



자동차

비중확대 (유지)

관성과 저항

 **신한투자증권**
기업분석부

정용진 연구위원
☎ 02-3772-1591
✉ yjjung86@shinhan.com



신한 리서치
투자정보

I. Summary

자료의 취지

관성: 자동차 투자는 훌쩍 게임

분기 실적 중심에서
그 다음을 보기 위한 준비

최근 1년간 진행한 자동차 세미나의 주제를 돌아보면 단기 호황, 피크 아웃, 분기 실적으로 압축할 수 있다. 자동차 업체들의 밸류에이션은 어차피 5~6배 내외로 고착됐으니 산업의 일시적인 호황을 잘 분석해 피크 아웃 시점을 맞추려고 했다. 마치 훌쩍 게임을 하듯 단기 실적에만 배팅하는 모습이다. 이렇게 관성적으로 산업을 바라보면서 중요한 변화들을 놓치고 있을 수 있다는 판단하에 두 가지 요인을 점검해보려 한다. 자동차 산업의 구조적 변화에서 레거시라고 생각됐던 전통 자동차/부품사들이 적응하는 모습들이 나타나고 있기 때문이다.

저항: 몇 대를 팔 때까지 EV 밸류 0 적용?

전기차 시장의 성장성과 시장의 관심도는 여전하지만 레거시 완성차들에게는 요원한 이야기다. 전기차 시장의 50% 이상을 차지하겠다고 선언한 테슬라의 목표를 확정된 사실로 가정하면, 기존 완성차 업체들이 전기차 전환에 성공하더라도 2등 싸움에 불과하다. 그 결과 전통 OEM EV 밸류에이션은 0으로 수렴 중이다. 하지만 무시하고 넘기기에선 국내 완성차 업체들의 전기차 성과가 훌륭하다. 공급망 이슈로 단기 판매량과 점유율에는 변동성이 존재하지만 전기차 흥행력(모델당 판매량)은 고공행진 하고 있다. 초기에는 단순히 전기차 생산이 빨랐기 때문이라고 폄하되는 부분도 있었지만 이제 전기차는 대규모 가격 경쟁이 발생할 정도로 공급이 물에 올랐다. 지금의 성과는 경쟁 속에서 얻어낸 결과다.

저항: 신규 BM 투자로 체질 개선된 부품사들

자동차 애널리스트의 고질적인 편견은 업계의 어려움을 알고 있다는 점에서 시작된다. 중소형 부품사의 경우 구조적으로 완성차와 모듈러(1st 티어 부품사)의 압박 속에 저마진이 고착화된다. 때문에 부품사의 단기 실적이 예상치를 상회하더라도 구조적인 개선으로 생각하지 못한다. 반면 주가는 분석보다 빠르다. 신규 BM에 Capex를 집행한 차체/전장 업체들을 중심으로 질적인 실적 개선과 주가 상승이 확인되고 있다. 전환 투자에 성공해 레거시라는 멍에에서 벗어나려는 조짐이라고 판단한다. 조지아 전기차 공장 투자와 자동차 디자인 관련 투자의 포텐셜에 주목한다.

Top picks: Capex 투자 선순환에 들어간 부품사들 → 이후 완성차로

커버리지 부품사 중 HL만도, 현대위아를 최선호주로 추천한다. 완성차는 당분간 분기 실적의 트렌드에 따라 주가가 움직이겠지만 그룹사의 EV 수익성이 BEP를 돌파하는 시점부터는 밸류에이션 레벨 업에 다가설 것으로 판단한다.

II. 관성: 자동차 투자는 훌쩍 게임

시장의 우려를 딛고 실적 눈높이는 올라왔으나...

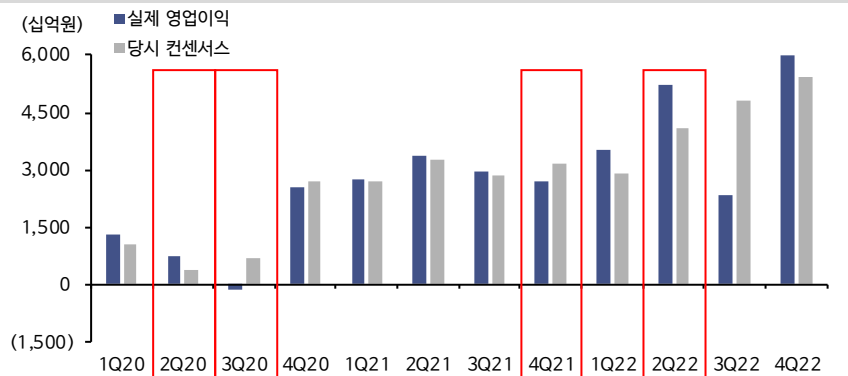
21~23년 반복되는 피크 아웃 논란

호실적 대비 무난한 주가

2020년부터 12개 분기가 지나면서 국내 완성차(현대차+기아)의 분기 실적은 딱 4번만 미스가 발생했다. 코로나19 초입기였던 2Q~3Q20을 제외하면 반도체 부족 사태의 시작이었던 4Q21과 엔진 리콜 충당금이 추가로 발생한 3Q22이다. 실적에 대한 신뢰도가 높은 기간이었다. 곧 발표될 1Q23 실적도 기존 컨센서스를 상회하는 호실적으로 전망한다. 더 이상 좋을 수가 없을 정도의 판매 호조가 계속되고 있는 반면에 주가는 밋밋하다. 12개월 선행 영업이익과 시가총액(우선주 포함)을 비교한 POR 지표는 현대차 4.2배, 기아 3.7배로 코로나19 수준이다.

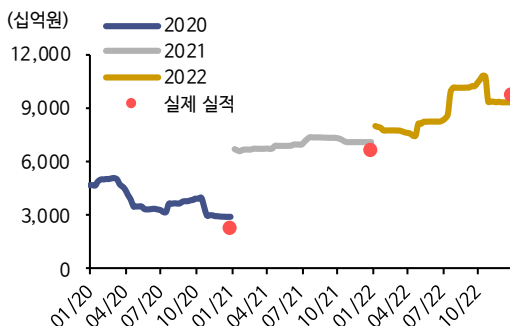
물론 주식 시장에서 싸다(=밸류에이션이 낮다)는 표현은 양날의 검과 같다. 시장의 소외에는 이유가 있고, 그 이유가 해소되기 전까지는 저평가 구간이 계속되기 때문이다.

현대/기아 합산 영업손익과 당시 컨센서스 비교



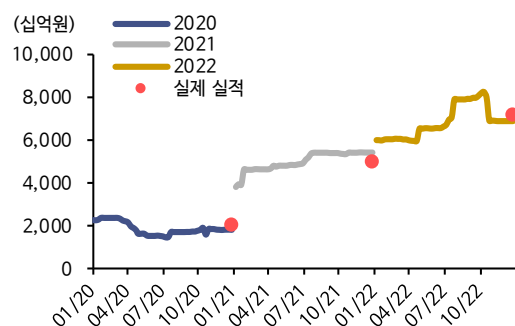
자료: QuantiWise, 신한투자증권

현대차 연간 영업이익 컨센서스 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

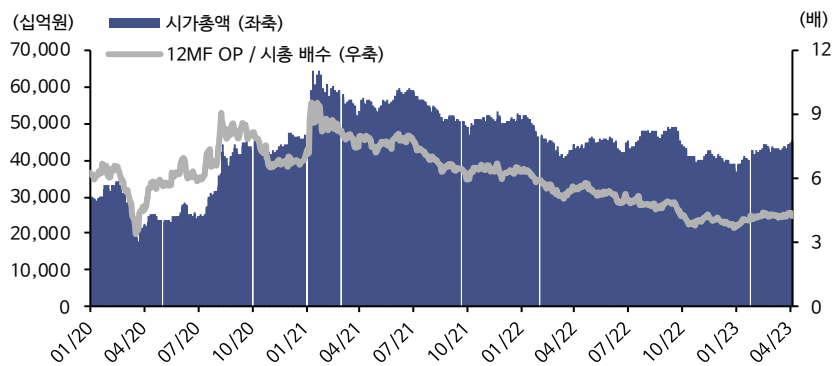
기아 연간 영업이익 컨센서스 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

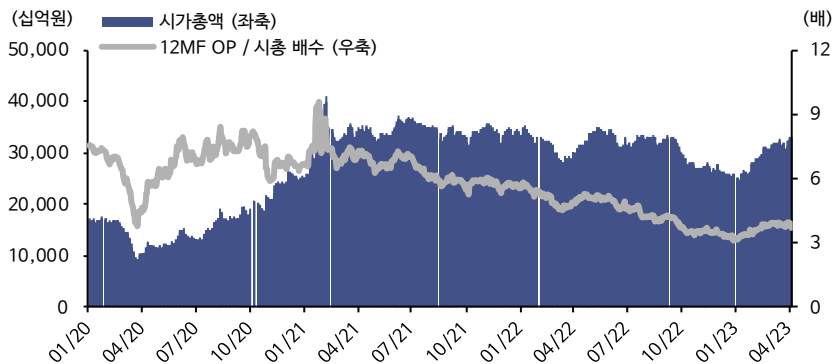
지금의 자동차 산업 호황이 구조적이고, 장기화될 수 있다고 보는 시각은 거의 없다. 당사도 장기 호황은 불가능하다고 판단한다. 현 시점에서 완성차의 호실적은 코로나19와 공급 차질 이후 발생한 대기 수요에 기반하고 있고, 향후 공급 정상화가 진행되면서 점진적인 하락 사이클로 넘어가는 과정임은 분명하다. 하지만 종합적으로 보더라도 현 주가는 정(호실적)과 반(피크아웃) 중 반에 쏠려 있다. 자동차 업체들은 3년간 누적된 호실적의 결과를 한번도 주가에 반영하지 못한 채, 언제 찾아올지 모르는 불황의 사이클만 밸류에이션에 선반영하고 있다. 이러한 관성이 생겨난 원인은 단순히 업황 피크 아웃에 대한 우려뿐 아니라 자동차 섹터 전반에서 전통 업체들에 대한 소외가 지속됐기 때문이다.

현대차의 12MF OP 대비 시가총액 배수



자료: QuantiWise, 신한투자증권

현대/기아 합산 영업익과 당시 컨센서스 비교



자료: QuantiWise, 신한투자증권

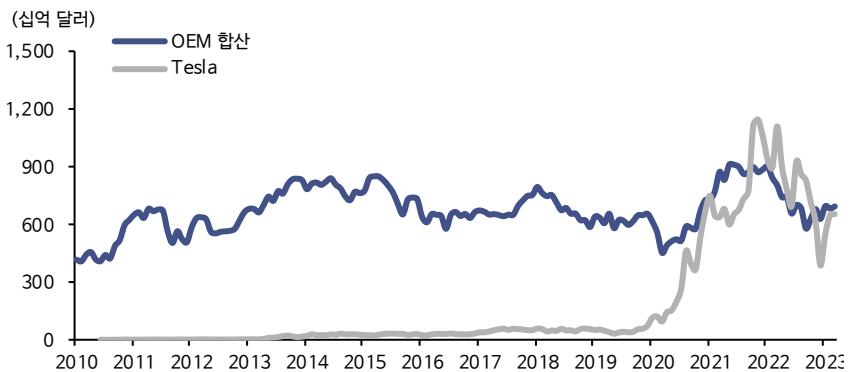
근본 원인은
저PER 고착화

레거시/후발주자의 멍에

전세계 자동차 판매량의 60%를 책임지고 있는 상장 11개사의 합산 시가총액이 '테슬라' 1개 회사에 역전된지는 이미 2년이 지났다. 단순히 자본 시장의 변동성이나 거품에 의해 뒤집혔다고 보기 어렵다. 테슬라가 자동차 산업의 비전을 제시하며 선도 업체로 성장했을 뿐 아니라 재무 성과까지 뛰어나기 때문이다. 2021~22년 공급발 호황에서 테슬라는 영업이익률 16.8%, 영업이익 136억달러를 기록하며 수익성에서도 기존의 완성차들을 큰 폭으로 따돌렸다.

자본 시장이 관심이 테슬라를 위시한 신생 전기차 진영에 쏠릴 수 밖에 없었다. 레거시 완성차 업체들의 밸류에이션은 소외 속에 PER 5~6배 내외로 고정된 상황이다. 결과적으로 전통적인 자동차 섹터에 투자할 경우 핵심 트리거는 단기 실적의 방향성이다. 밸류에이션은 낮은 상태가 고착화됐기 때문에 실적의 변동성만큼만 주가가 움직이게 된다.

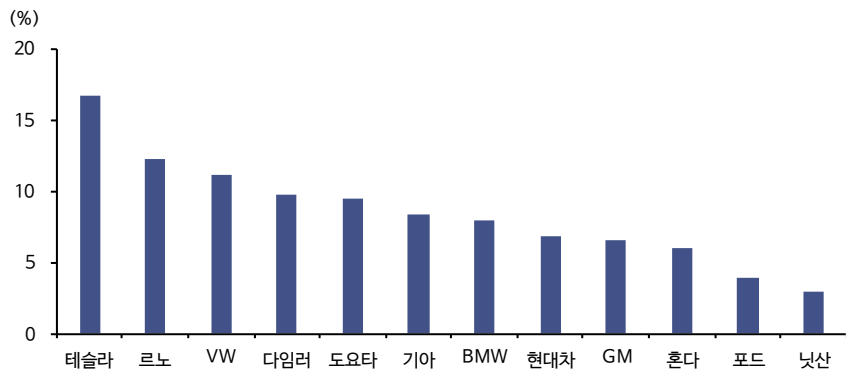
글로벌 완성차 업체(중국 제외)의 합산 시가총액 vs. 테슬라 비교



자료: Bloomberg, 신한투자증권

주: 글로벌 완성차에는 현대차, 기아, 도요타, 혼다, 닛산, GM, 포드, VW, BMW, 다임러, 르노 포함

글로벌 완성차 업체(중국 제외)의 영업이익률 비교



자료: Bloomberg, 신한투자증권

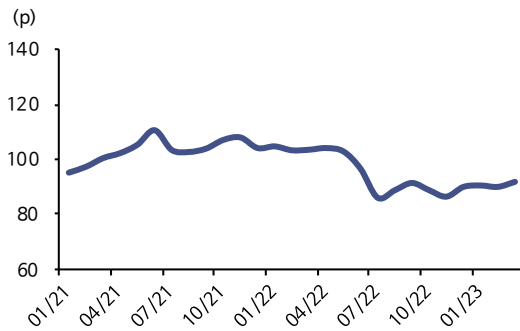
이상하게 잘 팔리네...

물론 단기 실적도
계속 좋겠으나...

자동차 산업의 밸류에이션이 고정돼 실적의 변동성과 주가의 방향성이 일치하는데, 2021~23년의 호실적은 주가에 거의 반영되지 않고 있다. 앞서 설명한 내용과 모순을 이룬다. 이유는 단순하다. 대다수의 투자자들은 자동차가 잘 팔리는 현상이 '이상하다'고 판단하기 때문이다. 보통 이상한 현상은 지속되지 않는다. 소비의 선행 지표로 소비자 심리 지수를 보면 실제로 2022년 중순부터 바닥을 보여주고 있다. 금리 인상과 경기 침체 대한 우려로 소비자들의 지갑이 열리지 않을 것을 전망하고 있다.

