주요 고객사의 생산 설비 증설이 이뤄져 있고, GST 인하를 통해 인도 자동차 소비 심리 또한 살아나고 있어 실적 기여도를 높여갈 전망이다.

투자포인트 (3): 좋은 업황을 누르고 있던 비영업단 손실 해소

동사는 2021년 중국 ADAS 솔루션 업체 iMotion에 대규모 투자를 집행했다. 이후 해당 업체는 홍콩 증시에 상장되었으나, 중국 자율주행 기술 방향이 E2E로 정립되며 주가는 하락세다. 이는 금융자산평가손실로 반영되며 최근 순이익이 크게 감소했지만, 최근 동사가 iMotion 지분 매각을 검토 중인 것으로 알려졌다.

투자포인트 (4): 완제품 액츄에이터로 경쟁력 차별화 전망

HL그룹 산하에는 HL로보틱스 등 다른 로보틱스 전문 업체도 있으나, 이 중 HL만도가 휴머노이드용 액츄에이터 개발 및 상용화의 중심에 설 것을 전망된다. 동사는 액츄에이터를 설계-조립-생산에 따른 완제품 형태로 공급할 가능성이 크고, 현대차그룹 외 글로벌 휴머노이드 업체를 잠재 고객사로 또한 검토 중이다.

목표주가 50,000원으로 커버리지 개시. 상승 여력 20.8%

목표주가 48,000원으로 커버리지를 개시, 상승 여력은 20.8%이다. 2026년 EPS 4,985원, 과거 동사 자율주행 사업 가치가 반영된 P/E 9.7을 Target Multiple로 설정했다 [Target Multiple 근거: 2026년 실적 전망 및 Valuation 목차 참고].

Buy (Initiate)

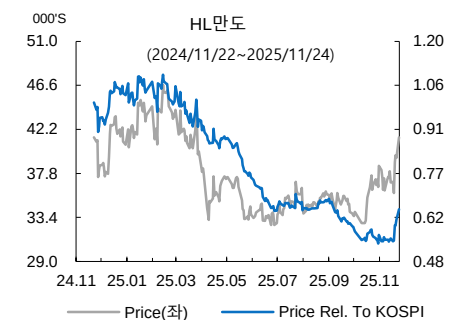
목표주가(12M)	50,000원(신규)
종가(2025.11.24)	41,400원
상승여력	20.8 %

Stock Indicator

자본금	47십억원
발행주식수	4,696만주
시가총액	1,944십억원
외국인지분율	26.5%
52주 주가	32,650~46,650원
60일평균거래량	232,992주
60일평균거래대금	8.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.0	17.3	24.5	0.0
상대수익률	15.4	-4.1	-23.9	-53.8

Price Trend



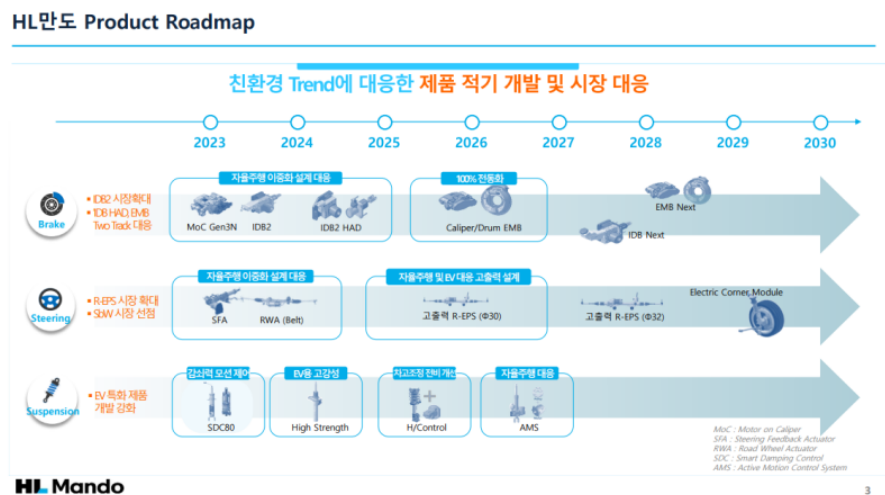
FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	8,848	9,808	10,424	11,104
영업이익(십억원)	359	417	472	546
순이익(십억원)	130	164	234	360
EPS(원)	2,767	3,499	4,985	7,660
BPS(원)	53,635	56,193	60,237	66,956
PER(배)	14.7	10.2	7.2	4.7
PBR(배)	0.8	0.6	0.6	0.5
ROE(%)	5.5	6.4	8.6	12.0
배당수익률(%)	1.7	2.2	2.2	2.2
EV/EBITDA(배)	4.9	3.5	3.0	2.4

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

HL만도는 제동, 조향, 현가 부품을 모두 만드는 Tier 1 업체

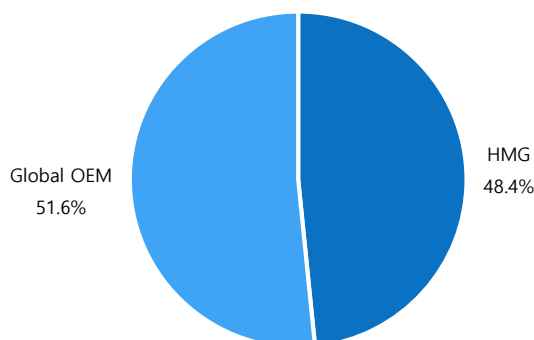
HL만도는 자동차 샤시에 탑재되는 제동/조향/현가 부품을 제조하는 기업으로, 매출과 수익성이 완성차 업체의 업황에 연동되는 손익구조를 가지고 있다. 우선, Q는 완성차 업체의 생산 대수에 연동되며, 얼마나 많은 고객사를 확보하였는지, 차량 한 대에 몇 개의 부품이 탑재되는지에 따라 다르다. 동사의 매출은 현대차그룹이 50%에 가까운 비중을 차지하고 있고, 북미 BEV 선도업체, GM, 중국 로컬 업체 등이 높은 비중을 차지하고 있어 기타 국내 Tier 1 업체 대비 다양한 고객사 포트폴리오를 구축하고 있다. 2024년 기준 동사의 전장 부품 매출 비중은 64%로 기계 부품을 넘어섰고, 이와 같은 기조는 더욱 강화될 전망이다.

