

자동차/부품 (비중확대/신규)

# Three Gears Turning 우려를 넘어 신뢰로



## CONTENTS

|                                             |           |
|---------------------------------------------|-----------|
| <b>Executive Summary</b>                    | <b>3</b>  |
| <b>I. 투자전략 및 Valuation</b>                  | <b>9</b>  |
| 1. Multiple 회복 - 피크아웃·전기차 우려 완화, 주주환원 확대    | 9         |
| 2. 저평가 3가지 원인 - ROE 지속성 및 주주환원 우려, COE 상승   | 11        |
| 3. 24년 감익 제한적, 25년 증익으로 완화될 Peak-Out 우려     | 12        |
| 4. 높아질 BEV 점유율, HEV 수요 확대로 완화될 전기차 우려       | 13        |
| 5. 부각될 고ROE-저P/B 매력, 주주환원정책 확대 예상           | 14        |
| Top Pick: 현대차 (상승여력 +40%) / 차선호주: 기아 (+35%) | 15        |
| <b>II. 24년 감익 제한적, 25년 증익 구간 진입</b>         | <b>16</b> |
| 결론: 현대차·기아에 대한 피크아웃 우려는 과도하다                | 16        |
| 1. 인센티브 상승 둔화, MSRP 상승으로 견고할 ASP            | 20        |
| 2. 미국과 유럽이 밀어주고 인도가 이끌어가는 Q 성장              | 30        |
| 3. 경쟁사의 생산 정상화에도 미국 점유율 10% 유지              | 41        |
| 4. 원재료비 하락에 의한 증익 효과도 본격적으로 작용              | 46        |
| <b>III. 높아질 미국 BEV 점유율, HEV 수요 확대</b>       | <b>47</b> |
| 결론: 현대차·기아에 대한 전기차 우려는 과도하다                 | 47        |
| 1. 전기차 단기 수요 둔화는 매스마켓으로의 전환점                | 51        |
| 2. 불가피한 전기차 전환, 멀티플 리레이팅의 영역                | 58        |
| 3. 신차와 보조금으로 더 높아질 미국 BEV 점유율               | 63        |
| 4. 가격 정책의 핵심인 BEV 수익성도 견고할 것                | 67        |
| 5. HEV 수요 확대 수혜, 탁월한 포트폴리오 역량               | 70        |
| <b>IV. 고ROE-저PBR 업종, 밸류업 프로그램 수혜</b>        | <b>74</b> |
| 결론: 부각될 저PBR 매력, 주주환원 확대 예상                 | 74        |
| 1. 현대차·기아의 주주환원 확대 여력은 충분하다                 | 77        |
| 2. 완성차 업체들의 ‘밸류업 지수 포함 노력’                  | 78        |
| <b>Appendix: 국내외 자동차/부품 밸류체인</b>            | <b>79</b> |
| <b>Global Company Analysis</b>              | <b>80</b> |
| 현대차                                         | 81        |
| 기아                                          | 95        |
| 현대모비스                                       | 109       |
| HL만도                                        | 116       |
| 한온시스템                                       | 124       |

## Executive Summary

### 멀티플 회복 - 피크아웃·전기차 우려 완화, 주주환원 눈높이 충족, COE 하락

우려와 변동성으로 투자자들의 고민이 많을 시점이다. 현대차·기아는 지난 3년간 큰 폭의 이익 성장을 이뤄냈으나 멀티플은 하락했다. 원인은 1) 피크아웃 우려와 BEV 경쟁력 우려, 2) 호실적과 경쟁사의 행보에 높아진 주주환원 눈높이, 3) COE 상승이다. 최근 전기차 수요 둔화, 내연기관 규제 완화, 하이브리드 부상, 밸류업 프로그램 기대감으로 극심한 저평가 상태에서는 벗어났다. 그러나 할인 여전하고 변동성은 확대된 모습이다.

자동차/부품 업종에 대해 투자자의 '비중확대'로 커버리지를 개시한다. 이유는 1) 24년 제한적인 감익, 25년 증익 구간 진입으로 피크아웃 우려 완화, 2) 높아질 미국 BEV 점유율, 견고할 BEV 수익성, HEV 수요 확대 수혜로 전기차 경쟁력 우려 완화, 3) 밸류업 프로그램이 시행될 가운데 펀더멘탈에 기반한 주주환원 확대를 예상한다.

① **피크아웃 우려 완화**의 근거는 1) 견고한 ASP이다. 인센티브 증가세 둔화를 예상한다. 비용 증가를 야기한 모델의 신차 출시가 예정되어 있고, 하반기 IRA 보조금 확보가 가능하다. 업체 재고 뿐만 아니라 속한 세그먼트 재고도 낮다. MSRP 상승 및 제품믹스 개선도 지속된다. ADAS 침투율 상승, 하이브리드 비중 상승, SUV 중심 신차 출시 효과다.

2) **Q의 성장은 지속된다.** 미국과 유럽이 밀어주고 인도가 이끌어간다. 미국은 GDP 상향 조정, 견조한 고용과 소비가 지속되고 있다. 특히 차량구매환경의 개선이 판매량을 견인할 것이다. 이는 상대적으로 가격매력도가 높은 현대차·기아의 수혜를 예상한다. 인도는 GDP 고 성장과 낮은 보급률에 힘입어 Q·P가 동반 성장한다. 높은 진입장벽에 현지 점유율이 높고 생산역량이 확대되는 현대차·기아의 수혜를 예상한다. 3) **미국 10% 점유율도 유지된다.** 그 간의 3계단 순위 상승을 이뤄낸 배경인 신차/전기차 효과는 지속된다. 4) **C 하락도 지속된다.** 1Q24 호실적에서도 확인된 원재료비 증익 효과, 배터리 가격 하락도 지속된다.

② **전기차 경쟁력 우려 완화**에 관련해서는, 최근 전기차 수요 둔화 및 내연기관 규제 완화로 완성차 업체들의 주가 퍼포먼스가 전기차 업체보다 견조하다. 그러나 당사는 이를 통한 멀티플 회복은 제한적이라 판단한다. 전기차 전환은 불가피하기 때문이다. 내연기관 규제는 여전하고, 전기차 가격 하락 및 인프라 확대는 지속되고 있다. 자율주행에도 가장 적합한 플랫폼이다. 기존 완성차 업체들에게 있어서 전기차는 리레이팅의 영역으로 판단한다. 최근 전기차 업체의 저조한 주가에도 멀티플은 완성차 업체의 3~4배 수준이다.

ICE/HEV/PHEV라는 단기 실적과 BEV라는 중장기 성장성을 모두 확보해나아가는 업체에 투자해야 한다. 당사는 이는 현대차·기아로 판단한다. 그 이유는 아래와 같다:

1) 높아질 미국 BEV 점유율. 현대차-기아는 성장성이 가장 큰 미국에서 ICE-BEV 점유율 격차를 유의미하게 좁혔다. IRA 보조금 확보, 경쟁사 계획 연기/철회로 인한 수혜가 예상된다. 2) 견고할 BEV 수익성. 대중시장 진입의 핵심인 수익성을 조기에 확보했다. 배터리 가격 하락, 미국 전용 공장 가동이 예정돼있다. 3) 확대되는 HEV 수요 수혜 업체이다. 경쟁사 중 파워트레인 대응력이 탁월하다. 수요 확대 및 신차 출시로 비중 상승을 견인한다.

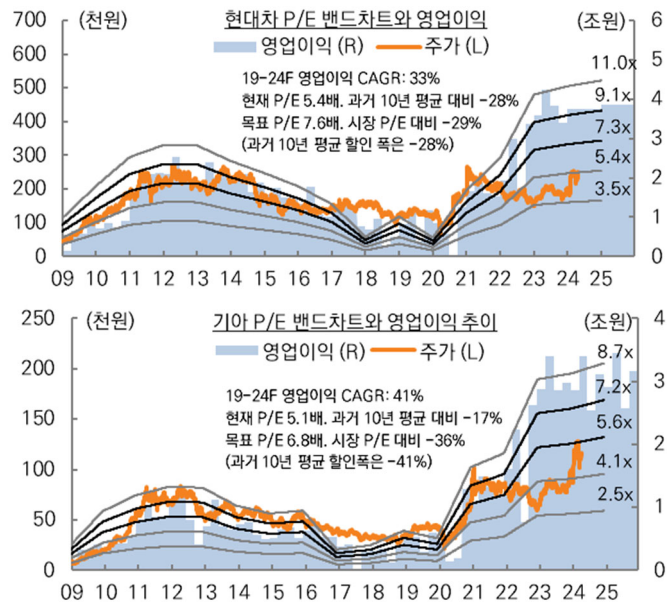
③ **주주환원 눈높이 충족**과 관련해서는, 지난 3년간 이뤄낸 호실적과 경쟁사들의 주주환원 확대 행보로 투자자들의 주주환원 눈높이가 높아졌다. 주주환원정책에는 호실적의 지속성에 대한 신뢰도가 내포되어 있다. 밸류업 프로그램은 최근 4월 총선 및 실적 시즌을 앞두고 기대감이 낮아진 모습이지만, 5월부터 본격적으로 시행될 것으로 보인다. 이를 통해 현대차-기아의 고ROE 대비 저P/B 매력에 재차 부각될 것으로 판단한다. 그러나 밸류업 프로그램을 통한 재평가의 핵심은 주주환원 확대이다. 이는 성장한 이익체력에 대한 신뢰도를 높여주는 효과적인 조치이기도 하다. 현대차를 중심으로 주주환원 확대 가능성이 높다고 판단한다.

1) 밸류업 프로그램이 시행되기 이전 18년부터 확대되기 시작한 주주환원 정책 전략, 2) 풍부한 현금흐름과 인도 법인 IPO 추진을 통한 자금 조달, 3) 일본 사례에서 확인할 수 있는 완성차 업체들의 밸류업 지수 포함 노력 등이다. 기아도 1Q24에 기록한 호실적을 기반으로 3분기 기준 재무 목표 달성해 추가 50%의 자사주 소각도 가능할 것으로 예상된다.

결론적으로 ROE 지속성 우려 완화, 주주환원 확대, COE 하락이라는 멀티플의 세 개의 톱니바퀴가 맞물리는 시점이다. 자동차/부품 업종내 최선호주로 현대차를 제시한다.

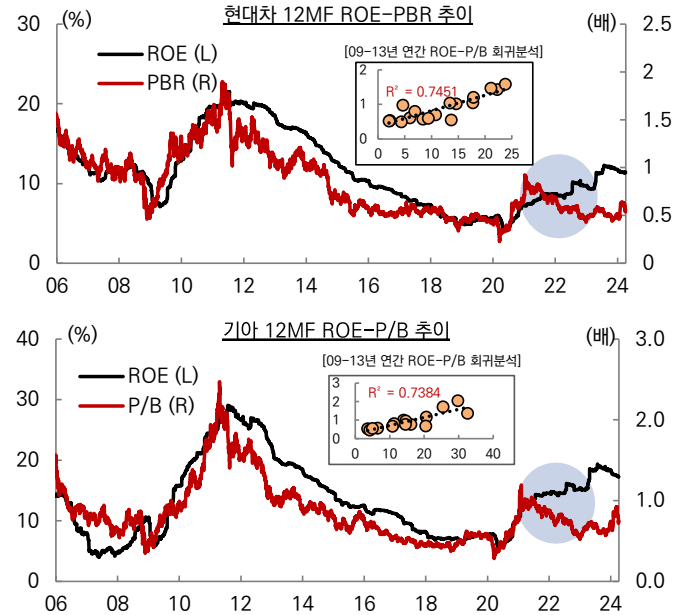
## Key Charts

그림 1. 21년 이후 발생한 주가와 영업이익의 디커플링



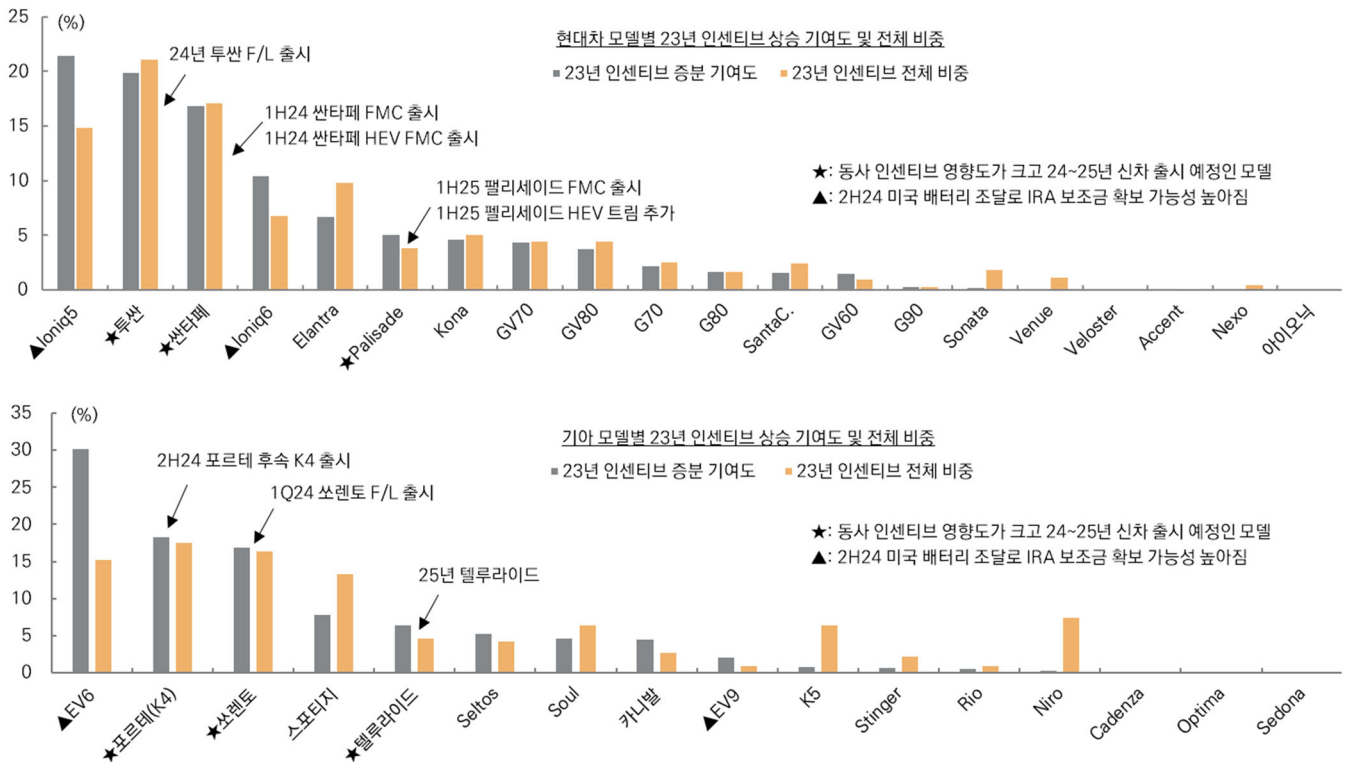
자료: Quantiverse, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 21년 이후 발생한 ROE와 P/B의 디커플링



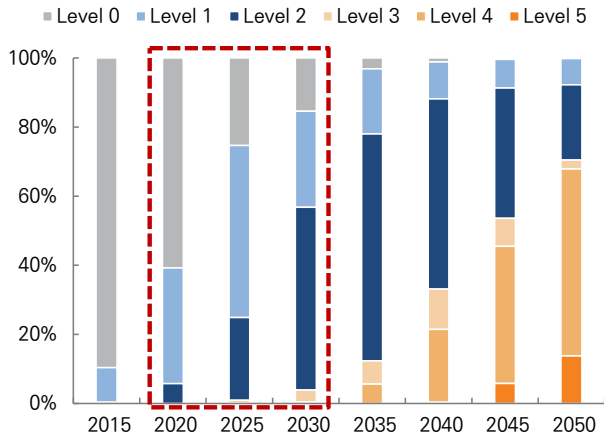
자료: Quantiverse, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 현대차 기아의 인센티브 상승 기여도가 큰 모델들의 신차 출시가 예정되어 있기에 상승세 둔화를 예상한다



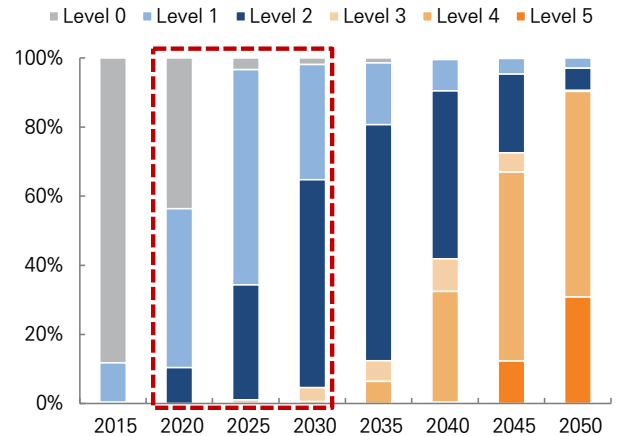
자료: Motor Intelligence, Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 글로벌 신차 판매 중 자율주행 레벨별 비중 전망



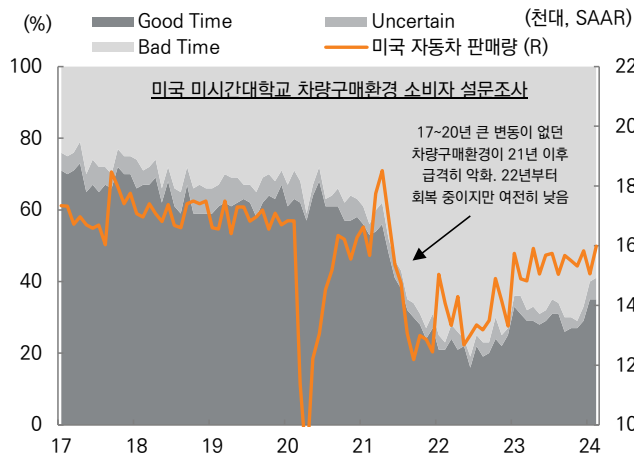
자료: Strategy Analytics, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 북미 신차 판매 중 자율주행 레벨별 비중 전망



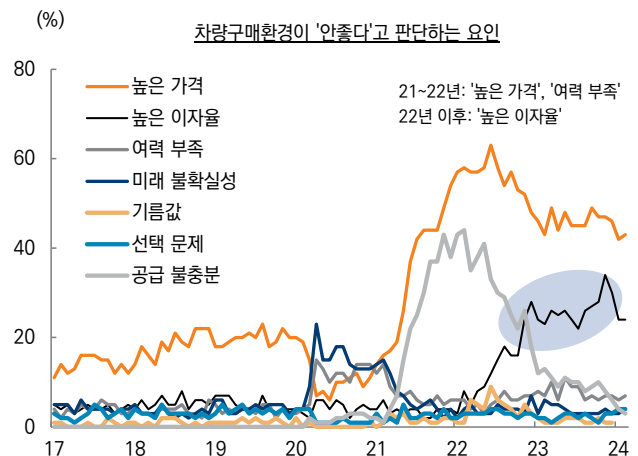
자료: Strategy Analytics, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 미국 차량구매환경은 추가로 개선될 여지가 충분함



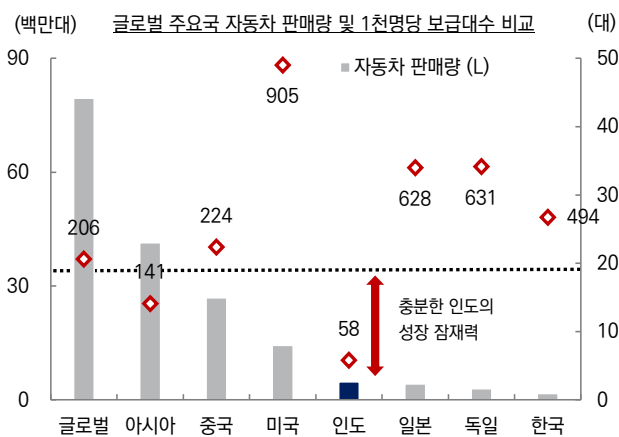
자료: University of Michigan, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 금리 인하로 차량구매환경 개선될 전망



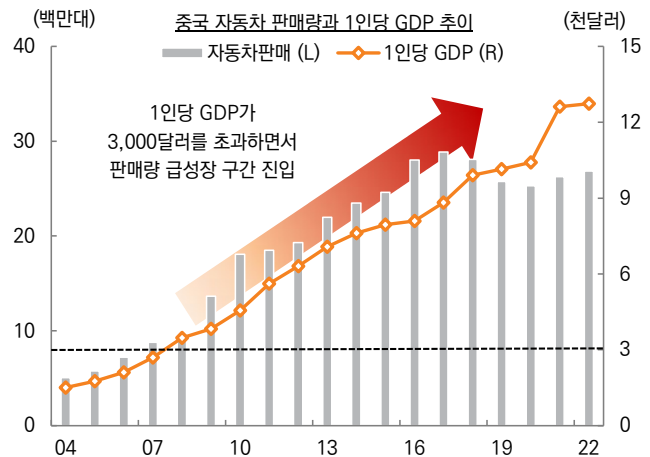
자료: University of Michigan, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 국가별 1천명당 자동차 보급률



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 중국 1인당 GDP와 자동차 판매량 관계



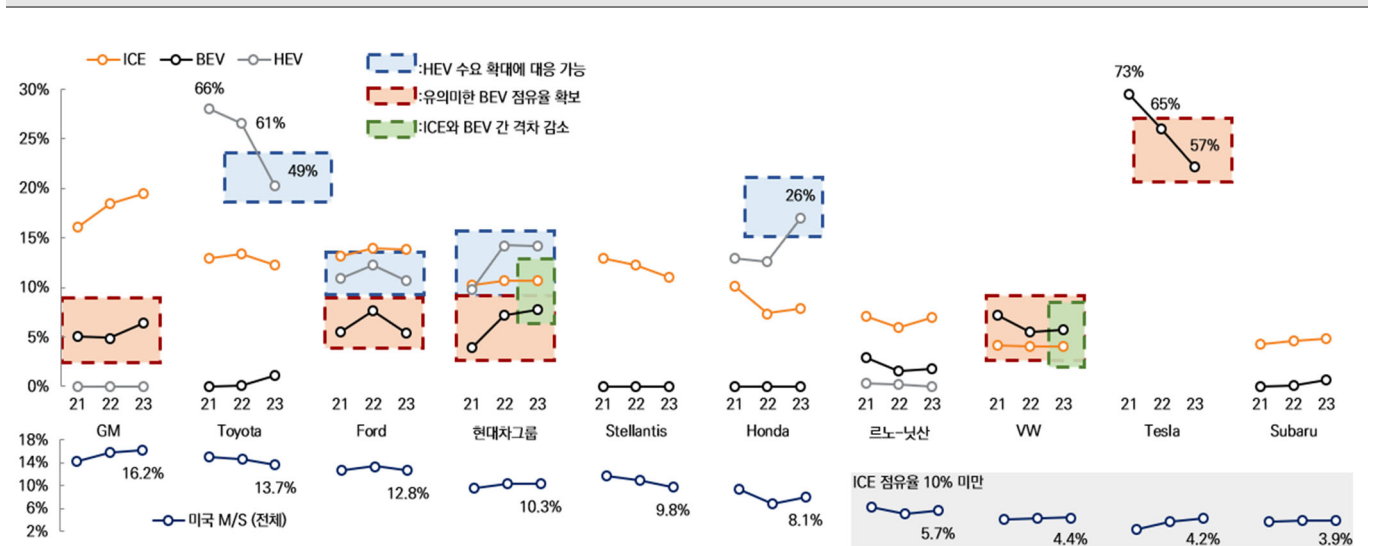
자료: Bloomberg, Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 전동화 전환 과정을 단기 실적과 장기 성장성으로 구분하여 글로벌 OEM별 평가

|            | 단기 실적                                                                                                                                                                                |                                                                     | 장기 성장성                                                                                                                           |                                                                                                       |
|------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|            | ICE 규제 완화                                                                                                                                                                            | HEV/PHEV 수요 대응 (HEV가 더 중요)                                          | EV 투자비 회수 / BEV 수익성 확보                                                                                                           | BEV 점유율 상승                                                                                            |
| 현대차/기아     |                                                                                                                                                                                      | - HEV 대응력 높음. 글로벌 3위. PHEV 6위<br>- HEV/PHEV 수익성은 이미 10%대 확보함        | - 글로벌 OEM 중 상대적으로 낮은 수준으로 집행<br>- 보수적으로 평가 받았으나 현 업황 고려 시 적절함<br>- 기아는 미들-싱글, 현대차는 BEP 수준 달성함<br>- BEV 수익성은 더욱 높아질 것으로 예상됨       | - 주요 BEV 시장 미국/유럽에서 ICE-BEV 격차 축소<br>- 특히 미국에서는 BEV 점유율이 테슬라에 이어 2위<br>- 향후 미국 BEV 점유율은 더욱 높아질 것으로 예상 |
| 미국 OEM 3사  | - ICE 판매 제한으로 인한 M/S 훼손 우려 완화<br>- 탄소배출 규제에 따른 벌금 확대 우려 완화<br>- 수익성 높은 ICE 모델 판매로 단기 실적 유지<br>- GM/Ford/VW/벤츠 등은 전기차 관련 계획 연기 및 철회를 발표. EV 경쟁력 확보 늦어짐<br>- HMG은 전기차 계획 유지. 경쟁력 강화 예상 | - Ford 제외 HEV 대응력 없음. 스텔란 PHEV 1위<br>- GM 등 HEV 투자 예정이나 수익성/성장성 낮음  | - 글로벌 OEM 중 상대적으로 높은 수준으로 집행<br>- 전동화 전환에 적극적이었으나 큰 폭의 비용 발생<br>- BEV 시장 둔화로 전기차 관련 투자 연기 및 철회<br>- 3사 모두 아직 BEV 사업에서 적자 발생하는 상황 | - 미국 GM은 ICE-BEV 격차 크지만 BEV 우상향<br>- 미국 Ford는 BEV 점유율이 23년 이후 부진함<br>- 미국 스텔란티스는 BEV 점유율 매우 낮은 상황     |
| 유럽 OEM 3사  |                                                                                                                                                                                      | - 유럽내 비중이 높은 PHEV/MHEV 대응력 높음<br>- 다만 최근 수요가 확대되는 HEV 대응력 없음        | - VW는 글로벌 OEM 중 가장 공격적인 투자 집행<br>- 과도한 비용으로 계획 철회 및 인력 감축 등 진행<br>- 벤츠도 전기차 계획 연기. BMW는 지속 추진                                    | - 미국 VW는 ICE-BEV 격차 축소중. 점유율 낮음<br>- 미국 BMW/메르세데스는 전체 점유율 낮은 상황                                       |
| 일본 OEM 3사  |                                                                                                                                                                                      | - HEV 점유율 60~70%이며 수익성도 높음<br>- PHEV 7위 도요타 제외 PHEV 대응력 없음          | - 보수적인 전동화 전환으로 투자비 높지 않음<br>- 도요타는 호실적 기반으로 배터리 공장 등 전동화 계획 확대. 혼다는 GM과의 계획 철회                                                  | - 미국 BEV 점유율 높여가고 있으나 아직 매우 낮음<br>- 르노닛산의 경우 유럽에서 높은 수준의 점유율 확보                                       |
| Tesla, BYD | - 탄소배출 크레딧 판매 금액 감소는 부정적<br>- ICE 규제 완화에 따라 일부 OEM은 계획 연기<br>- 이는 BEV 업체들에게는 경쟁 완화로 작용                                                                                               | - HEV 대응력 없음. BYD 제외 PHEV 대응력 없음<br>- HEV/PHEV 수요 확대는 BEV 수요에 영향 있음 | - 테슬라/BYD/리오토 제외 수익성 확보하지 못함<br>- 테슬라는 멕시코 및 차세대 전기차 계획 일부 연기<br>- 중국 BEV 시장은 견조하지만 경쟁 심화된 상황                                    | - 기존 OEM의 계획 수정으로 BEV 시장 경쟁은 소폭 완화될 것으로 예상되는 상황. 다만 기존과 같이 시장 전체 수요 둔화로 인한 가격 경쟁 여전                   |
| 기타 BEV 업체  |                                                                                                                                                                                      |                                                                     |                                                                                                                                  |                                                                                                       |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 미국 상위 10개 업체 파워트레인별 M/S 분석: 현대기아는 ICE-BEV 격차 축소하며 HEV 대응 가능한 유일한 업체



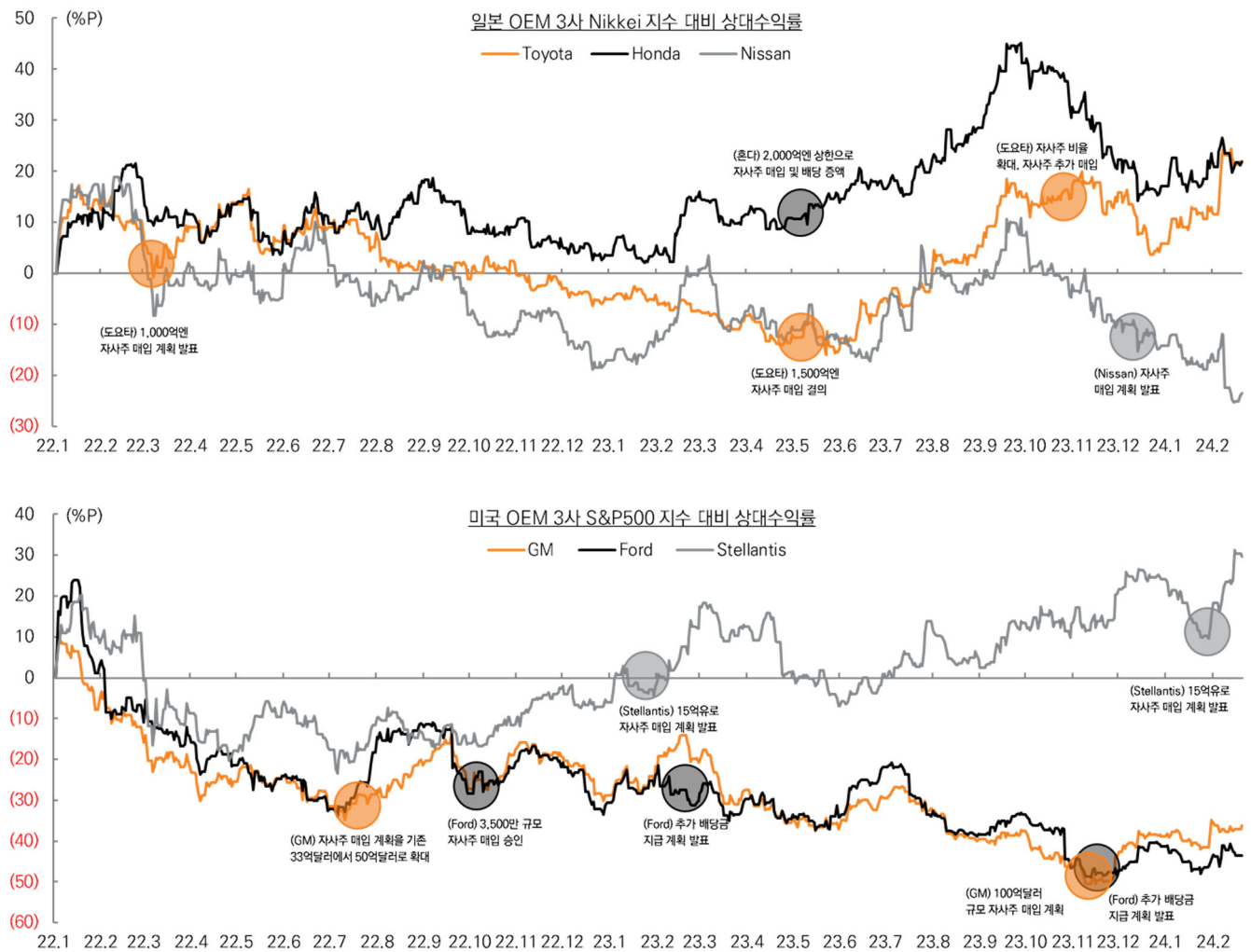
자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 23년 파워트레인별 점유율 순위 → 균형 있는 순위를 확보한 것은 현대기아

| No. | 전체 (중국제외)  | BEV        | HEV    | PHEV       | MHEV       |
|-----|------------|------------|--------|------------|------------|
| 1   | Toyota     | Tesla      | Toyota | Stellantis | Suzuki     |
| 2   | 현대차그룹      | Volkswagen | Honda  | Volkswagen | Volkswagen |
| 3   | Stellantis | 현대차그룹      | 현대차그룹  | BMW        | Stellantis |
| 4   | Volkswagen | Stellantis | 르노-닛산  | Geely      | Ford       |
| 5   | 르노-닛산      | 르노-닛산      | Ford   | Mercedes   | Mercedes   |
| 6   | Ford       | BMW        | Suzuki | 현대차그룹      | BMW        |
| 7   | GM         | Mercedes   | GWM    | Toyota     | 현대차그룹      |
| 8   | Suzuki     | Geely      | Tata   | Ford       | 르노-닛산      |
| 9   | Honda      | SAIC       | Mazda  | Tata       | Mazda      |
| 10  | BMW        | GM         | SAIC   | Mitsubishi | Geely      |

자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 일본과 미국 주요 OEM 업체들이 주주환원을 확대한 시점 이후 시장 대비 아웃퍼폼을 지속하는 모습 (주가는 22.01 = 100)



자료: Bloomberg, 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

## I. 투자전략 및 Valuation

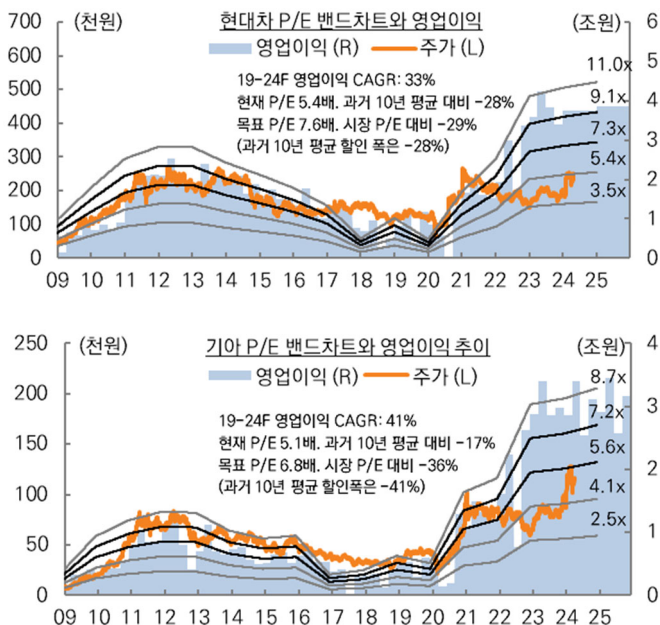
### 1. 멀티플 회복 – 피크아웃 전기차 우려 완화, 주주환원 확대

자동차/부품 업종에 대해 투자의견 ‘비중확대(Overweight)’로 커버리지를 개시한다. 이유는: (1) 24년 제한적인 감익, 25년 증익 구간 진입으로 피크아웃 우려의 완화. (2) 높아질 미국 BEV 점유율, 견고할 BEV 수익성, HEV 수요 확대 수혜로 전기차 경쟁력 우려의 완화. (3) 밸류업 프로그램을 통해 고ROE-저P/B 매력에 부각되며 주주환원 확대이다. 이에 ROE 지속성 우려 완화, 주주환원 확대, COE 하락으로 Multiple의 회복을 예상한다.

현대차기아는 지난 3년간 이뤄낸 호실적에도 저평가되어 있다. 양사의 영업이익은 19년 2~4조원에서 23년 12~15조원까지 큰 폭으로 성장했다. 그러나 12MF P/E는 5.4배, 5.1배로 과거 10년 평균 대비 -28%, -17% 할인되어 있다. 시장 P/E 대비 할인 폭도 -50%, -52% 수준으로 과거 10년 평균인 -28%, -41%를 크게 상회하는 수준이다.

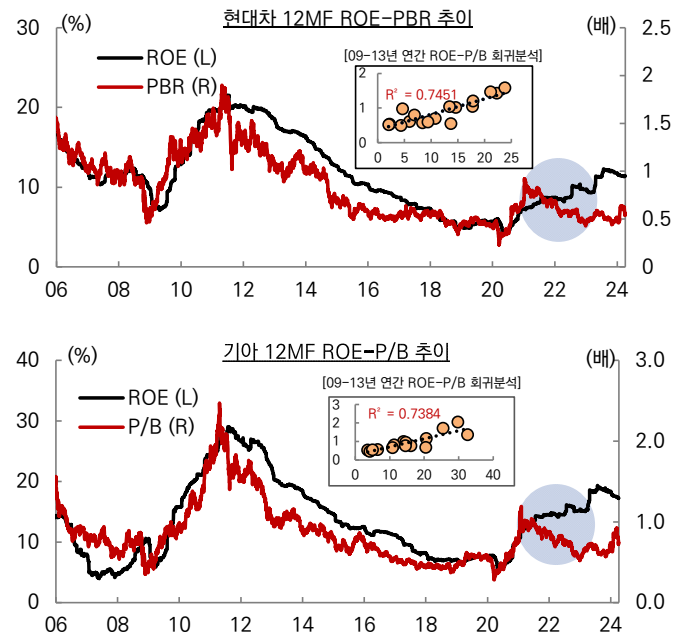
ROE-P/B를 살펴봐도 마찬가지이다. 양사의 ROE는 19년 4~6%에서 23년 13~22%까지 상승했으나 12MF P/B는 0.63배, 0.82배로 이를 반영하고 있지 않다. 참고로 역사적으로 양사의 ROE-P/B의 회귀식은 상관계수 0.74 이상의 높은 연관성을 보여왔다.

그림 13. 21년 이후 발생한 주가와 영업이익의 디커플링



자료: Quantiverse, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 21년 이후 발생한 ROE와 P/B의 디커플링

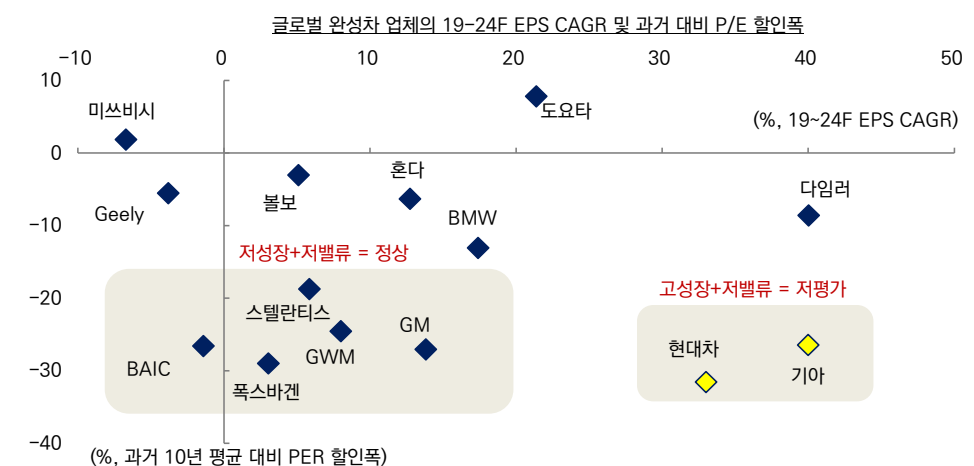


자료: Quantiverse, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 완성차 경쟁사들의 멀티플도 할인되어 있다. 그러나 이는 이유 있는 할인이고, 현대차·기아는 다르다. 지난 3년간 현대차·기아 대비 상대적으로 저성장한 경쟁사에 대한 할인은 정상적인 평가이며, 고성장한 현대차·기아에 대한 할인은 저평가인 것으로 판단한다:

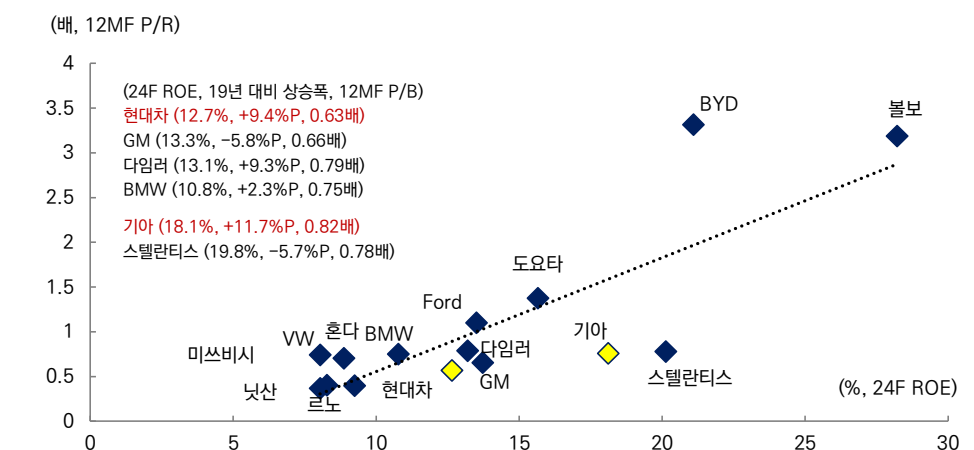
(1) EPS-PER 관점에서 살펴보면 경쟁사의 경우 19~24F EPS CAGR 평균은 약 10%인데 반해 양사 평균은 약 36%이다. 그러나 양사 12MF P/E의 과거 10년 평균 대비 할인 폭은 -21%로 경쟁사 평균인 -15%를 상회한다. (2) ROE-PBR 관점에서 봐도 저평가다. 완성차 업체들의 24F ROE와 지난 3년의 ROE 성장 폭을 비교해보면 현대차는 GM/다임러/BMW와 비교 시 0.63배로 가장 낮고, 기아는 18%대의 ROE에도 0.82배에 불과하다.

그림 15. 고성장한 현대차·기아와 달리 경쟁사의 할인은 저성장의 결과



자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 글로벌 완성차 업체의 ROE-P/B를 살펴봐도 현대차·기아는 저평가



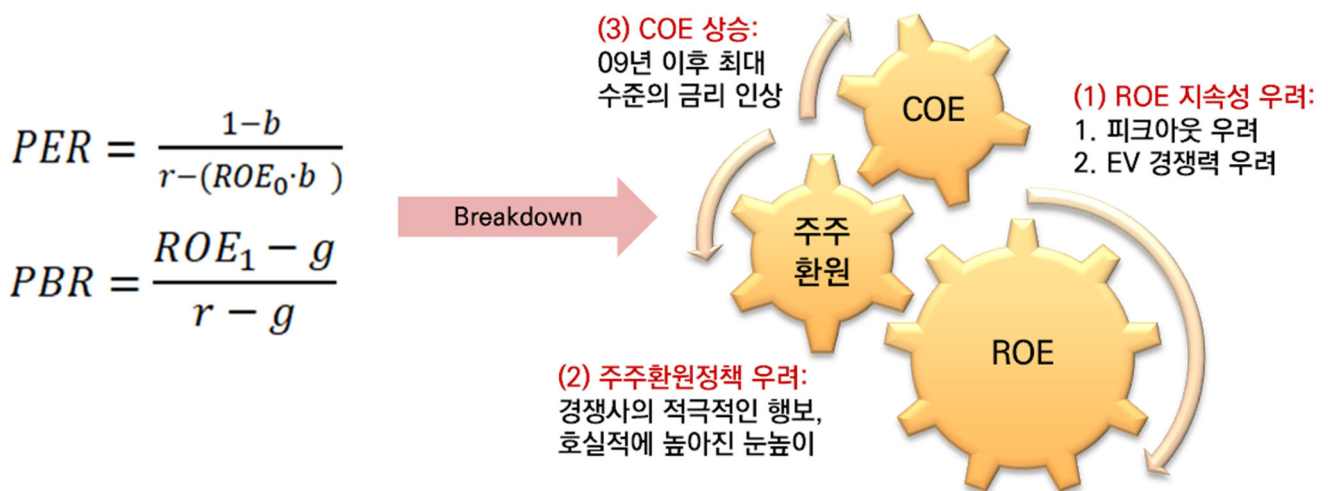
자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

## 2. 저평가 3가지 원인 – ROE 지속성 우려, COE 상승, 주주환원 우려, COE 상승

당사는 이러한 저평가의 3가지 원인을 각각 ROE 지속성 우려, COE 상승, 주주환원 우려로 판단한다. 이론적 PER/PBR 공식을 살펴보면 공통적으로 ROE, 배당성향, COE, g의 함수이다. (1) ROE 지속성 우려는 피크아웃 우려와 전기차 경쟁력 우려로 구분된다. 피크아웃 우려는 ASP 하락, Q 회복 제한, 점유율 훼손 우려이다. 전기차 경쟁력 우려는 점유율 훼손, 수익성 둔화, 투자비용 회수 우려이다. (2) 현대차·기아는 2018년 이후 주주환원을 적극적으로 확대했지만 이뤄낸 호실적 그리고 경쟁사와 비교하면 여전히 부족하다. (3) 2009년 이후 최대 수준의 금리 인상으로 상승한 COE도 멀티플 하락요인으로 작용했다.

그리고 ROE, COE, 주주환원은 서로 맞물려 있다. ROE가 높아진다고 한들 주주환원이 동반되지 못하면 지속성 우려가 발생한다. ROE와 주주환원이 확대된다고 한들 COE가 높아진다면 멀티플 상승은 제한적이다. 지금까지는 ROE만 높았다면, 24~25년은 건조한 ROE, 주주환원 확대, COE 하락이 맞물리면서 Multiple의 회복을 예상한다.

그림 17. 세 개의 톱니바퀴



자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터 추정

### 3. 24년 감익 제한적, 25년 증익으로 완화될 Peak-Out 우려

Multiple 할인을 야기한 ROE 지속성 우려의 첫번째 요인 - 피크아웃 우려의 완화를 예상한다. 현대기아 24년 영업이익은 -1%로 제한적인 감익, 25년 +3% 증익을 예상한다.

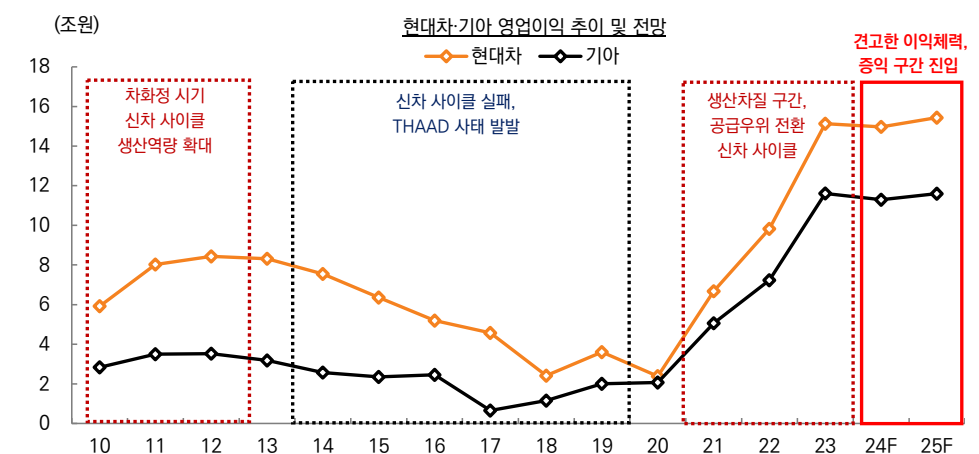
피크아웃 우려는 크게 3가지로 귀결된다: 1) 지난 3년 이뤄낸 호실적의 주요 요인 ASP의 하락은 지속될 것인지, 2) 물량 회복은 가능한 것인지, 3) 일본 경쟁사의 생산 회복에 따라 현대차·기아의 주요 시장인 미국에서의 10% 점유율의 유지 여부이다.

첫째, ASP는 견고할 것으로 전망한다. 현대차 24년 +1.1%YoY / 25년 +0.4%YoY, 기아 +1.3%YoY / 25년 -1.1%YoY 예상한다. 우려와 달리 신차 효과로 인센티브 상승은 제한적이며, ADAS 채택률 상승이 MSRP 인상을 견인하고, 글로벌 생산 회복은 제한적이다.

둘째, 판매량의 지속 성장을 전망한다. 현대차 24년 +2.4%YoY / 25년 +5.0%YoY, 기아는 24년 +2.2%YoY, 25년 +5.8%YoY를 예상한다. 미국은 견조한 고용환경과 소비심리를 기반으로, 하반기 금리 인하로 인한 차량구매환경 개선이 판매량을 견인할 것으로 전망한다. 특히 상대적으로 가격민감도가 높은 소비자군을 보유한 현대기아의 수혜를 예상한다. 한편, GDP 고성장에 힘입어 인도에서도 성장이 지속된다. 인도의 높은 진입장벽, 현대기아의 점유율과 생산역량 확대, SUV 비중 상승이 견인하는 ASP를 고려하면 기회의 시장이다.

셋째, 미국 점유율 10% 유지 전망한다. 지난 3년간 확보한 점유율을 세그먼트별로 분석한 결과, 향후 출시될 신차와 BEV 모델로 점유율 방어 가능할 것으로 판단한다. 한편, 20년 이후 급등했던 원재료비와 운송비 하락 효과도 3Q23부터 증익 요인으로 작용한다.

그림 18. 현대기아 영업이익 추이 및 전망



자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

#### 4. 높아질 BEV 점유율, HEV 수요 확대로 완화될 전기차 우려

Multiple 할인을 야기한 ROE 지속성 우려의 두번째 구성 요인 - 전기차 경쟁력 우려의 완화를 예상한다. 글로벌 완성차 업체 중 ICE/HEV/PHEV를 통해 단기 실적을 유지하면서 BEV라는 중장기 성장성을 확보해나가는 업체는 현대차·기아가 될 것으로 예상된다.

현재 현대차·기아 포함 글로벌 완성차 업체들에 대한 전기차 경쟁력 우려는 1) BEV 침투율 상승에 따른 기존 완성차 업체들의 점유율 훼손과 내연기관 규제 벌금으로 인한 수익성 영향, 2) 최근 BEV 시장이 둔화되는 가운데 전동화 투자비의 회수로 판단한다.

최근 BEV 시장이 둔화되고 내연기관 규제가 다소 완화되면서 전통 OEM들은 관련 계획을 연기/철회하고 있다. BEV 업체를 상회하는 주가 퍼포먼스를 보이고 있고, 멀티플도 다소 회복된 모습이다. 그러나 이를 통한 회복은 제한적이라고 판단한다. BEV로의 전환은 불가피하기에, 단기 실적을 지키면서 BEV라는 성장성을 확보해가는 업체에 투자해야 한다.

현대차·기아가 이러한 업체가 될 것으로 판단하는 이유는: 1) 미국/유럽에서 이미 ICE-BEV 점유율 격차를 좁혔으며, 성장성이 큰 미국에서는 BEV 점유율이 더 높아지겠다. 2) 향후 가격 경쟁 및 저가전기차 출시 가능 요인으로 작용하는 수익성을 확보했고 견고하겠다. 3) 친환경차 포트폴리오 역량이 탁월하다. 최근 확대되는 HEV 수요의 수혜 업체이다.

GM/Ford/VW 등은 성장성보다는 단기 수익성에 집중하는 모습을 보이고 있다. BEV 업체들은 선택지가 없다. 성장성은 높지만 단기 실적 둔화에 직면한 상황이다. 이중 중국 업체의 경우 내수에서 빠른 침투율 상승을 보이고 있지만 주요 해외 시장의 진출은 쉽지 않다. 일본 업체들은 단기 수익성이 확보된 상황으로 이제 성장성을 확보하기 시작했다.

그림 19. 단기 실적과 장기 성장성을 모두 확보해가는 업체는 현대차·기아

|            | 단기 실적                                                                                                                                                 |                                                                     | 장기 성장성                                                                                                                           |                                                                                                       |
|------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|            | ICE 규제 완화                                                                                                                                             | HEV/PHEV 수요 대응 (HEV가 더 중요)                                          | EV 투자비 회수 / BEV 수익성 확보                                                                                                           | BEV 점유율 상승                                                                                            |
| 현대차/기아     |                                                                                                                                                       | - HEV 대응력 높음. 글로벌 3위. PHEV 6위<br>- HEV/PHEV 수익성은 이미 10%대 확보함        | - 글로벌 OEM 중 상대적으로 낮은 수준으로 집행<br>- 보수적으로 평가 받았으나 현 업황 고려 시 적절함<br>- 기아는 마일-싱글, 현대차는 BEP 수준 달성함<br>- BEV 수익성은 더욱 높아질 것으로 예상됨       | - 주요 BEV 시장 미국/유럽에서 ICE-BEV 격차 축소<br>- 특히 미국에서는 BEV 점유율이 테슬라에 이어 2위<br>- 향후 미국 BEV 점유율은 더욱 높아질 것으로 예상 |
| 미국 OEM 3사  | - ICE 판매 제한으로 인한 M/S 훼손 우려 완화<br>- 탄소배출 규제에 따른 벌금 확대 우려 완화<br>- 수익성 높은 ICE 모델 판매로 단기 실적 유지<br>- GM/Ford/VW/벤츠 등은 전기차 관련 계획 연기 및 철회를 발표. EV 경쟁력 확보 늦어짐 | - Ford 제외 HEV 대응력 없음. 스텔란 PHEV 1위<br>- GM 등 HEV 투자 예정이나 수익성/성장성 낮음  | - 글로벌 OEM 중 상대적으로 높은 수준으로 집행<br>- 전동화 전환에 적극적이었으나 큰 폭의 비용 발생<br>- BEV 시장 둔화로 전기차 관련 투자 연기 및 철회<br>- 3사 모두 아직 BEV 사업에서 적자 발생하는 상황 | - 미국 GM은 ICE-BEV 격차 크지만 BEV 우상향<br>- 미국 Ford는 BEV 점유율이 23년 이후 부진함<br>- 미국 스텔란티스는 BEV 점유율 매우 낮은 상황     |
| 유럽 OEM 3사  | - HMG은 전기차 계획 유지. 경쟁력 강화 예상                                                                                                                           | - 유럽내 비중이 높은 PHEV/MHEV 대응력 높음<br>- 다만 최근 수요가 확대되는 HEV 대응력 없음        | - VW는 글로벌 OEM 중 가장 공격적인 투자 집행<br>- 과도한 비용으로 계획 철회 및 인력 감축 등 진행<br>- 벤츠도 전기차 계획 연기. BMW는 지속 추진                                    | - 미국 VW는 ICE-BEV 격차 축소중. 점유율 낮음<br>- 미국 BMW/메르세데스는 전체 점유율 낮은 상황                                       |
| 일본 OEM 3사  |                                                                                                                                                       | - HEV 점유율 60~70%이며 수익성도 높음<br>- PHEV 7위 도요타 제외 PHEV 대응력 없음          | - 보수적인 전동화 전환으로 투자비 높지 않음<br>- 도요타는 호실적 기반으로 배터리 공장 등 전동화 계획 확대. 혼다는 GM과의 계획 철회                                                  | - 미국 BEV 점유율 높여가고 있으나 아직 매우 낮음<br>- 르노닛산의 경우 유럽에서 높은 수준의 점유율 확보                                       |
| Tesla, BYD | - 탄소배출 크레딧 판매 금액 감소는 부정적<br>- ICE 규제 완화에 따라 일부 OEM은 계획 연기                                                                                             | - HEV 대응력 없음. BYD 제외 PHEV 대응력 없음<br>- HEV/PHEV 수요 확대는 BEV 수요에 영향 있음 | - 테슬라/BYD/리오토 제외 수익성 확보하지 못함<br>- 테슬라는 멕시코 및 차세대 전기차 계획 일부 연기<br>- 중국 BEV 시장은 견조하지만 경쟁 심화된 상황                                    | - 기존 OEM의 계획 수정으로 BEV 시장 경쟁은 더욱 완화될 것으로 예상되는 상황. 다만 기존과 같이 시장 전체 수요 둔화로 인한 가격 경쟁 여전                   |
| 기타 BEV 업체  | - 이는 BEV 업체들에게는 경쟁 완화로 작용                                                                                                                             |                                                                     |                                                                                                                                  |                                                                                                       |

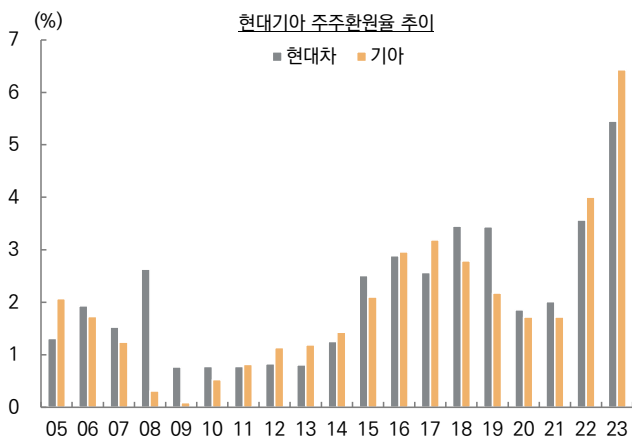
자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터 추정

## 5. 부각될 고ROE-저P/B 매력, 주주환원정책 확대 예상

Multiple 할인을 야기한 주주환원 우려의 완화를 예상한다. 밸류업 프로그램 실적 시즌 이후 5월부터 본격적으로 시행되는 가운데 현대차·기아의 고ROE-저P/B 매력 부각될 것으로 예상된다. 2) 풍부한 현금흐름과 인도 법인 IPO 추진과 3) 밸류업 지수 포함 노력 등을 고려하면 주주환원 확대 가능성 높다고 판단한다. 또한, 주주환원의 확대는 앞서 언급한 ROE 지속성에 대한 신뢰를 높여주는 효과적인 조치가 될 것으로 판단한다.

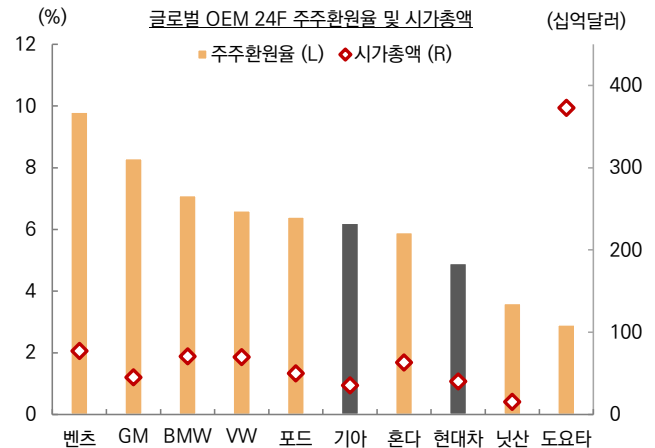
18년 엘리엇 사태 이후 현대차·기아는 주주환원을 확대해왔지만 글로벌 경쟁사 대비 아직 낮은 수준이다. 특히 현대차는 24F 시가총액 대비 주주환원율은 약 5~6%로 기아보다 낮은 상황이다. 그럼에도 1) 현대차는 풍부한 현금흐름을 보유하고 있다. 23년 차량부문 현금 및 현금성자산은 약 16조원이며 Capex를 제외한 잉여현금흐름은 약 7조원이다. 인도 법인 IPO 추진을 통해 조달할 수 있는 규모도 3~4조원으로 추정된다. 2) 일본의 사례를 참고해보면 지수 포함 노력을 시행할 것으로 판단한다. 일본 'JPX Prime 150 Index'에 포함되지 못한 대부분의 완성차 업체들은(시가총액 1위 도요타 포함) 주주환원정책을 확대했다. 만약 P/B 1배라는 기준치가 적용된다면 시가총액 6위 현대차, 7위 기아도 포함되지 못한다.

그림 20. 현대기아 주주환원은 밸류업 이전부터 확대되어 왔음



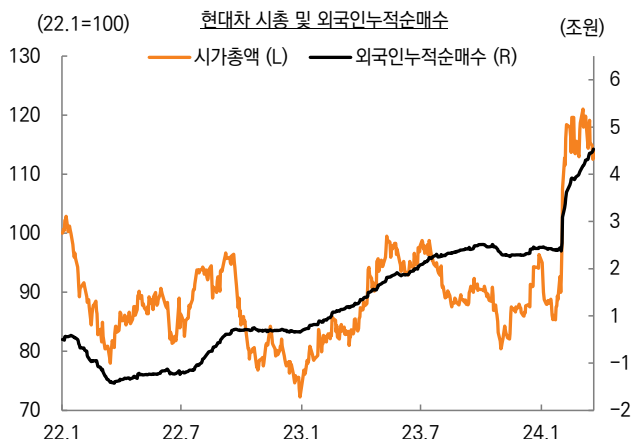
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 그러나 글로벌 경쟁사들과 비교해보면 아직 낮은 수준



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 현대차 시가총액 변동에 대한 영향이 큰 외국인



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 기아 시가총액 변동에 대한 영향이 큰 외국인



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

### Top Pick: 현대차 (상승여력 +40%) / 차선회주: 기아 (+35%)

24년 자동차/부품 업종에 대한 '비중확대'가 유효한 가운데 완성차를 선호한다. 완성차의 Multiple이 회복될 것으로 예상된다. 5월부터 본격적으로 시행될 밸류업 프로그램에 따른 수혜 가능성이 크다. 현대차는 주주환원 확대 가능성이 높다. 부품업체들도 수익성이 개선되는 모습을 보일 것으로 예상하지만 24년 전방 산업의 물량 회복이 제한적이다.

최선회주 현대차에 대해 투자 의견 '매수'와 목표주가 350,000원으로 커버리지를 개시한다.  
투자포인트는 1) 24년 제한적인 감익(-0.8% YoY), 25년 증익 구간 진입 (+3.4% YoY)으로 피크아웃 우려의 완화를 예상한다. ASP는 견고하고, Q는 증가하며, C는 하락한다. 2) 높아질 미국 BEV 점유율과 HEV 수요 확대로 전기차 경쟁력 우려의 완화를 예상한다. BEV 수익성도 견고할 것이며 HEV 등 xEV 포트폴리오 대응력이 탁월하다. 3) 밸류업 프로그램으로 고ROE-저P/B 매력 부각되고, 주주환원 확대 가능성 높다고 판단한다.

차선회주 기아에 대해 투자 의견 '매수'와 목표주가 160,000원으로 커버리지를 개시한다.  
투자포인트는 1) 24년 제한적인 감익(-0.2% YoY), 25년 증익 구간 진입 (+3.1% YoY)으로 피크아웃 우려의 완화를 예상한다. ASP는 견고하고, Q는 증가하며, C는 하락한다. 2) 높아질 미국 BEV 점유율과 HEV 수요 확대, 저가전기차 출시로 전기차 경쟁력 우려의 완화를 예상한다. BEV 수익성도 견고할 것이며 HEV 등 xEV 포트폴리오 대응력이 탁월하다. 3) 밸류업 프로그램으로 고ROE-저P/B 매력 부각될 것으로 예상된다.

표 2. 자동차/부품 신규 커버리지 투자포인트 및 실적 요약

(십억원, %, X)

| 종목              | 투자 의견/목표주가 | 시가총액    | 투자포인트                       | 연도    | 매출액     | 영업이익   | OPM  | ROE  |
|-----------------|------------|---------|-----------------------------|-------|---------|--------|------|------|
| 현대차<br>005380   | 투자 의견      | 매수      | ① 24년 제한적인 감익, 25년 증익 구간 진입 | 2023  | 162,664 | 15,127 | 9.3  | 13.7 |
|                 | 목표주가       | 350,000 | ② 높아질 BEV 점유율, HEV 수요 확대 수혜 | 2024F | 169,973 | 15,013 | 8.8  | 13.1 |
|                 | 상승여력       | 40.3%   | ③ 밸류업 수혜, 높은 주주환원 확대 가능성    | 2025F | 178,397 | 15,526 | 8.7  | 12.3 |
| 기아<br>000270    | 투자 의견      | 매수      | ① 24년 제한적인 감익, 25년 증익 구간 진입 | 2023  | 99,808  | 11,608 | 11.6 | 20.4 |
|                 | 목표주가       | 160,000 | ② 높아질 BEV 점유율, HEV 수요 확대 수혜 | 2024F | 103,323 | 11,588 | 11.2 | 18.7 |
|                 | 상승여력       | 35.4%   | ③ 밸류업 수혜, 부각될 고ROE-저P/B 매력  | 2025F | 108,145 | 11,952 | 11.1 | 17.2 |
| 현대모비스<br>012330 | 투자 의견      | 매수      | ① 24~25년 수익성 회복 구간 진입       | 2023  | 59,254  | 2,295  | 3.9  | 8.7  |
|                 | 목표주가       | 320,000 | ② 전동화 부품 중심 수주로 고객 다변화      | 2024F | 58,078  | 2,546  | 4.4  | 8.7  |
|                 | 상승여력       | 33.1%   |                             | 2025F | 61,512  | 3,033  | 4.9  | 8.8  |
| HL만도<br>204320  | 투자 의견      | 매수      | ① 신규 공장 가동으로 지속될 외형 성장      | 2023  | 8,393   | 279    | 3.3  | 6.2  |
|                 | 목표주가       | 42,000  | ② 고수익 전자제품 중심 수주 지속         | 2024F | 8,832   | 353    | 4.0  | 9.2  |
|                 | 상승여력       | 28.8%   |                             | 2025F | 9,764   | 410    | 4.2  | 12.0 |
| 한온시스템<br>018880 | 투자 의견      | 중립      | ① 본격적으로 시작될 수익성 개선 작업       | 2023  | 9,559   | 277    | 2.9  | 2.2  |
|                 | 목표주가       | 5,700   |                             | 2024F | 9,805   | 343    | 3.5  | 6.5  |
|                 | 상승여력       | 8.6%    |                             | 2025F | 10,458  | 492    | 4.7  | 10.4 |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

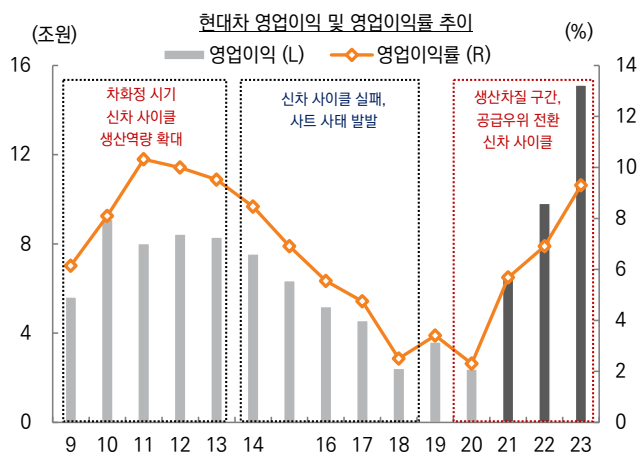
## II. 24년 감익 제한적, 25년 증익 구간 진입

### 결론: 현대차-기아에 대한 피크아웃 우려는 과도하다

#### 1) 글로벌 완성차 업체들의 호실적, 그 중 돋보이는 현대차-기아

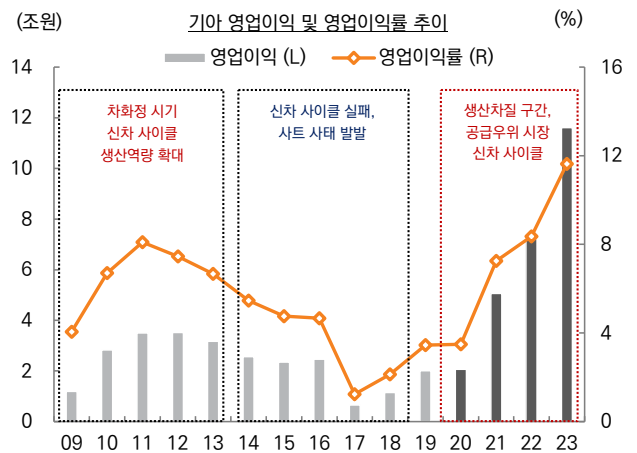
현대차-기아는 21년부터 호실적을 지속했다. 양사의 영업이익은 19년 2~4조원에서 23년 12~15조원까지 크게 증가했다. 1Q21~4Q23 기간 내 총 12개 분기 중 8~9회 컨센서스를 상회했다. 하회했던 3~4회의 경우는 반도체 수급난으로 인한 생산차질, 엔진 품질 비용, 기타 일회성비용의 영향이었다. 양사의 외형도 21~23년 기간 매년 약 17~19% 증가했고, 영업이익률도 19년 3~4% 수준에서 23년 9~12%까지 큰 폭으로 상승했다. 글로벌 완성차 경쟁업체들도 호실적을 기록했다. 이들의 19~23년 영업이익 CAGR 평균은 약 16%이다. 반면 현대차(+42%), 기아(+49%)는 경쟁사를 상회하는 호실적을 기록했다.

그림 24. 2020년 이후 크게 성장한 현대차의 영업이익



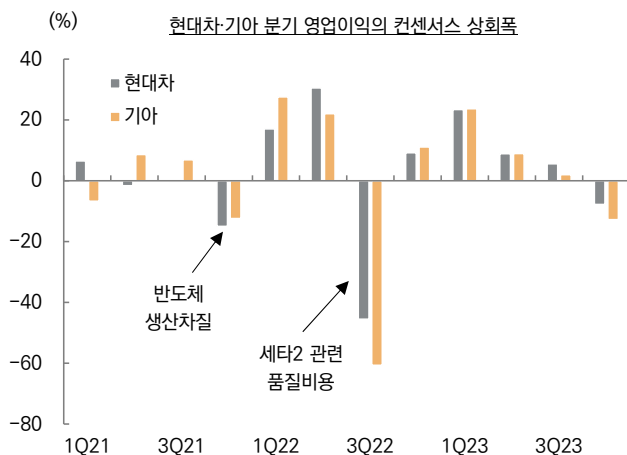
자료: 현대차, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 2020년 이후 크게 성장한 기아의 영업이익



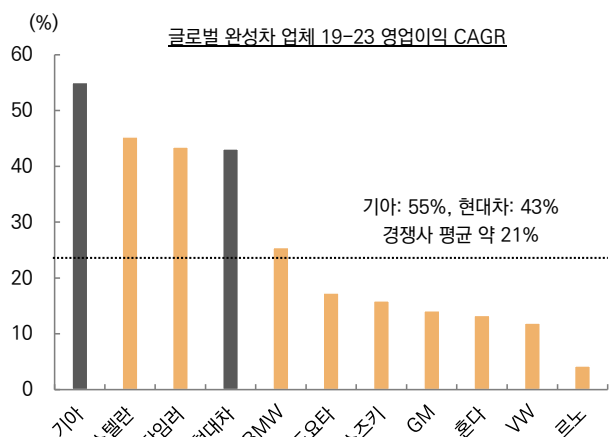
자료: 기아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 지난 3년간 컨센서스를 지속 상회한 분기 영업이익



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 경쟁사를 상회하는 현대차-기아의 영업이익의 성장



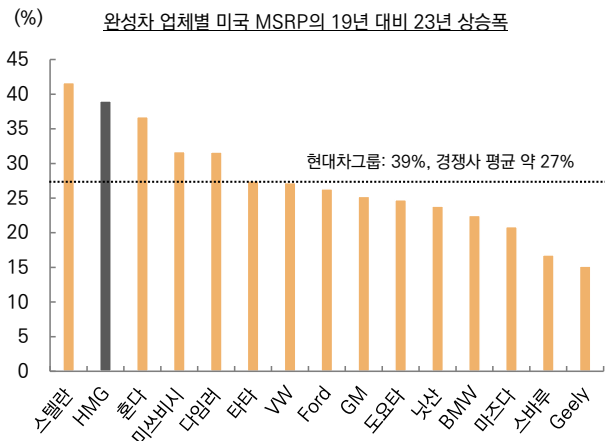
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

## 2) 요인별 실적 기여도 분석: ① 가격/믹스 → ② 물량 → ③ 환율

글로벌 완성차 업체들의 호실적의 배경은 20년 이후 반도체 수급난으로 인한 생산차질로 공급 우위 시장이 형성된 것, 재고 축소로 인해 인센티브가 크게 하락한 것, 고가차종 및 고수익 지역 중심 판매로 인한 제품/지역 믹스 개선 효과이다. 그 중 현대차·기아의 성과가 더 좋았던 이유는 다른 완성차 업체 대비 생산차질에서 빠르게 회복했고, MSRP/ASP 상승 폭이 상대적으로 컸고, 인센티브 하락 폭도 컸으며, 환율 효과도 크게 기여했기 때문이다.

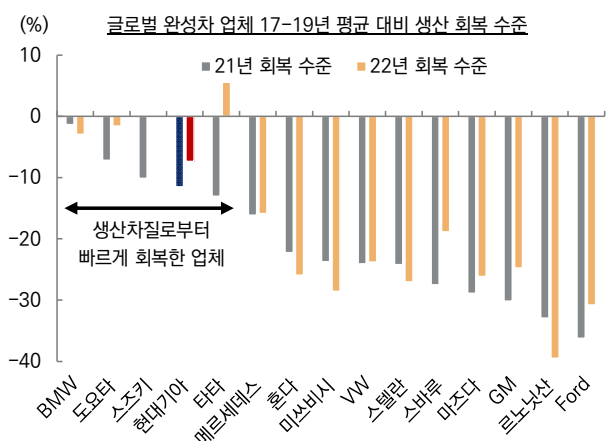
현대차·기아의 실적에 대한 요인별 기여도를 살펴보면 가격/믹스의 영향이 가장 컸다. 양사의 21~23년 영업이익 증가분 중 가격/믹스의 비중은 60~70%에 달한다. 양사의 글로벌 ASP는 16~19년 매년 +3~4% 증가했는데 20~23년 기간에는 매년 +10% 증가했다. 양사의 ASP 상승은 대부분의 지역에서 이뤄졌지만 북미/유럽에서의 상승 폭이 가장 컸다. 실제로 미국 내 전체 신차의 ATP(평균거래가격)은 21년 +8%, 22년 +10% 상승했다.

그림 28. 경쟁사를 상회하는 현대차·기아의 MSRP 상승폭



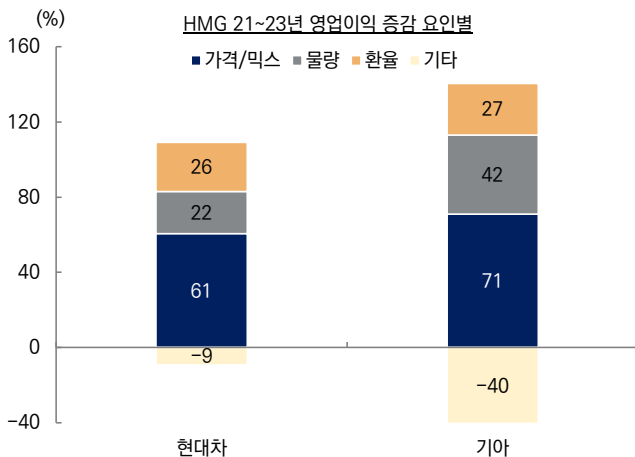
자료: Edmunds, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. 생산차질로부터 빠르게 회복한 현대차·기아



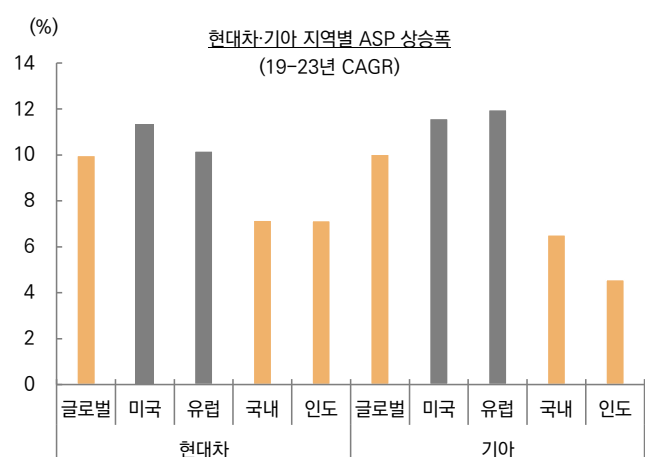
자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. ASP가 현대차·기아 호실적에 가장 크게 기여했다



자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. ASP를 지역별로 살펴보면 북미/유럽 상승폭이 컸다



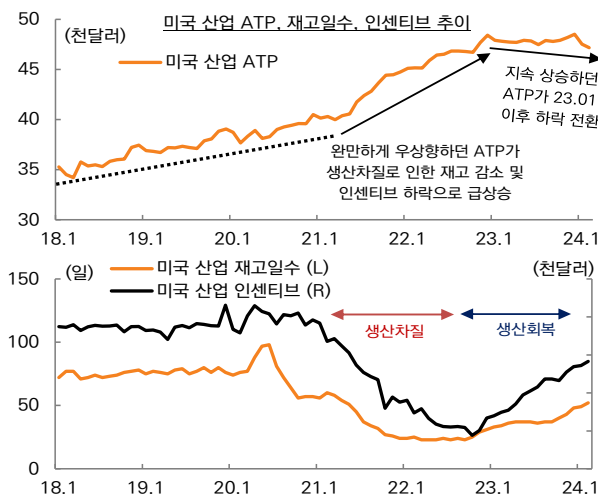
자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

### 3) 23년초 본격적으로 나타난 Peak-Out 징후로 심화된 우려

그러나 피크아웃 우려가 생겨나며 멀티플의 하락을 야기했다. ASP 상승의 주요 요인이었던 생산차질은 언젠가는 해결될 문제이기 때문이다. (1) 실제로 재고는 22년 하반기부터 상승세로 전환되며 인센티브는 상승했다. ATP도 23년 초부터 하락하기 시작했다. (2) 동시에 고금리가 지속되는 상황에서 대기수요 소진 우려로 판매량 회복이 제한적이라는 우려가 있다. (3) 생산차질 기간 현대차·기아가 미국에서 3%p의 점유율을 추가로 확보하며 기록한 10%의 훼손 우려도 있다. 생산차질이 심했던 일본 업체들의 생산이 회복되고 있기 때문이다.

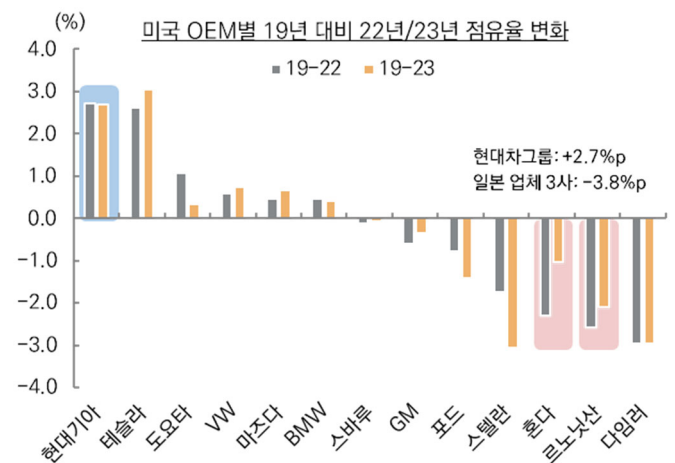
따라서 피크아웃 우려는 크게 3가지로 귀결된다: 1) 지난 3년 이뤄낸 호실적의 주요 요인 ASP의 하락은 지속될 것인지, 2) 물량 회복은 가능한 것인지, 3) 일본 경쟁사의 생산 회복에 따라 현대차·기아의 주요 시장인 미국에서의 10% 점유율의 유지 여부이다.