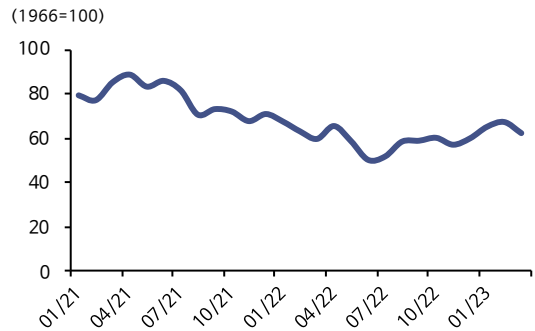
반면 자동차 판매는 2022년 중순부터 지금까지 견조하다. 국내의 경우 다수의 차종에 미출고된 계약이 남아있어 공급자 우위 시장이 지속되고 있고, 미국도 딜러 인센티브 지급이 거의 없는 상황에서 판매가 이뤄지고 있다. 코로나19 이후 글로벌 자동차 생산 축소로 발생한 대기 수요가 아직까지 남아있는 셈이다. 대기 수요를 '측정할 수 없다'는 점이 괴리를 키우고 있다.

한국 소비자 심리 지수



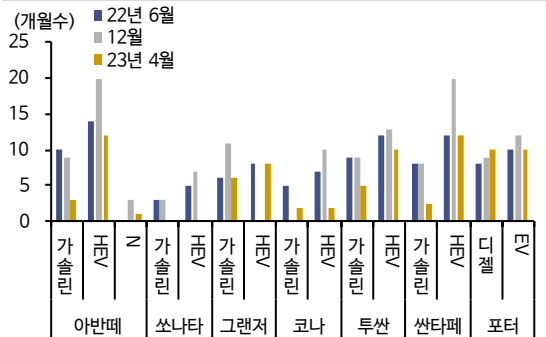
자료: 한국은행, 신한투자증권

미국 소비자 심리 지수



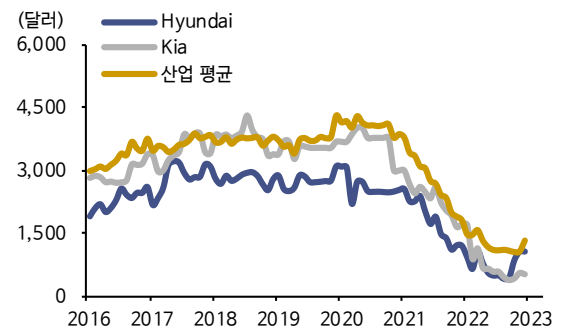
자료: Bloomberg, 신한투자증권

현대차 모델별 납기 일정 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

미국 인센티브 추이



자료: Truecar, 신한투자증권

현 시점의 데이터만 보면 대기 수요는 여전히 강력한 것으로 추정된다. 생산 정상화로 국내 판매 물량이 확대되면서 모델별 대기 기간은 하향 안정화되고 있지만 전체 규모는 적지 않다. 정확한 비교를 위해 모델별 생산량에 대기 기간을 곱해서 구한 잠정 미출고대수는 현대차 31만대, 기아 26만대로 지난해 연말에 기록한 고점 대비 각각 13만대, 8만대씩만 소화된 상황이다. 예상보다 남아있는 대기 인원이 많다. 급격한 계약 취소가 이어지지 않는다면 연내 판매 수요는 사실상 픽스된 셈이다.

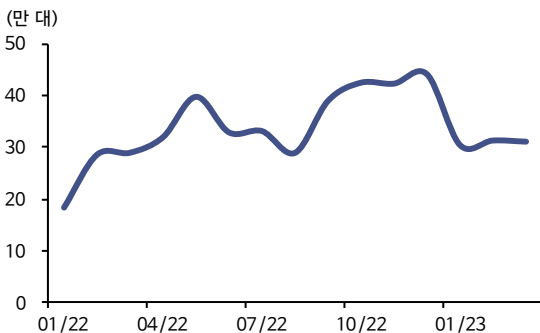
자동차 구매 심리가 가장 흔들렸던 시점은 레고랜드 사태로 자동차 캐피탈사들의 조달 금리가 급등했던 지난해 하반기였다는 점을 감안하면 금융 시장의 안정화로 계약 취소에 대한 우려가 조금씩 감소하고 있다.

현대차 및 기아 주요 모델의 납기 일정 추이

	22년 5월	22년 7월	22년 9월	22년 11월	23년 1월	23년 3월	23년 4월
아반떼	9	10	10	10	6	3	3
쏘나타	3	2	4	4	3	2	-
그랜저	6	5	6	-	10	5	6
투싼	6	9	9	9	9	5	5
싼타페	7	8	10	10	6	3	2.5
K5	5	6	7	10	5	4	4
셀토스	5	5	7	10	7	5	6
스포티지	14	11	12	14	8	7	7
쏘렌토	11	11	11	10	5	6	3
카니발	10	5	6	6	6	4	3

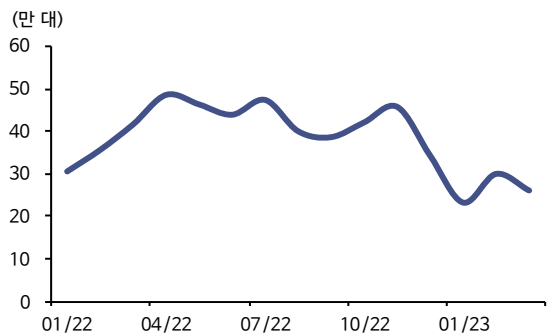
자료: 회사 자료, 신한투자증권

현대차 국내 미출고대수 추이 (신한 추정치)



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

기아 국내 미출고대수 추이 (신한 추정치)



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

픽크 아웃을 미룰 수는 없다

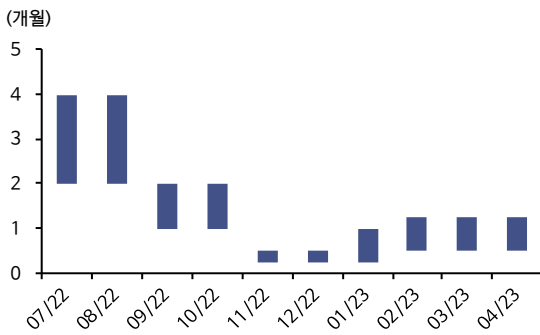
보야할 지표는 테슬라가 아닌 국내 GM과 일본

결국 주가는 언젠가
꺾인다는 사실에 매몰

자동차 대기 수요 소진에 대한 공포가 커진 이유에도 테슬라의 역할이 컸다. 지난해말 주식 시장을 복기해보면 테슬라의 가격 정책이 가장 큰 화두였다. 테슬라는 그린플레이션(친환경 관련 밸류 체인의 가격 급등)을 빌미로 전기차 판매 가격을 꾸준히 상향 조정했고, 최고의 수익성을 기록할 수 있었다. 그 반동도 빠르게 찾아왔다. 지나치게 높아진 가격은 소비자들에게도 부담이 됐다. 모델Y는 작년 9월 기준 북미 MSRP가 65,990달러까지 치솟았다. 당시 미국의 신차 평균 ATP가 44,845달러라는 점을 감안하면 그야말로 럭셔리 차급이다.

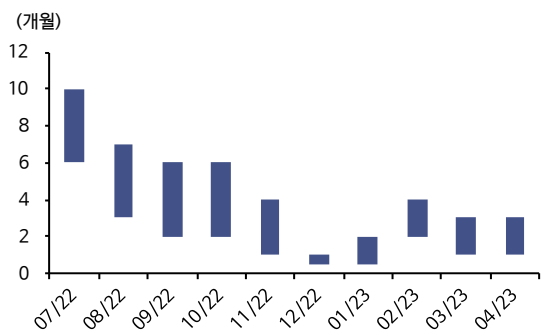
결과적으로 연말 급격한 재고 증가와 납기 일정 단축이 발생했고, 테슬라는 가격 인하 카드를 꺼냈다. 가격 정책으로 수요를 부양해 치솟았던 재고가 소진되기 시작했다. 이후 중국은 전기차 경쟁사들이 할인에 동참해 가격 전쟁의 형태가 확산됐다. 일련의 과정 속에서 투자자들은 전기차 공급 과잉 또는 가격 과잉의 신호를 읽었고, 당연히 내연기관 판매에도 거품이 걷힐 것으로 예상했다.

테슬라 모델Y의 중국 납기 일정 추이



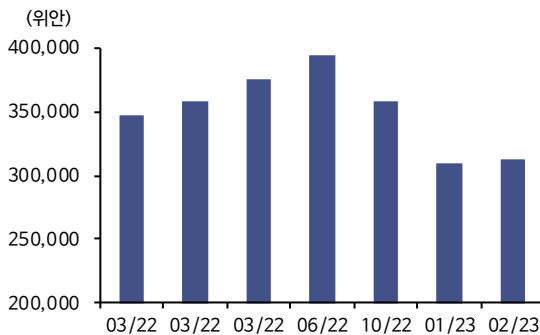
자료: Tesla, 신한투자증권

테슬라 모델Y의 미국 납기 일정 추이



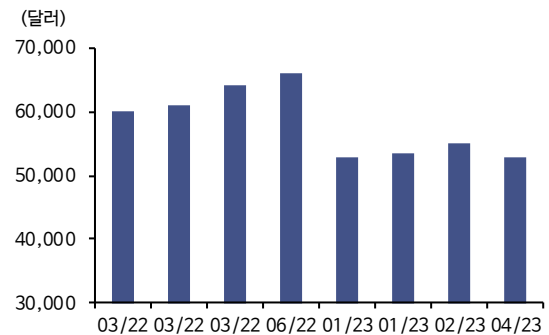
자료: Tesla, 신한투자증권

테슬라 모델Y의 중국 판매 가격 변동 내역



자료: Tesla, 신한투자증권

테슬라 모델Y의 미국 판매 가격 변동 내역



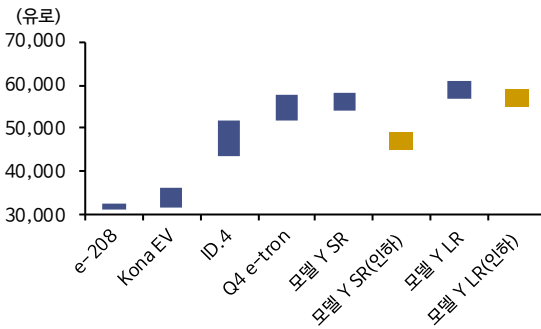
자료: Tesla, 신한투자증권

하지만 전기차와 내연기관 둔화 속도에서 미스매치가 발생했다. 이는 투자자들에게 대단히 생경한 상황이다. 테슬라 등 전기차 업체들은 높은 대기 수요를 바탕으로 내연기관보다 빠르게 가격을 인상했다. 수요 대비 전기차의 공급이 더 많이 부족했다. 따라서 대기 수요의 감소는 내연기관에서 먼저 나타날 가능성이 크다고 생각했다.

미스매치가 발생한 가장 큰 이유는 구매하는 고객층의 변화 때문이다. ‘시가’로 불리는 테슬라 및 전기차 업체들의 가격 정책에서도 수요를 지탱해 줬던 최우선 고객층은 테슬라를 사려고 확정한 고객층이다. 즉 가격 민감도가 낮은 고객들이었다. 반면 전기차 공급량이 늘어나자 신규로 유입된 고객들은 특정 브랜드를 사기로 마음 먹은 사람이 아닌 전기차를 사려고 마음 먹은 구매층이다. 이들은 전기차 카탈로그를 펼치고 본인에게 가장 잘 맞고 가격이 매력적인 전기차 제품을 구매하게 된다. 기존 구매층보다는 가격 민감도가 높아졌다.

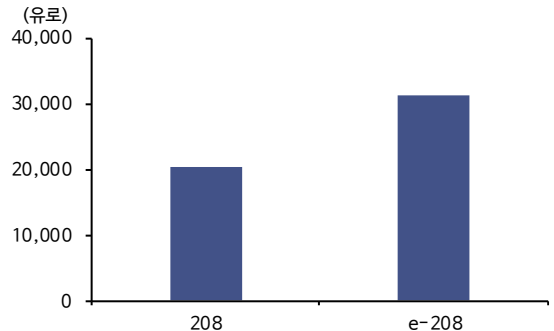
과거 내연기관만 판매되던 시장에서도 특정 브랜드에 대한 충성도가 높은 고객층이 얼마나 두터운지에 따라 완성차 업체들의 가격 정책과 할인 정책이 결정됐다. 문제는 테슬라와 전기차 업체들의 목표는 기존 자동차 시장의 완전 대체라는 점에서 발생한다. 충성 고객만을 끌고 가면서 시장을 안정화 시킬 수가 없다. 신생 전기차 업체들은 성장에 따라 필연적으로 매스 고객(가격 민감도가 가장 높음)으로 접근하게 된다. 현 시점은 EV 브랜드 고객에서 EV 선호 고객으로 넘어가는 수준으로 해석된다.

유럽 EV 가격 비교



자료: 각 사 자료, 신한투자증권

푸조 208 가격 비교



자료: 회사 자료, 신한투자증권

같은 의미에서 대기 수요도 가격 민감도가 낮은 고객층으로 분류할 수 있다. 현 시점의 신차 구매자 중 기존의 대기 수요층이 많이 남아있다면 비싸거나 오래 기다리더라도 본인이 선호하는 차종을 선택할 것으로 예상된다. 반면 대기 수요층이 얇아지면서 가격 민감도가 높은 고객층이 늘어나고 있다면 자동차 시장에서도 트레이딩 다운(소비 선호도가 떨어지는 재화에 대한 저가 선호)의 신호가 포착될 가능성이 높다. 최근 국내에 출시된 차량 중 GM의 트랙스 크로스오버는 가성비 B-SUV 차종으로 사전계약 열풍을 보여줬다. 만약 이러한 차종의 인기가 확산된다면 자동차 시장의 트레이딩 다운의 신호로 읽힐 수 있다.

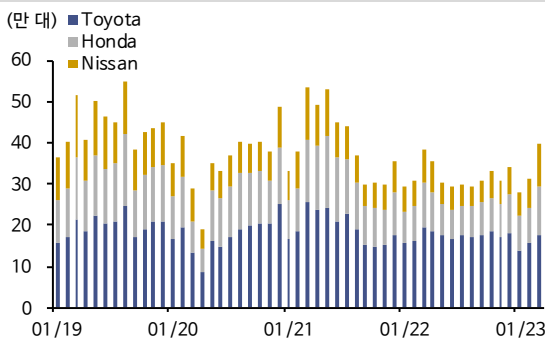
자동차 업황 피크 아웃을 고민하게 할 두번째 신호는 대기 수요층을 한번에 흡수할 수 있는 공급 확대의 가능성이다. 일본 OEM들의 경우 최근 상품성 부진과 공급망 차질로 중국을 제외한 지역에서 점유율이 크게 하락했다. 여전히 상품성 회복에는 지지부진한 모습이나, 공급망 회복 이후 공격적인 생산 확대/가격 할인 정책으로 전환될 경우 산업 전반의 타격으로 이어질 수 있다.