그림1. HL만도 제품 포트폴리오 현황



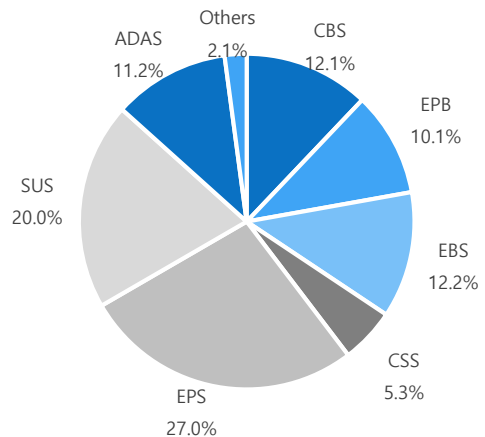
자료: HL만도, iM증권 리서치본부

그림2. 25.3Q 기준 HL만도 주요 고객사별 매출 비중



자료: HL만도, iM증권 리서치본부

그림3. 25.3Q 기준 HL만도 주요 제품별 매출 비중



자료: HL만도, iM증권 리서치본부

투자포인트 (1): 핵심 제동, 조향 제품 공급 증가에 따른 복미 ↑

투자 포인트 (1)-1: 복미 OEM을 중심으로 한 IDB2 공급 본격화 전망

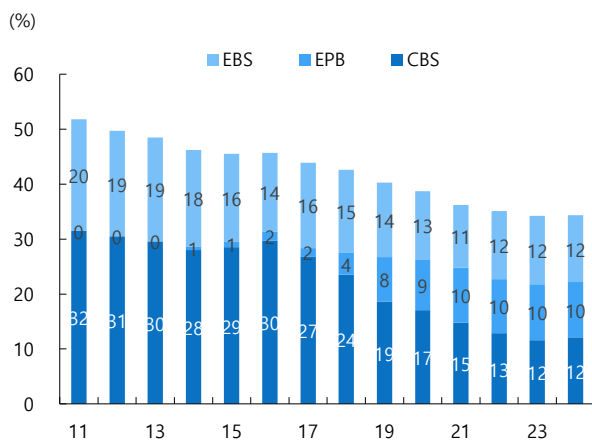
첫 번째 투자포인트는 핵심 브레이크, 스티어링 제품 공급 본격화에 따른 복미 시장 경쟁력이 확대될 것이라는 점이다. 동사 핵심 브레이크 부품 중 대표적인 것이 IDB인데, IDB(Integrated-Dynamic-Break)란 ABS, ESC, 브레이크 등을 통합하여 샤시를 간소화하고, 특히 회생제동을 가능하게 만드는데 사용되는 부품이다. IDB 1세대 제품의 경우 글로벌 Tier 1 업체 대비 기술 신뢰도 문제가 발생한 것이 사실이나, IDB 2 개발 과정에서 이는 상당 부분 해결된 것으로 파악된다. 동사는 2024년 말 2,500억 규모의 CAPEX를 멕시코 공장 증설에 집행했고, 이에 따른 복미 OEM향 IDB 2 제품 공급량 증가 및 실적 개선이 예상된다.