그림 32. 생산차질 급상승한 미국 ATP가 23.01부터 하락 전환



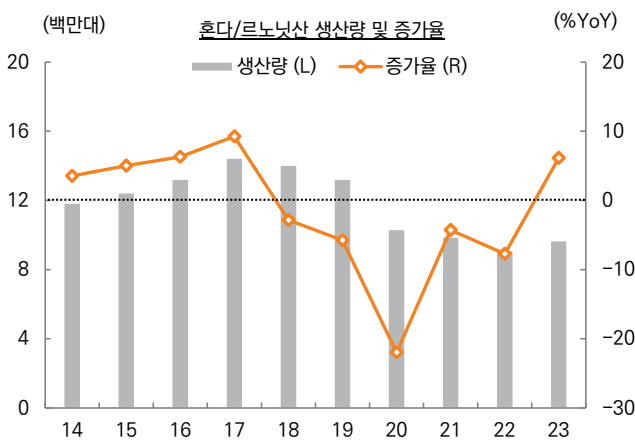
자료: Marklines, Cox, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 생산차질 기간 점유율을 크게 확대한 업체는 현대기아



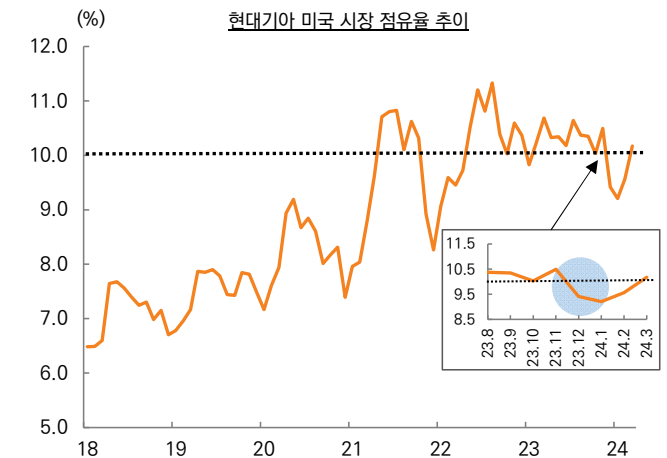
자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 생산차질이 심했던 일본 업체의 생산은 회복 중



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 23년 12월 현대차·기아의 미국 점유율이 10% 하회



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

### 결론: 24년 감익 제한적, 25년 증익 구간 진입하며 파크아웃 우려 완화

현대차·기아의 24년 영업이익 감익은 -1%로 제한적이며 25년 +3% 증익을 예상한다. 첫번째 우려인 ASP에 대해서 현대차는 24년 +1.1%YoY, 25년 +0.4%YoY; 기아 +1.3%YoY, 25년 -1.1%YoY으로 견고하겠다. 그 이유는 양사의 인센티브 상승은 우려와 달리 제한적이고, MSRP 인상은 지속되며, 글로벌 생산 회복은 제한적이기 때문이다.

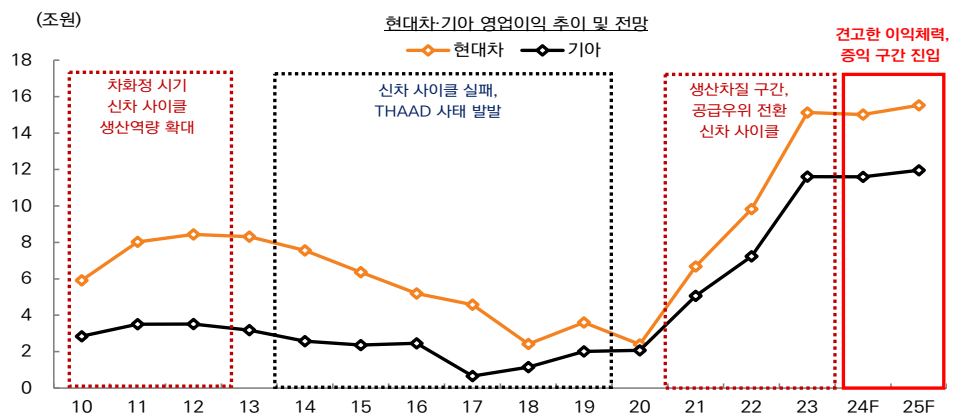
두번째 우려인 판매량에 대해서 현대차는 24년 +2.4%YoY / 25년 +5.0%YoY, 기아는 24년 +2.2%YoY, 25년 +5.8%YoY를 예상한다. 24~25년에는 미국/유럽이 밀어주고, 고성장하는 인도가 이끌어갈 것이다. 세번째 우려인 미국 점유율에 대해서는 10%를 유지할 것으로 예상한다. 지난 3년간 확보한 점유율을 세그먼트별/모델별로 분석한 결과, 향후 출시될 신차와 BEV 점유율 확대로 점유율 방어가 가능할 것으로 예상된다. 마지막으로 20년 이후 급등했던 원재료비와 운송비 하락 효과가 3Q23부터 증익 요인으로 작용하기 시작했다.

표 3. 견고한 ASP, Q 성장 지속 → 현대차·기아는 24년 제한적인 감익, 25년 증익 구간 진입

|         |         | 2016   | 2017   | 2018   | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    | 2023    | 2024F   | 2025F   |
|---------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 현대차 매출액 | 전체      | 93,649 | 96,376 | 96,813 | 105,746 | 103,998 | 117,611 | 142,528 | 162,664 | 169,973 | 178,397 |
|         | 자동차     | 72,684 | 74,491 | 75,265 | 82,487  | 80,577  | 94,143  | 113,718 | 130,150 | 134,728 | 142,062 |
|         | ASP     | 20     | 20     | 20     | 22      | 25      | 27      | 31      | 32      | 33      | 33      |
|         | 출하량     | 3,673  | 3,655  | 3,721  | 3,742   | 3,169   | 3,431   | 3,666   | 4,035   | 4,133   | 4,338   |
| YoY (%) | 전체      | 1.8    | 2.9    | 0.5    | 9.2     | -1.7    | 13.1    | 21.2    | 14.1    | 4.5     | 5.0     |
|         | 자동차     | 0.0    | 2.5    | 1.0    | 9.6     | -2.3    | 16.8    | 20.8    | 14.4    | 3.5     | 5.4     |
|         | ASP     | 5.2    | 3.0    | -0.8   | 9.0     | 15.3    | 7.9     | 13.0    | 4.0     | 1.1     | 0.4     |
|         | 출하량     | -4.9   | -0.5   | 1.8    | 0.6     | -15.3   | 8.2     | 6.9     | 10.1    | 2.4     | 5.0     |
| 영업이익    |         | 5,194  | 4,575  | 2,422  | 3,606   | 2,395   | 6,679   | 9,820   | 15,127  | 15,013  | 15,526  |
|         | OPM (%) | 5.5    | 4.7    | 2.5    | 3.4     | 2.3     | 5.7     | 6.9     | 9.3     | 8.8     | 8.7     |
|         | YoY (%) | -18.3  | -11.9  | -47.1  | 48.9    | -33.6   | 178.9   | 47.0    | 54.0    | -0.8    | 3.4     |
| 기아 매출액  | 전체      | 52,713 | 53,536 | 54,170 | 58,146  | 59,168  | 69,862  | 86,559  | 99,808  | 103,323 | 108,145 |
|         | ASP     | 22     | 22     | 22     | 23      | 25      | 26      | 31      | 33      | 34      | 33      |
|         | 도매판매량   | 2,368  | 2,383  | 2,442  | 2,562   | 2,382   | 2,648   | 2,815   | 3,001   | 3,066   | 3,243   |
| YoY (%) | 전체      | 6.4    | 1.6    | 1.2    | 7.3     | 1.8     | 18.1    | 23.9    | 15.3    | 3.5     | 4.7     |
|         | 자동차     | 9.4    | 0.9    | -1.2   | 2.3     | 9.5     | 6.2     | 16.6    | 8.1     | 1.3     | -1.1    |
|         | ASP     | -2.7   | 0.6    | 2.5    | 4.9     | -7.0    | 11.2    | 6.3     | 6.6     | 2.2     | 5.8     |
| 영업이익    |         | 2,461  | 662    | 1,157  | 2,010   | 2,066   | 5,066   | 7,233   | 11,608  | 11,588  | 11,952  |
|         | OPM (%) | 4.7    | 1.2    | 2.1    | 3.5     | 3.5     | 7.3     | 8.4     | 11.6    | 11.2    | 11.1    |
|         | YoY (%) | 4.6    | -73.1  | 74.8   | 73.6    | 2.8     | 145.1   | 42.8    | 60.5    | -0.2    | 3.1     |

자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. 현대기아 2010년 이후 영업이익의 사이클 분류



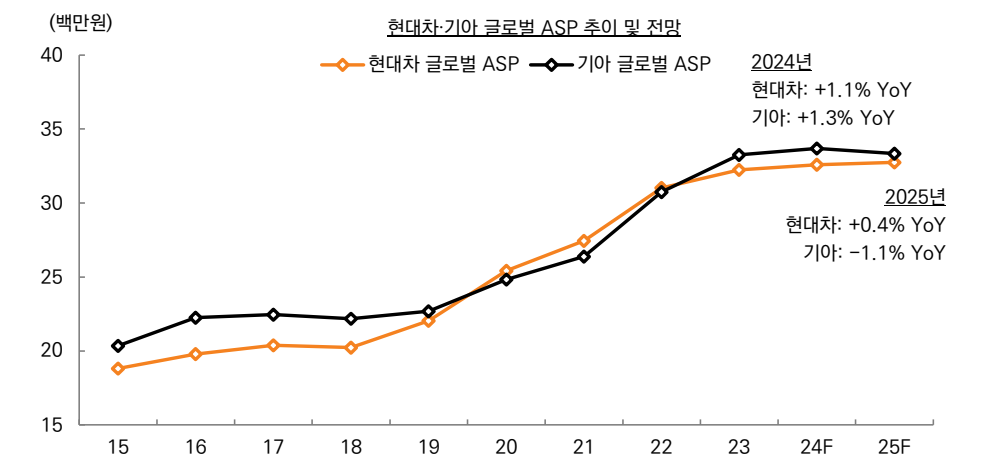
자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

## 1. 인센티브 상승 둔화, MSRP 상승으로 견고할 ASP

현대차·기아의 ASP가 24~25년에도 견고하게 유지될 것으로 보는 이유는: 1) 제한적인 인센티브 상승: 상승 기여도가 높은 모델의 신차 출시, BEV 세액공제 확보, 낮은 수준의 산업 및 세그먼트 재고; 2) MSRP 상승 지속: 연식변경/신차출시 외 ADAS 옵션 채택률 상승 지속; 3) 제품믹스와 지역믹스 개선 추세가 지속될 것이다. 4) 마지막으로 글로벌 완성차 업체들의 기존 공장의 전기차 라인 전환 및 여러 생산차질 이슈로 생산 회복은 제한적이다.

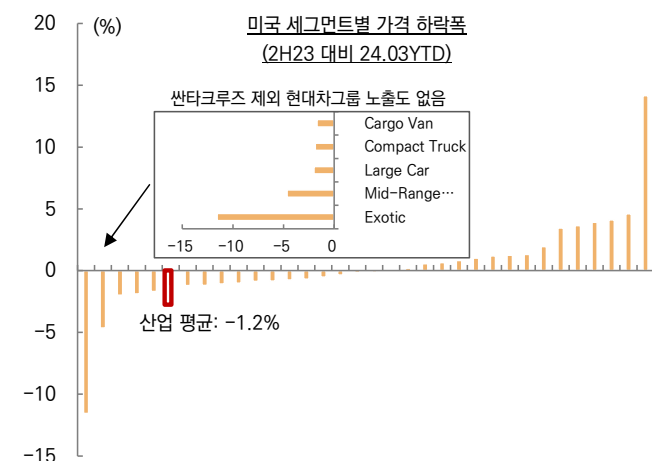
20년 이후 큰 폭으로 상승한 미국 산업 ATP는 23년초 하락 전환했다. 그럼에도 24년 1~2월 약 47,352달러로 23년 하반기 47,949달러 대비 하락폭은 -1.2% 수준으로 여전히 견고하다. 또한, 총 33개의 세그먼트 중 5개를 제외한 28개 세그먼트는 산업 평균 하락폭을 상회했다. 산업 평균 이상의 하락 폭을 기록한 5개 세그먼트는 각각 Exotic(-12%), Mid-Range Luxury Car(-5%), Large Car(-2%), Compact Truck(-2%), Cargo Van(-2%)로 싼타크루즈 모델을 제외하면 현대차·기아의 노출도가 없는 세그먼트이다.

그림 37. 현대차·기아 글로벌 ASP는 소폭 하락에 그쳐 여전히 높게 유지



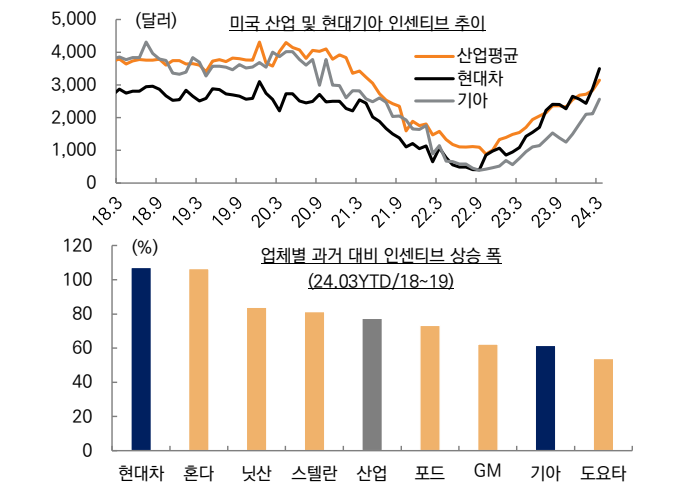
자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 미국 산업 ATP 하락 폭은 미미한 수준



자료: Edmunds, 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. 다만 현대차 포함 산업 인센티브는 빠르게 상승 중



자료: Marklines, Autodata, 미래에셋증권 리서치센터

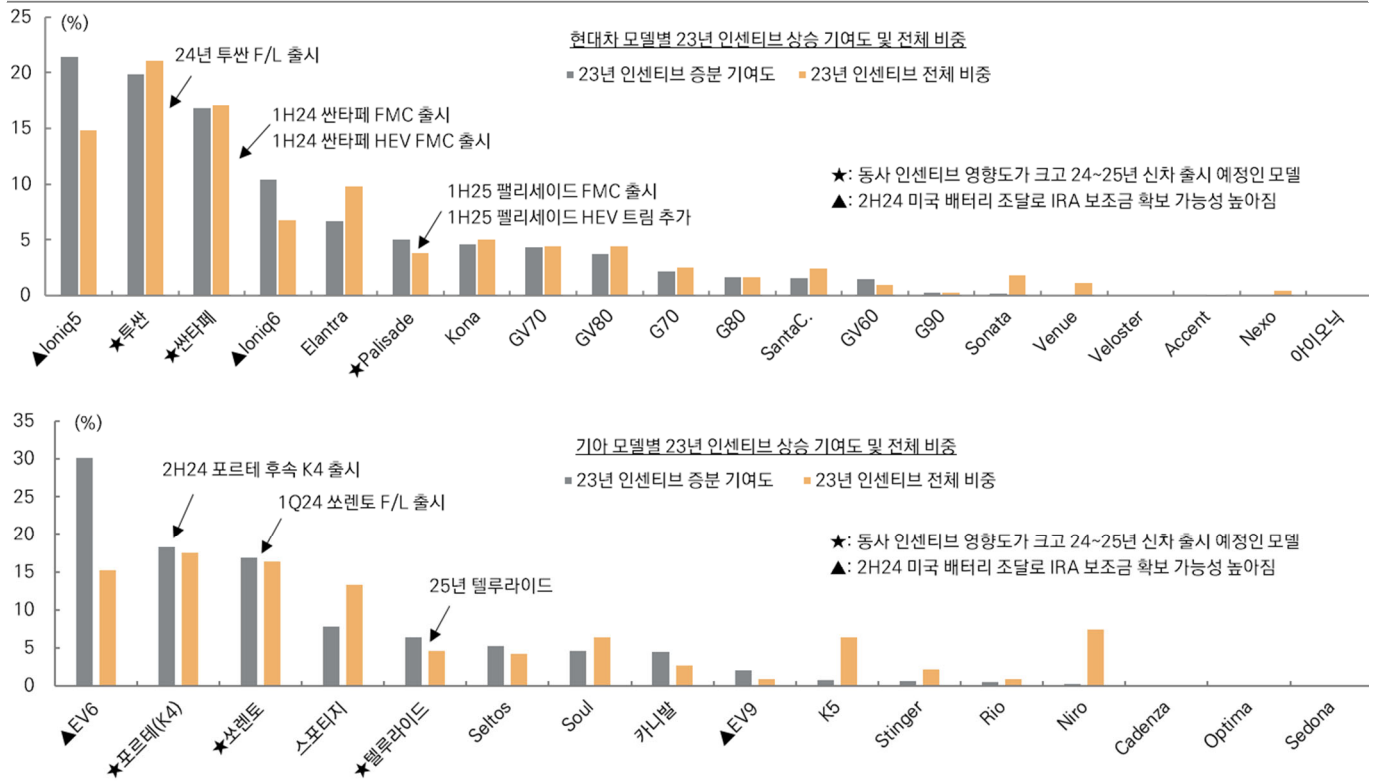
## 1) 신차 출시, BEV 세액공제 확보, 낮은 재고로 인센티브 상승세 둔화 예상

현대차·기아의 24년 미국 인센티브는 2,800달러(+52% YoY), 2,400달러(+94% YoY)를 기록할 것으로 예상된다. 양사의 이익체력이 크게 성장했기에 23년 연간 영업이익 기준 감익 폭은 각각 -5%(8,025억원), -8%(9,117억원) 수준으로 제한적일 것으로 예상된다.

인센티브가 급격히 상승할 것으로 예상하지 않는 **첫번째 이유**는 24~25년 출시될 신차는 양사의 인센티브 상승을 야기한 모델이기 때문이다. 23년 인센티브 상승분 대한 모델별 기여도와 모델별 23년 전체 인센티브 비중을 살펴보면 현대차는 아이오닉5, 쏘렌토, 투싼, 아이오닉6, 펠리세이드 등이 주요 모델이다. 기아는 EV6, 포르테, 쏘렌토, 텔루라이드 등이다.

이중 ICE 모델들의 인센티브 향방을 파악하는 것이 중요하다. 현대차는 쏘렌토, 투싼, 펠리세이드 3개 모델의 23년 상승분 영향은 42%이다. 기아는 포르테, 쏘렌토, 텔루라이드 3개 모델의 23년 상승분 영향은 42%이다. 24~25년에는 위 모델들의 신차 출시가 예정되어 있기에 해당 모델들에 대한 인센티브 하락으로 전체 인센티브의 상승세 둔화를 예상한다.

**그림 40. 현대차·기아의 인센티브 상승 기여도가 큰 모델들의 신차 출시가 예정되어 있기에 상승세 둔화를 예상한다**

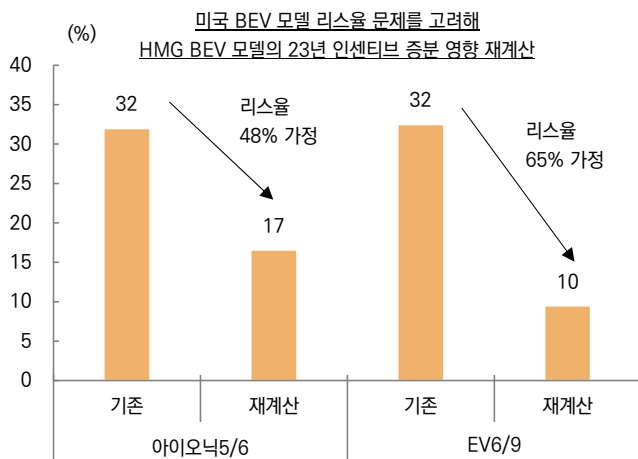


자료: Motor Intelligence, Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

양사의 인센티브의 급격한 상승을 예상하지 않는 **두번째 이유**는 24년말부터 BEV 모델에 대한 IRA 보조금 확보가 가능해지기 때문이다. 현재 미국에서 IRA 보조금을 받지 못하는 모델들(현대차·기아 포함)에 대한 자체 인센티브 금액은 최대 7,500달러로 파악된다. 반면 IRA 세액공제를 확보한 모델들에 대한 자체 인센티브는 750~3,000달러로 파악된다. IRA 세액공제 확보했는지의 여부가 자체 인센티브의 금액에 미치는 크다는 의미이다.

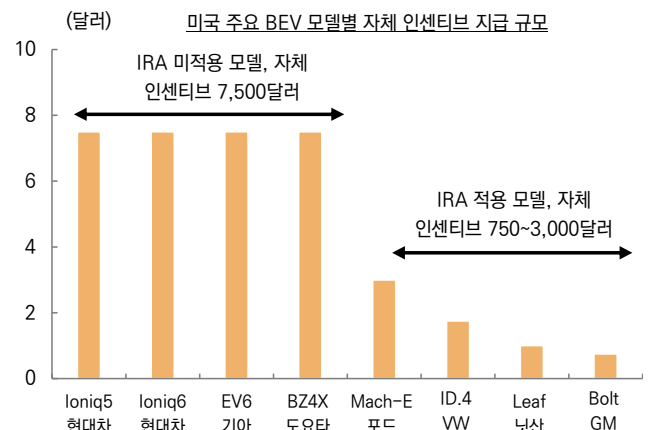
앞서 모델별 23년 인센티브 상승 기여도를 보면 현대차는 아이오닉5/6의 영향은 32%, 기아는 EV6/EV9의 영향이 32%로 높다. 그러나 한가지 주의할 점이 있다. 분석에 사용된 인센티브 수치는 업계에서 사용되는 시장조사기관의 데이터인데 BEV 모델 대상의 리스/렌탈 IRA 보조금이 포함되어 있다. 리스/렌탈 보조금은 정부가 지급하는 것이기에 회사가 지급하는 인센티브가 실제보다 높게 계산되는 문제가 있다. 이에 현대차·기아의 BEV 모델별 리스/렌탈 비율 추정치에 기반해 이러한 문제를 제외하여 계산한 결과 아이오닉5/6의 영향도는 32% → 17%, EV6/9의 영향도는 32% → 10%로 낮을 것으로 추정한다. 그럼에도 높은 수치이며 향후 BEV 비중 상승을 고려하면 BEV 모델 인센티브 절감은 중요하다.

그림 41. BEV 모델은 인센티브 증분 영향 재계산 필요



자료: Autodata, 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. IRA 보조금 적용 유무는 자체 인센티브에 영향이 큼

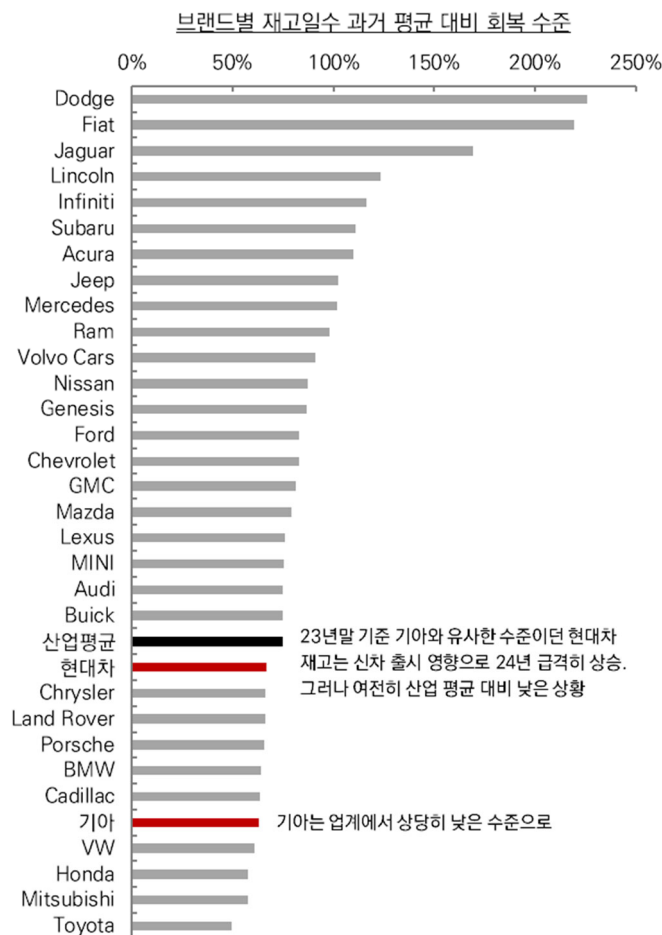


자료: 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

양사의 인센티브의 급격한 상승을 예상하지 않는 **세번째 이유는:** 낮은 재고 수준이다. 24년 1~2월 미국 산업 재고는 약 53일로 과거 평균 대비 70% 수준이다. 생산 회복이 진행됨에 따라 재고가 빠르게 상승하는 것은 사실이지만 여전히 낮다. 이를 세그먼트별로 나눠서 살펴보면 현대차·기아가 속한 세그먼트의 경우 산업 평균보다 더 낮은 상황이다. 해당 세그먼트에서는 경쟁을 위한 급격한 인센티브 인상 보다는 재고 축적이 선제적인 상황이다. 실제로 브랜드별로 살펴봤을 때 양사는 산업 평균보다 낮은 수준의 재고를 보유하고 있다.

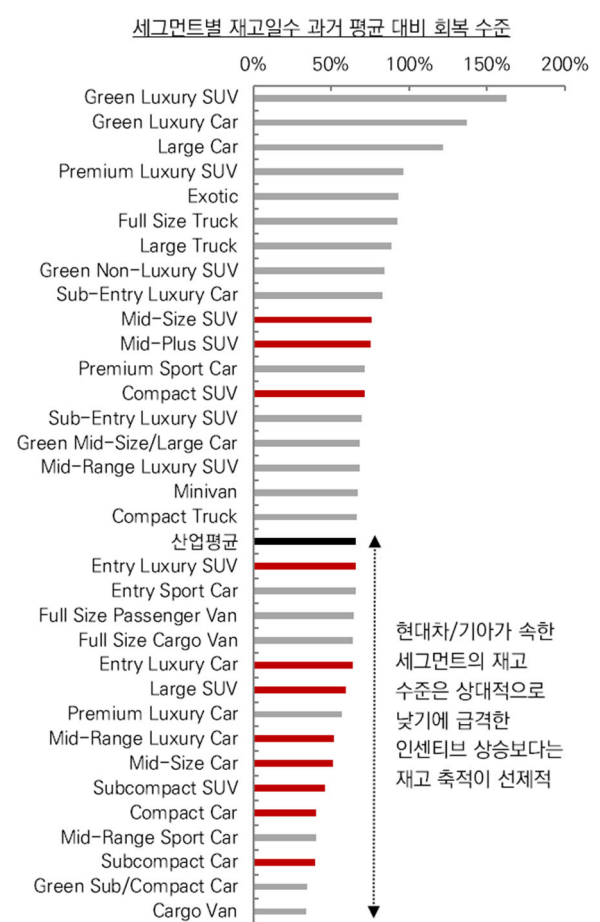
글로벌 재고 관점에서 살펴보면 현대차·기아의 재고일수는 각각 1.7개월, 1.7개월로 과거 평균 대비 74%, 59% 수준에 불과하다. 또한, 양사의 현재 월 초과 생산대수는 약 2~3만 대 수준으로 재고 누적에도 시간이 어느정도 소요될 것으로 판단한다. 23년 하반기 이후 발생한 화재, 부품 공급 차질, 전기차 생산을 위한 라인 전환을 고려해도 여전히 느리다.

그림 43. 현대차·기아의 재고일수 회복 수준은 산업 평균 이하



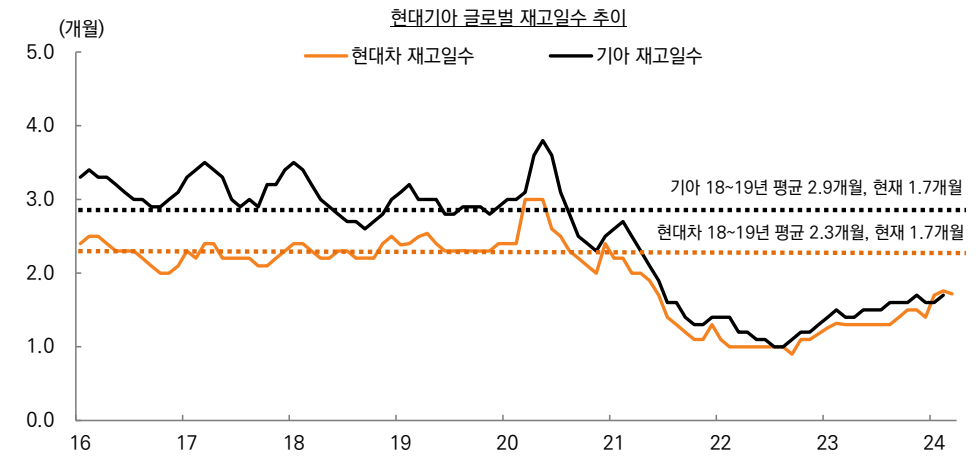
자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 44. 현대차·기아가 속한 세그먼트의 회복 수준도 평균 이하



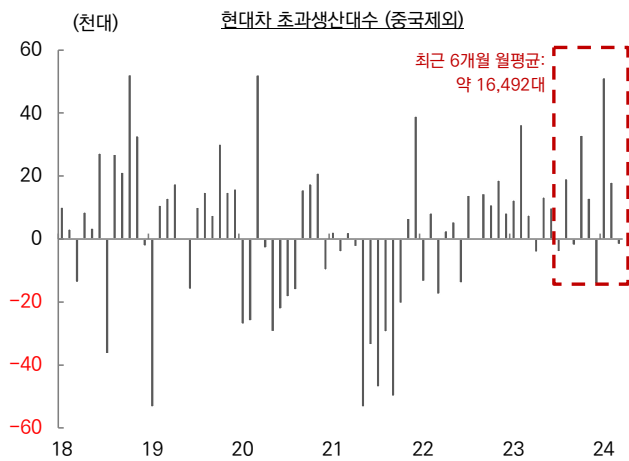
자료: Edmunds, 미래에셋증권 리서치센터

그림 45. 현대기아의 글로벌 재고일수는 아직 과거 평균보다 낮은 상황



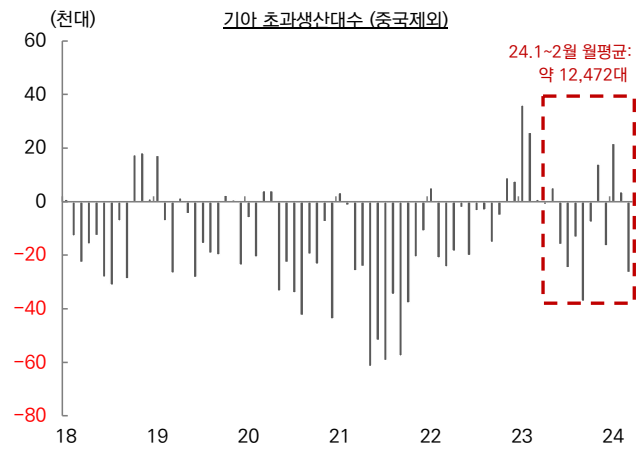
자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. 현대차 초과생산대수를 고려하면 재고 축적은 시간 필요



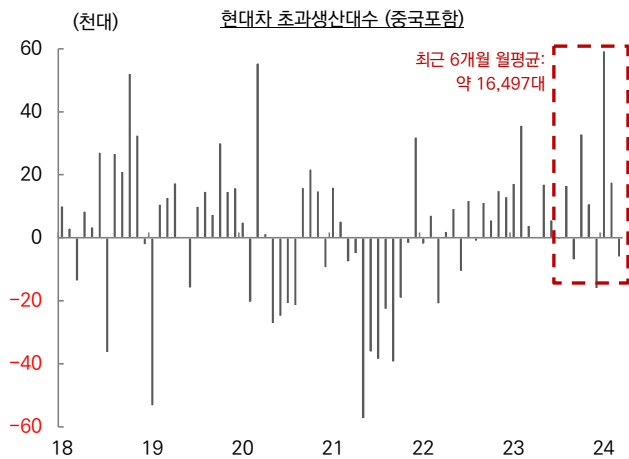
자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 47. 기아 초과생산대수를 고려하면 재고 축적은 시간 필요



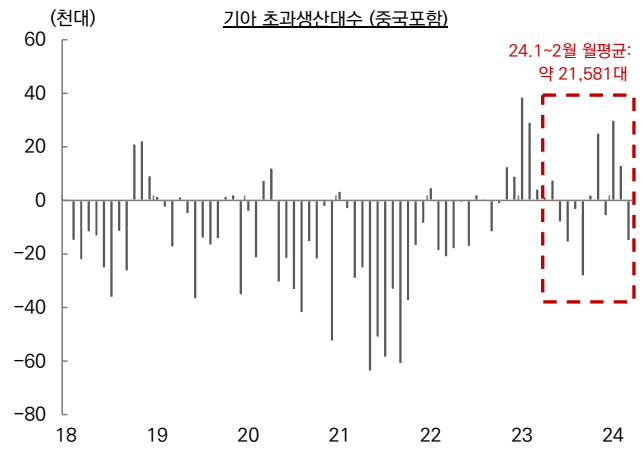
자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 48. 현대차 초과생산대수를 고려하면 재고 축적은 시간 필요



자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 49. 기아 초과생산대수를 고려하면 재고 축적은 시간 필요



자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

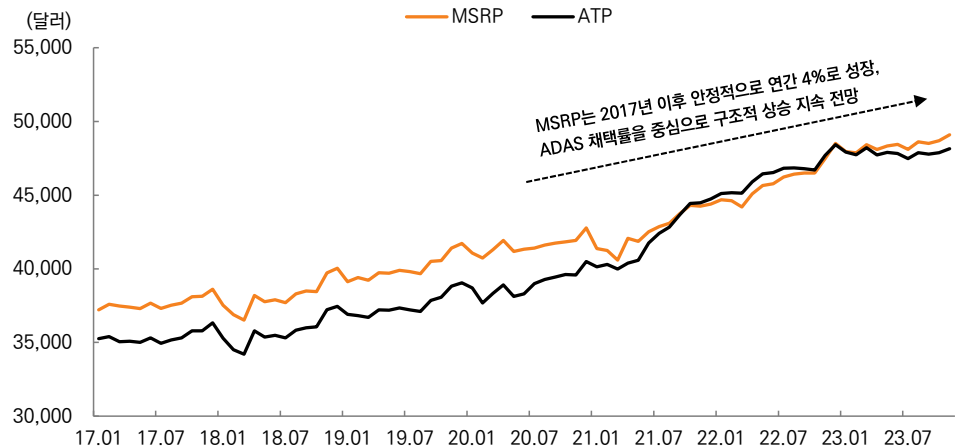
## 2) ADAS (Level 1~2+) 탑재율 상승으로 MSRP 상승 지속

신차 MSRP도 지속 상승할 것으로 예상된다. 21년 이후 급격히 상승했던 ASP와 다르게 MSRP는 과거부터 연간 4% 수준으로 안정적으로 상승해왔다. 기본적으로 연식변경/신차 출시 등을 통해 인상되어 왔는데, 향후 ADAS 탑재율 증가가 MSRP를 견인할 것이다.

시장조사기관 Strategy Analytics에 따르면 글로벌 ADAS(Level 1~2+) 시장 규모는 23~25년 CAGR 14%, 미국/유럽/한국은 23~25년 12~13%, 인도는 23~25년 48%를 기록할 전망이다. 글로벌 Level 1~2+의 침투율은 20년 40%에서 25년 74%까지 상승할 전망이다. 북미에서는 20년 56%에서 25년 95%까지 상승할 전망이다. 해당 데이터는 글로벌 완성차 업체, Tier-1 부품 업체, 차량용반도체 업체를 대상으로 수요를 조사하여 집계한 것이기에 향후 생산되는 차량의 MSRP 방향을 파악하는 것에 있어서 의미가 있다.

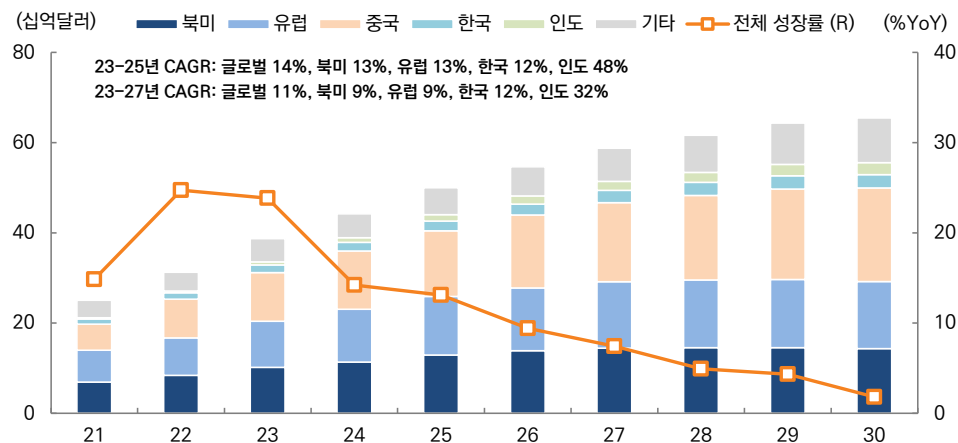
ADAS 채택률 상승이 MSRP 인상으로 이어지는 것은 기본 탑재 옵션이 고가트림에서 저가트림으로 확대되거나 소비자들의 채택률이 상승하면서 이뤄진다. 이중 전자의 경우 완성차 업체들의 '계획'이 중요하다. 이를 간접적으로 살펴보면 기아는 북미에서 'Autonomous Driving' 채택률 목표를 21년 대비 24년 +32%P, 26년 +52%P를 제시하였다.

그림 50. 미국 MSRP는 안정적으로 상승을 지속해왔음



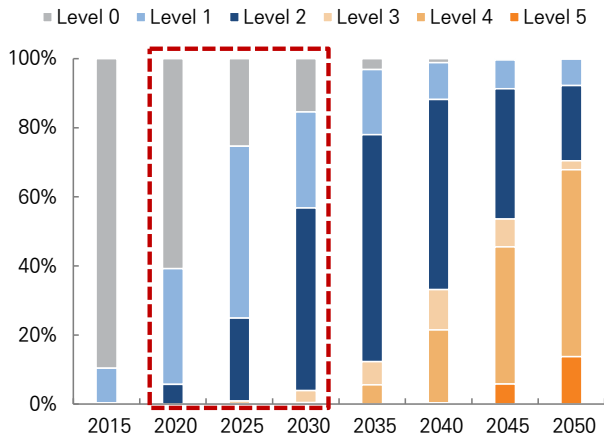
자료: Edmunds, 미래에셋증권 리서치센터

그림 51. ADAS 시장 지역별 시장규모 전망 → L1~L2 시장 성장은 지속된다



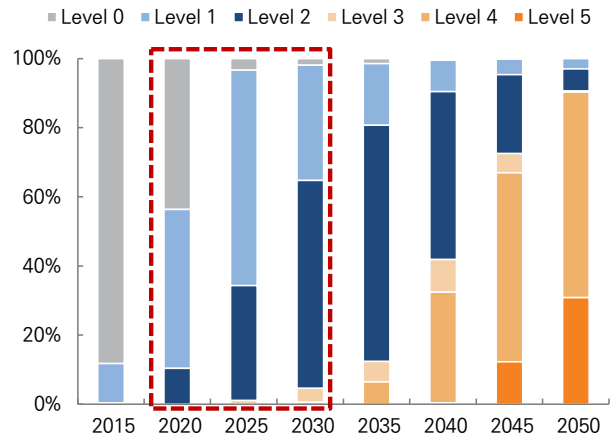
자료: Strategy Analytics, 미래에셋증권 리서치센터

그림 52. 글로벌 신차 판매 중 자율주행 레벨별 비중 전망



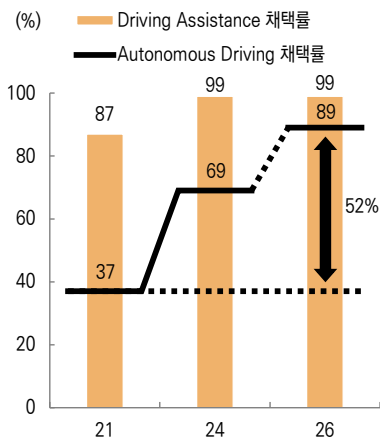
자료: Strategy Analytics, 미래에셋증권 리서치센터

그림 53. 북미 신차 판매 중 자율주행 레벨별 비중 전망



자료: Strategy Analytics, 미래에셋증권 리서치센터

그림 54. 기아 북미 ADAS 채택률



자료: 기아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 55. 기아 유럽 ADAS 채택률

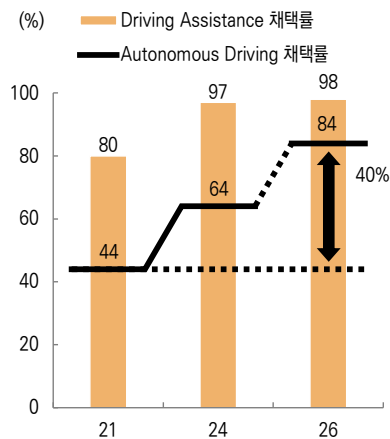


그림 56. 기아 국내 ADAS 채택률

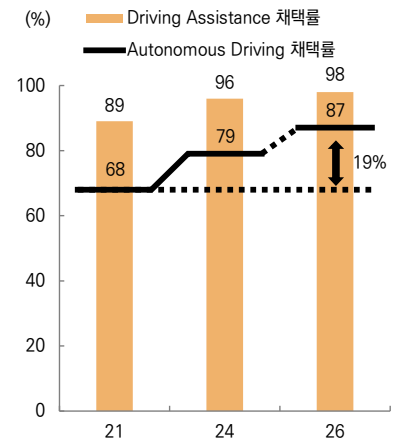


그림 57. 기아 북미 커넥티드카 채택률

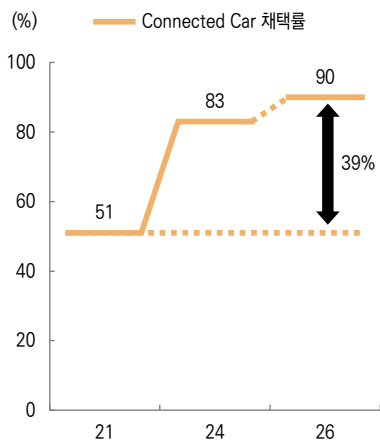


그림 58. 기아 유럽 커넥티드카 채택률

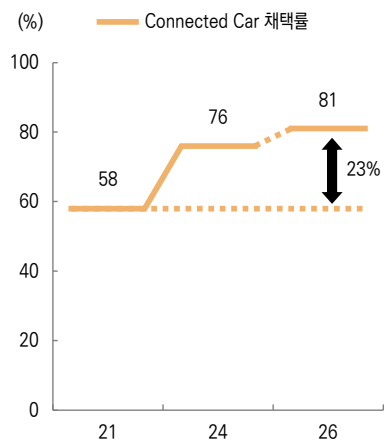
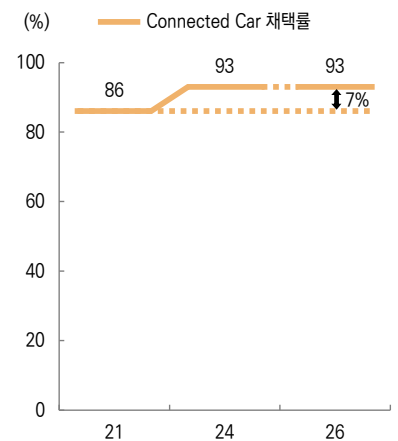


그림 59. 기아 국내 커넥티드카 채택률

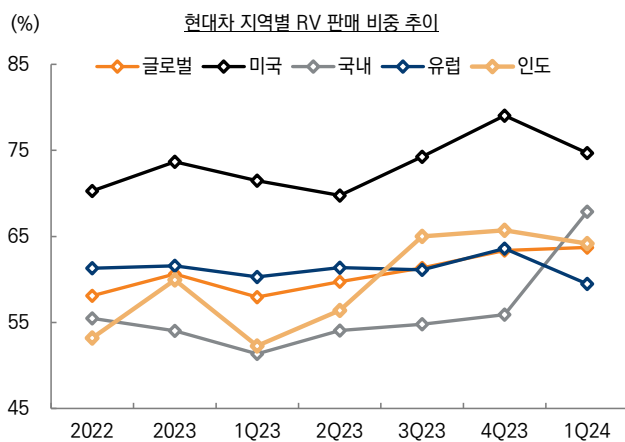


자료: 기아, 미래에셋증권 리서치센터

### 3) 제품/지역믹스도 개선중. 향후 출시될 모델도 믹스 개선에 기여

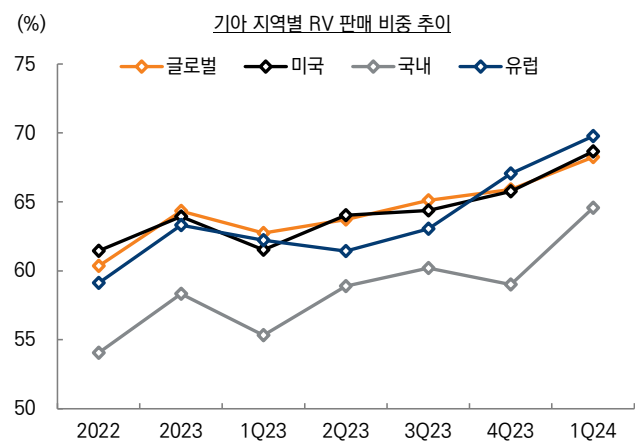
현대차·기아의 제품믹스 개선도 지속되어 ASP와 수익성에 기여할 것으로 예상된다. 우선 1Q24 기준 미국과 국내 지역을 중심으로 RV (현대차는 제네시스 포함) 비중이 상승하고 있다. 이러한 추세는 지속될 것으로 예상되는데 그 이유는 1) RV 중심 신차 출시이다. 향후 출시될 신차 중 대부분이 RV 차종이다. 2) HEV/PHEV 수요 확대이다. HEV/PHEV 모델의 수익성 자체는 ICE 수준이다(일부 차종에서는 상회한다). 주목할 점은 양사의 지역별 HEV 모델의 세그먼트별 구성을 살펴보면 RV 비중이 50%를 상회한다. HEV 내 세그먼트 비중이 유지되고 HEV 판매량이 증가하기만 해도 RV 비중은 상승한다.

그림 60. 현대차 지역별 RV 비중 추이 (제네시스 포함)



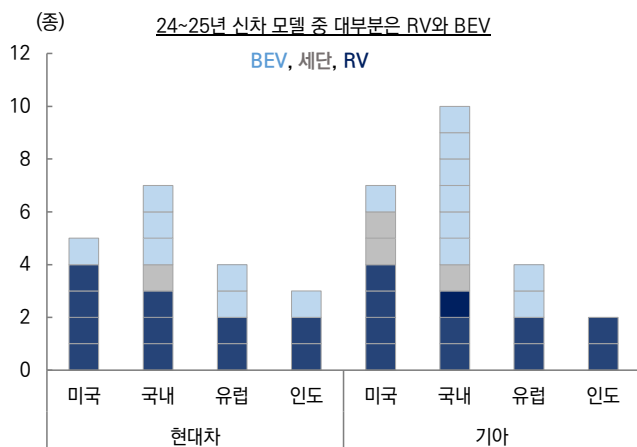
자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 61. 기아 지역별 RV 비중 추이



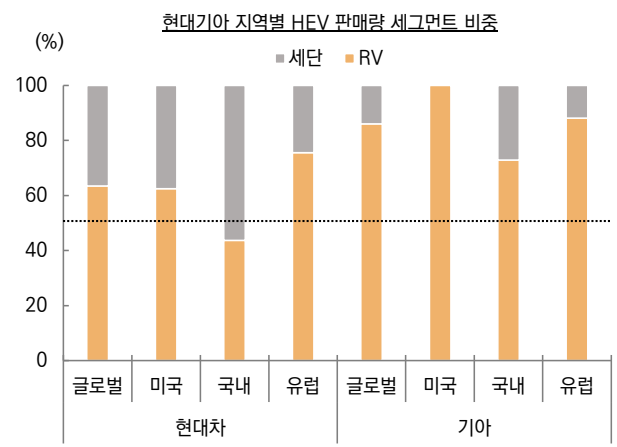
자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 62. 24~25년 출시될 현대기아 차종 중 RV 비중이 많다



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 63. 현대기아의 HEV 모델 내 RV 비중은 50% 이상



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

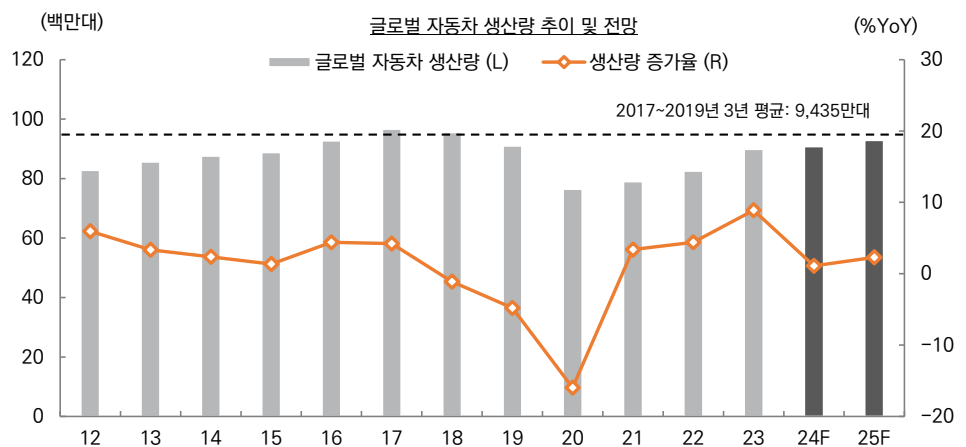
#### 4) 기존 공장의 전기차 라인 전환, 여러 생산차질 이슈로 생산회복은 제한적

글로벌 자동차 생산량은 24년 9,082만대(+1.1% YoY), 25년 9,291만대(+2.3% YoY)으로 과거 9,400만대 수준으로의 회복은 완만하게 진행될 것으로 예상된다. 반도체 수급난 이후 생산 정상화는 이뤄지고 있다. 그러나 1) 여러 OEM 들의 기존 공장 전동화 작업이 진행 중이며, 2) 반도체 이외 생산차질 이슈가 여전히 발생하고 있기 때문이다. 특히 미국은 자동차 수입 의존도가 높기에 글로벌 생산량의 영향을 크게 받는다.

전동화 전환 과정에서 완성차 업체들은 전용 공장을 건설하는 것 외로 내연기관 공장을 전기차 공장으로 전환하거나 혼류생산 라인을 구축하는 작업을 진행하고 있다. 전용 공장과 비교해 생산시설 확보 기간이 짧고, 초기 투자비용은 낮고, 시장 수요 대응력은 높기 때문이다. 최근에는 BEV 수요 둔화로 혼류생산에 대한 니즈가 증가하고 있다. 전환 과정에서 1) 기존 라인의 생산 중단, 2) 생산 재개 등의 작업으로 생산에 영향을 미칠 수 밖에 없다.

23년에는 반도체 수급난 이외로 부품 수급난, 시스템 오류, 화재 등 다양한 생산차질 이슈가 발생했다. 그리고 24년에도 여러 생산차질 이슈가 발생하고 있다. 연초 홍해 지역에서의 무력 충돌에 따른 운송 이슈로 인한 Tesla/Volvo의 생산 중단, 도요타의 자회사 품질 이슈, 테슬라 독일 공장 방화 공격으로 인한 전기 공급 이슈 등 문제가 여러 발생 중이다.

그림 64. 글로벌 자동차 생산량의 과거 수준으로의 회복은 완만하게 진행될 것



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 전기차 전용 공장 대비 혼류생산 시 시간/비용 절감 가능

| 구분        | 혼류 생산                                | 전용 공장                                                                                                            |
|-----------|--------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 생산시설 확보기간 | 20~30일 쪼갬 (하기 휴가 및 주말/공유일 활용)        | 2년 이내                                                                                                            |
| 투자비용      | 약 500~1,000억원                        | 약 2조원                                                                                                            |
| 확보 생산량    | 최대 15만대                              | 30만대                                                                                                             |
| 생산 효율성    | 동일 라인 ICE 병행 생산<br>수익성 확보 및 시장 수요 대응 | 신기술/신공정 적용 75% 이상<br>물류 자동화율 확대 +30% 이상<br>조립 자동화율 확대 +150% 이상<br>생산 가능 차종 수 확대 +40% 이상<br>신차 준비 기간 단축 (-40% 이상) |
| 구분        | 혼류 생산                                | 전용 공장                                                                                                            |

자료: 현대차, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 24년에도 급격한 생산 회복을 기대하기는 어렵다고 판단 → 기존 공장 전환, 생산 조정, 여전한 생산차질,

|                 | 시작일      | 종료일      | 업체명       | 공장 위치 | 내용                               | 규모                               |
|-----------------|----------|----------|-----------|-------|----------------------------------|----------------------------------|
| 생산 차질           | 24.03.05 | 24.03.11 | 테슬라       | 독일    | 방화 추정 화재로 인해 가동 중단               | 생산규모 연간 38만대                     |
|                 | 24.01.29 | 24.02.11 | 테슬라       | 독일    | 홍해 무력 충돌 이슈로 부품 공급 차질            | 생산규모 연간 38만대                     |
|                 | 24.01.15 | 24.01.17 | 볼보        | 벨기에   | 홍해 무력 충돌 이슈로 부품 공급 차질            |                                  |
|                 | 23.12.31 | 24.02.13 | 현대차       | 한국    | 아이오닉7 생산 위해 설비 공사                | 생산규모 연간 30만대                     |
|                 | 23.12.23 | 24.02.12 | 다이하츠(도요타) | 일본    | 품질 인증 부정 행위로 국내외 전 차종 출고 중단      | 생산능력 연간 170만대                    |
|                 | 23.11.07 | 23.11.09 | 기아        | 한국    | 협력업체 안전사고로 부품 공급 중단              | 스포티지, 쉼투스 등 하루 평균 2,000대 생산      |
|                 | 23.10.23 | 23.10.24 | 스텔란티스     | 이탈리아  | 부품 공급 부족으로 생산 중단                 |                                  |
|                 | 23.10.16 | 23.10.26 | 도요타       | 일본    | 부품업체 폭발 사고로 일본 내 14개 라인 중단       | 일본 공장 전체(14곳) 중단시 하루에 13,000대 차질 |
|                 | 23.09.27 | 23.09.28 | VW        | 독일    | IT 장애로 독일 내 주요 공장 가동 중단          |                                  |
|                 | 23.09.11 | 23.10.02 | VW        | 포르투갈  | 슬로베니아 홍수로 인한 부품 공급 부족으로 중단       | 생산규모 연간 23만대                     |
|                 | 23.08.29 | 23.08.30 | 도요타       | 일본    | 부품 발주 관리 컴퓨터 시스템 문제로 일시 중단       |                                  |
|                 | 23.08.29 | 23.09.06 | 기아        | 한국    | 도장라인 화재로 일부 설비 가동 중단             | K5, K8, EV6 생산 차질 발생             |
|                 | 23.08.28 | 23.09.02 | GM        | 미국    | 부품 공급 부족으로 생산 중단                 | Sierra1500과 Silverado1500 생산 차질  |
|                 | 23.03.04 | 23.03.20 | GM        | 멕시코   | 공급망 문제로 트럭 공장 생산 중단              |                                  |
|                 | 23.02.04 | 23.03.13 | Ford      | 미국    | 생산 차량의 화재로 F-150라이트닝 생산 일시 중단    |                                  |
|                 | 23.01.23 | 23.01.29 | 스텔란티스     | 이탈리아  | 부품 공급 부족으로 생산 중단                 |                                  |
| 기존공장 EV 생산 라인전환 | 2024     | 2028     | 기아        | 슬로박   | 생산라인 EV라인으로 전환, 25년까지 일부 전환      | 생산능력 연간 33만대, \$108M 투자          |
|                 | 23.12.31 | 24.02.13 | 현대        | 한국    | 아이오닉7 생산을 위한 EV라인 전환             | 중단 분야의 매출은 약 7조 3천억원, 전체 매출의 5%  |
|                 | 2023     |          | 닛산        | 영국    | EV라인 확대를 위해 £2B 추가 투자            | 생산능력 연간 45만대, 총 £3B 투자           |
|                 | 23.11.10 |          | 르노        | 한국    | 르노 부산 공장에서 25년부터 폴스타4 생산 예정      | 생산능력 연간 30만대                     |
|                 | 23.09.07 |          | 스텔란티스     | 영국    | 해당 공장 EV 전용 라인 전환 계획 발표          | 생산능력 연간 19만대, £100M 투자           |
|                 | 23.08.10 | 2024     | 미쓰비시      | 인니    | Minicab EV 생산을 위해 추가 투자          | 생산능력 연간 22만대, 약 5천억원 추가 투자       |
|                 | 23.06.06 |          | VW-SAIC   | 중국    | VW-SAIC의 JV 공장 중 하나를 EV라인으로 전환   | 개별 모델 생산능력에 영향 없음                |
|                 | 23.05.31 | 24.02.21 | 기아        | 한국    | 2공장 기존 내연기관 라인 EV라인으로 전환         | EV3와 EV4 연간 15만대 생산 예정           |
|                 | 23.04.11 | 2024     | 포드        | 캐나다   | 24년 2분기부터 EV라인 전환 작업 개시          | 생산능력 연간 29만대, \$1.3B 투자          |
|                 | 23.03.22 | 2024     | 스텔란티스     | 독일    | 2H24 오펔 그랜드랜드 생산 위해 EV라인 추가      | 생산능력 연간 19만대, € 130M 투자          |
| 전기차 생산조정        | 23.10.19 | 23.11.03 | 스텔란티스     | 이탈리아  | Fiat 500 EV 판매 정체로 일시적 생산 중단     |                                  |
|                 | 23.10.02 | 23.10.13 | VW        | 독일    | ID.3와 Cupra Born EV 수요 약세로 생산 축소 |                                  |
|                 | 23.06.28 | 23.08.09 | VW        | 독일    | 전기차 수요 감소로 공장 임시 휴업              |                                  |
|                 | 23.03.27 | 23.04.09 | GM        | 미국    | 과잉 생산 방지를 위해 픽업트럭 공장 일시 폐쇄       |                                  |

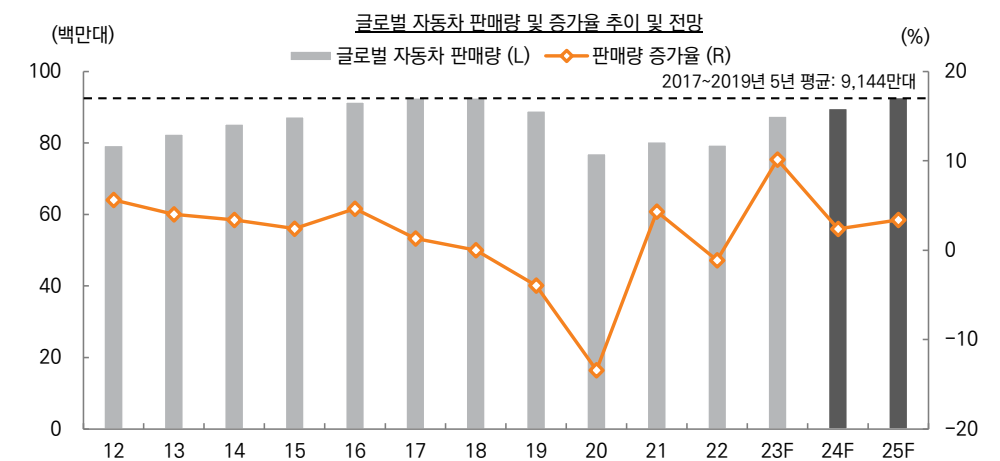
자료: 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

## 2. 미국과 유럽이 밀어주고 인도가 이끌어가는 Q 성장

글로벌 자동차 판매량은 24년 8,963만대(+2.4% YoY), 25년 9,268만대(+3.5% YoY)로 예상된다. 생산차질 이전 판매량 대비 회복 수준은 23년 88%에서 24년 92%, 25년 101%로 상승할 것이다. 현대차·기아의 도매판매량은 24년 415만대(+2.9% YoY), 307만대(+2.2% YoY)로 예상된다. 25년은 435만대(+4.8% YoY), 320만대(+4.4% YoY)를 예상한다.

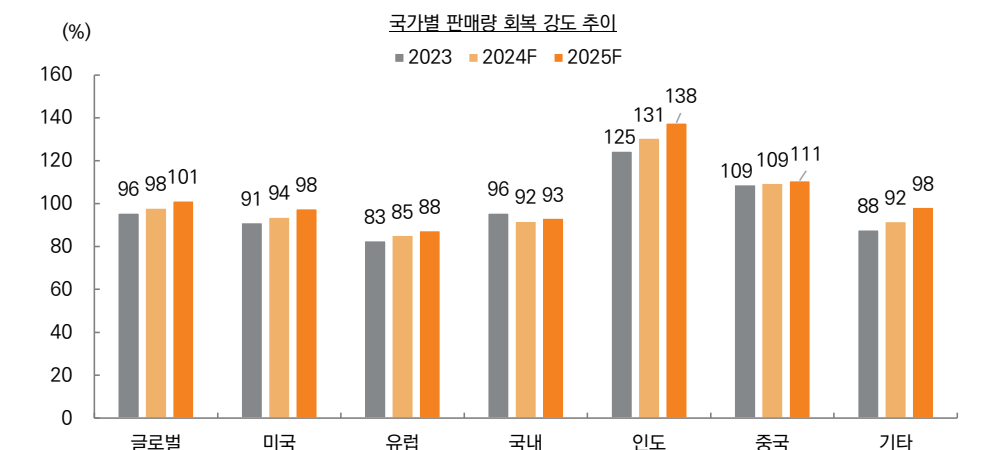
24~25년에도 미국, 유럽, 인도 등이 성장을 견인할 것이다. **(1) 미국**은 고금리 지속에 따른 회복세 둔화는 있겠으나, 하반기 차량구매환경 개선, GDP 지속 상향, 견조한 고용 환경, 선택 폭 확대를 고려하면 24년 +2.7% YoY, 25년 +4.3% YoY를 예상한다. **(2) 유럽**은 경기가 좋지 않지만 상대적으로 낮은 생산회복과 견조한 고용 환경으로 24년 3.0% YoY, 25년 +2.6% YoY를 예상한다. **(3) 인도**는 이미 과거 수준 이상으로 회복했다. 단기적으로는 높은 금리와 인플레이션의 영향이 있겠으나 지속될 GDP 고성장으로 24년 +4.8% YoY, 25년 +5.5% YoY를 예상한다. **(4) 국내**는 23년 개소세 인하 종료에 따른 부정적인 영향과 대기 수요 소진으로 24년 -4.0% YoY, 25년 +1.5% YoY를 예상한다. **(5) 중국**은 청년실업을 상승, 부동산 경기 침체로 24년 +0.5% YoY, 25년 +1.1% YoY를 예상한다.

그림 65. 글로벌 자동차 판매량은 둔화되지만, 성장을 지속할 것으로 예상



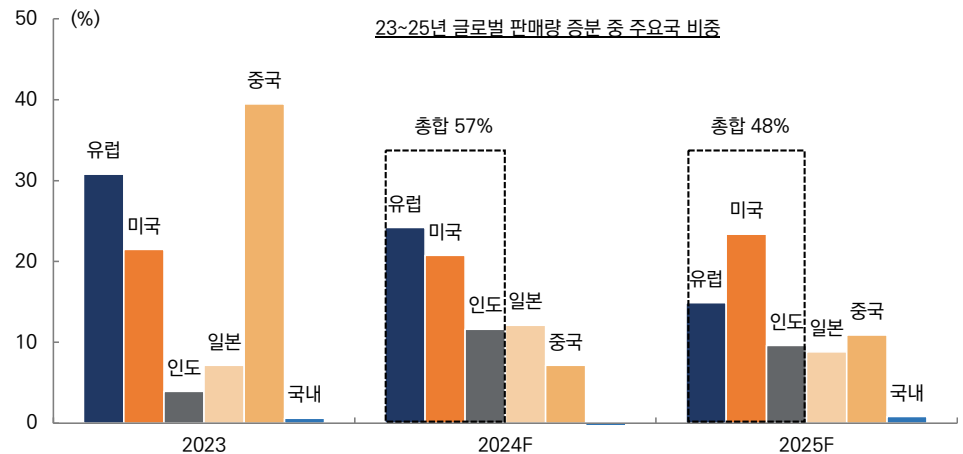
자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 66. 유럽은 생산차질로부터의 회복이 가장 늦음. 인도는 이른 시점에 상회함



주: 과거 평균은 코로나19 및 반도체 생산차질 이전인 2017~2019년. 자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 67. 글로벌 자동차 판매량 증분 중 주요국 비중 전망: 24~25년에도 미국+유럽+인도



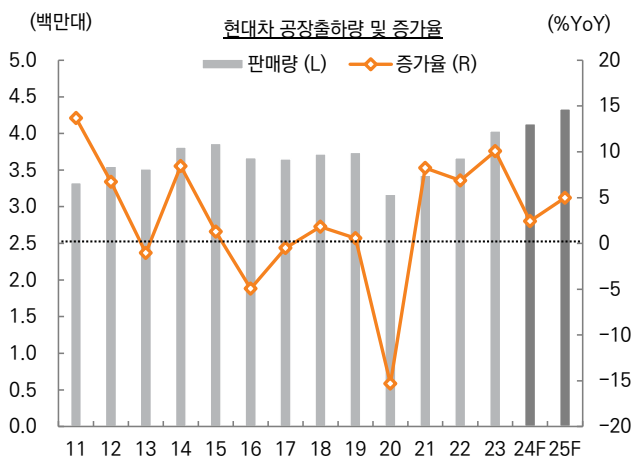
자료: Marklines, GlobalData, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 6. 현대기아 판매량 전망: 24년 +2~3% YoY, 25년 +4~5% YoY. Q 성장은 지속된다

| (천대, %)   | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023P | 2024F | 2025F | 23년 YoY | 24F YoY | 25F YoY |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 현대차 공장출하량 | 3,721 | 3,742 | 3,169 | 3,431 | 3,666 | 4,035 | 4,133 | 4,338 | 10.1%   | 2.4%    | 5.0%    |
| 국내        | 1,712 | 1,784 | 1,628 | 1,647 | 1,716 | 1,928 | 1,931 | 2,037 | 12.3%   | 0.2%    | 5.5%    |
| 미국        | 322   | 336   | 265   | 289   | 335   | 364   | 380   | 411   | 8.6%    | 4.4%    | 8.3%    |
| 튀르키예      | 203   | 177   | 137   | 162   | 204   | 246   | 248   | 254   | 20.5%   | 1.0%    | 2.4%    |
| 체코        | 340   | 307   | 241   | 276   | 322   | 340   | 343   | 352   | 5.7%    | 1.0%    | 2.4%    |
| 인도        | 710   | 691   | 523   | 635   | 701   | 766   | 823   | 854   | 9.3%    | 7.5%    | 3.8%    |
| 기타        | 435   | 446   | 376   | 422   | 388   | 392   | 406   | 430   | 0.9%    | 3.6%    | 5.9%    |
| 기아 도매판매량  | 2,442 | 2,562 | 2,382 | 2,648 | 2,815 | 3,001 | 3,066 | 3,243 | 6.6%    | 2.2%    | 5.8%    |
| 국내        | 532   | 520   | 552   | 535   | 541   | 564   | 549   | 557   | 4.2%    | -2.5%   | 1.4%    |
| 북미        | 760   | 783   | 714   | 763   | 859   | 1,008 | 1,035 | 1,126 | 17.4%   | 2.7%    | 8.7%    |
| 유럽        | 504   | 521   | 432   | 514   | 547   | 607   | 615   | 638   | 10.9%   | 1.4%    | 3.8%    |
| 인도        |       | 45    | 140   | 182   | 255   | 255   | 278   | 299   | 0.2%    | 8.9%    | 7.6%    |
| 기타        | 646   | 693   | 543   | 655   | 614   | 568   | 588   | 623   | -7.5%   | 3.6%    | 5.9%    |

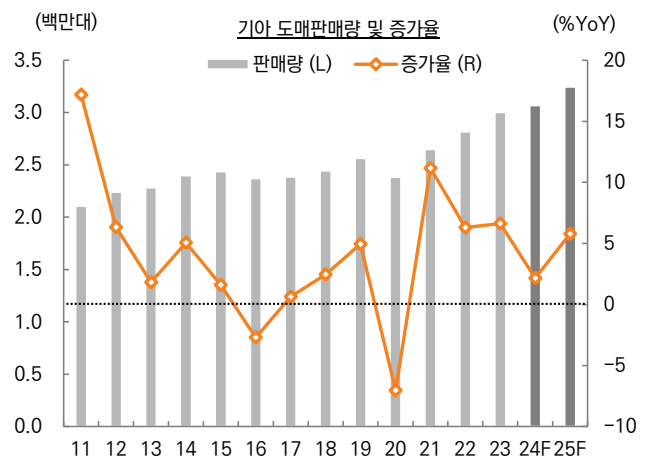
주: 중국 제외 기준. 자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 68. 현대차의 판매량은 성장세를 이어간다



자료: 현대차, 미래에셋증권 리서치센터

그림 69. 기아의 판매량도 성장세를 이어간다



자료: 기아, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 현대기아차 주요 지역 신차 출시 스케줄 (위) 현대차 (아래) 기아. 'new': 신모델, 'fmc': 풀체인지, 'fl': 페이스리프트

| 지역 | 상세  | 1H23                                                   | 2H23                                                                                               | 1H24                                                               | 2H24                                     | 1H25                                                                                          | 2H25 |
|----|-----|--------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 국내 | 세단  | 아반떼 ICE fl<br>아반떼 HEV fl<br>쏘나타 ICE fl<br>쏘나타 HEV fl   | G80 ICE fl                                                                                         |                                                                    | G90 ICE fl                               |                                                                                               |      |
|    | SUV | 코나 ICE fmc<br>코나 HEV fmc<br>코나 BEV fmc                 | 싼타페 ICE fmc<br>싼타페 HEV fmc<br>GV80 ICE fl<br>투싼 ICE fl<br>투싼 HEV fl                                | GV70 ICE fl (5월)                                                   | 아이오닉5 BEV fl<br>아이오닉9 BEV new (4Q)       | 팔리세이드 ICE fmc (1월)<br>팔리세이드 HEV new (1월) GV90 BEV new                                         |      |
|    | 그외  |                                                        |                                                                                                    | 스타리아 HEV new                                                       |                                          |                                                                                               |      |
| 미국 | 세단  | 아이오닉6 BEV new                                          |                                                                                                    |                                                                    |                                          |                                                                                               |      |
|    | SUV | GV70 BEV new<br>코나 ICE fmc<br>코나 HEV fmc<br>코나 BEV fmc | 싼타페 ICE fmc<br>싼타페 HEV fmc<br>싼타페 PHEV fmc                                                         | GV70 ICE fl<br>투싼 ICE fl<br>투싼 HEV fl<br>아이오닉9 BEV new             |                                          | 팔리세이드 ICE fmc (6월)<br>팔리세이드 HEV new                                                           |      |
| 유럽 | 세단  | 아이오닉6 BEV new                                          | G90 ICE new                                                                                        |                                                                    |                                          |                                                                                               |      |
|    | SUV | 코나 ICE fmc<br>코나 HEV fmc<br>코나 PHEV fmc<br>코나 BEV fmc  | 싼타페 ICE fmc<br>싼타페 HEV fmc<br>싼타페 PHEV fmc<br>투싼 ICE fl<br>투싼 HEV fl<br>투싼 PHEV fl<br>코나eN BEV new | 캐스퍼 BEV new (3Q)                                                   |                                          |                                                                                               |      |
| 인도 | SUV |                                                        | 엑스터 ICE new                                                                                        | 크레타 ICE fl<br>알카자르 ICE fl (5월)                                     |                                          | 크레타 BEV new                                                                                   |      |
| 지역 | 상세  | 1H23                                                   | 2H23                                                                                               | 1H24                                                               | 2H24                                     | 1H25                                                                                          | 2H25 |
| 국내 | 세단  |                                                        | K5 ICE fl<br>K5 HEV fl                                                                             |                                                                    | K8 ICE fl<br>K8 HEV fl                   | EV4 BEV new                                                                                   |      |
|    | SUV | EV9 BEV new                                            | 쏘렌토 ICE fl<br>쏘렌토 HEV fl                                                                           | EV3 BEV new (6월)                                                   | 스포티지 ICE fl<br>스포티지 HEV fl<br>EV6 BEV fl | 셀토스 ICE fmc (25년)<br>셀토스 HEV new (25년)<br>EV5 BEV new                                         |      |
|    | 그외  |                                                        | 모닝 ICE fl<br>카니발 HEV new<br>카니발 ICE fl<br>레이 BEV fl                                                |                                                                    |                                          | 타스만 ICE new (2월 양산) 중형 PBV PV5 BEV new                                                        |      |
| 미국 | 세단  |                                                        |                                                                                                    |                                                                    | 포르테→K4 ICE fmc<br>K5 ICE fl              |                                                                                               |      |
|    | SUV | 셀토스 ICE fl                                             | EV9 BEV new                                                                                        | 쏘렌토 ICE fl                                                         | 쏘렌토 HEV fl<br>쏘렌토 PHEV fl<br>EV6 BEV fl  | 텔루라이드 ICE fl<br>스포티지 ICE fl (25년)<br>스포티지 PHEV fl (25년)<br>스포티지 HEV fl (25년)<br>텔루라이드 HEV new |      |
|    | 그외  |                                                        |                                                                                                    | 카니발 ICE fl (6~8월)<br>카니발 HEV new (6~8월)                            |                                          |                                                                                               |      |
| 유럽 | SUV |                                                        | EV9 BEV new                                                                                        | 쏘렌토 ICE fl (24년 중반)<br>쏘렌토 HEV fl (24년 중반)<br>쏘렌토 PHEV fl (24년 중반) | EV3 BEV new<br>EV6 BEV fl                | 스포티지 ICE fl<br>스포티지 HEV fl                                                                    |      |
|    | 그외  |                                                        | 모닝 ICE fl                                                                                          |                                                                    |                                          |                                                                                               |      |
| 인도 | 세단  |                                                        |                                                                                                    |                                                                    |                                          |                                                                                               |      |
|    | SUV |                                                        | 셀토스 ICE fl<br>쏘넷 ICE fl                                                                            |                                                                    |                                          | 클라비스 ICE new                                                                                  |      |
|    | 그외  |                                                        |                                                                                                    | 카니발 ICE new                                                        |                                          |                                                                                               |      |

자료: Marklines, 언론자료 종합, 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

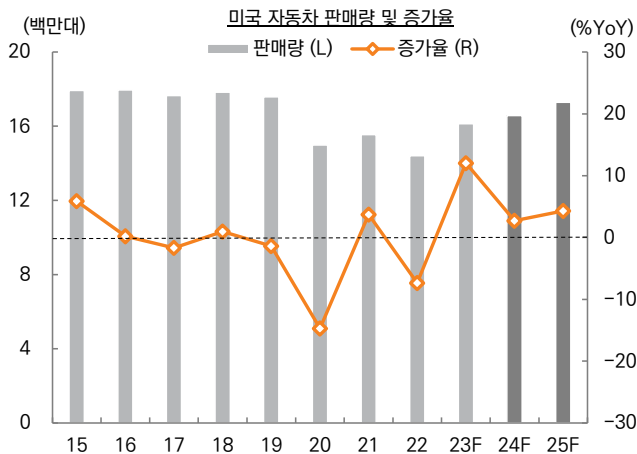
## 2. 미국은 소폭 둔화에도 24~25년 성장이 지속된다

미국의 성장은 지속된다. 24년 판매량은 1,657만대(+2.7% YoY), 25년 1,729만대(+4.3% YoY)를 예상한다. 지속된 고금리로 24년 성장세는 둔화되지만, 하반기 금리 인하로 차량구매환경이 개선되어 판매량을 견인할 것으로 예상된다. 주요 지표인 GDP는 지속 상향되고 있고, 고용 환경과 소비 심리도 견조하다. 미국은 현대차 기아에게 가장 중요한 시장이다.

(1) 대기수요가 소진되었다는 우려가 있다. 당사는 대기수요가 남아있다고 판단한다. 그 이유는 차량구매환경이 아직 개선되지 않았기에 대기수요의 신차 수요로의 전환이 충분히 이뤄지지 않았을 것으로 판단한다. 23년 미국의 과거 대비 회복 수준은 91%에 불과하다. 차량구매환경은 미국 자동차 판매량과 연관성이 높는데 21년 이후 크게 하락한 상황이다.

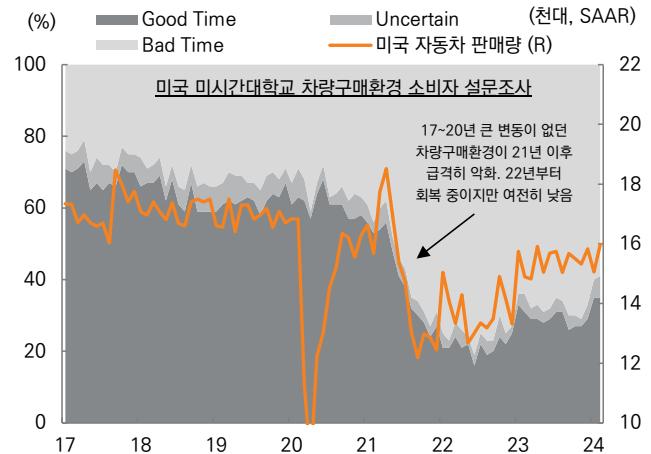
차량구매환경이 개선되지 않은 주요 원인은 원래 '높은 가격'과 '여력 부족'이었는데, 22년 이후에는 '높은 금리'이다. 따라서 금리가 인하된다면 차량구매환경이 개선되고 판매량이 확대될 것으로 판단한다. 당사 자산배분팀은 하반기 금리 인하를 전망하고 있다.