국내 출시된 B-SUV 차종 비교

	트랙스	셀토스	코나	XM3	타볼리
가격(만원)	2,052	2,160	2,537	2,508	2,134
출시일	2023-03-22	2022-07-22	2023-01-18	2022-10-17	2023-01-01
연비(km/ℓ)	12.7	12.8	13	13.8	12
엔진	직렬 3기통	직렬 4기통	직렬 4기통	직렬 4기통	직렬 4기통
배기량(cc)	1,199	1,598	1,598	1,332	1,497
최고 출력(ps/rpm)	139/5,000	198/6,000	198/6,000	152/5,500	163/5,500
최대 토크(kg.m/rpm)	22.4/2,500~4,500	27/1,600~4,500	27/1,600~4,500	26/2,250~3,000	26.5/1,500~4,000

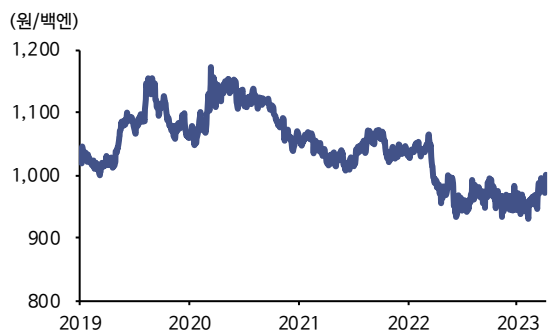
자료: 각 사 자료, 신한투자증권

일본 OEM의 미국 판매량 추이



자료: Marklines, 신한투자증권

원/엔 환율 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

결론: 단기 실적에 대한 우려 없음, 하반기 제한적 약세 예상

자동차 섹터를 관성적인 홀짝 게임(단기 실적이 예상보다 좋으면 트레이딩으로 접근)으로 본다면 현 시점에서도 매력적인 주식들이다. 현대차의 1분기 영업이익은 3,1조원(+63% YoY, -6% QoQ)으로 전망하며 컨센서스를 +15% 상회하는 수치다. 국내에서는 신형 그랜저가 월 만대 생산을 돌파하며 다시 국내 판매량 탑의 영광을 재현하고 있고, 북미/유럽의 선진국 판매량도 예상했던 것보다 좋다.

기아의 실적도 1분기 영업이익 2.6조원(+61% YoY, -1% QoQ)으로 컨센서스를 +16% 상회할 전망이다. 우려했던 IRA 영향은 리스 판매로 돌파하고 있으며 주력 RV 차종들은 특별히 빠지는 모델 없이 전반적으로 판매 성과가 견조하다. 앞서 살펴본 수요 선행지표인 납기 일정을 역산해보면 2분기까지도 호실적이 이어질 것은 명확하다.

문제는 확실하게 눈에 보이는 판매와 실적에 대한 기대감만으로 완성차 주식에 투자한다면 높은 확률로 나타날 하반기 이익 둔화 기간에는 주식 매도라는 선택지가 크게 다가온다는 점이다. 물론 국내 완성차 업체들의 브랜드 가치 상승과 상품성을 기반으로 업황 둔화 대비 양호한 실적이 이어질 가능성도 있지만 주식을 장기 투자할 컨셉으로는 어울리지 않는다.

주요 완성차 업체의 실적 요약

(십억원, %)	1Q23F	1Q22	YoY	4Q22	QoQ	신한(기준)	컨센서스
현대차 매출액	35,960	30,299	18.7	38,524	(6.7)	34,263	35,717
영업이익	3,145	1,929	63.1	3,359	(6.4)	2,589	2,741
세전이익	4,036	2,279	77.1	2,739	47.4	3,476	3,213
순이익	3,034	1,585	91.4	1,704	78.0	2,368	2,197
영업이익률	8.7	6.4		8.7		7.6	7.7
순이익률	8.4	5.2		4.4		6.9	6.2
기아 매출액	23,893	18,357	30.2	23,164	3.1	22,503	22,586
영업이익	2,588	1,606	61.1	2,624	(1.4)	2,278	2,224
세전이익	3,421	1,518	125.4	2,630	30.1	3,116	2,419
순이익	2,538	1,033	145.7	2,037	24.6	2,311	1,760
영업이익률	10.8	8.8		11.3		10.1	9.8
순이익률	10.6	5.6		8.8		10.3	7.8

자료: 각 사 자료, 신한투자증권

주요 자동차 부품 업체의 실적 요약

(십억원, %)	1Q23F	1Q22	YoY	4Q22	QoQ	신한(기존)	컨센서스
현대모비스 매출액	14,162	11,308	25.2	14,994	(5.5)	13,457	13,282
영업이익	532	387	37.4	660	(19.5)	514	555
세전이익	904	742	21.9	385	135.1	861	929
순이익	663	519	27.7	642	3.3	638	704
영업이익률	3.8	3.4		4.4		3.8	4.2
순이익률	4.7	4.6		4.3		4.7	5.3
한온시스템 매출액	2,320	1,980	17.1	2,345	(1.1)	2,215	2,170
영업이익	70	30	131.2	104	(32.5)	85	78
세전이익	37	30	25.2	(25)	흑전	68	57
순이익	35	20	79.1	(30)	흑전	54	47
영업이익률	3.0	1.5		4.4		3.8	3.6
순이익률	1.5	1.0		(1.3)		2.4	2.2
현대위아 매출액	2,119	1,907	11.1	2,249	(5.8)	2,303	2,122
영업이익	48	51	(6.8)	52	(7.4)	54	58
세전이익	42	21	103.1	(429)	흑전	46	46
순이익	36	23	55.0	(163)	흑전	33	36
영업이익률	2.3	2.7		2.3		2.3	2.7
순이익률	1.7	1.2		(7.3)		1.4	1.7
HL만도 매출액	2,082	1,688	23.4	2,179	(4.5)	1,952	1,961
영업이익	66	69	(4.4)	57	16.3	82	72
세전이익	72	53	36.0	(151)	흑전	84	70
순이익	61	30	103.5	(97)	흑전	63	51
영업이익률	3.2	4.1		2.6		4.2	3.7
순이익률	2.9	1.8		(4.4)		3.2	2.6
SNT모티브 매출액	269	216	24.5	337	(20.2)	281	268
영업이익	26	23	14.1	39	(33.1)	26	27
세전이익	30	33	(8.8)	9	217.3	28	29
순이익	22	24	(10.7)	7	205.7	20	22
영업이익률	9.8	10.7		11.7		9.3	9.9
순이익률	8.1	11.3		2.1		7.2	8.1

자료: 각 사 자료, 신한투자증권

III. 저항: 몇 대를 팔 때까지 EV 밸류 0 적용?

레거시라는 멍에

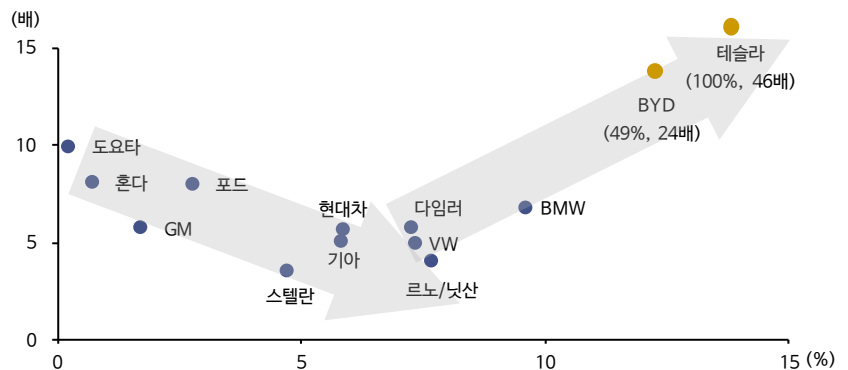
전기차 산업은 2등 그룹조차 others로 분류

잘해도 먹는 욕

완성차 업체들의 단기 실적 방향성 외에 새로운 주가의 트리거가 작동하기 위해서는 어떤 변화가 필요할까? 산업이 전환점을 맞이했을 때 시장은 요동친다. 그 전환을 피할수 없다는 인식이 대중에게 각인되는 순간 레거시 업체들에게 쏟아지는 부담은 어마어마하다. 레거시 업체들은 기존 사업의 방대한 조직과 역량에 발이 묶여 파괴적 혁신에서 늦어질 수 밖에 없기 때문이다.

주요 완성차 업체들의 전기차 판매 비중과 밸류에이션을 비교해보면 EV 업체와 전통 OEM의 비교에서는 선형적인 관계가 포착된다. 전기차를 잘 팔수록 밸류에이션이 높아진다. 반면 레거시 완성차 그룹만 묶어서 보면 전기차 판매나 전동화 전환의 성과와 밸류에이션은 전혀 선형적이지 않다. 전기차 판매는 완성차 밸류에이션을 움직이는 원인이 되지 못한다는 뜻이다.

주요 OEM 판매량 중 전기차 비중 vs. 23F PER 비교



자료: Bloomberg, SNER, 신한투자증권

주: 르노/닛산 23F PER은 르노 기준

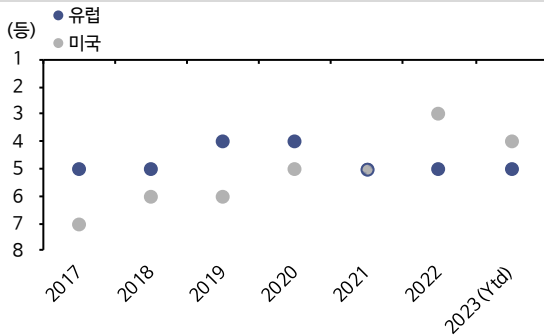
분명 잘 하는데 아쉬운듯한 이 느낌

EV 수익화까지 성공

현대/기아의 전동화 전환의 성과는 간과하기 아쉬울 정도로 훌륭하다. 기존 OEM 중 가장 빠르게 전동화 전용 플랫폼(E-GMP)을 출시한 후 아이오닉 시리즈와 EV 시리즈를 통해 전기차 기반의 브랜드를 정립하고 있다. 결과적으로 중국을 제외한 글로벌 시장에서 합산 점유율은 12.9%를 기록했다. 나눠보면 현대차는 7.4%, 기아 5.5%에 해당한다.

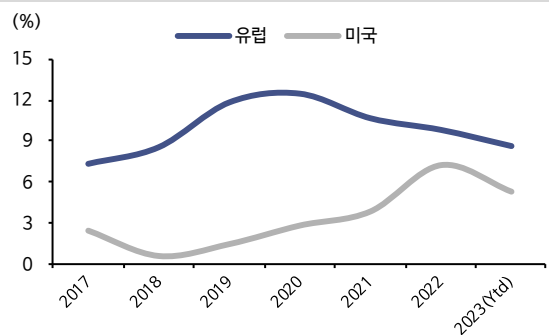
선제적인 시장 확보에 더해 공동 개발을 통한 비용 절감과 고객 맞춤형 기능 제공을 통한 제값받기가 더해져 전동화 관련 손익도 괄목할 만한 성과를 거두고 있다. 최근 기아가 발표한 CID 자료에 따르면 전동화 사업부는 이미 미드상글 수준의 수익성을 기록 중이고, 곧 내연기관과 동급의 수익성이 가능할 것으로 예상된다. 전동화 사업 전환 과정에서 적자의 늪에 빠진 경쟁사들과는 매우 다른 모습이다. 사실상 글로벌 순수 완성차 업체 중 전기차만으로 흑자를 기록하는 업체는 테슬라와 기아가 유이다. 비용 구조의 유사성을 보면 현대차가 3번째 흑자 기업이 될 확률이 농후하다. 하지만 자본 시장에서 현대/기아의 전동화 성과를 바라보는 뷰는 '잘 하고 있지만 특출나지 않다' 정도로 요약된다.

주요 지역별 전기차 판매량 순위



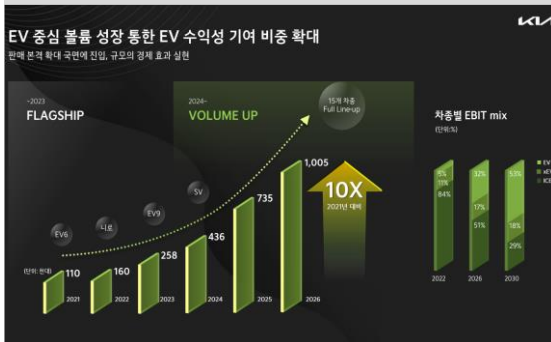
자료: SNER, 신한투자증권

주요 지역별 전기차 판매량 점유율



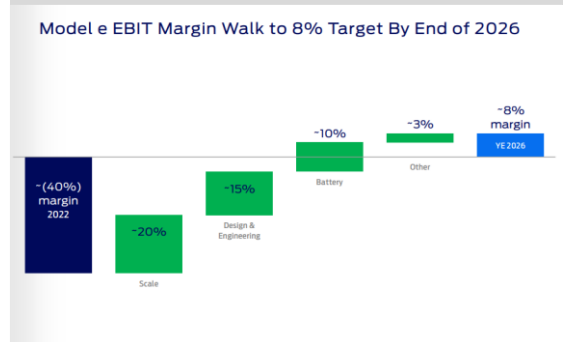
자료: SNER, 신한투자증권

기아의 전동화 사업부 수익성 전망



자료: 기아, 신한투자증권

포드의 전동화 사업부 수익성 전망

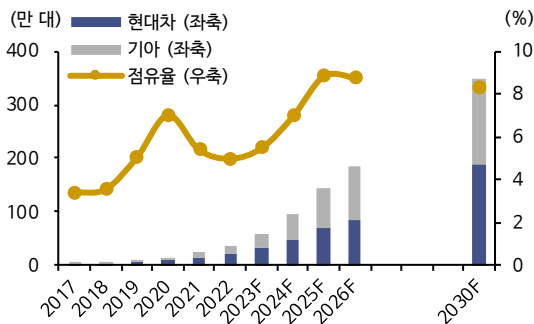


자료: Ford, 신한투자증권

현대/기아와 테슬라의 전기차 시장 내 점유율(중국 포함)을 보면 트렌드는 비슷하고 격차는 축소됐다. 2017년 테슬라 13% vs. 현대/기아 3%에서 2020년 테슬라 24% vs. 현대/기아 7%를 기록했다. 2022년은 두 회사 모두 소폭 하락해 테슬라 17%, 현대/기아 5%다. 2021~22년은 중국 OEM들의 폭발적인 증산으로 글로벌 OEM들의 점유율 하락세가 불가피했다. 중국을 제외하고 보면 현대/기아의 선전이 더 눈에 띈다. 2018년 테슬라 35% vs. 현대/기아 8%로 벌어졌던 점유율은 2022년 테슬라 30% vs. 현대/기아 13%로 차이가 절반 가까이 좁혀졌다.