그림4. HL만도의 IDB2 Brake



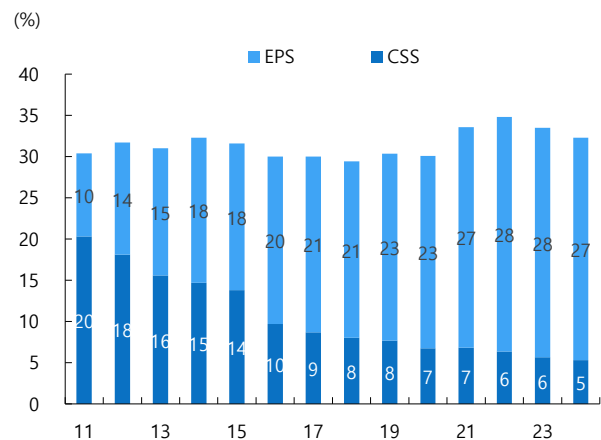
자료: HL만도, iM증권 리서치본부

그림5. HL만도 Brake 부문 제품별 매출액 비중 추이: 전장 부품 매출 비중이 증가



자료: HL만도, iM증권 리서치본부

그림6. HL만도 Steering 부문 제품별 매출액 비중 추이: Brake 부문과 동일하게 전장 부품 매출 가파르게 증가

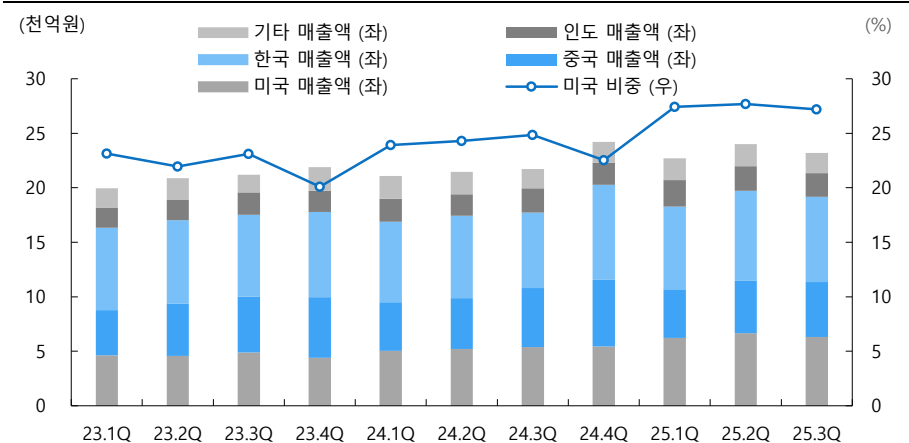


자료: HL만도, iM증권 리서치본부

투자포인트 (1)-2: 하이브리드 IDB가 필요하고, REPS 공급 모멘텀도 대기

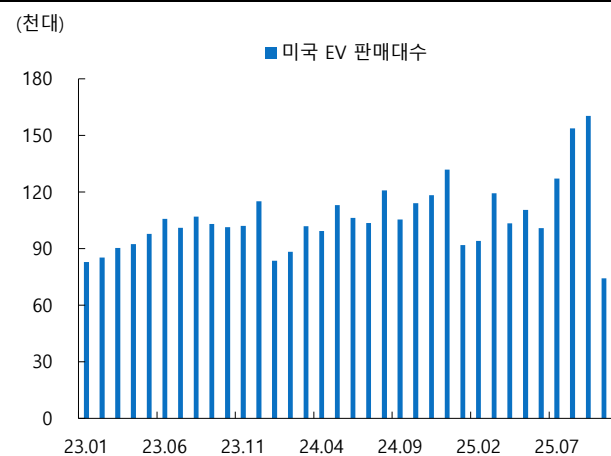
HL만도의 북미 지역 고객사 중에는 현대차 외 주요 미국 OEM들이 포함되어 있다. 전기차 수요 둔화에 따라 주요 북미 OEM의 친환경차 관련 프로젝트가 지연되고 있다는 우려가 존재하는 것이 사실이다. 설사 동사 수주 물량 공급이 지연된다고 해도, 신규 프로젝트를 통한 일종의 보상 프로그램이 마련되어 있다. 또한 일반적으로 회생 제동 기능은 전기차에서만 제공된다는 오해가 있지만, 이는 하이브리드 차량에서도 동일하게 찾아볼 수 있다. 즉 미국 전기차 수요 둔화는 상당기간 지속될 것이나, 이와 대비 가파른 하이브리드 수요를 바탕으로 관련 부품의 추가 수주를 기대해볼 수 있다. 또한 동사 핵심 고객사 중 하나인 북미 전기차 업체인 R-EPS (Rack Type Electric Power Steering) 공급이 고객사 볼륨 모델 양산에 따라 본격화될 것이라는 점 또한 미주 실적을 지탱할 것이다.

그림7. HL만도 주요 지역 매출액 및 미국 비중 추이: 향후 동사 전체 외형 성장 및 수익성에 있어 가장 중요도가 높은 지역은 단연 미국



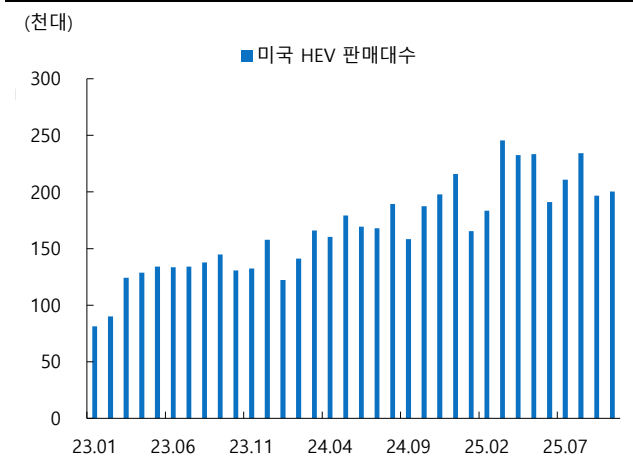
자료: HL만도, iM증권 리서치본부

그림8. 미국 전체 EV 판매대수 추이: 전기차 구매 보조금 정책 종료 후 당장 10월부터 관찰되고 있는 수요 둔화



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림9. 미국 전체 HEV 판매대수 추이: 꾸준히 증가하고 있는 HEV 수요는 IDB 및 관련 동사 부품 수요 견조할 것을 의미



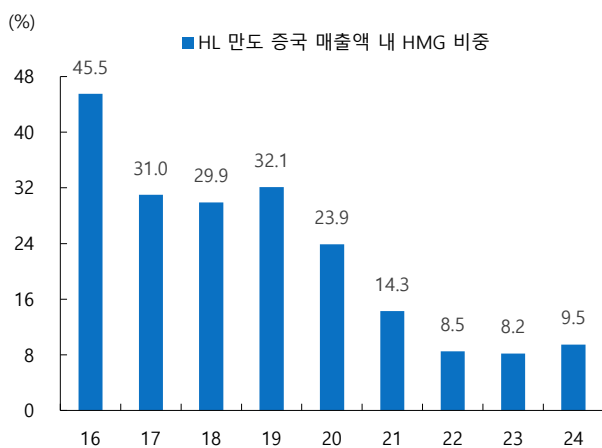
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

투자 포인트 (2): 신흥 시장에서 성장하는 흔하지 않은 Tier 1 업체

투자포인트 (2)-1: HL만도의 중국 내 HMG 매출 의존도는 10% 미만

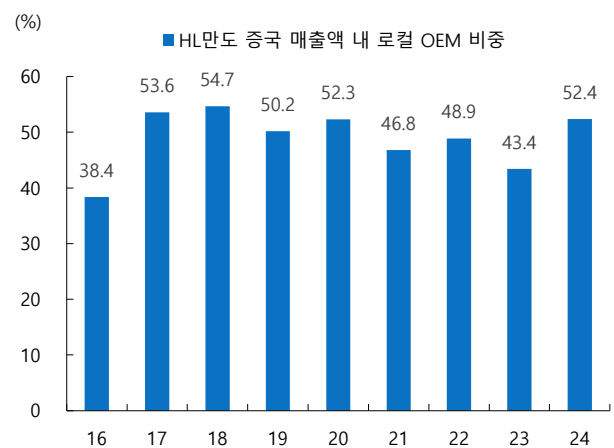
두 번째 투자포인트는 신흥 시장에서 성장하는 흔치 않은 Tier 1 업체라는 점이다. 특히 중국 시장의 경우 현대차그룹 M/S가 급감했음에도 불구하고, 동사는 중국 로컬 OEM들을 중심으로 한 성장세를 계속해서 보여주고 있다. 25.3Q 기준 전사 매출액의 11.5%, 그리고 HL만도 중국 법인의 매출액의 52%가 로컬 OEM들에게서 발생하고 있고, 이와 동시에 중국 내 현대차그룹 매출 비중은 10% 이하로 유지하고 있다. 현지 가격 경쟁이 치열한 탓에 높은 수익성을 보장받지는 못하나, 동사 실적 하방을 안정적으로 지지할 수 있는 요인임은 틀림없다. 동사는 레거시 OEM 외 여러 스마트카 업체와도 오랜 협력 관계를 이어오고 있다는 점 또한 특징이며, 주요 스마트카 업체향 신차 사이클이 임박함에 따른 R-EPS 공급 물량 확대를 기대해볼 수 있다.