그림 70. 미국: 24년 회복세 둔화, 25년 재차 반등 예상



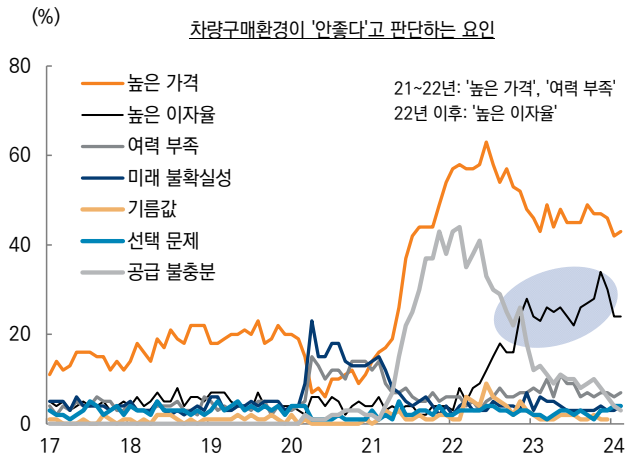
자료: Marklines, GlobalData, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 71. 미국 차량구매환경은 추가로 개선될 여지가 충분함



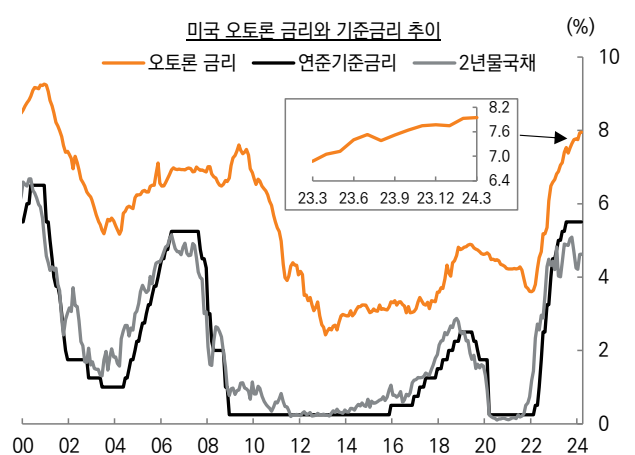
자료: University of Michigan, 미래에셋증권 리서치센터

그림 72. 현재 차량구매환경이 안좋은 주요 원인은 '높은 금리'



자료: University of Michigan, 미래에셋증권 리서치센터

그림 73. 미국 오토론 금리는 22년 이후 급격히 상승

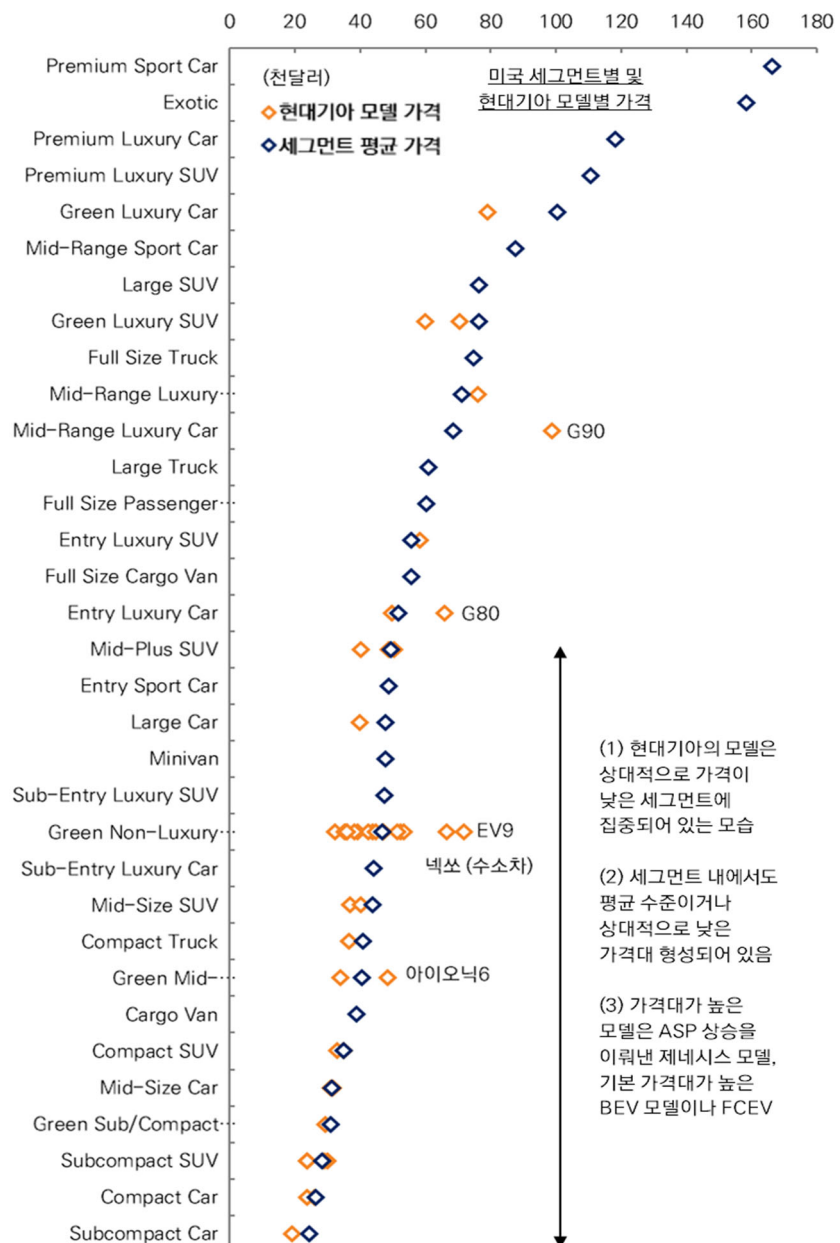


자료: Bankrate, Statista, 미래에셋증권 리서치센터

위에서 언급한 대기수요의 신차수요로의 전환은 가격민감도가 높은 소비자군 위주로 진행될 가능성이 높다고 판단한다. 따라서 상대적으로 가격 메리트가 있는 모델을 중심으로 차량구매환경 개선에 따른 판매량 확대 효과가 있을 것으로 예상된다.

현대기아는 브랜드 가치 상승 및 인센티브 절감 등의 노력을 통해 큰 폭의 ASP 인상을 이뤄냈다. 그럼에도 수혜 업체가 될 가능성이 높다. 그 이유는 1) 미국 시장 세그먼트별 평균 가격대를 살펴보면 현대기아가 속한 세그먼트의 가격대가 낮다. 2) 가격대가 낮은 세그먼트에서 현대기아의 모델은 평균 수준이거나 소폭 낮은 수준이다. 3) 가격이 평균 이상인 모델은 대표적으로 G90/G80, 넥쏘, EV9/아이오닉6 등이다. 이중 제네시스 모델의 경우 가격민감도가 낮은 세그먼트에 속한다. 가격이 높게 형성된 것은 브랜드 가치 상승의 결과이다. 넥쏘(FCEV)와 EV9/아이오닉6(BEV)의 경우 파워트레인 특성상 가격대가 높다.

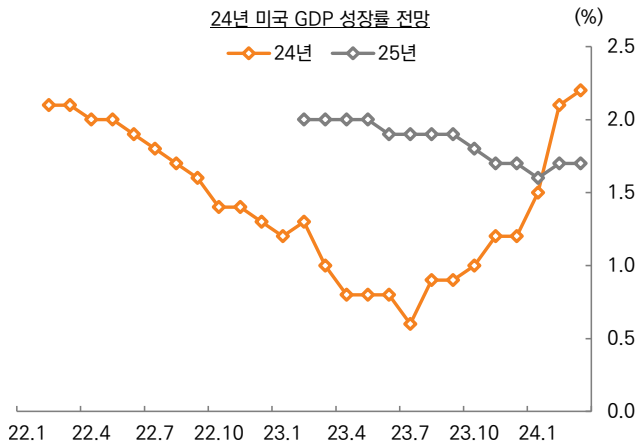
그림 74. 가격민감도가 높은 소비자군으로 형성된 대기수요 → 현대기아가 수혜 업체



자료: Marklines, Edmunds, 미래에셋증권 리서치센터

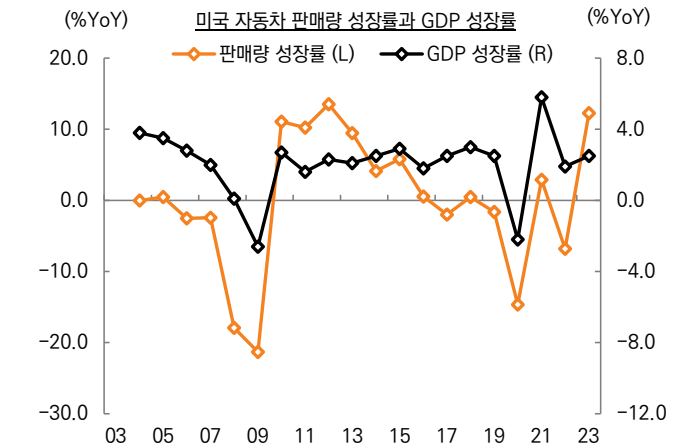
(2) 미국의 24/25년 GDP 성장률도 지속 상향 조정되고 있다. 특히 24년 GDP 성장률의 상향 조정이 가파르다. 23년 중순 약 1.0% YoY 수준에서 현재 2.3% YoY 까지 상승했다. 미국 자동차 판매량과 GDP 성장률 간의 연관성은 높다. 최근 10년을 살펴보면 급격한 금리 인상, 코로나19 등의 예외 상황을 제외하고 GDP와 판매량 성장의 동행은 지속되어 왔다. 자동차 수요 주요 지표인 고용 환경과 소비자심리도 건조한 상황이 지속되고 있다.

그림 75. 미국 24년 GDP 성장률 전망 상황 조정 지속



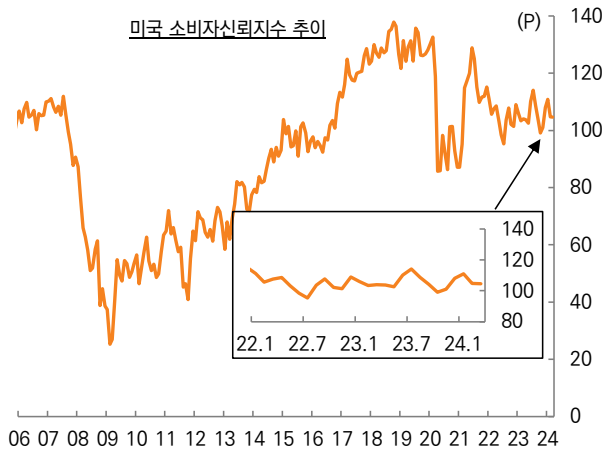
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 76. 자동차 판매량과 GDP는 높은 상관관계를 보임



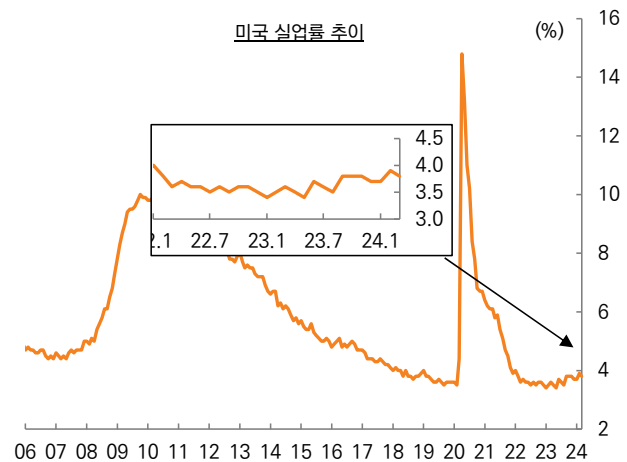
자료: Bloomberg, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 77. 미국 소비자심리지수의 반등세 확인



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 78. 미국 실업률도 여전히 낮은 수준 유지중



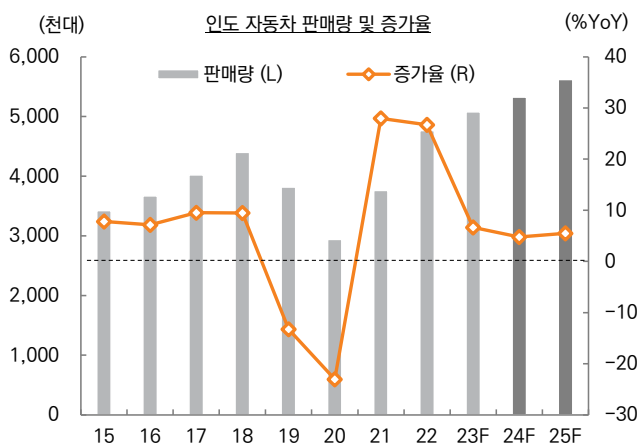
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

### 3. 인도는 GDP 고성장에 힘입어 꾸준히 Q를 밀어준다

인도의 24년 자동차 판매량은 532만대(+4.8% YoY), 25년 562만대(+5.5% YoY)로 성장을 지속할 것으로 예상된다. 이에 24~25년 글로벌 판매량 성장률을 각각 2.4%P, 2.1%P 상회할 것으로 예상된다. 인도는 이미 22년에 생산차질 이전 수준의 판매량을 17% 상회하며 과거 수준 대비 회복 강도는 117%였고, 23년에는 125%에 도달한 상황이다.

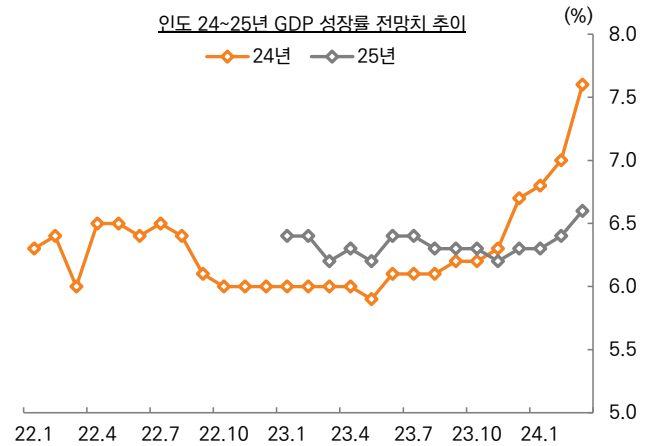
그럼에도 인도 자동차 판매량의 지속적인 성장을 전망하는 **첫번째 이유**는 충분한 성장 여력이다. 인도는 22년 일본을 제치고 단일 국가 기준 자동차 판매량 글로벌 3위로 등극했다. 23년 4월 인구 수는 약 14.3억명으로 글로벌 1위로 등극했다. 인구의 평균 연령은 28세이고 25세 미만의 젊은 인구가 전체 인구의 43% 수준이다. 그럼에도 1천명당 자동차 보급률은 58대로 중국 224대, 아시아 145대, 글로벌 206대 대비 현저히 낮은 수준이다.

그림 79. 인도: GDP 고성장에 힘입어 지속 성장 전망



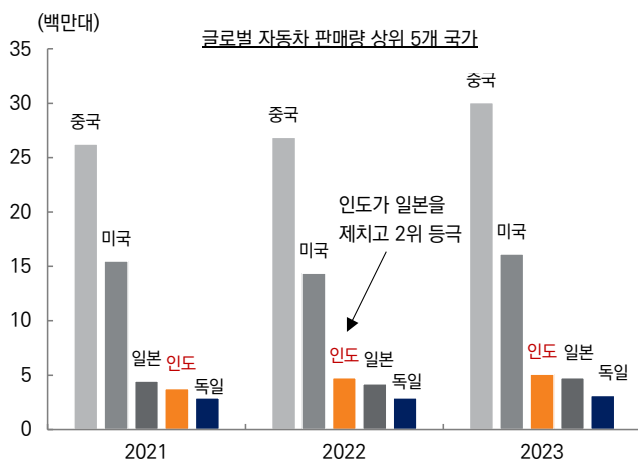
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 80. 인도 24~25년 GDP는 6%대 고성장 지속 전망



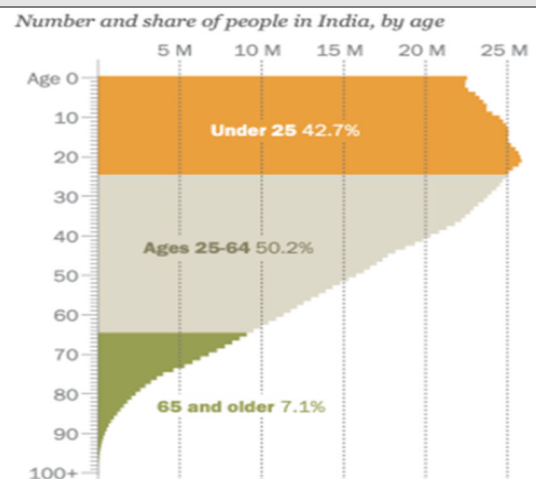
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 81. 22년 인도가 일본을 제치고 글로벌 판매량 3위로 등극



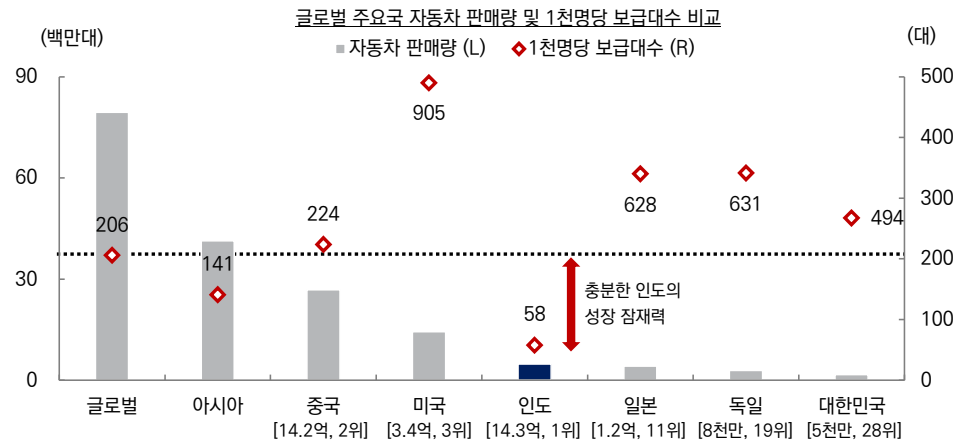
자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 82. 인도 전체 인구 중 43%가 25세 미만으로 젊음



자료: Pew Research Center, 미래에셋증권 리서치센터

그림 83. 국가별 1천명당 자동차 보급률



**두번째 이유:** 자동차 수요의 지표인 GDP의 고성장이 이륜차-삼륜차 → 승용차 전환을 가속화할 것으로 전망한다. 현재 인도 내 전체 이동수단 중 오토바이의 비중은 80%로 매우 높다. 이는 낮은 수준의 1인당 소득의 영향이 크다. 23년 인도의 1인당 GDP는 2,400달러로 글로벌 100위 밖이다. 인도의 24~25년 GDP 성장률은 6%대의 고성장을 지속할 것으로 예상된다. 젊은 인구, 적극적인 FDI 유치, 제조업 육성 정책, 미-중 갈등 반사이익의 결과이다. CEIC에 따르면 인도 1인당 GDP는 23년 2,392달러에서 25년 2,848달러(23-25년 CAGR 9%), 28년 3,668달러를 기록할 것으로 전망했다. 유사한 사례로, 과거 중국에서는 1인당 GDP가 3,000달러를 넘어서면서 판매량이 크게 증가한 바 있다. 즉, 이제서야 3,000달러에 접근하고 있는 인도에서의 판매량 성장 잠재력은 매우 크다.

그림 84. 인도 전체 이동수단 중 승용차 비중

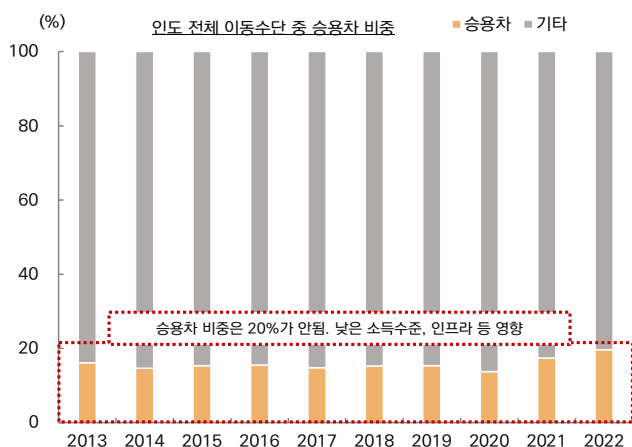
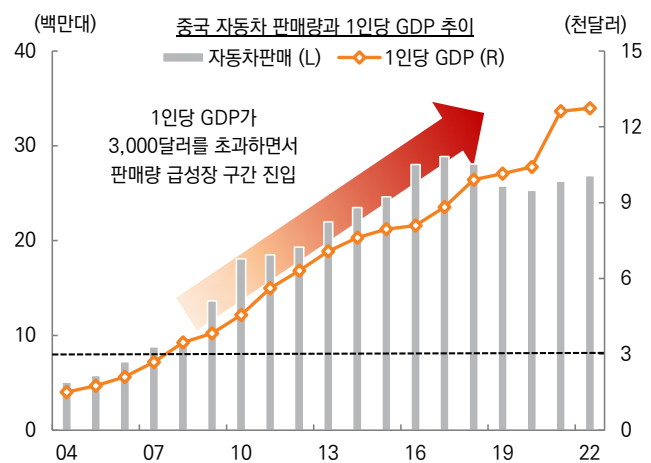


그림 85. 중국 1인당 GDP와 자동차 판매량 관계

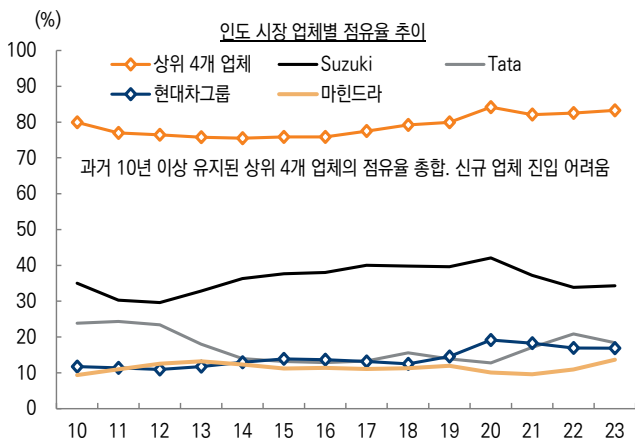


인도의 자동차 판매량 증가는 현대차·기아에게는 기회이다. **첫번째 이유:** 인도 자동차 판매량 상위 1~4위 그룹의 점유율 총합은 2012년 76.4%에서 2023년 83.2%로 지속 증가한만큼 오랜기간 과점이 지속돼왔다. 이들이 쌓아온 브랜드 이미지는 높은 진입장벽으로 작용한다. 현대차·기아의 인도 시장 점유율은 23년 기준 16.9%로 3위이다.

**두번째 이유:** 인도는 현지 제조업 육성을 위해 수입차에 높은 관세를 부과하기에 현지 공장이 중요하다. 현대차·기아는 연간 생산역량 119만대 규모의 현지 공장과 13만대 규모 신공장을 보유하고 있다. 올해 8월에 인수한 GM 탈레가온 공장은 연간 13만대 규모로 2025년에 가동될 예정이다. 무엇보다도 해당 공장은 중국 GMW 자동차가 인수를 추진해왔으나 인도-중국간의 관계 악화로 인해 무산되었던 공장이므로, 원가경쟁력을 보유한 중국 업체들의 인도 시장 진출도 쉽지 않은 상황이다. 진입장벽이 높은 이유 중 하나이다.

**세번째 이유:** SUV 비중 상승이 ASP를 지속 견인할 것이다. 인도는 가구구성원이 많고 비포장도로가 많아 SUV에 대한 수요가 좋다. 소비자의 소득 수준이 증가함에 따라 SUV 비중이 2015년 11.2%에서 2022년 35.8%까지 증가했으며 상승 여력이 충분하다.

그림 86. 인도 자동차 시장 상위 4개 그룹 점유율 추이



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 이러한 진입장벽에는 높은 수입 관세의 영향이 큼

| 구 분                                                    | 관세   | 비고                                                                     |
|--------------------------------------------------------|------|------------------------------------------------------------------------|
| 40,000달러 이상 또는<br>가솔린 3,000 CC 이상 또는<br>디젤 2,500 CC 이상 | 100% | 언론에 따르면 전기차를 대상으로<br>70~100%의 관세를 15%로<br>인하하는 방안을 검토하고 있음<br>(테슬라 관련) |
| 40,000달러 이하 또는<br>가솔린 3,000 CC 이하 또는<br>디젤 2,500 CC 이하 | 70%  | 23년 2월,<br>기존 60%에서 인상                                                 |
| 중고차                                                    | 125% | -                                                                      |
| CKD (반조립)                                              | 35%  | 23년 2월,<br>기존 30%에서 인상                                                 |

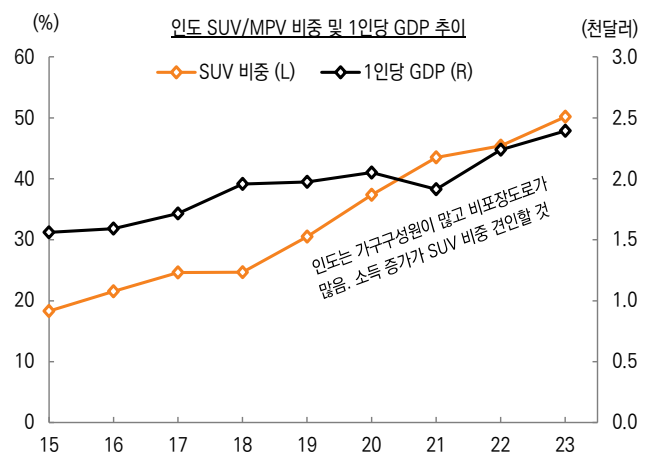
자료: 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 현대기아 생산역량은 119만대 → 130만대로 확대될 예정

| 구 분                       | 생산역량                            | 비고                                                                   |
|---------------------------|---------------------------------|----------------------------------------------------------------------|
| 현대차 첸나이 1공장               | 완성차 연간<br>80만대                  | 기존 82만대에서<br>85만대까지 확대할 예정                                           |
| 현대차 첸나이 2공장               |                                 |                                                                      |
| 기아 아난타푸르 공장               | 완성차 연간<br>37만대                  |                                                                      |
| GM 탈레가온 공장<br>(현대차그룹이 인수) | 완성차 연간<br>13만대<br>엔진 연간<br>16만대 | 23년 8월 인수한 공장.<br>25년 생산 개시할 예정<br>중국 완성차 업체인 GWM의<br>인수를 인도 정부가 반대함 |

자료: 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 87. 인도 자동차 시장 SUV 비중 추이

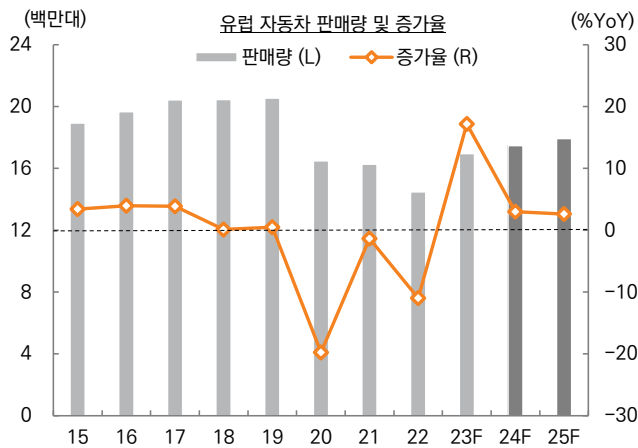


자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

#### 4. 경기 둔화가 예상되는 유럽에서도 Q의 회복은 가능하다

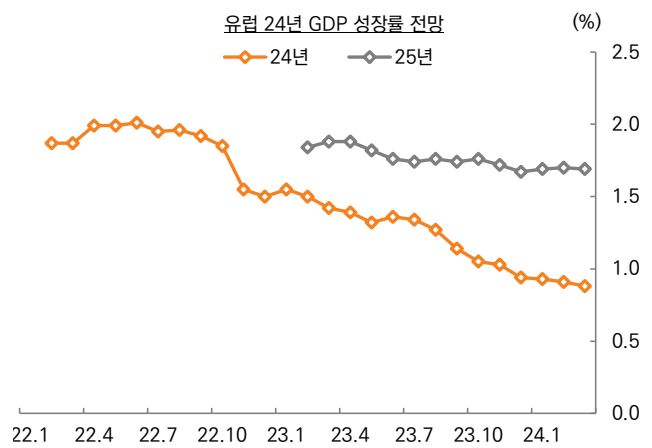
유럽의 판매량 회복은 둔화되지만 지속된다. 24년 판매량은 1,746만대(+3.0% YoY), 25년 1,792만대(+2.6% YoY)으로 예상된다. GDP 성장률이 하향 조정되고 있으며 주요국 경기 선행지수도 부정적이기에 회복 둔화는 불가피하다. 다만 유럽의 23년 생산 회복 강도는 약 83% 수준으로 글로벌 전체 및 주요국 대비 매우 낮다. 생산 회복이 진행됨에 따라 판매량 회복은 가능할 것으로 판단한다. 주요 수요 지표인 실업률과 소비자신뢰지수도 견조하다.

그림 88. 유럽: 24~25년 회복은 지속, 회복세는 둔화



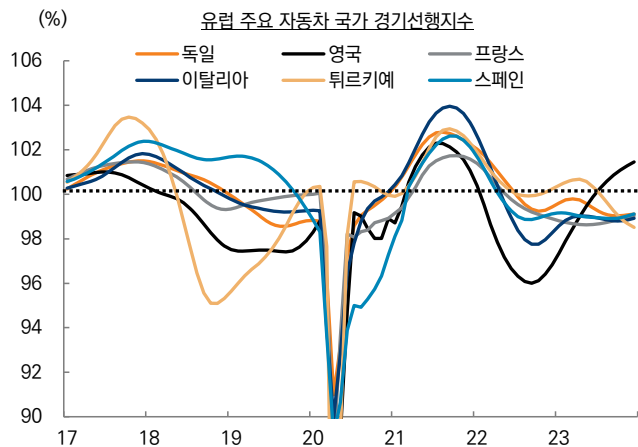
자료: Marklines, GlobalData, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 89. 유럽 GDP 성장률



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 90. 유럽 경기선행지수는 경기 둔화를 시사



자료: OECD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 91. 그러나 소비자심리지수와 고용 환경은 견조하다

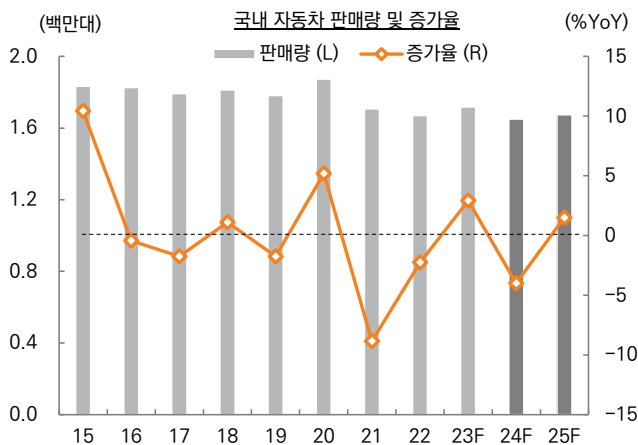


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

### 5. 국내는 대기수요 소진 및 소비둔화로 역성장 불가피하지만 제한적

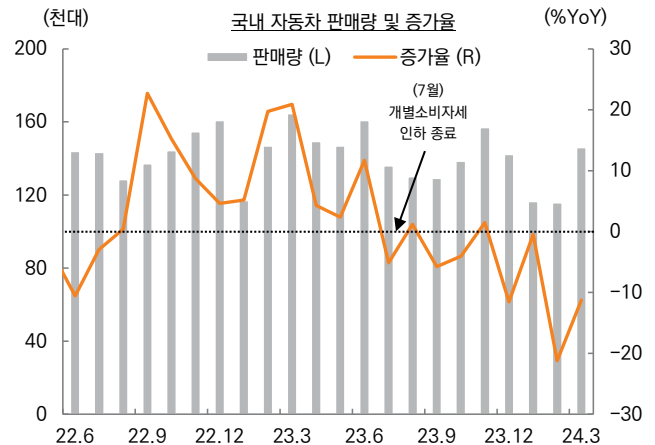
국내 판매량은 24년 역성장이 불가피하다. 24년 판매량은 165만대(-4.0% YoY), 25년 167만대(+1.5% YoY)로 예상한다. 23년 생산차질 회복 강도는 약 96%로 대기수요가 거의 소진된 것으로 보이고, 23년 하반기부터 개별소비자세 인하 조치가 종료되었다. 2H23 출시한 싼타페/쏘렌토/투싼 등의 신차 효과는 있을 것으로 예상되지만, 올해 상반기는 개별소비자세에 따른 높은 기저와 1~2월 현대기아의 국내 공장 라인 전환에 따른 생산 차질 영향으로 판매 둔화가 불가피한 상황이다. 생산 정상화 효과는 2분기부터 본격 반영될 예정이다.

그림 92. 국내: 대기수요 소진 및 개소세 인상으로 소폭 역성장



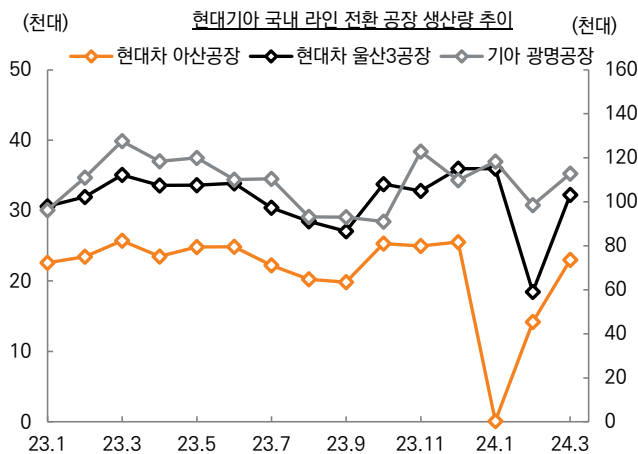
자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 93. 지난 5년간의 개별소비자세 인하 조치는 7월에 종료



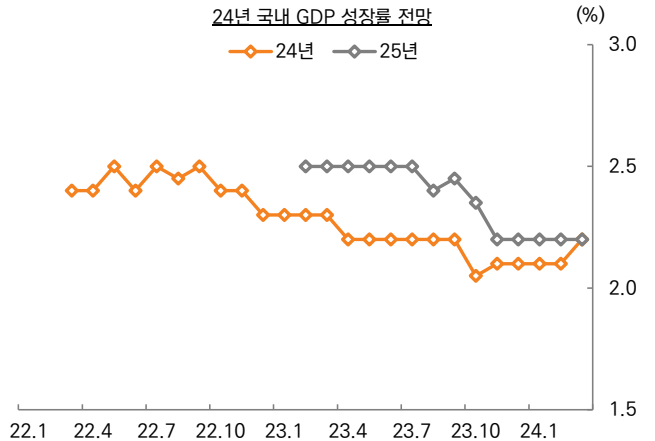
자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 94. 현대기아의 일부 국내 공장은 라인 전환으로 생산 감소



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 95. 국내 GDP 성장률도 하향 조정되는 상황



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

### 3. 경쟁사의 생산 정상화에도 미국 점유율 10% 유지

#### 1) 현대차·기아가 지난 3년간 이뤄낸 3계단 성장, 그리고 야기된 우려

지난 3년간 미국 시장에서 가장 큰 성장을 이뤄낸 업체는 현대차·기아와 Tesla이다. 이중 현대차·기아는 19년 이전 오랜 기간 유지된 7%의 점유율을 벗어나 3%P를 추가로 확보해 22~23년 10%를 기록했다. 판매량 순위도 7위를 벗어나 23년 기준 4위에 등극했다. 이는 다른 상위권 완성차 업체들의 순위에는 큰 변동이 없다는 것을 감안하면 가시적인 성과다.

같은 기간 점유율 훼손이 컸던 업체는 혼다, 르노-닛산, 포드, 스텔란티스, 다임러이다. 현대차·기아가 3%P를 확보한 배경은 일본 업체들의 생산차질 영향이라는 해석이 있다. 세그먼트/가격 측면에서 일본 업체가 주요 경쟁사이며, 생산차질이 심했기 때문이다. 도요타의 경우는 생산차질로부터 빠르게 회복하여 영향이 크지 않기에 점유율 훼손도 없었다.

그림 96. 생산차질 기간 점유율을 크게 확대한 업체는 현대기아

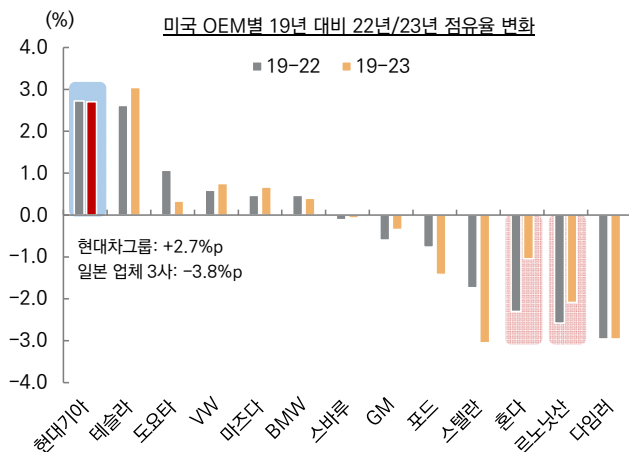
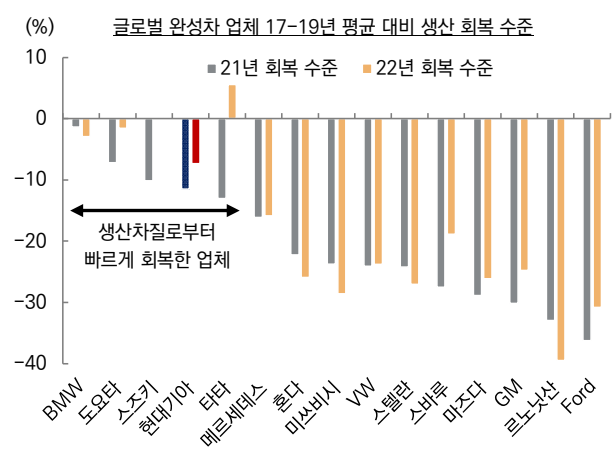


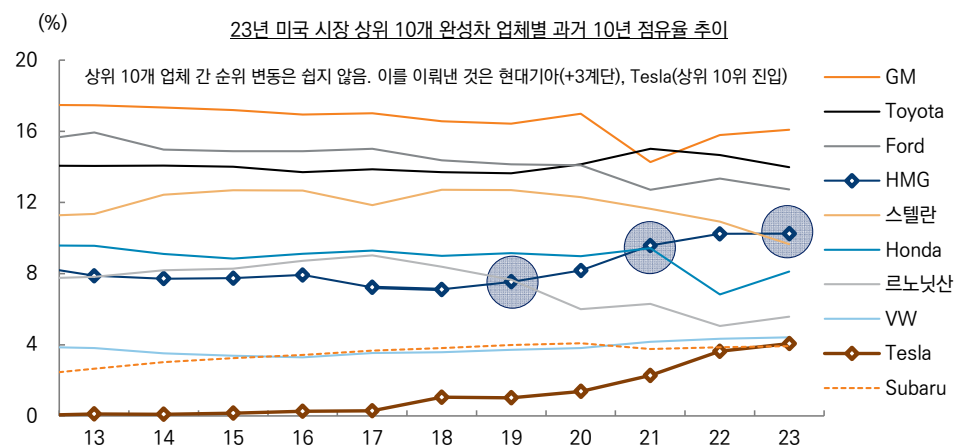
그림 97. 현대기아는 생산차질의 영향이 덜했던 것은 사실



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 98. 미국 상위 10위권 경쟁에서 순위 상승을 이뤄낸 현대기아와 Tesla

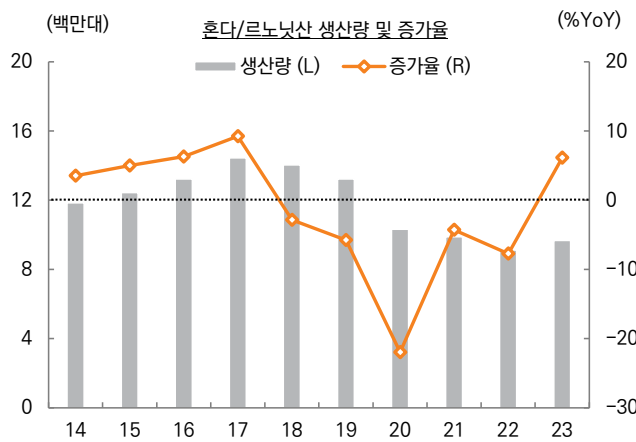


자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

이에 일본 업체들의 생산이 정상화되면 10%의 점유율이 훼손된다는 우려가 야기되었다. 실제로 23년부터 일본 업체들의 생산이 정상화되고 있으며, 24년 1~2월 현대차기아의 10% 점유율이 훼손되었다. 물론 1~2월의 점유율 훼손은 공급 측의 영향이 컸다. 국내 공장에서 전기차 라인 전환 작업을 위해 생산이 일시 중단됐으며, 기아가 K5의 생산을 미국 → 국내 이전하면서 생산 공백이 발생했기 때문이다. 23년에는 Rio 모델을 단종하기도 했다.

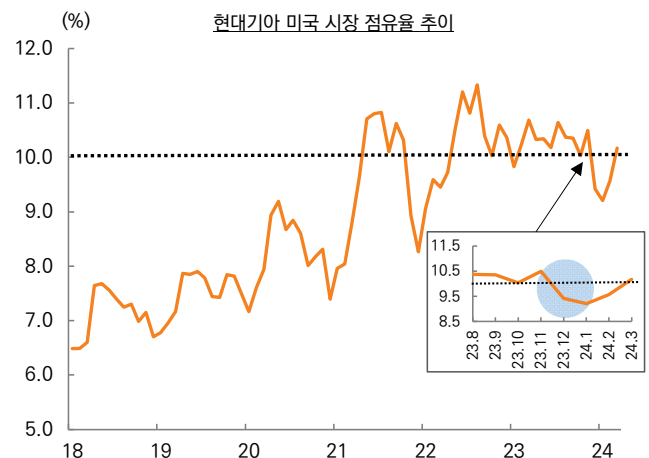
24년 3월 현대차기아의 생산이 정상화 되면서 점유율은 10%로 다시 회복했지만, 일본 업체들의 생산도 정상화 중이기에(최근 생산 이슈가 재차 발생했지만) 결국 10%의 점유율을 유지할 수 있는지가 중요한 시점이라고 판단한다. **결론은 유지될 것으로 판단한다.**

그림 99. 생산차질이 심했던 일본 업체의 생산은 회복 중



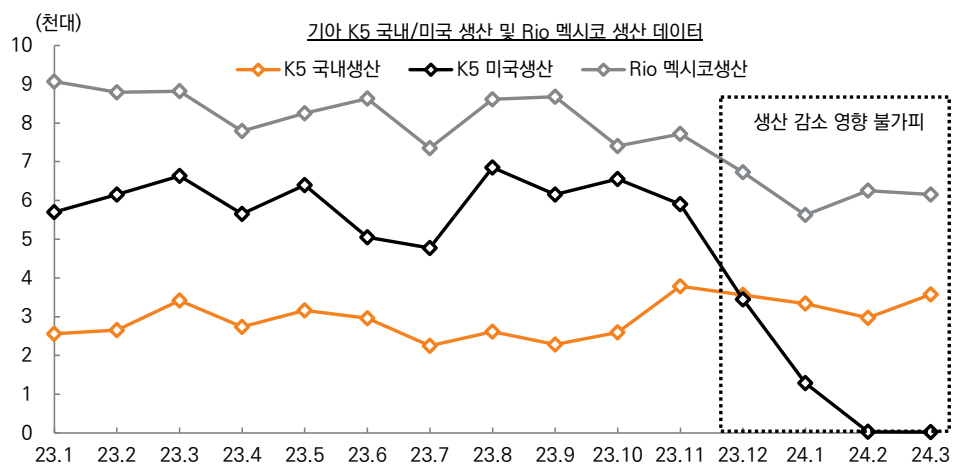
자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 100. 현대차기아의 미국 점유율이 23년 12월 10% 하회



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 101. 물론 최근 점유율 하락에는 K5 생산 이전(미국→국내)과 미국 Rio의 단종 영향이 있음



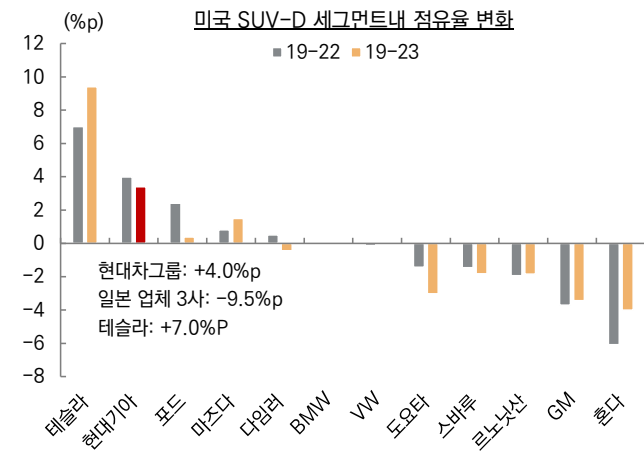
자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

2) 일본 업체의 생산 정상화에도 영향은 제한적이다

세그먼트별 점유율을 분석한 결과 일본 업체의 생산 정상화의 영향은 제한적이다. 향후 출시될 신차, BEV 모델 경쟁력, 전략적 세그먼트 축소 전략을 고려한 판단이다. 우선 미국 시장에서 현대차·기아의 주요 세그먼트는 SUV-C, SUV-D, Car-C, Car-D으로 23년 기준 전체 판매 비중은 92%이기에 해당 세그먼트 내 점유율 변동을 분석할 필요가 있다.

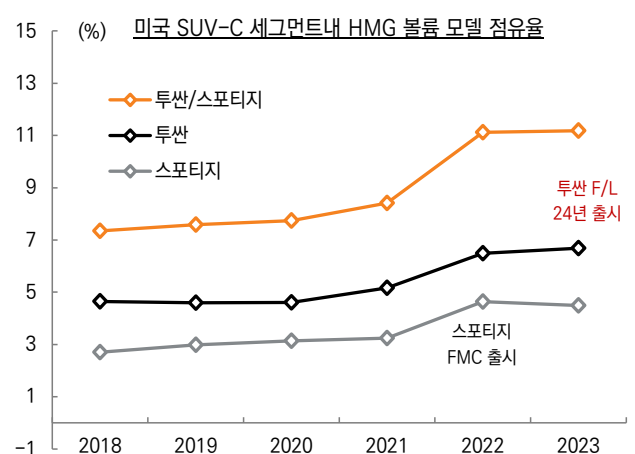
(1) SUV-C (판매 비중 34%): 생산차질 기간 해당 세그먼트에서 현대차·기아는 +6.4%P의 점유율을 확보했다. 일본 3사는 -3.2%P, 스텔란티스는 -7.5%P 훼손되었다. 이중 현대차·기아의 점유율 확보에 기여한 모델은 투싼과 스포티지이다. 스포티지는 생산차질 반사수혜보다는 22년 신차출시 효과로 보는데 적절하다. 다만 투싼은 생산차질의 반사수혜로 보이지만 2H24 신차 출시가 예정되어 있기에 영향은 제한적일 것으로 판단한다. 23년 생산 정상화가 진행 중인데 현대차그룹의 점유율은 훼손되지 않고 +0.5%p 상승한 상황이다.

그림 102. SUV-C 세그먼트에서 현대기아 +6.4%P



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 103. 이러한 점유율 상승은 신차가 기여한 것으로 판단

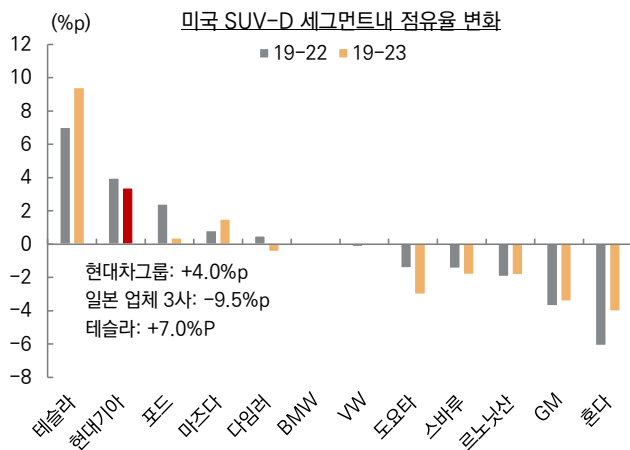


자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

(2) SUV-D (판매 비중 30%): 생산차질 기간 해당 세그먼트에서 현대차·기아는 +4.0%P의 점유율을 확보했다. 일본 3사는 -9.5%P의 큰 폭의 점유율 훼손이 있었다. 이중 현대차·기아의 점유율 확보에 기여한 모델은 19년 출시된 볼륨모델 펠리세이드와 텔루라이드이다. 따라서 생산차질의 영향보다는 신차 출시 효과로 보는 것이 적절하다. 해당 2개 모델은 25년에 모두 신차 출시가 예정되어 있다. 그리고 1H24에는 현대차·기아의 최대 볼륨 모델인 싼타페의 신차 출시가 예정되어 있기에 점유율 훼손은 제한적일 것으로 판단한다.

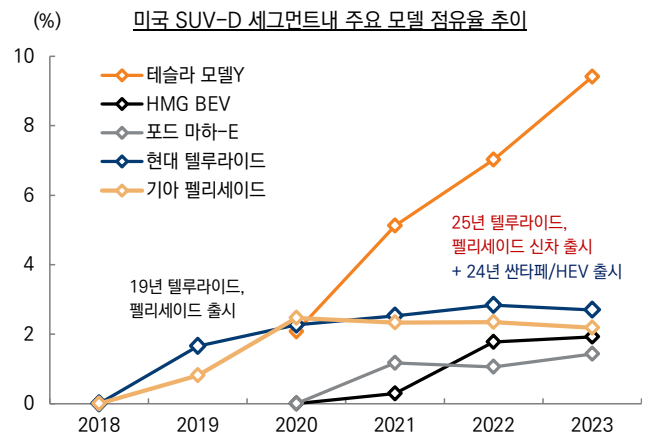
또한, 해당 세그먼트 내의 점유율 경쟁에 큰 영향을 미친 요인은 BEV이다. 생산차질 기간 가장 큰 폭의 점유율 상승을 이뤄낸 업체는 Tesla로 +9.4%P 상승했다. 현대차·기아의 BEV 모델도 +2.0%P의 점유율 확대에 기여한 모습이다. 이는 해당 세그먼트 내 경쟁사 업체들의 BEV 모델 부재 및 낮은 경쟁력으로 인한 결과이다. 24~25년 현대차·기아의 미국 BEV 점유율은 더욱 높아질 것이기에 점유율 훼손은 제한적일 것으로 판단한다.

그림 104. SUV-D 세그먼트에서 현대기아 +4.0%P



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

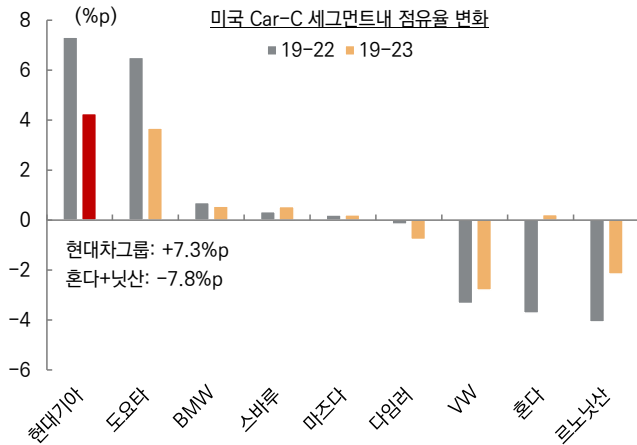
그림 105. 텔루라이드/펠리세이드 뿐만 아니라 BEV 모델이 기여



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

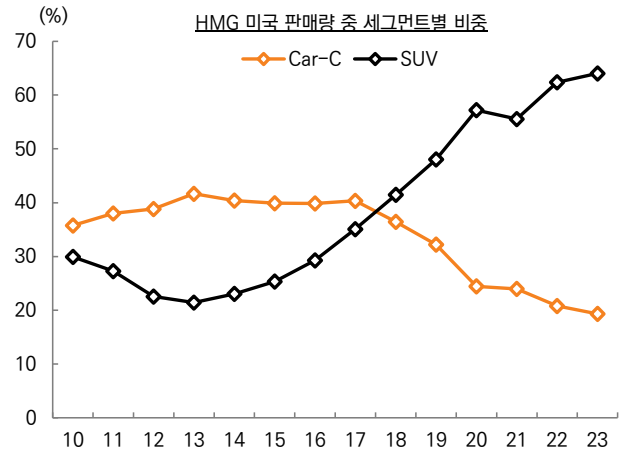
**(3) Car-C (판매 비중 19%):** 생산차질 기간 해당 세그먼트에서 현대차-기아는 +7.3%p의 점유율을 확보했다. 일본 3사는 -7.8%p의 점유율 훼손이 있었다. 해당 세그먼트에서의 점유율은 생산차질 반사수혜로 판단된다. 23년 생산 정상화가 이뤄지면서 현대차-기아는 3.1%p의 점유율 훼손이 있었고, 일본 3사는 +5.9%p의 점유율을 회복했다. 그러나 이는 SUV 수요와 수익성을 고려하여 제품믹스 개편을 위해 축소해온 세그먼트이기에 영향은 제한적이다. 24년에는 세그먼트 점유율 4위인 포르테의 신차 출시가 예정되어 있다.

그림 106. Car-C 세그먼트에서 현대기아 +7.3%p



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

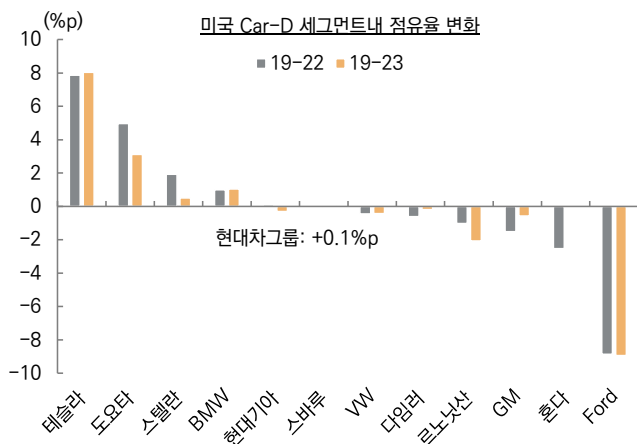
그림 107. 애초에 전략적으로 축소 중인 세그먼트



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

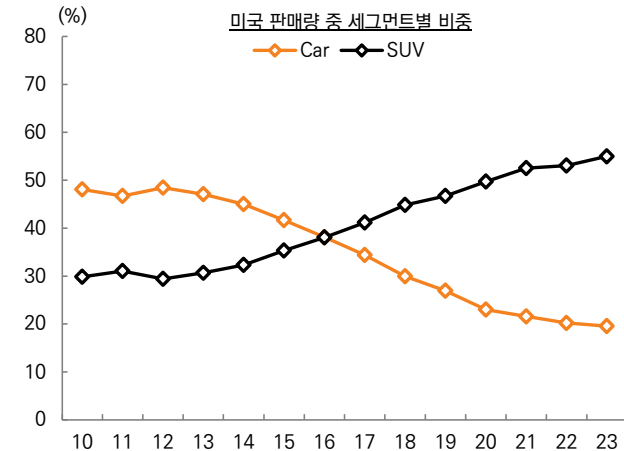
**(4) Car-D (판매 비중 9%):** 생산차질 기간 해당 세그먼트에서 현대차-기아는 점유율 변동이 없었다. 일본 업체들의 점유율 훼손도 크지 않았고, 포드의 점유율이 -8.9%p 훼손되었다. 해당 세그먼트에서도 Tesla 등 BEV 업체의 점유율 확보가 가시적이었다. 따라서 일본 업체들의 생산 회복에 따른 점유율 훼손은 없을 것으로 보인다. 또한 해당 세그먼트도 Car-C와 마찬가지로 산업 전반적으로 축소되고 있는 세그먼트이기에 영향은 제한적이다.

그림 108. Car-D 세그먼트에서 생산차질 전후로 점유율 변동 없음



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 109. 미국 산업 전체로 봐도 세단 비중은 축소 중



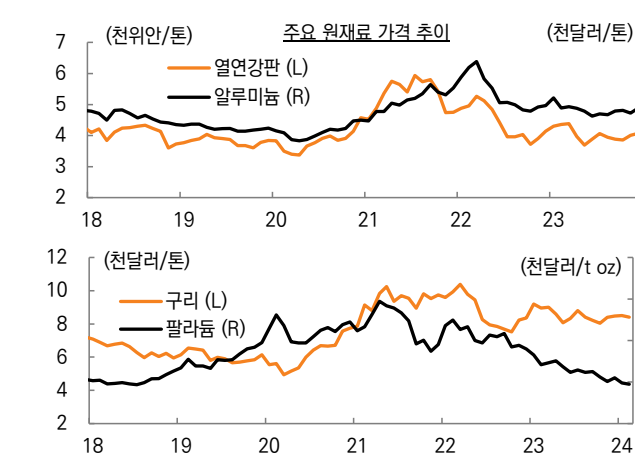
자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

#### 4. 원재료비 하락에 의한 증익 효과도 본격적으로 작용

24년은 원가 하락이 본격적으로 증익에 기여하는 원년이다. 20년 이후 급등한 주요 원재료들은 22년부터 하락했다. 이는 시차를 두고 3Q23부터 완성차의 실적에 증익 요인으로 작용하기 시작했다. 따라서 24년으로 넘어가면서 연간 전체적으로 반영될 것이다. 현대차기아의 변동비 매출 비중이 60% 수준이기에 원가 절감 효과는 가시적일 것이다.

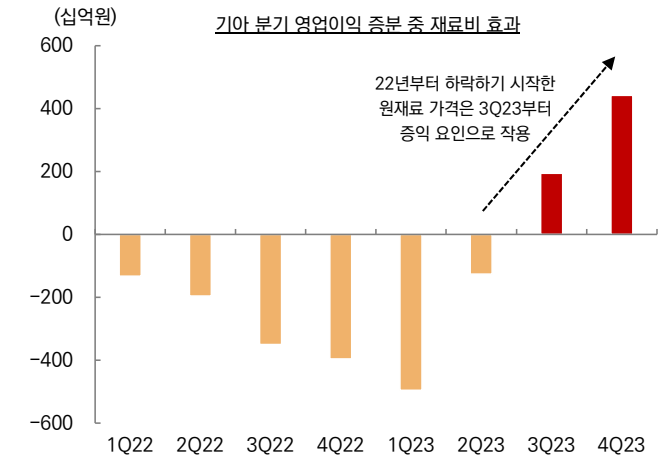
한편 BEV 모델의 원가 중 30~40%의 비중을 차지하는 배터리의 가격도 하락하고 있다. 21년 이후 리튬 가격이 크게 상승하며 배터리 가격도 상승했지만, 23년부터 리튬 가격이 하향 안정화되며 배터리 가격은 낮아지고 있다. BNEF에 따르면 글로벌 리튬이온 배터리팩 가격은 24년 -4% YoY, 25년 -15% YoY로 계속 낮아질 것으로 예상된다.

그림 110. 자동차/부품 주요 원재료비 추이



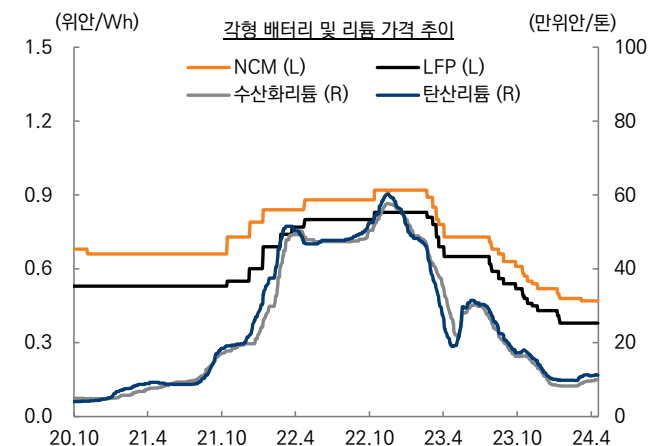
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 111. 기아 영업이익의 증감 중 재료비 영향



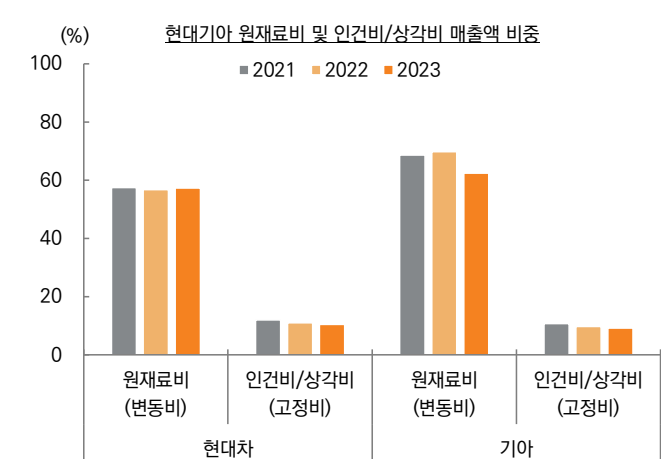
자료: 기아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 112. BEV 원가 비중 높은 배터리 가격도 23년부터 하락



자료: ICBattery, 미래에셋증권 리서치센터

그림 113. 현대기아 원재료비/인건비/상각비 매출액 비중



자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

### III. 높아질 미국 BEV 점유율, HEV 수요 확대

#### 결론: 현대차-기아에 대한 전기차 우려는 과도하다

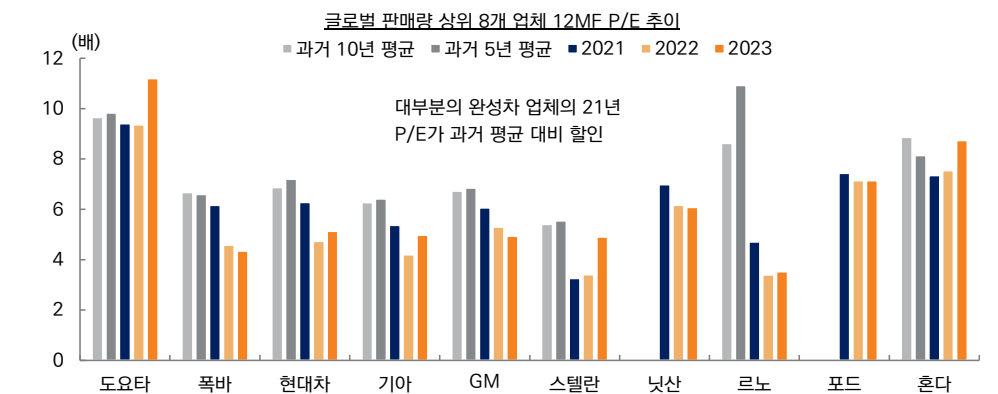
##### 1) 전기차로 인한 우려 ①: 글로벌 완성차 업체의 점유율 훼손과 벌금

현대차-기아 포함 글로벌 완성차 업체의 디레이팅 원인은 BEV이다. 글로벌 판매량 상위 8개 업체의 P/E는 과거 5년 또는 10년간 큰 변동 없이 6~10배 수준이었다. 그러나 이들의 멀티플은 21년 이후 하락하기 시작했고, 당시 가장 큰 사업 변화는 전기차의 도입이다.

BEV 침투율은 19~20년 2% → 21~22년 6~9% → 23년 11%까지 상승했는데, 주요 글로벌 완성차 업체의 점유율이 훼손되기 시작했다. 이들의 점유율은 오랜 기간 70~80% 수준에서 큰 변동이 없었으나 훼손된 것이다. 향후 BEV 침투율이 상승할수록 BEV 경쟁력이 부족한 완성차 업체들의 점유율의 훼손이 지속될 것을 우려하는 것이다.

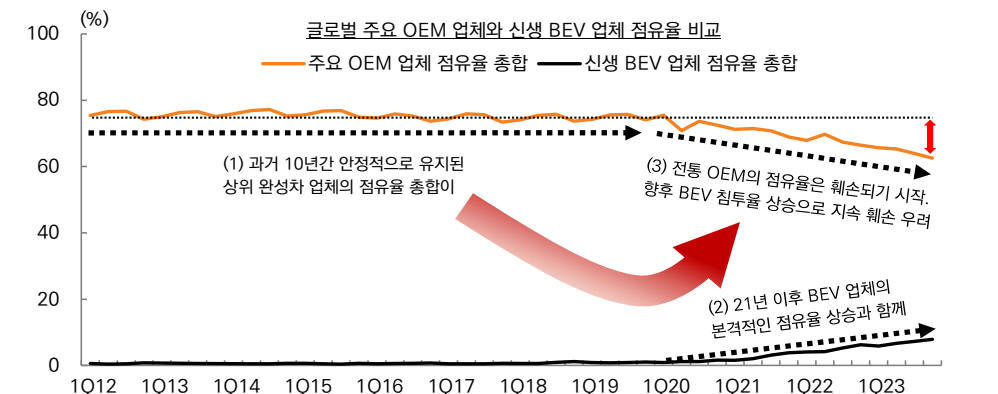
BEV 도입은 탄소중립정책에 기반한 정부 규제의 지원을 받는다. 뒤에서 자세히 설명하겠지만 글로벌 각 국은 탄소배출 및 내연기관차 판매 관련 규제를 수립하였다. 이에 BEV 경쟁력이 부족한 완성차 업체들의 점유율이 계속 훼손되고, 그 과정에서도 벌금으로 인해 수익성도 둔화될 가능성이 크다. 나중에는 일부 국가에서는 판매 자체가 금지되는 것이다.

그림 114. 글로벌 판매량 상위 8개 완성차 업체의 21년 P/E가 모두 과거 평균 대비 할인



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 115. 오랜 기간 유지된 글로벌 전통 OEM 업체의 점유율이 훼손되기 시작

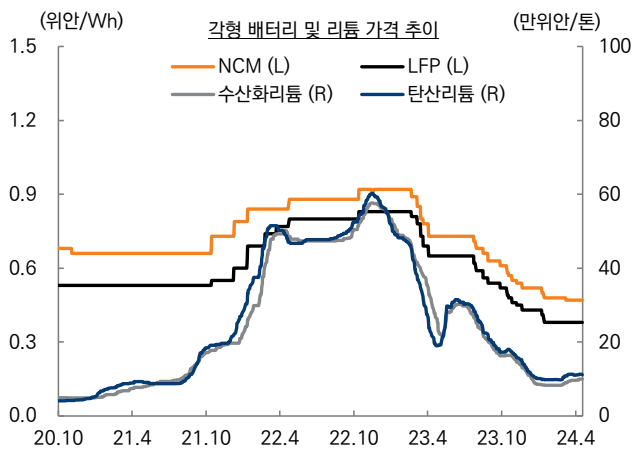


자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

다만 최근 업황을 살펴보면 상황이 다소 반전되었다. 1) 23년부터 주요 지표인 리튬 가격이 하락하고 BEV 판매량 성장률(YoY)이 둔화되기 시작했다. 2) 지난 24년 3월에는 미국 에너지부에서 내연기관 연비 규제안을 완화했고, 유럽에서도 Euro7의 규제가 완화되며 도입 시점도 연기됐다. 이는 기존 완성차 업체들에게는 호재이다. 점유율 훼손을 야기하는 BEV 침투율이 둔화되고, 수익성 둔화를 야기하는 벌금 부담이 감소하는 것이기 때문이다.

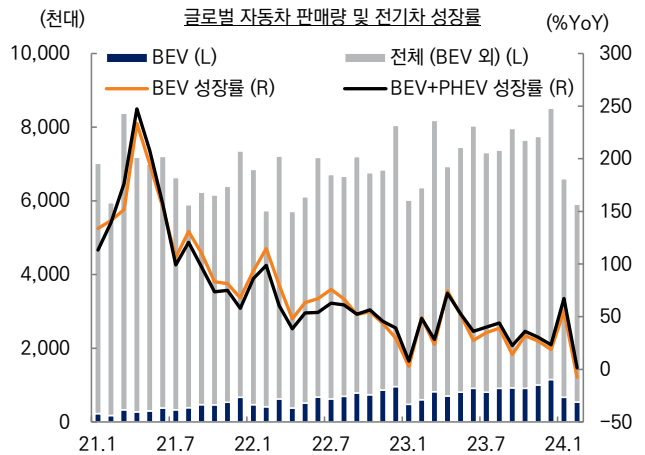
이는 곧 앞서 언급한 우려 ①의 완화를 의미한다. 실제로 23년 하반기 이후 글로벌 완성차 업체의 주가 상승률이 BEV 업체를 상회했고, 이들의 멀티플도 22년 대비 소폭 회복했다. 물론 완성차 업체들의 호실적에 기반한 주주환원정책의 영향도 크다.

그림 116. 23년부터 리튬/배터리 가격 하락 지속



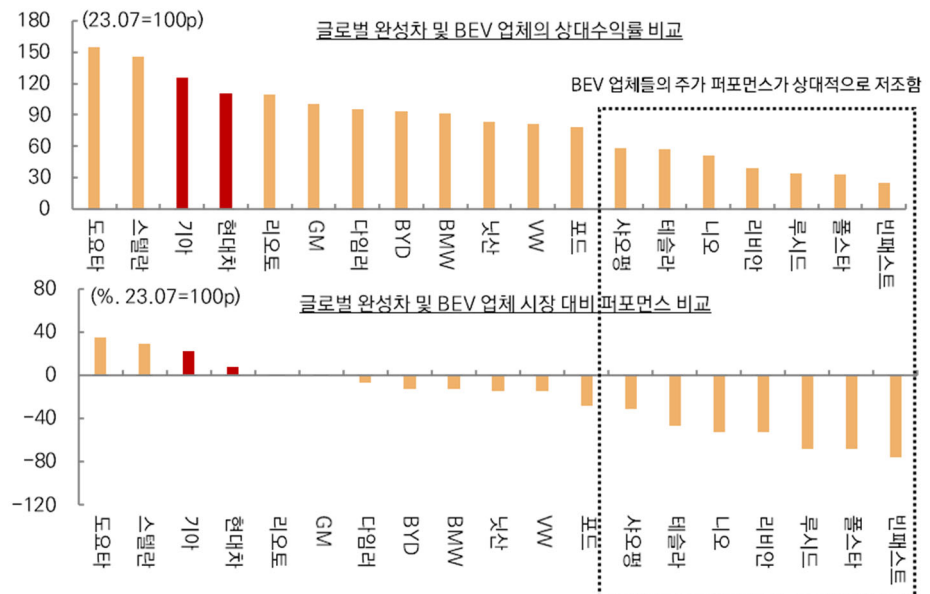
자료: ICBattery, 미래에셋증권

그림 117. 글로벌 전기차 수요는 둔화된 것이 사실



자료: Marklines, EV-Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

그림 118. 23년 7월 이후 BEV 업체들의 주가 퍼포먼스가 글로벌 완성차 업체 대비 부진한 모습



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

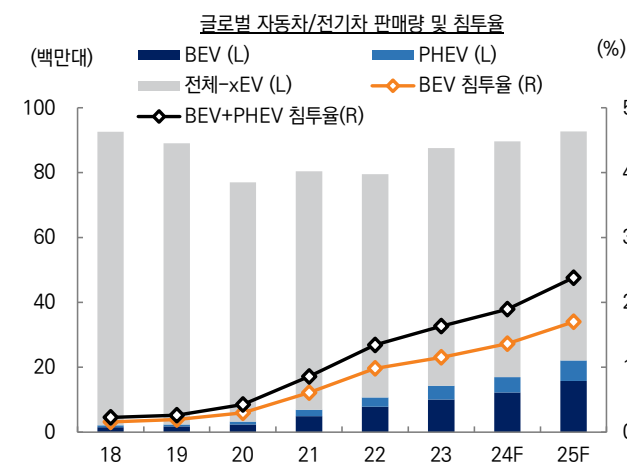
## 2) 전기차로 인한 우려 ②: BEV 관련 투자비 회수 지연

그러나 당사는 우려 ①의 완화는 제한적일 것으로 판단한다. 글로벌 완성차 업체 입장에서 우려가 완전히 해소되면 좋겠지만, 1) BEV 판매량의 성장률은 둔화된 것일뿐 여전히 내연 기관차의 성장률을 상회하기에 침투율은 우상향할 것으로 예상된다. 전기차 가격도 하락하고 있으며, 충전 인프라도 구축되고 있다. 점유율 훼손 우려가 해소되기에는 부족하다.

2) 내연기관 규제는 완화된 것이지 철폐된 것이 아니다. 탄소중립정책에 의거한 내연기관 판매 금지 정책은 여전히 있다. 3) 일본 업체를 제외한 글로벌 완성차 업체들은 21~22년 급성장하는 전기차 관련 투자를 발표했다. 따라서 BEV 시장이 둔화되거나 BEV 시장 내 점유율이 하락(경쟁력 약화 또는 보수적인 대응)한다면 이는 투자비 회수 지연을 의미한다.

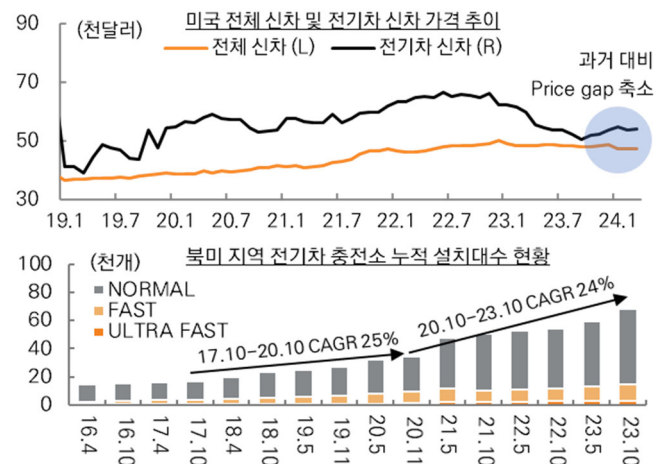
그렇기에 투자비 회수 지연으로 인한 단기 실적 훼손을 우려하는 여러 글로벌 완성차 업체들이 일부 계획을 연기 또는 철회하는 모습이다. 그러나 이들 중 전기차 계획을 완전히 포기하는 업체는 없다. BEV 전환은 불가피하기 때문이다. 오히려 전기차 투자에 보수적이었던 도요타를 포함한 일본 업체들이 전동화 전환을 가속화하는 모습을 보이고 있다.

그림 119. 글로벌 전기차 침투율 전망



자료: EV Volume, Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 120. 북미 전기차 가격 및 인프라 보급



자료: KBB, EV Volume, 미래에셋증권 리서치센터

그림 121. 글로벌 각 국 내연기관 판매 금지 시기

|              | 23년 판매량   | 2025 | 2030 | 2035 | 2040 | 2050 |
|--------------|-----------|------|------|------|------|------|
| Norway       | 174,330   |      |      |      |      |      |
| Slovenia     | 46,347    |      |      |      |      |      |
| Netherlands  | 313,466   |      |      |      |      |      |
| Israel       | 269,504   |      |      |      |      |      |
| Denmark      | 148,340   |      |      |      |      |      |
| Iceland      | 16,693    |      |      |      |      |      |
| UK           | 1,614,063 |      |      |      |      |      |
| Singapore    | 54,566    |      |      |      |      |      |
| Austria      | 215,050   |      |      |      |      |      |
| Greece       | 105,282   |      |      |      |      |      |
| 美 California |           |      |      |      |      |      |
| Canada       | 1,488,943 |      |      |      |      |      |
| Chile        | 426,777   |      |      |      |      |      |
| Italy*       | 1,316,453 |      |      |      |      |      |
| Rest of EU   | 4,770,133 |      |      |      |      |      |
| Cape Verde   | 504       |      |      |      |      |      |
| France       | 1,529,035 |      |      |      |      |      |
| Spain        | 813,378   |      |      |      |      |      |
| Vietnam      | 303,857   |      |      |      |      |      |
| Costa Rica   | 43,204    |      |      |      |      |      |

자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

그림 122. 글로벌 OEM별 전기차 판매 비중 목표

| (판매 비중, %) | 25년 | 26년 | 28년 | 30년 | 35년 | 40년 |
|------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 현대차        | 18  |     |     | 34  |     |     |
| 기아         | 25  |     |     | 37  |     |     |
| 제네시스       |     |     |     | 100 |     |     |
| GM         | 30  |     | 53  |     | 100 |     |
| Cadillac   | 32  |     |     | 100 |     |     |
| Buick      |     |     |     | 100 |     |     |
| Ford       | 11  |     |     | 40  |     |     |
| Lincoln    | 11  |     |     | 100 |     |     |
| Chrysler   |     |     | 100 |     |     |     |
| Maserati   |     |     |     | 100 |     |     |
| VW         | 20  |     |     | 50  |     |     |
| Audi       | 33  |     |     |     | 100 |     |
| Benz       |     |     |     | 100 |     |     |
| Smart      | 100 |     |     |     |     |     |
| BMW        | 25  |     |     | 50  |     |     |
| Mini       | 29  |     |     | 100 |     |     |
| Volvo      | 50  |     |     | 100 |     |     |
| Jaguar     | 100 |     |     |     |     |     |
| Honda      |     |     |     |     | 80  | 100 |
| Mitsubishi |     |     |     | 50  |     |     |
| Subaru     |     |     |     | 50  |     |     |

자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

### 결론: 현대차-기아는 실적과 성장성 모두 확보 가능 → 우려는 과도하다

현재 글로벌 완성차 업체들에게 있어서 중요한 문제는 단기 실적(ICE/HEV/PHEV)과 중장기 성장성(BEV) 중 어디에 비중을 더 두는지로 판단된다. 앞서 언급한 전동화 전환, 침투율 상승과 점유율 훼손, 벌금 및 투자비 회수 우려 모두 실적과 성장성 문제로 귀결된다.

당사는 ICE/HEV/PHEV를 통해 단기 실적을 지키면서 BEV라는 성장성을 확보해나가는 업체는 **현대차-기아가 될 것으로 전망한다**. 그 이유는 1) 미국/유럽에서 이미 ICE-BEV 점유율 격차를 좁혔으며, 성장성이 큰 미국에서는 BEV 점유율이 더 높아질 것이다. 2) 향후 가격 경쟁 및 저가전기차 출시 가능 요인으로 작용하는 수익성을 확보했고 더 높아질 것이다. 3) 친환경차 포트폴리오 역량이 탁월하다. 최근 확대되는 HEV 수요의 수혜 업체이다.