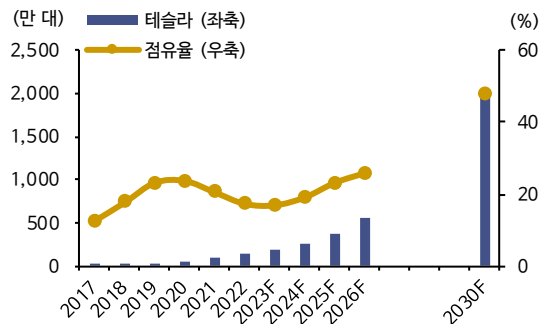
전기차 성과가 주가에 반영되지 않는 가장 이유는 여럿일 수 있다. 당사가 판단한 첫번째 원인은 산업 변화의 초입 국면에서는 1등주만 인정 받는 점이다. 두번째 원인은 미래에 대한 적극성이 차이다. 2030년 가이던스로 보면 현대/기아의 글로벌 EV 점유율은 9%(그룹사 발표 당시보다 EV 시장 추정치가 상향 조정됨)인 반면 테슬라는 48%에 달한다.

현대/기아 EV 판매량 가이던스와 점유율 추정



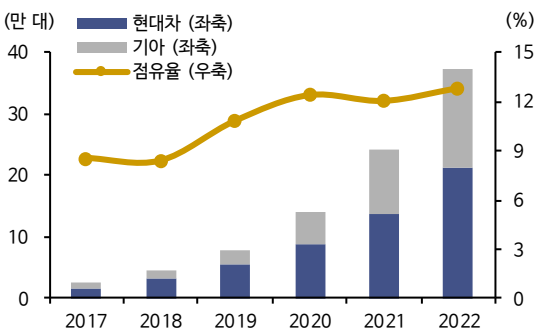
자료: 각 사 자료, 신한투자증권 추정

테슬라 EV 판매량 가이던스와 점유율 추정



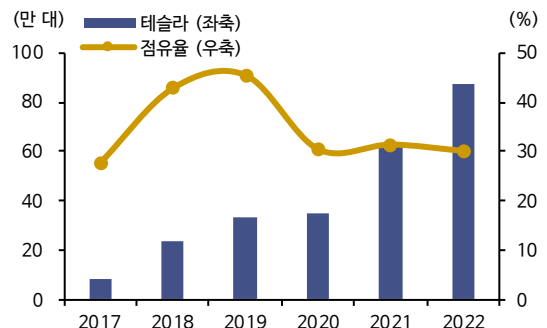
자료: 각 사 자료, 신한투자증권 추정

현대/기아의 중국 제외한 EV 판매 성과



자료: SNER, 신한투자증권

테슬라의 중국 제외한 EV 판매 성과



자료: SNER, 신한투자증권

옥석 가리기의 타이밍 coming soon?

전기차 흥행력은 필수 담보

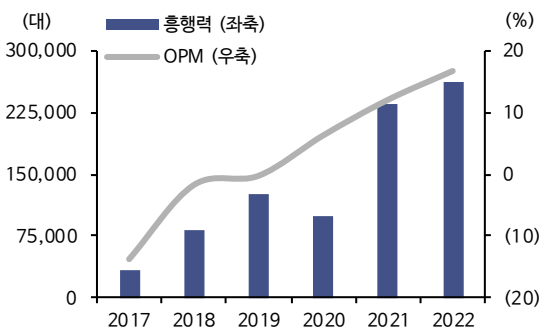
전기차 흥행력 비교
테슬라, BYD,
현대/기아 순

당사는 올해 순수전기차 판매량을 1,050만대(+40%)로 전망하고 있다. 다양한 의견이 있을 수 있겠지만 산업 초입기라고 보기에는 규모가 꽤 커졌다. 세계 최대 회사 중 하나가 된 테슬라조차도 가격 할인으로 전기차 수요를 부양하고 있다. 전기차 시장도 만들기만 하면 팔리는 시장을 넘어 본격적인 경쟁 구도로 넘어가고 있다. 그렇다면 현 시점에서의 판매 성과는 2등 업체에게도 유의미한 것이 아닐까? 2019~21년 전기차 시장에서의 성과를 단순한 선점 효과로 치부하더라도, 이후의 성과는 더 의미 있는 경쟁 속에서 확인된다고 볼 수 있다. 지난해 전망 자료에서 언급한 내용이지만 향후 전기차 브랜드의 성과를 측정하는 지표로 '흥행력'이 가장 직관적이라고 판단한다. (전기차 흥행력 = 전기차 총 판매량 / 전기차 모델의 수)

즉, 전기차 모델 1종을 개발해서 글로벌로 어느정도 판매량을 이끌어낼 수 있는지 확인하기 위한 지표다. 상품성과 매스 마켓 침투력, 규모의 경제를 동시에 확인할 수 있다. 테슬라의 경우 본격적인 주가 상승을 기록했던 2019년에 모델 1종당 판매량이 처음으로 연간 10만대를 넘겼다. 모델3의 성공이 글로벌 런칭으로 이어지면서 점유율 상승과 규모의 경제 달성이 동시에 가능했다.

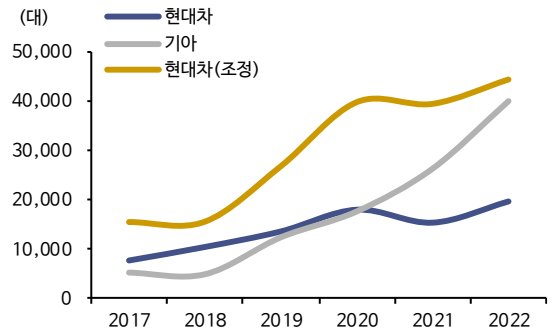
현대/기아를 동 지표로 보면 2020년까지는 우상향하며 동행하고 있다. 연간 모델당 2만대 가량을 판매해 규모의 경제의 기틀만 마련했다. 이후 2021년 E-GMP 차종이 출시되면서 기아는 본격적인 규모의 경제를 달성하고 있다. 지난해 기준 흥행력은 연간 4만대를 달성했고, 전기차 사업부 단독 흑자전환에 성공했다. 현대차의 경우 지표가 정체했는데 제네시스와 상용차 사업부의 전기차 출시 때문이다. 제네시스 전기차 3종과 포터를 제외한 대형 상용차 전기차 3종이 출시돼 전기차 차종만 6종이 증가했는데, 전기차 판매량 기여는 1.6만대에 그쳤다. 단순 지표상 왜곡이 존재한다. 만약 현대차 흥행력 계산에서 제네시스와 상용차를 제외하면 연간 EV 흥행력 지표는 4.4만대로 기아와 동등한 수준이다.

테슬라의 EV 흥행력과 영업이익률 비교



자료: SNER, Tesla, 신한투자증권

현대/기아의 브랜드별 EV 흥행력 추이



자료: SNER, 각 사 자료, 신한투자증권

몇 대를 팔 것인가? 에서
어떤 전략으로 팔 것인가?

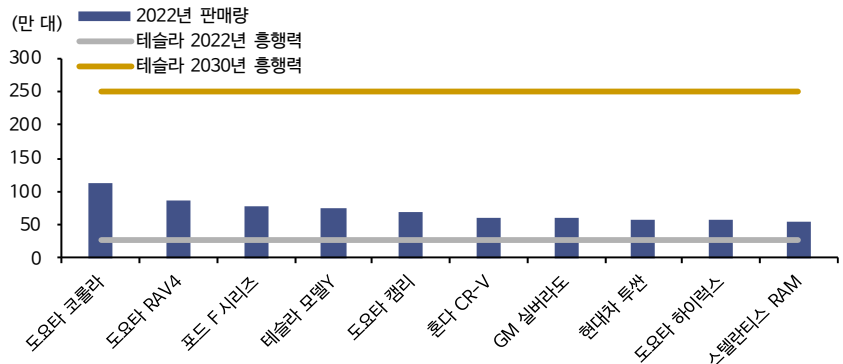
향후 전기차 흥행력을 중요하게 보는 두번째 이유

동 지표를 지켜볼 두번째 이유가 있다. 전기차 브랜드의 확장 전략에서 차이가 보이고 있기 때문이다. 테슬라의 다양한 전략 발표와 마스터 플랜3을 정리해보면 2030년까지 2천만대의 판매량을 위해 약 8차종의 라인업을 구축할 것으로 예상된다. 마스터 플랜3 자료에서 빠져 있는 로드스터나 럭셔리 차종도 출시를 가정하면 10~12차종가량으로 가정할 수 있다. 테슬라가 목표를 달성했을 경우 흥행력(연간 모델별 판매량)은 170~250만대 가량으로 추산된다.

작년에 단일 모델로 세계에서 가장 많이 팔린 차는 도요타의 코롤라로 112만대가 팔렸다. 자동차 산업은 국가별/소비자별 선호의 차이가 커 다품종 소량 생산 체제에 가깝다. 코롤라는 최고 인기 모델이지만 자동차 전체 시장에서 점유율 1.4%에 불과했다. 테슬라의 전략이 성공하기 위해서는 연간 400~500만대씩 팔리는 차종이 탄생해야 한다. 모델2로 불리는 저가형 신차와 모델3/모델Y 등 보급형 차량이 이를 달성해야 한다. 기가 캐스팅 등 원가 절감에 치중하고 생산 과정을 단순화하는 기술에 집중하는 이유와도 연결된다.

테슬라의 전략은 직관적으로 이해하기 쉽다. 과거 스마트폰 시장이 과도기를 거쳐 성숙기에 들어가자 제품 구분이 단순해지고 볼륨/플래그십 기종만 살아남는 형태로 안착했기 때문이다.

주요 모델별 글로벌 판매량과 테슬라의 EV 흥행력 비교



자료: 각 사 자료, 신한투자증권

반면 현대/기아 등 레거시 완성차 업체들은 초 거대 볼륨 차종의 탄생이 아닌 전기차 시장의 세분화를 전망하고 있다. 각사에서 발표한 전동화 전략을 보면 현대차는 2030년까지 16차종, 기아는 2027년까지 15차종의 전기차 출시를 계획하고 있다. 브랜드별 판매량 전망치로 나눠보면 7년 뒤에도 양사의 전기차 흥행력은 연간 10~15만대 수준에 불과하다. 일부 보급형 차종의 경우 20~30만대 가량의 판매도 가능하겠지만 전반적으로 전기차 시장 내 볼륨 차종의 탄생에 대해 회의적인 시각이 깔려 있다.

시장에서 가장 관심이 많은 완성차의 투자 및 공급망 확보 전략도 이러한 대전제하에서 진행될 전망이다. 원가 절감을 위한 초거대 생산단지 구축보다는 유연한 생산을 통해 다양한 차종을 보급하는데 집중할 계획이다. 현대차그룹의 싱가포르 혁신센터(HMGICS)가 대표적인 예시다. 물류 및 제작 자동화와 유연성에 집중해 다양한 전기차 생산에 최적화됐다.

현대/기아의 전기차 판매량과 모델 라인업 전망

(unit)		2022	2030F
전기차 판매량 (당사 추정치)	현대차	214,613	1,870,000
	기아	160,424	1,600,000
차종수 (CV 제외)	현대차	8	16
	기아	4	15
흥행력 추정치	현대차	26,827	116,875
	기아	40,106	106,667

자료: 신한투자증권

현대차의 EV 라인업 전략

2030년 전기차 라인업 강화

HYUNDAI

2030년 전기차 라인업 17차종 구축 (현대차 11차종, 제네시스 6차종)



자료: 현대차, 신한투자증권

기아의 EV 라인업 전략

EV Line-up Strategy

23년 플래그십 모델 EV9 / 글로벌 볼륨모델 출시 통한 EV 라인업 강화, 이후 신기술 바탕으로 글로벌 이딩 EV 출시

LINE-UP	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	TOTAL
Passenger	-	-	1	1	-	1	-	3
SUV	1	1	2	1	3	-	1	9
Pick-up/Commercial	1	-	-	-	-	2	-	3



자료: 기아, 신한투자증권

전기차 페이스2는
상당한 과도기로 예상

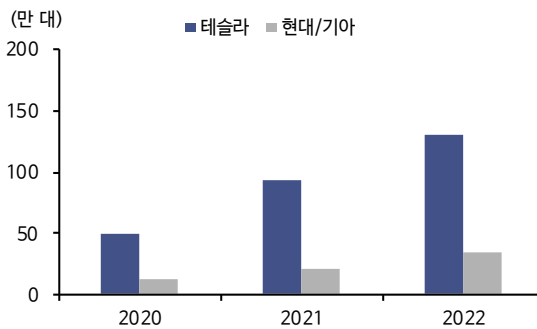
승자에게 긴 여유와
선점효과 가능

전기차 페이스2에서는 잭팟 유용

현 시점에서 볼륨화보다 세그먼트 세분화 전략이 유효할 것으로 판단한다. 따라서 현대/기아의 전동화 전략이 점유율 개선을 이끌 것으로 전망한다. 볼륨화 전략의 핵심은 단일한 제품 속에서도 다양한 고객들을 만족시키는 효용을 창출하는 데 있다. 이는 소비자들을 규격화하는 과정이다. 과거 IT 산업과 플랫폼 산업은 제공하는 서비스가 디스플레이에 귀속됐기 때문에 하드웨어 스펙의 규격화는 어렵지 않았다.

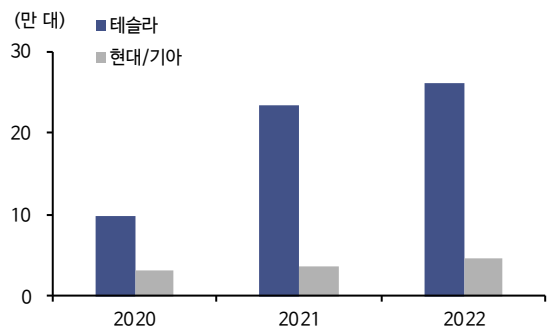
반면 자동차 산업은 여전히 모빌리티라는 기능에 귀속되어 있다. 환경 이슈를 해결하기 위해 내연기관을 전기차로 전환하고 있으나 본질적인 측면에서 소비자에게 주는 기능은 동일하다. 향후 자율주행/OTA/결제 등 다양한 서비스 플랫폼이 자동차에 얹어질 것은 분명하나 2025~2027년 전후로 진행될 전기차 경쟁 페이스2에서는 요원한 이야기다. 결론적으로 전기차 역시 자동차를 잘 만들어야 한다.