그림10. HL만도 중국 법인 매출액 내 HMG 비중



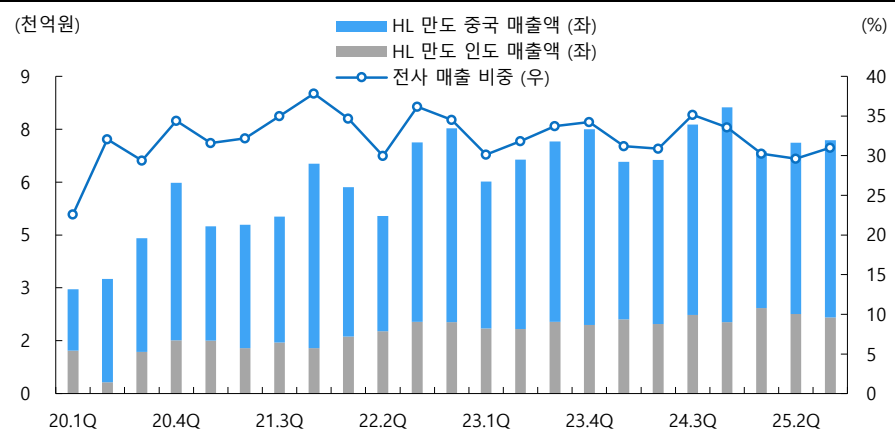
자료: HL만도, iM증권 리서치본부

그림11. HL만도 중국 법인 매출액 내 로컬 OEM 비중



자료: HL만도, iM증권 리서치본부

그림12. HL만도 주요 신흥 시장 매출액 및 전사 매출 비중



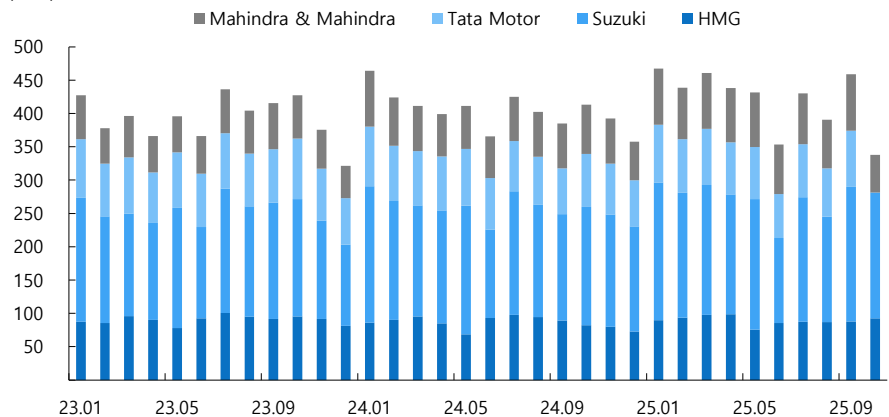
자료: HL만도, iM증권 리서치본부

투자포인트 (2)-2: 인도 내 OEM 생산량 확대 및 GST 인하 후 수요 또한 반등

25.3Q 기준 HL 만도의 인도 매출액은 2,159억원으로 전사 매출액의 9.5%를 구성하고 있다. 인도 자동차 시장은 Suzuki, 현대차그룹 및 일부 로컬 OEM 외 시장 진입이 어렵다는 특징을 가지고 있다. 동사는 현대차그룹 외 대부분의 인도 내 OEM을 고객사로 확보하고 있는 상황이다. 인도가 기타 시장 대비 가지고 있는 또 다른 특징은 ICE, EV 등 전 PT에 걸쳐 수요 성장 잠재력이 높다는 것이며, 이에 대부분의 OEM들은 인도 생산 능력 확대에 나서고 있다. 2026년부터 본격적으로 신규 공장이 가동될 예정이고, 이에 따라 동사 신규 수주 또한 발생할 수 있을 전망이다. 인도 GST (Goods and Services Tax, 일종의 부가가치세이며 기존 28%에서 올해 9월 18%로 인하)가 인하됨에 따라 차량 구매 수요가 반등하고 있다는 점 또한 동사 영업 환경에 우호적이다. 더불어 인도 정부는 적극적인 전기차 보급 장려 정책을 펼치고 있고, 이에 따른 전동화 관련 제동 및 조향 제품 신규 수주 또한 중장기적으로 발생할 수 있을 전망이다.

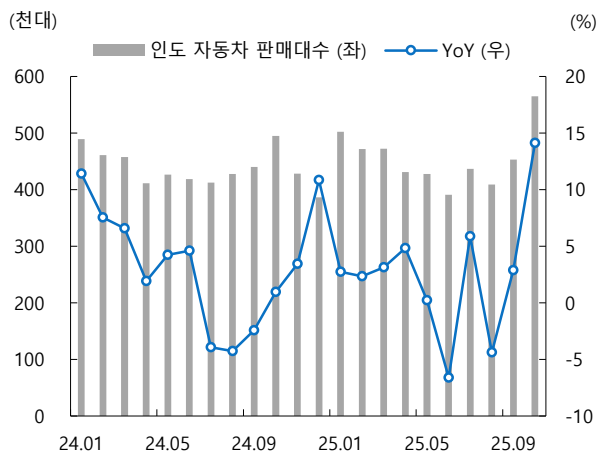
그림13. 인도 내 주요 OEM 차량 생산 대수 추이: 현대차를 포함한 주요 OEM들의 생산 설비 확충이 완료되었으며, 이에 따라 정제되어 있는 차량 생산량 또한 반등할 것

(천대)



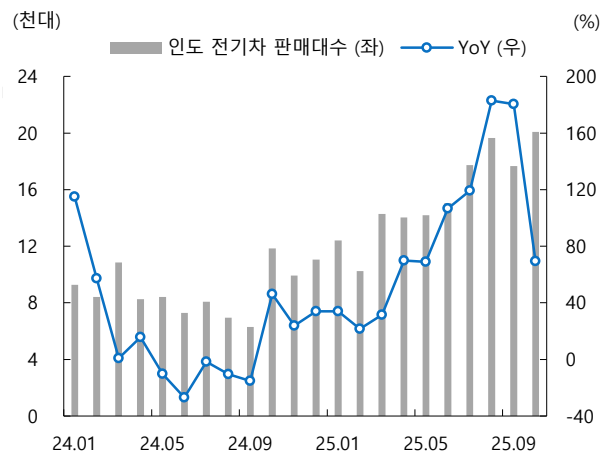
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림14. 인도 자동차 판매대수 및 YoY: 10월부터 GST 인하 효과가 광범위하게 나타나고 있는 상황



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림15. 인도 전기차 판매대수 및 YoY: GST 인하와 더불어 전기차 수입 관세 조치가 수요 확대를 견인할 것