GM/Ford/VW 등은 성장성보다는 단기 수익성에 집중하는 모습을 보이고 있다. BEV 업체들은 선택지가 없다. 성장성은 높지만 단기 실적 둔화에 직면한 상황이다. 이중 중국 업체의 경우 내수에서 빠른 침투율 상승을 보이고 있지만 주요 해외 시장의 진출은 쉽지 않다. 일본 업체들은 단기 수익성이 확보된 상황으로 이제 성장성을 확보하기 시작했다.

그림 123. 전동화 전환 과정을 단기 실적과 장기 성장성으로 구분하여 글로벌 OEM별 평가

|            | 단기 실적                                                                                                                                                 |                                                                     |                                                                                                                                  | 장기 성장성                                                                                                |
|------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|            | ICE 규제 완화                                                                                                                                             | HEV/PHEV 수요 대응 (HEV가 더 중요)                                          | EV 투자비 회수 / BEV 수익성 확보                                                                                                           | BEV 점유율 상승                                                                                            |
| 현대차/기아     |                                                                                                                                                       | - HEV 대응력 높음. 글로벌 3위. PHEV 6위<br>- HEV/PHEV 수익성은 이미 10%대 확보함        | - 글로벌 OEM 중 상대적으로 낮은 수준으로 집행<br>- 보수적으로 평가 받았으나 현 업황 고려 시 적절함<br>- 기아는 미들-상급, 현대차는 BEP 수준 달성함<br>- BEV 수익성은 더욱 높아질 것으로 예상됨       | - 주요 BEV 시장 미국/유럽에서 ICE-BEV 격차 축소<br>- 특히 미국에서는 BEV 점유율이 테슬라에 이어 2위<br>- 향후 미국 BEV 점유율은 더욱 높아질 것으로 예상 |
| 미국 OEM 3사  | - ICE 판매 제한으로 인한 M/S 훼손 우려 완화<br>- 탄소배출 규제에 따른 벌금 확대 우려 완화<br>- 수익성 높은 ICE 모델 판매로 단기 실적 유지<br>- GM/Ford/VW/벤츠 등은 전기차 관련 계획 연기 및 철회를 발표. EV 경쟁력 확보 늦어짐 | - Ford 제외 HEV 대응력 없음. 스텔란 PHEV 1위<br>- GM 등 HEV 투자 예정이나 수익성/성장성 낮음  | - 글로벌 OEM 중 상대적으로 높은 수준으로 집행<br>- 전동화 전환에 적극적이었으나 큰 폭의 비용 발생<br>- BEV 시장 둔화로 전기차 관련 투자 연기 및 철회<br>- 3사 모두 아직 BEV 사업에서 적자 발생하는 상황 | - 미국 GM은 ICE-BEV 격차 크지만 BEV 우상향<br>- 미국 Ford는 BEV 점유율이 23년 이후 부진함<br>- 미국 스텔란티스는 BEV 점유율 매우 낮은 상황     |
| 유럽 OEM 3사  | - HMG은 전기차 계획 유지. 경쟁력 강화 예상                                                                                                                           | - 유럽내 비중이 높은 PHEV/MHEV 대응력 높음<br>- 다만 최근 수요가 확대되는 HEV 대응력 없음        | - VW는 글로벌 OEM 중 가장 공격적인 투자 집행<br>- 과도한 비용으로 계획 철회 및 인력 감축 등 진행<br>- 벤츠도 전기차 계획 연기. BMW는 지속 추진                                    | - 미국 VW는 ICE-BEV 격차 축소중. 점유율 낮음<br>- 미국 BMW/메르세데스는 전제 점유율 낮은 상황                                       |
| 일본 OEM 3사  |                                                                                                                                                       | - HEV 점유율 60~70%이며 수익성도 높음<br>- PHEV 7위 도요타 제외 PHEV 대응력 없음          | - 보수적인 전동화 전환으로 투자비 높지 않음<br>- 도요타는 현실적 기반으로 배터리 공장 등 전동화 계획 확대. 혼다는 GM과의 계획 철회                                                  | - 미국 BEV 점유율 높여가고 있으나 아직 매우 낮음<br>- 르노닛산의 경우 유럽에서 높은 수준의 점유율 확보                                       |
| Tesla, BYD | - 탄소배출 크레딧 판매 금액 감소는 부정적<br>- ICE 규제 완화에 따라 일부 OEM은 계획 연기<br>- 이는 BEV 업체들에게는 경쟁 완화로 작용                                                                | - HEV 대응력 없음. BYD 제외 PHEV 대응력 없음<br>- HEV/PHEV 수요 확대는 BEV 수요에 영향 있음 | - 테슬라/BYD/리오토 제외 수익성 확보하지 못함<br>- 테슬라는 멕시코 및 차세대 전기차 계획 일부 연기<br>- 중국 BEV 시장은 건조하지만 경쟁 심화된 상황                                    | - 기존 OEM의 계획 수정으로 BEV 시장 경쟁은 소폭 완화될 것으로 예상되는 상황. 다만 기존과 같이 시장 전체 수요 둔화로 인한 가격 경쟁 여전                   |
| 기타 BEV업체   |                                                                                                                                                       |                                                                     |                                                                                                                                  |                                                                                                       |

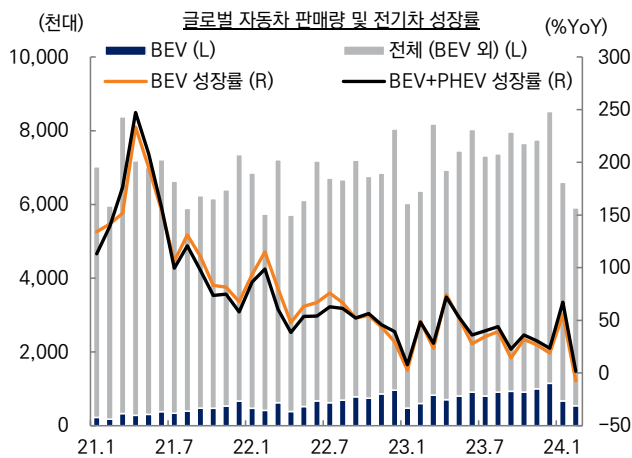
자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 1. 전기차 단기 수요 둔화는 매스마켓으로의 전환점

### 전기차 시장이 수요 둔화 구간에 진입한 것은 사실

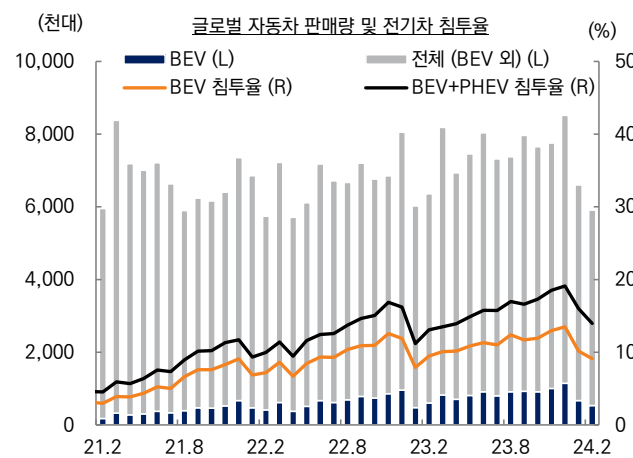
21년 이후 급격한 성장을 보였던 BEV 시장은 23년 하반기부터 둔화된 것으로 보인다. 주요 수요 지표인 리튬 가격이 22년초부터 하락하기 시작했고, BEV 판매량 성장률(YoY)도 기존 50~100% 수준에서 30%대로 둔화됐다. 침투율도 크게 증가하지 못하고 있다. 수요 둔화를 체감한 글로벌 완성차 업체들과 배터리 업체들은 관련 계획을 연기 또는 철회하는 발표를 앞다퉈 발표하고 있다. 수요 둔화 구간에 진입한 것은 사실이다.

그림 124. 23년 이후 전기차 성장률이 둔화된 것은 사실



자료: EV Volume, Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 125. 침투율을 살펴봐도 크게 증가하고 있지는 못함



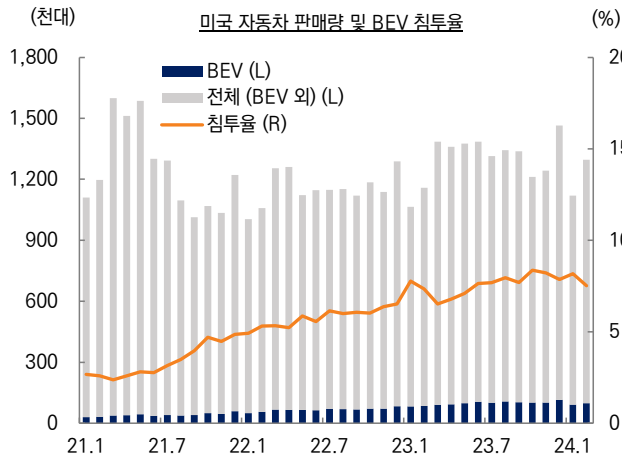
자료: EV Volume, Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 23년 하반기 이후 발표된 글로벌 완성차/배터리 업체의 전기차 관련 계획 연기

| 구분     | 기존 계획 및 변경 사항                                           |
|--------|---------------------------------------------------------|
| GM     | 철회 북미 22~24년 상반기 기간 누적 40만대 생산 계획 철회                    |
|        | 철회 북미 23년 상반기 5만대, 하반기 10만대 생산 중 하반기 계획 철회              |
|        | 철회 27년 일본 업체 Honda와 3만달러 미만 저가 EV 공동 생산 계획 철회           |
|        | 연기 캐나다 오리온 전기트럭 공장 기존 24년말 가동에서 25년말로 연기                |
| Ford   | 연기 23년 연말 60만대 생산역량 확보 계획 24년으로 연기                      |
|        | 철회 26년 연말 200만대 이상 생산 계획 철회                             |
| VW     | 연기 유럽 내 배터리 4공장 증설 계획 연기                                |
| Benz   | 철회 2025년 50% 전동화 전환, 2030년 100% 전환 목표 전면 조정             |
| Tesla  | 연기 멕시코 공장 착공 및 25년말 가동 계획 일시 정지                         |
| Rivian | 연기 기존 조지아 전기차 공장 건설 연기. 신모델은 기존 공장에서 생산                 |
| 기타     | 하향 BEV 스타트업 Polestar, Fisker, Lucid, Rivian 등 23년 목표 하향 |

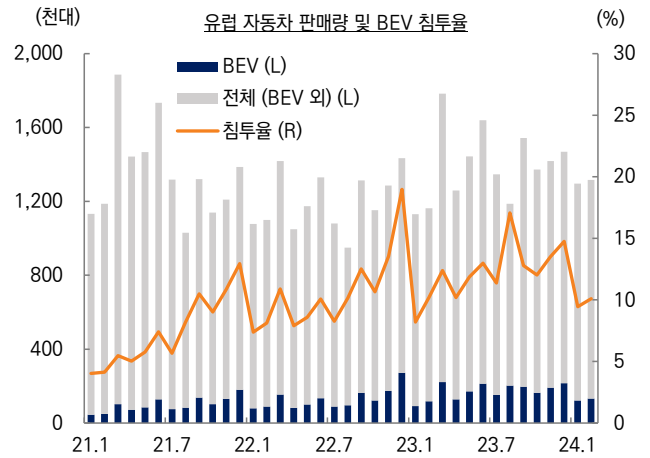
자료: 언론 자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 126. 미국 자동차/BEV 판매량 및 침투율



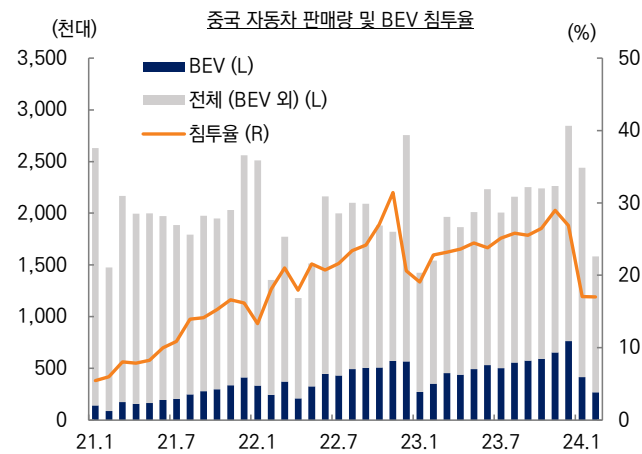
자료: EV Volume, Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 127. 유럽 자동차/BEV 판매량 및 침투율



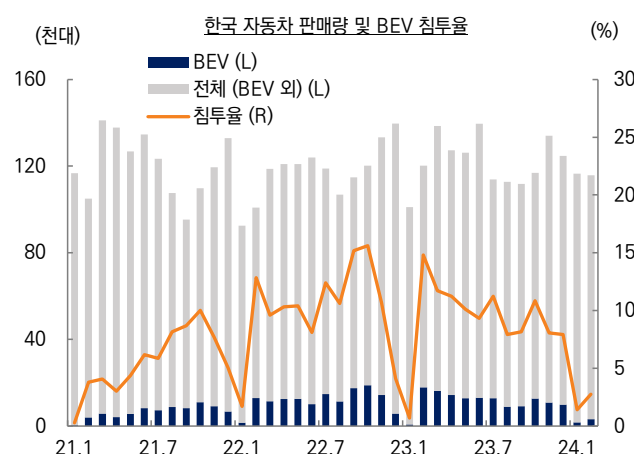
자료: EV Volume, Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 128. 중국 자동차/BEV 판매량 및 침투율



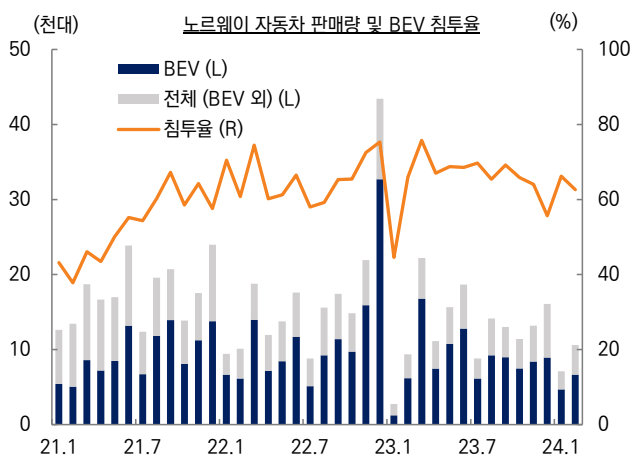
자료: EV Volume, Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 129. 한국 자동차/BEV 판매량 및 침투율



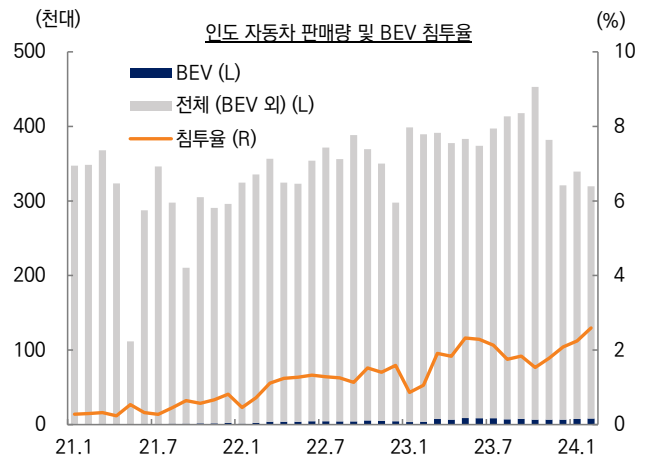
자료: EV Volume, Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 130. 노르웨이 자동차/BEV 판매량 및 침투율



자료: EV Volume, Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 131. 인도 자동차/BEV 판매량 및 침투율



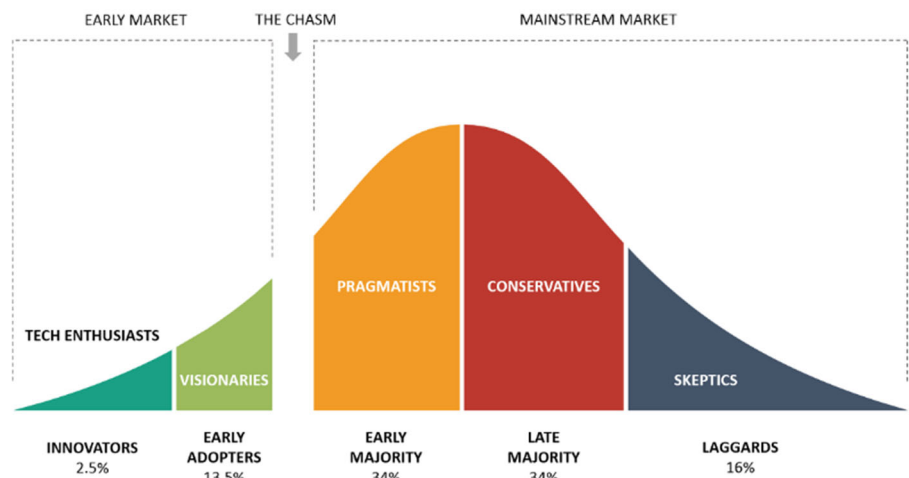
자료: EV Volume, Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

### Early adopter → Early Majority 구간 진입. 이유는 가격, 충전, 주행거리

현재 전기차 시장은 '초기시장(Early adopters)'에서 '초기대중(Early Majority)' 사이의 구간(캐즘, Chasm)에 진입한 것으로 판단한다. 신기술 도입 이론에 따르면 전기차와 같은 신기술이 도입되는 과정은 크게 5개 구간으로 구분할 수 있다. 이중 23년 글로벌 BEV 침투율은 11.4%(BEV+PHEV 기준 16.2%)로 초기시장 비중 13.5% 근처에 위치한다. 초기 시장까지는 가격이나 성능 등에 대한 요구사항이 낮아 침투율이 빠르게 상승한다.

다만 초기대중 이상 단계로 넘어가기 위해서는 가격, 충전, 주행거리 등 요구사항이 충족되어야 하는 것으로 판단한다. 시장조사기관 딜로이트에서 매년 실시하는 소비자 설문조사에 따르면 전기차 구매를 꺼리는 주요 원인은 가격, 충전 그리고 주행거리이다.

그림 132. 현재 글로벌 전기차 시장은 'Early adopters'와 'Early Majority' 구간에 위치



자료: 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

표 11. 소비자들이 전기차 구매 시 우려하는 주요 3개 요인은 가격, 충전, 주행거리

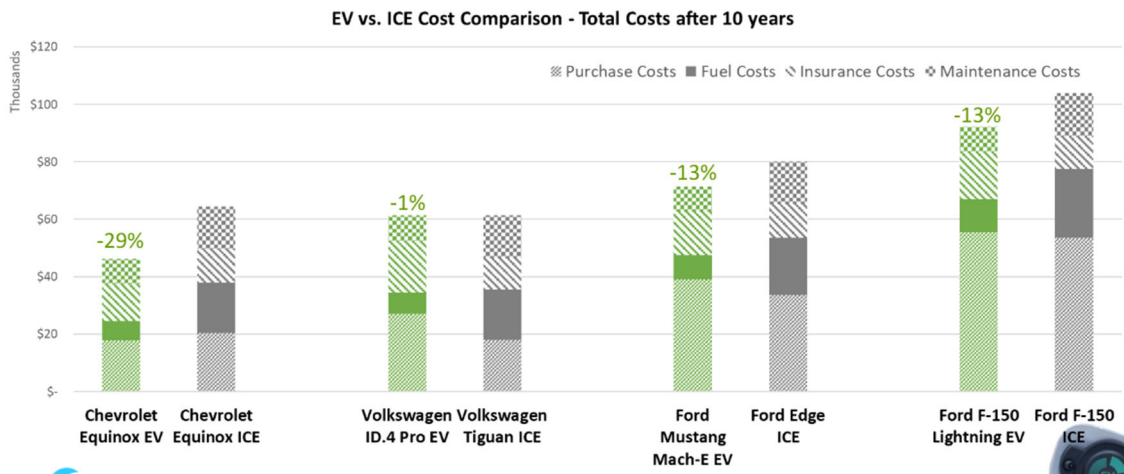
|           | 미 국  | 독 일   | 한 국   | 중 국 | 인 도  | 일 본  |
|-----------|------|-------|-------|-----|------|------|
| BEV 침투율   | 7.5% | 17.6% | 10.8% | 23% | 1.8% | 2.0% |
| 긴 충전시간    | 50%  | 40%   | 48%   | 42% | 43%  | 48%  |
| 짧은 주행거리   | 49%  | 55%   | 36%   | 40% | 39%  | 41%  |
| 높은 가격/비용  | 48%  | 42%   | 30%   | 21% | 35%  | 40%  |
| 배터리 교체비용  | 43%  | 38%   | 35%   | 41% | 35%  | 40%  |
| 충전인프라 부족  | 42%  | 37%   | 36%   | 32% | 42%  | 36%  |
| 가정용충전기 부족 | 40%  | 41%   | 26%   | 17% | 27%  | 39%  |
| 날씨 성능 영향  | 33%  | 33%   | 34%   | 41% | 33%  | 43%  |
| 충전/운행 비용  | 33%  | 27%   | 27%   | 24% | 26%  | 21%  |
| 배터리 안전문제  | 30%  | 32%   | 45%   | 38% | 40%  | 27%  |

자료: 딜로이트, 미래에셋증권 리서치센터

**캐즘 원인 1. 높은 가격:** 상대적으로 침투율이 낮은 미국을 살펴보면 전기차의 초기구매비용은 내연기관보다 여전히 높다. 일부 모델의 전기차와 내연기관의 10년 TCO를 비교해보면 최소 -1%에서 최대 -30%까지 낮다는 것을 알 수 있다. 그럼에도 소비자들이 가격이 높다고 느끼는 것은 초기구매비용이 높기 때문이다. 24년 1~3월 전기차의 내연기관 신차 대비 가격 프리미엄은 약 15%로 19~22년 평균 33%에서 크게 감소했으나 여전히 높다. 또한, 글로벌 전기차 산업의 초기 성장에 크게 기여한 전기차 보조금이 24년 이후 감소 및 철회되고 있다. 주요국 대비 늦게 보조금을 지급한 미국에서도 규정이 엄격해지고 있다.

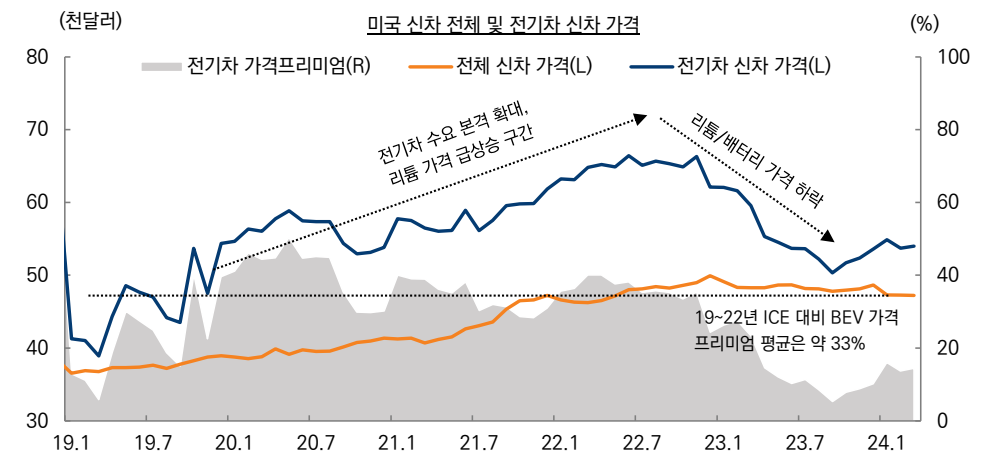
국가별 전기차 가격을 비교해보면 가격의 중요성을 파악할 수 있다. 중국의 23년 전기차(BEV+PHEV) 침투율은 28%로 글로벌 16%, 북미 9%, 유럽 19%를 크게 상회한다. 이 중 유럽 내에서 노르웨이는 89%로 독일 24%, 프랑스 26%, 영국 26%, 이탈리아 9% 등 주요 자동차 국가를 상회하는 높은 침투율을 보이고 있다. 중국과 노르웨이의 공통적인 특징을 살펴보면 낮은 가격이 있다. 중국과 미국/유럽의 전기차 가격 격차는 2017년부터 벌어지기 시작했으며, 1H23 기준 유럽 내 전기차 가격이 가장 낮은 국가는 노르웨이이다.

그림 133. 차량을 10년 동안 사용한다고 가정하면 전기차의 총 소유 비용은 내연기관보다 낮다



자료: Environmental Defense Fund, 미래에셋증권 리서치센터

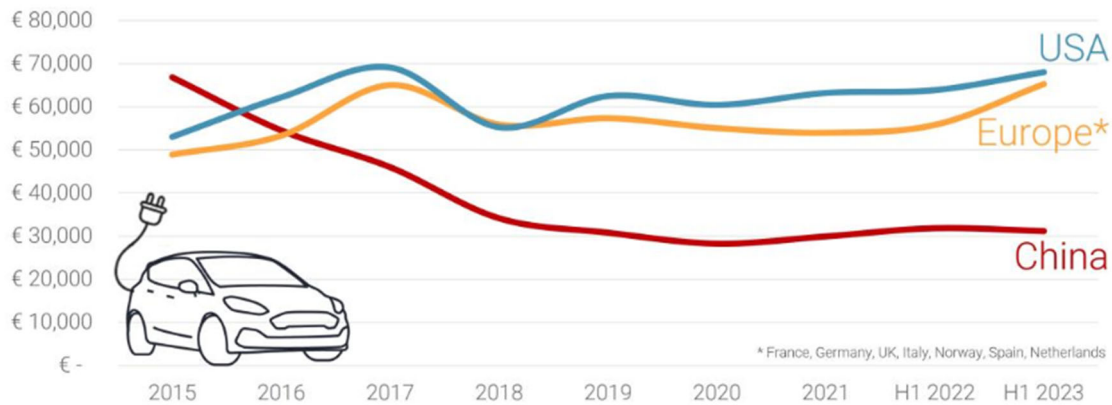
그림 134. 하지만 전기차의 초기구매비용이 여전히 높은 것은 사실이다



자료: KBB, 미래에셋증권 리서치센터

그림 135. 가격의 중요성 ①: 글로벌 주요국 중 전기차 침투율이 가장 높은 중국의 전기차 가격은 낮다

## Average Retail Price of the Electric Cars available



자료: Jato Research, 미래에셋증권 리서치센터

그림 136. 가격의 중요성 ②: 유럽에서 전기차 침투율이 가장 높은 노르웨이의 전기차 가격도 낮다

## Average retail price of electric cars available in Europe



자료: Jato Research, 미래에셋증권 리서치센터

표 12. 글로벌 국가별 전기차 보조금 내용 정리 → 24년 이후 대부분 보조금 철회 및 감소

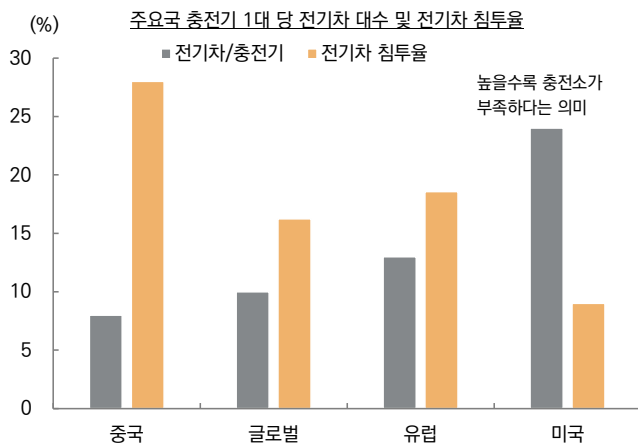
| 국가 | 2022년                                                                                                                                                                                   | 2023년                                                                                                                                                                                                                                                                                           | 2024년 변화 내용                                                                                                                                                                                                                                            | 비고                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|----|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 미국 | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 최대 7,500달러 (약 988만원)에서 단계적 축소</li> <li>① [기본] 2,500달러 (약 332만원)</li> <li>② [추가] 배터리용량 ≥ 5kWh (1kWh당 417달러)</li> <li>③ 누적판매량 20만대 미만</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 북미에서 최종적으로 조립된 전기차에 최대 7,500달러</li> <li>① 북미에서 제조·조립한 배터리 부품 50% 이상: 3,750달러</li> <li>주요부품: 양·음극재, 음극기판, 전해질, 솔벤트, 첨가제 등</li> <li>② 미국 / 미국과의 FTA 체결국 / 핵심광물협정 체결국</li> <li>추출·가공 핵심광물 40% 이상: 3,750달러</li> <li>핵심광물: 리튬, 니켈, 망간, 코발트, 흑연 등</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>① 배터리 부품 비율 60% 이상으로 상향: 3,750달러</li> <li>② 핵심광물 비율 50% 이상으로 상향: 3,750달러</li> <li>- 23년 12월 31일 이후, 해외우려집단(FEOC)이 제조·조립한 전기차 배터리 부품이 사용된 전기차는 보조금 대상 제외</li> <li>- 기존 연말정산 시기 받았던 전기차 세액공제를 구매시점에 제공</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 배터리 부품 요건은 '29년까지 100%로 단계적 상향</li> <li>70%(26년) → 80%(27년) → 90%(28년) → 100%(29년)</li> <li>- 핵심광물 요건은 '27년까지 80%로 단계적 상향</li> <li>60%(25년)→70%(26년)→80%(2027~2029)</li> <li>- 24년 12월 31일 이후, 해외우려집단이 추출·가공·재활용한 핵심광물이 사용된 전기차는 보조금 대상 제외</li> </ul> |

|       |                                                                                                                                                                                |                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                    |
|-------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 캐나다   | ZEV = BEV + FCEV + Long Range PHEV (50≤R)<br>- ZEV: 최대 5,000CAD (약 488만원)<br>- PHEV (R < 50): 2,500CAD (약 244만원)                                                               | ZEV = BEV + FCEV + Long Range PHEV (50≤R)<br>- ZEV: 최대 5,000CAD (약 488만원)<br>- PHEV (R < 50): 2,500CAD (약 244만원)                                                                                           | - 전기차 예산이 24년내 소진 시 폐지 (비고 참고)                                                                                                                                                             | - 2025년 3월 31일 또는 예산 소진시 폐지<br>- MSRP 제한: 승용차 5.5만CAD (약 5,372만원)<br>픽업트럭/SUV/밴 등은 7만 CAD (약 6,837만원)                                              |
| 중국    | - BEV (300≤R<400): 약 9,072위안 (약 168만원)<br>- BEV (400≤R): 약 1.26만위안 (약 233만원)<br>- PHEV (50≤R): 약 4,760위안 (약 88만원)                                                              | - 22년에 전기차 보조금 폐지<br>- NEV 대상 구매세 10% 면제                                                                                                                                                                   | - 24~25년 구매세 최대 3만위안(약 550만원) 감면                                                                                                                                                           | - 26~27년 구매세 최대 1.5만위안(약 274만원) 감면                                                                                                                 |
| 한국    | - 전기 승용차: 700만원<br>5,500만원 미만: 보조금 100%<br>5,500만원 이상 ~ 8,500만원 미만: 50%<br>- 전기 상용차: 1,400~7,000만원                                                                             | - 전기 승용차: 최대 680만원<br>5,700만원 미만: 보조금 100%<br>5,700만원 이상 ~ 8,500만원 미만: 50%<br>* 12월 31일까지, 최대 780만원으로 상향<br>- 전기 상용차: 1,200~7,000만원                                                                        | - 보조금 구성 요소중 성능보조금(최대 500만원)이 400만원으로 감소. 전기화물차의 경우도 1,100만원으로 100만원 감소<br>- 전기차 보조금 예산 2조 3,988억 원(YoY -6.5%)<br>- 보조금 승용 모델 기준 차종에 따라 최대 100만원 삭감<br>- 화물 전기차 국고 보조금 1,100만원(YoY -21.4%) | - 23년 보조금 680만원 = 성능보조금 최대 500만원 + 보급 목표이행보조금 140만원 + 충전인프라 보조금 20만원 + 혁신기술보조금 20만원 등 포함                                                           |
| 인도네시아 | - 없음                                                                                                                                                                           | - 전기오토바이 구매 및 개조: 700만루피아 (약 62만원)<br>전기승용차 및 전기버스 보조금 규모는 미확정 (오토바이 2만대, 승용차 35,900대 등 한정)                                                                                                                |                                                                                                                                                                                            | - 전기차 보조금 자격 기준을 2년 연장하여 26년까지 제공할 계획<br>- 해당 자격 기준은 전기차 부품의 최대 40%를 인도네시아에서 생산하는 것                                                                |
| 태국    | - 대당 최대 15만바트 (약 551만원) 보조금 지급                                                                                                                                                 | - 대당 최대 15만바트 (약 551만원) 보조금 지급                                                                                                                                                                             | - 대당 최대 10만바트 (약 367만원) 보조금 지급                                                                                                                                                             | - 하향된 보조금 정책은 24~27년 적용될 것<br>- 신규 보조금 정책에 약 30억 바트를 소요할 것                                                                                         |
| 프랑스   | - EV = 승용차/밴 ≤ 20 CO2/km<br>- EV (4.5만유로 이하): 6,000유로 (약 854만원)<br>법인인 4,000유로 (약 570만원)<br>- EV (4.5만 ≤ P ≤ 6만유로): 2,000유로 (약 283만원)<br>- EV (≥ 21 CO2/km): 1,000유로 (약 142만원) | - EV = 승용차/밴 ≤ 20 CO2/km<br>- EV (4.7만유로 이하): 개인 5,000유로 법인 3,000유로<br>전기밴의 경우 개인 6,000유로, 법인 4,000유로<br>- EV (4.7만유로 이상, 저소득층): 7,000유로<br>전기밴의 경우 8,000유로 (약 1,140만원)<br>- EV (4.5만 ≤ P ≤ 6만유로): 2,000유로 | - 23년 7월 28일, 24년 전기차 보조금 지급 기준 개편 초안 발표:<br>- 23년 9월 20일 전기차 보조금 지급 기준 개편 최종안 발표:<br>전기차의 전 생애주기(제조부터 운송까지 전 단계)에서 배출되는 탄소발자국 기준으로 환경 점수를 산출해 80점 만점에 최소 60점 이상 차량에 지급                    | - 8월 25일까지 의견수렴 절차를 거치고 가을경 확정된 뒤 '24년 1월 발효 예정. 현재로서는 보조금 수혜 대상 차종을 파악하기는 어려운 상황임.<br>- 12월 보조금 지급대상 모델 공개 / 24년 1월 1일 법안 공포 / 6개월 유예기간 후 2H24 시행 |
| 독일    | - BEV/FCEV (≤ 4만유로): 6,000유로<br>4만유로 이상 시 5,000유로<br>- PHEV (≤ 4만유로): 최대 4,500유로 (약 641만원)<br>4만 유로 이상 시 3,750유로                                                               | - BEV/FCEV (4만유로 이하): 4,500유로<br>- BEV/FCEV (4만유로 이상): 3,000유로<br>- 9월 1일부터 보조금 지급 대상은 개인으로 제한<br>- PHEV 보조금 폐지                                                                                            | - 4.5만유로 미만 BEV/FCEV만 제공: 4,500유로<br>4.5만유로는 약 6,430만원                                                                                                                                     | - 2026년부터 전기차 보조금 폐지                                                                                                                               |
| 이탈리아  | - EV(0~20g/km, 3.5만유로 이하): 3,000유로<br>유로5 기준 이하 ICE 폐기시 2,000유로 추가 지급<br>- PHEV(4.5만유로 이하): 2,000유로<br>유로5 기준 이하 ICE 폐기시 2,000유로 추가 지급                                         | - EV(0~20g/km, 3.5만유로 이하): 3,000유로<br>유로5 기준 이하 ICE 폐기시 2,000유로 추가 지급<br>- PHEV(4.5만유로 이하): 2,000유로<br>유로5 기준 이하 ICE 폐기시 2,000유로 추가 지급                                                                     | - 24년 예산은 비고 참고                                                                                                                                                                            | - EV 대상 예산은 23년 2.3억유로, 24년 2.45억유로<br>- PHEV 대상 예산은 23년 2.35억유로, 24년 2.45억유로                                                                      |
| 스페인   | - ECO/ZERO(BEV, FCEV, PHEV) M1: 4,500유로<br>기존 자동차 폐기시 7,000유로 (30≤R≤90)인 PHEV는 2,500유로<br>기존 자동차 폐기시 5,000유로                                                                   | - ECO/ZERO(BEV, FCEV, PHEV) M1: 4,500유로<br>기존 자동차 폐기시 7,000유로 (30≤R≤90)인 PHEV는 2,500유로<br>기존 자동차 폐기시 5,000유로                                                                                               | - 현재로서는 전기차 보조금이 23년 12월말에 폐지될 예정이지만, 이는 과거에도 연장된적이 있기에 24년말에 재연장될 가능성 있음                                                                                                                  |                                                                                                                                                    |
| 네덜란드  | - EV (4.5만유로 이하): 3,350유로 (약 477만원)<br>- EV (중고): 2,000유로 (284만원)                                                                                                              | - EV (4.5만유로 이하): 2,950 유로 (23년 예산은 약 22,700대 차량 대상)                                                                                                                                                       | - 2024년 대당 2,550 유로 (약 363만원)                                                                                                                                                              | - 2025년 보조금 제도 폐지                                                                                                                                  |

자료: 각 국, 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

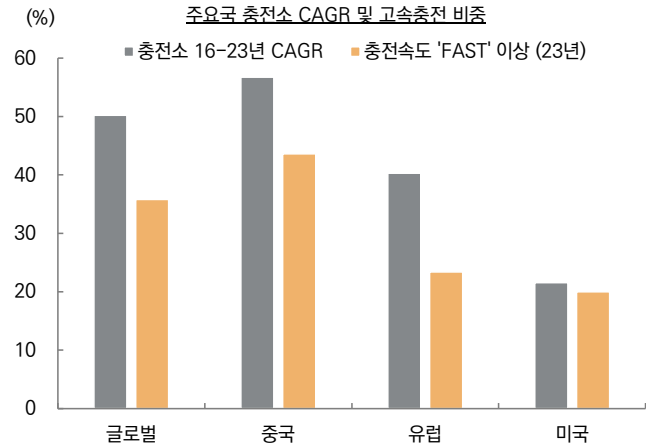
**캐즘 원인 2. 충전 인프라:** 상대적으로 침투율이 낮은 미국에서 충전 인프라가 부족한 것은 사실이다. 22년 기준 충전기 1대당 전기차는 24대로 글로벌 10대, 중국 8대, 유럽 13대보다 낮다. 실제로 16~23년 누적 기준 충전소 CAGR은 22%로 글로벌 50%, 유럽 40%, 중국 57%보다 낮다. 충전소 개수도 중요하지만 무엇보다도 설문조사에서 확인할 수 있듯이 충전 속도가 중요하다. 23년 10월 기준 미국 전체 충전소 중 충전속도 'FAST' 이상의 비중은 20%로 글로벌 50%, 유럽 40%, 중국 57%보다 낮은 상황이다. 침투율이 높은 중국과 노르웨이 사례를 살펴보면 전기차 침투율과 충전 인프라의 연관성은 높다.

그림 137. 미국 전기차 대수를 고려하면 부족한 충전소



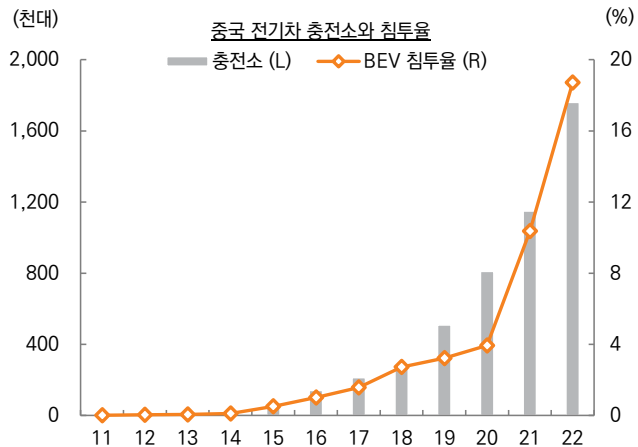
자료: IEA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 138. 미국 충전소 성장률과 고속충전 비중도 낮음



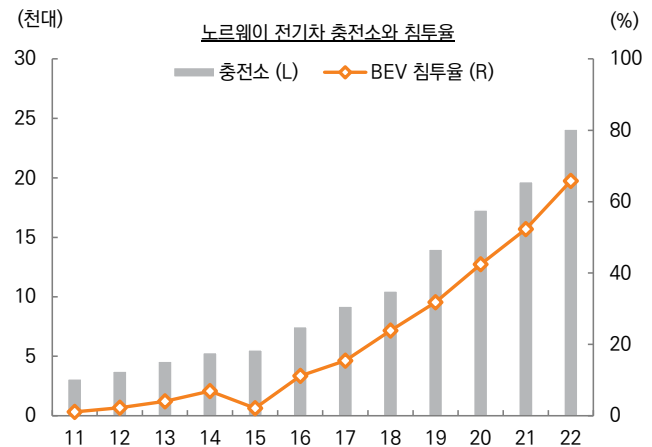
자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

그림 139. 중국 전기차 침투율과 충전 인프라의 높은 연관성



자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

그림 140. 노르웨이 전기차 침투율과 충전 인프라의 높은 연관성



자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

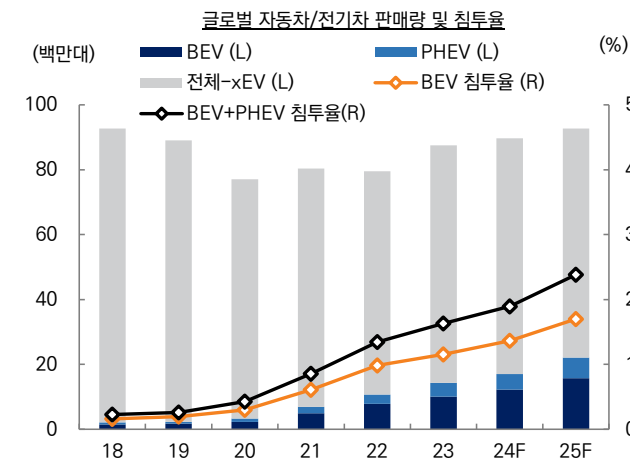
## 2. 불가피한 전기차 전환, 멀티플 리레이팅의 영역

### 탄소중립정책, 배터리 가격 하락, 충전인프라가 지원할 전기차 전환

글로벌 전기차(BEV+PHEV) 판매량은 24년 1,689만대(+19% YoY), 25년 2,196만대(+30% YoY)로 예상된다. 전기차 침투율은 24년 18.9%(+2.6%P YoY), 25년 23.7%(+4.8%P)에 해당한다. 지역별로 살펴보면 북미에서의 성장성이 가장 클 것으로 예상된다. 23-25년 판매량 CAGR은 45%로 중국 20%, 유럽 17%보다 높겠다. 북미는 다른 국가 대비 늦었던 보조금 정책으로 침투율 상승 여력이 높다. 최근 다른 국가들은 보조금을 철회/감소 중이다. 충전인프라도 22-25년 CAGR 63%, 22-30년 CAGR 35%로 글로벌 평균을 크게 상회한다. 2030년까지 75억달러를 투자해 50만개 충전기(23년초 13만개)를 설치할 계획이다.

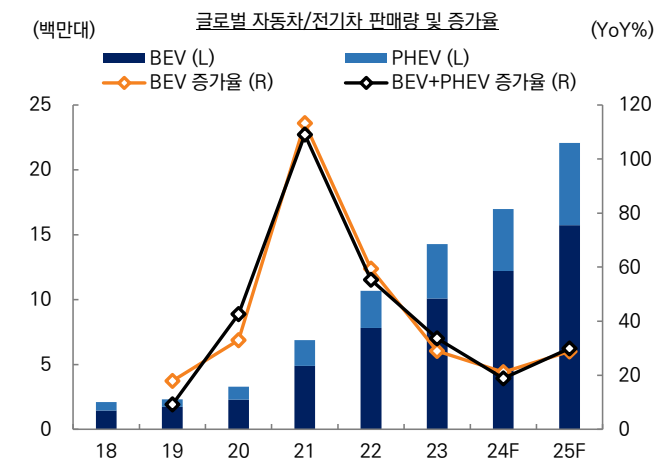
최근 수요 둔화에도 전기차로의 전환은 불가피하다고 판단한다. 1) 최근 내연기관 규제가 완화된 것은 사실이지만 탄소중립정책에 의거한 내연기관 판매 금지 정책은 유효하다. 이러한 판매 금지 정책은 HEV와 PHEV로는 대응할 수 없다. 2) 판매 금지 정책 뿐만 아니라 탄소 배출 규제도 지속 적용되고 있다. 2) 전기차 원가 중 비중이 높은 배터리 가격은 지속 하락할 것으로 예상된다. BNEF는 리튬이온 배터리팩 가격을 24년 133달러(-4% YoY), 25년 113달러(-15% YoY)로 전망하고 있다. 3) 충전 인프라도 높은 성장률로 확대될 것으로 예상된다. IEA는 글로벌 충전기 대수가 22-25년 CAGR 35%, 22-30년 CAGR 21%로 성장할 것으로 전망하고 있다. 무엇보다도 자율주행에 가장 적합한 플랫폼은 전기차이다.

그림 141. 글로벌 전기차 판매량 성장률 전망



자료: EV Volume, Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 142. 글로벌 전기차 판매량 침투율 전망



자료: EV Volume, Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

표 13. 미국/유럽 내연기관 및 탄소배출 관련 규제 정리 →탄소배출 규제는 완화된 것은 사실이지만 여전하다

| 지역 | 상세내용                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|----|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 미국 | <p>미국의 친환경차 관련 규제는 크게 EPA(미국 환경보호청)의 배출 규제와 NHTSA(미국 도로교통안전국)와 DOE(미국 에너지부)의 연비 규제가 존재함</p> <p>〈EPA〉</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- EPA는 차량배출가스의 기준을 설정할 수 있는 권한을 가지고 있음</li> <li>- EPA의 배출 규제는 차량의 오염물질 배출 기준과 이를 달성하기 위한 친환경차 비중을 제시하고 오염물질 배출 기준을 달성하지 못했을 경우 벌금</li> <li>- 해당 규정은 MY(차량연식) 2027~2032을 대상으로 6년간 단계적으로 차량의 오염물질 배출 허용량을 줄이려는 것이 목표</li> <li>- 상세 규정: <ul style="list-style-type: none"> <li>- (2023년 4월) 2032년까지 소형 차량은 이산화탄소 평균 목표 배출량 마일당 82g, 중형 차량의 경우 마일당 275g</li> <li>→ (2024년 3월 개정) 2032년까지 소형 차량은 이산화탄소 배출량 마일당 85g, 중형 차량은 마일당 274g</li> <li>- (2023년 4월) 오염물질 배출 기준을 충족하기 위한 BEV 비중 전망 2027년 36%, 2032년 67% 제시</li> <li>→ (2024년 3월 개정) 2027년 26%와 2032년 56%로 BEV 비중 전망치 하향</li> <li>- (2023년 4월) BEV 및 PHEV 차량의 배터리에 내구성 및 최소성능기준에 대한 규제</li> <li>→ 5년 혹은 6만 2천마일의 경우 가용 배터리 에너지의 80% 이상, 8년 혹은 10만마일의 경우 가용 배터리 에너지의 70% 이상 충족</li> </ul> </li> </ul> <p>〈NHTSA〉</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- NHTSA는 미국 내에서 판매되는 승용차와 소형 트럭의 연비를 규제하는 CAFE(기업평균연비) 제도를 운영하고 있음</li> <li>- 한 기업이 당해 년도에 생산하는 자동차의 평균 연비를 규제하고, 기준 미달 시 0.1mpg(마일 당 갤런)마다 일정 벌금을 부과함</li> <li>- 상세 규정: <ul style="list-style-type: none"> <li>- 2019년 이전까지 0.1mpg 당 5.5달러에 불과하던 벌금이 2021년 14달러와 2022년 15달러로 강화</li> <li>→ (2023년 8월 개정) MY 2023부터 0.1mpg 당 16달러로 강화</li> <li>- MY 2027~2032의 평균 연비 기준 2027년 49mpg에서 2032년 58mpg 제시, km로 환산시 2032년 연비는 리터 당 24.6km 수준</li> </ul> </li> </ul> <p>〈DOE〉</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- DOE는 전기차의 에너지 효율 계산에 필요한 석유환산연비계산법(PEF)을 제시함</li> <li>- 환산된 전기차의 연비는 자동차 제조 업체가 CAFE 규정을 준수하는데 영향을 미침</li> <li>- 상세 규정: <ul style="list-style-type: none"> <li>- 현재 1갤런 당 82kWh인 환산연비를 2027년부터 1갤런 당 23.2kWh로 낮출 계획 (2023년 4월)</li> <li>→ (2024년 3월 개정) 2030년으로 적용 시점을 연기하고, 1갤런 당 28kWh로 완화</li> </ul> </li> </ul> |
| 유럽 | <p>유럽의 환경규제는 유로7까지 발표된 자동차 배출가스 규제와 2035년까지 내연기관차량의 판매를 금지하는 규제가 존재</p> <p>〈유로X〉</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 유로X는 자동차 배기가스 배출 기준과 배터리 내구성 등에 대한 내용을 포함한 규제</li> <li>- 유럽연합은 기후목표 달성을 위해 기준이 강화된 유로7 초안을 제시했지만, 현재 합의안에서는 일부 완화된 상태</li> <li>- 상세 규정: <ul style="list-style-type: none"> <li>- (유로6) 질소산화물(NOx) 배출 기준 가솔린 60mg/km, 디젤 80mg/km, 상용차 400mg/km</li> <li>→ (유로7 초안, 2022년 11월) 디젤 차량의 질소산화물 배출 기준을 가솔린 차량 수준인 60mg/km로 강화</li> <li>→ (유로7 합의안, 2024년 3월) 가솔린과 디젤 차량의 질소산화물 배출 기준 유로6 수준으로 유지, 상용차는 200mg/km로 강화</li> <li>- (유로6) 일산화탄소(CO) 배출 기준 가솔린 0.5g/km, 디젤 1g/km, 유로7에서도 유지</li> <li>- (유로6) 미세먼지(PM) 배출 기준 가솔린과 디젤 차량 모두 5mg/km</li> <li>→ (유로7 초안, 2022년 11월) 미세먼지 배출 기준 가솔린과 디젤 차량 모두 4.5mg/km로 강화, 합의안에서도 초안과 동일하게 유지</li> <li>- (유로7) 2029년 12월까지 브레이크 및 타이어 미세먼지(PM10) 배출 기준 BEV 3mg/km, 그외 7mg/km으로 제한, 상용차의 경우 11mg/km</li> <li>- (유로7) BEV 및 PHEV 차량의 배터리 내구성 기준 설정, 5년 혹은 10만km 차량은 80%의 성능 및 8년 혹은 16만km 차량은 72%의 성능</li> <li>- (유로7 초안, 2022년 11월) 경량차량의 경우 2025년 7월, 대형 상용차량의 경우 2027년 7월에 해당 기준이 시행될 예정</li> <li>→ (유로7 합의안, 2022년 11월) 실제 시행은 경량차량의 경우 발효 후 30개월 뒤, 대형 상용차량의 경우 발효 후 48개월 뒤로 연기</li> </ul> </li> </ul> <p>〈내연기관 판매금지〉</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 2023년 3월, 유럽연합 27개국 이사회를 통해 2035년 이후로 유럽 내에서 휘발유와 경유 등 내연기관 자동차의 판매를 금지하는 법안에 합의</li> <li>- 독일이 해당 안건에 대해 거부권을 행사하며 E-Fuel 등 합성연료를 사용하는 차량은 예외로 인정하는 규정을 포함시킴</li> <li>- 자동차 제조 업체는 2035년 이후 유럽에서 판매하는 신차의 탄소 배출량을 100% 감축해야함</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |

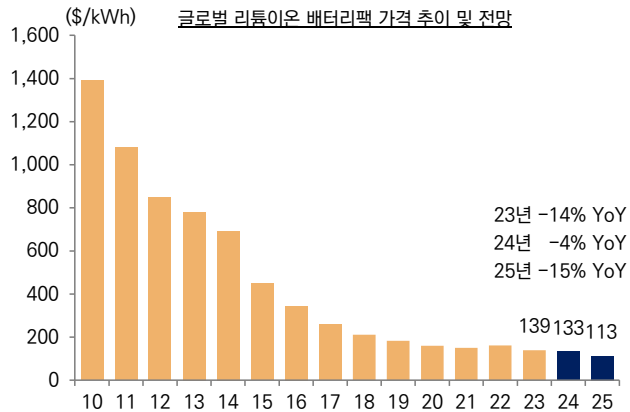
자료: 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

표 14. 글로벌 각국의 내연기관 판매 금지 계획은 여전히 유효하다

|              | 23년 판매량   | 2025 | 2030 | 2035 | 2040 | 2050 |
|--------------|-----------|------|------|------|------|------|
| Norway       | 174,330   |      |      |      |      |      |
| Slovenia     | 46,347    |      |      |      |      |      |
| Netherlands  | 313,466   |      |      |      |      |      |
| Israel       | 269,504   |      |      |      |      |      |
| Denmark      | 148,340   |      |      |      |      |      |
| Iceland      | 16,693    |      |      |      |      |      |
| UK           | 1,614,063 |      |      |      |      |      |
| Singapore    | 54,566    |      |      |      |      |      |
| Austria      | 215,050   |      |      |      |      |      |
| Greece       | 105,282   |      |      |      |      |      |
| 美 California |           |      |      |      |      |      |
| Canada       | 1,488,943 |      |      |      |      |      |
| Chile        | 426,777   |      |      |      |      |      |
| Italy        | 1,316,453 |      |      |      |      |      |
| Rest of EU   | 4,770,133 |      |      |      |      |      |
| Cape Verde   | 504       |      |      |      |      |      |
| France       | 1,529,035 |      |      |      |      |      |
| Spain        | 813,378   |      |      |      |      |      |
| Vietnam      | 303,857   |      |      |      |      |      |
| Costa Rica   | 43,204    |      |      |      |      |      |

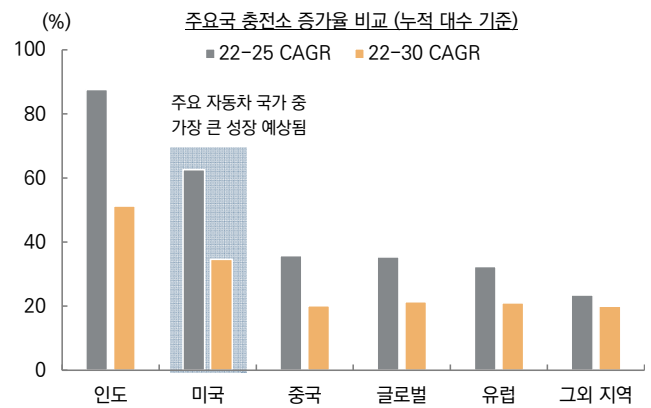
자료: BNEF, 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 143. 글로벌 배터리 가격은 지속 하락한다



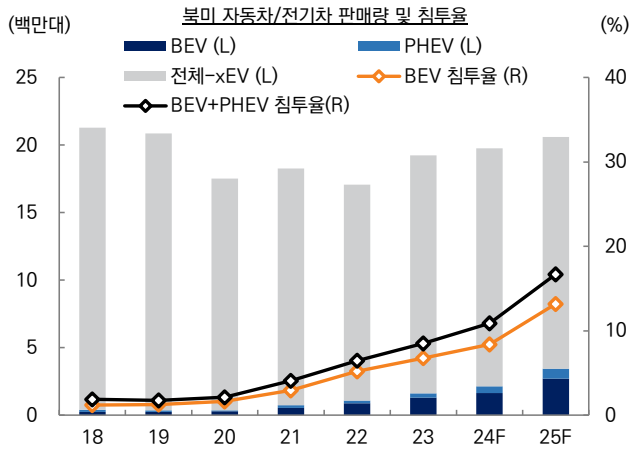
자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

그림 144. 지역별 충전 인프라 확대 전망



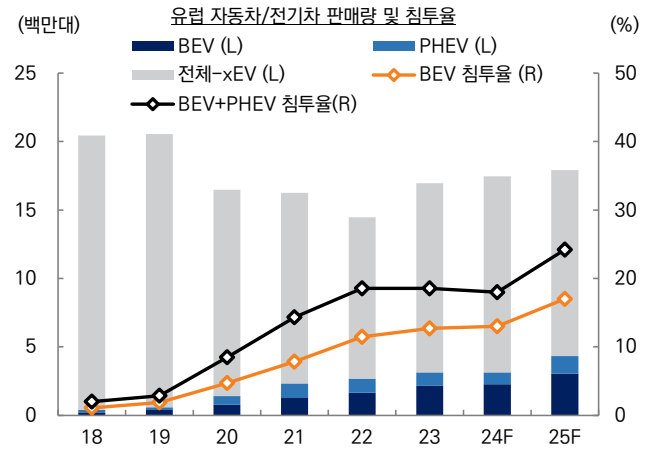
자료: IEA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 145. 북미 전기차 판매량 및 침투율 전망



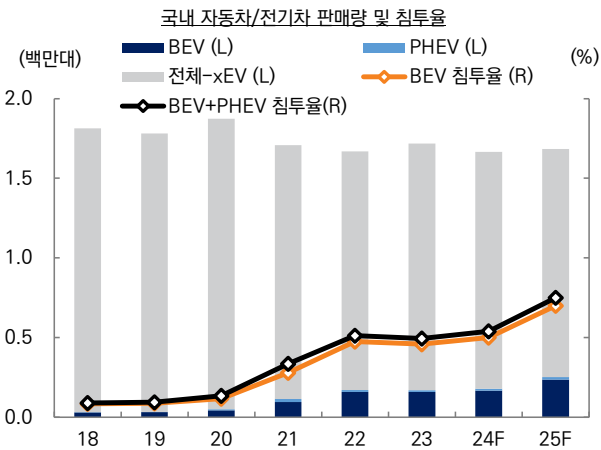
자료: EV Volume, Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 146. 유럽 전기차 판매량 및 침투율 전망



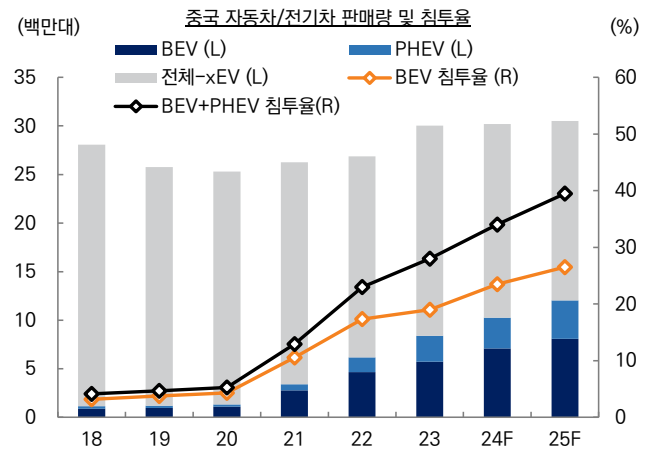
자료: EV Volume, Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 147. 국내 전기차 판매량 및 침투율 전망



자료: EV Volume, Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 148. 중국 전기차 판매량 및 침투율 전망

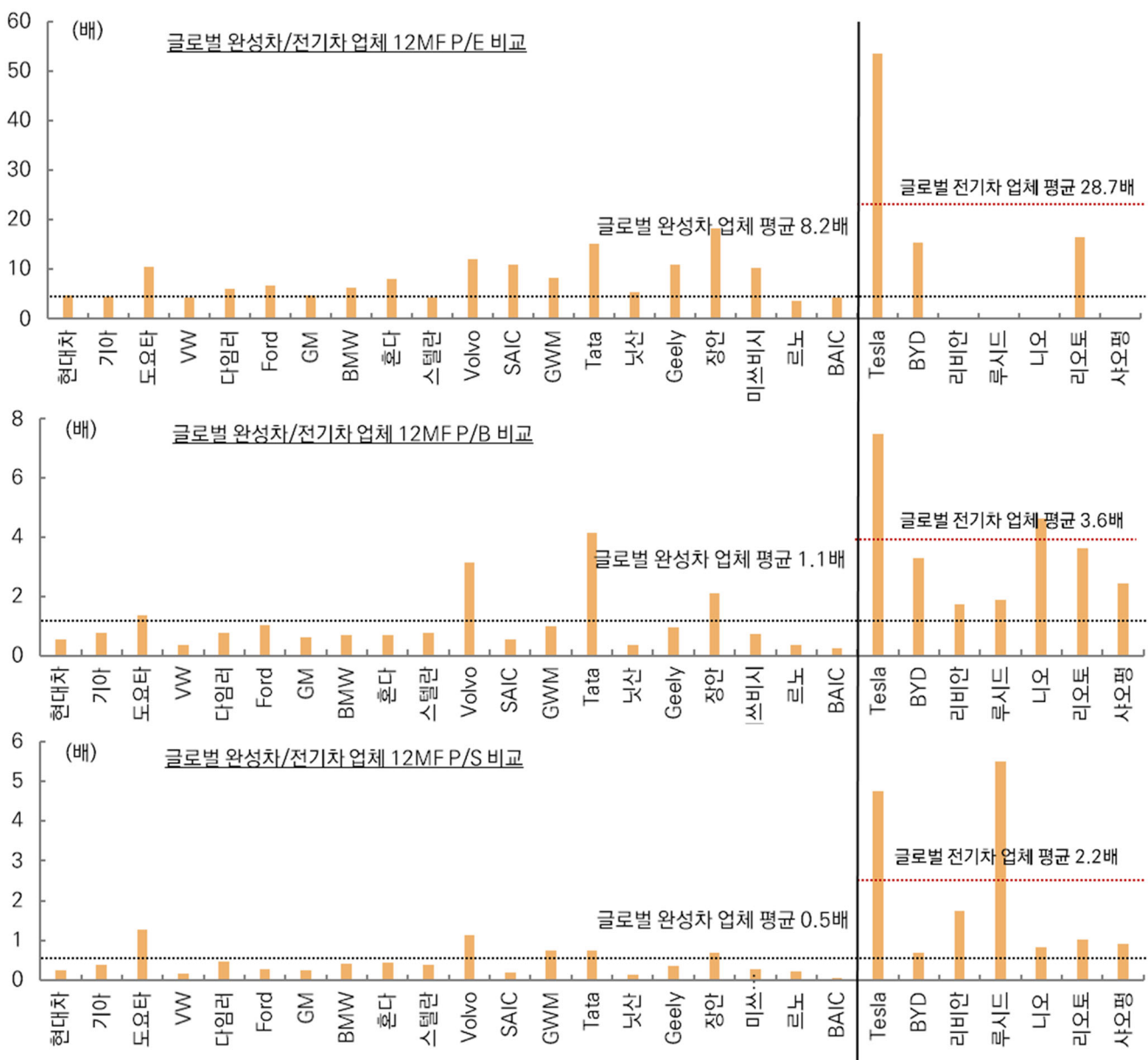


자료: EV Volume, Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

무엇보다도 이는 오랜기간 고착화된 글로벌 OEM 업체들의 멀티플 리레이팅이 가능해질 영역으로 판단된다. 기존 글로벌 완성차 업체들의 P/E는 10배 미만에서 큰 변동 없이 거래되어 왔다. 내연기관차라는 하드웨어 기반 비즈니스로는 큰 폭의 성장을 이뤄낼 수 없고, 점유율 경쟁으로도 큰 폭의 변동을 이뤄낼 수 없기 때문이다.

이에 반해 최근 전기차 수요 둔화에 따른 상대적으로 저조한 주가 퍼포먼스에도 전기차 업체들은 여전히 높은 멀티플을 부여받고 있다. 내연기관에서 전기차로의 전환 과정에서 점유율의 변동을 이뤄낼 수 있고, 전기차를 기반으로 향후 자율주행/인포테인먼트/충전 등 소프트웨어 관련 사업으로의 확장을 통해 성장성이 매우 크기 때문이다.

그림 149. 최근 저조한 주가 퍼포먼스에도 글로벌 BEV 업체의 Multiple은 여전히 높다 → 리레이팅의 영역



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

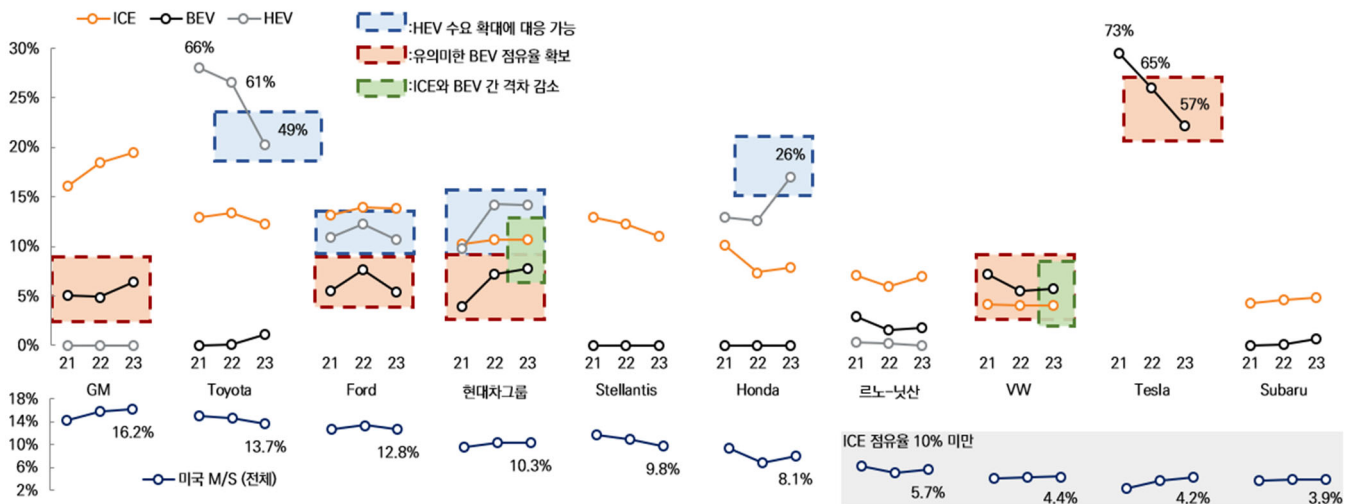
### 3. 신차와 보조금으로 더 높아질 미국 BEV 점유율

#### 1) 미국에서 좁혀진 ICE-BEV 점유율 격차, 경쟁사 대비 가시적인 성과

현대차·기아의 미국 BEV은 꾸준히 우상향하며 ICE-BEV 점유율 격차를 축소하고 있다. 이는 경쟁사와 비교하면 가시적인 성과이다. 양사의 시가총액 변동은 미국 BEV 시장점유율에 반응하는 모습을 보여왔다. 미국은 주요 자동차 국가 중 전기차 성장성이 가장 크다.

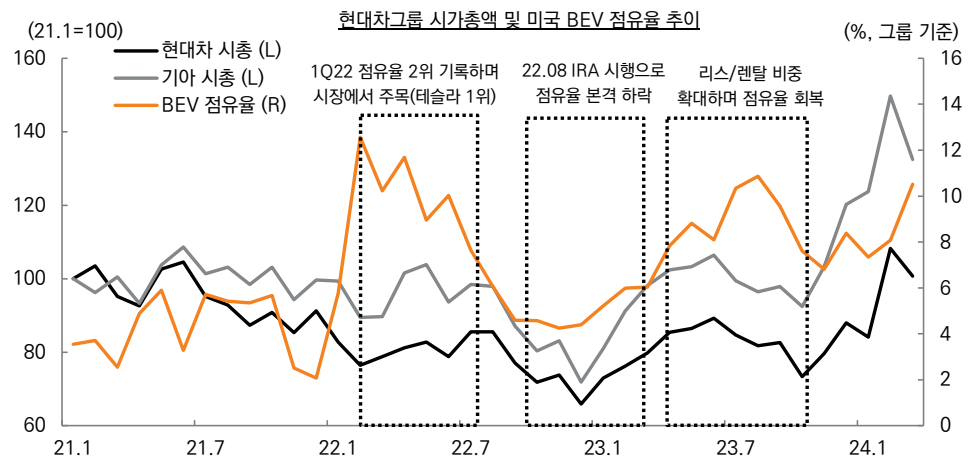
현대차·기아는 이미 1Q22에 미국 전기차 점유율 2위를 기록하면서 주목받은 바 있다. 그러나, 22년 8월 시행된 IRA 영향으로 6월 10%에서 12월 4%까지 하락했다. 23년 이후 리스/렌탈 비중 확대와 높아진 브랜드력을 기반으로 다시 2위로 등극했다. ICE-BEV 격차는 21년 5.8% → 22년 3.0% → 23년 2.4%까지 축소되고 있다. 향후 BEV 점유율이 더 상승할 것으로 예상되기에 BEV 침투율 상승에 따른 점유율 훼손 우려는 완화될 것이다.

그림 150. 미국 상위 10개 업체 파워트레인별 M/S 분석: 현대기아는 ICE-BEV 격차 축소하며 HEV 대응 가능한 유일한 업체



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 151. 현대기아의 시가총액이 미국 BEV 점유율에 반응하는 모습



자료: Marklines, Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

## 2) 더 높아질 미국 BEV 점유율: 현지 생산과 IRA 세액공제 확보

현대차·기아의 미국 BEV 점유율이 추가 상승할 것으로 보는 첫번째 이유는: 현지 BEV 생산에 따른 IRA 보조금 확보이다. 양사의 미국 조지아 전기차 전용 공장은 24년 10월에 가동될 것으로 알려졌다. 2분기말에는 기존 조지아 내연기관 공장에서 EV9를 생산하고, 4분기말에 EV6를 생산할 예정이다. IRA 보조금을 받기 위한 기본 조건을 충족하게 된다.

다만 IRA 세액공제를 받기 위해서는 배터리 조달이 제일 중요하다. 23년부터 이미 GV70 모델을 현지 생산하고 있으나 배터리 문제로 보조금을 받지 못하고 있다. 기존에 발표된 배터리 조달 관련 계획을 종합해보면 25~26년에 보조금을 받게 될 예정이었다. LG엔솔 및 SK온과 각각 건설 중인 배터리 공장이 25년말부터 가동되기 때문이다.

당사는 올해 IRA 세액공제를 받게 될 가능성이 높아졌다고 판단한다. 보도에 따르면 양사의 배터리 공급사가 미국 공장의 일부 라인을 현대기아향으로 전환 중이기 때문이다. 이는 다른 고객사 전기차 모델의 수요 부진을 고려한 것으로 판단된다. 보도에 따르면 8월 말까지 생산라인을 완료하여 이르면 9월부터 배터리를 양산할 예정이다. 24년 10월 가동하는 미국 전기차 공장 생산 모델은 보조금을 받을 가능성이 높다. 또한, 기아는 미국 현지 공장에서 2분기말부터 EV9, 4분기말부터 EV6를 생산할 예정이기에 해당 모델들도 받게 될 가능성이 크다. 한편 경쟁 모델들은 보조금을 상실하고 있다. 미국 재무부가 24년 1월부터 FEOC 세부규정을 실시함에 따라 적격 모델 수는 기존 43개에서 19개로 감소했다. 현재는 29개까지 확대됐지만, 보조금을 받지 못한 현대차·기아에게는 유리해진 상황이다.

표 15. 24년 2분기말부터 미국 현지에서 BEV 생산 시작할 예정

| 일시    | 모델명     | 비고                                                           |
|-------|---------|--------------------------------------------------------------|
| 2Q24말 | EV9     | - 기존 조지아 내연기관 공장에서 혼류생산 예정<br>- 대형 3열 SUV로 경쟁 모델 없으며 볼륨 모델   |
| 24.10 | 아이오닉9 등 | - HMG 전기차 전용 공장 (연간 30만대 규모)<br>- 대형 3열 SUV로 경쟁 모델 없으며 볼륨 모델 |
| 4Q24말 | EV6     | - 기존 조지아 내연기관 공장에서 혼류생산 예정<br>- 23년 기준 HMG내 전기차 판매량 비중 .. %  |

자료: 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

표 16. 보조금을 받기 위해서는 현지 생산, 배터리 조달이 중요

| 미국 IRA 세액공제 규정 (자세히 정리하기)                                                                                                                                                                                                                                                        |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>** 북미에서 최종적으로 조립된 전기차에 최대 7,500달러</p> <p>① 북미에서 제조·조립한 배터리 부품 60% 이상: 3,750달러<br/>주요부품: 양·음극재, 음극기판, 전해질, 솔벤트, 첨가제 등</p> <p>② 미국 / 미국과의 FTA 체결국 / 핵심광물협정 체결국<br/>추출·가공 핵심광물 50% 이상: 3,750달러<br/>핵심광물: 리튬, 니켈, 망간, 코발트, 흑연 등</p> <p>해외우려집단(FEOC)이 제조·조립한 배터리 부품이 사용된 모델 제외</p> |

자료: 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

표 17. 배터리 JV 가동 일정

| 구분   | HMG - LG엔솔   | HMG - SK온    | HMG - LG엔솔   |
|------|--------------|--------------|--------------|
| 공장위치 | 미국 조지아주      | 미국 조지아주      | 인도네시아 카라왕    |
| 가동시기 | 2025년말 가동    | 2025년말 가동    | 2024년 상반기    |
| 투자금액 | 연간 30GWh     | 연간 35GWh     | 연산 10GWh     |
| 생산역량 | 약 8조 3,500억원 | 약 6조 5,000억원 | 약 1조 4,500억원 |
| 발표시기 | 2023년 5월     | 2023년 4월     | 2021년 7월     |

자료: 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

표 18. 주요 배터리 공급사 공장 라인 전환 개시 (언론 보도)

| 구분      | 생산역량     | 공급 브랜드-모델            | 비고                                                                                                             |
|---------|----------|----------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 조지아 1공장 | 9.8 GWh  | 폭스바겐 (ID.4 등 MEB 모델) | - 보도에 따르면 2공장은 전량 HMG향으로 전환될 예정<br>- HMG 전기차 1대 배터리 용량을 80kWh로 가정하면 이는 약 14.6만대 규모. HMG 23년 미국 BEV 판매량이 약 12만대 |
| 조지아 2공장 | 11.7 GWh | 포드 (F-150 라이트닝 등)    |                                                                                                                |

자료: 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

표 19. 24년 미국 IRA 세액공제 리스트 발표에 따른 보조금 변동 현황 → 동일 세그먼트의 현대차그룹 모델 반사수혜

| 세그먼트  | 브랜드명        | 모델-트림명         | 파워트레인 | 기존 (\$) | 신규               | 판매량 (대) | 동일 세그먼트의 현대차그룹 경쟁 모델 (23.11 누적 판매량)                                                   |
|-------|-------------|----------------|-------|---------|------------------|---------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| SUV-D | Ford        | 머스탱 마하-E ER    | BEV   | 3,750   | IRA<br>보조금<br>상실 | 35,908  | GV70 BEV (1,427), 쏘렌토 PHEV (3,255), 싼타페 PHEV (3,728),<br>아이오닉5 (30,657), EV6 (17,630) |
|       | Ford        | 머스탱 마하-E SR    | BEV   | 3,750   |                  | 35,908  |                                                                                       |
|       | Tesla       | Model Y LR     | BEV   | 7,500   |                  | 346,853 |                                                                                       |
| SUV-E | BMW         | X5 xDrive50e   | PHEV  | 3,750   |                  | 10,609  | EV9                                                                                   |
|       | 링컨(Ford)    | Aviator GT     | PHEV  | 7,500   |                  | 1,616   |                                                                                       |
| Car-D | Tesla       | Model 3 LR     | BEV   | 7,500   |                  | 201,460 | 아이오닉6 (10,943)                                                                        |
|       | Tesla       | Model 3 SR     | BEV   | 7,500   |                  |         |                                                                                       |
| 소형밴   | Ford        | E-Transit      | BEV   | 3,750   |                  |         |                                                                                       |
| 픽업트럭  | 쉐보레(GM)     | Silverado      | BEV   | 7,500   |                  |         |                                                                                       |
|       | Tesla       | CyberTruck AWD | BEV   | 7,500   |                  |         |                                                                                       |
|       | 폭스바겐        | ID.4 AWD PRO   | BEV   | 7,500   |                  |         | - ID.4 모델은 보조금 적용 트림이 8종<br>- 24년 1월 보조금 제외되었다가 24년 2월 다시 확보                          |
|       | Nissan      | LEAF S         | BEV   | 3,750   |                  |         |                                                                                       |
|       | Honda       | Prologue       | BEV   | 7,500   |                  |         | - LEAF 모델은 보조금 적용 트림이 2종<br>- 24년 1월 보조금 제외되었다가 24년 2월 다시 확보                          |
|       | Acura       | ZDX            | BEV   | 7,500   |                  |         |                                                                                       |
|       | Audi        | Q5 55 TFSI     | PHEV  | 3,750   |                  |         | - 24년 신규 추가된 차종                                                                       |
|       | 캐딜락(GM)     | LYRIQ          | BEV   | 7,500   |                  |         |                                                                                       |
|       | 쉐보레(GM)     | Blazer         | BEV   | 7,500   |                  |         | - 24년 1월 보조금 제외되었다가 24년 2월 다시 확보                                                      |
|       | 쉐보레(GM)     | Equinox        | BEV   | 7,500   |                  |         |                                                                                       |
|       | 쉐보레(GM)     | Bolt           | BEV   | 7,500   |                  |         | - F-150 라이트닝 모델은 보조금 적용 트림이 2종                                                        |
|       | 쉐보레(GM)     | Bolt EUV       | BEV   | 7,500   |                  |         |                                                                                       |
|       | 크라이슬러(스텔란)  | Pacifica       | PHEV  | 7,500   |                  |         | - R1S 모델은 보조금 적용 트림이 2종<br>- R1T 모델은 보조금 적용 트림 3종                                     |
|       | Ford        | Escape         | PHEV  | 3,750   |                  |         |                                                                                       |
|       | Ford        | F-150          | BEV   | 7,500   |                  |         | - Model Y 모델은 보조금 적용 트림이 3종                                                           |
|       | Jeep(스텔란티스) | Grand Cherokee | PHEV  | 3,750   |                  |         |                                                                                       |
|       | Jeep(스텔란티스) | Wrangler 4xe   | PHEV  | 3,750   |                  |         |                                                                                       |
|       | 링컨(Ford)    | Corsair GT     | PHEV  | 3,750   |                  |         |                                                                                       |
|       | Rivian      | R1S            | BEV   | 3,750   |                  |         |                                                                                       |
|       | Rivian      | R1T            | BEV   | 3,750   |                  |         |                                                                                       |
|       | Tesla       | Model 3 Perf.  | BEV   | 7,500   |                  |         |                                                                                       |
|       | Tesla       | Model X LR     | BEV   | 7,500   |                  |         |                                                                                       |
|       | Tesla       | Model Y        | BEV   | 7,500   |                  |         |                                                                                       |

자료: fueleconomy, 미래에셋증권 리서치센터

표 20. 대형 3열 SUV 모델인 EV9과 아이오닉7은 경쟁 모델이 없을 뿐더러 유사 모델 대비 가격 경쟁력 확실

|       | 기아 EV9                                                                              | 현대차 아이오닉7                                                                            | 볼보 EX90                                                                               | 리비안 R1S                                                                               |
|-------|-------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 사진    |  |  |  |  |
| 가격    | 54,900~73,900달러                                                                     | 미정 (EV9과 유사할 것)                                                                      | 76,695~86,545달러                                                                       | 76,700~87,600달러                                                                       |
| 제원    | 전장 5,010mm<br>전폭 1,980mm<br>전고 1,755mm                                              | 미정                                                                                   | 전장 5,037mm<br>전폭 2,039mm<br>전고 1,747mm                                                | 전장 5,040mm<br>전폭 2,015mm<br>전고 1,820                                                  |
| 세그먼트  | SUV-D                                                                               | SUV-D                                                                                | SUV-E                                                                                 | SUV-E                                                                                 |
| 주행거리  | 370km~489km                                                                         | 482km(예상)                                                                            | 480km                                                                                 | 418km~627km                                                                           |
| 배터리용량 | 76.1kWh<br>99.8kWh                                                                  | 미정                                                                                   | 111kWh                                                                                | 105kWh<br>135kWh<br>180kWh                                                            |

자료: 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

### 3) 더 높아질 미국 BEV 점유율: 경쟁사의 계획 연기 및 철회

현대차·기아의 미국 BEV 점유율이 추가 상승할 것으로 보는 두번째 이유는: 경쟁사의 계획 연기이다. 앞서 언급했듯 BEV 시장이 단기적으로 둔화되고 내연기관차 규제가 완화됐다. 이에 글로벌 완성차 업체들이 전기차 관련 계획을 연기하거나 철회했다. 이들 업체는 과거 상대적으로 큰 규모의 BEV 관련 투자 계획을 발표했었지만 BEV 사업에서 적자가 지속되는 상황이었다. 따라서 투자비 회수 지연을 우려해 이러한 조치를 취한 것으로 판단된다.