현대/기아 및 테슬라의 EV 판매량 추이



자료: SNER, 회사 자료, 신한투자증권

현대/기아 및 테슬라의 흥행력 추이



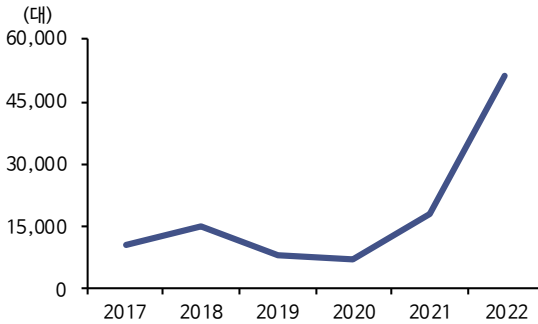
자료: SNER, 회사 자료, 신한투자증권

글로벌 BEV 판매 상위 10개 그룹의 EV 흥행력

	2018	2019	2020	2021	2022
테슬라	83,200	125,621	123,561	234,609	328,467
BYD	14,835	8,322	7,245	18,247	51,291
SAIC	9,485	10,797	11,911	23,889	24,642
VW	6,783	10,442	12,208	17,966	23,241
르노/닛산	19,076	14,064	16,024	14,583	16,332
Geely	6,667	11,474	4,174	6,342	25,233
현대/기아	9,212	19,645	31,817	35,510	46,055
GAC	4,433	14,258	11,160	20,507	41,171
스텔란티스	1,218	686	3,274	6,178	7,470
Chery	9,430	7,880	4,900	9,841	22,350

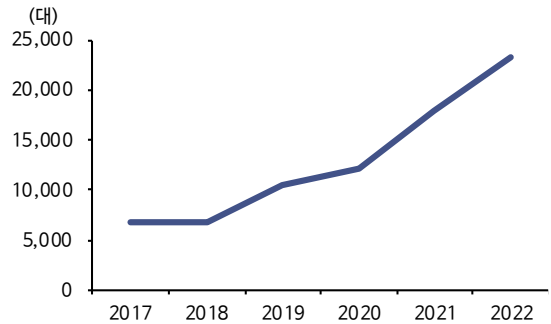
자료: SNER, 신한투자증권

BYD의 EV 흥행력 추이



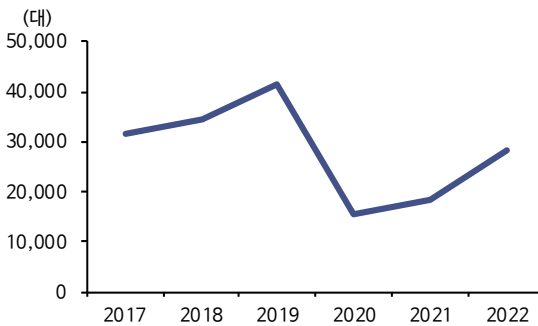
자료: SNER, 회사 자료, 신한투자증권

VW의 EV 흥행력 추이



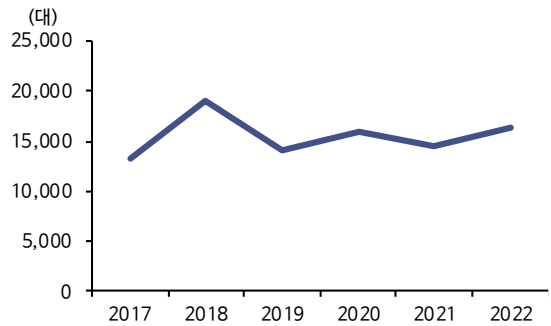
자료: SNER, 회사 자료, 신한투자증권

BMW의 EV 흥행력 추이



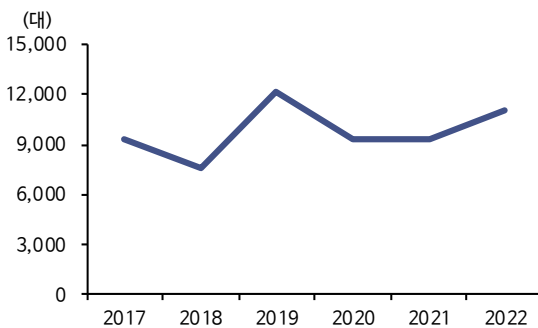
자료: SNER, 회사 자료, 신한투자증권

르노/닛산의 EV 흥행력 추이



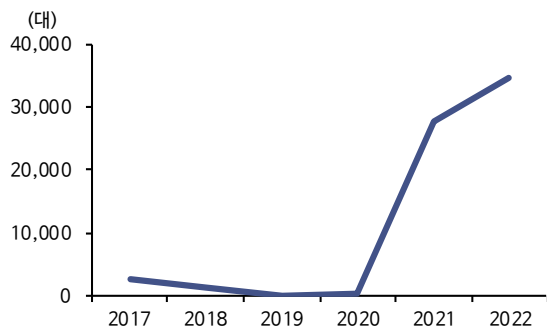
자료: SNER, 회사 자료, 신한투자증권

GM의 EV 흥행력 추이



자료: SNER, 회사 자료, 신한투자증권

포드의 EV 흥행력 추이



자료: SNER, 회사 자료, 신한투자증권

IV. 저항: 신규 BM 투자로 체질 개선된 부품사들

중소형 부품사들이 보여준 포텐셜

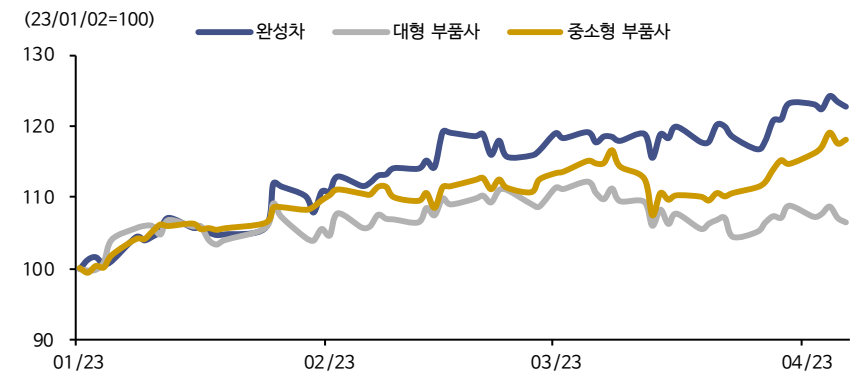
‘중소형 부품사 주가가 오를리 없는데’라는 관성

호실적 이상의 요인이
주가를 견인

레거시 완성차들의 반격을 고민한 이유 중 하나는 올해 초 중소형 부품사들에서 단초를 찾았다. 기존에 국내 자동차 부품사들은 완성차와 마찬가지로 낮은 밸류에이션과 무관심에서 벗어나지 못했다. 특히 중소형 부품사들의 경우 기존 사업의 중국 부진 여파로 저마진이 고착화됐고, 전동화 전환을 위한 새로운 투자에 소극적으로 대응해 완성차보다도 낮은 밸류에이션을 받았다.

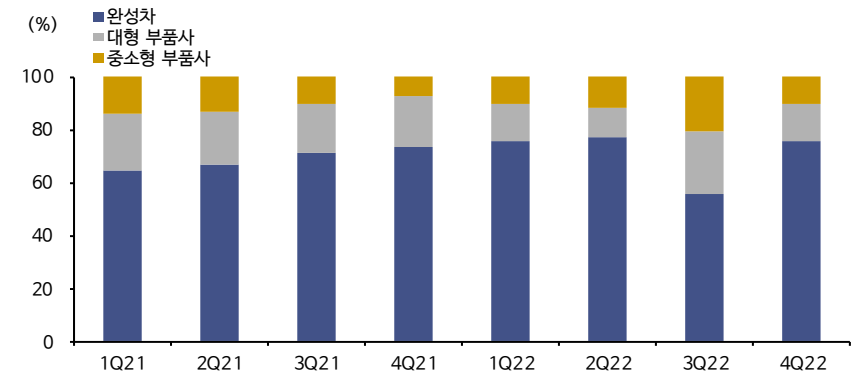
반면 올해 중소형 부품사들의 주가 퍼포먼스는 나쁘지 않다. 3월부터는 완성차와 대형 부품사를 크게 압도하고 있다. 단순히 4Q22 실적 발표 모멘텀으로 보기에는 전반적인 수익성은 여전히 부진했다. 새로운 트리거가 작동한 셈이다.

자동차 섹터 내 완성차/부품사 합산 시가총액 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

자동차 섹터 내 완성차/부품사 합산 영업이익의 비중 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

주가 모멘텀 분석

당사가 추적하는 자동차 섹터에 포함되는 94개 종목 중 올해 주가 수익률 상위 업체들을 골라보면 재밌는 결과가 나온다. 주가 수익률 상위 10개 업체 중 완성차나 커버리지에 포함된 대형 부품사는 한 곳도 없다. 수익률 상위 10개 업체는 에코플라스틱, 화신, 서연이화, 성우하이텍, 덕양산업, 서진오토모티브, 아진산업, 삼화콘덴서, 인팩, 우수AMS로 전부 비커버리지 기업들이다. 소수의 종목들이 중소형주 랠리를 견인했다.

상기 업체들은 전통적인 분류에 따르면 대부분 차체 및 전장 사업을 하고 있다. 지난해 중 4분기 실적이 유난히 잘 나오면서 밸류에이션 매력도가 극대화된 점도 공통적이다. 하지만 자동차 산업의 특성상 4분기 실적의 변동성은 예상된 계절성이다. 4분기 호실적을 기록해 연환산 POR(현 시가총액/4Q22 영업이익*4)이 5배보다 낮은 업체만 리스트 중 38개에 이른다. 단순히 실적과 저평가 매력만으로 주가가 올랐다고 볼 수는 없다.

시장의 관심을 끈 핵심은 이익의 새로움과 질에 있다. 앞서 나열한 수익률 상위 10개 업체는 1) 전기차에 주요 제품을 납품을 하고 있거나, 2) 향후 현대/기아의 조지아 EV 신설 투자에 동행해 신규 EV향 매출 발생이 기대되는 업체들이다. 특히 2020~21년 전후 전기차용 BMS 어셈블리 사업에 신규 진입한 업체들의 호실적이 눈에 띈다.

주요 자동차 부품사들의 신규 사업 공시 내용 정리

	기업	내용	계약 대상	지역	기간	금액(원)	공시일자
BMS							
	화신	국내 전기차용 배터리팩 케이스 신규 공장 설립		경북 영천	03/23~02/24	약 388억	2023-03-08
	인지컨트롤스	SKOn 유럽형 프로젝트 배터리모듈용 부품 공급계약	SKOn 헝가리 법인	유럽	01/24~12/30	약 6,500억	2022-10-20
	인지컨트롤스	VWMEB 플랫폼용 배터리 어셈블리 생산 계약	SK이노베이션	헝가리	08/22~12/30	약 2,565억	2021-05-20
	인지컨트롤스	다임러 Gen3형 배터리 모듈 위탁 생산	SK이노베이션	헝가리	05/21~12/27	약 3,938억	2020-10-05
	에스엘	배터리 매니지먼트 시스템	기아	한국, 슬로박	06/24~12/30	390억	2022-04-26
조지아							
	에스엘	테네시 신차용 설비투자	현지 법인 출자	테네시		약 513억	2023-02-17
	삼기이브이	IRA-USMCA 대응 및 현지화전략 생산거점 확보	현지 법인 출자	미국		약 130억	2023-04-25
	서연이화	미국 EV 전용공장 자동차부품 납품 대비	현지 법인 출자	미국		약 379억	2023-02-10

자료: Dart, 신한투자증권

자동차 섹터 내 YTD 수익률 및 최근 실적 (1)

	분류1	분류2	(십억원)	(%)	(십억원)		(배)	(연환산, 배)
			시가총액	YTD 수익률	2022 OP	4Q22 OP	2022 POR	4Q22 POR
에코플라스틱	중소형 부품사	차체	200	122	39	18	5	3
화신	중소형 부품사	차체	469	86	87	24	5	5
서연이화	중소형 부품사	차체	387	82	151	61	3	2
성우하이텍	중소형 부품사	차체	670	79	99	34	7	5
덕양산업	중소형 부품사	내장	134	71	31	22	4	1
서진오토모티브	중소형 부품사	변속	92	62	46	22	2	1
아진산업	중소형 부품사	차체	146	59	46	18	3	2
삼화콘덴서	중소형 부품사	전장	484	55	31	5	16	26
인택	중소형 부품사	전장	103	55	21	7	5	3
우수AMS	중소형 부품사	변속	138	49	2	1	82	23
모베이스전자	중소형 부품사	전장	132	47	44	28	3	1
KB오토시스	중소형 부품사	제동	60	43	2	3	25	5
기아	완성차	OEM	34,456	43	7,233	2,624	5	3
금호타이어	커버리지 부품사	타이어	1,140	43	23	18	49	15
모트렉스	중소형 부품사	전장	469	41	59	23	8	5
현대공업	중소형 부품사	내장	130	40	15	5	9	6
넥센타이어	커버리지 부품사	타이어	857	39	(54)	11	(16)	20
에스엘	중소형 부품사	차체	1,479	39	198	30	7	12
유니크	중소형 부품사	변속	123	38	6	2	21	13
영화테크	중소형 부품사	전장	131	37	2	1	69	38
유니테크노	중소형 부품사	엔진	118	35	6	0	19	183
디아이씨	중소형 부품사	변속	176	34	31	4	6	13
인지컨트롤스	중소형 부품사	엔진	144	34	17	7	8	5
세방전지	중소형 부품사	전장	794	34	81	21	10	9
케이카	중소형 부품사	서비스	743	34	50	10	15	19
센트랄모텍	중소형 부품사	변속	148	33	(1)	3	(202)	11
엠에스오토텍	중소형 부품사	차체	239	30	149	54	2	1
현대위아	커버리지 부품사	종합 모듈	1,751	30	212	52	8	8
태양금속	중소형 부품사	차체	79	30	16	8	5	3
코리아에프티	중소형 부품사	연료/배기	84	27	19	9	4	2
현대차	완성차	OEM	46,657	26	9,820	3,359	5	3
두울	중소형 부품사	내장	102	26	13	5	8	5
우리산업	중소형 부품사	공조	150	25	(25)	(13)	(6)	(3)
일지테크	중소형 부품사	차체	41	23	1	2	66	5
한국단자	중소형 부품사	전장	662	23	64	28	10	6
세종공업	중소형 부품사	연료/배기	186	22	32	15	6	3
에코캡	중소형 부품사	전장	125	21	(2)	(2)	(65)	(14)
동아화성	중소형 부품사	연료/배기	167	21	14	6	12	7
대원산업	중소형 부품사	내장	129	21	31	19	4	2
삼보모터스	중소형 부품사	변속	117	21	23	14	5	2
화승알앤에이	중소형 부품사	연료/배기	82	20	16	13	5	2

자료: QuantiWise, 신한투자증권

자동차 섹터 내 YTD 수익률 및 최근 실적 (2)