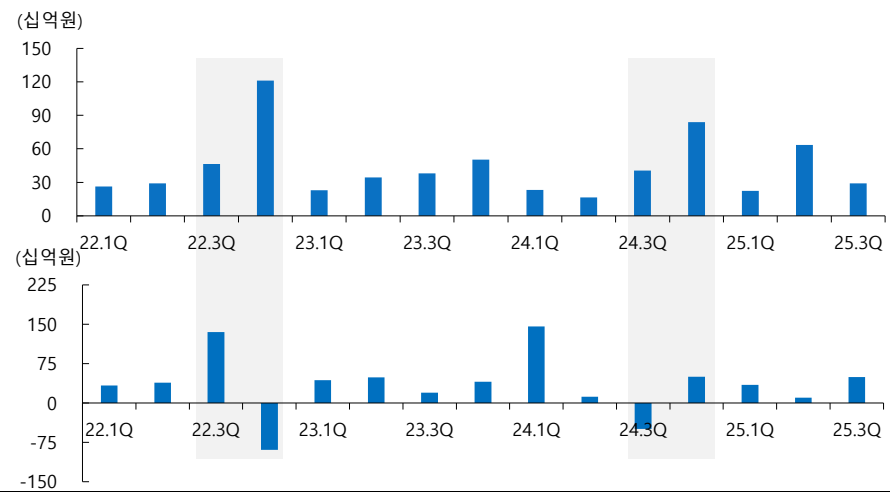
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

투자포인트 (3): 좋은 업황을 누르고 있던 비영업단 손실 해소

iMotion 지분 매각을 통해 비영업손실에 기인했던 디스카운트 요인 해소

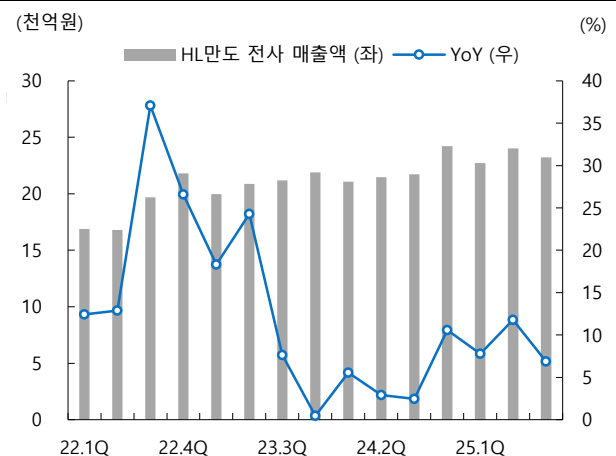
세 번째 투자포인트는 좋은 업황을 누르고 있던 비영업단 손실 노이즈가 해소될 것이라는 점이다. 이처럼 HL만도의 경우 국내 부품사의 디스카운트 요인으로 꼽혀온 높은 현대차그룹 매출 비중이라는 요인에 상당히 자유롭다. 그럼에도 불구하고, 동사 주가는 올해 유의미한 상승폭을 보여주지 못했는데 그 배경에는 비영업적 손실이 있었다. HL만도는 HL클레무브를 통해 2021년 중국 ADAS 솔루션 업체 iMotion에 대규모 투자를 집행했는데, 상장 이후 해당 업체 주가는 큰 폭의 하락을 보여주고 있다. 이는 동사 금융자산평가손실로 인식됨과 동시에 순이익 단에도 부정적인 영향을 미치고 있었다. HL만도는 최근 iMotion 매각을 검토 중인 것으로 알려지고 있고, 이는 동사 수익성 개선으로 연결될 전망이다.

그림16. HL만도 분기별 기타비용 (iMotion 금융자산평가손실 포함) 및 순이익 추이



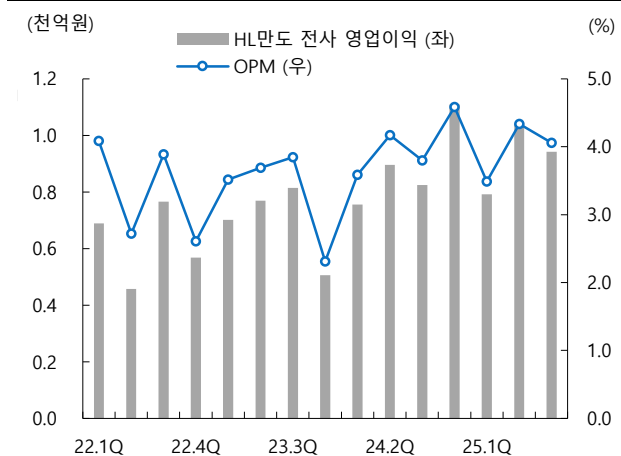
자료: HL만도, iM증권 리서치본부

그림17. HL 만도 매출액 및 YoY 추이: 동기간 외형 성장성에 특이사항은 없었고, 순적자는 온전히 비영업손실에 기인



자료: HL만도, iM증권 리서치본부

그림18. HL 만도 영업이익 및 OPM 추이: 동기간 영업이익에 특이사항은 없었고, 순적자는 온전히 비영업손실에 기인



자료: HL만도, iM증권 리서치본부

투자포인트 (4): 완제품 액츄에이터로 경쟁력 차별화 전망

투자포인트 (4)-1: 그룹 내에서 액츄에이터를 만들 업체는 바로 HL만도

네 번째 투자포인트는 완제품 액츄에이터를 바탕으로 경쟁력 차별화가 가능할 것이기 때문이다. HL그룹의 로보틱스 밸류체인은 HL클레무브와 HL로보틱스를 중심으로 이뤄지고 있다. HL클레무브의 경우 SDV 및 자율주행에 수반되는 솔루션, 전장 부품을 공급하고 있으며, HL로보틱스는 주차로봇을 포함한 다양한 종류의 서비스 로봇을 개발 중에 있다. 이를 보면 현대차그룹의 휴머노이드 사업과 큰 상관관계가 없어 보이는 것이 사실이다. 그러나 HL만도의 경우 조향 및 제동 관련 부품에서 사용되는 차량용 액츄에이터 기술에 있어 분명한 강점을 가지고 있다. 실제로 여러 자동차 산업 1~3차 협력사는 기존 기술을 바탕으로 한 휴머노이드 사업 진출을 피하고 있는데, 양산 역량 및 핵심 부품 내재화 수준을 함께 고려한다면 관련 업체들 대비 HL만도의 기술 경쟁력은 상당히 높다.