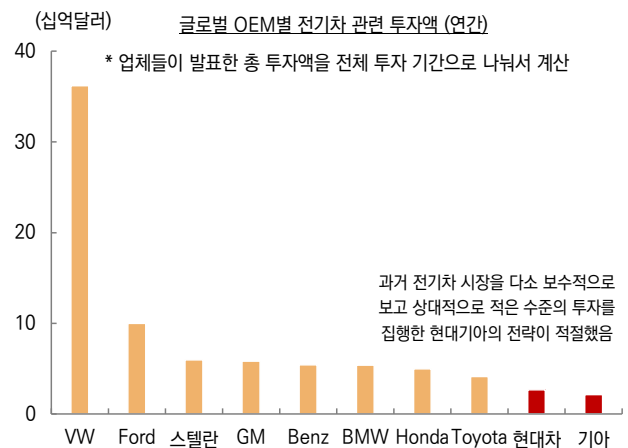
반면 이는 현대차·기아에게는 기회이다. 최근 개최한 기아의 CEO 인베스터데이에서도 확인할 수 있듯이 양사는 계획을 유지했다. 이는 양사는 이미 BEV 사업에서 수익성을 확보한 상황이며, 애초에 투자비용이 글로벌 완성차 업체와 비교해보면 낮은 수준이었다. 과거 시장에서는 이를 보수적인 목표라며 평가했었지만 현 업황을 고려해보면 적절했다.

표 21. 글로벌 OEM들은 전기차 관련 계획을 철회/연기

|        | 구분 | 기존 계획 및 변경 사항                               |
|--------|----|---------------------------------------------|
| GM     | 철회 | 북미 22~24년 상반기 기간 누적 40만대 생산 계획 철회           |
|        | 철회 | 북미 1H23 5만대, 2H23 10만대 생산 중 하반기 계획 철회       |
|        | 철회 | 27년 일본 업체 Honda와 저가 EV 공동 생산 계획 철회          |
|        | 연기 | 캐나다 전기트럭 공장 24년말 가동에서 25년말로 연기              |
| Ford   | 연기 | 23년 연말 60만대 생산역량 확보 계획 24년으로 연기             |
|        | 철회 | 26년 연말 200만대 이상 생산 계획 철회                    |
| VW     | 연기 | 유럽내 배터리 4공장 증설 계획 연기                        |
| Benz   | 철회 | 25년 50% 전동화 전환, 30년 100% 전환 목표 전면 조정        |
| Tesla  | 연기 | 멕시코 공장 착공 및 25년말 가동 계획 일시 정지                |
| Rivian | 연기 | 조지아 신공장 건설 연기. 신모델은 기존 공장에서 생산              |
| 기타     | 하향 | Polestar, Fisker, Lucid, Rivian 등 23년 목표 하향 |

자료: 각 사, 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 152. 현대차/기아의 투자비용은 가장 낮은 수준



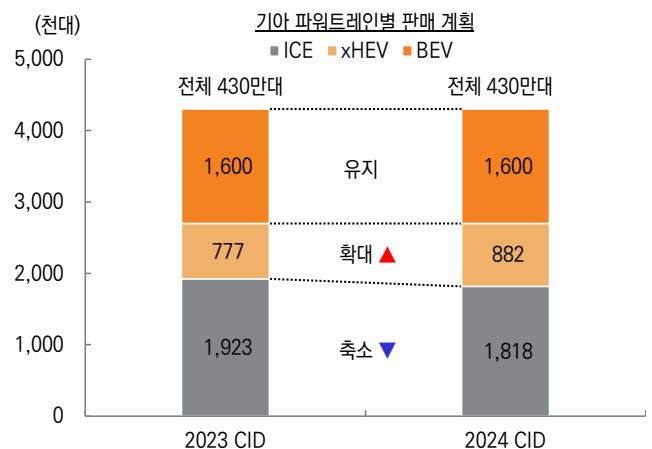
자료: 각 사, 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 153. HMG BEV 목표는 경쟁사 대비 상대적으로 낮게 설정

| (판매 비중, %) | 25년 | 26년 | 28년 | 30년 | 35년 | 40년 |
|------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 현대차        |     | 18  |     | 34  |     |     |
| 기아         |     | 25  |     | 37  |     |     |
| 제네시스       |     |     |     | 100 |     |     |
| GM         | 30  |     | 53  |     | 100 |     |
| Cadillac   | 32  |     |     | 100 |     |     |
| Buick      |     |     |     | 100 |     |     |
| Ford       | 11  |     |     | 40  |     |     |
| Lincoln    | 11  |     |     | 100 |     |     |
| Chrysler   |     |     | 100 |     |     |     |
| Maserati   |     |     |     | 100 |     |     |
| VW         | 20  |     |     | 50  |     |     |
| Audi       | 33  |     |     |     | 100 |     |
| Benz       |     |     |     | 100 |     |     |
| Smart      | 100 |     |     |     |     |     |
| BMW        | 25  |     |     | 50  |     |     |
| Mini       | 29  |     |     | 100 |     |     |
| Volvo      | 50  |     |     | 100 |     |     |
| Jaguar     | 100 |     |     |     |     |     |
| Honda      |     |     |     |     | 80  | 100 |
| Mitsubishi |     |     |     | 50  |     |     |
| Subaru     |     |     |     | 50  |     |     |

자료: 현대차, 기아, 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 154. 기아는 중장기 전기차 판매 계획을 유지함



자료: 기아, 미래에셋증권 리서치센터

#### 4. 가격 정책의 핵심인 BEV 수익성도 견고할 것

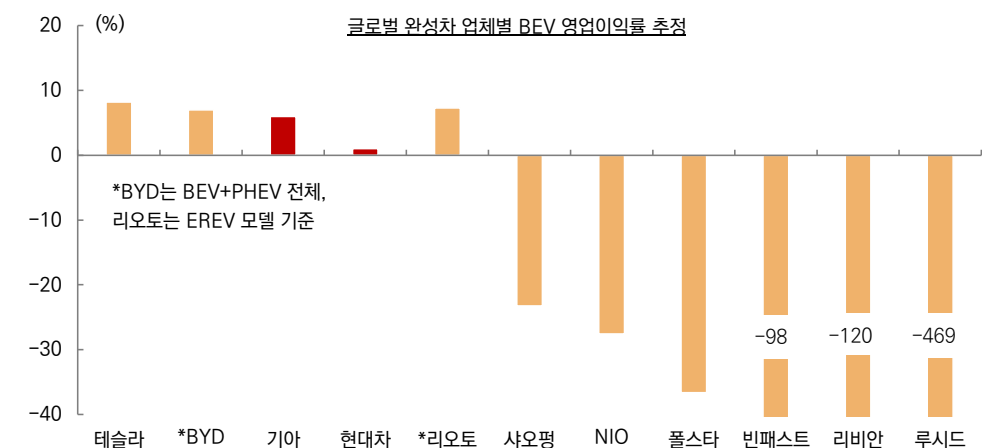
##### 1) 현대차기아는 이미 BEV 사업에서 돈을 벌고 있다

향후 전기차 경쟁에서 가장 중요한 역량은 가격 정책 및 저가전기차 출시이다. 현대차·기아는 각각 BEP 달성 및 middle-single 수준의 수익성을 확보한 상황이며, 수익성은 견고하게 유지될 것으로 예상된다. 이유는 배터리 가격 하락, 현지 생산, 전용 공장 가동이다.

우선 현재 전기차 시장에서 수익성을 확보한 업체는 Tesla, BYD, Li Auto 그리고 현대차·기아로 파악된다. 이중 BYD와 Li Auto의 경우 BEV 외 PHEV/EREV 차종을 같이 판매하기에 BEV 기준으로 수익성을 창출하는 업체는 테슬라와 현대차·기아이다.

다른 완성차 업체와 달리 이른 시점에 수익성을 확보하게 된 이유는 1) 혼류생산이다. 앞서 언급했듯 다른 완성차 업체들은 혼류생산 보다는 전기차 전용 공장을 먼저 설립했는데 투자비 회수가 지연되고 있다. 반면 혼류 생산의 경우 투자비용이 전용 공장의 최대 1/4 수준이다. 2) 배터리 조달 규모이다. 현재 글로벌 BEV 시장(중국 제외) 중 현대차그룹은 Tesla, 폭스바겐에 이어 배터리 탑재량 3위 업체이다. 3) 환율 효과도 기여했다.

그림 155. 현대차기아는 BEV 사업에서 이미 수익성을 확보했다



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 22. 전용 공장 건설 대비 혼류 생산 시 시간/비용 크게 절감

| 구분        | 혼류 생산                                       | 전용 공장                                                                                                            |
|-----------|---------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 생산시설 확보기간 | 20~30일 섀다운 (하기 휴가 및 주말/공유일 활용)              | 2년 이내                                                                                                            |
| 투자비용      | 약 500~1,000억원                               | 약 2조원                                                                                                            |
| 확보생산량     | 최대 15만대                                     | 30만대                                                                                                             |
| 생산효율성     | 동일 라인 ICE 병행 생산<br>수익성 확보 용이<br>시장 수요 대응 용이 | 신기술/신공정 적용 75% 이상<br>물류 자동화율 확대 +30% 이상<br>조립 자동화율 확대 +150% 이상<br>생산 가능 차종 수 확대 +40% 이상<br>신차 준비 기간 단축 (-40% 이상) |

자료: 현대차, 미래에셋증권 리서치센터

표 23. HMG 23년 배터리 탑재량은 글로벌 3위 (중국 제외)

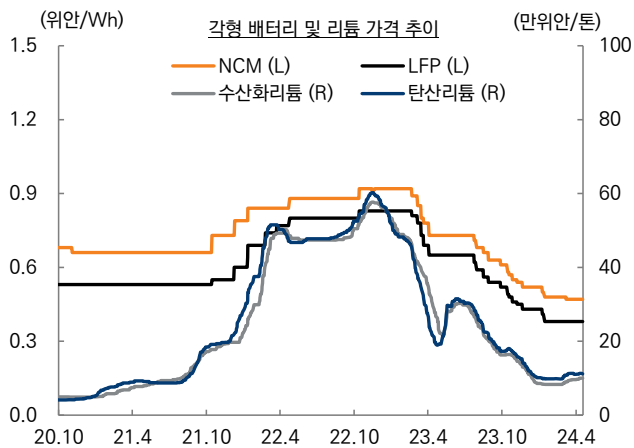
| 순위 | 23년 BEV 판매량 | 점유율  | 23년 배터리 탑재량 | 점유율  |
|----|-------------|------|-------------|------|
| 1  | 테슬라         | 28.0 | 테슬라         | 30.0 |
| 2  | 폭스바겐        | 13.3 | 폭스바겐        | 14.4 |
| 3  | 현대차그룹       | 9.7  | 현대차그룹       | 9.8  |
| 4  | 스텔란티스       | 7.5  | BMW         | 6.8  |
| 5  | 르노-닛산       | 6.6  | 메르세데스-벤츠    | 5.9  |
| 6  | BMW         | 6.4  | 스텔란티스       | 5.3  |
| 7  | 메르세데스-벤츠    | 5.1  | 르노-닛산       | 4.4  |
| 8  | 지리-볼보       | 3.8  | 지리-볼보       | 4.2  |

자료: EV-Volume, 미래에셋증권 리서치센터

## 2) 배터리 가격 하락은 BEV 수익성 유지에 기여

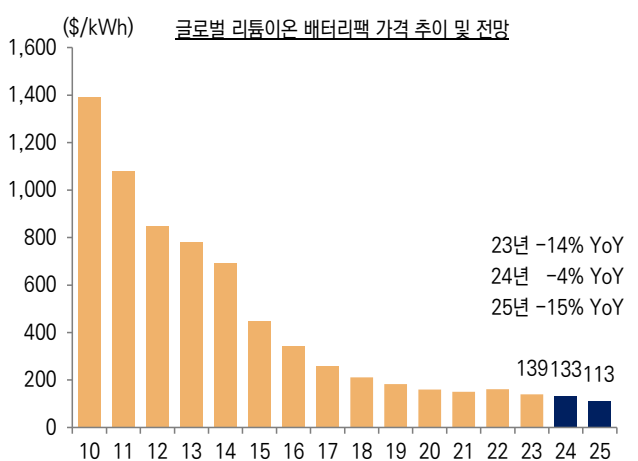
현재 전기차 시장의 치열한 가격 경쟁과 저가전기차 출시로 BEV 수익성이 둔화될 것이라는 우려가 있다. 그럼에도 배터리팩의 가격 하락으로 수익성 유지 가능할 것으로 예상된다. 23년 리튬 가격 하락은 6개월 래깅 이후 배터리팩 가격 하락으로 이어졌다. 그리고 전기차 업체들의 수익성을 살펴보면 2~3분기부터 개선되는 모습을 보이고 있다. BNEF에 따르면 글로벌 배터리팩 가격은 24년 -4.3% YoY, 25년 -15% YoY 하락할 것으로 예상된다. 배터리팩 가격 하락은 현대차·기아의 수익성 유지에도 기여할 것으로 판단한다.

그림 156. 지속 상승하던 배터리 가격은 23년부터 하락하기 시작



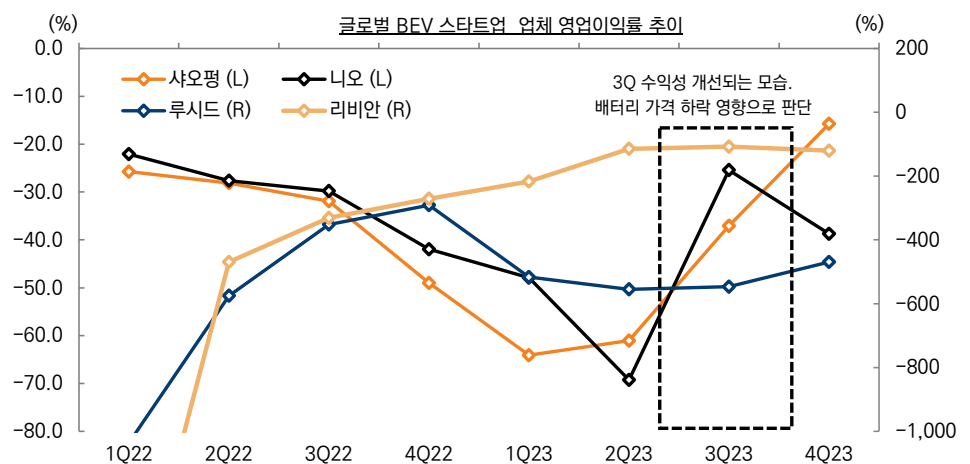
자료: ICBattery, 미래에셋증권 리서치센터

그림 157. 배터리팩 가격은 24~25년에도 지속 하락할 것으로 전망



자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

그림 158. 전기차 스타트업들의 수익성이 3Q23부터 개선되기 시작

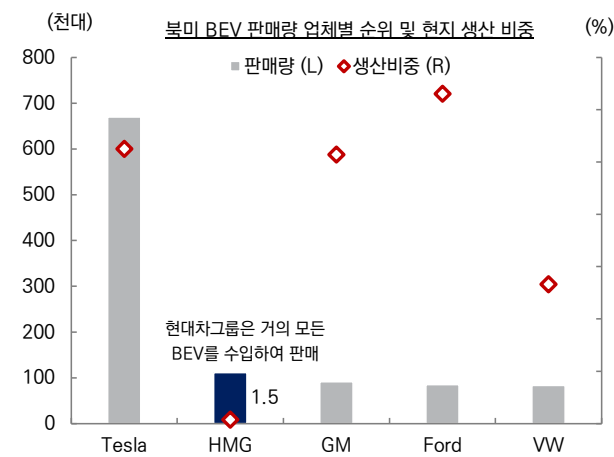


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

### 3) 미국 전기차 전용 공장도 BEV 수익성 유지에 기여

24년 10월 가동될 미국 전기차 전용 공장(HMGMA)도 수익성 유지에 기여할 것으로 예상된다. 현재 현대차-기아는 GV70 전동화 모델을 제외한 모든 BEV 모델을 수입에 의존하는 상황이다. 전용 공장이 가동된다면 수출 비용 절감이 가능해진다. 또한, 해당 공장의 경우 자동화율이 높기에 가동률을 높게 유지할 수 있어 고정비 레버리지 효과도 기대할 수 있다. 무엇보다도 미국 조지아 전용 공장은 미국 정부와 주정부에서 받는 인센티브가 상당하다. 이는 24~25년 미국 전용 공장이 가동되면서 수익성에 기여할 수 있는 부분이다.

그림 159. 북미 BEV 판매량 2위 HMG 현지 생산 비중은 1.5%



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

표 24. 24년 10월 미국 전기차 공장 가동 예정. 연 30만대

| 구분    | 상세 내용                                                                     |
|-------|---------------------------------------------------------------------------|
| 공장위치  | 미국 조지아주 '현대차그룹 메타플랜트 아메리카(HMGMA)'                                         |
| 생산일정  | 24년 4분기 생산 개시 공식화. 언론에 따르면 이르면 10월 가동 (2022년 착공 당시 공장의 생산 가동 일정은 1Q25이었음) |
| 생산규모  | 연간 BEV 30만대 생산. 향후 50만대까지 확대할 수 있음                                        |
| 생산모델  | 아이오닉7 등 제네시스 및 HMG BEV 모델 (아직 공개 안됨)                                      |
| 생산효율성 | HMGICs 신기술/신공정 적용 (75% 이상). 자동화를 확대                                       |

자료: 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

표 25. HMG 미국 조지아 전용 공장에 대한 주정부 인센티브는 상당한 수준

| 인센티브 대상 공장 | 세부 내역                                                                                                                                                                                                                                                    |
|------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 조지아주 서버너   | (전체) 7억 달러 규모<br>(세금) 조립공장 재산세 48년까지 인하, 5억 2,300만 달러<br>(세금) 배터리 공장 재산세 49년까지 인하, 6억 6,900만 달러<br>(세금) 건설 및 기자재에 대한 판매세 4억 7,800만 달러 면제<br>(세금) 5년간 일자리당 5,250달러, 소득세 2.23억달러 절감<br>(지원) 장비, 상하수도 등 인프라 개선에 4~5억달러 지원<br>(지원) 근로자 모집 및 교육에 1억 5,300만 달러 |
| 조지아주 애틀랜타  | (전체) 7억 달러 규모<br>(세금) 향후 25년간 2억 4,700만 달러 재산세 감면<br>(세금) 9,800만 달러의 대규모 프로젝트 감세<br>(지원) 수도처리시설, 도로 등 인프라에 5,200만달러<br>(지원) 조지아 퀵스타트 직업교육 프로그램에 1,100만 달러                                                                                                |

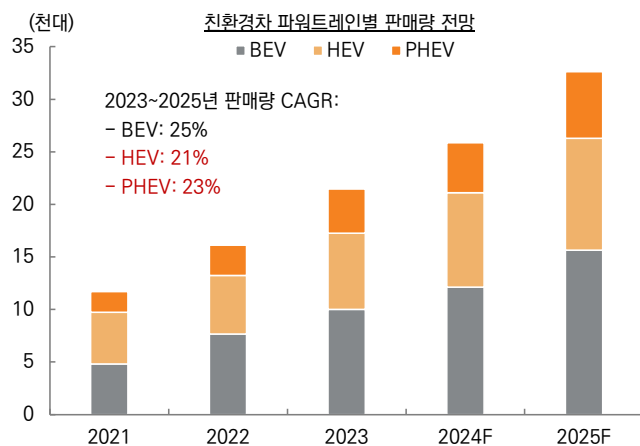
자료: 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

## 5. HEV 수요 확대 수혜, 탁월한 포트폴리오 역량

### 1) 전기차 시대에는 BEV와 함께 HEV/PHEV도 같이 성장한다

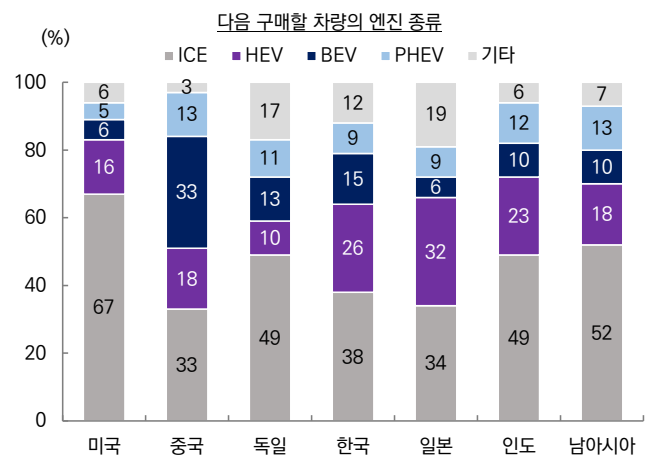
중장기적으로 BEV의 성장성이 가장 클 것으로 예상되지만, HEV/PHEV도 꾸준히 성장할 것으로 예상된다. BEV/HEV/PHEV 판매량의 23~25년 CAGR은 각각 25%, 21%, 23%를 기록할 것으로 예상된다. HEV는 초기구매비용이 내연기관차보다는 조금 높지만 연비가 우수하다. 별도 충전이 필요 없기에 주행거리 및 충전에 대한 우려가 없다. 딜로이트의 소비자 설문조사 결과에 따르면 글로벌로 HEV에 대한 수요가 높은 상황이다. 실제로 24년초부터 HEV/PHEV의 판매 성장률이 BEV 성장률을 상회하는 모습을 보이고 있다.

그림 160. 향후 BEV와 동반 성장하는 HEV/PHEV



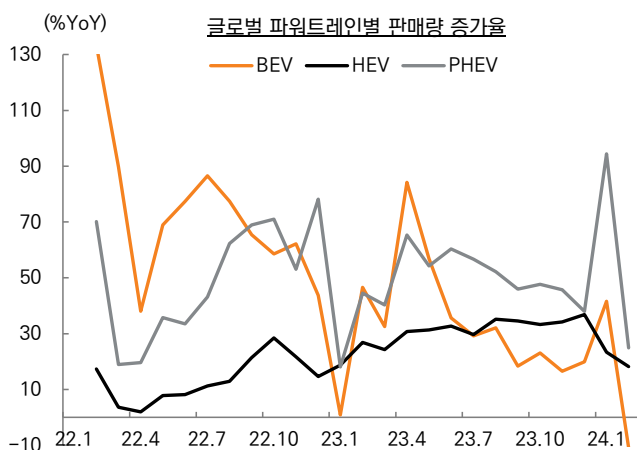
자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 161. 소비자들의 HEV/PHEV 선호도는 높다



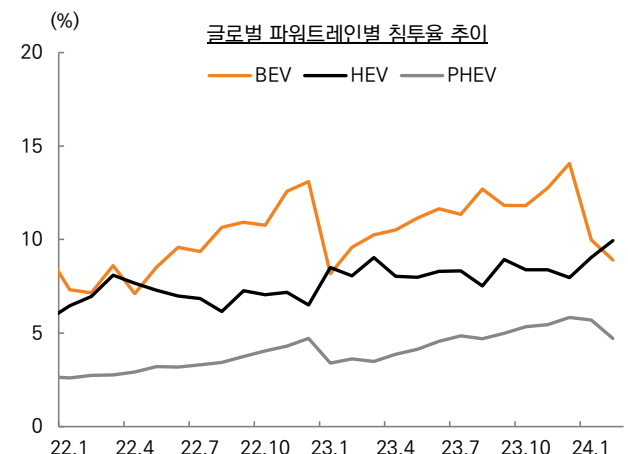
자료: 딜로이트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 162. BEV 성장률을 상회하는 HEV/PHEV



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 163. HEV/PHEV의 침투율도 우상향 지속



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

## 2) 친환경차 포트폴리오가 가장 잘 구축된 업체는 현대차·기아와 Ford

BEV와 HEV/PHEV도 동반 성장할 것이기에 친환경차 파워트레인에 전반적으로 유연하게 대응하는 업체가 단기 수익성과 성장성을 동시에 확보할 수 있을 것이다. 현재 주요 글로벌 완성차 업체 중 포트폴리오가 잘 구성되어 있는 업체는 현대차·기아와 Ford이다. 중국 시장 제외 기준 글로벌 BEV 3위, HEV 3위, PHEV 6위, MHEV 7위이다. 반면 일본 업체들의 경우 HEV가 대부분이다. GM은 BEV, 유럽 업체들은 PHEV/MHEV 비중이 높다.

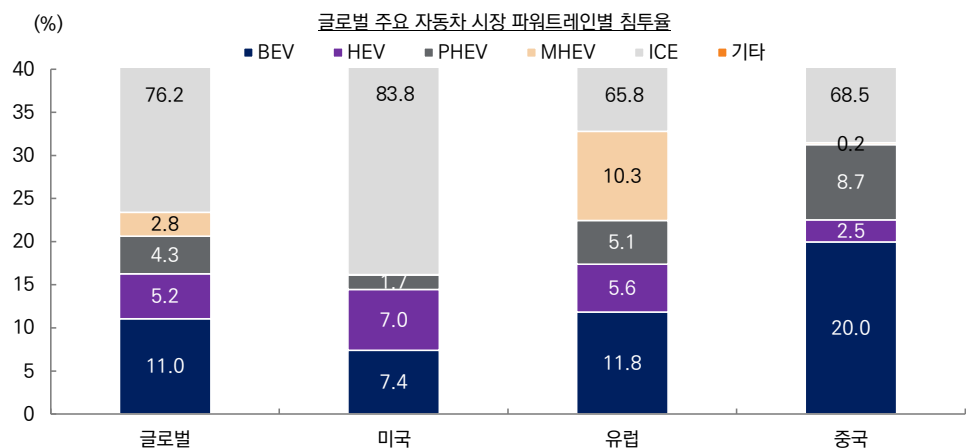
국가별 파워트레인 침투율을 살펴보면 현대차·기아의 강점인 BEV와 HEV는 미국/유럽에서 모두 높은 비중을 차지하고 있다. 반면 현대차·기아의 경쟁력이 다소 약한 PHEV는 중국에서, MHEV는 유럽에서 비중이 높다. 그러나 중국내 PHEV 시장은 현지 로컬 업체들이 과점하고 있고, MHEV는 유럽에서만 쓰이는 파워트레인이기에 BEV/HEV가 중요하다.

표 26. 23년 파워트레인별 점유율 순위 → 균형 있는 순위를 확보한 것은 현대기아

| No. | 전체 (중국제외)  | BEV        | HEV    | PHEV       | MHEV       |
|-----|------------|------------|--------|------------|------------|
| 1   | Toyota     | Tesla      | Toyota | Stellantis | Suzuki     |
| 2   | 현대차그룹      | Volkswagen | Honda  | Volkswagen | Volkswagen |
| 3   | Stellantis | 현대차그룹      | 현대차그룹  | BMW        | Stellantis |
| 4   | Volkswagen | Stellantis | 르노-닛산  | Geely      | Ford       |
| 5   | 르노-닛산      | 르노-닛산      | Ford   | Mercedes   | Mercedes   |
| 6   | Ford       | BMW        | Suzuki | 현대차그룹      | BMW        |
| 7   | GM         | Mercedes   | GWM    | Toyota     | 현대차그룹      |
| 8   | Suzuki     | Geely      | Tata   | Ford       | 르노-닛산      |
| 9   | Honda      | SAIC       | Mazda  | Tata       | Mazda      |
| 10  | BMW        | GM         | SAIC   | Mitsubishi | Geely      |

자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 164. 주요 자동차 시장 파워트레인별 침투율 현황 → 주요 시장 미국은 BEV/HEV가 중요



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

### 3) 현대차-기아는 HEV 수요 확대 수혜 업체이다

최근 글로벌 완성차 업체들이 앞다퉈 HEV 확대 계획을 발표하고 있지만, 사실상 이에 대응할 수 있는 업체는 일본 업체와 현대차-기아 그리고 Ford 뿐이다. 특히 현대차-기아는 HEV 수익성이 이미 ICE 수준이거나 일부 모델에서는 상회하는 수준이다. 이제서야 HEV를 확대하려는 업체들은 수익성이 높아질 때까지는 시간이 소요될 수 밖에 없다.

현대차-기아의 국내 모델의 납기를 살펴보면 HEV 수요를 체감할 수 있다. 디젤/가솔린 모델의 경우 납기가 평균 약 2.6개월인 반면 HEV 모델은 평균 약 6.8개월로 3배 수준이다. 현재 카니발, K5, K8, 니로, 스포티지, 쏘렌토 등에 HEV 트림을 도입한 상황이며 향후 펠리세이드(25년), 카니발(24년), 셀토스에 도입될 예정이다. HEV는 이제 시작이다.

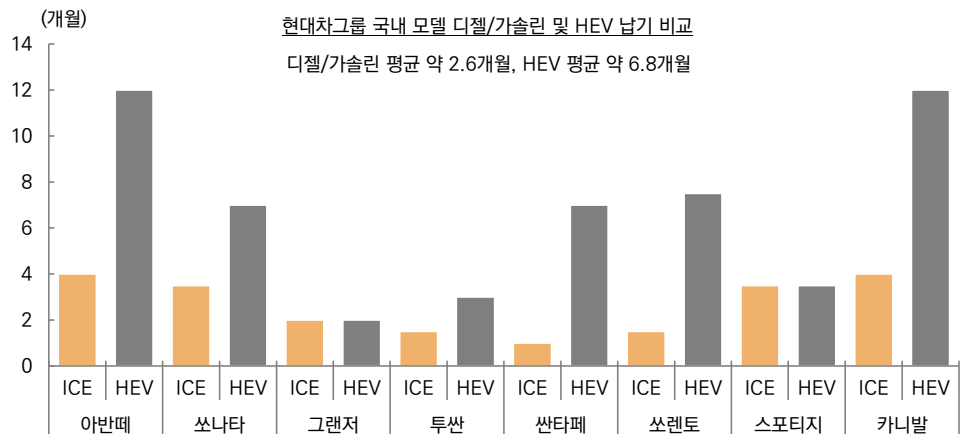
이에 현대차-기아는 HEV 계획을 확대하고 있다. 기존 ICE에서 바로 BEV로 전환될 예정이었던 프리미엄 세그먼트인 제네시스 브랜드에서는 HEV 트림을 도입할 예정이다. 이번 기아 CID 인베스터데이에서는 HEV 판매량 및 출시 차종 수를 확대했다.

표 27. 국가별 HEV 내 점유율 순위 → HEV 수요 확대 수혜 업체는 도요타와 현대기아

| No. | 글로벌               | 미국             | 유럽                | 중국              |
|-----|-------------------|----------------|-------------------|-----------------|
| 1   | Toyota (37.1%)    | Toyota (50.4%) | Toyota (18.0%)    | Toyota (68.7%)  |
| 2   | 현대기아 (10.4%)      | Honda (25.2%)  | 르노닛산 (14.3%)      | Honda (9.8%)    |
| 3   | 르노닛산 (9.9%)       | 현대기아 (13.4%)   | 현대기아 (10.9%)      | GAC (6.5%)      |
| 4   | Honda (8.5%)      | Ford (10.6%)   | VW (10.4%)        | GM (3.5%)       |
| 5   | Suzuki (7.3%)     |                | Stellantis (9.9%) | 르노닛산 (2.8%)     |
| 6   | Ford (5.4%)       |                | Ford (9.2%)       | VW (2.5%)       |
| 7   | VW (4.7%)         |                | BMW (6.2%)        | GWM (2.4%)      |
| 8   | Stellantis (4.0%) |                | Mercedes (5.8%)   | Dongfeng (2.1%) |
| 9   | Mercedes (2.6%)   |                | Suzuki (4.9%)     |                 |
| 10  | BMW (2.5%)        |                | Geely (2.9%)      |                 |

자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 165. 국내를 사례로 모델 주문대기기간을 살펴보면 HEV에 대한 수요가 높은 상황



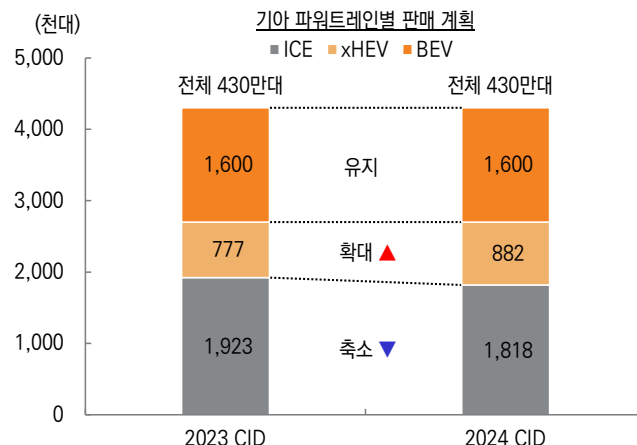
자료: 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

표 28. 글로벌 완성차 업체 HEV 계획 확대

| 업체명  | 발표시점 | 세부 내용                                                               |
|------|------|---------------------------------------------------------------------|
| GM   | 4Q23 | - 북미 등 시장에서 주요 브랜드 PHEV 신모델 투입<br>- 하이브리드 기술 재검토 예정                 |
| Ford | 3Q23 | - 볼륨 픽업트럭 F-150 HEV 24년 생산량 +20%YoY                                 |
|      | 2Q23 | - HEV 판매량 향후 5년간 4배 확대할 예정                                          |
| 도요타  | -    | - 24년 FY HEV 판매 목표 350만대에서 360만대로 상향                                |
| 현대기아 | -    | - 기아 30년 xHEV 목표 77.7만대에서 88.2만대로 상향<br>- 제네시스 2025년 하이브리드 트림 도입 검토 |

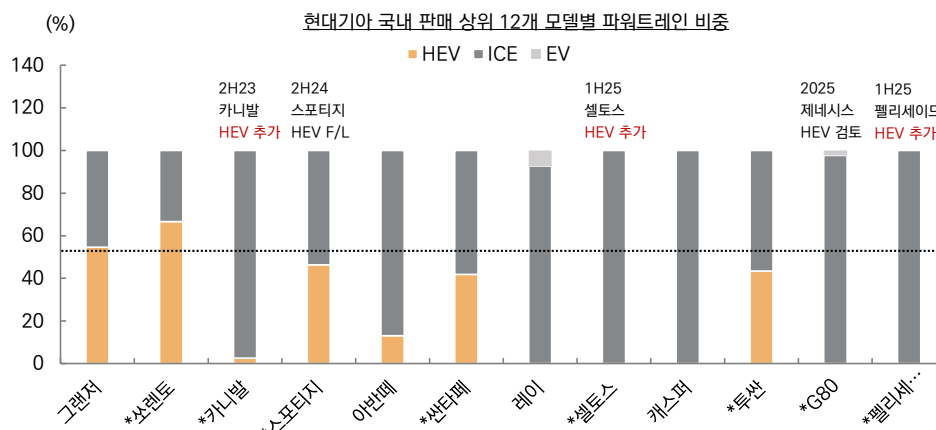
자료: 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 166. 기아는 xHEV 중장기 판매 계획을 확대함



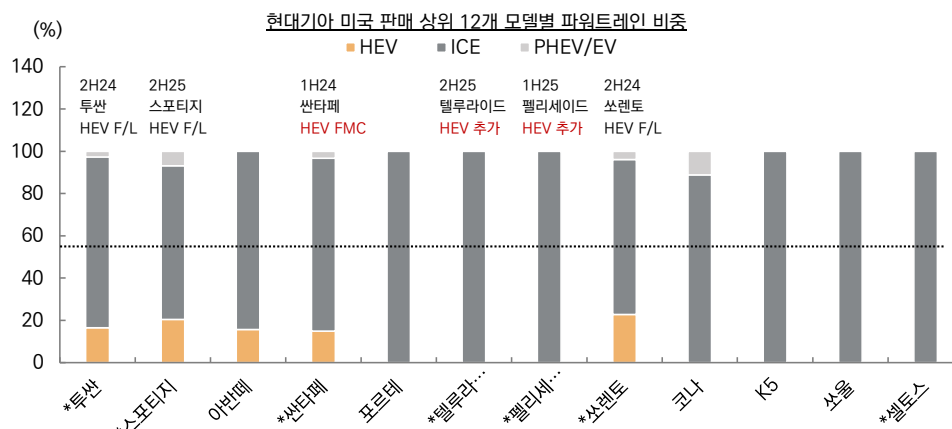
자료: 기아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 167. 국내 판매 모델 중 HEV 침투율 상승 여력은 충분한 상황. 신차 출시가 건인



자료: Marklines, 현대차, 기아 미래에셋증권 리서치센터

그림 168. 미국 판매 모델 중 HEV 침투율 상승 여력은 충분한 상황. 신차 출시가 건인



자료: Marklines, 현대차, 기아 미래에셋증권 리서치센터

## IV. 고ROE-저PBR 업종, 밸류업 프로그램 수혜

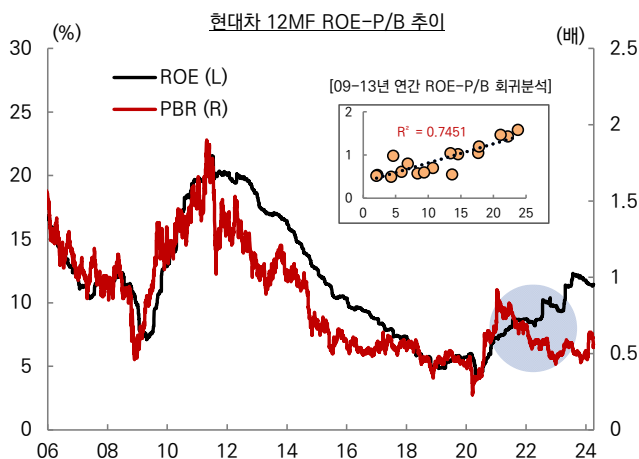
### 결론: 부각될 저PBR 매력, 주주환원 확대 예상

SideComment\_B  
SideComment

#### 1) 고성장한 ROE과 PBR의 디커플링

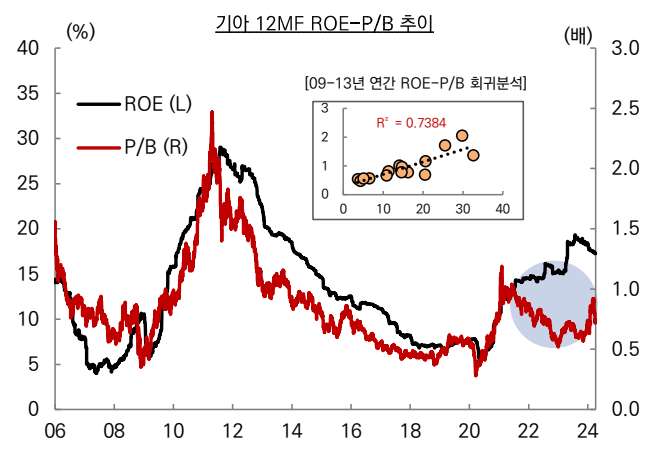
현대차·기아는 21년 이후 ROE 고성장을 이뤄냈지만 PBR과의 디커플링이 발생했다. 역사적으로 양사의 ROE-PBR간 회귀식 상관계수는 0.7 이상으로 연관성이 높다. 디커플링의 원인으로는 앞서 언급했듯 ROE 지속성 우려 및 COE 상승의 영향과 더불어 주주환원정책의 영향이라고 판단한다. 양사는 18년 엘리엇 사태 이후 주주환원을 강화했지만 글로벌 경쟁사와 비교해보면 낮다. 양사는 21년 이후 ROE 고성장을 이뤄냈지만 상대적으로 낮은 주주환원정책은 호실적 지속성에 대한 우려를 야기했을 것으로 판단한다.

그림 169. 현대차의 고성장한 ROE와 디커플링된 P/B



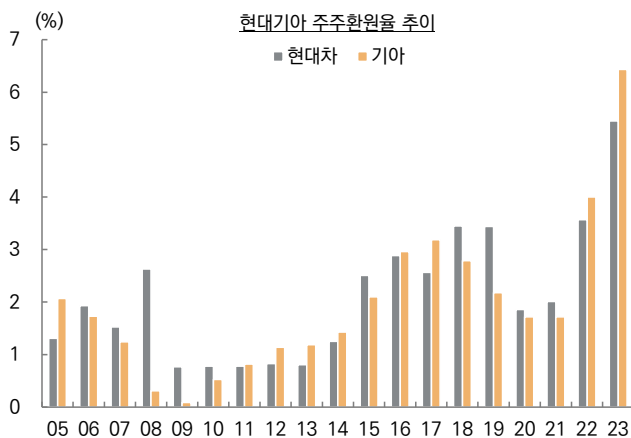
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 170. 기아의 고성장한 ROE와 디커플링된 P/B



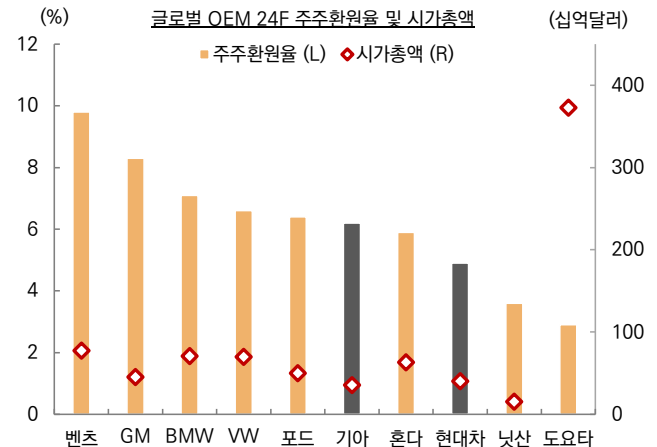
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 171. 현대기아 주주환원은 밸류업 이전부터 확대되어 왔음



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 172. 그러나 글로벌 경쟁사들과 비교해보면 아직 낮은 수준



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

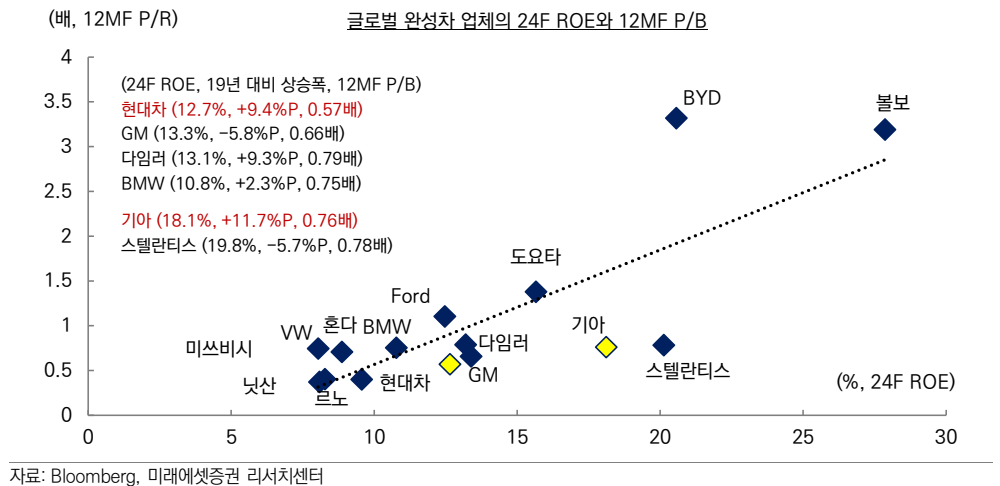
## 2) 저평가 해소의 촉매로 작용할 밸류업 프로그램

올해부터 본격적으로 추진되는 밸류업 프로그램은 현대차·기아의 저평가 해소의 촉매가 될 것으로 예상된다. 연초 이후 현대차·기아는 고ROE-저PBR 매력에 부각됨에 따라 큰 폭의 주가 상승을 이뤄냈다. 결산배당이 지급되고 4월 총선 및 실적시즌을 앞두고 변동성이 확대된 모습이지만, 5월부터 밸류업 프로그램이 적극적으로 도입될 예정이다. 현대차·기아는 글로벌 경쟁사와 비교해봐도 여전히 ROE 대비 PBR은 여전히 매력적이다.

밸류업 프로그램이 시행될 가운데 현대차·기아의 주주환원정책은 확대될 가능성이 높다. 1) 풍부한 현금흐름과 인도 법인 IPO를 고려하면 주주환원확대 여력은 충분하다. 2) 일본의 사례를 참고하면 완성차 업체들이 지수에 포함되기 위해 노력했던 것처럼 현대차·기아도 관련 조치를 취할 것으로 예상된다. 주주환원 확대는 ROE를 높여 PBR이 상승하는 요인이다. 주주가치 상승과 더불어 이뤄낸 ROE 고성장에도 대한 신뢰도를 높여주는 조치이다.

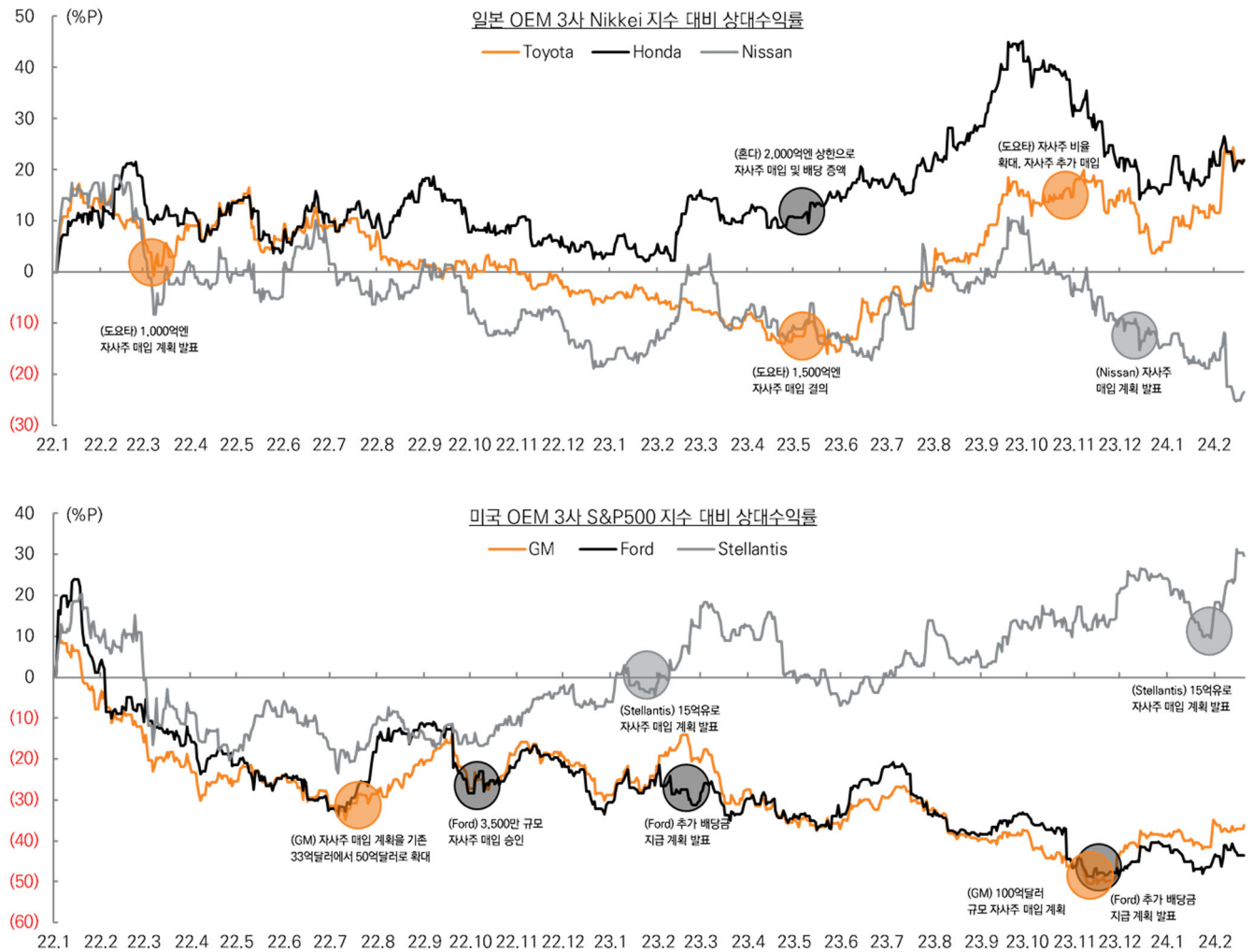
최근 밸류업 프로그램에 대한 회의론이 불거진 것은 사실이다. 다만 밸류업 프로그램을 통한 저평가 해소의 핵심은 주주환원의 확대이다. 주주환원의 확대는 주주가치 상승을 의미하며 실적 안정성에 대한 신뢰도를 높여준다. 실제로 일본과 미국 경쟁사의 사례를 살펴보면 배당성향 상향 또는 자사주 매입소각을 통해 시장 대비 아웃퍼폼을 지속하는 모습을 보여줬다. 현대차·기아는 밸류업 프로그램 이전부터 2018년 엘리엇 사태 이후 주주환원을 확대하기 시작했다. 양사의 주주환원 확대는 이제 시작이다.

그림 173. 현대기아의 고ROE 대비 P/B 매력도는 높다



(아래 계속)

그림 174. 일본과 미국 주요 OEM 업체들이 주주환원을 확대한 시점 이후 시장 대비 아웃퍼폼을 지속하는 모습 (주가는 22.01 = 100)



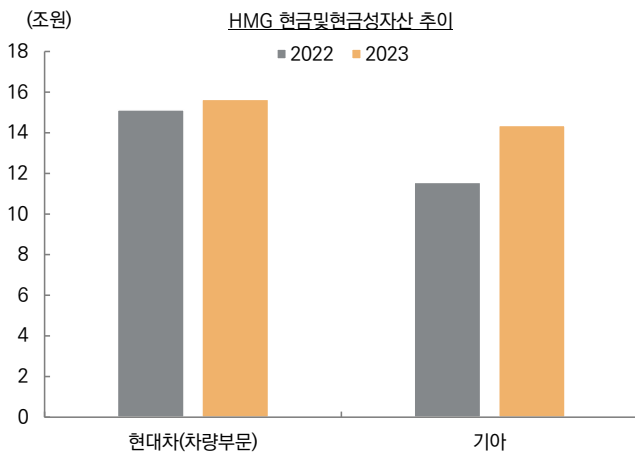
자료: Bloomberg, 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

## 1. 현대차·기아의 주주환원 확대 여력은 충분하다

현대차·기아의 1) 풍부한 순현금, 2) 높은 FCF/시가총액 비율, 3) 낮은 부채비율을 고려하면 주주환원을 확대할 수 있는 여력은 충분하다고 판단한다. 차량부분 현금및현금성자산은 약 15조원에 달하고, 현대차의 경우 투자규모가 상대적으로 크지만 FCF는 건조하다.

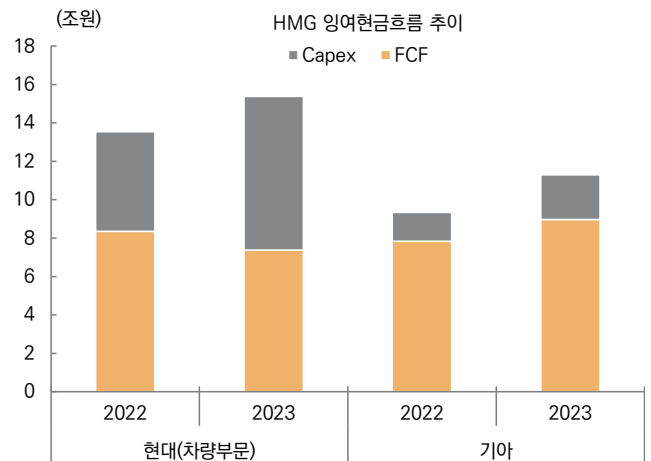
한편 언론 보도에 따르면 인도 법인 IPO를 추진 중인 것으로 알려졌다. 현재 주관사와 법률자문사까지 선정했고 9~11월 상장을 목표하는 것으로 알려졌다. 회사는 공시를 통해 다양한 활동을 검토 중이나 확정된 사항은 없다고 밝혔다. 1) 언론 보도를 통해 알려진 내용이 구체적인 것, 2) 현재 인도 증시 상황을 고려했을 때 인도 IPO를 통해 조달할 수 있는 자금이 크고, 이를 통해 모회사 현대차도 재평가될 가능성이 높기 때문이다.

그림 175. 현대기아의 현금여력은 풍부하다 (2)



자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 176. 현대기아의 현금여력은 풍부하다 (2)



자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

표 29. 인도 법인 자금조달 시나리오 → 가능성 높다고 판단

| 구분         | 상세 내용                                     |
|------------|-------------------------------------------|
| 이벤트 타임라인   | - (2월 5일/언론) 현대차, 인도 법인 IPO를 위한 초기 협상 진행중 |
|            | - (2월 7일/언론) 현대차, 인도 법인 IPO를 위한 주관사 PT 진행 |
|            | - (2월 7일/현대차) 상장 포함 다양한 활동 상시 검토중. 확정 없음  |
|            | - (2월 20일/언론) 현대차, 인도 법인 IPO 주관사 선정 완료    |
|            | - (2월 27일/언론) 현대차, 인도 법인 IPO 법률자문사 선정 완료  |
|            | - 언론에 따르면 5월 증권신고서를 제출하고, 9~11월 상장 목표     |
| 자금조달 규모 추정 | - 구주매출은 15~20%로 약 4.4조원~7.5조원 조달 예상       |
|            | - 인도 법인 기업가치는 220억~280억원(29조~37조원)        |
|            | - 현대차는 약 15~20%의 지분을 매각해 33~56억달러 조달      |

자료: 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

## 2. 완성차 업체들의 ‘밸류업 지수 포함 노력’

현대차·기아는 밸류업 지수에 포함되기 위해 노력할 것으로 예상된다. 정부는 올해 9월 ‘코리아 밸류업 지수’를 개발할 예정이고, 연내 밸류업 지수 관련 ETF를 출시할 계획이다. 일본의 사례를 살펴보면 23년 7월 발표된 일본 ‘JPX Prime 150 Index’에 대부분의 자동차 완성차 업체가 포함되지 못했다. 일본 시가총액 1위인 도요타도 포함이다. 이들은 첫번째 조건인 ROE-COE 스프레드 기준은 충족했으나, 두번째 조건은 PBR 기준을 충족하지 못했다. 이에 그 다음 분기 실적 발표에서 이들 업체는 앞다퉈 주주환원 정책을 발표했다.

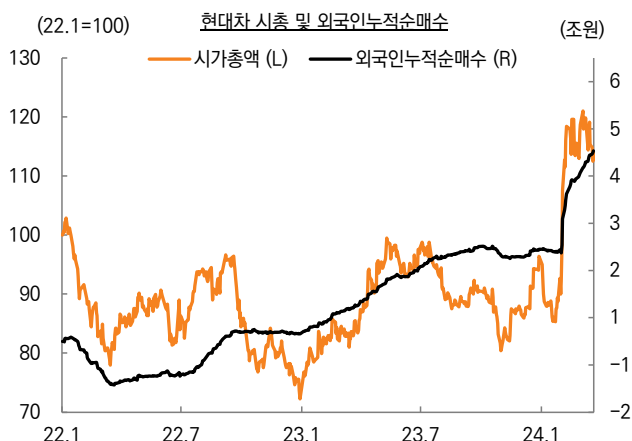
국내에서 도입될 지수의 구체적인 조건은 아직 발표되지 않았지만 일본과 유사할 것으로 예상된다. 그렇다면 PBR에 대한 조건이 추가될텐데 양사의 PBR은 여전히 1배 미만이다. 특히 현대차가 크게 미달하는 상황이기에 지수 포함에 노력하기 위한 조치를 취할 가능성이 높다고 판단한다. 현재 현대차는 코스피 시가총액 6위, 기아는 7위이다.

그림 177. 일본 밸류업 지수 포함 기준과 당시 제외된 OEM 업체들의 현황

| 일본 JPX Prime 150 Index 종목 조건 및 자동차 업체 포함 여부 |     |                                                                                |                        |
|---------------------------------------------|-----|--------------------------------------------------------------------------------|------------------------|
| 조건                                          |     | 상세내용                                                                           |                        |
| ① ROE-COE                                   |     | - 당기 및 전기 ROE-COE 스프레드가 0보다 크고 ROE 8% 이상<br>- 시가총액 상위 500개 종목 중 스프레드 상위 75개 기업 |                        |
| ② Trailing PBR                              |     | - 당기 PBR 및 최근 2개년 PBR 평균이 모두 1배 이상<br>- 시가총액 상위 75개 종목. 동일할 경우 당기 PBR 높은 종목    |                        |
| 기업                                          |     | ① ROE-COE (전기/당기)                                                              | ② Trailing PBR (당기/평균) |
| 도요타                                         | 미포함 | 11.51 / 8.98                                                                   | 0.90 / 1.04            |
| 미쓰비시                                        | 포함  | 13.28 / 23.97                                                                  | 0.97 / 0.89            |
| 혼다                                          | 미포함 | 7.23 / 6.02                                                                    | 0.52 / 0.55            |
| 닛산                                          | 미포함 | 5.06 / 4.57                                                                    | 0.38 / 0.43            |
| 스바루                                         | 미포함 | 3.82 / 10.04                                                                   | 0.77 / 0.78            |
| 스즈키                                         | 포함  | 8.99 / 11.18                                                                   | 1.12 / 1.11            |

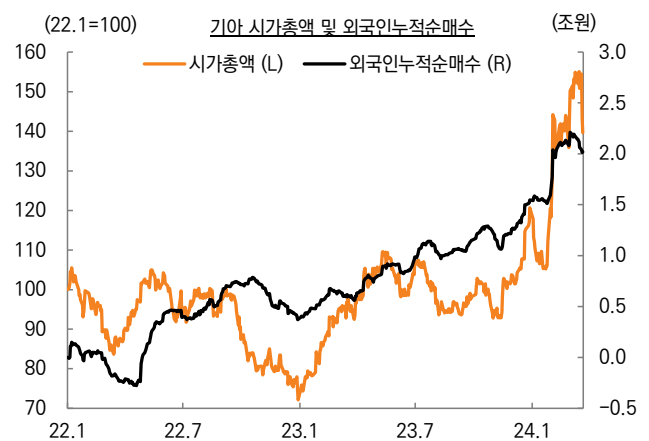
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 178. 현대차 시가총액 변동에 대한 영향이 큰 외국인



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 179. 기아 시가총액 변동에 대한 영향이 큰 외국인



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Appendix: 국내외 자동차/부품 밸류체인

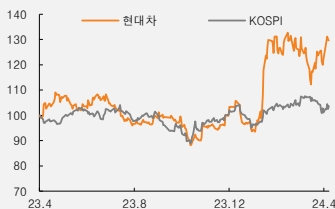
| ■ 자동차/부품 |                  | 국가             | 종목      | 시가총액<br>(십억원) | 주가(원) |      |      |      |         |        | 벤치마크 초과수익률(%) |      |      |       |       |       | 고점대비하락률 |      |             |         | 저점대비상승률 |         |      |      | 종목     | 매출액(십억원) |        |       | YoY  |        | 영업이익(십억원) |        |       | YoY  |         | 순이익(십억원) |             |      | YoY  |      | 자산   | 자본   | 종목   | PER(배) |      | PBR(배) |      | PSR(배) |  | ROE(%) |  | EV/EBITDA(배) |  |
|----------|------------------|----------------|---------|---------------|-------|------|------|------|---------|--------|---------------|------|------|-------|-------|-------|---------|------|-------------|---------|---------|---------|------|------|--------|----------|--------|-------|------|--------|-----------|--------|-------|------|---------|----------|-------------|------|------|------|------|------|------|--------|------|--------|------|--------|--|--------|--|--------------|--|
|          |                  |                |         |               | 증가    | 1D   | 5D   | 3M   | 6M      | 지수     | 증가            | 1D   | 5D   | 3M    | 6M    | 1M    | 3M      | 1M   | 3M          | 23      | 24F     | 25F     | 24F  | 25F  |        | 23       | 24F    | 25F   | 24F  | 25F    | 23        | 24F    | 25F   | 24F  | 25F     | 23       | 23          | 24F  | 25F  | 24F  |      |      |      | 25F    | 24F  | 25F    | 24F  | 25F    |  |        |  |              |  |
|          |                  |                |         |               |       |      |      |      |         |        |               |      |      |       |       |       |         |      |             |         |         |         |      |      |        |          |        |       |      |        |           |        |       |      |         |          |             |      |      |      |      |      |      |        |      |        |      |        |  |        |  |              |  |
| 완성차      | 내연기관<br>&<br>전기차 | 한국 현대차         | 52,249  | 249,500       | -0.2  | 6.2  | 33.2 | 42.1 | KOSPI   | 2,656  | -1.3          | 3.7  | 27.0 | 26.7  | -2.3  | -2.3  | 31.3    | 47.0 | 현대차         | 162,664 | 169,129 | 175,099 | 4.0  | 3.5  | 15,127 | 14,831   | 15,118 | -2.0  | 1.9  | 11,962 | 12,929    | 13,270 | 8.1   | 2.6  | 282,463 | 101,809  | 현대차         | 5.5  | 5.3  | 0.7  | 0.6  | 0.4  | 0.4  | 12.1   | 11.4 | 7.9    | 7.5  |        |  |        |  |              |  |
|          |                  | 한국 기아          | 47,522  | 118,200       | 1.4   | 7.1  | 25.2 | 48.3 | KOSPI   | 2,656  | 0.3           | 4.6  | 19.0 | 33.0  | -8.0  | -8.0  | 20.6    | 53.7 | 기아          | 99,808  | 102,492 | 106,035 | 2.7  | 3.5  | 11,608 | 11,230   | 11,398 | -3.3  | 1.5  | 8,777  | 8,990     | 9,158  | 2.4   | 1.9  | 80,628  | 46,558   | 기아          | 5.3  | 5.2  | 0.9  | 0.8  | 0.5  | 0.5  | 18.0   | 16.1 | 2.1    | 1.7  |        |  |        |  |              |  |
|          |                  | 일본 Toyota      | 500,265 | 30,663        | 0.4   | -0.3 | 21.3 | 33.0 | TOPIX   | 2,686  | -0.5          | -2.6 | 15.1 | 13.9  | -9.3  | -9.3  | 19.2    | 39.5 | Toyota      | 407,041 | 396,859 | 420,436 | -2.5 | 5.9  | 45,321 | 45,723   | 50,088 | 0.9   | 9.5  | 41,898 | 37,291    | 38,125 | -11.0 | 2.2  | 775,130 | 308,498  | Toyota      | 10.3 | 9.5  | 1.4  | 1.3  | 1.3  | 1.2  | 15.6   | 13.9 | 12.9   | 12.3 |        |  |        |  |              |  |
|          |                  | 독일 Volkswagen  | 96,628  | 204,129       | 1.2   | -1.6 | 9.1  | 30.9 | DAX     | 18,161 | -0.1          | -4.0 | 1.9  | 7.2   | -6.7  | -6.7  | 8.6     | 29.5 | Volkswagen  | 455,399 | 482,259 | 500,464 | 5.9  | 3.8  | 32,429 | 33,575   | 36,256 | 3.5   | 8.0  | 23,455 | 22,933    | 24,553 | -2.2  | 7.1  | 860,855 | 272,324  | Volkswagen  | 4.5  | 4.2  | 0.4  | 0.4  | 0.2  | 0.2  | 8.0    | 7.8  | 0.8    | 0.1  |        |  |        |  |              |  |
|          |                  | 독일 Daimler     | 114,534 | 109,487       | 1.5   | 0.5  | 21.2 | 32.4 | DAX     | 18,161 | 0.2           | -1.9 | 14.0 | 8.7   | -2.9  | -2.9  | 20.2    | 33.8 | Daimler     | 216,503 | 223,942 | 228,309 | 3.4  | 1.9  | 24,619 | 24,157   | 24,307 | -1.9  | 0.6  | 20,151 | 17,857    | 17,823 | -11.4 | -0.2 | 377,160 | 133,094  | Daimler     | 6.3  | 6.0  | 0.8  | 0.7  | 0.5  | 0.5  | 13.2   | 13.2 | 1.9    | 1.8  |        |  |        |  |              |  |
|          |                  | 미국 Ford        | 70,323  | 17,615        | -1.9  | 5.4  | 12.3 | 28.4 | S&P500  | 5,100  | -2.9          | 2.7  | 8.8  | 4.5   | -6.3  | -6.3  | 10.7    | 31.9 | Ford        | 230,224 | 236,504 | 240,361 | 2.7  | 1.6  | 7,132  | 14,114   | 13,422 | 97.9  | -4.9 | 5,680  | 9,359     | 9,109  | 64.8  | -2.7 | 354,223 | 55,468   | Ford        | 6.7  | 6.9  | 1.1  | 1.0  | 0.3  | 0.3  | 13.5   | 12.2 | 2.5    | 2.5  |        |  |        |  |              |  |
|          |                  | 미국 GM          | 71,995  | 63,131        | 0.5   | 8.2  | 30.3 | 68.4 | S&P500  | 5,100  | -0.5          | 5.5  | 26.8 | 44.5  | 0.0   | 0.0   | 29.5    | 72.0 | GM          | 224,541 | 240,423 | 243,334 | 7.1  | 1.2  | 12,149 | 17,909   | 16,347 | 47.4  | -8.7 | 13,233 | 14,329    | 13,956 | 8.3   | -2.6 | 353,905 | 88,529   | GM          | 5.0  | 4.8  | 0.8  | 0.6  | 0.3  | 0.3  | 13.7   | 12.7 | 2.5    | 2.6  |        |  |        |  |              |  |
|          |                  | 독일 BMW         | 99,308  | 156,410       | 1.0   | 0.5  | 12.3 | 20.7 | DAX     | 18,161 | -0.4          | -1.9 | 5.1  | -3.0  | -7.2  | -7.2  | 11.9    | 21.1 | BMW         | 219,724 | 231,114 | 237,720 | 5.2  | 2.9  | 26,076 | 23,228   | 23,058 | -10.9 | -0.7 | 15,953 | 15,095    | 15,229 | -5.4  | 0.9  | 359,764 | 133,247  | BMW         | 6.4  | 6.4  | 0.7  | 0.7  | 0.4  | 0.4  | 10.8   | 10.1 | 3.7    | 3.5  |        |  |        |  |              |  |
|          |                  | 일본 Honda       | 80,743  | 15,292        | 0.3   | 0.2  | 10.5 | 9.7  | TOPIX   | 2,686  | -0.6          | -2.1 | 4.3  | -9.4  | -8.9  | -8.9  | 7.6     | 25.4 | Honda       | 180,495 | 187,818 | 190,037 | 4.1  | 1.2  | 10,459 | 12,883   | 12,527 | 23.2  | -2.8 | 8,733  | 9,506     | 9,729  | 8.9   | 2.3  | 252,417 | 113,507  | Honda       | 7.9  | 8.0  | 0.7  | 0.6  | 0.4  | 0.4  | 9.4    | 8.4  | 6.8    | 6.3  |        |  |        |  |              |  |
|          |                  | 네덜 Stellantis  | 107,865 | 33,940        | 0.7   | -4.9 | 18.0 | 33.1 | FTSEMIB | 34,250 | -0.2          | -5.9 | 4.8  | 7.6   | -15.1 | -15.1 | 18.3    | 35.2 | Stellantis  | 267,833 | 280,496 | 287,926 | 4.7  | 2.6  | 31,618 | 32,226   | 32,417 | 1.9   | 0.6  | 26,277 | 24,852    | 24,971 | -5.4  | 0.5  | 289,841 | 117,756  | Stellantis  | 4.1  | 4.0  | 0.8  | 0.7  | 0.4  | 0.4  | 20.1   | 18.5 | 1.4    | 1.3  |        |  |        |  |              |  |
|          |                  | 이탈 Ferrari     | 104,990 | 581,015       | 2.1   | 1.9  | 26.0 | 39.6 | FTSEMIB | 34,250 | 1.2           | 0.9  | 12.7 | 14.1  | -2.9  | -2.9  | 24.9    | 40.0 | Ferrari     | 8,436   | 9,598   | 10,335  | 13.8 | 7.7  | 2,285  | 2,693    | 2,986  | 17.8  | 10.9 | 1,769  | 2,029     | 2,231  | 14.7  | 10.0 | 11,545  | 4,403    | Ferrari     | 51.0 | 45.6 | 16.3 | 13.7 | 10.9 | 10.1 | 40.5   | 37.4 | 27.3   | 25.0 |        |  |        |  |              |  |
|          |                  | 스웨덴 Volvo      | 72,532  | 35,402        | 1.5   | 0.4  | 14.9 | 33.0 | OMX     | 2,558  | 0.2           | -1.8 | 6.9  | 8.2   | -11.5 | -11.5 | 13.8    | 29.4 | Volvo       | 68,098  | 65,265  | 68,724  | -4.2 | 5.3  | 8,544  | 8,038    | 8,698  | -5.9  | 8.2  | 6,138  | 6,150     | 6,610  | 0.2   | 7.5  | 87,033  | 23,336   | Volvo       | 11.4 | 10.7 | 3.2  | 2.8  | 1.1  | 1.1  | 28.2   | 27.6 | 5.5    | 5.0  |        |  |        |  |              |  |
|          |                  | 중국 SAIC        | 33,439  | 2,889         | 0.4   | -0.2 | 9.4  | 0.2  | SHASHR  | 3,238  | -0.8          | -1.0 | 2.3  | -2.1  | -1.0  | -1.9  | 11.2    | 15.9 | SAIC        | 137,383 | 147,260 | 151,145 | 7.2  | 2.6  | 1,990  | 5,062    | 5,595  | 154.3 | 10.5 | 2,602  | 2,803     | 3,023  | 7.7   | 7.9  | 183,725 | 62,584   | SAIC        | 11.6 | 10.8 | 0.6  | 0.6  | 0.2  | 0.2  | 5.1    | 5.4  | 7.4    | 5.9  |        |  |        |  |              |  |
|          |                  | 중국 GWM         | 35,871  | 2,041         | -1.9  | 5.3  | 41.3 | 7.2  | HSI     | 17,651 | -4.0          | -3.5 | 31.5 | 5.8   | -1.9  | -3.3  | 51.0    | 51.0 | GWM         | 31,954  | 41,884  | 48,692  | 31.1 | 16.3 | 1,165  | 1,926    | 2,426  | 65.3  | 26.0 | 1,295  | 1,807     | 2,094  | 39.5  | 15.9 | 36,734  | 12,504   | GWM         | 9.5  | 8.0  | 1.2  | 1.1  | 0.9  | 0.7  | 12.8   | 13.8 | 10.8   | 9.1  |        |  |        |  |              |  |
|          |                  | 인도 Tata Motors | 60,513  | 16,507        | -0.2  | 3.8  | 23.1 | 55.9 | SENSEX  | 73,730 | 0.6           | 2.9  | 20.6 | 40.3  | -3.8  | -3.8  | 18.8    | 59.2 | Tata Motors | -       | 76,518  | 83,298  | -    | 8.9  | -      | 5,814    | 6,602  | -     | 13.6 | -      | 3,811     | 4,588  | -     | 20.4 | 53,358  | 8,351    | Tata Motors | 16.4 | 13.6 | 5.8  | 4.2  | 0.8  | 0.7  | 34.4   | 30.5 | 6.6    | 5.7  |        |  |        |  |              |  |
|          |                  | 일본 Nissan      | 18,750  | 4,796         | 0.4   | -2.2 | -2.0 | -7.5 | TOPIX   | 2,686  | -0.4          | -4.5 | -8.2 | -26.6 | -14.6 | -14.6 | 3.4     | 3.4  | Nissan      | 114,239 | 116,945 | 117,714 | 2.4  | 0.7  | 5,268  | 5,245    | 5,190  | -0.4  | -1.0 | 4,025  | 3,488     | 3,448  | -13.3 | -1.1 | 170,751 | 56,580   | Nissan      | 5.3  | 5.3  | 0.4  | 0.3  | 0.2  | 0.2  | 8.0    | 8.1  | 8.7    | 8.5  |        |  |        |  |              |  |
|          |                  | 홍콩 Geely Auto  | 16,625  | 1,652         | 2.1   | 6.6  | 20.8 | 5.3  | HSI     | 17,651 | -0.1          | -2.2 | 11.1 | 3.8   | -4.4  | -4.4  | 27.9    | 27.9 | Geely Auto  | 33,059  | 40,927  | 47,074  | 23.8 | 15.0 | 679    | 1,123    | 1,462  | 65.4  | 30.2 | 979    | 1,358     | 1,766  | 38.6  | 30.1 | 35,151  | 15,541   | Geely Auto  | 12.3 | 9.5  | 1.0  | 0.9  | 0.4  | 0.4  | 8.3    | 9.7  | 3.6    | 2.6  |        |  |        |  |              |  |
|          |                  | 중국 Changan     | 27,292  | 3,149         | 3.4   | 6.7  | 16.7 | 4.8  | SZASHR  | 1,808  | 1.7           | -5.2 | 11.1 | 11.8  | -10.0 | -22.9 | 40.5    | 40.5 | Changan     | 27,911  | 36,033  | 43,434  | 29.1 | 20.5 | 1,199  | 1,762    | 2,282  | 46.9  | 29.5 | 2,090  | 1,655     | 2,088  | -20.8 | 26.2 | 34,708  | 13,631   | Changan     | 19.4 | 15.3 | 2.1  | 1.9  | 0.8  | 0.6  | 10.6   | 12.3 | 7.6    | 5.4  |        |  |        |  |              |  |
|          |                  | 일본 Mitsubishi  | 11,807  | 7,839         | 0.1   | -0.2 |      |      |         |        |               |      |      |       |       |       |         |      |             |         |         |         |      |      |        |          |        |       |      |        |           |        |       |      |         |          |             |      |      |      |      |      |      |        |      |        |      |        |  |        |  |              |  |

# **Global Company Analysis**

|               |          |
|---------------|----------|
| 투자 의견(신규)     | 매수       |
| 목표주가(신규)      | 350,000원 |
| 현재주가(24/4/26) | 249,500원 |
| 상승여력          | 40.3%    |

|                          |          |
|--------------------------|----------|
| 영업이익(24F, 십억원)           | 15,013   |
| Consensus 영업이익(24F, 십억원) | 14,831   |
| EPS 성장률(24F, %)          | 6.8      |
| MKT EPS 성장률(24F, %)      | 70.8     |
| P/E(24F, x)              | 5.4      |
| MKT P/E(24F, x)          | 11.1     |
| KOSPI                    | 2,656.33 |
| 시가총액(십억원)                | 52,249   |
| 발행주식수(백만주)               | 209      |
| 유동주식비율(%)                | 66.4     |
| 외국인 보유비중(%)              | 40.0     |
| 베타(12M) 일간수익률            | 1.04     |
| 52주 최저가(원)               | 169,700  |
| 52주 최고가(원)               | 255,500  |

| (%)  | 1M  | 6M   | 12M  |
|------|-----|------|------|
| 절대주가 | 3.7 | 39.0 | 23.8 |
| 상대주가 | 7.7 | 20.3 | 15.8 |



[자동차/부품]

김진석

jinsuk.kim@miraeasset.com

## 현대차

## 세 개의 톱니바퀴가 맞물려 돌아간다

## 투자 의견 '매수'와 목표주가 350,000원. 커버리지 개시

목표주가는 350,000원은 24F EPS 46,533원에 Target P/E 7.6배(12~13년 연간 P/E 평균)을 적용했다. 12~13년은 09~11년 고성장 이후 신차 출시 및 해외 생산역량 확대하며 견고한 이익체력을 증명한 구간이다. 7.6배의 코스피 P/E 대비 할인폭은 -29%이다. 과거 10년 평균 할인폭은 -28%이다. 19~24F 영업이익 CAGR 33% 예상되는데 현재 12MF P/E는 5.3배로 과거 10년 평균 대비 -30%이다. 목표주가의 Implied P/B는 0.93배이다. 참고로 동사의 2007~2023년 ROE-P/B 회귀식(결정계수 0.75)에 24F ROE 13.1% 적용하여 산출한 P/B는 0.95배이다.

## 투자포인트 1) 24년 감익 제한적, 25년 증익 구간 진입

동사 영업이익은 24년 -0.8% YoY로 제한적 감익, 25년 +3.4% YoY로 증익 구간 진입하며 피크아웃 우려 완화될 것으로 예상된다. 1) ASP는 24년 +1.1%, 25년 +0.4%로 견고하게 유지되겠다. 인센티브 상승 제한, MSRP 상승 지속, 제품믹스 개선을 예상한다. 2) 글로벌 도매판매량은 24년 +2.3%, 25년 +4.8% 예상된다. 미국/유럽/국내/인도 등 고수익 지역 중심 판매 성장 지속되겠다. 3) 미국 시장 점유율 유지되겠다. 세그먼트별 분석 결과 신차 출시 및 BEV 효과가 기대된다. 4) 작년 하반기부터 증익 요인으로 작용한 원가 하락 효과도 연간에 걸쳐 발생한다.