분류1	분류2	(십억원)		(%)	(십억원)		(배)	
		시가총액	YTD 수익률		2022 OP	4Q22 OP	2022 POR	(연환산, 배) 4Q22 POR
이랜텍	중소형 부품사	전장	344	20	80	14	4	6
경창산업	중소형 부품사	변속	86	20	19	4	4	5
HL만도	커버리지 부품사	샤시 모듈	2,254	19	248	57	9	10
DN오토모티브	중소형 부품사	타이어	762	19	422	133	2	1
화신정공	중소형 부품사	차체	62	17	9	3	7	6
세원정공	중소형 부품사	차체	71	16	2	1	36	26
지엠비코리아	중소형 부품사	변속	98	16	11	7	9	3
아이엘사이언스	중소형 부품사	차체	76	15	(1)	(0)	(103)	(330)
엔브이에이치	중소형 부품사	내장	126	15	53	16	2	2
코다코	중소형 부품사	변속	47	14	9	7	5	2
모토닉	중소형 부품사	엔진	303	14	14	3	22	24
SNT모티브	커버리지 부품사	종합 모듈	700	14	112	39	6	4
디와이	중소형 부품사	전장	158	14	33	7	5	6
남성	중소형 부품사	전장	79	13	3	(0)	31	(195)
삼원강재	중소형 부품사	현가	121	13	17	5	7	6
엘브이엠씨홀딩	중소형 부품사	서비스	295	13	(14)	(10)	(20)	(7)
한일단조	중소형 부품사	차체	85	12	15	8	6	3
피에이치에이	중소형 부품사	차체	166	12	23	6	7	7
티피씨글로벌	중소형 부품사	현가	36	11	(2)	0	(22)	90
현대모비스	커버리지 부품사	종합 모듈	20,837	10	2,027	660	10	8
오스텀	중소형 부품사	차체	43	9	(5)	(0)	(9)	(25)
한온시스템	커버리지 부품사	공조 모듈	4,681	8	257	104	18	11
한국프랜지	중소형 부품사	차체	89	8	37	7	2	3
유성기업	중소형 부품사	엔진	75	8	7	0	11	52
한국큐빅	중소형 부품사	내장	51	8	9	4	6	3
한국타이어	커버리지 부품사	타이어	4,150	8	706	212	6	5
서연탑메탈	중소형 부품사	차체	50	7	3	(0)	18	(30)
티에이치엔	중소형 부품사	전장	67	7	1	(18)	60	(1)
대원강업	중소형 부품사	현가	224	6	22	16	10	3
동아타이어	중소형 부품사	타이어	163	4	22	6	7	7
유라테크	중소형 부품사	엔진	90	3	(0)	1	(206)	39
HL홀딩스	중소형 부품사	전장	331	3	86	(18)	4	(5)
백산	중소형 부품사	내장	197	3	50	10	4	5
네오오토	중소형 부품사	변속	52	1	8	(0)	7	(237)
삼기	중소형 부품사	변속	130	1	11	(3)	11	(12)
도이치모터스	중소형 부품사	서비스	181	(0)	65	10	3	5
넥센	중소형 부품사	타이어	231	(0)	(23)	14	(10)	4
상신브레이크	중소형 부품사	제동	65	(0)	14	6	5	3
성창오토텍	중소형 부품사	공조	49	(3)	7	(1)	7	(10)
캐스텍코리아	중소형 부품사	변속	34	(3)	(11)	(5)	(3)	(2)
에스텍	중소형 부품사	전장	87	(4)	9	6	10	4

자료: QuantiWise, 신한투자증권

자동차 섹터 내 YTD 수익률 및 최근 실적 (3)

	분류1	분류2	(십억원)	(%)	(십억원)		(배)	(연환산, 배)
			시가총액	YTD 수익률	2022 OP	4Q22 OP	2022 POR	4Q22 POR
동양피스톤	중소형 부품사	엔진	60	(5)	7	2	8	7
대유에이텍	중소형 부품사	내장	78	(5)	(32)	(17)	(2)	(1)
동원금속	중소형 부품사	차체	44	(5)	22	0	2	25
새론오토모티브	중소형 부품사	제동	91	(7)	(3)	1	(29)	41
롯데렌탈	중소형 부품사	서비스	945	(7)	308	64	3	4
트루윈	중소형 부품사	전장	89	(9)	(2)	(1)	(44)	(20)
SJM	중소형 부품사	연료/배기	58	(12)	7	0	8	67
핸즈코퍼레이션	중소형 부품사	타이어	62	(14)	(67)	(22)	(1)	(1)
한국엔컴퍼니	중소형 부품사	전장	1,136	(14)	245	21	5	14
오리엔트정공	중소형 부품사	변속	33	(16)	(2)	(1)	(21)	(11)
대창단조	중소형 부품사	엔진	179	(22)	50	13	4	4
계양전기	중소형 부품사	전장	71	(35)	(11)	(5)	(7)	(4)

자료: 신한투자증권

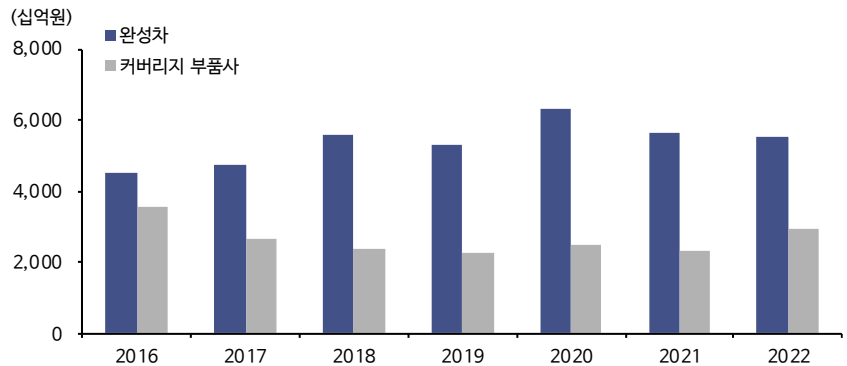
인고의 세월을 돌려받다

투자는 언젠가 성과로 돌아온다

국내 완성차의 전체 가동률이 하락하기 시작한 2016년 이후 Capex 추이를 보면 부품사들이 어려웠던 시기를 짐작할 수 있다. 완성차는 중국 부진을 딛고 전동화 및 전략 투자 집행으로 Capex가 증가하고 신규 세그먼트 사이클에 올라탔다. 반면 중국 다운사이징이 급했던 부품사들은 커버리지 대형사를 포함해 전반적인 투자 축소 사이클이 진행됐다.

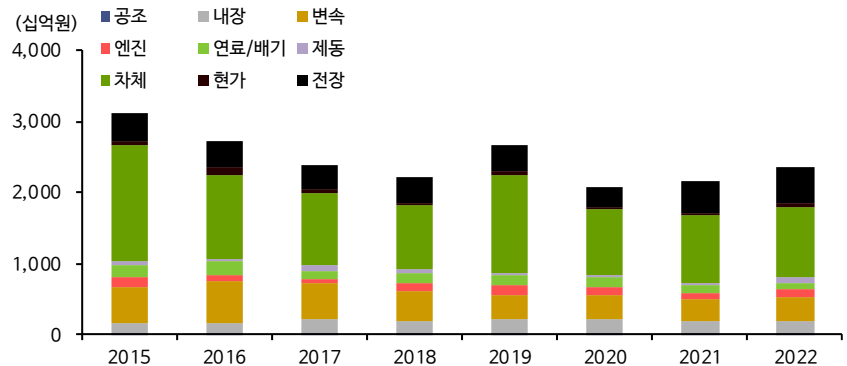
디테일하게 나눠보면 중소형 부품사 투자에서 2가지 변화가 나타난다. 2019~20년 차체 업체들의 신규 투자 확대와 2021~22년 전장 업체들의 투자 확대다. 1) 완성차 밸류 체인 전략의 변화로 주력 차종을 추가로 수주 받거나 2) 새로운 제품을 확대하거나 3) 전장 수주가 늘어난 업체들을 중심으로 다시 투자 사이클이 재개됐다.

완성차 2개사와 커버리지 부품사 8개사의 합산 Capex 비교



자료: QuantiWise, 신한투자증권

중소형 부품사 75개사의 합산 Capex 비교



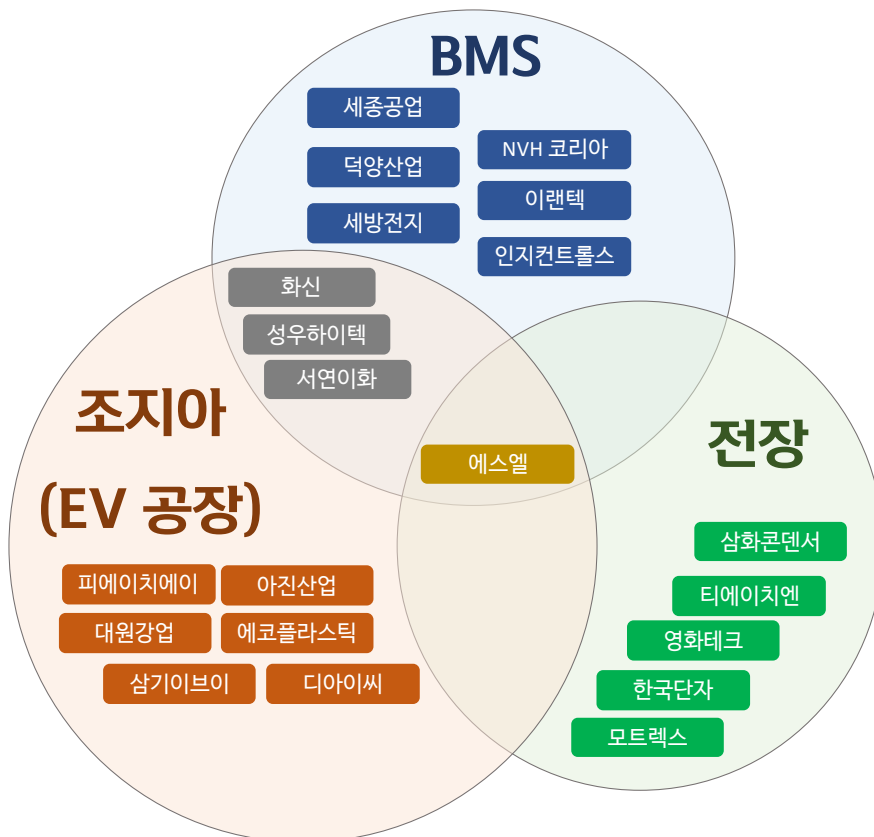
자료: QuantiWise, 신한투자증권

주: 서비스 및 지주 업체 제외

부품사들의 신규 투자처는 크게 3가지로 압축된다. 1) 전기차용 BMS의 패키징 부품 또는 어셈블리, 2) 내외장을 포함한 전장 제품 일체, 3) 현대차그룹 전기차 전용 공장 신설에 따른 투자다. 3가지 제품군은 중국에 대한 노출도가 거의 없고, 전기차와 높은 연관성을 갖는다는 특징을 갖고 있다. 부품사의 고질병이었던 가동률 저하에 따른 고정비 부담을 해결할 수 있다.

여전히 본업의 규모가 훨씬 더 크고, 완성차의 내연기관 판매에 민감하게 연동되어 있다. 신규 사업의 호실적이 연속성이 있는지도 확인해야 한다. 전반적으로 신규 BM 확대만으로 밸류에이션 리레이팅을 말하기에는 먼 길이 남아있지만, 저평가에서 벗어나는 첫 걸음은 걸었다. 섹터 내에서 가장 저평가 구간이 길었던 차체 업체들이 변하고 있다는 점은 중요한 변곡점으로 해석된다.

자동차 부품사들의 주가 모멘텀 정리



자료: 신한투자증권

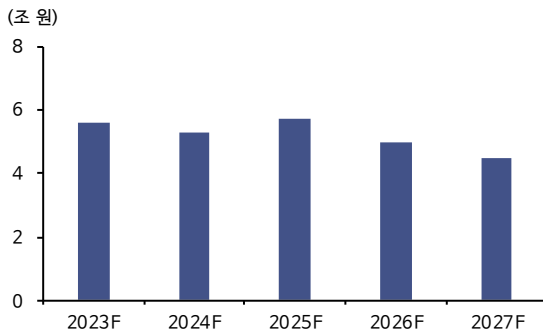
자동차 산업의 변화에서 수혜 받을 존재들

레거시에게도 변화는 온다

같은 맥락에서 관심을 갖는 컨셉은 2가지다. 먼저, 미국 조지아 EV 공장은 현대차그룹이 진행하는 최대 규모의 그린필드 투자로 향후 현대/기아 전기차 공급의 핵심 거점이다. 관련해서 동반 진출하는 업체들은 Capex 확대와 실적 개선의 선순환이 기대된다.

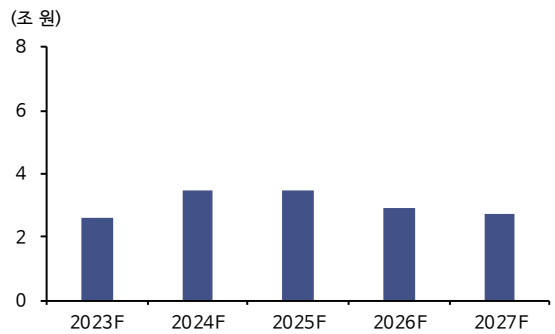
두번째 컨셉은 현대/기아의 전기차 모델 포트폴리오에서 착안한 아이디어다. 아이오닉5를 시작으로 EV9까지 출시된 차종들과 향후 출시할 차종들은 특정한 디자인 아이덴티티를 공유하고 있지 않다. 시장에 최적화된 차종을 빠르고, 유연하게 출시하려는 전략으로 읽혀진다. 공통된 변화로 헤드 램프와 그릴의 결합 등 디자인 요소에서 고도화되는 부분들이 보여진다. 제품군 중에서는 전기차용 외관 관련된 업체들(램프, 전장)에 관심을 갖는다.

현대차의 향후 5개년 Capex 계획



자료: 현대차, 신한투자증권

기아의 향후 5개년 Capex 계획



자료: 기아, 신한투자증권

아이오닉7 컨셉카



자료: 현대차, 신한투자증권

EV9



자료: 기아, 신한투자증권

V. Top picks

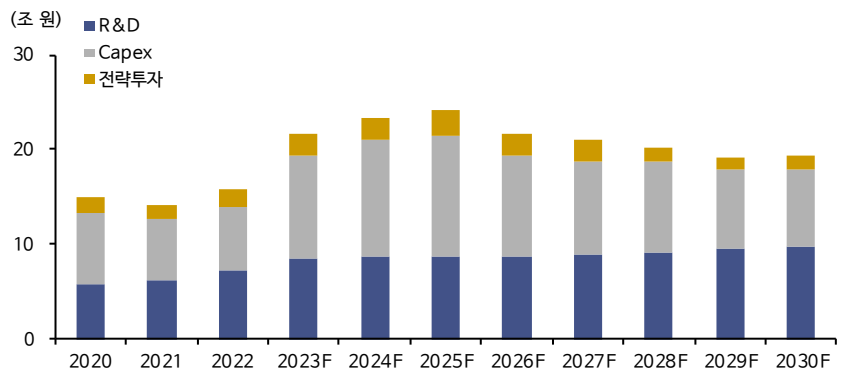
Capex 투자 선순환에 들어간 부품사들 선호

Top picks: HL만도, 현대위아 그리고 완성차

4/11(화) 현대차그룹은 2030년 전기차 부문에서 글로벌 Top3에 들어가기 위한 전략으로 향후 8년간 국내에만 24조원의 전동화 투자를 집중한다는 계획을 발표했다. R&D 및 전형적인 Capex 투자와 전략적인 투자 금액을 포괄한 액수로 판단된다. 그룹사 개별 기업이 글로벌 투자 규모를 공개한 적은 있지만 국내 전동화만 분류해서 공개한 것은 처음이다. 최근 공개된 개별 기업들의 투자 계획과 발표 내용을 종합하면 향후 8년간 매년 20~25조원 가량의 투자가 집행될 것으로 추정된다. Capex 규모는 10~12조원 가량으로 예상된다. 과거 2011~2020년에 투입된 Capex는 평균 7조원 수준이었다.