그림19. HL로보틱스의 제품 라인업: 액츄에이터보다 서비스로봇 제품군에 집중하고 있는 모습



자료: HL만도, iM증권 리서치본부

그림20. HL만도의 제동, 구동, 조향 관련 제품 라인업: 기본적으로 자동차용 부품에 액츄에이터는 오랜 기간 사용되어 왔음



자료: HL만도, iM증권 리서치본부

그림21. 2025년 9월 HL 만도의 채용 공고에 명시된 휴머노이드 전용 액츄에이터 관련 인력 충원 계획

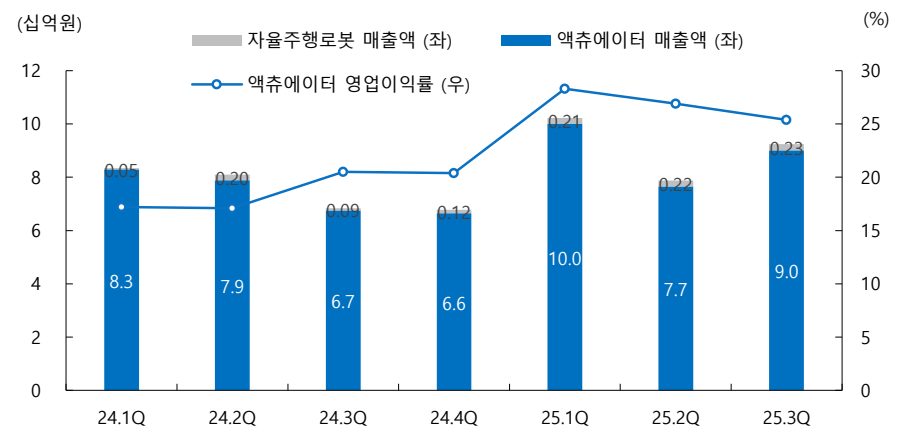
Robot Actuator 제어 로직 개발	필요	지원자격
경력	- 휴머노이드 로봇 동작 제어 알고리즘 설계 및 구현 - 다양한 센서 기반 상태 추정 및 제어 - ROS/ROS2 제어 모듈 개발 - 시뮬레이션 환경(Gazebo 등)에서 성능 검증 - 실제 로봇 플랫폼 통합 검증 - Functional Safety 고려 로직 설계	지원자격 - 공학 계열 전공 (전기·전자, 컴퓨터, 로봇, 기계 등) - C/C++/Python 등 프로그래밍 언어 기반 SW 개발 - 관련 경력 3년 이상 - OPic/TOEIC Speaking 102 이상 우대사항 - Linux 기반 개발 환경 경험 - ROS/ROS2 이해 및 로봇 프로젝트 실무 경험 - 휴머노이드 자세·보행 제어 알고리즘 개발 경험 - 운동학·동역학 해석 및 설계 경험 - 실시간 제어 시스템 개발 경험 - GPU(CUDA) 활용 또는 AI/ML 알고리즘 연동 경험 - 어학 능력 우수(영어, 중국어)

자료: HL만도, iM증권 리서치본부

투자포인트 (4)-2: 상대적으로 높은 수익성, 중국 판로 개척 가능하다는 강점

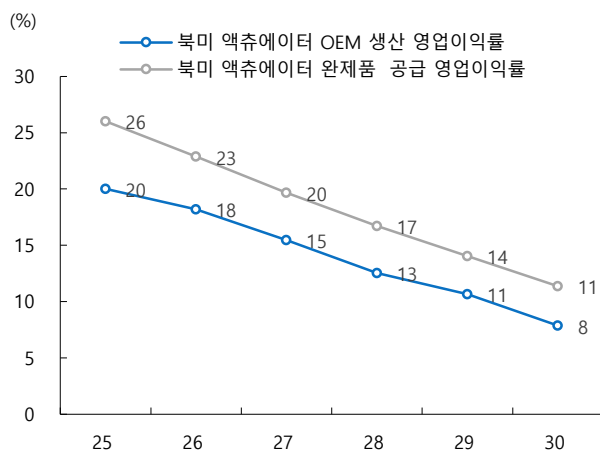
현재 휴머노이드 업체들은 크게 두가지 방식으로 액츄에이터 공급망을 구축하고 있고, 1) 휴머노이드 업체들이 액츄에이터를 설계하되, 외부 업체에게 조립 및 생산을 맡기는 방식, 2) 액츄에이터 업체의 완제품을 구매하는 방식 등이 대표적이다. Tesla는 1)의 방법을 택하고 있고, Boston Dynamics 또한 이를 따르고 있다. 다만 이는 자체 개발 역량을 보유하고 있는 대형 업체에게만 허락될 것이고, 대다수의 휴머노이드 업체들은 2)의 방식을 택할 것이다. HL만도는 설계부터 생산까지 내재화한 완제품을 개발 중인 것으로 파악되며, 이를 통한 글로벌 휴머노이드 업체로의 확장을 목표하고 있다. 로보티즈는 Tesla 등 주요 휴머노이드 업체에게 액츄에이터를 공급한 업체인데, 액츄에이터 사업부의 영업이익률은 25%에 달한다. 다만 향후 액츄에이터 시장 경쟁이 심화됨에 따라 제품 마진은 하락할 수밖에 없고, 동사 또한 이를 피하기는 어렵다. 그럼에도 외주 생산 대비 상대적으로 높은 수익성이 담보되고, 동사의 경우 북미 휴머노이드 업체 외 중국으로의 확장 또한 꾀해볼 수 있다는 강점을 가지고 있다.

그림22. 로보티즈 주요 부문별 매출액 및 액츄에이터 부문 영업이익률 추이



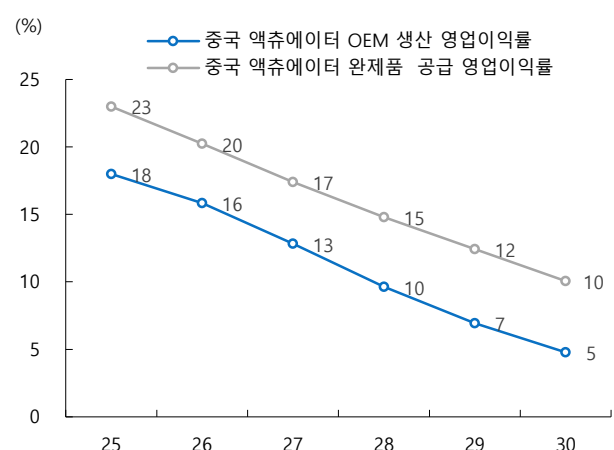
자료: 로보티즈, iM증권 리서치본부

그림23. 북미 액츄에이터 시장 부문별 영업이익률 전망



자료: iM증권 리서치본부 추정

그림24. 중국 액츄에이터 시장 부문별 영업이익률 전망



자료: iM증권 리서치본부 추정

2026년 실적 전망 및 Valuation

당사는 HL만도 2026년 매출액 10.4조원 (+6.3% YoY) 영업이익 5.1조원 (+4.9% YoY)을 전망하며 근거는 다음과 같다. 매출액의 경우 1) 북미향 IDB.2 공급 본격화, 2) 중국 및 인도를 중심으로 한 신흥 시장 성장 등에 기인하고, 영업이익의 경우 1) 자동차 부품 관세 15% 확정에 따른 연간 관세 부담액 축소, 2) 높은 USMCA 충족율에 따른 관세 리스크 최소화 등에 근거하고 있다.