## 투자포인트 2) 높아질 미국 BEV 점유율, HEV 수요 확대

동사는 가장 중요한 전기차 시장인 미국에서 ICE-BEV 점유율 격차를 축소하고 있다. 향후 BEV 점유율은 더 높아질 것으로 예상된다. 24년 IRA 보조금 확보할 것으로 예상된다. 경쟁사들이 계획을 철회/연기하는 가운데 동사는 이미 BEV 사업 BEP를 달성했으며 계획을 유지했다. 수익성은 견고할 것이다. HEV 수요가 확대되는 가운데, 동사는 ICE-BEV-HEV에 대응할 수 있는 포트폴리오 역량을 보유하고 있다.

## 투자포인트 3) 밸류업 프로그램은 촉매, 주주환원 확대 예상

밸류업 프로그램이 시행되는 가운데 고ROE-저PBR 매력 부각될 것으로 예상된다. 동사의 1) 풍부한 현금흐름과 2) 밸류업 지수 포함 노력을 고려하면 주주환원 확대 가능성 높다고 판단한다. 주주환원은 ROE 지속성을 증명하는 효과적인 조치다.

| 결산기 (12월)  | 2021    | 2022    | 2023    | 2024F   | 2025F   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 (십억원)  | 117,611 | 142,151 | 162,664 | 169,973 | 178,397 |
| 영업이익 (십억원) | 6,679   | 9,825   | 15,127  | 15,013  | 15,526  |
| 영업이익률 (%)  | 5.7     | 6.9     | 9.3     | 8.8     | 8.7     |
| 순이익 (십억원)  | 4,942   | 7,364   | 11,962  | 12,660  | 13,008  |
| EPS (원)    | 17,846  | 26,592  | 43,589  | 46,533  | 47,926  |
| ROE (%)    | 6.8     | 9.4     | 13.7    | 13.1    | 12.3    |
| P/E (배)    | 11.7    | 5.7     | 4.7     | 5.4     | 5.2     |
| P/B (배)    | 0.8     | 0.5     | 0.6     | 0.7     | 0.6     |
| 배당수익률 (%)  | 2.4     | 4.6     | 5.6     | 4.8     | 5.0     |

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 현대차, 미래에셋증권 리서치센터

## I. 투자의견 및 Valuation

### 투자의견 '매수' 및 목표주가 350,000원(상승여력 +40%)

현대차에 대해 투자의견 '매수'와 목표주가 350,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 24년 EPS 추정치 46,533원에 Target P/E 7.6배(12~13년 연간 P/E 평균)를 적용했다. 12~13년은 09~11년 고성장 이후 신차 출시 및 해외 생산역량을 확대하며 견고한 이익체력을 증명한 구간이다. 7.6배는 코스피 P/E 대비 -29% 할인된 것이다. 과거 10년 할인 폭 평균은 -28%이다. Implied P/B는 0.93배이다. 동사 07~23년 연간 ROE-P/B 회귀식 결정계수는 0.75로 연관성이 높다. 24F ROE 13.1%의 적정 P/B는 0.95배이다.

현재 12MF P/E는 5.3배로 과거 10년 평균 대비 -30% 할인되어 있다. 코스피 P/E 대비 할인 폭은 -50%로 과거 10년 평균 할인 폭 -28%를 크게 상회한다. 동사는 21년 이후 호실적을 지속했다. 영업이익은 19년 3.6조원에서 23년 15.1조원까지 상승했고, ROE는 19년 4.3%에서 23년 13.7%까지 상승했다. 19~24F 영업이익 CAGR은 33%로 예상된다. 그러나 영업이익-P/E와 ROE-P/B간 디커플링이 발생했고 지속되어 왔다.

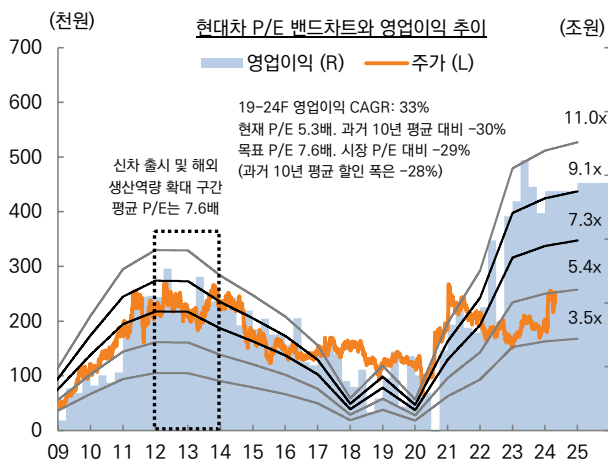
멀티플 할인의 원인은 1) ROE 지속성 우려: 피크아웃과 전기차 경쟁력 우려, 2) 주주환원 우려, (3) COE 상승으로 판단한다. **24~25년 Multiple의 회복을 예상한다:** ① 24년 제한적인 감익, 25년 증익 구간 진입으로 피크아웃 우려 완화; ② 높아질 BEV 점유율과 HEV 수요 확대로 전기차 경쟁력 우려 완화; ③ 밸류업 프로그램 수혜로 고ROE-저PBR 매력 부각 및 주주환원 확대를 예상한다. 견조한 ROE, 주주환원 확대, COE 하락이 맞물린다.

표 30. 현대차 목표주가 산출 테이블

| 구분             | 내용      | 비고                                      |
|----------------|---------|-----------------------------------------|
| 목표주가 (원)       | 350,000 |                                         |
| 현재주가 (원)       | 249,500 | 24년 4월 26일 (금) 기준. 현재 12MF P/E는 5.3배    |
| 상승여력 (%)       | 40.3    | 투자의견 '매수'                               |
| 24F EPS (원)    | 46,533  |                                         |
| Target P/E (배) | 7.6     | 12~13년 연간 P/E 평균. 고성장 후 견고한 이익체력 증명한 구간 |

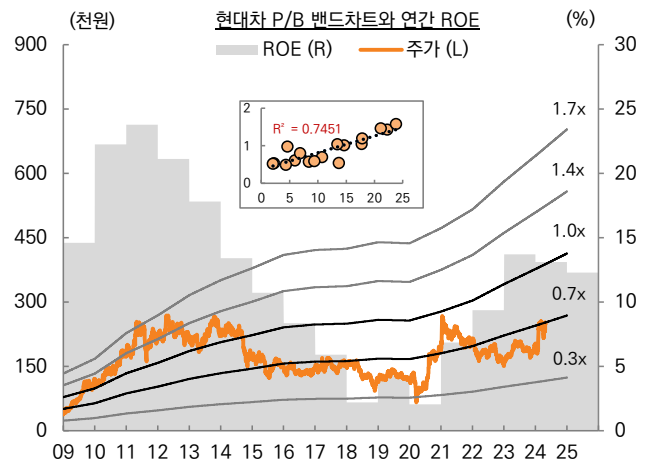
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 180. 현대차 영업이익-P/E 밴드차트



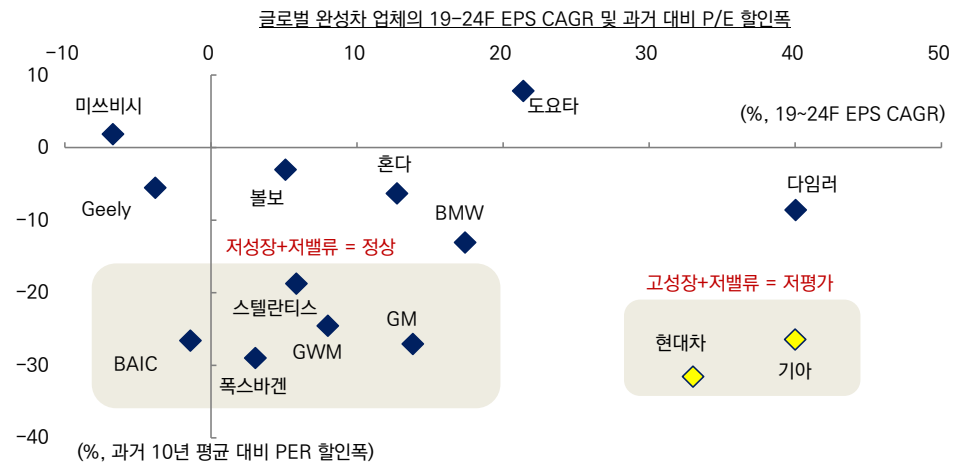
자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 181. 현대차 ROE-P/B 밴드차트



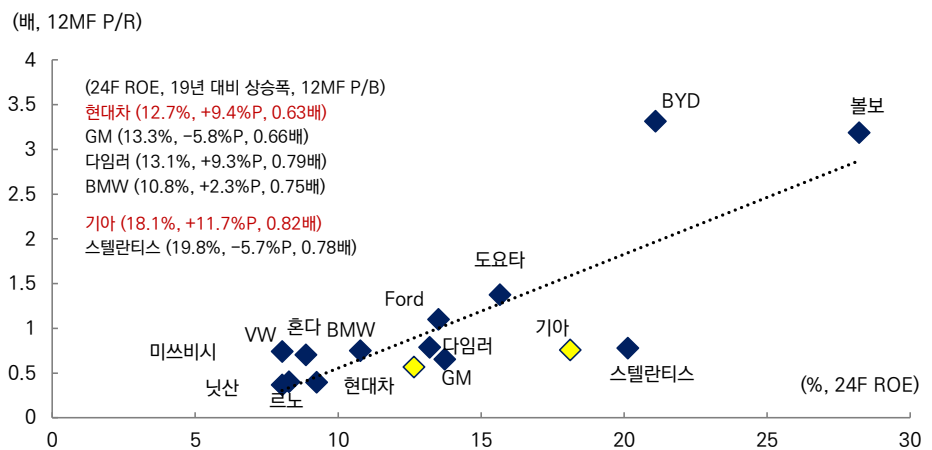
자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 182. 고성장한 현대차 기아와 달리 경쟁사의 할인은 저성장의 결과



자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 183. 글로벌 완성차 업체의 ROE-P/B를 살펴봐도 현대차기아는 저평가



자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

## II. 실적 리뷰 및 전망

### 1Q24 Review: 건조한 실적, Peak-Out 우려 해소의 신호탄

매출액 40.7조원(+7.6% YoY, 컨센 대비 +2.6%), 영업이익 3.56조원(-2.3%, 컨센 대비 -0.7%), OPM 8.7%(-0.9%p)를 기록했다. 도매판매량(중국 제외)가 95.5만대로 전년비 -0.8% 감소했으나 외형 성장의 배경은 차량 ASP 상승(+4.3% YoY, +1.4% QoQ)이다.

최근 높아진 영업이익 컨센서스(한달간 +2.3%)를 감안하면 건조한 실적이다. 영업이익 증감 사유를 살펴보면 총 -850억원의 감익에서 환율 효과 +2,510억원, 금융 부문 +570억원, 물량 감소 -500억원, 믹스/인센티브 -210억원, 기타 -3,220억원이다. 우호적인 환율 환경에서 인센티브 상승을 지속된 믹스 개선이 상쇄했다. 믹스 개선은 SUV/제네시스(비중 +4.5%p)와 HEV(비중+1.5%p)이 기여했다. 다만 판관비 중 판매보증비가 9,830억원(+92%, +4,720억원) 상승했는데, 기말 환율 상승 영향이 1,900억원이다. 예상을 상회하는 금융 부문의 건조한 실적은 대손비용의 감소 효과이다. 이자비용은 증가하고 있으나 자동차 금융 비중이 증가하고 있고, 프라임 고객 비중 상승이 연체율 안정화에 기여한 영향이다.

시장에서 주목하고 있는 밸류업 프로그램과 주주환원정책 관련해서는 검토 중으로 향후 공개할 예정이라고 밝혔다. 구체적인 시점은 5월 정부의 가이드라인 발표 이후로 예상된다. 1분기 차량 부문 순현금은 16조원으로 전분기 대비 소폭 감소했으나 건조하다.

### 24년 영업이익 -0.8% YoY, 25년 영업이익 +3.4% YoY

24년 매출액 169조원(+4.5% YoY), 영업이익 15.0조원(-0.8%), OPM 8.8%(-0.5%p) 예상한다. 공장출하량(중국 제외)는 413만대(+2.3%), 차량 ASP는 +1.1%를 예상한다. 지역별 출하량은 미국 +4.4%, 유럽 +1.0%, 국내 +0.2%(내수 -4.8%), 인도 +7.5%이다. 미국 볼륨 모델 싼타페/투싼의 신차 출시로 인센티브 상승세 둔화 및 판매량 확대를 예상한다. 국내 생산 정상화도 시작됐다. MSRP 상승과 제품/지역 믹스 개선도 지속된다. 우호적인 환율 환경도 지속되고 있고, 원재료비 하락 효과도 연간에 걸쳐 반영된다.

25년 매출액 178조원(+5.0% YoY), 영업이익 15.5조원(+3.4%), OPM 8.7%(-0.1%p) 예상한다. 공장출하량(중국 제외)는 434만대(+4.8%), 차량 ASP는 +0.4%를 예상한다. 지역별 출하량은 미국 +8.3%, 유럽 +2.4%, 국내 +5.5%(내수 +2.4%), 인도 +3.8%이다. 금리 인하로 미국 차량구매환경 개선되어 경쟁사 대비 가격경쟁력으로 인한 수혜 예상된다. 펠리세이드의 신차 출시도 예정되어 있다. 고수익 지역인 인도에서의 성장도 지속된다.

표 31. 현대차 실적 추정 및 컨센서스 비교 → 건조한 1분기 실적, 24~25년에도 지속되며 Peak-Out 우려 해소

| (십억원) | 1Q23   | 4Q23   | 1Q24P  |        |       |        |        | 2024F   |        |         |       | 2025F   |        |         |       |
|-------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|---------|--------|---------|-------|---------|--------|---------|-------|
|       |        |        | 발표치    | YoY    | QoQ   | 컨센서스   | 차이     | 추정치     | YoY    | 컨센서스    | 차이    | 추정치     | YoY    | 컨센서스    | 차이    |
| 매출액   | 37,779 | 41,633 | 40,659 | 7.6%   | -2.3% | 39,624 | 2.6%   | 169,973 | 4.5%   | 169,129 | 0.5%  | 178,397 | 5.0%   | 175,099 | 1.9%  |
| 영업이익  | 3,642  | 3,474  | 3,557  | -2.3%  | 2.4%  | 3,581  | -0.7%  | 15,013  | -0.8%  | 14,831  | 1.2%  | 15,526  | 3.4%   | 15,118  | 2.7%  |
| 지배순이익 | 3,312  | 2,225  | 3,231  | -2.4%  | 45.2% | 3,026  | 6.8%   | 12,660  | 5.8%   | 12,391  | 2.2%  | 13,008  | 2.7%   | 12,721  | 2.3%  |
| OPM   | 9.6%   | 8.3%   | 8.7%   | -0.9%p | 0.4%p | 9.0%   | -0.3%p | 8.8%    | -0.5%p | 8.8%    | 0.1%p | 8.7%    | -0.1%p | 8.6%    | 0.1%p |
| NPM   | 8.8%   | 5.3%   | 7.9%   | -0.8%p | 2.6%p | 7.6%   | 0.3%p  | 7.4%    | 0.0%p  | 7.3%    | 0.1%p | 7.3%    | 0.0%p  | 7.3%    | 0.0%p |

자료: 현대차, Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

표 32. 현대차 24~25년 분기 및 연간 실적 전망

| (십억원, %) | 1Q23   | 2Q23   | 3Q23   | 4Q23   | 1Q24P  | 2Q24F  | 3Q24F  | 4Q24F  | 2021    | 2022    | 2023    | 2024F   | 2025F   |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액      | 37,779 | 42,250 | 41,003 | 41,632 | 40,659 | 44,223 | 41,406 | 43,686 | 117,611 | 142,528 | 162,664 | 169,973 | 178,397 |
| 자동차 부문   | 30,646 | 33,766 | 32,312 | 33,425 | 31,718 | 35,121 | 32,823 | 35,066 | 94,143  | 113,718 | 130,150 | 134,728 | 142,062 |
| 금융 부문    | 5,089  | 5,749  | 5,902  | 5,662  | 6,656  | 6,292  | 5,793  | 5,860  | 16,782  | 20,038  | 22,401  | 24,602  | 24,970  |
| 기타 부문    | 2,043  | 2,735  | 2,789  | 2,545  | 2,285  | 2,810  | 2,790  | 2,759  | 6,685   | 8,771   | 10,113  | 10,644  | 11,365  |
| YoY (%)  | 24.7   | 17.4   | 8.7    | 8.1    | 7.6    | 4.7    | 1.0    | 4.9    | 13.1    | 21.2    | 14.1    | 4.5     | 5.0     |
| 자동차 부문   | 27.3   | 18.5   | 9.3    | 5.8    | 3.5    | 4.0    | 1.6    | 4.9    | 16.8    | 20.8    | 14.4    | 3.5     | 5.4     |
| 금융 부문    | 16.4   | 5.5    | 0.9    | 29.6   | 30.8   | 9.5    | -1.8   | 3.5    | -0.4    | 19.4    | 11.8    | 9.8     | 1.5     |
| 기타 부문    | 10.4   | 33.5   | 21.2   | -1.0   | 11.8   | 2.7    | 0.0    | 8.4    | 1.7     | 31.2    | 15.3    | 5.3     | 6.8     |
| 매출총이익    | 7,722  | 8,893  | 8,461  | 8,342  | 8,427  | 9,182  | 8,651  | 8,879  | 21,930  | 28,318  | 33,484  | 35,139  | 37,230  |
| GPM (%)  | 20.4   | 21.0   | 20.6   | 20.0   | 20.7   | 20.8   | 20.9   | 20.3   | 18.6    | 19.9    | 20.6    | 20.7    | 20.9    |
| 영업이익     | 3,593  | 4,238  | 3,822  | 3,408  | 3,557  | 4,110  | 3,677  | 3,668  | 6,679   | 9,820   | 15,127  | 15,013  | 15,526  |
| 자동차 부문   | 3,054  | 3,473  | 3,113  | 3,037  | 2,904  | 3,447  | 3,055  | 3,116  | 4,182   | 7,464   | 12,677  | 12,522  | 12,909  |
| 금융 부문    | 368    | 425    | 383    | 209    | 425    | 382    | 343    | 276    | 2,195   | 1,844   | 1,386   | 1,426   | 1,537   |
| 기타 부문    | 171    | 340    | 325    | 228    | 228    | 281    | 279    | 276    | 329     | 548     | 1,064   | 1,064   | 1,080   |
| YoY (%)  | 86.3   | 42.2   | 146.3  | 1.4    | -1.0   | -3.0   | -3.8   | 7.6    | 178.9   | 47.0    | 54.0    | -0.8    | 3.4     |
| OPM (%)  | 9.5    | 10.0   | 9.3    | 8.2    | 8.7    | 9.3    | 8.9    | 8.4    | 5.7     | 6.9     | 9.3     | 8.8     | 8.7     |
| 지배순이익    | 3,312  | 3,235  | 3,190  | 2,225  | 3,231  | 3,399  | 3,138  | 2,892  | 4,942   | 7,364   | 11,962  | 12,660  | 13,008  |
| YoY (%)  | 108.9  | 15.4   | 150.8  | 30.6   | -2.4   | 5.1    | -1.6   | 29.9   | 247.0   | 49.0    | 62.4    | 5.8     | 2.7     |
| NPM (%)  | 8.8    | 7.7    | 7.8    | 5.3    | 7.9    | 7.7    | 7.6    | 6.6    | 4.2     | 5.2     | 7.4     | 7.4     | 7.3     |

자료: 현대차, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

표 33. 현대차 24~25년 분기 및 연간 공장출하량 전망

| (천대, %) | 1Q23  | 2Q23  | 3Q23  | 4Q23  | 1Q24P | 2Q24F | 3Q24F | 4Q24F | 2021  | 2022  | 2023  | 2024F | 2025F |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 전체      | 1,043 | 1,085 | 1,044 | 1,106 | 1,012 | 1,114 | 1,080 | 1,171 | 3,791 | 3,916 | 4,278 | 4,376 | 4,585 |
| (중국 제외) | 984   | 1,026 | 989   | 1,037 | 964   | 1,053 | 1,019 | 1,096 | 3,431 | 3,666 | 4,035 | 4,133 | 4,338 |
| 국내      | 471   | 515   | 443   | 499   | 447   | 509   | 463   | 512   | 1,647 | 1,716 | 1,928 | 1,931 | 2,037 |
| 내수판매    | 191   | 206   | 168   | 198   | 160   | 196   | 161   | 209   | 727   | 689   | 762   | 726   | 743   |
| 미국      | 91    | 92    | 94    | 87    | 88    | 91    | 93    | 107   | 289   | 335   | 364   | 380   | 411   |
| 인도      | 181   | 183   | 210   | 191   | 193   | 194   | 220   | 215   | 635   | 701   | 766   | 823   | 854   |
| 튀르키예    | 65    | 58    | 56    | 66    | 65    | 65    | 60    | 59    | 162   | 204   | 246   | 248   | 254   |
| 체코      | 87    | 89    | 77    | 87    | 84    | 93    | 82    | 84    | 276   | 322   | 340   | 343   | 352   |
| 브라질     | 42    | 43    | 62    | 58    | 39    | 51    | 53    | 70    | 188   | 204   | 205   | 213   | 225   |
| 중국      | 59    | 59    | 55    | 69    | 48    | 61    | 61    | 74    | 361   | 250   | 242   | 244   | 246   |
| 기타      | 46    | 45    | 47    | 48    | 48    | 48    | 48    | 49    | 234   | 185   | 187   | 193   | 205   |
| 전체      | 14.6  | 13.3  | 3.1   | 6.8   | -3.0  | 2.7   | 3.4   | 5.9   | 4.9   | 3.3   | 9.2   | 2.3   | 4.8   |
| (중국 제외) | 15.4  | 11.3  | 6.4   | 7.7   | -2.0  | 2.7   | 3.0   | 5.7   | 8.2   | 6.9   | 10.1  | 2.4   | 5.0   |
| 국내      | 25.7  | 17.6  | 3.6   | 4.8   | -5.2  | -1.0  | 4.6   | 2.6   | 1.1   | 4.2   | 12.3  | 0.2   | 5.5   |
| 내수판매    | 25.7  | 13.0  | 3.7   | 2.3   | -16.4 | -4.6  | -3.7  | 5.4   | -7.7  | -5.2  | 10.6  | -4.8  | 2.4   |
| 미국      | 9.3   | 7.5   | 10.5  | 7.3   | -2.7  | -1.0  | -1.3  | 23.9  | 9.0   | 15.9  | 8.6   | 4.4   | 8.3   |
| 인도      | 12.0  | 8.2   | 11.2  | 5.8   | 6.6   | 6.0   | 5.0   | 12.5  | 21.6  | 10.3  | 9.3   | 7.5   | 3.8   |
| 튀르키예    | 32.1  | 0.1   | 26.4  | 27.3  | -0.5  | 11.7  | 6.4   | -11.4 | 18.0  | 26.3  | 20.5  | 1.0   | 2.4   |
| 체코      | 16.9  | -1.8  | -1.2  | 10.7  | -3.7  | 5.2   | 6.1   | -2.9  | 14.5  | 16.7  | 5.7   | 1.0   | 2.4   |
| 브라질     | -6.2  | -9.1  | 6.8   | 9.2   | -7.2  | 18.8  | -14.6 | 19.4  | 21.3  | 8.2   | 0.8   | 3.6   | 5.9   |
| 중국      | 2.5   | 62.7  | -33.7 | -5.8  | -19.5 | 2.7   | 10.5  | 7.7   | -19.2 | -30.5 | -3.2  | 0.5   | 1.1   |
| 기타      | -27.7 | 39.6  | -2.0  | 18.8  | 4.1   | 7.4   | 2.1   | 1.3   | 6.1   | -21.0 | 1.0   | 3.6   | 5.9   |

자료: 현대차, 미래에셋증권 리서치센터

### III. 투자포인트

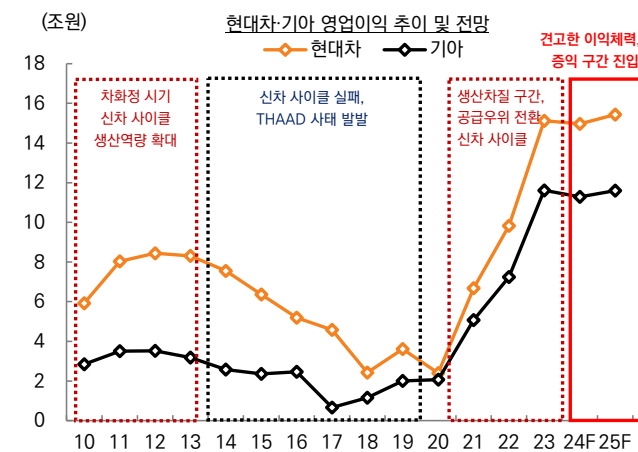
#### 1. 24년 제한적인 감익, 25년 증익 구간 진입

현대차의 영업이익은 15.0조원(-0.8% YoY), 25년 15.5조원(+3.4% YoY)으로 예상된다. 24년 제한적인 감익을 기록하고 25년 증익 구간 진입하며 피크아웃 우려는 완화될 것으로 전망한다. 이는 Multiple의 할인을 야기한 ROE 지속성 우려의 첫번째 구성 요인이다.

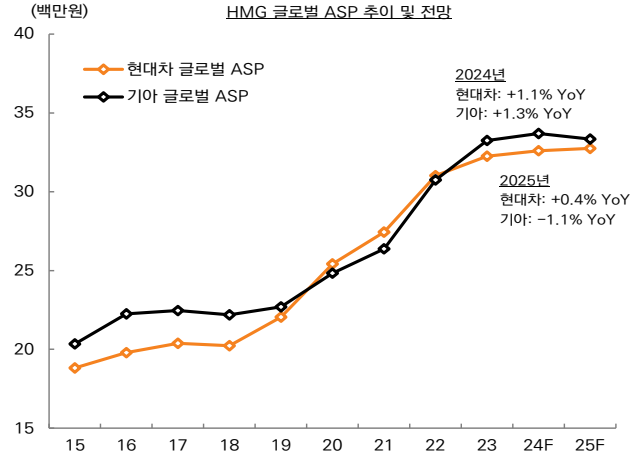
피크아웃 우려는 인센티브 상승으로 ASP 하락, 고금리 및 대기수요 소진으로 Q 회복 제한, 일본 업체 생산 정상화로 미국 점유율 훼손이다. 요인별로 살펴보면 **(1) ASP는 여전히 높게 유지된다.** 24년 ASP +0.6% YoY, 25년 -0.3% YoY으로 예상된다. 신타페/투싼은 23년 미국 인센티브 상승분 기여도가 42%로 높다. 24년 두 모델의 신차 출시로 인센티브 상승세 둔화를 예상한다. 24년 전기차 전용 공장 가동에 따라 확보할 IRA 보조금도 인센티브 절감에 기여한다. 미국에서 동사가 속한 세그먼트의 재고일수도 산업 평균 대비 낮고, 글로벌 재고도 1.7개월로 과거 대비 74%에 불과하다. 최근 월 초과생산대수는 약 1.6만대로 재고 축적이 우선적이다. ADAS 채택률 상승으로 MSRP 상승도 지속된다. 지역/제품믹스 개선도 지속된다. RV 중심 신차 출시와 HEV/PHEV 수요가 확대되기 때문이다.

그림 184. 24~25년 견고한 이익체력, 증익 구간 진입

그림 185. 글로벌 ASP는 견고하게 유지된다

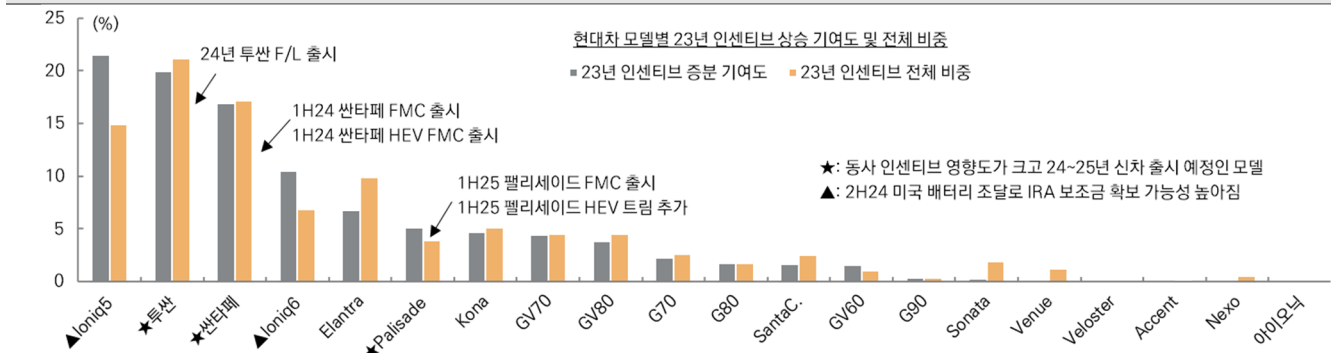


자료: 현대차, Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터



자료: 현대차, Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 186. 현대차의 인센티브 상승을 야기한 모델들의 신차 출시가 예정되어 있다. 인센티브 상승세 둔화를 예상한다



자료: Autodata, 현대차, 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

**(2) Q의 상승도 지속된다.** 동사 글로벌 공장출하량은 24년 413만대(+2.3% YoY), 25년 434만대(+4.8% YoY)으로 예상한다. 지역별로는 24년 미국 +4.4%, 유럽 +1.0%, 내수 -4.8%, 인도 +7.5%. 25년 미국 +8.3%, 유럽 +2.4%, 내수 +2.4%, 인도 +3.8%이다.

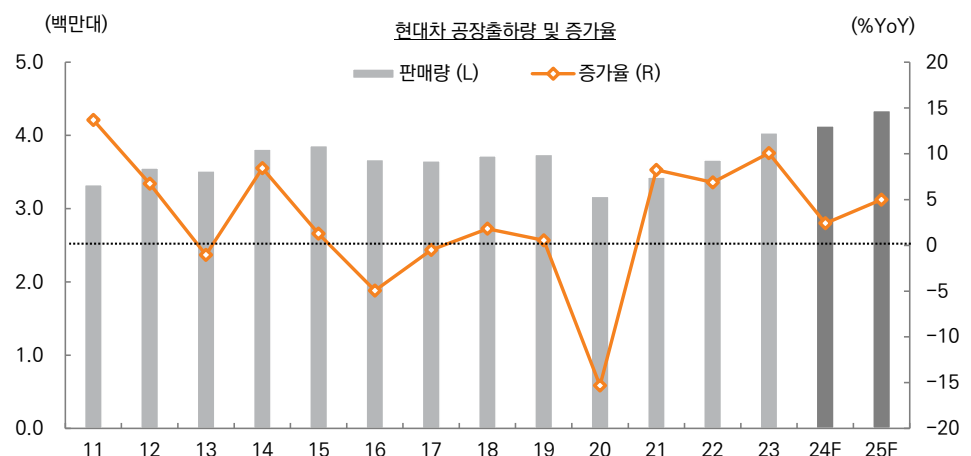
주요 지역은 미국과 인도이다. 미국은 24년 GDP 상향 지속, 견조한 고용 환경과 소비심리로 상승을 지속하고, 24년 하반기 금리 인하로 인한 차량구매환경 개선으로 25년부터 본격적으로 판매 증대될 것으로 예상한다. 판매 증대는 가격민감도가 높은 소비자군 위주로 진행될 가능성이 높다. 이에 현대차의 수혜를 예상한다. 동사가 판매 중인 모델의 세그먼트는 업계 대비 상대적으로 낮고, 모델의 가격도 세그먼트 평균 수준이거나 소폭 낮기 때문이다.

23년 일본 업체 생산 정상화에도 **(3) 미국 M/S 유지될 것으로 예상한다.** 세그먼트별로 분석한 결과 SUV-C에서는 투싼F/L 신차, SUV-D에서는 싼타페/펠리세이드 신차 그리고 BEV 모델이 점유율을 방어하겠다. Car-C에서는 점유율 훼손 있겠으나 제품믹스 개선을 위해 전략적으로 축소 중인 세그먼트로 영향 제한적이다. Car-D는 점유율 훼손 우려가 없다.

인도는 24~25년 GDP 고성장에 힘입어 성장한다. 높은 관세 등 진입장벽이 높은 인도에서 현대차기아의 점유율은 10%이다. 현대차기아의 생산역량은 현재 119만대에서 25년 130만대로 확대된다. 한편 1인당 GDP 상승은 SUV 비중을 견인한다. ASP 상승 요인이다. 동사가 23년 출시한 인도 전략 SUV 모델 '엑스터'의 점유율 기여도 지속되고 있다.

**(4) C 하락에 따른 증익 효과도 반영된다.** 동사의 매출액 대비 원재료비 비중은 60%로 높다. 20년 이후 급등한 원재료비 등은 22년부터 하락하기 시작했다. 시차를 두고 23년 3분기부터 증익 요인으로 작용하기 시작했다. 24년 연간에 걸쳐 발생할 것으로 예상된다. BEV 모델에서 원가 비중이 높은 배터리 가격도 지속 하락할 예정이다. BNEF는 글로벌 리튬이온 배터리팩 가격을 24년 -4% YoY, 25년 -15% YoY로 전망하고 있다.

**그림 187. 현대차의 판매량은 지속 성장할 것으로 예상된다**



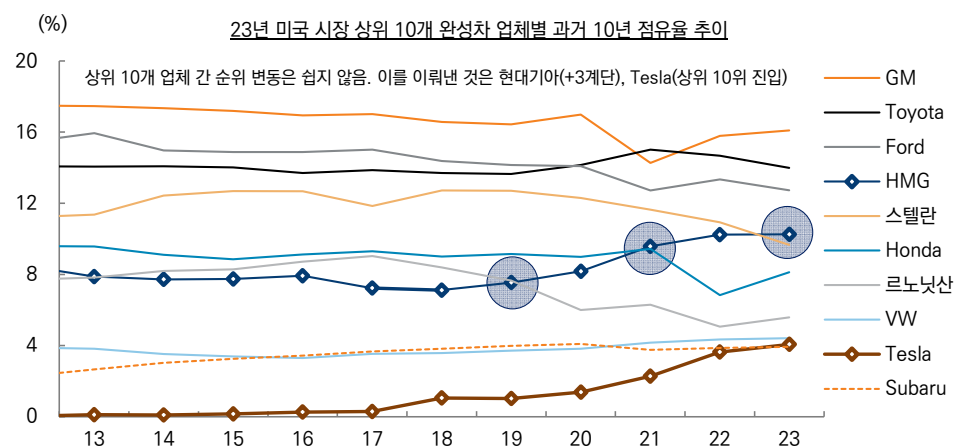
자료: 현대차, 미래에셋증권 리서치센터

표 34. 현대차 주요 지역 신차 출시 스케줄

| 지역 | 상세  | 1H23                                                   | 2H23                                                                                               | 1H24                                                   | 2H24                               | 1H25                                     | 2H25         |
|----|-----|--------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|------------------------------------|------------------------------------------|--------------|
| 국내 | 세단  | 아반떼 ICE fl<br>아반떼 HEV fl<br>쏘나타 ICE fl<br>쏘나타 HEV fl   | G80 ICE fl                                                                                         |                                                        | G90 ICE fl                         |                                          |              |
|    | SUV | 코나 ICE fmc<br>코나 HEV fmc<br>코나 BEV fmc                 | 싼타페 ICE fmc<br>싼타페 HEV fmc<br>GV80 ICE fl<br>투싼 ICE fl<br>투싼 HEV fl                                | GV70 ICE fl (5월)                                       | 아이오닉5 BEV fl<br>아이오닉9 BEV new (4Q) | 팔리세이드 ICE fmc (1월)<br>팔리세이드 HEV new (1월) | GV90 BEV new |
|    | 그외  |                                                        |                                                                                                    | 스타리아 HEV new                                           |                                    |                                          |              |
| 미국 | 세단  | 아이오닉6 BEV new                                          |                                                                                                    |                                                        |                                    |                                          |              |
|    | SUV | GV70 BEV new<br>코나 ICE fmc<br>코나 HEV fmc<br>코나 BEV fmc | 싼타페 ICE fmc<br>싼타페 HEV fmc<br>싼타페 PHEV fmc                                                         | GV70 ICE fl<br>투싼 ICE fl<br>투싼 HEV fl<br>아이오닉9 BEV new |                                    | 팔리세이드 ICE fmc (6월)<br>팔리세이드 HEV new      |              |
| 유럽 | 세단  | 아이오닉6 BEV new                                          | G90 ICE new                                                                                        |                                                        |                                    |                                          |              |
|    | SUV | 코나 ICE fmc<br>코나 HEV fmc<br>코나 PHEV fmc<br>코나 BEV fmc  | 싼타페 ICE fmc<br>싼타페 HEV fmc<br>싼타페 PHEV fmc<br>투싼 ICE fl<br>투싼 HEV fl<br>투싼 PHEV fl<br>코나eN BEV new | 캐스퍼 BEV new (3Q)                                       |                                    |                                          |              |
| 인도 | SUV |                                                        | 엑스터 ICE new                                                                                        | 크레타 ICE fl<br>알카자르 ICE fl (5월)                         |                                    | 크레타 BEV new                              |              |

자료: Marklines, 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 188. 미국 상위 10위권 경쟁에서 순위 상승을 이뤄낸 현대기아와 Tesla



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

## 2. 높아질 미국 BEV 점유율, HEV 수요 확대 수혜

글로벌 완성차 업체 중 ICE/HEV/PHEV를 통해 단기 실적을 유지하면서 BEV라는 성장성을 확보해나가는 업체는 현대차가 될 것으로 전망한다. 전기차 경쟁력 우려의 완화를 전망한다. 이는 Multiple의 할인을 야기한 ROE 지속성 우려의 두번째 구성 요인이다.

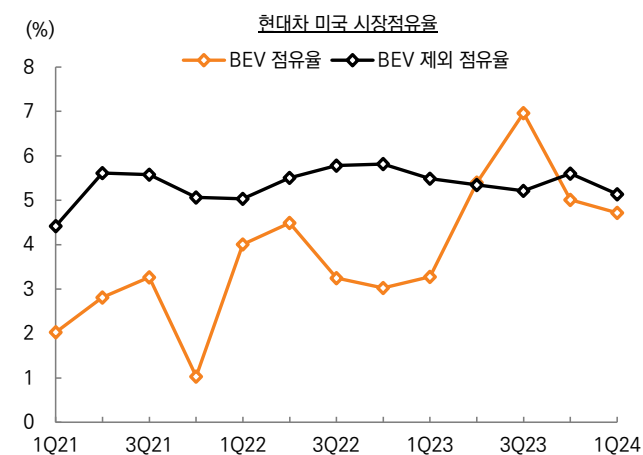
전기차 경쟁력 우려는 크게 1) BEV 침투율 상승에 따른 글로벌 완성차 업체들의 점유율 훼손과 벌금, 2) 최근 시장 둔화되는 가운데 BEV 투자비 회수 지연으로 보인다. 이에 최근 BEV 시장이 둔화되고 내연기관 규제가 완화되며 글로벌 완성차 업체의 멀티플이 회복되고 있다. 다만 당사는 회복은 제한적일 것으로 판단한다. BEV 침투율은 둔화됐지만, 우상향할 것이며 내연기관 규제는 완화된 것이지 철회된 것이기 아니기 때문이다.

현대차의 전기차 경쟁력 우려의 완화를 전망하는 이유는 1) 주요 전기차 시장인 미국/유럽에서 이미 ICE-BEV 점유율을 좁혀가고 있고, 가장 중요한 미국 BEV 점유율은 더욱 높아질 것이기 때문이다. 2) 가격 경쟁의 핵심인 BEV 수익성도 견고할 것이고, 3) 향후 확대되는 HEV 수요의 수혜를 받을 수 있는 포트폴리오 역량이 탁월하기 때문이다.

① 24~25년 현대차의 미국 BEV 점유율이 추가 상승할 것으로 전망하는 이유는: 1) IRA 세액공제 확보이다. 24년 10월 미국 조지아 전용 공장이 가동되고, 최근 발표된 배터리 공급사의 라인 전환에 따라 24년 IRA 세액공제 확보를 예상한다. 한편 24년 1월 IRA 세액공제의 FEOC 세부규정 실시함에 따라 경쟁사들은 보조금을 상실하고 있다.

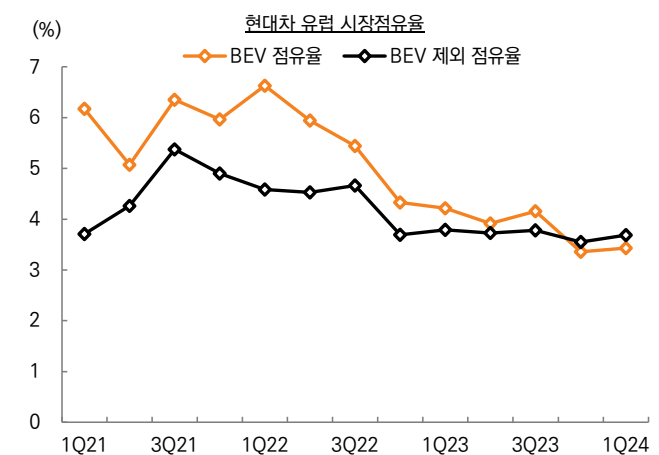
또한, 경쟁사들이 전기차 관련 계획을 연기 또는 철회하고 있다. 이들은 과거 상대적으로 큰 규모의 BEV 투자 계획을 발표했었지만 BEV 시장에서의 BEP 달성 시점이 늦춰지고, BEV 시장이 둔화됨에 따라 불가피한 것으로 판단한다. 그러나 현대차의 경우 애초에 투자 비용이 적게 발생했고, 23년 BEV 사업에서 BEP 달성을 이뤄냈다. 올해도 전기차 전용 공장을 이룬 시점에 가동하는 등 경쟁사가 될 때, 현대차는 가속화하고 있다.

그림 189. 현대차의 미국 ICE-BEV 점유율 격차는 축소됨



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 190. 현대차의 유럽 ICE-BEV 점유율 격차는 미미함



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

표 35. 현대차그룹 배터리 JV 가동 일정

| 구 분  | HMG - LG엔솔   | HMG - SK온    | HMG - LG엔솔   |
|------|--------------|--------------|--------------|
| 공장위치 | 미국 조지아주      | 미국 조지아주      | 인도네시아 카라왕    |
| 가동시기 | 2025년말 가동    | 2025년말 가동    | 2024년 상반기    |
| 투자금액 | 연간 30GWh     | 연간 35GWh     | 연산 10GWh     |
| 생산역량 | 약 8조 3,500억원 | 약 6조 5,000억원 | 약 1조 4,500억원 |
| 발표시기 | 2023년 5월     | 2023년 4월     | 2021년 7월     |

자료: 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

표 36. 주요 배터리 공급사 공장 라인 전환 개시 (언론 보도)

| 구 분     | 생산역량     | 공급 브랜드-모델            | 비 고                                                                                                                |
|---------|----------|----------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 조지아 1공장 | 9.8 GWh  | 폭스바겐 (ID.4 등 MEB 모델) | - 보도에 따르면 2공장은 전량 HMG향으로 전환될 예정<br><br>- HMG 전기차 1대 배터리 용량을 80kWh로 가정하면 이는 약 14.6만대 규모. HMG 23년 미국 BEV 판매량이 약 12만대 |
| 조지아 2공장 | 11.7 GWh | 포드 (F-150 라이트닝 등)    |                                                                                                                    |

자료: 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

표 37. 24년 미국 IRA 세액공제 리스트 발표에 따른 보조금 변동 현황 → 동일 세그먼트의 현대차그룹 모델 반사수혜

| 세그먼트  | 브랜드명     | 모델-트림명         | 파워트레인 | 기준 (\$) | 신규               | 판매량 (대) | 동일 세그먼트의 현대차그룹 경쟁 모델 (23.11 누적 판매량)                                                |
|-------|----------|----------------|-------|---------|------------------|---------|------------------------------------------------------------------------------------|
| SUV-D | Ford     | 머스탱 마하-E ER    | BEV   | 3,750   | IRA<br>보조금<br>상실 | 35,908  | GV70 BEV (1,427), 쏘렌토 PHEV (3,255), 싼타페 PHEV (3,728), 아이오닉5 (30,657), EV6 (17,630) |
|       | Ford     | 머스탱 마하-E SR    | BEV   | 3,750   |                  | 35,908  |                                                                                    |
|       | Tesla    | Model Y LR     | BEV   | 7,500   |                  | 346,853 |                                                                                    |
| SUV-E | BMW      | X5 xDrive50e   | PHEV  | 3,750   |                  | 10,609  | EV9                                                                                |
|       | 링컨(Ford) | Aviator GT     | PHEV  | 7,500   |                  | 1,616   |                                                                                    |
| Car-D | Tesla    | Model 3 LR     | BEV   | 7,500   |                  | 201,460 | 아이오닉6 (10,943)                                                                     |
|       | Tesla    | Model 3 SR     | BEV   | 7,500   |                  |         |                                                                                    |
| 소형밴   | Ford     | E-Transit      | BEV   | 3,750   |                  |         |                                                                                    |
| 픽업트럭  | 쉐보레(GM)  | Silverado      | BEV   | 7,500   |                  |         |                                                                                    |
|       | Tesla    | CyberTruck AWD | BEV   | 7,500   |                  |         |                                                                                    |

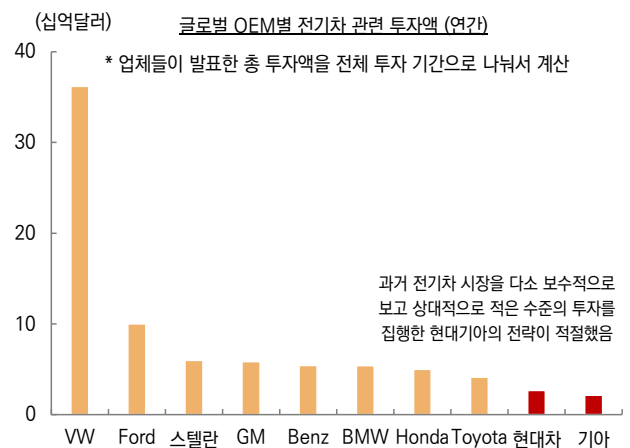
자료: fueleconomy, 미래에셋증권 리서치센터

표 38. 글로벌 OEM들은 전기차 관련 계획을 철회/연기

|        | 구분 | 기존 계획 및 변경 사항                               |
|--------|----|---------------------------------------------|
| GM     | 철회 | 북미 22~24년 상반기 기간 누적 40만대 생산 계획 철회           |
|        | 철회 | 북미 1H23 5만대, 2H23 10만대 생산 중 하반기 계획 철회       |
|        | 철회 | 27년 일본 업체 Honda와 저가 EV 공동 생산 계획 철회          |
|        | 연기 | 캐나다 전기트럭 공장 24년말 가동에서 25년말로 연기              |
| Ford   | 연기 | 23년 연말 60만대 생산역량 확보 계획 24년으로 연기             |
|        | 철회 | 26년 연말 200만대 이상 생산 계획 철회                    |
| VW     | 연기 | 유럽내 배터리 4공장 증설 계획 연기                        |
| Benz   | 철회 | 25년 50% 전동화 전환, 30년 100% 전환 목표 전면 조정        |
| Tesla  | 연기 | 멕시코 공장 착공 및 25년말 가동 계획 일시 정지                |
| Rivian | 연기 | 조지아 신공장 건설 연기. 신모델은 기존 공장에서 생산              |
| 기타     | 하향 | Polestar, Fisker, Lucid, Rivian 등 23년 목표 하향 |

자료: 각 사, 언론 자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

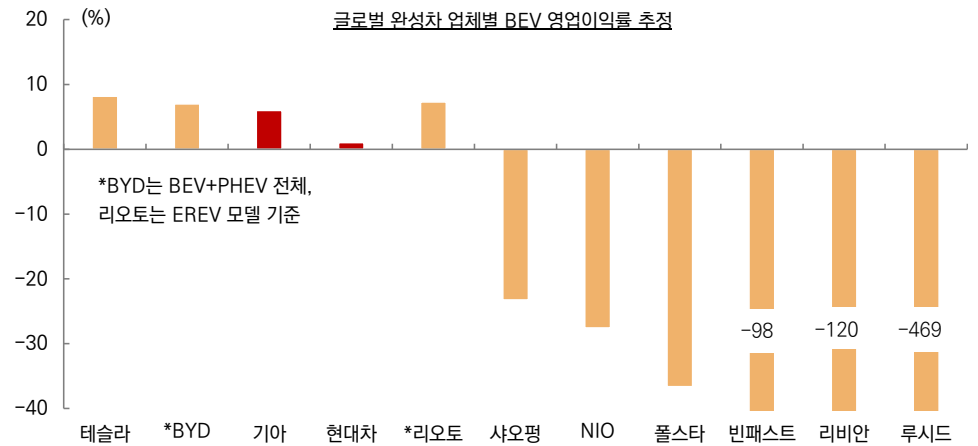
그림 191. 현대차기아의 투자비용은 가장 낮은 수준



자료: 각 사, 언론 자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

② BEV 수익성도 견고할 것이다. 현대차는 23년 BEV 사업에서 BEP 달성을 이뤄냈다. 경쟁사와 달리 이른 시점에 이를 이뤄낸 것은 1) 혼류생산, 2) 판매량 및 배터리 조달 규모, 3) 환율 효과의 효과이다. 최근 가격 경쟁이 심화되고 있기에 수익성의 둔화에 대한 우려가 있다. 그러나 1) 배터리 가격이 24년 -4.3% YoY, 25년 -15% YoY 하락하고, 2) 24년 10월 가동될 미국 전기차 전용 공장에 따른 수출비용 절감, 고정비 레버리지, 미국 정부 및 주정부에서 지급하는 인센티브는 수익성에 기여할 것으로 전망한다.

그림 192. 현대차기아는 BEV 사업에서 이미 수익성을 확보했다



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 39. 전용 공장 건설 대비 혼류 생산 시 시간/비용 크게 절감

| 구분        | 혼류 생산                                       | 전용 공장                                                                                                            |
|-----------|---------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 생산시설 확보기간 | 20~30일 섣다운 (하기 휴가 및 주말/공유일 활용)              | 2년 이내                                                                                                            |
| 투자비용      | 약 500~1,000억원                               | 약 2조원                                                                                                            |
| 확보생산량     | 최대 15만대                                     | 30만대                                                                                                             |
| 생산효율성     | 동일 라인 ICE 병행 생산<br>수익성 확보 용이<br>시장 수요 대응 용이 | 신기술/신공정 적용 75% 이상<br>물류 자동화율 확대 +30% 이상<br>조립 자동화율 확대 +150% 이상<br>생산 가능 차종 수 확대 +40% 이상<br>신차 준비 기간 단축 (-40% 이상) |

자료: 현대차, 미래에셋증권 리서치센터

표 40. HMG 23년 배터리 탑재량은 글로벌 3위 (중국 제외)

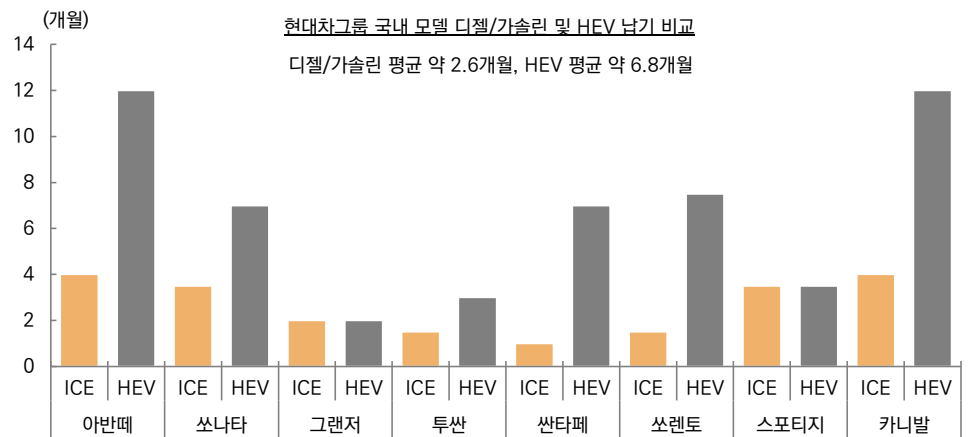
| 순위 | 23년 BEV 판매량 | 점유율  | 23년 배터리 탑재량 | 점유율  |
|----|-------------|------|-------------|------|
| 1  | 테슬라         | 28.0 | 테슬라         | 30.0 |
| 2  | 폭스바겐        | 13.3 | 폭스바겐        | 14.4 |
| 3  | 현대차그룹       | 9.7  | 현대차그룹       | 9.8  |
| 4  | 스텔란티스       | 7.5  | BMW         | 6.8  |
| 5  | 르노-닛산       | 6.6  | 메르세데스-벤츠    | 5.9  |
| 6  | BMW         | 6.4  | 스텔란티스       | 5.3  |
| 7  | 메르세데스-벤츠    | 5.1  | 르노-닛산       | 4.4  |
| 8  | 지리-볼보       | 3.8  | 지리-볼보       | 4.2  |

자료: EV-Volume, 미래에셋증권 리서치센터

③ 최근 확대되는 HEV 수요 업체는 현대차이다. 최근 BEV 수요가 둔화되고 HEV 수요가 확대되는 가운데 글로벌 완성차 업체중 HEV 수요에 대응할 수 있는 업체는 현대차, 일본 업체, Ford 뿐이다. 이중 파워트레인 전반적으로 포트폴리오 구성이 탁월한 업체는 현대차이다. 일본 업체의 경우 HEV에 집중되어 있고, GM은 BEV, 유럽 업체는 PHEV/MHEV 비중이 높다. 특히 현대차의 HEV 수익성은 이미 ICE 수준이거나 일부 모델에서는 상회하는 수준이다. 최근 경쟁 업체들이 HEV를 확대하고 있지만 시간이 소요될 수 밖에 없다.

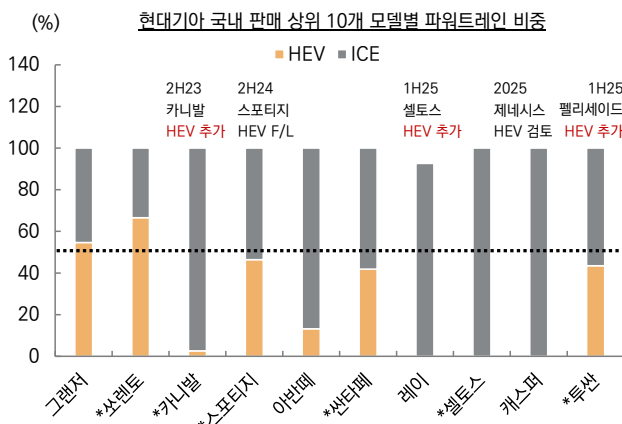
현대차가 국내에서 판매하는 모델의 납기를 살펴봐도 HEV 수요를 체감할 수 있다. HEV 모델의 납기는 일반 ICE 모델의 약 3배 수준이다. 또한, 현재 국내 및 미국 판매 모델을 살펴보면 HEV 침투율 상승 여력은 충분하다. 국내에서는 25년 펠리세이드에 HEV 트림이 추가될 예정이다. 미국에서는 1H24 싼타페 HEV FMC, 2H24 투싼 HEV FMC, 25년 펠리세이드 HEV 추가가 예정되어 있다.

그림 193. 국내를 사례로 모델 주문대기기간을 살펴보면 HEV에 대한 수요가 높은 상황



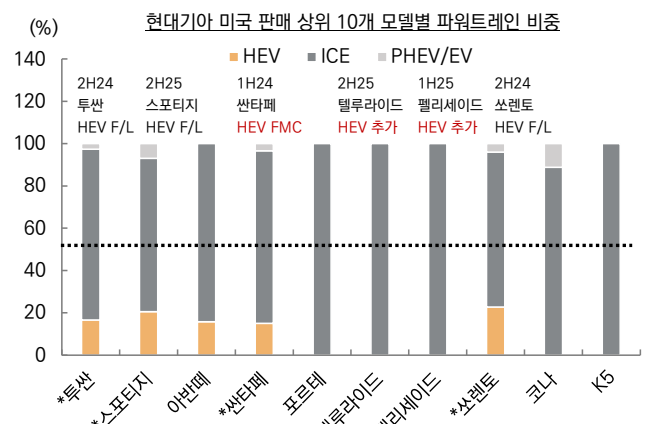
자료: 언론 자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 194. 국내 판매 모델 중 HEV 침투율 상승을 견인할 신차



자료: 현대차, 언론 자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 195. 미국 판매 모델 중 HEV 침투율 상승을 견인할 신차



자료: 현대차, 언론 자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

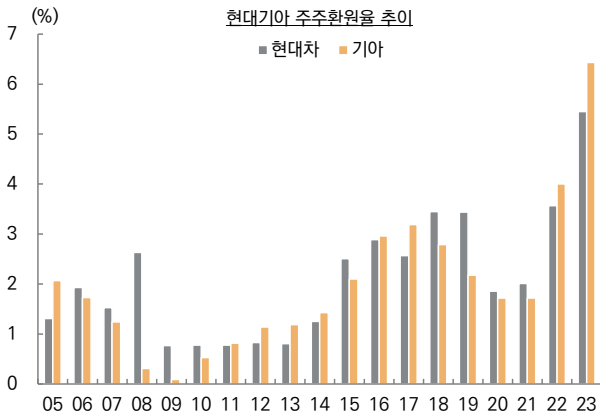
### 3. 주주환원 확대

정부의 밸류업 프로그램이 5월부터 본격 시행될 가운데 현대차의 고ROE-저PBR 매력이 부각되고, 주주환원정책도 확대될 가능성이 크다고 판단한다. 이를 통해 주주가치 상승 및 ROE 지속성에 대한 신뢰도 상승으로 Multiple의 회복을 전망한다.

현대차의 24~25F ROE는 13.1%, 12.3%로 견고하게 유지될 것으로 예상된다. 글로벌 완성차 업체와 비교해봐도 ROE 대비 P/B 수준이 낮아 매력적이다. 밸류업 프로그램이 멀티플 회복의 촉매가 될 것으로 예상된다. 한편 현대차의 경우는 18년 이후 주주환원을 강화해왔다. 그러나 현재 글로벌 경쟁사 그리고 기아와 비교해보면 상대적으로 낮은 상황이다. 현대차는 그룹사의 투자를 담당하고 있기에 부담이 크지만, 현대차의 1) 풍부한 현금흐름과 2) 밸류업 지수 포함 노력을 고려하면 주주환원이 확대될 가능성이 크다.

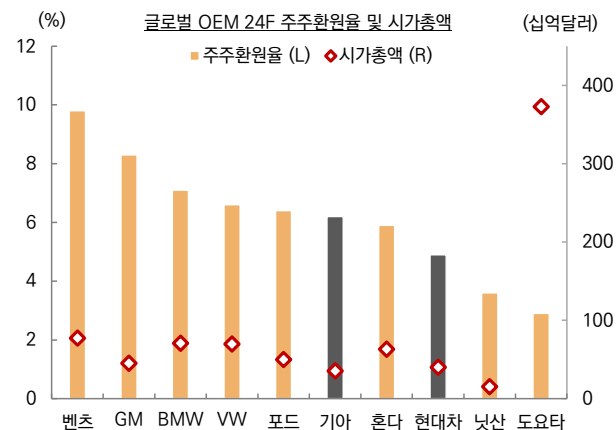
현대차의 차량부분 현금및현금성자산은 약 15조원에 달하고 시가총액 대비 잉여현금흐름도 높다. 전체 부채비율은 금융 계열사들이 포함되어 높게 표시되지만 차량 부채비율은 62%로 건조한 상황이다. 한편 언론 보도에 따르면 인도 IPO 법인 상장을 추진 중이다. 회사는 아직 공식적으로 확정하지 않았으나, 1) 언론 보도를 통해 알려진 내용이 상당히 구체적이라는 점과 2) 현재 인도 증시 상황을 고려했을 때 인도 IPO를 통해 조달할 수 있는 자금과 그룹사 전반적인 재평가 가능성을 고려하면 주주환원 확대를 예상한다.

그림 196. 현대기아 주주환원은 밸류업 이전부터 확대되어 왔음



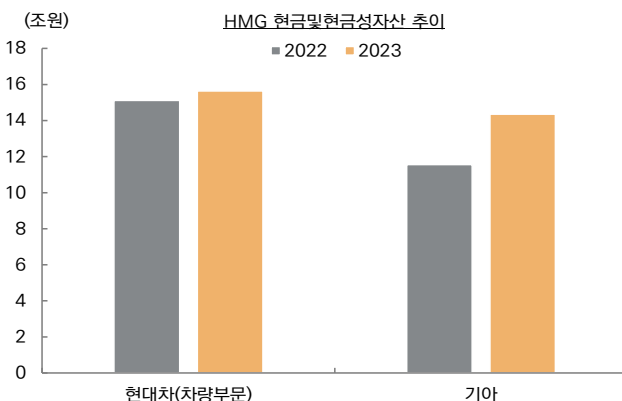
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 197. 그러나 글로벌 경쟁사들과 비교해보면 아직 낮은 수준



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 198. 현대기아의 현금여력은 풍부하다



자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

표 41. 인도 법인 자금조달 시나리오 → 가능성 높다고 판단

| 구분         | 상세 내용                                                                                                                                                                                                                                                             |
|------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 이벤트 타임라인   | - (2월 5일/언론) 현대차, 인도 법인 IPO를 위한 초기 협상 진행중<br>- (2월 7일/언론) 현대차, 인도 법인 IPO를 위한 주관사 PT 진행<br>- (2월 7일/현대차) 상장 포함 다양한 활동 상시 검토중. 확정 없음<br>- (2월 20일/언론) 현대차, 인도 법인 IPO 주관사 선정 완료<br>- (2월 27일/언론) 현대차, 인도 법인 IPO 법률자문사 선정 완료<br>- 언론에 따르면 5월 증권신고서를 제출하고, 9~11월 상장 목표 |
| 자금조달 규모 추정 | - 구주매출은 15~20%로 약 4.4조원~7.5조원 조달 예상<br>- 인도 법인 기업가치는 220억~280억원(29조~37조원)<br>- 현대차는 약 15~20%의 지분을 매각해 33~56억달러 조달                                                                                                                                                 |

자료: 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

## 현대차 (005380)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원)           | 2022    | 2023    | 2024F   | 2025F   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액             | 142,151 | 162,664 | 169,973 | 178,397 |
| 매출원가            | 113,880 | 129,179 | 134,834 | 141,167 |
| 매출총이익           | 28,271  | 33,485  | 35,139  | 37,230  |
| 판매비와관리비         | 18,447  | 18,357  | 20,126  | 21,705  |
| 조정영업이익          | 9,825   | 15,127  | 15,013  | 15,526  |
| 영업이익            | 9,825   | 15,127  | 15,013  | 15,526  |
| 비영업손익           | 1,356   | 2,492   | 3,361   | 3,353   |
| 금융손익            | 71      | 440     | 740     | 432     |
| 관계기업등 투자손익      | 1,558   | 2,471   | 3,123   | 3,286   |
| 세전계속사업손익        | 11,181  | 17,619  | 18,374  | 18,879  |
| 계속사업법인세비용       | 2,979   | 4,627   | 5,145   | 5,286   |
| 계속사업이익          | 8,202   | 12,992  | 13,229  | 13,592  |
| 중단사업이익          | -219    | -720    | 0       | 0       |
| 당기순이익           | 7,984   | 12,272  | 13,229  | 13,592  |
| 지배주주            | 7,364   | 11,962  | 12,660  | 13,008  |
| 비지배주주           | 619     | 311     | 568     | 584     |
| 총포괄이익           | 9,034   | 12,429  | 13,229  | 13,592  |
| 지배주주            | 8,234   | 12,204  | 18,415  | 18,921  |
| 비지배주주           | 800     | 224     | -5,186  | -5,329  |
| EBITDA          | 14,873  | 20,073  | 19,903  | 20,300  |
| FCF             | 6,612   | -9,590  | 13,868  | 14,741  |
| EBITDA 마진율 (%)  | 10.5    | 12.3    | 11.7    | 11.4    |
| 영업이익률 (%)       | 6.9     | 9.3     | 8.8     | 8.7     |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 5.2     | 7.4     | 7.4     | 7.3     |

## 예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원)               | 2022    | 2023    | 2024F  | 2025F   |
|---------------------|---------|---------|--------|---------|
| 영업활동으로 인한 현금흐름      | 10,627  | -2,519  | 19,368 | 19,741  |
| 당기순이익               | 7,984   | 12,272  | 13,229 | 13,592  |
| 비현금손익비용가감           | 20,256  | 21,192  | 8,733  | 9,067   |
| 유형자산감가상각비           | 3,181   | 3,284   | 3,571  | 3,770   |
| 무형자산상각비             | 1,867   | 1,663   | 1,320  | 1,004   |
| 기타                  | 15,208  | 16,245  | 3,842  | 4,293   |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동    | -13,923 | -30,365 | 1,249  | 1,374   |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가) | -1,326  | -99     | -231   | -243    |
| 재고자산 감소(증가)         | -2,721  | -3,250  | -858   | -905    |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 3,333   | 984     | 540    | 570     |
| 법인세납부               | -2,394  | -3,894  | -5,145 | -5,286  |
| 투자활동으로 인한 현금흐름      | -1,203  | -8,649  | -5,907 | -5,429  |
| 유형자산처분(취득)          | -3,878  | -6,926  | -5,500 | -5,000  |
| 무형자산감소(증가)          | -1,711  | -1,778  | 0      | 0       |
| 장단기금융자산의 감소(증가)     | 657     | -1,131  | -407   | -429    |
| 기타투자활동              | 3,729   | 1,186   | 0      | 0       |
| 재무활동으로 인한 현금흐름      | -1,324  | 9,393   | -3,773 | -28,280 |
| 장단기금융부채의 증가(감소)     | 4,641   | 12,527  | 12     | -25,096 |
| 자본의 증가(감소)          | 171     | 137     | 0      | 0       |
| 배당금의 지급             | -1,355  | -2,499  | -3,785 | -3,184  |
| 기타재무활동              | -4,781  | -772    | 0      | 0       |
| 현금의 증가              | 8,069   | -1,698  | 8,054  | -15,450 |
| 기초현금                | 12,796  | 20,865  | 19,167 | 27,220  |
| 기말현금                | 20,865  | 19,167  | 27,220 | 11,771  |

자료: 현대차, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 재무상태표 (요약)

| (십억원)       | 2022    | 2023    | 2024F   | 2025F   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산        | 58,352  | 58,604  | 68,480  | 54,895  |
| 현금 및 현금성자산  | 20,865  | 19,167  | 27,220  | 11,771  |
| 매출채권 및 기타채권 | 7,288   | 6,887   | 7,227   | 7,528   |
| 재고자산        | 14,291  | 17,400  | 18,258  | 19,163  |
| 기타유동자산      | 15,908  | 15,150  | 15,775  | 16,433  |
| 비유동자산       | 107,027 | 116,172 | 118,215 | 119,952 |
| 관계기업투자등     | 25,199  | 28,476  | 29,880  | 31,361  |
| 유형자산        | 36,153  | 38,921  | 40,850  | 42,080  |
| 무형자산        | 6,102   | 6,219   | 4,899   | 3,895   |
| 자산총계        | 255,742 | 282,463 | 294,383 | 282,535 |
| 유동부채        | 74,236  | 73,362  | 75,294  | 52,223  |
| 매입채무 및 기타채무 | 19,075  | 19,595  | 20,561  | 21,580  |
| 단기금융부채      | 37,434  | 34,390  | 34,438  | 9,341   |
| 기타유동부채      | 17,727  | 19,377  | 20,295  | 21,302  |
| 비유동부채       | 90,609  | 107,292 | 108,065 | 108,880 |
| 장기금융부채      | 76,037  | 91,609  | 91,614  | 91,614  |
| 기타비유동부채     | 14,572  | 15,683  | 16,451  | 17,266  |
| 부채총계        | 164,846 | 180,654 | 183,359 | 161,103 |
| 지배주주지분      | 82,350  | 92,497  | 101,143 | 110,967 |
| 자본금         | 1,489   | 1,489   | 1,489   | 1,489   |
| 자본잉여금       | 4,241   | 4,378   | 4,378   | 4,378   |
| 이익잉여금       | 79,954  | 88,666  | 97,542  | 107,366 |
| 비지배주주지분     | 8,547   | 9,312   | 9,881   | 10,465  |
| 자본총계        | 90,897  | 101,809 | 111,024 | 121,432 |

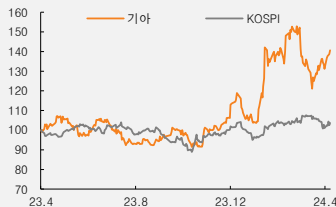
## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

|                 | 2022    | 2023    | 2024F   | 2025F   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| P/E (x)         | 5.7     | 4.7     | 5.4     | 5.2     |
| P/CF (x)        | 1.5     | 1.7     | 3.1     | 3.0     |
| P/B (x)         | 0.5     | 0.6     | 0.7     | 0.6     |
| EV/EBITDA (x)   | 8.9     | 7.9     | 8.0     | 7.4     |
| EPS (원)         | 26,592  | 43,589  | 46,533  | 47,926  |
| CFPS (원)        | 101,970 | 121,947 | 80,720  | 83,481  |
| BPS (원)         | 303,544 | 341,739 | 377,043 | 413,239 |
| DPS (원)         | 7,000   | 11,400  | 12,100  | 12,500  |
| 배당성향 (%)        | 17.7    | 18.9    | 18.6    | 18.7    |
| 배당수익률 (%)       | 4.6     | 5.6     | 4.8     | 5.0     |
| 매출액증가율 (%)      | 20.9    | 14.4    | 4.5     | 5.0     |
| EBITDA증가율 (%)   | 32.4    | 35.0    | -0.8    | 2.0     |
| 조정영업이익증가율 (%)   | 47.1    | 54.0    | -0.8    | 3.4     |
| EPS증가율 (%)      | 49.0    | 63.9    | 6.8     | 3.0     |
| 매출채권 회전율 (회)    | 38.3    | 36.3    | 35.4    | 35.4    |
| 재고자산 회전율 (회)    | 11.0    | 10.3    | 9.5     | 9.5     |
| 매입채무 회전율 (회)    | 11.4    | 11.9    | 12.0    | 12.0    |
| ROA (%)         | 3.3     | 4.6     | 4.6     | 4.7     |
| ROE (%)         | 9.4     | 13.7    | 13.1    | 12.3    |
| ROIC (%)        | 10.3    | 15.0    | 14.3    | 14.8    |
| 부채비율 (%)        | 181.4   | 177.4   | 165.2   | 132.7   |
| 유동비율 (%)        | 78.6    | 79.9    | 91.0    | 105.1   |
| 순차입금/자기자본 (%)   | 95.0    | 97.4    | 79.5    | 64.5    |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 18.8    | 27.1    | 38.3    | 43.9    |

|               |          |
|---------------|----------|
| 투자 의견(신규)     | 매수       |
| 목표주가(신규)      | 160,000원 |
| 현재주가(24/4/26) | 118,200원 |
| 상승여력          | 35.4%    |

|                          |          |
|--------------------------|----------|
| 영업이익(24F, 십억원)           | 11,588   |
| Consensus 영업이익(24F, 십억원) | 11,230   |
| EPS 성장률(24F, %)          | 6.8      |
| MKT EPS 성장률(24F, %)      | 70.8     |
| P/E(24F, x)              | 5.1      |
| MKT P/E(24F, x)          | 11.1     |
| KOSPI                    | 2,656.33 |
| 시가총액(십억원)                | 47,522   |
| 발행주식수(백만주)               | 402      |
| 유동주식비율(%)                | 59.7     |
| 외국인 보유비중(%)              | 40.4     |
| 베타(12M) 일간수익률            | 1.03     |
| 52주 최저가(원)               | 76,900   |
| 52주 최고가(원)               | 128,500  |

| (%)  | 1M  | 6M   | 12M  |
|------|-----|------|------|
| 절대주가 | 3.3 | 45.9 | 37.9 |
| 상대주가 | 7.2 | 26.3 | 29.0 |



[자동차/부품]

김진석

jinsuk.kim@miraeasset.com

000270 · 자동차

## 기아

## ROE 군계일학의 저가전기차

## 투자 의견 '매수'와 목표주가 160,000원. 커버리지 개시

목표주가는 160,000원은 24F EPS 23,261원에 Target P/E 6.8배(12~13년 연간 P/E 평균)을 적용했다. 12~13년은 09~11년 고성장 이후 신차 출시 및 해외 생산역량 확대하며 견고한 이익체력을 증명한 구간이다. 6.8배의 코스피 P/E 대비 할인폭은 -36%이다. 과거 10년 평균 할인폭은 -41%이다. 19~24F 영업이익 CAGR 42%로 예상되는데 현재 12MF P/E는 5.0배로 과거 10년 평균 대비 -19%이다. 목표주가의 Implied P/B는 1.19배이다.

## 투자포인트 1) 24년 감익 제한적, 25년 증익 구간 진입

동사 영업이익은 24년 -0.2% YoY로 제한적, 25년 +3.1% YoY로 증익 구간 진입하며 피크아웃 우려 완화될 것으로 예상된다. 1) ASP는 24년 +1.3%, 25년 -1.1%로 견고하게 유지되겠다. 인센티브 상승 제한, MSRP 상승 지속, 제품믹스 개선을 예상한다. 2) 글로벌 도매판매량은 24년 +2.1%, 25년 +5.7% 예상한다. 미국/유럽/국내/인도 등 고수익 지역 중심 판매 성장 지속되겠다. 3) 미국 시장 점유율 유지되겠다. 세그먼트별 분석 결과 신차 출시 및 BEV 효과가 기대된다. 4) 작년 하반기부터 증익 요인으로 작용하기 시작한 원가 하락 효과도 연간에 걸쳐 발생한다.

## 투자포인트 2) 높아질 미국 BEV 점유율, HEV 수요 확대

동사는 가장 중요한 전기차 시장인 미국에서 ICE-BEV 점유율 격차를 축소하고 있다. 향후 BEV 점유율은 더 높아질 것으로 예상된다. 24년 IRA 보조금 확보할 것으로 예상된다. 경쟁사들이 계획을 철회/연기하는 가운데 동사는 이미 BEV 사업 BEP를 달성했으며 계획을 유지했다. 수익성은 견고할 것이다. HEV 수요가 확대되는 가운데, 동사는 ICE-BEV-HEV에 대응할 수 있는 포트폴리오 역량을 보유하고 있다.

## 투자포인트 3) 밸류업 프로그램은 촉매, 주주환원 확대 예상

밸류업 프로그램이 시행되는 가운데 고ROE-저PBR 매력 부각될 것으로 예상된다. 동사의 호실적을 고려하면 3분기 누계 재무 목표를 달성해 자사주 50% 추가 소각 가능할 것으로 예상된다. 주주환원은 ROE 지속성을 증명하는 효과적인 조치다.

| 결산기 (12월)  | 2021   | 2022   | 2023   | 2024F   | 2025F   |
|------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 매출액 (십억원)  | 69,862 | 86,559 | 99,808 | 103,323 | 108,145 |
| 영업이익 (십억원) | 5,066  | 7,233  | 11,608 | 11,588  | 11,952  |
| 영업이익률 (%)  | 7.3    | 8.4    | 11.6   | 11.2    | 11.1    |
| 순이익 (십억원)  | 4,760  | 5,409  | 8,777  | 9,327   | 9,738   |
| EPS (원)    | 11,744 | 13,345 | 21,770 | 23,261  | 24,354  |
| ROE (%)    | 14.7   | 14.6   | 20.4   | 18.7    | 17.2    |
| P/E (배)    | 7.0    | 4.4    | 4.6    | 5.1     | 4.9     |
| P/B (배)    | 0.9    | 0.6    | 0.9    | 0.9     | 0.8     |
| 배당수익률 (%)  | 3.6    | 5.9    | 5.6    | 5.1     | 5.3     |

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 기아, 미래에셋증권 리서치센터

## I. 투자의견 및 Valuation

### 투자의견 ‘매수’ 및 목표주가 160,000원(상승여력 +35%)

기아에 대해 투자의견 ‘매수’와 목표주가 160,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 24년 EPS 추정치 23,261원에 Target P/E 6.8배(12~13년 연간 P/E 평균)를 적용했다. 12~13년은 09~11년 고성장 이후 신차 출시 및 해외 생산역량을 확대하며 견고한 이익체력을 증명한 구간이다. 6.8배는 코스피 P/E 대비 -36% 할인된 것이다. 과거 10년 할인 폭 평균은 -41%이다. Implied P/B는 1.19배이다. 동사의 07~23년 연간 ROE-P/B 회귀식 결정계수는 0.74로 연관성이 높다.

현재 12MF P/E는 5.0배로 과거 10년 평균 대비 -19% 할인되어 있다. 코스피 P/E 대비 할인 폭은 -53%로 과거 10년 평균 할인 폭 -41%를 크게 상회한다. 동사는 21년 이후 호실적을 지속했다. 영업이익은 19년 2.0조원에서 23년 11.6조원까지 상승했고, ROE는 19년 6.5%에서 23년 20.4%까지 상승했다. 19~24F 영업이익 CAGR은 42%로 예상된다. 그러나 영업이익-P/E와 ROE-P/B간 디커플링이 발생했고 지속되어 왔다.

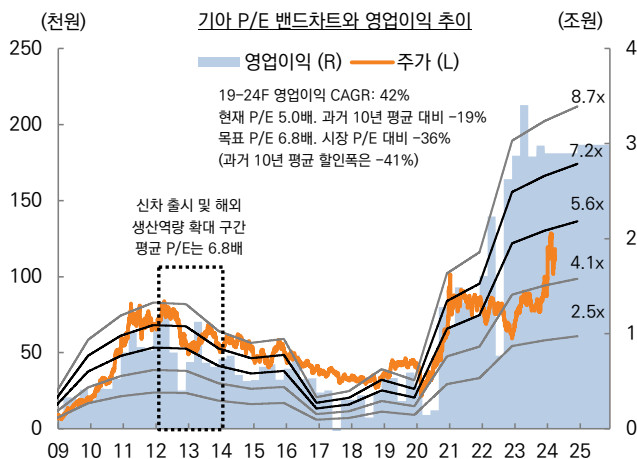
멀티플 할인의 원인은 1) ROE 지속성 우려: 피크아웃과 전기차 경쟁력 우려, 2) 주주환원 우려, (3) COE 상승으로 판단한다. **24~25년 Multiple의 회복을 예상한다:** ① 24년 제한적인 감익, 25년 증익 구간 진입으로 피크아웃 우려 완화; ② 높아질 BEV 점유율, HEV 수요 확대, 저가전기차 출시로 전기차 경쟁력 우려 완화; ③ 밸류업 프로그램 시행으로 고ROE-저PBR 매력 부각을 예상한다. 견조한 ROE/주주환원 유지 및 COE 하락이 맞물린다.