증분의 대부분은 전동화 전환을 위한 투자다. 국내 울산 전기차 공장 및 화성 오토랜드, 조지아 전기차 공장 등의 그린필드 투자와 기존 공장의 유연한 전기차 생산을 위한 브라운필드 투자가 본격적으로 진행될 전망이다. 전환은 완성차 혼자서는 불가능하다. 생태계 구축을 위한 신규 업체(배터리)들의 투자와 기존 업체(전통 부품사)의 투자가 동시 진행될 수 밖에 없다. 투자의 초기 국면에서는 전장 제품 전환에 발빠르게 대응한 HL만도의 레버리지 효과가 기대되고, 그룹사 Capex 투자의 수혜주인 현대위아도 최선후주로 추천한다. 투자의 선순환이 확인되는 시점에는 완성차의 리레이팅을 이야기할 수 있다.

현대차그룹 중장기 투자 계획 추정치



자료: 신한투자증권 추정

주요 완성차업체의 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F	2025F
현대차 매출	30,299	36,000	37,705	38,524	35,960	35,640	36,002	37,401	142,528	145,003	152,492	168,640
영업이익	1,929	2,980	1,552	3,359	3,145	2,821	2,695	2,208	9,820	10,870	10,492	9,480
세전이익	2,279	3,889	2,042	2,739	4,036	3,371	3,641	2,983	10,948	14,031	13,965	12,754
순이익	1,585	2,803	1,272	1,704	3,034	2,530	2,737	2,239	7,364	10,539	10,578	9,665
영업이익률	6.4	8.3	4.1	8.7	8.7	7.9	7.5	5.9	6.9	7.5	6.9	5.6
순이익률	5.2	7.8	3.4	4.4	8.4	7.1	7.6	6.0	5.2	7.3	6.9	5.7
기아 매출	18,357	21,876	23,162	23,164	23,893	20,648	22,037	22,932	86,559	89,510	94,360	98,901
영업이익	1,606	2,234	768	2,624	2,588	2,343	1,875	1,481	7,233	8,286	7,830	7,728
세전이익	1,518	2,624	730	2,630	3,421	2,730	2,433	2,115	7,502	10,699	10,270	10,096
순이익	1,033	1,881	459	2,037	2,538	2,019	1,800	1,559	5,409	7,916	7,597	7,469
영업이익률	8.8	10.2	3.3	11.3	10.8	11.3	8.5	6.5	8.4	9.3	8.3	7.8
순이익률	5.6	8.6	2.0	8.8	10.6	9.8	8.2	6.8	6.2	8.8	8.1	7.6

자료: 각 사 자료, 신한투자증권

주요 자동차 부품업체의 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F	2025F
현대모비스 매출	11,308	12,308	13,180	14,994	14,162	13,815	14,721	15,300	51,791	57,998	62,276	71,484
영업이익	387	403	576	660	532	610	707	683	2,027	2,532	2,839	3,306
세전이익	742	1,056	939	385	904	1,009	1,090	1,093	3,121	4,097	4,403	4,822
순이익	519	769	556	642	663	741	796	798	2,485	2,998	3,229	3,067
영업이익률	3.4	3.3	4.4	4.4	3.8	4.4	4.8	4.5	3.9	4.4	4.6	4.6
순이익률	4.6	6.2	4.2	4.3	4.7	5.4	5.4	5.2	4.8	5.2	5.2	4.3
한온시스템 매출	1,980	2,107	2,196	2,345	2,320	2,192	2,383	2,425	8,628	9,320	9,666	10,348
영업이익	30	60	62	104	70	101	120	115	257	407	490	533
세전이익	30	15	26	(25)	37	65	89	82	46	274	357	401
순이익	20	14	17	(30)	35	62	84	78	20	259	356	410
영업이익률	1.5	2.9	2.8	4.4	3.0	4.6	5.0	4.7	3.0	4.4	5.1	5.1
순이익률	1.0	0.7	0.8	(1.3)	1.5	2.8	3.5	3.2	0.2	2.8	3.7	4.0
현대위아 매출	1,907	1,972	2,080	2,249	2,119	2,176	2,310	2,329	8,208	8,933	9,510	10,317
영업이익	51	53	56	52	48	60	81	85	212	274	325	413
세전이익	21	224	33	(429)	42	54	74	79	(151)	249	299	386
순이익	23	209	(4)	(163)	36	45	62	67	65	210	233	312
영업이익률	2.7	2.7	2.7	2.3	2.3	2.8	3.5	3.7	2.6	3.1	3.4	4.0
순이익률	1.2	10.6	(0.2)	(7.3)	1.7	2.1	2.7	2.9	0.8	2.4	2.4	3.0
HL만도 매출	1,688	1,679	1,968	2,179	2,082	1,864	2,087	2,371	7,515	8,405	9,432	10,876
영업이익	69	46	77	57	66	77	99	112	248	353	443	605
세전이익	53	69	180	(151)	72	86	106	73	151	337	428	583
순이익	30	36	129	(97)	61	72	90	62	98	285	362	236
영업이익률	4.1	2.7	3.9	2.6	3.2	4.1	4.7	4.7	3.3	4.2	4.7	5.6
순이익률	1.8	2.1	6.6	(4.4)	2.9	3.9	4.3	2.6	1.3	3.4	3.8	2.2
SNT모티브 매출	216	219	273	337	269	276	314	384	1,045	1,244	1,343	1,459
영업이익	23	21	29	39	26	26	30	40	112	123	134	141
세전이익	33	30	46	9	30	25	34	43	119	131	143	151
순이익	24	23	33	7	22	18	25	31	88	96	105	111
영업이익률	10.7	9.4	10.5	11.7	9.8	9.5	9.6	10.5	10.7	9.9	10.0	9.7
순이익률	11.3	10.3	12.2	2.1	8.1	6.6	7.9	8.2	8.4	7.7	7.8	7.6

자료: 각 사 자료, 신한투자증권

커버리지 완성차 업체의 투자이건 및 목표주가 산출

(원, %, 배)		Target		Earnings		Valuation	비고
현대차 (매수)	목표주가	230,000	23F EPS	36,889	목표 PER	6.2	23F PER 기준 글로벌 선진국 완성차 9사 평균 6.9배
	증가	192,100	24F EPS	37,064	PEER PER	6.9	
	상승여력	19.7			할인/할증	(9.6)	
	기존 목표주가	230,000	기존 EPS	26,073	기존 목표 PER	8.8	
	변경률	0.0	변경률	41.5	변경률	(29.3)	
기아 (매수)	목표주가	105,000	23F EPS	19,527	목표 PER	5.4	23F PER 기준 글로벌 선진국 완성차 9사 평균 6.9배
	증가	85,000	24F EPS	18,741	PEER PER	6.9	
	상승여력	23.5			할인/할증	(22.1)	
	기존 목표주가	105,000	기존 EPS	18,919	기존 목표 PER	5.5	
	변경률	0.0	변경률	3.2	변경률	(3.1)	

자료: 신한투자증권 추정

커버리지 자동차 부품업체의 투자이건 및 목표주가 산출

(원, %, 배)		Target		Earnings		Valuation	비고
현대모비스 (매수)	목표주가	270,000	23F EPS	31,792	목표 PER	8.5	16년 이후 완성차 대비 평균 20% 할증
	증가	221,000	24F EPS	34,245	PEER PER	6.9	
	상승여력	22.2			할인/할증	23.1	
	기존 목표주가	270,000	기존 EPS	31,483	기존 목표 PER	8.6	
	변경률	0.0	변경률	1.0	변경률	(1.0)	
한온시스템 (매수)	목표주가	11,000	23F EPS	484	목표 PER	22.7	23F PER 기준 글로벌 전통 부품사 12사 평균 17.4배
	증가	8,770	24F EPS	667	평균 PER	17.4	
	상승여력	25.4			할인/할증	30.7	
	기존 목표주가	11,500	기존 EPS	501	기존 목표 PER	23.0	
	변경률	(4.3)	변경률	(3.2)	변경률	(1.1)	
현대위아 (매수)	목표주가	85,000	23F BPS	128,893	목표 PBR	0.66	기계 부문의 수주 모멘텀으로 향후 장기 ROE의 가시성 확보
	증가	64,400	24F BPS	136,572	향후 ROE	6.0	
	상승여력	32.0					
	기존 목표주가	75,000	기존 BPS	130,818	기존 목표 PER	0.57	
	변경률	13.3	변경률	(1.5)	변경률	15.0	
HL만도 (매수)	목표주가	65,000	23F EPS	6,064	목표 PER	10.7	23F PER 기준 글로벌 전통 부품사 12사 평균 17.4배
	증가	48,000	24F EPS	7,712	PEER PER	17.4	
	상승여력	35.4			할인/할증	(38.3)	
	기존 목표주가	62,000	기존 EPS	5,398	기존 목표 PER	11.5	
	변경률	4.8	변경률	12.3	변경률	(6.7)	
SNT모티브 (매수)	목표주가	55,000	23F EPS	6,580	목표 PER	8.4	전기차 추가 수주 확보 시 밸류에이션 할인 제거 가능
	증가	47,900	24F EPS	7,207	PEER PER	17.4	
	상승여력	14.8			할인/할증	(51.9)	
	기존 목표주가	55,000	기존 EPS	6,162	기존 목표 PER	8.9	
	변경률	0.0	변경률	6.8	변경률	(6.4)	

자료: 신한투자증권 추정

글로벌 완성차 밸류에이션 비교

(십억원, x, %)		2023E				2024E			
회사명	시가총액	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE(%)	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE(%)
현대차	40,635	5.7	0.6	8.5	9.7	5.7	0.5	8.4	9.0
기아	34,456	5.1	0.8	2.1	15.9	5.0	0.7	2.1	14.3
도요타 (일본)	296,161	10.0	0.9	12.4	9.5	8.7	0.8	11.2	10.0
혼다 (일본)	63,406	8.1	0.5	7.5	6.8	7.3	0.5	7.0	7.4
닛산 (일본)	21,076	11.6	0.4	2.2	3.9	6.4	0.4	2.0	6.2
GM (미국)	65,910	5.8	0.7	3.0	12.8	5.7	0.6	2.9	10.3
스텔란 (미국)	74,194	3.5	0.7	1.0	18.6	3.5	0.6	1.0	16.9
포드 (미국)	67,297	8.0	1.1	2.6	12.4	7.9	1.1	2.5	12.1
VW (독일)	103,865	5.0	0.5	0.9	9.8	4.8	0.4	0.9	9.6
다임러 (독일)	107,251	5.7	0.8	2.5	14.6	5.6	0.8	2.5	14.1
BMW (독일)	95,718	6.8	0.7	5.4	10.9	6.6	0.7	5.3	10.6
르노 (프랑스)	16,012	4.0	0.3	1.8	8.6	3.5	0.3	1.7	8.7
장성 (중국)	35,371	10.1	1.0	16.5	10.3	8.2	0.9	14.3	11.5
상해 (중국)	31,851	7.6	0.6	6.0	7.0	6.9	0.5	5.6	7.5
지리 (중국)	16,895	14.4	1.1	5.4	7.4	10.8	1.0	4.6	9.3
장안 (중국)	19,829	3.5	0.4	7.5	12.6	3.3	0.4	6.4	12.4
마루티 (인도)	42,086	34.1	4.3	23.7	12.8	23.6	3.9	16.6	17.4
타타 (인도)	26,405	-	4.0	8.1	(2.2)	15.8	3.2	5.6	21.6
마힌드라 (인도)	24,066	15.0	1.7	10.7	12.7	12.8	1.6	9.6	12.8
테슬라 (미국)	772,192	46.3	11.0	28.2	25.5	32.9	8.1	20.5	27.2
BYD (중국)	129,171	24.4	4.4	12.0	18.6	17.6	3.5	9.4	21.0
니오 (중국)	19,997	-	7.2	-	(60.6)	-	8.4	-	(34.1)
빈그룹 (베트남)	11,532	37.5	1.8	12.8	4.8	35.3	1.8	11.3	4.7

자료: Bloomberg, 신한투자증권

글로벌 자동차 부품업체 밸류에이션 비교

(십억원, x, %)		2023E				2024E			
회사명	시가총액	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE(%)	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE(%)
현대모비스	20,837	7.8	0.5	5.0	7.3	6.9	0.5	4.1	7.8
한온시스템	4,681	36.6	2.0	9.1	5.4	18.8	2.0	7.8	11.1
현대위아	1,751	7.0	0.5	5.2	8.1	11.0	0.5	4.9	5.1
HL만도	2,254	8.4	1.1	6.2	13.2	9.8	1.0	5.5	11.0
SNT모티브	700	6.9	0.8	2.1	11.5	7.5	0.7	2.0	9.7
덴소 (일본)	58,207	19.4	1.4	8.7	7.4	17.0	1.3	8.1	7.6
존슨콘 (미국)	51,228	18.8	2.3	12.9	12.0	16.1	2.2	11.6	13.8
콘티넨탈 (독일)	19,188	12.9	1.0	4.6	4.1	9.0	1.0	3.8	11.6
마그나 (캐나다)	19,958	12.4	1.4	5.6	11.7	11.8	1.3	5.3	12.9
도요타 인더 (일본)	23,096	12.3	0.6	10.8	5.4	11.7	0.6	11.3	4.9
아이신 카세이 (일본)	10,707	7.0	0.6	4.1	8.9	12.4	0.5	5.0	4.9
니텍 (일본)	39,929	27.9	3.3	16.1	12.2	39.8	3.0	18.2	8.3
엡티브 (미국)	37,393	31.2	3.4	15.0	10.5	23.8	3.0	12.2	11.7
코이토 (일본)	7,861	19.9	1.4	5.7	7.2	24.2	1.3	5.8	5.5
헬라 (독일)	12,627	56.2	3.6	13.6	-1.8	46.7	3.4	13.2	7.3
스탠리 (일본)	5,037	21.5	1.1	6.2	5.1	19.3	1.0	5.5	5.5
비스테온 (미국)	5,439	142.4	10.2	20.7	4.3	26.5	6.6	12.0	27.9

자료: Bloomberg, 신한투자증권



현대위아

| Bloomberg Code (011210 KS) | Reuters Code (011210.KS)

[자동차부품/타이어]

정용진 연구위원
☎ 02-3772-1591
✉ yjjung86@shinhan.com

증설 수혜주 다 아시죠?