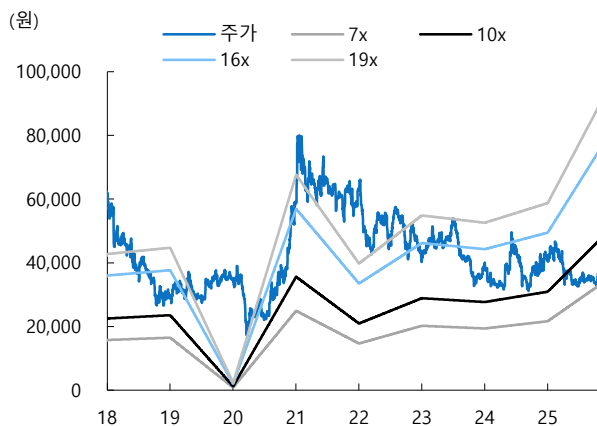
목표주가 50,000원으로 커버리지를 개시, 상승 여력은 20.8%이다. 2026년 EPS 4,985원, 과거 동사 자율주행 사업 가치가 반영되기 시작한 P/E 10배를 Target Multiple로 설정했다. HL클레무브의 분사로 동사 자율주행 사업 가치는 과거 대비 희석된 것이 사실이나, 최근 동사의 투자 포인트로 거론되고 있는 휴머노이드용 액츄에이터 사업 경쟁력은 이에 준하는 수준이라는 점에 근거한다.

그림25. HL만도 Valuation Table

(단위: 원, 배, %)		비고
(A) EPS	4,985	12M Fwd EPS
(B) Target Multiple	10.0	HL만도 자율주행 기술 부각 초입 당시 P/E 밸류에이션
적정주가	49,851	(A)*(B)
목표주가	50,000	
현재주가	41,400	2025-11-24 종가 기준
상승여력	20.8	

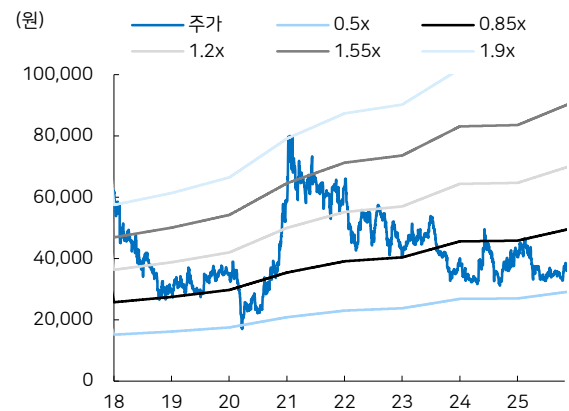
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림26. HL만도 12개월 선행 P/E Chart



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림27. HL만도 12개월 선행 P/B Chart



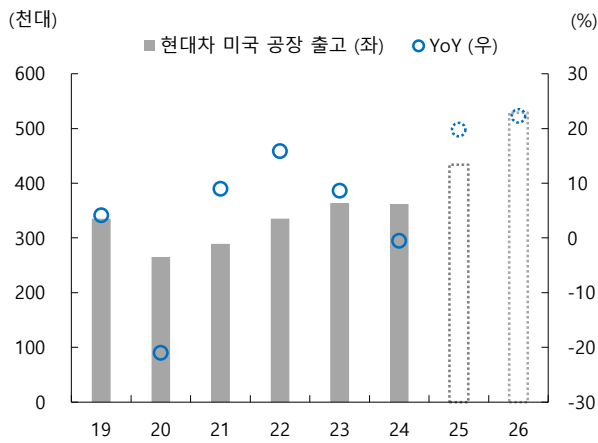
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림28. HL만도 분기 실적 테이블

(억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	21,073	21,474	21,717	24,218	22,711	24,009	23,213	28,145	88,482	98,078	104,242
한국	7,379	7,568	6,927	8,726	7,604	8,210	7,839	8,901	30,600	32,554	33,205
중국	4,464	4,652	5,398	6,101	4,442	4,857	5,032	7,626	20,615	21,957	23,305
북미	5,040	5,221	5,394	5,457	6,232	6,649	6,316	7,094	21,112	26,291	28,293
인도	2,110	1,975	2,232	2,023	2,427	2,257	2,159	2,326	8,340	9,169	9,811
기타	2,080	2,058	1,766	1,911	2,006	2,036	1,867	2,198	7,815	8,107	9,629
비중											
한국	35.0	35.2	31.9	36.0	33.5	34.2	33.8	31.6	34.6	33.2	31.9
중국	21.2	21.7	24.9	25.2	19.6	20.2	21.7	27.1	23.3	22.4	22.4
북미	23.9	24.3	24.8	22.5	27.4	27.7	27.2	25.2	23.9	26.8	27.1
인도	10.0	9.2	10.3	8.4	10.7	9.4	9.3	8.3	9.4	9.3	9.4
기타	9.9	9.6	8.1	7.9	8.8	8.5	8.0	7.8	8.8	8.3	9.2
YoY	5.5	2.9	2.5	10.6	7.8	11.8	6.9	16.2	17.7	10.8	6.3
한국	-2.4	-1.1	-7.9	11.4	3.0	8.5	13.2	2.0	9.6	6.4	2.0
중국	7.2	-3.2	5.6	9.9	-0.5	4.4	-6.8	25.0	13.9	6.5	6.1
북미	9.0	13.9	10.1	24.0	23.7	27.4	17.1	30.0	23.4	24.5	7.6
인도	14.2	7.6	9.6	3.7	15.0	14.3	-3.3	15.0	12.0	9.9	7.0
기타	17.2	3.2	8.5	-11.9	-3.6	-1.1	5.7	15.0	69.8	3.7	18.8
매출총이익	2,955	2,999	3,184	3,915	3,199	3,644	3,624	4,081	13,053	14,548	15,076
YoY	7.2	8.9	5.3	40.9	8.3	21.5	13.8	4.2	29.8	11.5	3.6
GPM	14.0	14.0	14.7	16.2	14.1	15.2	15.6	14.5	14.8	14.8	14.5
영업이익	756	896	825	1,110	792	1,041	942	1,392	3,587	4,167	4,723
YoY	7.7	16.4	1.2	119.4	4.8	16.2	14.2	25.4	44.6	16.2	13.4
OPM	3.6	4.2	3.8	4.6	3.5	4.3	4.1	4.9	4.1	4.2	4.5
세전이익	2,152	501	-516	517	616	341	655	1,322	2,654	2,934	4,664
지배주주순이익	1,396	45	-567	425	279	45	437	882	1,299	1,643	2,341
YoY	254.8	-90.3	-538.6	13.0	-80.0	0.9	-177.2	107.5	32.2	26.5	42.5
NPM	6.6	0.2	-2.6	1.8	1.2	0.2	1.9	3.1	1.5	1.7	2.2