표 42. 기아 목표주가 산출 테이블

| 구분             | 내용      | 비고                                      |
|----------------|---------|-----------------------------------------|
| 목표주가 (원)       | 160,000 |                                         |
| 현재주가 (원)       | 118,200 | 24년 4월 26일 (금) 기준. 현재 12MF P/E는 5.0배    |
| 상승여력 (%)       | 35.4    |                                         |
| 24F EPS (원)    | 23,261  |                                         |
| Target P/E (배) | 6.8     | 12~13년 연간 P/E 평균. 고성장 후 견고한 이익체력 증명한 구간 |

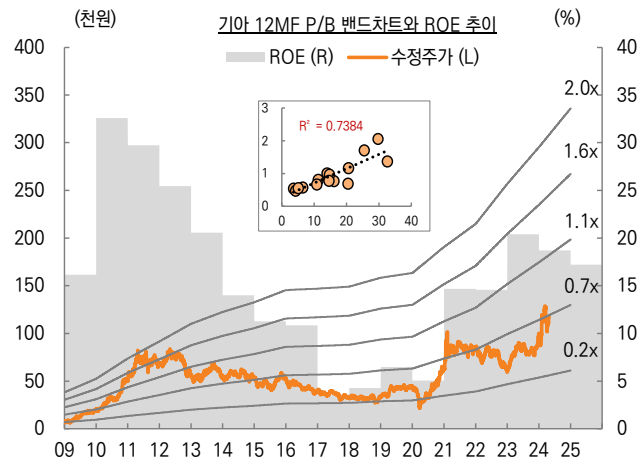
자료: Quantisive, 미래에셋증권 리서치센터

그림 199. 기아 영업이익-P/E 밴드차트



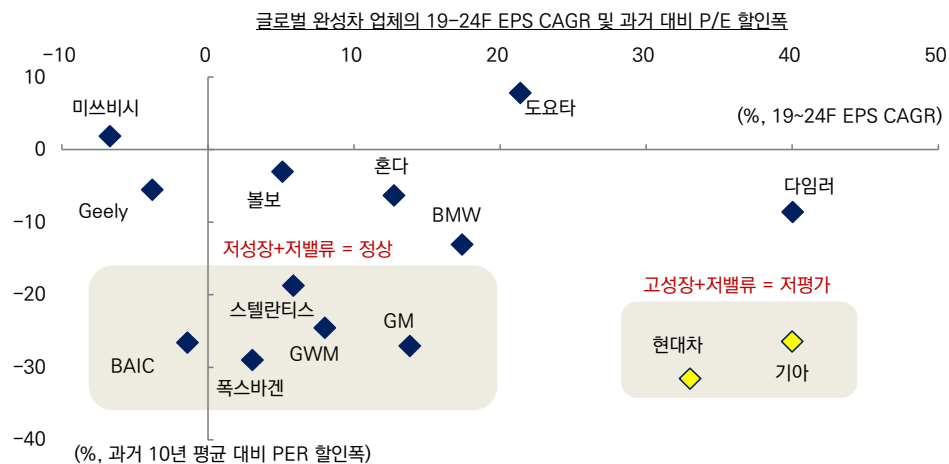
자료: Quantisive, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 200. 기아 ROE-P/B 밴드차트



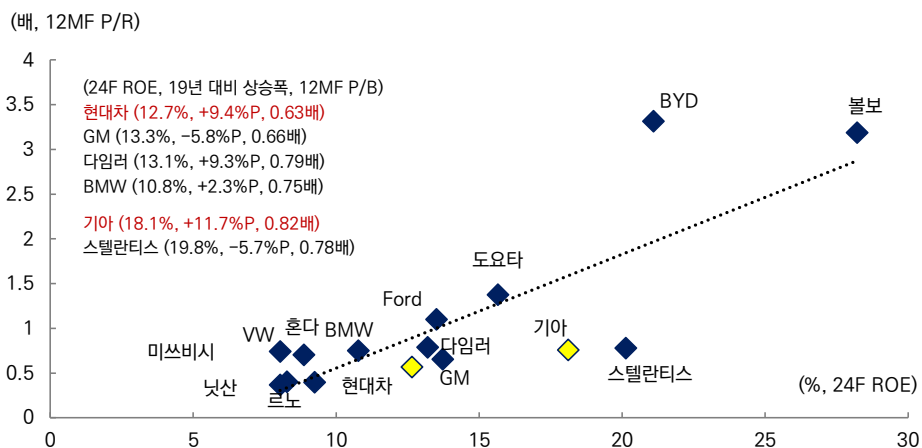
자료: Quantisive, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 201. 고성장한 현대차·기아와 달리 경쟁사의 할인은 저성장의 결과



자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 202. 글로벌 완성차 업체의 ROE-P/B를 살펴봐도 현대차·기아는 저평가



자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

## II. 실적 전망

### 1Q24 Review: Peak-Out 우려가 무색한 어닝 서프라이즈

매출액 26.2조원(+10.6% YoY, 컨센 대비 +5.7%), 영업이익 3.43조원(+19.2%, 컨센 대비 +22.5%), OPM 13.1%(+0.9%p)를 기록했다. 도매판매량(중국 제외)은 75.8만대로 전년비 -1.5% 감소했으나 외형 성장 배경은 차량 ASP 상승(+12% YoY, +3% QoQ)이다.

이는 우려가 무색한 어닝 서프라이즈이다. 영업이익 증감 사유를 살펴보면 총 +5,510억원의 증익 중 재료비 감소 +4,650억원, 환율 효과 +3,080억원, 믹스 개선 +2,560억원, 가격 효과 +1,140억원, 판매 효과 +420억원, 인센티브 증가 -2,850억원, 기타비용 증가 -3,490억원이다. 이중 인센티브 상승에 따른 감익 폭이 예상보다 적었다. 시장에서 참고하는 데이터와 실제 업체에서 지급한 수치와의 괴리가 벌어졌기 때문이다. 여기에는 시장조사기관의 데이터에는 정부에서 지급하는 전기차 리스/렌탈 보조금이 포함된 영향이 크다고 판단한다. 내연기관 대비 인센티브 지급액이 큰 전기차 비중이 상승했기 때문이다. 우호적인 환율 환경과 제품/지역믹스 개선, ASP 상승은 지속되고 있다.

### 24년 영업이익 -0.2% YoY, 25년 영업이익 +3.1% YoY

24년 매출액 103조원(+3.5% YoY), 영업이익 11.6조원(-0.2%), OPM 11.2%(-0.4%p) 예상한다. 도매판매량(중국 제외)은 307만대(+2.1%), 차량 ASP는 +1.3%를 예상한다. 지역별 판매량은 북미 +2.7%, 유럽 +1.4%, 내수 -2.5%, 인도 +8.9%이다. 미국 포르테(K4)/쏘렌토 등 신차 출시로 인센티브 상승세 둔화 및 판매량 확대를 예상한다. 국내 생산 정상화도 시작됐다. MSRP 상승과 제품/지역 믹스 개선도 지속된다. 우호적인 환율 환경도 지속되고 있고, 원재료비 하락 효과도 연간에 걸쳐 반영된다.

25년 매출액 108조원(+4.7% YoY), 영업이익 11.9조원(+3.1%), OPM 11.1%(-0.2%p) 예상한다. 도매판매량(중국 제외)은 333만대(+5.7%), 차량 ASP는 -1.1%를 예상한다. 지역별 판매량은 북미 +8.7%, 유럽 +3.8%, 국내 +1.4%, 인도 +7.6%이다. 금리 인하로 미국 차량구매환경 개선되어 경쟁사 대비 가격경쟁력으로 인한 수혜 예상한다. 펠리세이드 등 볼륨 모델 신차도 예정되어 있다. 배터리 가격 하락으로 원재료비 하락도 지속된다.

표 43. 기아 실적 추정 및 컨센서스 비교 → 1분기 어닝 서프라이즈, Peak-Out 우려가 무색하다

| (십억원)  | 1Q23   | 4Q23   | 1Q24P  |       |       |        |       | 2024F   |        |         |       | 2025F   |        |         |       |
|--------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|-------|---------|--------|---------|-------|---------|--------|---------|-------|
|        |        |        | 발표치    | YoY   | QoQ   | 컨센서스   | 차이    | 추정치     | YoY    | 컨센서스    | 차이    | 추정치     | YoY    | 컨센서스    | 차이    |
| 매출액    | 23,691 | 24,328 | 26,213 | 10.6% | 7.7%  | 24,788 | 5.7%  | 103,323 | 3.5%   | 102,492 | 0.8%  | 108,145 | 4.7%   | 106,035 | 2.0%  |
| 영업이익   | 2,874  | 2,466  | 3,426  | 19.2% | 38.9% | 2,796  | 22.5% | 11,588  | -0.2%  | 11,230  | 3.2%  | 11,952  | 3.1%   | 11,398  | 4.9%  |
| 지배순이익  | 2,120  | 1,620  | 2,808  | 32.5% | 73.3% | 2,183  | 28.6% | 9,327   | 6.3%   | 8,940   | 4.3%  | 9,738   | 4.4%   | 9,150   | 6.4%  |
| 영업이익률  | 12.1%  | 10.1%  | 13.1%  | 0.9%p | 2.9%p | 11.3%  | 1.8%p | 11.2%   | -0.4%p | 11.0%   | 0.3%p | 11.1%   | -0.2%p | 10.7%   | 0.3%p |
| 지배순이익률 | 8.9%   | 6.7%   | 10.7%  | 1.8%p | 4.1%p | 8.8%   | 1.9%p | 9.0%    | 0.2%p  | 8.7%    | 0.3%p | 9.0%    | 0.0%p  | 8.6%    | 0.4%p |

자료: 기아, Quantisiwe, 미래에셋증권 리서치센터

표 44. 기아 24~25년 분기 및 연간 실적 추정

| (십억원, %) | 1Q23   | 2Q23   | 3Q23   | 4Q23   | 1Q24P  | 2Q24F  | 3Q24F  | 4Q24F  | 2021   | 2022   | 2023   | 2024F   | 2025F   |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 매출액      | 23,691 | 26,244 | 25,545 | 24,328 | 26,213 | 26,412 | 25,412 | 25,285 | 69,862 | 86,559 | 99,808 | 103,323 | 108,145 |
| YoY (%)  | 29.1   | 20.0   | 10.3   | 5.0    | 10.6   | 0.6    | -0.5   | 3.9    | 18.1   | 23.9   | 15.3   | 3.5     | 4.7     |
| 매출총이익    | 5,373  | 6,066  | 5,860  | 5,329  | 6,236  | 6,153  | 5,742  | 5,462  | 12,925 | 18,023 | 22,629 | 23,593  | 24,915  |
| GPM (%)  | 22.7   | 23.1   | 22.9   | 21.9   | 23.8   | 23.3   | 22.6   | 21.6   | 18.5   | 20.8   | 22.7   | 22.8    | 23.0    |
| 영업이익     | 2,874  | 3,403  | 2,865  | 2,466  | 3,426  | 3,026  | 2,658  | 2,478  | 5,066  | 7,233  | 11,608 | 11,588  | 11,952  |
| OPM (%)  | 12.1   | 13.0   | 11.2   | 10.1   | 13.1   | 11.5   | 10.5   | 9.8    | 7.3    | 8.4    | 11.6   | 11.2    | 11.1    |
| YoY (%)  | 78.9   | 52.3   | 272.9  | -6.0   | 19.2   | -11.1  | -7.2   | 0.5    | 145.1  | 42.8   | 60.5   | -0.2    | 3.1     |
| 지배순이익    | 2,120  | 2,817  | 2,220  | 1,620  | 2,808  | 2,429  | 2,146  | 1,944  | 4,760  | 5,409  | 8,777  | 9,327   | 9,738   |
| NPM (%)  | 8.9    | 10.7   | 8.7    | 6.7    | 10.7   | 9.2    | 8.4    | 7.7    | 6.8    | 6.2    | 8.8    | 9.0     | 9.0     |
| YoY (%)  | 105.2  | 49.8   | 384.1  | -20.5  | 32.5   | -13.8  | -3.4   | 20.0   | 220.0  | 13.6   | 62.3   | 6.3     | 4.4     |

자료: 기아, 미래에셋증권 리서치센터

표 45. 기아 24~25년 분기 및 연간 도매판매량 추정

| (천대, %) | 1Q23  | 2Q23 | 3Q23  | 4Q23  | 1Q24  | 2Q24F | 3Q24F | 4Q24F | 2021  | 2022  | 2023  | 2024F | 2025F |
|---------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 도매판매량   | 767   | 806  | 777   | 732   | 758   | 821   | 814   | 815   | 2,775 | 2,904 | 3,082 | 3,147 | 3,325 |
| (중국 제외) | 749   | 787  | 756   | 709   | 738   | 803   | 794   | 792   | 2,648 | 2,815 | 3,001 | 3,066 | 3,243 |
| 국내      | 142   | 150  | 134   | 138   | 138   | 145   | 130   | 138   | 535   | 541   | 564   | 549   | 557   |
| 북미      | 246   | 261  | 266   | 235   | 255   | 266   | 268   | 247   | 763   | 859   | 1,008 | 1,035 | 1,126 |
| 유럽      | 152   | 167  | 152   | 135   | 154   | 160   | 159   | 142   | 514   | 547   | 607   | 615   | 638   |
| 인도      | 75    | 61   | 59    | 60    | 65    | 67    | 72    | 73    | 182   | 255   | 255   | 278   | 299   |
| 중국      | 18    | 19   | 21    | 23    | 20    | 18    | 20    | 23    | 127   | 89    | 80    | 81    | 82    |
| 기타      | 135   | 147  | 145   | 141   | 127   | 147   | 145   | 170   | 655   | 614   | 568   | 588   | 623   |
| YoY (%) | 11.9  | 9.9  | 3.3   | -0.1  | -1.2  | 1.9   | 4.8   | 11.4  | 6.5   | 4.6   | 6.1   | 2.1   | 5.7   |
| (중국 제외) | 14.0  | 9.7  | 3.8   | -0.4  | -1.5  | 2.1   | 5.0   | 11.7  | 11.2  | 6.3   | 6.6   | 2.2   | 5.8   |
| 국내      | 16.5  | 6.7  | 0.8   | -5.5  | -2.9  | -3.9  | -3.1  | -0.1  | -3.1  | 1.1   | 4.2   | -2.5  | 1.4   |
| 북미      | 31.8  | 18.7 | 15.0  | 6.5   | 3.3   | 2.0   | 0.8   | 4.9   | 6.8   | 12.6  | 17.4  | 2.7   | 8.7   |
| 유럽      | 10.0  | 17.0 | 8.3   | 7.9   | 1.7   | -4.4  | 4.2   | 4.9   | 19.0  | 6.4   | 10.9  | 1.4   | 3.8   |
| 인도      | 24.4  | -0.6 | -15.6 | -4.6  | -12.5 | 9.5   | 21.8  | 22.2  | 29.2  | 40.2  | 0.2   | 8.9   | 7.6   |
| 중국      | -37.7 | 18.8 | -11.1 | 9.9   | 10.2  | -5.8  | -3.1  | 1.5   | -43.4 | -30.3 | -9.3  | 0.5   | 1.1   |
| 기타      | -10.5 | -3.4 | -5.8  | -10.2 | -6.1  | 0.1   | 0.2   | 20.2  | 20.6  | -6.2  | -7.5  | 3.6   | 5.9   |

자료: 기아, 미래에셋증권 리서치센터

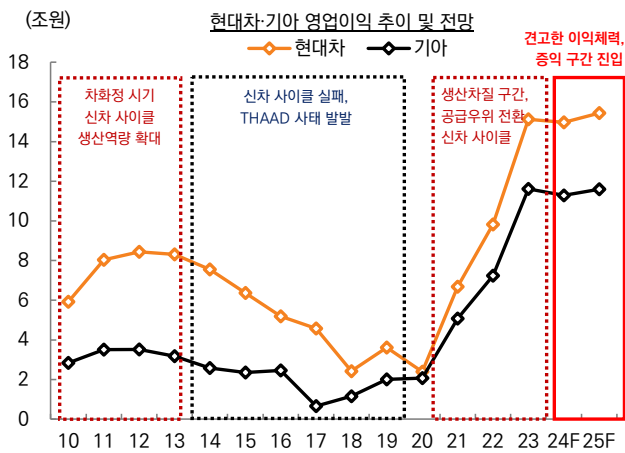
### III. 투자포인트

#### 1. 24년 제한적인 감익, 25년 증익 구간 진입

기아의 영업이익은 11.6조원(-0.2% YoY), 25년 11.9조원(+3.1% YoY)으로 예상된다. 24년 제한적인 감익을 기록하고 25년 증익 구간 진입하며 피크아웃 우려는 완화될 것으로 전망한다. 이는 Multiple의 할인을 야기한 ROE 지속성 우려의 첫번째 구성 요인이다.

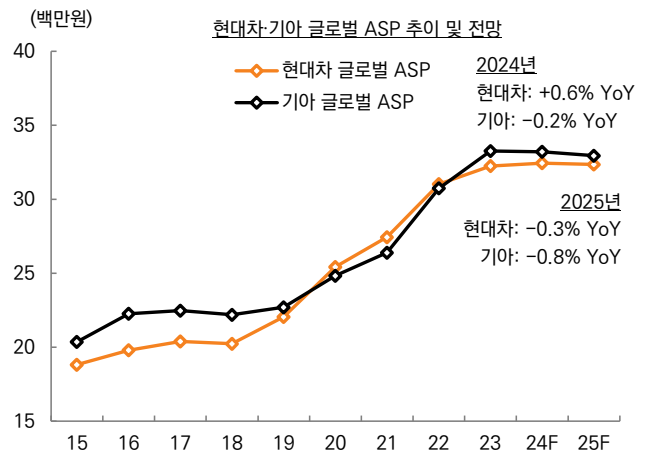
피크아웃 우려는 인센티브 상승으로 ASP 하락, 고금리 및 대기수요 소진으로 Q 회복 제한, 일본 업체 생산 정상화로 미국 점유율 훼손이다. 요인별로 살펴보면 **(1) ASP는 여전히 높게 유지된다.** 24년 ASP +1.3% YoY, 25년 -1.1% YoY으로 예상된다. 포르테/쏘렌토는 23년 미국 인센티브 상승분 기여도가 42%로 높다. 24년 두 모델의 신차 출시로 인센티브 상승세 둔화를 예상한다. 24년 전기차 전용 공장 가동에 따라 확보할 IRA 보조금도 인센티브 절감에 기여한다. 미국에서 동사가 속한 세그먼트의 재고일수도 산업 평균 대비 낮고, 글로벌 재고도 1.7개월로 과거 대비 59%에 불과하다. 최근 6개월 월 초과생산대수는 약 1.2만대로 재고 축적이 우선적이다. ADAS 채택률 상승으로 MSRP 상승도 지속된다.

그림 203. 기아 영업이익 추이



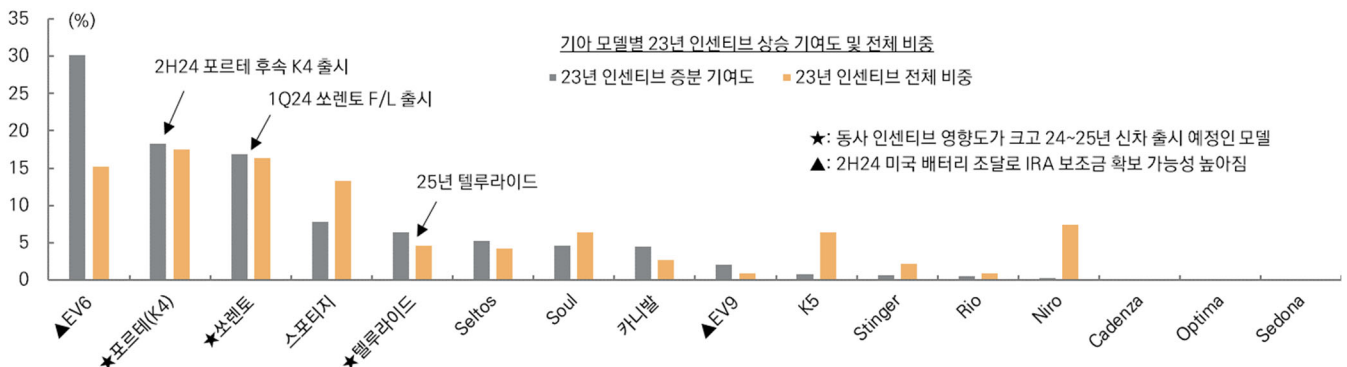
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 204. 기아 글로벌 ASP 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 205. 기아 인센티브 상승분 분석



자료: 기아, 미래에셋증권 리서치센터 추정

**(2) Q의 상승도 지속된다.** 동사 글로벌 도매판매량은 24년 315만대(+2.1% YoY), 25년 333만대(+5.7% YoY)으로 예상한다. 지역별로는 24년 미국 +2.7%, 유럽 +1.4%, 내수 -2.5%, 인도 +8.9%. 25년 미국 +8.7%, 유럽 +3.8%, 국내 +1.4%, 인도 +7.6%이다.

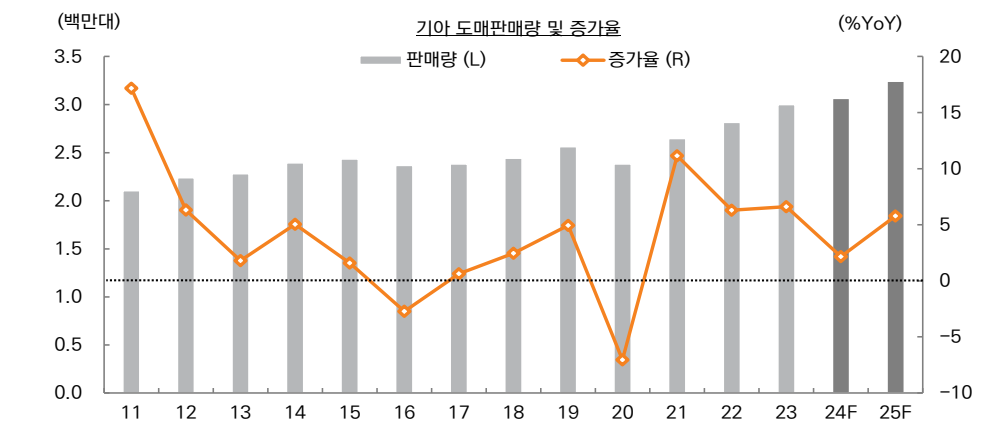
주요 지역은 미국과 인도이다. 미국은 24년 GDP 상향 지속, 견조한 고용 환경과 소비심리로 상승을 지속하고, 24년 하반기 금리 인하로 인한 차량구매환경 개선으로 25년부터 본격적으로 판매 증대될 것으로 예상한다. 미국 완성차 업체 대비 상대적으로 가격 민감도가 높은 고객군을 보유한 동사가 수혜 업체이며 확대되는 HEV 수요 확대의 수혜 업체이다.

23년 일본 업체 생산 정상화에도 **(3) 미국 M/S 유지될 것으로 예상한다.** 세그먼트별로 분석한 결과 SUV-D에서는 쏘렌토(24년)/텔루라이드(25년) 신차와 BEV 모델이 점유율을 방어 하겠다. Car-C에서는 점유율 훼손 있겠으나 제품믹스 개선을 위해 전략적으로 축소 중인 세그먼트로 영향 제한적이다. Car-D는 점유율 훼손 우려가 없다.

인도는 24~25년 GDP 고성장에 힘입어 성장한다. 높은 관세 등 진입장벽이 높은 인도에서 현대차·기아의 점유율은 10%이다. 현대차·기아의 생산역량은 현재 119만대에서 25년 130만대로 확대된다. 한편 1인당 GDP 상승은 SUV 비중을 견인한다. ASP 상승 요인이다. 2H23에 출시한 셀토스와 쏘넷 신차 대기수요도 24년에 본격적으로 반영될 예정이다.

**(4) C 하락에 따른 증익 효과도 반영된다.** 동사의 매출액 대비 원재료비 비중은 62%로 높다. 20년 이후 급등한 원재료비 등은 22년부터 하락하기 시작했다. 시차를 두고 23년 3분기부터 증익 요인으로 작용하기 시작했다. 24년 연간에 걸쳐 발생할 것으로 예상되며, BEV 모델에서 원가 비중이 높은 배터리 가격도 지속 하락할 예정이다.

**그림 206. 기아의 판매량은 지속 성장한다**



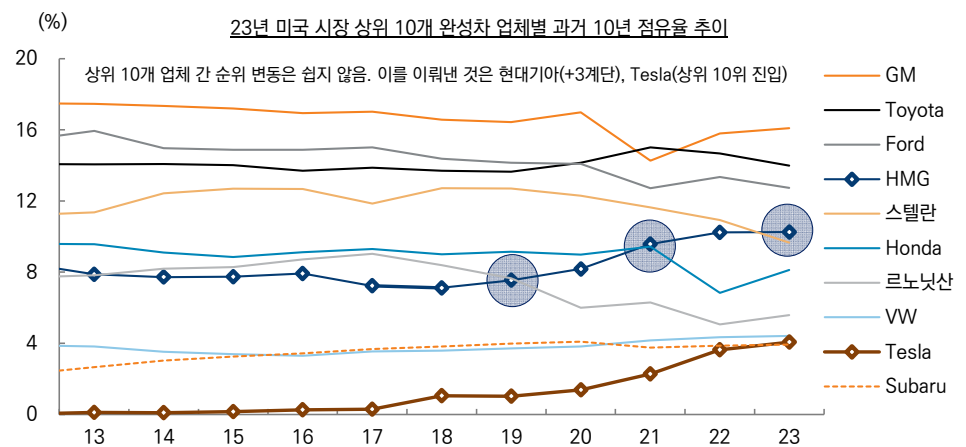
자료: 기아, 미래셋증권 리서치센터

표 46. 기아 주요 지역 신차 출시 스케줄

| 지역 | 상세  | 1H23        | 2H23                                                | 1H24                                                               | 2H24                                     | 1H25                                                  | 2H25                                                                          |
|----|-----|-------------|-----------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|-------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|
| 국내 | 세단  |             | K5 ICE fl<br>K5 HEV fl                              |                                                                    | K8 ICE fl<br>K8 HEV fl                   | EV4 BEV new                                           |                                                                               |
|    | SUV | EV9 BEV new | 쏘렌토 ICE fl<br>쏘렌토 HEV fl                            | EV3 BEV new (6월)                                                   | 스포티지 ICE fl<br>스포티지 HEV fl<br>EV6 BEV fl | 셀토스 ICE fmc (25년)<br>셀토스 HEV new (25년)<br>EV5 BEV new |                                                                               |
|    | 그외  |             | 모닝 ICE fl<br>카니발 HEV new<br>카니발 ICE fl<br>레이 BEV fl |                                                                    |                                          | 타스만 ICE new (2월 양산)                                   | 중형 PBV PV5 BEV new                                                            |
| 미국 | 세단  |             |                                                     |                                                                    | 포르테→K4 ICE fmc<br>K5 ICE fl              |                                                       |                                                                               |
|    | SUV | 셀토스 ICE fl  | EV9 BEV new                                         | 쏘렌토 ICE fl                                                         | 쏘렌토 HEV fl<br>쏘렌토 PHEV fl<br>EV6 BEV fl  | 텔루라이드 ICE fl                                          | 스포티지 ICE fl (25년)<br>스포티지 PHEV fl (25년)<br>스포티지 HEV fl (25년)<br>텔루라이드 HEV new |
|    | 그외  |             |                                                     | 카니발 ICE fl (6~8월)<br>카니발 HEV new (6~8월)                            |                                          |                                                       |                                                                               |
| 유럽 | SUV |             | EV9 BEV new                                         | 쏘렌토 ICE fl (24년 중반)<br>쏘렌토 HEV fl (24년 중반)<br>쏘렌토 PHEV fl (24년 중반) | EV3 BEV new<br>EV6 BEV fl                |                                                       | 스포티지 ICE fl<br>스포티지 HEV fl                                                    |
|    | 그외  |             | 모닝 ICE fl                                           |                                                                    |                                          |                                                       |                                                                               |
| 인도 | 세단  |             |                                                     |                                                                    |                                          |                                                       |                                                                               |
|    | SUV |             | 셀토스 ICE fl<br>쏘넷 ICE fl                             |                                                                    |                                          | 클라비스 ICE new                                          |                                                                               |
|    | 그외  |             |                                                     |                                                                    | 카니발 ICE new                              |                                                       |                                                                               |

자료: Marklines, 언론자료 종합, 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 207. 미국 상위 10위권 경쟁에서 순위 상승을 이뤄낸 현대기아와 Tesla



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

## 2. 높아질 미국 BEV 점유율, HEV 수요 확대 수혜

글로벌 완성차 업체 중 ICE/HEV/PHEV를 통해 단기 실적을 유지하면서 BEV라는 성장성을 확보해나가는 업체는 기아가 될 것으로 전망한다. 전기차 경쟁력 우려의 완화를 전망한다. 이는 Multiple의 할인을 야기한 ROE 지속성 우려의 두번째 구성 요인이다.

전기차 경쟁력 우려는 크게 1) BEV 침투율 상승에 따른 글로벌 완성차 업체들의 점유율 훼손과 벌금, 2) 최근 시장 둔화되는 가운데 BEV 투자비 회수 지연으로 보인다. 이에 최근 BEV 시장이 둔화되고 내연기관 규제가 완화되며 글로벌 완성차 업체의 멀티플이 회복되고 있다. 다만 당사는 회복은 제한적일 것으로 판단한다. BEV 침투율은 둔화됐지만, 우상향할 것이며 내연기관 규제는 완화된 것이지 철회된 것이기 아니기 때문이다.

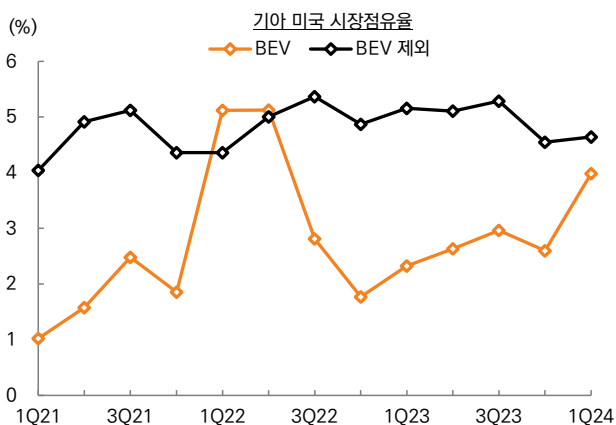
기아의 전기차 경쟁력 우려의 완화를 전망하는 이유는 1) 주요 전기차 시장인 미국/유럽에서 이미 ICE-BEV 점유율을 좁혀가고 있고, 가장 중요한 미국 BEV 점유율은 더욱 높아질 것이기 때문이다. 2) 가격 경쟁의 핵심인 BEV 수익성도 견고할 것이고, 3) 향후 확대되는 HEV 수요의 수혜를 받을 수 있는 포트폴리오 역량이 탁월하기 때문이다.

① 24~25년 기아의 미국 BEV 점유율이 추가 상승할 것으로 전망하는 이유는: 1) IRA 세액공제 확보이다. 현재 배터리 조달 계획을 보면 26년(이르면 25년부터 3,750달러)에 세액공제를 받게 될 것으로 보인다. 그러나 24년 10월 미국 조지아 전용 공장이 가동되고, 최근 발표된 배터리 공급사의 라인 전환에 따라 24년 IRA 세액공제 확보를 예상한다. 한편 IRA 세액공제의 FEOC 세부규정 실시함에 따라 경쟁사들은 보조금을 상실하고 있다.

또한, 경쟁사들이 전기차 관련 계획을 연기 또는 철회하고 있다. 이들은 과거 상대적으로 큰 규모의 BEV 투자 계획을 발표했었지만 BEV 시장에서의 BEP 달성 시점이 늦춰지고, BEV 시장이 둔화됨에 따라 불가피한 것으로 판단한다. 그러나 기아의 경우 애초에 투자비용이 적게 발생했고, 23년 BEV 사업에서 BEP 달성을 이뤄냈다. 올해도 전기차 전용 공장을 이룬 시점에 가동하는 등 경쟁사가 쉴 때, 기아는 가속화하고 있다.

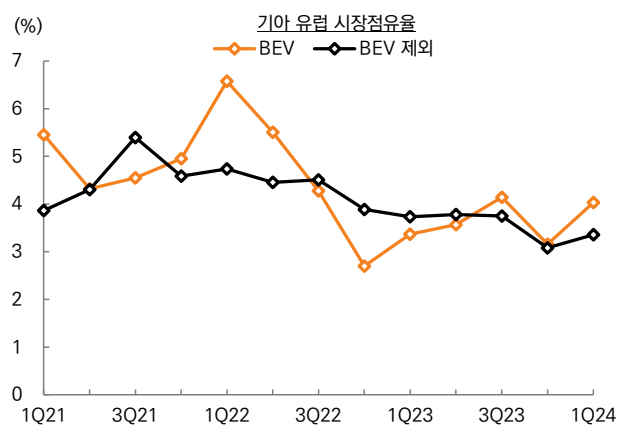
기아는 올해 상반기 EV3를 시작으로 EV4/EV5등 3.5만~5만달러 수준의 저가전기차를 출시할 예정이다. ‘Early adopter’에서 ‘Early majority’ 구간으로 넘어가는 가장 중요한 조건은 가격으로 판단되기에 저가전기차 출시 역량은 매우 중요하다.

그림 208. 기아의 미국 ICE-BEV 점유율 격차는 축소됨



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 209. 기아의 유럽 ICE-BEV 점유율 격차도 축소됨



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

표 47. 현대차그룹 배터리 JV 가동 일정

| 구 분  | HMG - LG엔솔   | HMG - SK온    | HMG - LG엔솔   |
|------|--------------|--------------|--------------|
| 공장위치 | 미국 조지아주      | 미국 조지아주      | 인도네시아 카라왕    |
| 가동시기 | 2025년말 가동    | 2025년말 가동    | 2024년 상반기    |
| 투자금액 | 연간 30GWh     | 연간 35GWh     | 연산 10GWh     |
| 생산역량 | 약 8조 3,500억원 | 약 6조 5,000억원 | 약 1조 4,500억원 |
| 발표시기 | 2023년 5월     | 2023년 4월     | 2021년 7월     |

자료: 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

표 48. 주요 배터리 공급사 공장 라인 전환 개시 (언론 보도)

| 구 분     | 생산역량     | 공급 브랜드-모델            | 비 고                                                                                                                |
|---------|----------|----------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 조지아 1공장 | 9.8 GWh  | 폭스바겐 (ID.4 등 MEB 모델) | - 보도에 따르면 2공장은 전량 HMG향으로 전환될 예정<br><br>- HMG 전기차 1대 배터리 용량을 80kWh로 가정하면 이는 약 14.6만대 규모. HMG 23년 미국 BEV 판매량이 약 12만대 |
| 조지아 2공장 | 11.7 GWh | 포드 (F-150 라이트닝 등)    |                                                                                                                    |

자료: 언론자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

표 49. 24년 미국 IRA 세액공제 리스트 발표에 따른 보조금 변동 현황 → 동일 세그먼트의 현대차그룹 모델 반사수혜

| 세그먼트  | 브랜드명     | 모델-트림명         | 파워트레인 | 기준 (\$) | 신규               | 판매량 (대) | 동일 세그먼트의 현대차그룹 경쟁 모델 (23.11 누적 판매량)                                                |
|-------|----------|----------------|-------|---------|------------------|---------|------------------------------------------------------------------------------------|
| SUV-D | Ford     | 머스탱 마하-E ER    | BEV   | 3,750   | IRA<br>보조금<br>상실 | 35,908  | GV70 BEV (1,427), 쏘렌토 PHEV (3,255), 싼타페 PHEV (3,728), 아이오닉5 (30,657), EV6 (17,630) |
|       | Ford     | 머스탱 마하-E SR    | BEV   | 3,750   |                  | 35,908  |                                                                                    |
|       | Tesla    | Model Y LR     | BEV   | 7,500   |                  | 346,853 |                                                                                    |
| SUV-E | BMW      | X5 xDrive50e   | PHEV  | 3,750   |                  | 10,609  | EV9                                                                                |
|       | 링컨(Ford) | Aviator GT     | PHEV  | 7,500   |                  | 1,616   |                                                                                    |
| Car-D | Tesla    | Model 3 LR     | BEV   | 7,500   |                  | 201,460 | 아이오닉6 (10,943)                                                                     |
|       | Tesla    | Model 3 SR     | BEV   | 7,500   |                  |         |                                                                                    |
| 소형밴   | Ford     | E-Transit      | BEV   | 3,750   |                  |         |                                                                                    |
| 픽업트럭  | 쉐보레(GM)  | Silverado      | BEV   | 7,500   |                  |         |                                                                                    |
|       | Tesla    | CyberTruck AWD | BEV   | 7,500   |                  |         |                                                                                    |

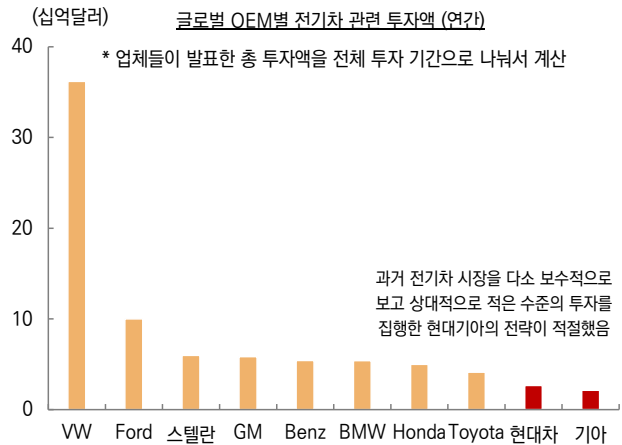
자료: fueleconomy, 미래에셋증권 리서치센터

표 50. 글로벌 OEM들은 전기차 관련 계획을 철회/연기

|        | 구분 | 기존 계획 및 변경 사항                               |
|--------|----|---------------------------------------------|
| GM     | 철회 | 북미 22~24년 상반기 기간 누적 40만대 생산 계획 철회           |
|        | 철회 | 북미 1H23 5만대, 2H23 10만대 생산 중 하반기 계획 철회       |
|        | 철회 | 27년 일본 업체 Honda와 저가 EV 공동 생산 계획 철회          |
|        | 연기 | 캐나다 전기트럭 공장 24년말 가동에서 25년말로 연기              |
| Ford   | 연기 | 23년 연말 60만대 생산역량 확보 계획 24년으로 연기             |
|        | 철회 | 26년 연말 200만대 이상 생산 계획 철회                    |
| VW     | 연기 | 유럽내 배터리 4공장 증설 계획 연기                        |
| Benz   | 철회 | 25년 50% 전동화 전환, 30년 100% 전환 목표 전면 조정        |
| Tesla  | 연기 | 멕시코 공장 착공 및 25년말 가동 계획 일시 정지                |
| Rivian | 연기 | 조지아 신공장 건설 연기. 신모델은 기존 공장에서 생산              |
| 기타     | 하향 | Polestar, Fisker, Lucid, Rivian 등 23년 목표 하향 |

자료: 각 사, 언론 자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 210. 현대차기아의 투자비용은 가장 낮은 수준

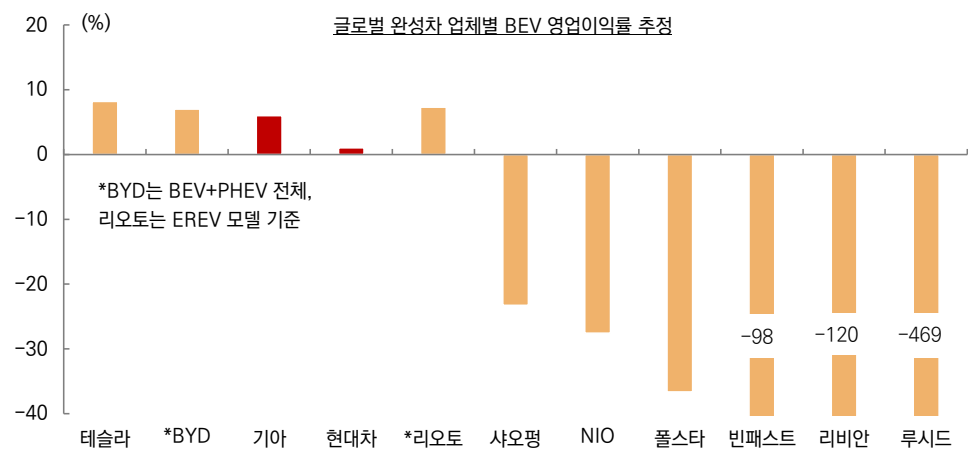


자료: 각 사, 언론 자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

② BEV 수익성도 견고할 것이다. 기아의 BEV 수익성은 현재 middle-single 수준이다. 대부분의 완성차 및 BEV 업체들이 아직 BEV 사업에서 BEP를 달성하지 못한 것을 고려하면 가시적인 성과이다. 경쟁사와 달리 이른 시점에 이를 이뤄낸 것은 1) 혼류생산, 2) 판매량 및 배터리 조달 규모, 3) 환율 효과의 효과이다. 최근 가격 경쟁이 심화되고 있기에 수익성의 둔화에 대한 우려가 있다. 또한, 기아의 경우 대중시장 점유율 확대를 위해 올해 EV3를 포함해 저가 전기차를 출시할 예정이기에 수익성 훼손에 대한 우려가 있는 상황이다.

기아의 수익성은 견조하게 유지될 것으로 예상된다. 1) 배터리 가격이 24년 -4.3% YoY, 25년 -15% YoY 하락하고, 2) 24년 10월 가동될 미국 전기차 공장에 따른 수출비용 절감, 고정비 레버리지, 미국 정부 및 주정부에서 지급하는 인센티브 영향이다. 3) IRA 세액공제 확보로 인센티브 절감이 가능해지며, 판매량 확대에 따른 규모의 경제 효과가 예상된다.

그림 211. 현대차기아는 BEV 사업에서 이미 수익성을 확보했다



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 51. 전용 공장 건설 대비 혼류 생산 시 시간/비용 크게 절감

| 구분        | 혼류 생산                                       | 전용 공장                                                                                                            |
|-----------|---------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 생산시설 확보기간 | 20~30일 쪼갬 (하기 휴가 및 주말/공유일 활용)               | 2년 이내                                                                                                            |
| 투자비용      | 약 500~1,000억원                               | 약 2조원                                                                                                            |
| 확보생산량     | 최대 15만대                                     | 30만대                                                                                                             |
| 생산효율성     | 동일 라인 ICE 병행 생산<br>수익성 확보 용이<br>시장 수요 대응 용이 | 신기술/신공정 적용 75% 이상<br>물류 자동화율 확대 +30% 이상<br>조립 자동화율 확대 +150% 이상<br>생산 가능 차종 수 확대 +40% 이상<br>신차 준비 기간 단축 (-40% 이상) |

자료: 현대차, 미래에셋증권 리서치센터

표 52. HMG 23년 배터리 탑재량은 글로벌 3위 (중국 제외)

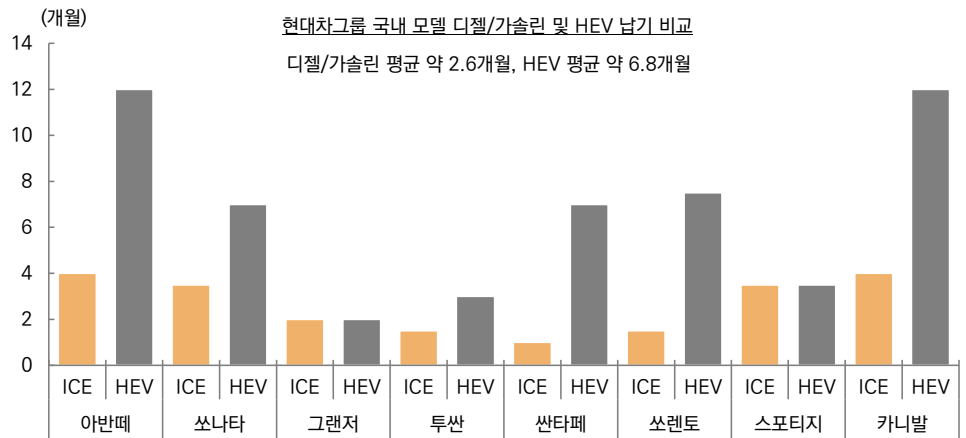
| 순위 | 23년 BEV 판매량 | 점유율  | 23년 배터리 탑재량 | 점유율  |
|----|-------------|------|-------------|------|
| 1  | 테슬라         | 28.0 | 테슬라         | 30.0 |
| 2  | 폭스바겐        | 13.3 | 폭스바겐        | 14.4 |
| 3  | 현대차그룹       | 9.7  | 현대차그룹       | 9.8  |
| 4  | 스텔란티스       | 7.5  | BMW         | 6.8  |
| 5  | 르노-닛산       | 6.6  | 메르세데스-벤츠    | 5.9  |
| 6  | BMW         | 6.4  | 스텔란티스       | 5.3  |
| 7  | 메르세데스-벤츠    | 5.1  | 르노-닛산       | 4.4  |
| 8  | 지리-볼보       | 3.8  | 지리-볼보       | 4.2  |

자료: EV-Volume, 미래에셋증권 리서치센터

③ 최근 확대되는 HEV 수요 업체는 기아다. 최근 BEV 수요가 둔화되고 HEV 수요가 확대 되는 가운데 글로벌 완성차 업체중 HEV 수요에 대응할 수 있는 업체는 일본 업체, Ford 뿐이다. 이중 파워트레인 전반적으로 포트폴리오 구성이 탁월한 업체는 기아. 일본 업체의 경우 HEV에 집중되어 있고, GM은 BEV, 유럽 업체는 PHEV/MHEV 비중이 높다. 특히 기아 HEV 수익성은 이미 ICE 수준이거나 일부 모델에서는 상회하는 수준이다. 최근 경쟁 업체들이 HEV를 확대하고 있지만 시간이 소요될 수 밖에 없다.

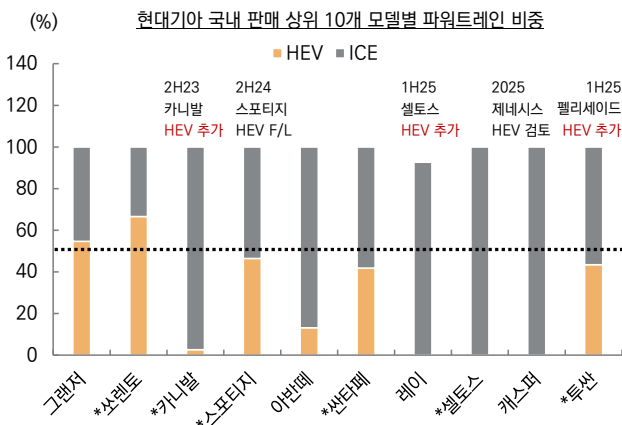
기아가 국내에서 판매하는 모델의 납기를 살펴봐도 HEV 수요를 체감할 수 있다. HEV 모델의 납기는 일반 ICE 모델의 약 3배 수준이다. 동사는 향후 셀토스, 텔루라이드 등에 HEV 트림을 추가할 예정이다. 24년에는 스포티지/쏘렌토 등의 HEV F/L이 예정돼있다.

그림 212. 국내를 사례로 모델 주문대기기간을 살펴보면 HEV에 대한 수요가 높은 상황



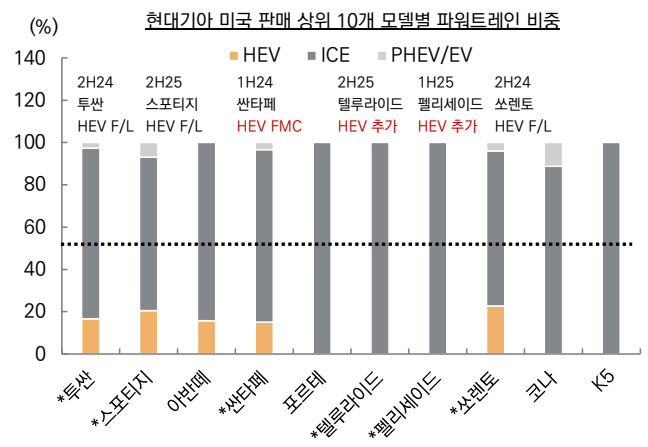
자료: 언론 자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 213. 국내 판매 모델 중 HEV 침투율 상승을 견인할 신차



자료: 현대차, 언론 자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 214. 미국 판매 모델 중 HEV 침투율 상승을 견인할 신차



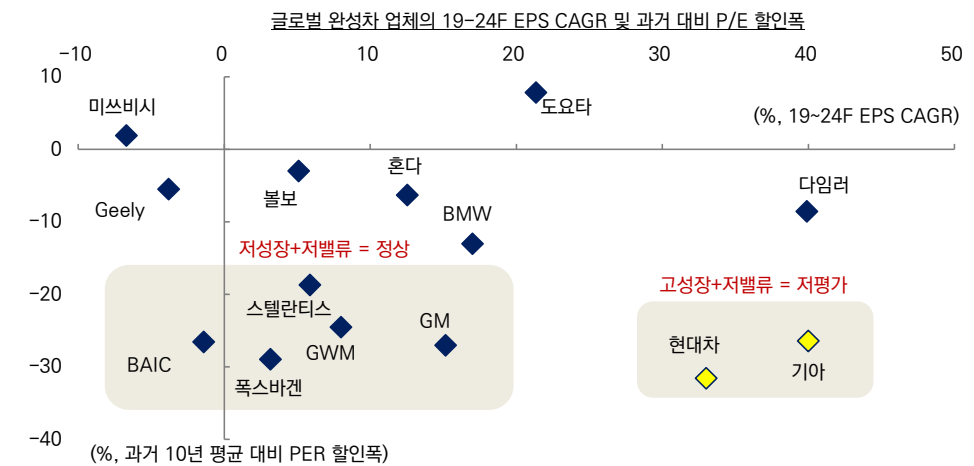
자료: 현대차, 언론 자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터

### 3. 정부 밸류업 프로그램으로 부각될 고ROE-저P/B 매력

정부의 밸류업 프로그램이 5월부터 본격 시행될 가운데 기아의 고ROE-저PBR 매력이 부각될 가능성이 크다. 기아는 지난 3년간 큰 폭의 ROE 성장을 이뤄냈다. 24~25년에도 ROE가 견고하게 유지될 것으로 예상되는 가운데 12MF P/B는 0.84배에 불과하다. 글로벌 완성차 경쟁 업체들과 비교해봐도 높은 수준의 ROE 대비 P/B는 저평가된 상태이다.

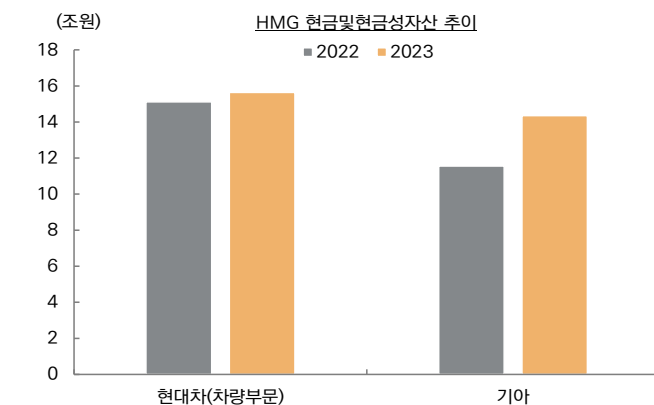
기아는 4Q23에서 주주환원 확대 계획을 발표했다. 기존 정책은 23년부터 5년간 매년 5천억원 규모의 자사주를 매입하고 50%를 소각하는 것이었다. 그리고 24년에는 3분기 누계 기준 재무 목표 달성 시 50%를 추가 소각하겠다고 밝혔다. 당사는 기아의 호실적을 예상하기에 50% 소각 가능할 것으로 전망한다. 그러나 24년 주주환원정책은 여기서 더 확대되 기아는 다소 어려울 것으로 판단한다. 그럼에도 밸류업 프로그램의 시행과 함께 고ROE 대비 저P/B의 매력이 부각될 것으로 판단한다.

그림 215. 기아는 고ROE 대비 P/B 매력도는 높다



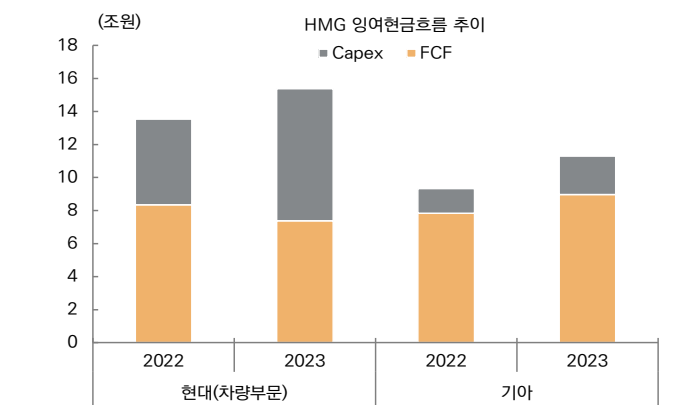
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 216. 현대기아의 현금여력은 풍부하다 (1)



자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 217. 현대기아의 현금여력은 풍부하다 (2)



자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

## 기아 (000270)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원)           | 2022   | 2023   | 2024F   | 2025F   |
|-----------------|--------|--------|---------|---------|
| 매출액             | 86,559 | 99,808 | 103,323 | 108,145 |
| 매출원가            | 68,536 | 77,180 | 79,730  | 83,230  |
| 매출총이익           | 18,023 | 22,628 | 23,593  | 24,915  |
| 판매비와관리비         | 10,790 | 11,021 | 12,005  | 12,963  |
| 조정영업이익          | 7,233  | 11,608 | 11,588  | 11,952  |
| 영업이익            | 7,233  | 11,608 | 11,588  | 11,952  |
| 비영업손익           | 269    | 1,069  | 1,317   | 1,728   |
| 금융손익            | 113    | 726    | 742     | 905     |
| 관계기업등 투자손익      | 364    | 684    | 724     | 824     |
| 세전계속사업손익        | 7,502  | 12,677 | 12,905  | 13,680  |
| 계속사업법인세비용       | 2,093  | 3,900  | 3,575   | 3,938   |
| 계속사업이익          | 5,409  | 8,778  | 9,330   | 9,742   |
| 중단사업이익          | 0      | 0      | 0       | 0       |
| 당기순이익           | 5,409  | 8,778  | 9,330   | 9,742   |
| 지배주주            | 5,409  | 8,777  | 9,327   | 9,738   |
| 비지배주주           | 0      | 1      | 4       | 4       |
| 총포괄이익           | 5,636  | 8,968  | 9,330   | 9,742   |
| 지배주주            | 5,636  | 8,967  | 9,332   | 9,744   |
| 비지배주주           | 0      | 1      | -2      | -2      |
| EBITDA          | 9,656  | 13,961 | 13,869  | 14,208  |
| FCF             | 7,839  | 8,961  | 10,169  | 10,722  |
| EBITDA 마진율 (%)  | 11.2   | 14.0   | 13.4    | 13.1    |
| 영업이익률 (%)       | 8.4    | 11.6   | 11.2    | 11.1    |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 6.2    | 8.8    | 9.0     | 9.0     |

## 예상 재무상태표 (요약)

| (십억원)       | 2022   | 2023   | 2024F  | 2025F  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산        | 34,147 | 37,466 | 44,178 | 51,259 |
| 현금 및 현금성자산  | 11,554 | 14,353 | 20,739 | 26,978 |
| 매출채권 및 기타채권 | 4,767  | 4,928  | 5,265  | 5,440  |
| 재고자산        | 9,104  | 11,273 | 11,143 | 11,663 |
| 기타유동자산      | 8,722  | 6,912  | 7,031  | 7,178  |
| 비유동자산       | 39,564 | 43,162 | 43,927 | 44,715 |
| 관계기업투자등     | 18,851 | 20,762 | 21,579 | 22,586 |
| 유형자산        | 15,383 | 16,104 | 16,336 | 16,361 |
| 무형자산        | 2,906  | 3,310  | 2,998  | 2,715  |
| 자산총계        | 73,711 | 80,628 | 88,105 | 95,973 |
| 유동부채        | 25,378 | 25,674 | 26,449 | 26,663 |
| 매입채무 및 기타채무 | 12,914 | 13,727 | 14,075 | 14,732 |
| 단기금융부채      | 3,502  | 1,182  | 1,186  | 221    |
| 기타유동부채      | 8,962  | 10,765 | 11,188 | 11,710 |
| 비유동부채       | 8,990  | 8,395  | 8,608  | 8,871  |
| 장기금융부채      | 4,284  | 2,982  | 2,982  | 2,982  |
| 기타비유동부채     | 4,706  | 5,413  | 5,626  | 5,889  |
| 부채총계        | 34,368 | 34,070 | 35,057 | 35,534 |
| 지배주주지분      | 39,338 | 46,552 | 53,038 | 60,425 |
| 자본금         | 2,139  | 2,139  | 2,139  | 2,139  |
| 자본잉여금       | 1,737  | 1,758  | 1,758  | 1,758  |
| 이익잉여금       | 36,321 | 43,271 | 50,153 | 57,540 |
| 비지배주주지분     | 5      | 6      | 10     | 14     |
| 자본총계        | 39,343 | 46,558 | 53,048 | 60,439 |

## 예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원)               | 2022   | 2023   | 2024F  | 2025F  |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동으로 인한 현금흐름      | 9,333  | 11,297 | 12,369 | 12,722 |
| 당기순이익               | 5,409  | 8,778  | 9,330  | 9,742  |
| 비현금수익비용가감           | 8,642  | 8,836  | 5,113  | 5,290  |
| 유형자산감가상각비           | 1,841  | 1,846  | 1,969  | 1,974  |
| 무형자산상각비             | 582    | 507    | 313    | 283    |
| 기타                  | 6,219  | 6,483  | 2,831  | 3,033  |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동    | -2,217 | -4,247 | 758    | 723    |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가) | -796   | 125    | -200   | -125   |
| 재고자산 감소(증가)         | -2,196 | -2,511 | 130    | -520   |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 2,416  | 702    | 331    | 499    |
| 법인세납부               | -2,733 | -2,920 | -3,575 | -3,938 |
| 투자활동으로 인한 현금흐름      | -5,671 | -3,107 | -2,330 | -2,160 |
| 유형자산처분(취득)          | -1,443 | -2,230 | -2,200 | -2,000 |
| 무형자산감소(증가)          | -596   | -793   | 0      | 0      |
| 장단기금융자산의 감소(증가)     | 2,204  | -541   | -130   | -160   |
| 기타투자활동              | -5,836 | 457    | 0      | 0      |
| 재무활동으로 인한 현금흐름      | -3,454 | -5,596 | -2,691 | -3,316 |
| 장단기금융부채의 증가(감소)     | -1,848 | -3,622 | 3      | -965   |
| 자본의 증가(감소)          | 11     | 21     | 0      | 0      |
| 배당금의 지급             | -1,203 | -1,403 | -2,194 | -2,351 |
| 기타재무활동              | -414   | -592   | -500   | 0      |
| 현금의 증가              | 20     | 2,799  | 6,385  | 6,239  |
| 기초현금                | 11,534 | 11,554 | 14,353 | 20,739 |
| 기말현금                | 11,554 | 14,353 | 20,739 | 26,978 |

자료: 기아, 미래에셋증권 리서치센터

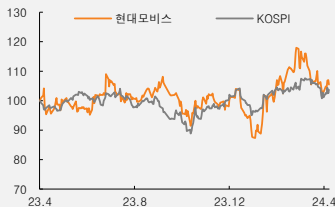
## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

|                 | 2022   | 2023    | 2024F   | 2025F   |
|-----------------|--------|---------|---------|---------|
| P/E (x)         | 4.4    | 4.6     | 5.1     | 4.9     |
| P/CF (x)        | 1.7    | 2.3     | 3.3     | 3.1     |
| P/B (x)         | 0.6    | 0.9     | 0.9     | 0.8     |
| EV/EBITDA (x)   | 1.9    | 2.0     | 1.8     | 1.2     |
| EPS (원)         | 13,345 | 21,770  | 23,261  | 24,354  |
| CFPS (원)        | 34,662 | 43,690  | 36,024  | 37,594  |
| BPS (원)         | 97,658 | 116,771 | 134,256 | 152,731 |
| DPS (원)         | 3,500  | 5,600   | 6,000   | 6,300   |
| 배당성향 (%)        | 25.9   | 25.0    | 25.2    | 25.3    |
| 배당수익률 (%)       | 5.9    | 5.6     | 5.1     | 5.3     |
| 매출액증가율 (%)      | 23.9   | 15.3    | 3.5     | 4.7     |
| EBITDA증가율 (%)   | 32.5   | 44.6    | -0.7    | 2.5     |
| 조정영업이익증가율 (%)   | 42.8   | 60.5    | -0.2    | 3.1     |
| EPS증가율 (%)      | 13.6   | 63.1    | 6.8     | 4.7     |
| 매출채권 회전율 (회)    | 43.0   | 42.4    | 40.1    | 39.5    |
| 재고자산 회전율 (회)    | 10.7   | 9.8     | 9.2     | 9.5     |
| 매입채무 회전율 (회)    | 7.8    | 7.7     | 7.6     | 7.6     |
| ROA (%)         | 7.7    | 11.4    | 11.1    | 10.6    |
| ROE (%)         | 14.6   | 20.4    | 18.7    | 17.2    |
| ROIC (%)        | 30.8   | 45.7    | 47.3    | 49.3    |
| 부채비율 (%)        | 87.4   | 73.2    | 66.1    | 58.8    |
| 유동비율 (%)        | 134.6  | 145.9   | 167.0   | 192.2   |
| 순차입금/자기자본 (%)   | -15.4  | -27.3   | -43.5   | -50.3   |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 31.0   | 63.8    | 96.0    | 120.1   |

|               |          |
|---------------|----------|
| 투자 의견(신규)     | 매수       |
| 목표주가(신규)      | 320,000원 |
| 현재주가(24/4/26) | 240,500원 |
| 상승여력          | 33.1%    |

|                          |          |
|--------------------------|----------|
| 영업이익(24F, 십억원)           | 2,546    |
| Consensus 영업이익(24F, 십억원) | 2,744    |
| EPS 성장률(24F, %)          | 8.5      |
| MKT EPS 성장률(24F, %)      | 70.8     |
| P/E(24F, x)              | 6.1      |
| MKT P/E(24F, x)          | 11.1     |
| KOSPI                    | 2,656.33 |
| 시가총액(십억원)                | 22,524   |
| 발행주식수(백만주)               | 93       |
| 유동주식비율(%)                | 64.4     |
| 외국인 보유비중(%)              | 40.0     |
| 베타(12M) 일간수익률            | 1.02     |
| 52주 최저가(원)               | 199,000  |
| 52주 최고가(원)               | 269,000  |

| (%)  | 1M   | 6M   | 12M |
|------|------|------|-----|
| 절대주가 | -9.1 | 11.3 | 8.3 |
| 상대주가 | -5.6 | -3.6 | 1.3 |



[자동차/부품]

김진석  
jinsuk.kim@miraeasset.com

012330 · 자동차부품

## 현대모비스

### 모래주머니 내려놓고 본격적으로 달린다

#### 투자 의견 '매수' 및 목표주가 320,000원. 커버리지 개시

목표주가는 24F EPS 39,432원에 Target P/E 8.0배(12~13년 연간 P/E 평균)를 적용했다. Captive 고객사 현대차·기아의 밸류에이션 구간과 동일하다. 목표 배수인 8.0배는 과거 10년 평균 대비 -18% 할인된 수치이다. Implied P/B는 0.67배이다. 참고로 07~23년 ROE-P/B 회귀식에 24F ROE 8.7% 적용한 P/B는 0.74배이다.

#### 투자포인트 1. 23년을 바닥으로 24~25년 수익성 회복 시작

기존 7~8%에서 20년 이후 4%대까지 훼손된 수익성의 회복이 시작된다. 24년 5월 수소사업 이관에 따른 500~600억원의 증익, ADAS 채택률 상승으로 인한 핵심부품 매출 비중 상승, A/S 부문의 안정적인 수익성이 뒷받침할 예정이다. 24년 현대차그룹 전기차 전용 공장 가동에 따른 물량 확대 및 고정비 레버리지 효과 기대된다

#### 투자포인트 2. 전동화 부품 중심 수주로 지속될 고객 다변화

BSA 등 전동화 부품이 논캡티브 수주 확대를 견인할 것으로 예상된다. 글로벌 완성차 업체들의 전동화 계획 철회 및 연기되는 가운데 캡티브 고객사의 점유율 확대와 이에 상응하여 동사의 전동화 부품 경쟁력은 확대될 것으로 예상된다.

#### 실적 전망: 24년 영업이익 +13% YoY, OPM 4.5%(+0.6%p)

24년 매출액 58.1조원(-2.0% YoY), 영업이익 2.6조원(+13%), OPM 4.5%(+0.6%p) 예상된다. 모듈/핵심부품 매출액이 전년비 감소하는 것은 배터리셀 사급 전환에 따른 것으로 수익성 영향은 없다. A/S 부문의 안정적인 수익성도 지속된다.

25년 매출액 61.5조원(+5.9% YoY), 영업이익 2.8조원(+13%), OPM 5.0%(+1.6%p) 예상된다. 금리 인하에 따른 본격적인 물량 회복과 HMG의 미국 전기차 전용 공장의 본격 가동 효과이다. 모듈/핵심부품 부문 흑자전환 예상된다.

| 결산기 (12월)  | 2021   | 2022   | 2023   | 2024F  | 2025F  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 (십억원)  | 41,702 | 51,906 | 59,254 | 58,078 | 61,512 |
| 영업이익 (십억원) | 2,040  | 2,027  | 2,295  | 2,546  | 3,033  |
| 영업이익률 (%)  | 4.9    | 3.9    | 3.9    | 4.4    | 4.9    |
| 순이익 (십억원)  | 2,352  | 2,485  | 3,423  | 3,665  | 4,004  |
| EPS (원)    | 24,818 | 26,301 | 36,340 | 39,432 | 43,365 |
| ROE (%)    | 6.9    | 6.8    | 8.7    | 8.7    | 8.8    |
| P/E (배)    | 10.3   | 7.6    | 6.5    | 6.1    | 5.5    |
| P/B (배)    | 0.7    | 0.5    | 0.5    | 0.5    | 0.5    |
| 배당수익률 (%)  | 1.6    | 2.0    | 1.9    | 2.2    | 2.4    |

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 현대모비스, 미래에셋증권 리서치센터

## I. 투자 의견 및 Valuation

### 투자 의견 '매수' 및 목표주가 320,000원(상승여력 +33%)

현대모비스에 대해 투자 의견 '매수'와 목표주가 320,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표 주가는 24F EPS 39,432원에 Target P/E 8.0배(12~13년 연간 P/E 평균)를 적용했다. 캡티브 고객사 현대기아차의 밸류에이션 구간과 동일하다. 신차 출시 및 해외 생산역량 확대된 구간이다. 8.0배는 과거 10년 평균 대비 -18% 할인된 수준이다. 현재 12MF P/E는 5.9배로 과거 평균 대비 -39% 할인되어 있다. 목표주가의 Implied P/B는 0.67배이다. 참고로 07~23년 ROE-P/B 회귀식(결정계수 0.79)에 24F ROE 적용한 P/B는 0.74배이다.

투자포인트 1) 수익성 회복. 수소사업 이관, 제품믹스 개선, 전동화 물량 확대, 운송비 안정화 효과로 24년 이후 수익성이 개선될 것으로 예상된다. 동사는 과거 7.8배~9.8배 수준에서 거래되어 왔으나 21년 이후 디레이팅이 시작됐다. 원인은 수익성 악화다. 생산차질에 따른 완성차 물량 감소, 선제적인 투자에 따라 높아진 비용, 원재료비/운송비 상승이다.

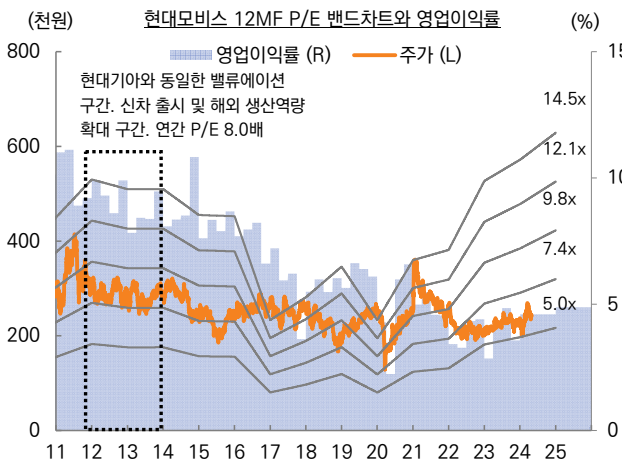
투자포인트 2) 전동화 부품 중심의 고객 다변화. 동사가 보유한 전동화 부품 경쟁력을 기반으로 논캡티브 수주를 지속 확대할 것으로 예상된다. 부품 업체들에게 있어 고객 다변화는 멀티플 상승 요인이다. 외형 성장을 지속하고 고객사 의존도를 낮춰 단가 협상도 용이하다.

표 53. 현대모비스 목표주가 산출 테이블

| 구분             | 내용      | 비고                                    |
|----------------|---------|---------------------------------------|
| 목표주가 (원)       | 320,000 |                                       |
| 현재주가 (원)       | 240,500 | 24년 4월 26일(금) 기준. 현재 12MF P/E는 5.9배   |
| 상승여력 (%)       | 33.1    |                                       |
| 24F EPS (원)    | 39,432  |                                       |
| Target P/E (배) | 8.0     | 12~13년 연간 P/E 평균. 현대기아차와 동일한 밸류에이션 구간 |

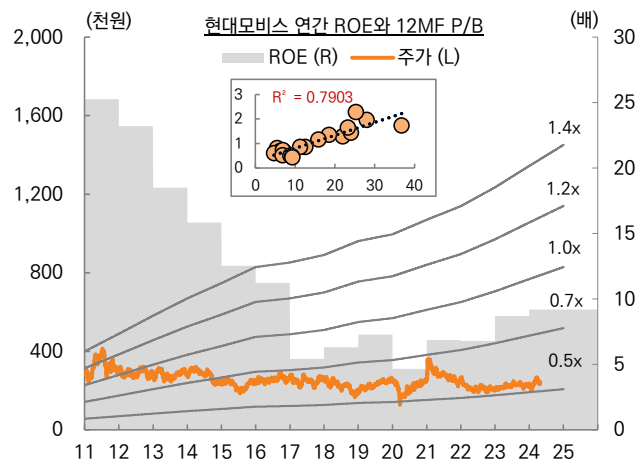
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 218. 현대모비스 영업이익-P/E 밴드차트



자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 219. 현대모비스 ROE-P/B 밴드차트



자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

## II. 실적 전망

### 1Q24 Review: 컨센서스 하회, 아쉬운 품질비용

매출액 13.9조원(-5.4% YoY, 컨센 대비 -2.9%), 영업이익 5,427억원(+29.8%, 컨센 대비 -12.3%), OPM 3.9%(+1.1%p)를 기록했다. 영업이익이 컨센서스를 하회한 이유는 모듈/핵심부품 부문의 적자 확대이다. 해당 부문 영업손실은 -1,852억원으로 OPM은 -1.7%(-0.7%p YoY, -1.1%p QoQ)이다. 원인은 고객사의 생산 감소, 800억원의 품질비용 (ICCU 리콜 관련 400억원 포함), 인건비 증가 650억원, 공장 초기 가동 비용 100~150억원이다. A/S 부문의 수익성은 24.8%(+4.5%p YoY, +3.5%p QoQ)로 비순정부품→순정부품 수요, 운송비 안정화, 우호적인 환율 환경이 지속된 효과이다.

모듈/핵심부품 부문 매출액이 전년비 -9.1% 감소한 이유는 전동화 부문(-43.6% YoY)이 원인이다. 이유는 1) 완성차 물량(-3.0%) 및 친환경차 생산 감소(-0.1%), 2) 전동화 배터리 셀 사급 전환에 따른 매출-매출원가 제외 영향(수익성에는 영향 없음), 3) 배터리셀 가격 하락(-29.4%)의 영향이다. A/S 부문 매출액이 전년비 +11.4% 증가한 배경은 판가 인상이다. 지난 3년 생산차질 기간 자동차 가격이 큰 폭으로 상승한 것의 효과이다. 논캡티브 수주는 18.1억달러로 연간 계획(93.3억원, +1.3% YoY) 대비 19% 달성했다. 연간 목표는 전년비 +1.3%, 23년의 높은 기저(연간 목표 72% 초과 달성)를 고려하면 긍정적이다.

표 54. 현대모비스 1Q24 실적 요약 테이블

(십억원)

|           | 1Q23   | 4Q23   | 1Q24   |         |         | 컨센서스   |        |
|-----------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|
|           |        |        | 발표치    | YoY (%) | QoQ (%) | 컨센서스   | 차이 (%) |
| 매출액       | 14,667 | 14,672 | 13,869 | -5.4    | -5.5    | 14,277 | -2.9   |
| 영업이익      | 418    | 523    | 543    | 29.8    | 3.7     | 619    | -12.3  |
| 당기순이익     | 841    | 652    | 861    | 2.4     | 32.1    | 830    | 3.8    |
| 영업이익률 (%) | 2.9    | 3.6    | 3.9    | 1.1%p   | 0.3%p   | 4.3    | -0.4%p |
| 순이익률 (%)  | 5.7    | 4.4    | 6.2    | 0.5%p   | 1.8%p   | 5.8    | 0.4%p  |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 24년 영업이익 +13% YoY, OPM 4.5%(+0.6%p YoY) 예상

24년 매출액은 58.1조원(-2.0% YoY), 영업이익 2.6조원(+13%), OPM 4.5% (+0.6%p)로 예상. 24년 5월말 현대차로 이관될 수소사업으로 24년 500~600억원 증익 예상된다. 다만 올해말 현대차그룹 미국 조지아 전기차 전용 공장 가동에 따른 초기 비용 발생은 불가피하다. 모듈/핵심부품은 매출액이 전년비 -4.5% 감소 예상된다. 전동화 부문의 배터리셀 사급 전환에 따른 것으로 수익성에 대한 영향은 없다. 핵심부품 부문은 전자부품 비중 증가로 22년부터 지속된 두 자릿 수의 매출 성장 지속된다. A/S 부문은 견조한 순정부품 수요와 안정화된 운송비로 OPM 22.5%(+0.7%p YoY)의 높은 수익성 유지될 것으로 예상된다.

25년 매출액 61.5조원(+5.9% YoY), 영업이익 3.0조원(+17%), OPM 4.9%(+0.4%p) 예상된다. 25년 글로벌 물량 회복과 HMG 미국 전기차 전용 공장 본격 가동으로 고정비 레버리지 효과를 기대한다. xEV 물량 확대에 힘입어 모듈/핵심부품 흑자전환 예상된다.