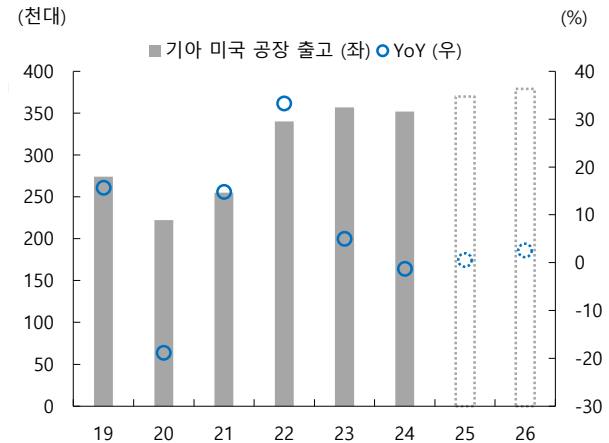
자료: iM증권 리서치본부

그림29. 현대차 연간 미국 공장 출고 추이 및 전망치



자료: 현대차, iM증권 리서치본부 추정

그림30. 기아 연간 미국 공장 출고 추이 및 전망치



자료: 기아, iM증권 리서치본부 추정

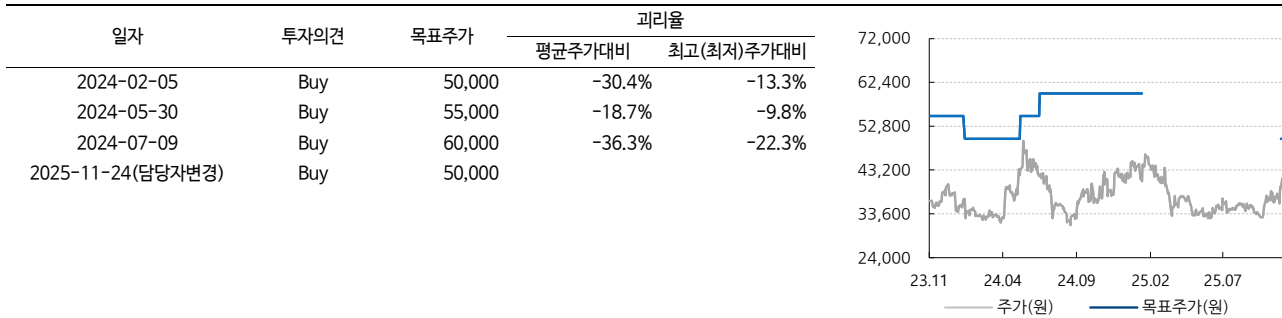
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,677	3,817	4,077	4,421	매출액	8,848	9,808	10,424	11,104
현금 및 현금성자산	536	803	903	1,064	증가율(%)	5.4	10.8	6.3	6.5
단기금융자산	48	34	25	18	매출원가	7,525	8,353	8,917	9,497
매출채권	2,171	1,981	2,104	2,240	매출총이익	1,323	1,455	1,508	1,606
재고자산	838	929	988	1,052	판매비와관리비	964	1,038	1,035	1,060
비유동자산	3,375	3,531	3,691	3,858	연구개발비	303	336	357	381
유형자산	2,410	2,557	2,708	2,865	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	220	232	245	258	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	7,052	7,348	7,768	8,279	영업이익	359	417	472	546
유동부채	2,900	3,126	3,313	3,532	증가율(%)	28.5	16.1	13.4	15.6
매입채무	1,449	1,607	1,708	1,819	영업이익률(%)	4.1	4.2	4.5	4.9
단기차입금	233	216	201	187	이자수익	29	41	46	53
유동성장기부채	651	651	651	651	이자비용	113	108	103	99
비유동부채	1,479	1,401	1,328	1,260	지분법이익(손실)	-5	-5	-5	-5
사채	648	597	549	505	기타영업외손익	-6	-54	54	-7
장기차입금	527	501	476	452	세전계속사업이익	265	293	466	539
부채총계	4,379	4,526	4,641	4,792	법인세비용	107	73	117	135
지배주주지분	2,519	2,639	2,829	3,144	세전계속이익률(%)	3.0	3.0	4.5	4.9
자본금	47	47	47	47	당기순이익	158	193	350	405
자본잉여금	603	603	603	603	순이익률(%)	1.8	2.0	3.4	3.6
이익잉여금	1,237	1,364	1,560	1,882	지배주주귀속 순이익	130	164	234	360
기타자본항목	432	425	419	412	기타포괄이익	205	-7	-7	-7
비지배주주지분	154	183	298	343	총포괄이익	363	186	343	398
자본총계	2,673	2,821	3,127	3,487	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	435	1,290	1,158	1,252	주당지표(원)				
당기순이익	158	193	350	405	EPS	2,767	3,499	4,985	7,660
유형자산감가상각비	302	343	370	398	BPS	53,635	56,193	60,237	66,956
무형자산상각비	33	37	39	42	CFPS	9,910	11,604	13,710	17,023
지분법관련손실(이익)	-5	-5	-5	-5	DPS	700	800	800	800
투자활동 현금흐름	-397	-624	-662	-702	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-307	-490	-521	-555	PER	14.7	10.2	7.2	4.7
무형자산의 처분(취득)	-50	-49	-52	-56	PBR	0.8	0.6	0.6	0.5
금융상품의 증감	38	-2	-2	-2	PCR	4.1	3.1	2.6	2.1
재무활동 현금흐름	-177	-159	-152	-146	EV/EBITDA	4.9	3.5	3.0	2.4
단기금융부채의증감	-64	-17	-15	-14	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-35	-78	-73	-68	ROE	5.5	6.4	8.6	12.0
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	7.8	8.1	8.5	8.9
배당금지급	-51	-38	-38	-38	부채비율	163.8	160.4	148.4	137.4
현금및현금성자산의증감	-79	268	100	161	순부채비율	55.2	39.9	30.3	20.4
기초현금및현금성자산	615	536	803	903	매출채권회전율(x)	4.5	4.7	5.1	5.1
기말현금및현금성자산	536	803	903	1,064	재고자산회전율(x)	11.3	11.1	10.9	10.9

자료 : HL만도, iM증권 리서치본부

HL만도 투자이전 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%