표 55. 현대모비스 분기 및 연간 실적 추정

| (십억원, %) | 1Q23   | 2Q23   | 3Q23   | 4Q23   | 1Q24P  | 2Q24F  | 3Q24F  | 4Q24F  | 2021   | 2022   | 2023P  | 2024F  | 2025F  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액      | 14,667 | 15,685 | 14,230 | 14,672 | 13,869 | 14,845 | 14,188 | 15,175 | 41,702 | 51,906 | 59,254 | 58,078 | 61,512 |
| 모듈/부품    | 12,036 | 12,988 | 11,457 | 11,890 | 10,937 | 11,874 | 11,241 | 12,142 | 33,265 | 41,697 | 48,371 | 46,194 | 49,201 |
| 전동화      | 3,327  | 3,744  | 2,724  | 2,454  | 1,876  | 2,100  | 1,919  | 2,271  | 6,093  | 9,676  | 12,248 | 8,166  | 8,890  |
| 핵심부품     | 2,526  | 2,759  | 2,761  | 3,050  | 2,988  | 3,180  | 3,026  | 3,273  | 7,979  | 9,333  | 11,096 | 12,466 | 13,566 |
| 모듈조립     | 6,183  | 6,485  | 5,972  | 6,387  | 6,073  | 6,595  | 6,296  | 6,598  | 19,193 | 22,688 | 25,028 | 25,562 | 26,746 |
| A/S      | 2,631  | 2,697  | 2,773  | 2,782  | 2,932  | 2,971  | 2,947  | 3,034  | 8,437  | 10,095 | 10,883 | 11,884 | 12,311 |
| YoY (%)  | 29.7   | 27.4   | 7.0    | -2.1   | -5.4   | -5.4   | -0.3   | 3.4    | 13.9   | 24.5   | 14.2   | -2.0   | 5.9    |
| 모듈/부품    | 34.4   | 31.6   | 8.1    | -3.1   | -9.1   | -8.6   | -1.9   | 2.1    | 12.4   | 25.3   | 16.0   | -4.5   | 6.5    |
| 전동화      | 76.4   | 78.2   | 9.3    | -23.3  | -43.6  | -43.9  | -29.5  | -7.4   | 45.3   | 58.8   | 26.6   | -33.3  | 8.9    |
| 핵심부품     | 21.1   | 19.7   | 18.8   | 16.5   | 18.3   | 15.2   | 9.6    | 7.3    | 7.9    | 17.0   | 18.9   | 12.3   | 8.8    |
| 모듈조립     | 24.0   | 18.7   | 3.3    | -1.1   | -1.8   | 1.7    | 5.4    | 3.3    | 6.7    | 18.2   | 10.3   | 2.1    | 4.6    |
| A/S      | 11.8   | 10.6   | 7.3    | 2.3    | 11.5   | 10.2   | 6.3    | 9.1    | 19.8   | 19.6   | 7.8    | 9.2    | 3.6    |
| 영업이익     | 418    | 664    | 690    | 523    | 543    | 666    | 670    | 667    | 2,040  | 2,027  | 2,295  | 2,598  | 3,033  |
| 모듈/부품    | -117   | 96     | 15     | -69    | -184   | -17    | -7     | 133    | 155    | 68     | -76    | -76    | 276    |
| A/S      | 535    | 568    | 676    | 592    | 727    | 683    | 678    | 586    | 1,886  | 1,958  | 2,371  | 2,674  | 2,758  |
| YoY (%)  | 8.1    | 64.6   | 19.8   | -20.8  | 29.8   | 0.4    | -2.9   | 27.5   | 11.5   | -0.7   | 13.3   | 13.2   | 16.8   |
| OPM (%)  | 2.9    | 4.2    | 4.9    | 3.6    | 3.9    | 4.5    | 4.7    | 4.4    | 4.9    | 3.9    | 3.9    | 4.5    | 4.9    |
| 모듈/부품    | -1.0   | 0.7    | 0.1    | -0.6   | -1.7   | -0.1   | -0.1   | 1.1    | 0.5    | 0.2    | -0.2   | -0.2   | 0.6    |
| A/S 부문   | 20.3   | 21.1   | 24.4   | 21.3   | 24.8   | 23.0   | 23.0   | 19.3   | 22.3   | 19.4   | 21.8   | 22.5   | 22.4   |
| 지배순이익    | 841    | 931    | 998    | 652    | 861    | 979    | 973    | 852    | 2,352  | 2,485  | 3,423  | 3,665  | 4,004  |
| YoY (%)  | 62.1   | 21.2   | 79.5   | 1.6    | 2.4    | 5.1    | -2.5   | 30.6   | 53.8   | 5.7    | 37.7   | 7.1    | 9.3    |
| NPM (%)  | 5.7    | 5.9    | 7.0    | 4.4    | 6.2    | 6.6    | 6.9    | 5.6    | 5.6    | 4.8    | 5.8    | 6.3    | 6.5    |

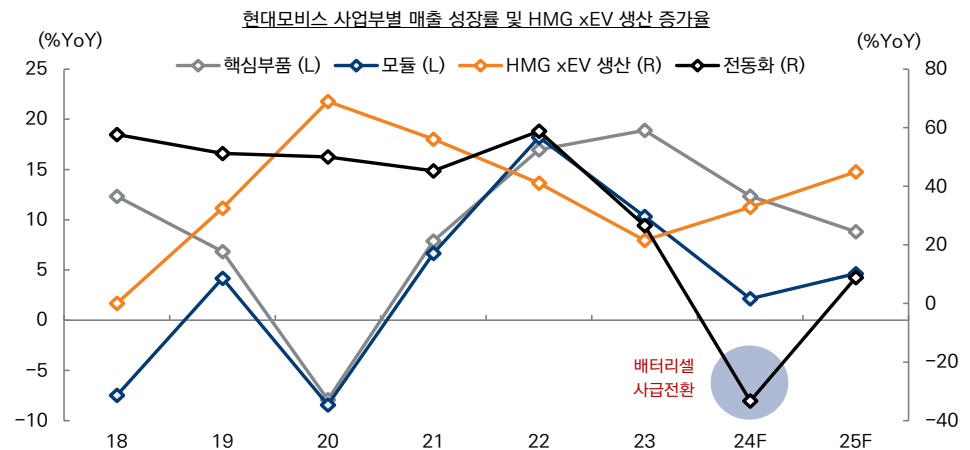
자료: 미래에셋증권 리서치센터

### III. 투자포인트

#### 1. 23년을 바닥으로 24~25년 수익성 회복 시작

기존 7~8%대 수준에서 20% 이후 4%대까지 훼손된 수익성은 24년부터 회복 구간에 진입할 것으로 예상된다. 24년 5월 현대차로 수소사업을 이관함으로 올해 500~600억원의 증익을 예상한다. 캡티브 고객사의 ADAS 채택률도 상승세를 지속해 고마진의 핵심부품 매출 비중 상승을 견인할 것으로 예상된다. 25년 모듈/핵심부품 부문 흑자전환을 예상한다. 전동화 부문은 배터리셀 사급 전환으로 외형 성장이 감소하는 것처럼 보이지만 수익성에 영향은 없다. 다만 외형이 감소함에 따라 흑자전환을 기록하면 수익성은 빠르게 상승하는 것으로 보여질 것이다. A/S 부문의 경우 24~25년 영업이익률 22% 수준으로 안정적으로 유지될 것으로 예상된다. 순정부품에 대한 수요가 견조한 가운데 운송비 하향 안정화에 따른 수익성 개선이 예상된다.

그림 220. 현대기아 xEV 물량과 전동화/핵심부품 매출 성장률 추이



자료: 현대모비스, 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 221. 원재료비 및 물류비 추이: 23년부터 본격적으로 완화된

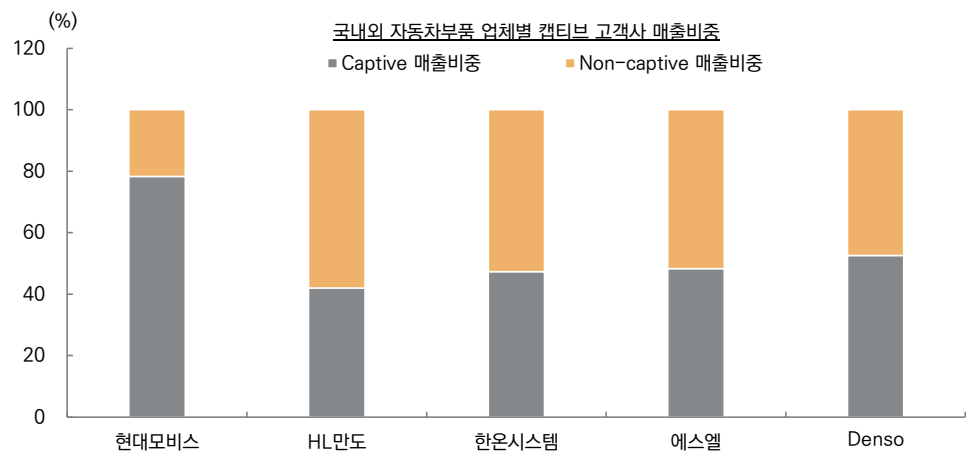


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

## 2. 전동화 부품 중심 수주로 지속될 고객 다변화

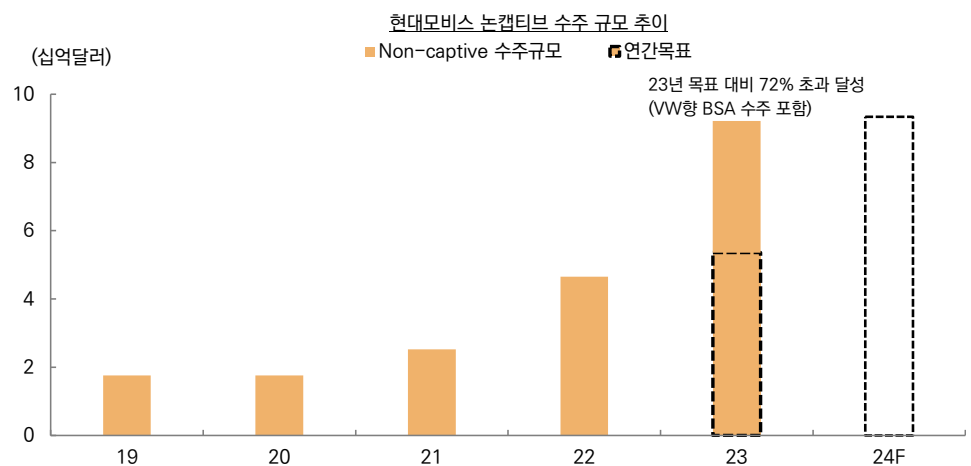
캡티브 매출 비중이 높은 동사의 논캡티브 수주 성장이 지속되고 있다. 향후 전동화 부품을 기반으로 수주는 더욱 확대될 것으로 예상된다. 현재 핵심부품 내 논캡티브 매출 비중과 전체 매출액 중 논캡티브 비중이 증가하고 있기에 긍정적이지만, 글로벌 경쟁사와 비교시 캡티브 비중이 여전히 높다. 그러나 전동화 시장에서 현대차그룹의 점유율 확대와 이에 상응하는 현대모비스의 전동화부품 경쟁력을 기반으로 논캡티브 수주는 확대될 것으로 예상된다. 23년 VW항 BSA 수주를 통해 연간 목표를 72% 초과 달성한 바 있다. 동사는 높은 기저에도 24년 +1.3% YoY의 목표를 제시했으며 최근 둔화되는 BEV 시장 수요에도 BEV의 침투율 우상향, 전동화 전환은 불가피하기에 수주 지속을 예상한다.

그림 222. 현대모비스의 경우 캡티브 매출 비중이 높아 고객 다변화 필요



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 223. 논캡티브 수주 규모는 빠르게 성장하고 있음. 전동화 부품이 건인 중



자료: 현대모비스 미래에셋증권 리서치센터

## 현대모비스 (012330)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원)           | 2022   | 2023   | 2024F  | 2025F  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액             | 51,906 | 59,254 | 58,078 | 61,512 |
| 매출원가            | 45,919 | 52,492 | 51,109 | 53,823 |
| 매출총이익           | 5,987  | 6,762  | 6,969  | 7,689  |
| 판매비와관리비         | 3,961  | 4,467  | 4,423  | 4,656  |
| 조정영업이익          | 2,027  | 2,295  | 2,546  | 3,033  |
| 영업이익            | 2,027  | 2,295  | 2,546  | 3,033  |
| 비영업손익           | 1,336  | 2,150  | 2,421  | 2,386  |
| 금융손익            | 177    | 232    | 329    | 229    |
| 관계기업등 투자손익      | 1,222  | 1,845  | 2,023  | 2,145  |
| 세전계속사업손익        | 3,363  | 4,445  | 4,967  | 5,419  |
| 계속사업법인세비용       | 875    | 1,022  | 1,296  | 1,414  |
| 계속사업이익          | 2,487  | 3,423  | 3,670  | 4,005  |
| 중단사업이익          | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 당기순이익           | 2,487  | 3,423  | 3,670  | 4,005  |
| 지배주주            | 2,485  | 3,423  | 3,665  | 4,004  |
| 비지배주주           | 2      | 1      | 5      | 1      |
| 총포괄이익           | 2,715  | 3,462  | 3,670  | 4,005  |
| 지배주주            | 2,712  | 3,461  | 3,694  | 4,031  |
| 비지배주주           | 4      | 0      | -24    | -26    |
| EBITDA          | 2,925  | 3,221  | 3,738  | 4,338  |
| FCF             | 1,020  | 3,541  | 1,723  | 3,248  |
| EBITDA 마진율 (%)  | 5.6    | 5.4    | 6.4    | 7.1    |
| 영업이익률 (%)       | 3.9    | 3.9    | 4.4    | 4.9    |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 4.8    | 5.8    | 6.3    | 6.5    |

## 예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원)               | 2022   | 2023   | 2024F  | 2025F  |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동으로 인한 현금흐름      | 2,154  | 5,343  | 4,823  | 5,248  |
| 당기순이익               | 2,487  | 3,423  | 3,670  | 4,005  |
| 비현금수익비용가감           | 700    | 205    | 1,884  | 2,216  |
| 유형자산감가상각비           | 836    | 852    | 1,123  | 1,250  |
| 무형자산상각비             | 62     | 74     | 68     | 56     |
| 기타                  | -198   | -721   | 693    | 910    |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동    | -764   | 1,748  | -38    | -62    |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가) | -1,985 | 105    | -334   | -595   |
| 재고자산 감소(증가)         | -870   | -172   | -189   | -337   |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 1,189  | -185   | 223    | 398    |
| 법인세납부               | -750   | -767   | -1,296 | -1,414 |
| 투자활동으로 인한 현금흐름      | -1,604 | -2,541 | -3,102 | -2,004 |
| 유형자산처분(취득)          | -1,056 | -1,764 | -3,100 | -2,000 |
| 무형자산감소(증가)          | -86    | -111   | 0      | 0      |
| 장단기금융자산의 감소(증가)     | 20     | 19     | -2     | -4     |
| 기타투자활동              | -482   | -685   | 0      | 0      |
| 재무활동으로 인한 현금흐름      | -638   | -1,889 | -555   | -1,579 |
| 장단기금융부채의 증가(감소)     | 96     | -892   | 0      | -1,107 |
| 자본의 증가(감소)          | -37    | 1      | 0      | 0      |
| 배당금의 지급             | -368   | -367   | -405   | -472   |
| 기타채무활동              | -329   | -631   | -150   | 0      |
| 현금의 증가              | -68    | 991    | 418    | 504    |
| 기초현금                | 4,156  | 4,088  | 5,079  | 5,497  |
| 기말현금                | 4,088  | 5,079  | 5,497  | 6,001  |

자료: 현대모비스, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 재무상태표 (요약)

| (십억원)       | 2022   | 2023   | 2024F  | 2025F  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산        | 25,660 | 25,565 | 26,544 | 28,042 |
| 현금 및 현금성자산  | 4,088  | 5,079  | 5,497  | 6,001  |
| 매출채권 및 기타채권 | 10,080 | 10,069 | 10,415 | 11,024 |
| 재고자산        | 5,267  | 5,512  | 5,701  | 6,038  |
| 기타유동자산      | 6,225  | 4,905  | 4,931  | 4,979  |
| 비유동자산       | 29,747 | 33,021 | 35,581 | 37,436 |
| 관계기업투자등     | 17,113 | 18,985 | 19,636 | 20,797 |
| 유형자산        | 9,371  | 10,481 | 12,458 | 13,208 |
| 무형자산        | 965    | 1,034  | 966    | 910    |
| 자산총계        | 55,407 | 58,586 | 62,125 | 65,479 |
| 유동부채        | 11,476 | 12,053 | 12,409 | 11,937 |
| 매입채무 및 기타채무 | 7,622  | 7,742  | 8,008  | 8,481  |
| 단기금융부채      | 1,884  | 1,665  | 1,665  | 558    |
| 기타유동부채      | 1,970  | 2,646  | 2,736  | 2,898  |
| 비유동부채       | 6,123  | 5,878  | 6,042  | 6,335  |
| 장기금융부채      | 1,759  | 1,085  | 1,085  | 1,085  |
| 기타비유동부채     | 4,364  | 4,793  | 4,957  | 5,250  |
| 부채총계        | 17,599 | 17,931 | 18,451 | 18,272 |
| 지배주주지분      | 37,800 | 40,634 | 43,648 | 47,180 |
| 자본금         | 491    | 491    | 491    | 491    |
| 자본잉여금       | 1,362  | 1,363  | 1,363  | 1,363  |
| 이익잉여금       | 36,979 | 39,640 | 42,750 | 46,282 |
| 비지배주주지분     | 8      | 21     | 26     | 27     |
| 자본총계        | 37,808 | 40,655 | 43,674 | 47,207 |

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

|                 | 2022    | 2023    | 2024F   | 2025F   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| P/E (x)         | 7.6     | 6.5     | 6.1     | 5.5     |
| P/CF (x)        | 5.9     | 6.2     | 4.0     | 3.6     |
| P/B (x)         | 0.5     | 0.5     | 0.5     | 0.5     |
| EV/EBITDA (x)   | 6.3     | 6.2     | 4.2     | 3.2     |
| EPS (원)         | 26,301  | 36,340  | 39,432  | 43,365  |
| CFPS (원)        | 33,726  | 38,523  | 59,755  | 67,370  |
| BPS (원)         | 406,916 | 441,136 | 480,075 | 518,327 |
| DPS (원)         | 4,000   | 4,500   | 5,300   | 5,800   |
| 배당성향 (%)        | 14.8    | 11.9    | 12.9    | 12.9    |
| 배당수익률 (%)       | 2.0     | 1.9     | 2.2     | 2.4     |
| 매출액증가율 (%)      | 24.5    | 14.2    | -2.0    | 5.9     |
| EBITDA증가율 (%)   | 1.7     | 10.1    | 16.0    | 16.1    |
| 조정영업이익증가율 (%)   | -0.7    | 13.3    | 10.9    | 19.1    |
| EPS증가율 (%)      | 6.0     | 38.2    | 8.5     | 10.0    |
| 매출채권 회전율 (회)    | 5.9     | 6.1     | 5.9     | 5.9     |
| 재고자산 회전율 (회)    | 10.9    | 11.0    | 10.4    | 10.5    |
| 매입채무 회전율 (회)    | 7.7     | 8.0     | 7.7     | 7.8     |
| ROA (%)         | 4.7     | 6.0     | 6.1     | 6.3     |
| ROE (%)         | 6.8     | 8.7     | 8.7     | 8.8     |
| ROIC (%)        | 8.6     | 9.2     | 9.6     | 10.9    |
| 부채비율 (%)        | 46.5    | 44.1    | 42.2    | 38.7    |
| 유동비율 (%)        | 223.6   | 212.1   | 213.9   | 234.9   |
| 순차입금/자기자본 (%)   | -1.4    | -5.9    | -15.9   | -18.1   |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 26.8    | 15.3    | 22.3    | 30.7    |

|               |         |
|---------------|---------|
| 투자 의견(신규)     | 매수      |
| 목표주가(신규)      | 42,000원 |
| 현재주가(24/4/26) | 32,600원 |
| 상승여력          | 28.8%   |

|                          |          |
|--------------------------|----------|
| 영업이익(24F, 십억원)           | 353      |
| Consensus 영업이익(24F, 십억원) | 346      |
| EPS 성장률(24F, %)          | 57.8     |
| MKT EPS 성장률(24F, %)      | 70.8     |
| P/E(24F, x)              | 7.2      |
| MKT P/E(24F, x)          | 11.1     |
| KOSPI                    | 2,656.33 |
| 시가총액(십억원)                | 1,531    |
| 발행주식수(백만주)               | 47       |
| 유동주식비율(%)                | 68.6     |
| 외국인 보유비중(%)              | 25.8     |
| 베타(12M) 일간수익률            | 0.51     |
| 52주 최저가(원)               | 31,650   |
| 52주 최고가(원)               | 53,900   |

| (%)  | 1M   | 6M    | 12M   |
|------|------|-------|-------|
| 절대주가 | -3.3 | -8.7  | -31.7 |
| 상대주가 | 0.4  | -21.0 | -36.1 |



[자동차/부품]

김진석

jinsuk.kim@miraeasset.com

204320 · 자동차부품

## HL만도

## 가시적인 외형 성장 지속

## 투자 의견 '매수' 및 목표주가 42,000원. 커버리지 개시

목표주가는 24F EPS 4,557원에 Target P/E 9.3배를 적용. 이는 글로벌 자동차 Peer 그룹의 24F P/E 평균. Peer 그룹은 샤시 및 ADAS 부품 업체, 고객 다변화 비중, 국가 등을 고려해 산정. Implied P/B는 0.82배로 역사적 중하단~하단에 위치

## 투자포인트 1) 전방 산업 성장을 상회하는 외형 성장 지속

23~25년 매출액 CAGR은 8%로 예상한다. 24~25년 미국/멕시코/인도 등에서의 공장 가동 및 물량 확대로 외형 성장 및 고정비 레버리지 효과를 기대한다. 특히 고성능화하는 인도에서 큰 경쟁력을 보유하고 있다. 해당 지역 2~4위 업체의 공급사이다.

## 투자포인트 2) 고수익 전자제품 중심 가시적인 수주 지속

신규 수주 물량 중 전자제품 비중은 높아지고 있으며 HMG 비중은 낮아지고 있다. 글로벌 ADAS 침투율이 우상향하고 있고, 24년말 건설될 멕시코 ADAS 공장은 북미 비딩 참여에 강점으로 작용한다.

## 실적 전망: 24년 매출액 +3.7% YoY, 25년 +8.3% YoY

24년 매출액 8.8조원(+5.2% YoY), 영업이익 3,525억원(+27%), OPM 4.0% (+0.7%p) 예상한다. 멕시코/인도 신규 공장 가동에 따른 물량 확대 및 CPV 상승 예상한다. 선제적으로 반영한 개발비의 회수와 반도체 재고 관련 협상에 따른 환입도 예상한다. 고성능화하는 인도 지역에서의 판매량 확대와 제품믹스 개선이 기대된다.

25년 매출액 9.7조원(+10.6% YoY), 영업이익 4,101억원(+16%), OPM 4.2% (+0.2%p) 예상한다. 멕시코/인도/중국 공장 건설에 따른 물량 확대 효과가 반영될 예정이다. HMG의 미국 전기차 공장 가동에 따른 고정비 레버리지 효과 발생한다.

| 결산기 (12월)  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024F | 2025F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 (십억원)  | 6,147 | 7,516 | 8,393 | 8,832 | 9,764 |
| 영업이익 (십억원) | 232   | 248   | 279   | 353   | 410   |
| 영업이익률 (%)  | 3.8   | 3.3   | 3.3   | 4.0   | 4.2   |
| 순이익 (십억원)  | 167   | 98    | 136   | 214   | 305   |
| EPS (원)    | 3,559 | 2,093 | 2,887 | 4,557 | 6,503 |
| ROE (%)    | 9.3   | 4.8   | 6.2   | 9.2   | 12.0  |
| P/E (배)    | 17.8  | 19.3  | 13.6  | 7.2   | 5.0   |
| P/B (배)    | 1.5   | 0.9   | 0.8   | 0.6   | 0.6   |
| 배당수익률 (%)  | 1.3   | 1.2   | 1.5   | 2.8   | 3.1   |

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: HL만도, 미래에셋증권 리서치센터

## I. 투자의견 및 Valuation

### 투자의견 ‘매수’ 및 목표주가 42,000원(상승여력 +29%)

HL만도에 대해 투자의견 ‘매수’와 목표주가 42,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 24F EPS 4,557원에 Target P/E 9.3배를 적용했다. 9.3배는 글로벌 자동차부품 Peer 그룹 평균이다. Peer 그룹은 사시 및 ADAS 부품 업체, 고객 다변화 비중, 국가 등을 고려하여 선정했다. Implied P/B는 0.82배로 역사적 중하단-하단 값이다.

투자포인트 1) 전방 산업의 성장을 상회하는 외형 성장. 23~25년 매출액 CAGR은 8%로 예상한다. 24~25년 미국/멕시코/인도 등에서의 공장 가동 및 물량 확대로 외형 성장 및 고정비 레버리지 효과를 기대한다. 특히 고성능화하는 인도에서 큰 경쟁력을 보유하고 있다.

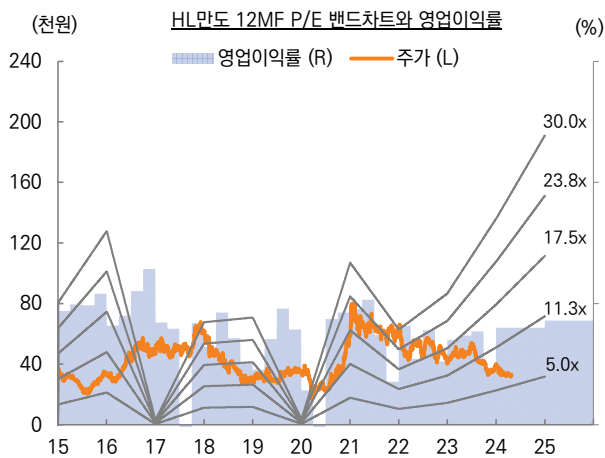
투자포인트 2) 고수익 전자제품 중심의 가시적인 수주 지속. 신규 수주 물량 중 전자제품 비중은 높아지고 있으며 HMG 비중은 낮아지고 있다. 글로벌 ADAS 침투율이 우상향하고 있고, 24년말 건설될 멕시코 ADAS 공장은 북미 비딩 참여에 강점으로 작용한다.

표 56. HL만도 목표주가 산출 테이블

| 구분             | 내용     | 비고                                 |
|----------------|--------|------------------------------------|
| 목표주가 (원)       | 42,000 |                                    |
| 현재주가 (원)       | 32,600 | 24년 4월 26일(금) 기준. 현재 12MF P/E 6.4배 |
| 상승여력 (%)       | 28.8   |                                    |
| 24F EPS (원)    | 4,557  |                                    |
| Target P/E (배) | 9.3배   | 글로벌 자동차부품/ADAS 업체 Peer 24F P/E 평균  |

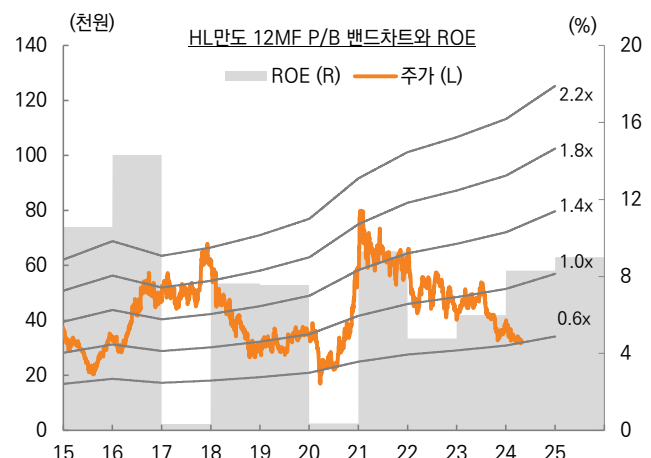
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 224. HL만도 영업이익-P/E 밴드차트



자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 225. HL만도 ROE-P/B 밴드차트



자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 57. 글로벌 자동차 부품 및 ADAS 피어 그룹 테이블

|             | 시가총액<br>(십억원) | 국가   | 벤치마크<br>초과수익률(%p) |       | 매출액 성장률 |      | 영업이익 성장률 |      | 영업이익률 |      | P/E (배) |      | P/B (배) |     | ROE (%) |      | EV/EBITDA (%) |     |
|-------------|---------------|------|-------------------|-------|---------|------|----------|------|-------|------|---------|------|---------|-----|---------|------|---------------|-----|
|             |               |      | 3M                | 6M    | 24F     | 25F  | 24F      | 25F  | 24F   | 25F  | 24F     | 25F  | 24F     | 25F | 24F     | 25F  | 24F           | 25F |
| 현대모비스       | 22,992.3      | 한국   | 13.3              | -1.7  | 15.4    | 8.3  | 22.2     | 19.8 | 4.1   | 4.6  | 5.41    | 5.0  | 0.5     | 0.4 | 9.1     | 9.2  | 4.0           | 3.3 |
| SNT모티브      | 669.0         | 한국   | -0.9              | -6.3  | 12.9    | -1.4 | 6.3      | -0.6 | 10.1  | 10.2 | 5.88    | 5.5  | 0.5     | 0.5 | 10.4    | 10.2 | 1.2           | 0.8 |
| 한온시스템       | 2,829.1       | 한국   | -22.1             | -39.7 | 10.5    | 3.9  | 19.2     | 35.8 | 3.2   | 4.2  | 14.81   | 10.3 | 1.5     | 1.4 | 10.1    | 13.9 | 6.8           | 5.9 |
| 현대위아        | 1,571.9       | 한국   | -5.3              | -19.4 | 7.0     | 5.7  | 21.2     | 22.0 | 2.9   | 3.4  | 7.61    | 6.3  | 0.4     | 0.4 | 5.2     | 5.9  | 3.4           | 2.9 |
| Aptiv       | 26,288.5      | 아일랜드 | -20.2             | -43.6 | 15.9    | 13.1 | 24.8     | 69.9 | 7.8   | 11.7 | 12.33   | 9.8  | 1.6     | 1.4 | 12.3    | 13.8 | 7.2           | 6.1 |
| Borgwarner  | 10,420.3      | 미국   | -6.1              | -36.0 | 13.6    | 9.6  | 16.2     | 24.3 | 8.2   | 9.3  | 8.43    | 7.6  | 1.2     | 1.0 | 13.2    | 13.2 | 5.0           | 4.5 |
| Denso       | 77,001.3      | 일본   | 14.6              | 2.1   | 9.6     | -1.3 | 6.3      | 73.5 | 5.6   | 9.8  | 14.62   | 13.3 | 1.6     | 1.6 | 8.0     | 11.6 | 7.9           | 7.4 |
| Valeo       | 4,289.7       | 프랑스  | -6.7              | -14.4 | 14.5    | 7.6  | 43.0     | 31.8 | 3.3   | 4.0  | 8.84    | 5.5  | 0.8     | 0.7 | 8.7     | 10.6 | 2.6           | 2.3 |
| Magna       | 19,206.5      | 캐나다  | -15.3             | -24.5 | 14.4    | 9.5  | 31.0     | 26.3 | 4.8   | 5.5  | 8.16    | 6.7  | 1.1     | 1.0 | 13.6    | 15.0 | 4.9           | 4.2 |
| Continental | 18,268.5      | 독일   | -21.9             | -16.0 | 9.4     | 6.6  | 158.9    | 55.5 | 4.4   | 6.4  | 7.58    | 6.0  | 0.8     | 0.8 | 10.1    | 12.0 | 3.4           | 2.9 |
| Aisin Seiki | 15,613.9      | 일본   | 5.6               | -9.4  | 9.2     | -1.9 | 68.5     | 88.7 | 2.5   | 4.9  | 9.42    | 7.1  | 1.0     | 0.9 | 5.5     | 8.7  | 4.5           | 3.6 |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## II. 실적 전망

### 1Q24 Review: 컨센서스 소폭 상회, 외형 성장 지속

매출액 2.1조원(+5.5% YoY, 컨센 대비 +1.6%), 영업이익 756억원(+7.7%, 컨센 대비 +3%), OPM 3.6%(+0.1%p YoY, +1.3%p QoQ)를 기록했다. 컨센서스를 소폭 상회한 영업이익은 원재료비 안정화의 영향이다. 수익성이 전분기 대비 개선됐으나 4Q23는 일회성 비용의 영향으로 기저가 낮다. 이를 제외하면 전년도 또는 전분기 대비 유사한 수준의 수익성이다. 지배순이익이 1,396억원으로 전년비 +256% 증가한 배경은 영업외단에서 금융자산평가이익을 1,480억원 반영했기 때문이다. 이는 HL클레무브가 투자한 중국 자율주행 업체의 올해 1분기 큰 폭의 주가 상승에 따른 것이다.

외형 성장은 지속되고 있다. 고객 다변화 및 제품믹스 개선 효과이다. 특히 동사는 다른 국내 부품 업체와 달리 중국 노출도가 높다. 중국은 다른 주요국과 다르게 전기차 및 자율주행의 침투가 빠르게 이뤄지고 있다. 또한, 고성장하는 인도 지역에서 동사는 고객사, 현지 공급망, ADAS 점유율 측면에서 강점을 보유하고 있다. 1Q 신규 수주는 6.2조원으로 연간 목표 41%를 달성했다. 현대기아, 북미 전기차 업체, GM향, 인도 OEM 향 물량이다. 전장 제품 중심 수주가 지속적으로 이뤄지고 있기에 CPV의 지속적인 상승이 예상된다.

표 58. HL만도 1Q24 실적 요약 테이블

(십억원)

|           | 1Q23  | 4Q23  | 1Q24P |         |         | 컨센서스  |        |
|-----------|-------|-------|-------|---------|---------|-------|--------|
|           |       |       | 발표치   | YoY (%) | QoQ (%) | 컨센서스  | 차이 (%) |
| 매출액       | 1,997 | 2,190 | 2,107 | 5.5     | -3.8    | 2,073 | 1.6    |
| 영업이익      | 70    | 51    | 76    | 7.7     | 49.5    | 73    | 3.0    |
| 당기순이익     | 39    | 36    | 139.6 | 255.5   | 293.1   | 43    | 222.7  |
| 영업이익률 (%) | 3.5   | 2.3   | 3.6   | 0.1%p   | 1.3%p   | 3.5   | 0.0%p  |
| 순이익률 (%)  | 2.0   | 1.6   | 6.6   | 4.7%p   | 5.0%p   | 2.1   | 4.5%p  |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

### 외형 성장 지속: 24년 +5.2% YoY, 25년 +10.6% YoY

24년 매출액 8.8조원(+5.2% YoY), 영업이익 3,525억원(+27%), OPM 4.0%(+0.7%p) 예상한다. 지역별 매출액은 국내 -1.2%, 중국 +8.0%, 북미 +10.6%, 인도 +7.5%, 기타 8.8%이다. 24년 공장 가동에 따른 물량 확대 및 CPV 상승 지속 예상한다. 선제적으로 반영한 개발비의 회수와 품질비용 및 반도체 재고 관련 협상에 따른 일부 환입도 예상된다.

25년 매출액 9.7조원(+10.6% YoY), 영업이익 4,101억원(+16%), OPM 4.2%(+0.2%p) 예상한다. 멕시코/인도/중국 공장 건설에 따른 물량 확대 효과가 본격적으로 반영될 예정이다. 24년말 가동될 HMG의 미국 전기차 공장 가동에 따른 고정비 레버리지 효과 예상된다.

표 59. HL만도 24~25년 분기 및 연간 실적 전망

| (십억원, %)  | 1Q23  | 2Q23  | 3Q23  | 4Q23  | 1Q24P | 2Q24F | 3Q24F | 4Q24F | 2021    | 2022  | 2023  | 2024F | 2025F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 1,997 | 2,087 | 2,119 | 2,190 | 2,107 | 2,173 | 2,156 | 2,435 | 6,147   | 7,515 | 8,393 | 8,832 | 9,764 |
| 국내        | 756   | 765   | 752   | 783   | 738   | 739   | 729   | 823   | 2,623   | 2,791 | 3,057 | 3,019 | 3,226 |
| 중국        | 416   | 480   | 511   | 555   | 446   | 506   | 526   | 631   | 1,553   | 1,808 | 1,963 | 2,121 | 2,319 |
| 북미        | 462   | 458   | 456   | 440   | 478   | 511   | 486   | 554   | 1,129   | 1,711 | 1,817 | 2,009 | 2,310 |
| 인도        | 185   | 183   | 204   | 195   | 211   | 192   | 211   | 210   | 553     | 744   | 767   | 824   | 933   |
| 기타        | 177   | 200   | 196   | 217   | 235   | 225   | 203   | 217   | 288     | 460   | 790   | 859   | 977   |
| 매출액 (YoY) | 18.3  | 24.3  | 7.7   | 0.5   | 5.5   | 4.2   | 1.7   | 11.2  | 10.5    | 22.2  | 11.7  | 5.2   | 10.6  |
| 국내        | 15.7  | 11.4  | 15.1  | -1.7  | -2.4  | -3.4  | -3.0  | 5.1   | 1.1     | 6.4   | 9.5   | -1.2  | 6.8   |
| 중국        | -1.7  | 47.1  | 0.5   | 1.1   | 7.2   | 5.4   | 2.9   | 13.7  | 25.7    | 16.4  | 8.6   | 8.0   | 9.4   |
| 북미        | 27.1  | 16.6  | -3.7  | -8.5  | 3.3   | 11.6  | 6.4   | 25.8  | 9.5     | 51.6  | 6.2   | 10.6  | 15.0  |
| 인도        | 14.2  | 3.8   | 0.1   | -3.6  | 14.2  | 4.5   | 3.7   | 7.5   | 30.6    | 34.5  | 3.0   | 7.5   | 13.2  |
| 기타        | 108.5 | 108.4 | 51.6  | 44.4  | 32.2  | 12.8  | 3.7   | 0.3   | 4.0     | 59.6  | 71.6  | 8.8   | 13.7  |
| 매출총이익     | 274   | 275   | 302   | 278   | 296   | 317   | 317   | 364   | 901     | 1,006 | 1,130 | 1,254 | 1,416 |
| GPM (%)   | 13.7  | 13.2  | 14.3  | 12.7  | 14.0  | 14.6  | 14.7  | 14.9  | 14.7    | 13.4  | 13.5  | 14.2  | 14.5  |
| 영업이익      | 70    | 77    | 82    | 51    | 76    | 96    | 101   | 120   | 232     | 248   | 279   | 353   | 410   |
| YoY (%)   | 1.8   | 68.5  | 6.4   | -11.0 | 7.7   | 24.2  | 24.3  | 137.6 | 161.9   | 6.8   | 12.6  | 26.5  | 16.1  |
| OPM (%)   | 3.5   | 3.7   | 3.8   | 2.3   | 3.6   | 4.4   | 4.7   | 4.9   | 3.8     | 3.3   | 3.3   | 4.0   | 4.2   |
| 지배순이익     | 39    | 48    | 13    | 36    | 140   | 32    | 37    | 5     | 167     | 98    | 136   | 213   | 299   |
| YoY (%)   | 31.7  | 33.5  | -90.0 | 흑전    | 255.5 | -33.4 | 184.5 | -86.9 | 2,787.0 | -41.2 | 37.9  | 57.0  | 40.4  |
| NPM (%)   | 2.0   | 2.3   | 0.6   | 1.6   | 6.6   | 1.5   | 1.7   | 0.2   | 2.7     | 1.3   | 1.6   | 2.4   | 3.1   |

자료: HL만도, 미래에셋증권 리서치센터

### III. 투자포인트

#### 1. 본격 양산 시작. 24~25년 외형 성장 지속

24년부터 본격적으로 시작될 양산으로 23~25년 매출액 CAGR은 8%로 성장을 지속한다. 24년말 HMG 미국 전기차 전용 공장 가동에 따라 공급 물량 확대되며, 24년말 멕시코 IDB2 양산, 24년 멕시코 ADAS 공장이 가동된다. 이중 IDB2 제품의 경우 현재 고수익 제품인 R-EPS와 마찬가지로 CPV 상승을 통해 수익성을 크게 견인할 것으로 예상된다.

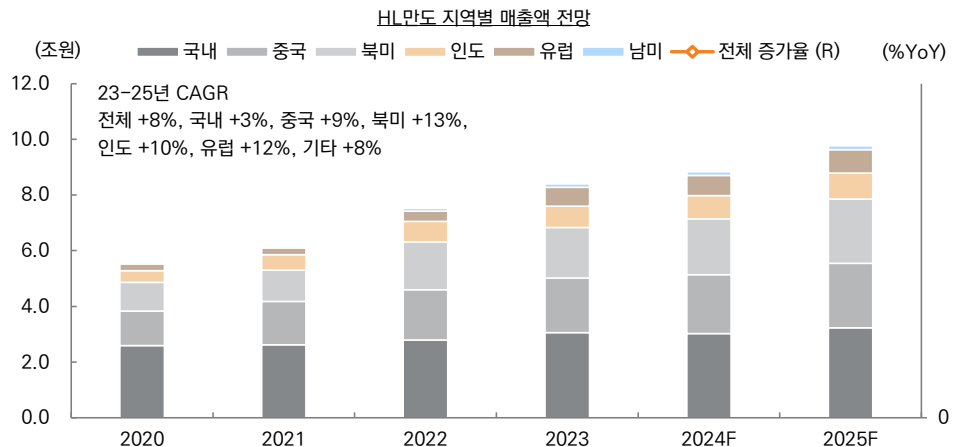
24년 인도 ADAS 양산이 시작될 예정이다. 인도는 글로벌 주요 자동차 국가 중 5% 이상의 판매량 고성장이 지속될 것으로 예상된다. 판매량 뿐만 아니라 1인당 GDP 상승이 SUV 비중 상승을 견인하고 있기에 제품믹스 개선 요인이다. 진입장벽이 높은 시장인데 동사는 그룹 기준 2~4위 업체의 공급사이다. 전체 시장이 성장하면 동사도 성장한다. 한편 동사의 주요 고객사인 테슬라의 인도 진출이 가시화되고 있다. 동사가 인도 지역에서 구축한 공급망과 테슬라 내 위치를 고려하면 인도 지역 공급 가능성도 높다고 판단한다.

표 60. 주요 공장 증설 및 가동 일정 정리 → 25년 실적을 견인한다

| 구분  | 시점       | 내용             | 비고                                       |
|-----|----------|----------------|------------------------------------------|
| 멕시코 | 24년말 양산  | HL만도 IDB2 공장   | - R-EPS와 같이 핵심 제품<br>- 테슬라향 IDB2 물량 수주함  |
| 멕시코 | 24년중 SOP | HL클레무브 ADAS 공장 | - 현지 비딩 참여 단점 해소                         |
| 인도  | 24년말 양산  | HL클레무브 ADAS 공장 | - 동사는 2~4위 업체의 공급사<br>- 북미 전기차 업체 진출 추진중 |
| 중국  |          | HL클레무브 ADAS 공장 |                                          |

자료: HL만도, 미래에셋증권 리서치센터

그림 226. HL만도 지역별 매출액 전망: 23~25년 CAGR 8% 예상

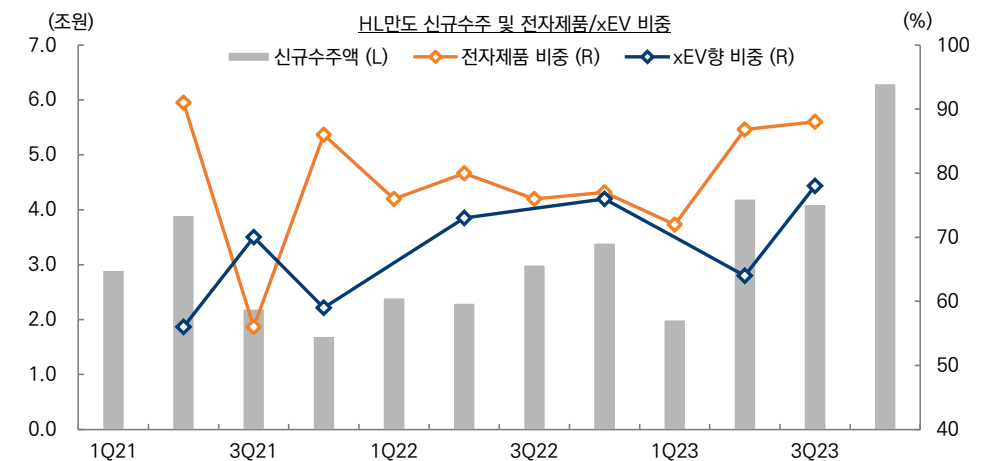


자료: HL만도, 미래에셋증권 리서치센터

## 2. 전자제품 중심 가시적인 수주 지속 예상

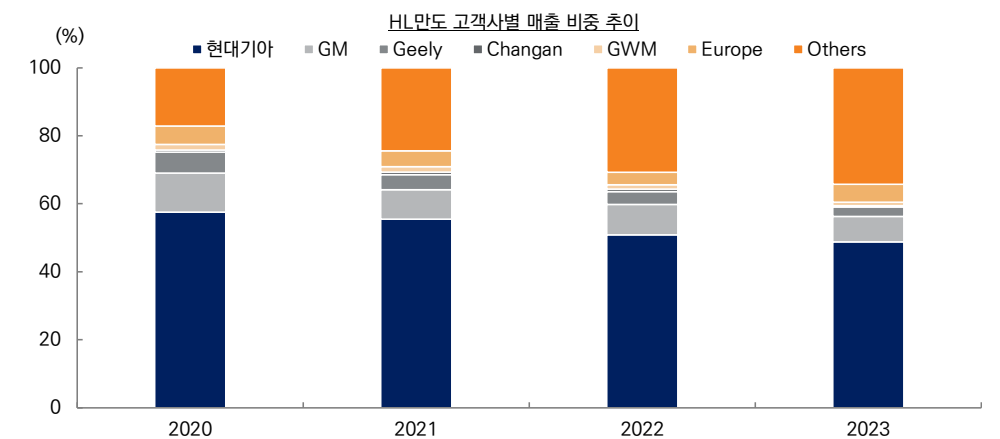
고수익 제품인 전자제품 중심의 수주 지속될 것으로 예상된다. 최근 수주를 살펴보면 전자제품 비중이 높아지고 있으며 HMG 비중은 낮아지고 있다. 특히 24년말 예정된 멕시코 ADAS 공장 건설을 통해 북미 지역 비딩 참여에 있어 단점이 해소됐다고 판단한다. 최근 BEV 수요 둔화에도 불구하고 주요 고객사인 HMG, GM, Tesla 등은 미국에서 점유율을 확대하고 있다. 이들 업체의 점유율 상승은 동사의 전동화 부품 경쟁력 강화로 이어진다.

그림 227. 수주 규모 및 전자제품 비중



자료: HL만도, 미래에셋증권 리서치센터

그림 228. 고객사 다변화는 지속 진행중. 캡티브 비중도 적정 수준에 도달



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

## HL만도 (204320)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원)           | 2022  | 2023  | 2024F | 2025F |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액             | 7,516 | 8,393 | 8,832 | 9,764 |
| 매출원가            | 6,510 | 7,263 | 7,578 | 8,348 |
| 매출총이익           | 1,006 | 1,130 | 1,254 | 1,416 |
| 판매비와관리비         | 758   | 851   | 901   | 1,006 |
| 조정영업이익          | 248   | 279   | 353   | 410   |
| 영업이익            | 248   | 279   | 353   | 410   |
| 비영업손익           | -18   | -53   | -23   | 15    |
| 금융손익            | -39   | -70   | -52   | -39   |
| 관계기업등 투자손익      | -2    | -3    | 1     | 0     |
| 세전계속사업손익        | 230   | 226   | 330   | 425   |
| 계속사업법인세비용       | 112   | 71    | 106   | 106   |
| 계속사업이익          | 118   | 155   | 223   | 319   |
| 중단사업이익          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익           | 118   | 155   | 223   | 319   |
| 지배주주            | 98    | 136   | 214   | 305   |
| 비지배주주           | 20    | 19    | 9     | 13    |
| 총포괄이익           | 262   | 139   | 223   | 319   |
| 지배주주            | 246   | 118   | 235   | 335   |
| 비지배주주           | 16    | 20    | -11   | -16   |
| EBITDA          | 587   | 601   | 674   | 733   |
| FCF             | -259  | 92    | 48    | 266   |
| EBITDA 마진율 (%)  | 7.8   | 7.2   | 7.6   | 7.5   |
| 영업이익률 (%)       | 3.3   | 3.3   | 4.0   | 4.2   |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 1.3   | 1.6   | 2.4   | 3.1   |

## 예상 재무상태표 (요약)

| (십억원)       | 2022  | 2023  | 2024F | 2025F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산        | 2,980 | 3,265 | 3,593 | 3,215 |
| 현금 및 현금성자산  | 492   | 615   | 696   | 21    |
| 매출채권 및 기타채권 | 1,625 | 1,725 | 1,887 | 2,078 |
| 재고자산        | 665   | 734   | 803   | 887   |
| 기타유동자산      | 198   | 191   | 207   | 229   |
| 비유동자산       | 2,866 | 3,022 | 3,057 | 3,084 |
| 관계기업투자등     | 32    | 36    | 39    | 44    |
| 유형자산        | 2,117 | 2,176 | 2,234 | 2,278 |
| 무형자산        | 160   | 197   | 166   | 141   |
| 자산총계        | 5,846 | 6,287 | 6,650 | 6,300 |
| 유동부채        | 2,151 | 2,636 | 2,788 | 2,146 |
| 매입채무 및 기타채무 | 1,194 | 1,419 | 1,551 | 1,715 |
| 단기금융부채      | 757   | 1,004 | 1,004 | 173   |
| 기타유동부채      | 200   | 213   | 233   | 258   |
| 비유동부채       | 1,421 | 1,295 | 1,308 | 1,325 |
| 장기금융부채      | 1,309 | 1,152 | 1,152 | 1,152 |
| 기타비유동부채     | 112   | 143   | 156   | 173   |
| 부채총계        | 3,572 | 3,931 | 4,097 | 3,470 |
| 지배주주지분      | 2,158 | 2,231 | 2,418 | 2,681 |
| 자본금         | 47    | 47    | 47    | 47    |
| 자본잉여금       | 603   | 603   | 603   | 603   |
| 이익잉여금       | 1,083 | 1,153 | 1,338 | 1,602 |
| 비지배주주지분     | 116   | 125   | 135   | 148   |
| 자본총계        | 2,274 | 2,356 | 2,553 | 2,829 |

## 예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원)               | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|---------------------|------|------|-------|-------|
| 영업활동으로 인한 현금흐름      | 54   | 429  | 397   | 608   |
| 당기순이익               | 118  | 155  | 223   | 319   |
| 비현금수익비용가감           | 434  | 426  | 332   | 468   |
| 유형자산감가상각비           | 304  | 290  | 290   | 298   |
| 무형자산상각비             | 34   | 32   | 31    | 25    |
| 기타                  | 96   | 104  | 11    | 145   |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동    | -473 | -69  | -76   | -86   |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가) | -153 | -80  | -148  | -182  |
| 재고자산 감소(증가)         | -111 | -60  | -69   | -85   |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 24   | 198  | 109   | 134   |
| 법인세납부               | -100 | -89  | -106  | -106  |
| 투자활동으로 인한 현금흐름      | -204 | -322 | -358  | -353  |
| 유형자산처분(취득)          | 31   | -333 | -349  | -342  |
| 무형자산감소(증가)          | -59  | -75  | 0     | 0     |
| 장단기금융자산의 감소(증가)     | -17  | -28  | -9    | -11   |
| 기타투자활동              | -159 | 114  | 0     | 0     |
| 재무활동으로 인한 현금흐름      | -245 | 18   | -104  | -926  |
| 장단기금융부채의 증가(감소)     | -99  | 90   | 0     | -831  |
| 자본의 증가(감소)          | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 배당금의 지급             | -48  | -42  | -28   | -42   |
| 기타재무활동              | -98  | -30  | -76   | -53   |
| 현금의 증가              | -360 | 123  | 81    | -675  |
| 기초현금                | 852  | 492  | 615   | 696   |
| 기말현금                | 492  | 615  | 696   | 21    |

자료: HL만도, 미래에셋증권 리서치센터

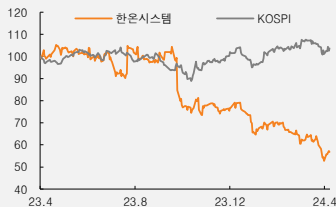
## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

|                 | 2022   | 2023   | 2024F  | 2025F  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| P/E (x)         | 19.3   | 13.6   | 7.2    | 5.0    |
| P/CF (x)        | 3.4    | 3.2    | 2.8    | 1.9    |
| P/B (x)         | 0.9    | 0.8    | 0.6    | 0.6    |
| EV/EBITDA (x)   | 6.0    | 5.8    | 4.5    | 4.0    |
| EPS (원)         | 2,093  | 2,887  | 4,557  | 6,503  |
| CFPS (원)        | 11,759 | 12,373 | 11,817 | 16,749 |
| BPS (원)         | 45,990 | 47,505 | 51,496 | 57,099 |
| DPS (원)         | 500    | 600    | 900    | 1,000  |
| 배당성향 (%)        | 19.8   | 18.2   | 18.9   | 14.7   |
| 배당수익률 (%)       | 1.2    | 1.5    | 2.8    | 3.1    |
| 매출액증가율 (%)      | 22.3   | 11.7   | 5.2    | 10.6   |
| EBITDA증가율 (%)   | 5.0    | 2.4    | 12.1   | 8.7    |
| 조정영업이익증가율 (%)   | 6.8    | 12.6   | 26.5   | 16.1   |
| EPS증가율 (%)      | -41.2  | 37.9   | 57.8   | 42.7   |
| 매출채권 회전율 (회)    | 5.3    | 5.5    | 5.3    | 5.4    |
| 재고자산 회전율 (회)    | 12.4   | 12.0   | 11.5   | 11.6   |
| 매입채무 회전율 (회)    | 6.6    | 6.8    | 6.2    | 6.2    |
| ROA (%)         | 2.0    | 2.5    | 3.5    | 4.9    |
| ROE (%)         | 4.8    | 6.2    | 9.2    | 12.0   |
| ROIC (%)        | 3.9    | 5.4    | 6.8    | 8.4    |
| 부채비율 (%)        | 157.1  | 166.8  | 160.5  | 122.6  |
| 유동비율 (%)        | 138.6  | 123.9  | 128.8  | 149.8  |
| 순차입금/자기자본 (%)   | 67.3   | 63.1   | 54.4   | 43.3   |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 4.3    | 2.9    | 4.7    | 7.9    |

|               |        |
|---------------|--------|
| 투자 의견(신규)     | 중립     |
| 목표주가(신규)      | 5,700원 |
| 현재주가(24/4/26) | 5,250원 |
| 상승여력          | 8.6%   |

|                          |          |
|--------------------------|----------|
| 영업이익(24F, 십억원)           | 343      |
| Consensus 영업이익(24F, 십억원) | 0        |
| EPS 성장률(24F, %)          | 209.3    |
| MKT EPS 성장률(24F, %)      | 70.8     |
| P/E(24F, x)              | 17.8     |
| MKT P/E(24F, x)          | 11.1     |
| KOSPI                    | 2,656.33 |
| 시가총액(십억원)                | 2,802    |
| 발행주식수(백만주)               | 534      |
| 유동주식비율(%)                | 30.0     |
| 외국인 보유비중(%)              | 15.3     |
| 베타(12M) 일간수익률            | 0.62     |
| 52주 최저가(원)               | 4,880    |
| 52주 최고가(원)               | 9,730    |

| (%)  | 1M   | 6M    | 12M   |
|------|------|-------|-------|
| 절대주가 | -9.0 | -25.0 | -43.0 |
| 상대주가 | -5.6 | -35.1 | -46.7 |



[자동차/부품]

김진석

jinsuk.kim@miraeasset.com

## 한온시스템

## 본격적으로 시작될 수익성 개선 작업

## 투자 의견 '중립' 및 목표주가 5,700원. 커버리지 개시

목표주가는 24F EPS 295원에 Target P/E 19.4배를 적용했다. 이는 조직효율화 등 작업으로 수익성 회복 시작된 원년인 16년 평균 P/E이다. Implied P/B는 1.22배로 역사적 하단 수준이다. 기존 분기배당을 실시하던 동사는 올해부터 기말배당으로 전환되었다. 올해 시행될 밸류업 프로그램을 고려하면 아쉬운 조치이다.

## 투자포인트는 본격적으로 시작될 수익성 개선 작업

24년부터 조직효율화, 운송비 비용 절감, 고객사 분담으로 수익성 개선될 것으로 예상된다. 선제적인 투자로 높아진 비용과 경쟁사 대비 낮은 원재료비/물류비 협상으로 수익성 회복이 지연되고 있다. 또한 높은 BEV 노출도의 동사는 전방 산업 수요 둔화에 따라 협상력도 다소 약해진 것으로 판단한다. 그러나 낮은 기저와 과거 16년도 사례를 고려하면 조직효율화 등 수익성 개선의 효과가 기대된다. 24년부터 벤츠향 물량과 HMG 전기차 전용 공장 가동으로 고정비 레버리지 효과 기대된다.

## 실적 전망: 24년 매출액 +2.6% YoY, 25년 +6.7% YoY

24년 매출액 9.8조원(+2.6% YoY), 영업이익 3,432억원(+24%), OPM 3.5%(+0.6%p) 예상된다. 연간에 걸쳐 조직 효율화, 운송비 안정화, 고객사 비용 전가 효과가 반영될 예정이다. 다만 감원에 따라 4Q23부터 발생한 비용은 24년 상반기까지는 지속될 것으로 예상된다. HEV 수요 확대에 따른 단가 인하는 불가피하다.

25년 매출액 10.5조원(+6.7% YoY), 영업이익 4,920억원(+43%), OPM 4.7%(+1.2%p) 예상된다. 24년말 현대차그룹의 미국 조지아 전기차 전용 공장 가동을 포함해 벤츠향 공급 물량으로 고정비 레버리지 효과 기대할 수 있다.

| 결산기 (12월)  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024F | 2025F  |
|------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 매출액 (십억원)  | 7,351 | 8,628 | 9,559 | 9,805 | 10,458 |
| 영업이익 (십억원) | 326   | 257   | 277   | 343   | 492    |
| 영업이익률 (%)  | 4.4   | 3.0   | 2.9   | 3.5   | 4.7    |
| 순이익 (십억원)  | 309   | 20    | 51    | 158   | 266    |
| EPS (원)    | 578   | 38    | 96    | 295   | 498    |
| ROE (%)    | 13.8  | 0.9   | 2.2   | 6.5   | 10.4   |
| P/E (배)    | 23.3  | 211.3 | 76.3  | 17.8  | 10.5   |
| P/B (배)    | 3.1   | 1.9   | 1.6   | 1.1   | 1.1    |
| 배당수익률 (%)  | 2.7   | 4.4   | 4.3   | 5.7   | 6.7    |

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

## I. 투자의견 및 Valuation

### 투자의견 ‘중립’ 및 목표주가 5,700원(상승여력 +8.6%)

한온시스템에 대해 투자의견 ‘중립’과 목표주가 5,700원으로 커버리지를 개시한다. 24F EPS 295원에 Target P/E 19.4배를 적용했다. 이는 수익성 회복 시작된 원년인 16년 평균 P/E이다. Implied P/B는 1.22배로 역사적 하단에 위치한다. 24년부터는 기존 분기배당에서 기말배당으로 전환되었다. 올해 시행되는 밸류업 프로그램을 고려하면 아쉬운 점이다.

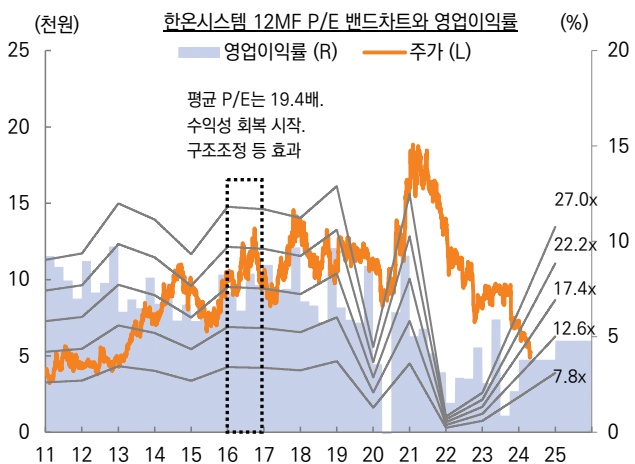
동사는 글로벌 공조 2위 업체로 경쟁사와 달리 Pure 업체로서의 강점이 있다. 그러나 선제적인 투자에 따라 높아진 비용과 경쟁사 대비 낮은 원재료비/물류비 전가로 수익성 회복이 지연되고 있다. 또한, BEV 시장 둔화로 인한 협상력 약화는 불가피하다고 판단한다. 그러나 24년부터 수익성 회복을 위한 작업이 시작될 예정이다. 감원 등 조직 효율화 조치, 운송비 비용 절감, 고객사 비용 분담 등이 지속될 예정이다. 24년 하반기 벤츠향 물량과 HMG 미국 전기차 전용 공장 가동으로 25년부터 고정비 레버리지 기대되는 상황이다.

표 61. 한온시스템 목표주가 산출 테이블

| 구분             | 내용    | 비고                                  |
|----------------|-------|-------------------------------------|
| 목표주가 (원)       | 5,700 |                                     |
| 현재주가 (원)       | 5,250 | 24년 4월 26일(금) 기준. 현재 12MF P/E 14.5배 |
| 상승여력 (%)       | 8.6   | 투자의견 ‘중립’                           |
| 24F EPS (원)    | 295   |                                     |
| Target P/E (배) | 19.4  | 수익성 회복된 원년인 16년 평균 P/E              |

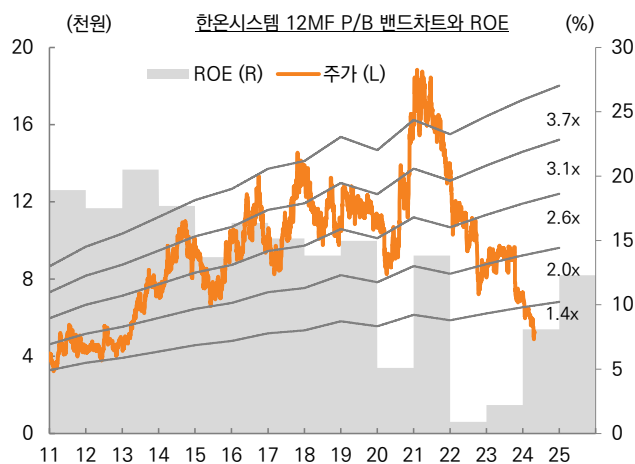
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 229. 한온시스템 영업이익-P/E 밴드차트



자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 230. 한온시스템 ROE-P/B 밴드차트



자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

## II. 실적 전망

### 1Q24 Preview: 수익성 개선은 완만하게 시작

매출액 2.4조원(+1.0% YoY, 컨센 대비 -1.0%), 영업이익 676억원(+12% YoY, 컨센 대비 -1.2%), OPM 2.9%(+0.3%p)를 예상한다. 원재료비 하락 효과, 고객사와의 판가 협상 등으로 수익성은 점진적으로 개선될 것으로 예상한다. 다만, 고객사의 생산 감소와 BEV 중심 수요 둔화로 개선의 폭은 작을 것으로 보인다. 조직 효율화 작업에 따라 4Q23부터 발생하기 시작한 감원 비용은 24년 상반기까지도 지속될 것으로 판단된다.

표 62. 한온시스템 1Q24 실적 요약 테이블

(십억원)

|           | 1Q23    | 4Q23    | 1Q24    |         |         | 컨센서스    |        |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
|           |         |         | 발표치     | YoY (%) | QoQ (%) | 컨센서스    | 차이 (%) |
| 매출액       | 2,340.4 | 2,462.5 | 2,362.8 | 1.0     | -4.1    | 2,387.3 | -1.0   |
| 영업이익      | 60.2    | 53.3    | 67.6    | 12.2    | 26.8    | 68.4    | -1.2   |
| 당기순이익     | 43.9    | -54.8   | 28.2    | -35.7   | 흑전      | 30.6    | -7.8   |
| 영업이익률 (%) | 2.6     | 2.2     | 2.9     | 0.3%p   | 0.7%p   | 2.9     | 0.0%p  |
| 순이익률 (%)  | 1.9     | -2.2    | 1.2     | -0.7%p  | 흑전      | 1.3     | -0.1%p |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

### 24년 OPM 3.5%(+0.6%p YoY), 25년 OPM 4.7%(+1.2%p YoY)

24년 매출액 9.8조원(+2.6% YoY), 영업이익 3,432억원(+23.8% YoY), OPM 3.5%(+0.6%p YoY) 예상한다. 조직 효율화, 운송비 안정화, 고객비 비용 전가 효과가 연간에 걸쳐 발생할 것으로 예상한다. 다만, 감원에 따라 4Q23부터 발생하기 시작한 비용은 24년 상반기까지 지속될 것으로 예상된다. 또한, BEV 대비 HEV 수요가 확대됨에 따라 ASP 상승세 단기 둔화는 불가피한 상황이며 판가 전가 협상력도 다소 약해질 것으로 판단한다. 25년부터 HMG 미국 BEV 공장 물량 및 벤츠향 물량 본격 반영될 것으로 예상한다.

표 63. 한온시스템 분기 및 연간 실적 추정

| (십억원, %) | 1Q23  | 2Q23  | 3Q23  | 4Q23P | 1Q24P | 2Q24F | 3Q24F | 4Q24F | 2021  | 2022  | 2023P | 2024F | 2025F  |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 매출액      | 2,340 | 2,429 | 2,327 | 2,463 | 2,363 | 2,550 | 2,394 | 2,499 | 7,351 | 8,628 | 9,559 | 9,805 | 10,458 |
| 국내       | 662   | 659   | 602   | 685   | 616   | 689   | 603   | 692   | 2,235 | 2,372 | 2,608 | 2,600 | 2,752  |
| 아시아      | 284   | 304   | 348   | 372   | 297   | 294   | 337   | 384   | 1,253 | 1,357 | 1,307 | 1,311 | 1,369  |
| 유럽       | 857   | 892   | 809   | 865   | 870   | 902   | 843   | 824   | 2,426 | 2,922 | 3,423 | 3,439 | 3,635  |
| 미주       | 538   | 574   | 569   | 540   | 580   | 665   | 611   | 600   | 1,438 | 1,977 | 2,221 | 2,455 | 2,702  |
| YoY (%)  | 18.2  | 15.3  | 6.0   | 5.0   | 1.0   | 5.0   | 2.9   | 1.5   | 7.0   | 17.4  | 10.8  | 2.6   | 6.7    |
| 국내       | 18.3  | 8.2   | 7.8   | 6.2   | -6.9  | 4.6   | 0.3   | 0.9   | 7.2   | 6.1   | 10.0  | -0.3  | 5.8    |
| 아시아      | -6.7  | 4.0   | -10.9 | 0.5   | 4.6   | -3.5  | -3.0  | 3.2   | 7.4   | 8.3   | -3.6  | 0.3   | 4.4    |
| 유럽       | 26.6  | 24.8  | 14.0  | 5.4   | 1.5   | 1.2   | 4.2   | -4.8  | 6.4   | 20.5  | 17.2  | 0.5   | 5.7    |
| 미주       | 22.3  | 17.0  | 5.8   | 6.0   | 7.9   | 15.8  | 7.3   | 11.1  | 7.1   | 37.5  | 12.3  | 10.5  | 10.0   |
| 매출총이익    | 214   | 284   | 189   | 221   | 229   | 255   | 251   | 265   | 849   | 847   | 908   | 1,000 | 1,203  |
| GPM (%)  | 9.2   | 11.7  | 8.1   | 9.0   | 9.7   | 10.0  | 10.5  | 10.6  | 11.5  | 9.8   | 9.5   | 10.2  | 11.5   |
| 영업이익     | 60    | 143   | 20    | 53    | 68    | 81    | 89    | 106   | 326   | 257   | 277   | 343   | 492    |
| YoY (%)  | 97.7  | 138.8 | -67.2 | -48.9 | 12.2  | -43.7 | 336.6 | 99.3  | 3.2   | -21.2 | 8.1   | 23.8  | 43.2   |
| OPM (%)  | 2.6   | 5.9   | 0.9   | 2.2   | 2.9   | 3.2   | 3.7   | 4.3   | 4.4   | 3.0   | 2.9   | 3.5   | 4.7    |
| 지배순이익    | 44    | 107   | -45   | -55   | 28    | 36    | 40    | 54    | 309   | 20    | 51    | 158   | 266    |
| YoY (%)  | 122.6 | 668.0 | 적전    | 적지    | -35.7 | -66.5 | 흑전    | 흑전    | 179.5 | -93.4 | 149.5 | 209.3 | 68.6   |
| NPM (%)  | 1.9   | 4.4   | -1.9  | -2.2  | 1.2   | 1.4   | 1.7   | 2.1   | 4.2   | 0.2   | 0.5   | 1.6   | 2.5    |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 한온시스템 (018880)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원)           | 2022  | 2023  | 2024F | 2025F  |
|-----------------|-------|-------|-------|--------|
| 매출액             | 8,628 | 9,559 | 9,805 | 10,458 |
| 매출원가            | 7,781 | 8,651 | 8,805 | 9,255  |
| 매출총이익           | 847   | 908   | 1,000 | 1,203  |
| 판매비와관리비         | 590   | 631   | 657   | 711    |
| 조정영업이익          | 257   | 277   | 343   | 492    |
| 영업이익            | 257   | 277   | 343   | 492    |
| 비영업손익           | -160  | -132  | -107  | -94    |
| 금융손익            | -93   | -157  | -125  | -86    |
| 관계기업등 투자손익      | 9     | 12    | 17    | 20     |
| 세전계속사업손익        | 97    | 145   | 236   | 398    |
| 계속사업법인세비용       | 70    | 86    | 79    | 133    |
| 계속사업이익          | 27    | 59    | 157   | 265    |
| 중단사업이익          | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 당기순이익           | 27    | 59    | 157   | 265    |
| 지배주주            | 20    | 51    | 158   | 266    |
| 비지배주주           | 6     | 8     | 0     | -1     |
| 총포괄이익           | 86    | 322   | 157   | 265    |
| 지배주주            | 84    | 314   | 153   | 258    |
| 비지배주주           | 3     | 8     | 4     | 7      |
| EBITDA          | 814   | 876   | 963   | 1,078  |
| FCF             | -7    | 36    | 302   | 429    |
| EBITDA 마진율 (%)  | 9.4   | 9.2   | 9.8   | 10.3   |
| 영업이익률 (%)       | 3.0   | 2.9   | 3.5   | 4.7    |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 0.2   | 0.5   | 1.6   | 2.5    |

## 예상 재무상태표 (요약)

| (십억원)       | 2022  | 2023  | 2024F | 2025F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산        | 4,195 | 3,697 | 4,005 | 3,963 |
| 현금 및 현금성자산  | 1,429 | 779   | 1,043 | 806   |
| 매출채권 및 기타채권 | 1,199 | 1,229 | 1,248 | 1,330 |
| 재고자산        | 972   | 1,140 | 1,157 | 1,234 |
| 기타유동자산      | 595   | 549   | 557   | 593   |
| 비유동자산       | 4,904 | 5,548 | 5,399 | 5,218 |
| 관계기업투자등     | 72    | 81    | 82    | 87    |
| 유형자산        | 2,371 | 2,716 | 2,742 | 2,706 |
| 무형자산        | 1,923 | 2,126 | 1,950 | 1,799 |
| 자산총계        | 9,099 | 9,244 | 9,403 | 9,181 |
| 유동부채        | 4,021 | 3,576 | 3,607 | 3,250 |
| 매입채무 및 기타채무 | 1,557 | 1,613 | 1,637 | 1,746 |
| 단기금융부채      | 1,994 | 1,476 | 1,476 | 977   |
| 기타유동부채      | 470   | 487   | 494   | 527   |
| 비유동부채       | 2,708 | 3,160 | 3,166 | 3,197 |
| 장기금융부채      | 2,323 | 2,710 | 2,710 | 2,710 |
| 기타비유동부채     | 385   | 450   | 456   | 487   |
| 부채총계        | 6,729 | 6,736 | 6,774 | 6,447 |
| 지배주주지분      | 2,236 | 2,371 | 2,493 | 2,599 |
| 자본금         | 53    | 53    | 53    | 53    |
| 자본잉여금       | -23   | -23   | -23   | -23   |
| 이익잉여금       | 2,243 | 2,103 | 2,225 | 2,330 |
| 비지배주주지분     | 134   | 137   | 136   | 135   |
| 자본총계        | 2,370 | 2,508 | 2,629 | 2,734 |

## 예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원)               | 2022  | 2023  | 2024F | 2025F |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동으로 인한 현금흐름      | 378   | 517   | 772   | 829   |
| 당기순이익               | 27    | 59    | 157   | 265   |
| 비현금수익비용가감           | 872   | 895   | 808   | 791   |
| 유형자산감가상각비           | 398   | 418   | 444   | 436   |
| 무형자산상각비             | 159   | 180   | 176   | 151   |
| 기타                  | 315   | 297   | 188   | 204   |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동    | -373  | -194  | -5    | -23   |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가) | -218  | -21   | -18   | -81   |
| 재고자산 감소(증가)         | -168  | -140  | -17   | -77   |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 239   | 28    | 19    | 88    |
| 법인세납부               | -65   | -91   | -79   | -133  |
| 투자활동으로 인한 현금흐름      | -643  | -677  | -470  | -402  |
| 유형자산처분(취득)          | -375  | -416  | -470  | -400  |
| 무형자산감소(증가)          | -257  | -317  | 0     | 0     |
| 장단기금융자산의 감소(증가)     | -12   | 6     | 0     | -2    |
| 기타투자활동              | 1     | 50    | 0     | 0     |
| 재무활동으로 인한 현금흐름      | 262   | -480  | -36   | -659  |
| 장단기금융부채의 증가(감소)     | 585   | -131  | 0     | -499  |
| 자본의 증가(감소)          | -12   | 0     | 0     | 0     |
| 배당금의 지급             | -194  | -185  | -36   | -160  |
| 기타재무활동              | -117  | -164  | 0     | 0     |
| 현금의 증가              | 25    | -651  | 265   | -237  |
| 기초현금                | 1,404 | 1,429 | 779   | 1,043 |
| 기말현금                | 1,429 | 779   | 1,043 | 806   |

자료: 한온시스템, 미래에셋증권 리서치센터

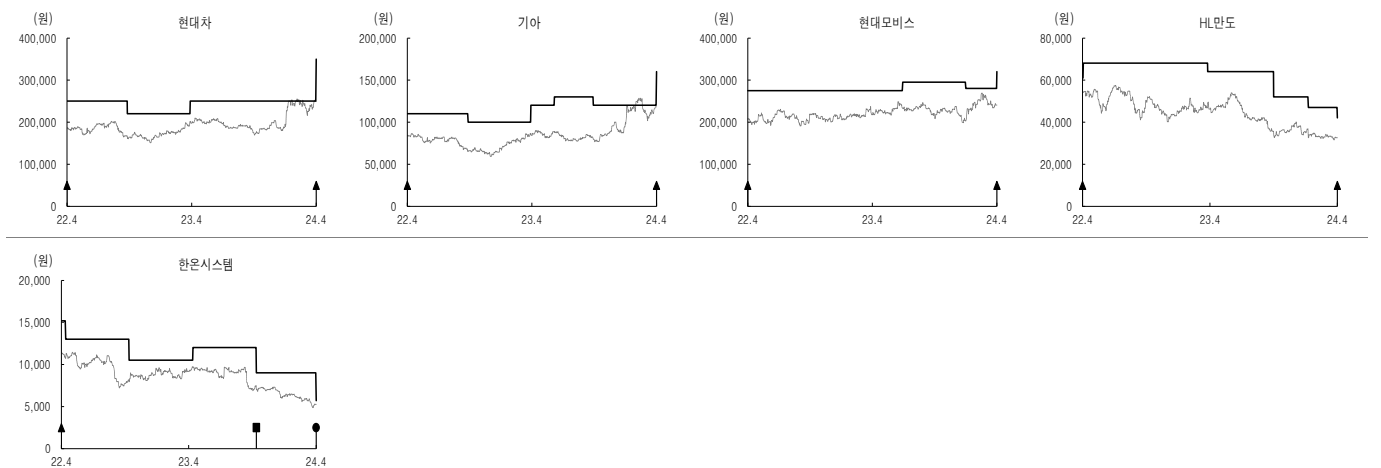
## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

|                 | 2022  | 2023  | 2024F | 2025F |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| P/E (x)         | 211.3 | 76.3  | 17.8  | 10.5  |
| P/CF (x)        | 4.8   | 4.1   | 2.9   | 2.7   |
| P/B (x)         | 1.9   | 1.6   | 1.1   | 1.1   |
| EV/EBITDA (x)   | 9.0   | 8.5   | 6.3   | 5.4   |
| EPS (원)         | 38    | 96    | 295   | 498   |
| CFPS (원)        | 1,684 | 1,787 | 1,809 | 1,978 |
| BPS (원)         | 4,191 | 4,445 | 4,673 | 4,871 |
| DPS (원)         | 360   | 316   | 300   | 350   |
| 배당성향 (%)        | 718.4 | 286.4 | 101.8 | 70.5  |
| 배당수익률 (%)       | 4.4   | 4.3   | 5.7   | 6.7   |
| 매출액증가율 (%)      | 17.4  | 10.8  | 2.6   | 6.7   |
| EBITDA증가율 (%)   | -2.4  | 7.5   | 10.0  | 11.9  |
| 조정영업이익증가율 (%)   | -21.2 | 8.1   | 23.8  | 43.2  |
| EPS증가율 (%)      | -93.4 | 149.5 | 209.3 | 68.6  |
| 매출채권 회전율 (회)    | 8.5   | 8.2   | 8.1   | 8.3   |
| 재고자산 회전율 (회)    | 9.7   | 9.1   | 8.5   | 8.7   |
| 매입채무 회전율 (회)    | 7.1   | 6.8   | 6.7   | 6.7   |
| ROA (%)         | 0.3   | 0.6   | 1.7   | 2.9   |
| ROE (%)         | 0.9   | 2.2   | 6.5   | 10.4  |
| ROIC (%)        | 1.4   | 2.0   | 3.8   | 5.8   |
| 부채비율 (%)        | 283.9 | 268.5 | 257.6 | 235.8 |
| 유동비율 (%)        | 104.3 | 103.4 | 111.0 | 121.9 |
| 순차입금/자기자본 (%)   | 121.4 | 135.2 | 118.3 | 104.2 |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 2.4   | 1.5   | 2.3   | 4.5   |

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

| 제시일자           | 투자의견     | 목표주가(원) | 과리율(%) |            | 제시일자           | 투자의견        | 목표주가(원) | 과리율(%) |            |
|----------------|----------|---------|--------|------------|----------------|-------------|---------|--------|------------|
|                |          |         | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |                |             |         | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 현대차 (005380)   |          |         |        |            | 2023.04.25     | 1년 경과 이후    | 275,000 | -17.15 | -9.64      |
| 2024.04.29     | 매수       | 350,000 | -      | -          | 2022.04.25     | 매수          | 275,000 | -23.20 | -13.64     |
| 2024.04.26     | 1년 경과 이후 | 250,000 | -      | -100.00    | HL만도 (204320)  |             |         |        |            |
| 2023.04.26     | 매수       | 250,000 | -18.56 | 2.20       | 2024.04.29     | 매수          | 42,000  | -      | -          |
| 2022.10.24     | 매수       | 220,000 | -21.91 | -8.64      | 2024.02.06     | 매수          | 47,000  | -29.21 | -25.64     |
| 2022.01.25     | 매수       | 250,000 | -26.85 | -19.20     | 2023.10.30     | 매수          | 52,000  | -30.81 | -22.88     |
| 기아 (000270)    |          |         |        |            | 2023.04.24     | 매수          | 64,000  | -29.49 | -15.78     |
| 2024.04.29     | 매수       | 160,000 | -      | -          | 2022.05.02     | 매수          | 68,000  | -28.26 | -15.44     |
| 2023.10.27     | 매수       | 120,000 | -16.00 | 7.08       | 2022.02.10     | 매수          | 61,000  | -20.37 | -8.52      |
| 2023.07.05     | 매수       | 130,000 | -37.10 | -31.54     | 한온시스템 (018880) |             |         |        |            |
| 2023.04.27     | 매수       | 120,000 | -28.37 | -24.92     | 2024.04.29     | 중립          | 5,700   | -      | -          |
| 2022.10.25     | 매수       | 100,000 | -28.64 | -13.40     | 2023.11.10     | Trading Buy | 9,000   | -29.05 | -18.78     |
| 2022.01.26     | 매수       | 110,000 | -29.09 | -21.55     | 2023.05.12     | 매수          | 12,000  | -26.06 | -19.25     |
| 현대모비스 (012330) |          |         |        |            | 2022.11.10     | 매수          | 10,500  | -15.76 | -7.33      |
| 2024.04.29     | 매수       | 320,000 | -      | -          | 2022.05.12     | 매수          | 13,000  | -24.40 | -11.92     |
| 2024.01.29     | 매수       | 280,000 | -12.95 | -3.93      | 2022.02.11     | 매수          | 15,200  | -24.36 | -20.72     |
| 2023.07.28     | 매수       | 295,000 | -23.23 | -16.44     |                |             |         |        |            |

\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자 의견 분류 및 적용 기준

| 기업                                             | 산업                                         |
|------------------------------------------------|--------------------------------------------|
| 매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상          | 비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 |
| Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상 | 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준          |
| 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상       | 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화 |
| 매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상        |                                            |

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

| 매수(매수) | Trading Buy(매수) | 중립(중립) | 매도 |
|--------|-----------------|--------|----|
| 85.36% | 9.15%           | 5.49%  | 0% |

\* 2024년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**Compliance Notice**

- 당사는 자료 작성일 현재 기아,현대차,현대모비스,HL만도 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.