매수
(유지)



현재주가 (4 월 11 일)
64,400 원



목표주가
85,000 원 (상향)



상승여력
32.0%

- ◆ 1분기는 일회성 이슈로 부진, OP 480억원 전망
- ◆ 다 아는 증설/방산 모멘텀, 하지만 아는 맛이 무섭다
- ◆ 방산 포신 수주 + 그룹사 증설은 기계 사업 정상화의 트리거



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	1,751.4십억원
발행주식수	27.2백만주
유동주식수	15.6백만주(57.2%)
52주 최고가/최저가	78,400원/49,450원
일평균 거래량 (60일)	180,835주
일평균 거래액 (60일)	10,109백만원
외국인 지분율	9.75%

주요주주

현대자동차 외 2인	40.74%
국민연금공단	10.05%

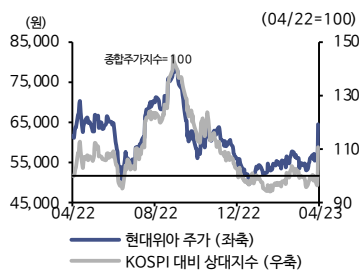
절대수익률

3개월	20.8%
6개월	10.5%
12개월	4.7%

KOSPI 대비 상대수익률

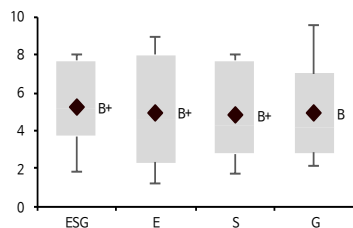
3개월	11.9%
6개월	-5.0%
12개월	10.7%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



1분기는 일회성 이슈로 부진, OP 480억원 전망

1분기 실적은 매출 2.1조원(+11% YoY, -6% QoQ), 영업이익 480억원(-7% YoY, -7% QoQ)으로 전망한다. 영업이익 기대치(577억원) 대비 17% 부진한 실적이다. 그룹사 특별 상여금 지급에 따른 일회성 비용이 약 100억원 반영됐고, 엔진 사업부 일부 라인 조정 이슈로 물량이 감소한 탓이다.

다만 시장이 우려했던 중국/러시아 부진은 더 이상 확대되고 있지 않다. 중국은 고정비 절감 효과로 분기 50억원 적자 수준을 유지하고 있고, 고객사 생산/수출 증가 시 빠른 속도로 BEP 달성이 가능하다. 러시아 역시 지난해말 비용 반영을 진행해 최소한의 고정비만 발생하는 중이다.

다 아는 증설/방산 모멘텀, 하지만 아는 맛이 무섭다

자동차 부품 사업은 그룹사 신흥국 볼륨이 정제된 상황에서는 하반기 열관리 사업부 일부 매출 발생과 4륜 구동 제품 성장 등 마이너한 이슈에 연동된다. 업사이드가 크지 않다.

하지만 기계 사업부는 다르다. 지난해 K방산 모멘텀으로 자주포 포신 관련 수주가 폭증했다. 연말부터 인식해 연간 1천억원 가량의 매출이 기대되는 확정적 수익이다. 그룹사의 투자 확대 역시 안정적인 수익원으로 연결된다. 싱가포르 혁신센터에 이어 미국 조지아 전기차 공장, 국내 울산/화성 전기차 공장 투자 등이 연말에 집행되면서 전동화 전환에 박차를 가하고 있다. 관련한 RnA 수주가 지속적으로 발생할 전망이다. 그룹사 투자 발표가 동사의 기계 사업부 개선으로 직결되는 구조다.

목표주가 85,000원으로 13% 상향, 투자 의견 매수 유지

목표주가를 85,000원으로 13% 상향하고, 투자 의견 매수를 유지한다. 자동차 부품의 부진은 예상치 이내에서 컨트롤되고 있다. 반면 기계 부문의 수혜는 가시적으로 다가온다. 향후 ROE 개선이 명확해진 점을 근거로 목표 PBR을 상향했다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	자배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	7,527.7	102.7	62.3	2,292	119,507	34.9	8.4	0.7	2.0	24.3
2022	8,207.6	212.1	65.4	2,405	122,047	20.6	4.5	0.4	2.0	16.9
2023F	8,933.1	274.0	210.2	7,728	128,893	8.3	5.5	0.5	6.2	16.0
2024F	9,509.5	325.2	232.8	8,561	136,572	7.5	4.9	0.5	6.4	15.0
2025F	10,317.4	412.6	312.0	11,473	147,163	5.6	4.1	0.4	8.1	13.8

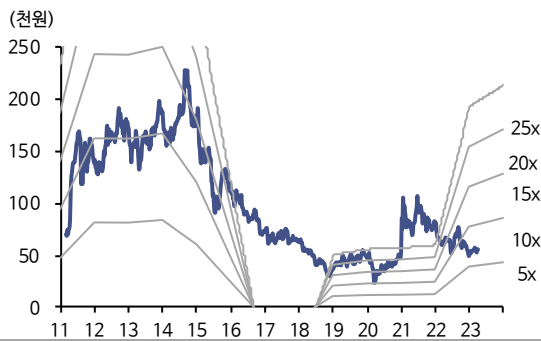
자료: 회사 자료, 신한투자증권

글로벌 경쟁사 밸류에이션 비교

회사명	시가총액 (십억원, x, %)	2022F				2023F			
		PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
현대모비스	20,837	7.8	0.5	5.0	7.3	6.9	0.5	4.1	7.8
한온시스템	4,681	36.6	2.0	9.1	5.4	18.8	2.0	7.8	11.1
현대위아	1,751	7.0	0.5	5.2	8.1	11.0	0.5	4.9	5.1
HL만도	2,254	8.4	1.1	6.2	13.2	9.8	1.0	5.5	11.0
덴소 (일본)	58,207	19.4	1.4	8.7	7.4	17.0	1.3	8.1	7.6
마그나 (캐나다)	19,958	12.4	1.4	5.6	11.7	11.8	1.3	5.3	12.9
콘티넨탈 (독일)	19,188	12.9	1.0	4.6	4.1	9.0	1.0	3.8	11.6
아이신 정기 (일본)	10,707	7.0	0.6	4.1	8.9	12.4	0.5	5.0	4.9

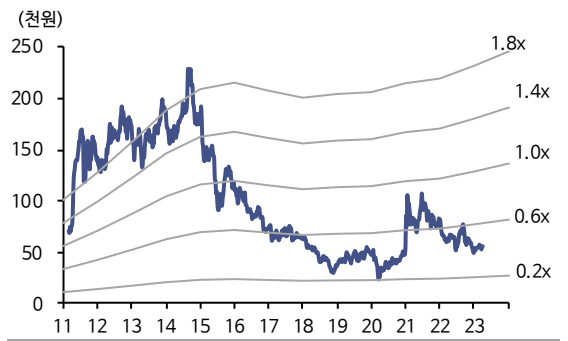
자료: Bloomberg Consensus, 신한투자증권

12개월 선행 PER 밴드 차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권

12개월 선행 PBR 밴드 차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권

분기 실적 요약

(십억원, %)	1Q23F	1Q22	YoY	4Q22	QoQ	신한(기준)	컨센서스
매출액	2,119	1,907	11.1	2,249	(5.8)	2,303	2,122
영업이익	48	51	(6.8)	52	(7.4)	54	58
세전이익	42	21	103.1	(429)	흑전	46	46
순이익	36	23	55.0	(163)	흑전	33	36
영업이익률	2.3	2.7		2.3		2.3	2.7
순이익률	1.7	1.2		(7.3)		1.4	1.7

자료: 회사 자료, FnGuide, 신한투자증권 추정 / 주: 순이익은 지배주주 기준

수익 예상 변경

(십억원, %)	변경전			변경후			변경률		
	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F
매출액	9,035	9,652		8,933	9,510	10,317	(1.1)	(1.5)	
영업이익	280	331		274	325	413	(2.2)	(1.7)	
세전이익	247	298		249	299	386	0.9	0.5	
순이익	177	180		210	233	312	18.4	29.6	
영업이익률	3.1	3.4		3.1	3.4	4.0			

자료: 신한투자증권 추정

실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F	2025F
평균 환율	원/달러	1,205	1,260	1,338	1,359	1,260	1,280	1,260	1,240	1,290	1,260	1,200	1,200
	원/위안	190	190	195	191	187	188	187	185	192	187	181	181
판매량(천대)	현대차	917	980	1,030	1,047	1,033	1,026	1,085	1,102	3,974	4,245	4,257	4,348
	기아차	663	714	725	733	809	723	754	783	2,834	3,068	3,118	3,179
매출액		1,907	1,972	2,080	2,249	2,119	2,176	2,310	2,329	8,208	8,933	9,510	10,317
	자동차	1,715	1,773	1,895	2,070	1,938	1,996	2,140	2,142	7,453	8,217	8,745	9,460
	- 모듈	511	597	526	626	735	666	664	692	2,260	2,758	2,989	3,385
	- 부품	1,204	1,176	1,369	1,444	1,203	1,330	1,476	1,450	5,193	5,459	5,756	6,075
	기계	192	199	185	179	180	180	170	186	755	716	765	857
영업이익		51	53	56	52	48	60	81	85	212	274	325	413
	자동차	49	51	54	58	48	59	78	79	213	265	306	373
	기계	2	2	1	(6)	(0)	1	3	6	(1)	9	19	40
세전이익		21	224	33	(429)	42	54	74	79	(151)	249	299	386
순이익		23	209	(4)	(163)	36	45	62	67	65	210	233	312
매출액 증감률	YoY	2.8	(0.4)	17.5	17.0	11.1	10.4	11.0	3.6	9.0	8.8	6.5	8.5
	QoQ	(0.8)	3.4	5.5	8.1	(5.8)	2.7	6.2	0.8				
영업이익 증감률	YoY	87.7	17.6	78.6	흑전	(6.8)	13.2	45.1	64.1	106.5	29.2	18.7	26.9
	QoQ	흑전	3.2	4.9	(7.1)	(7.4)	25.4	34.5	5.1				
영업이익률		2.7	2.7	2.7	2.3	2.3	2.8	3.5	3.7	2.6	3.1	3.4	4.0
	자동차	2.9	2.9	2.9	2.8	2.5	3.0	3.6	3.7	2.9	3.2	3.5	3.9
	기계	1.1	0.8	0.7	(3.2)	(0.1)	0.4	1.7	3.1	(0.1)	1.3	2.5	4.6

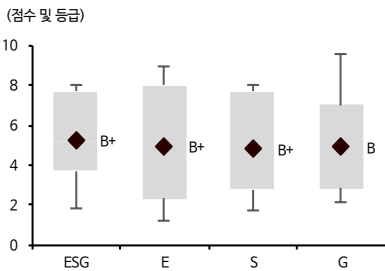
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

ESG Insight

Analyst Comment

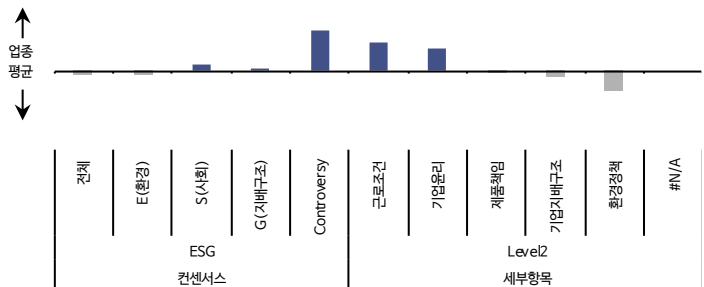
- ◆ 자동차 부문의 경우 열관리 시스템, 수소차 부품 등 향후 그룹사 친환경차 핵심 제품들을 내재화할 전망
- ◆ 기계 부문도 그룹사 친환경 모빌리티 투자에 따른 수혜 예상(그룹사 CapEx 투자시 기계/설비 납품)
- ◆ 스마트 셀 방식의 생산 거점이 확대되면서 밸류 체인 전반의 활발한 CapEx 기대

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권 / 주: 8개사 평균과 분포

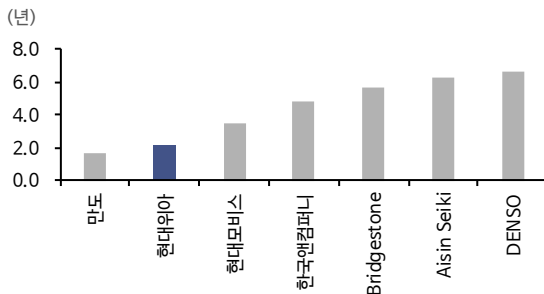
ESG 세부 항목별 업종 대비 점수차(컨센서스 기준)



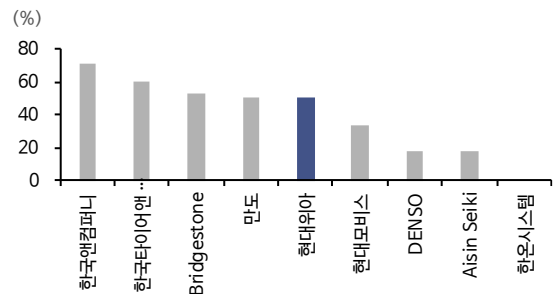
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

Key Chart

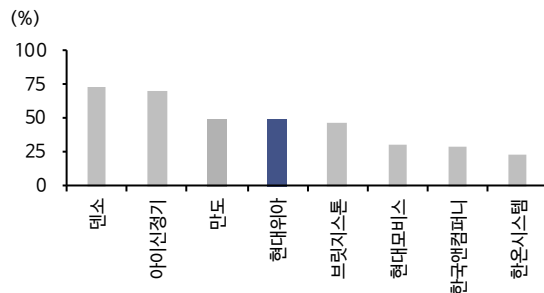
이사회 평균 재임기간



독립적 이사 비율

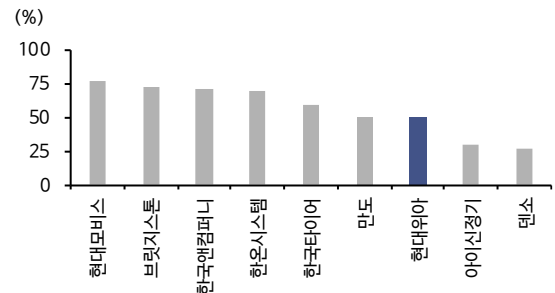


전문능력 이사 비율



자료: 신한투자증권

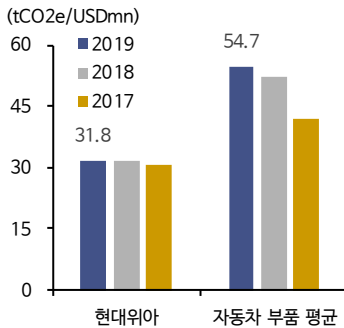
비경영진 이사 비율



자료: 신한투자증권

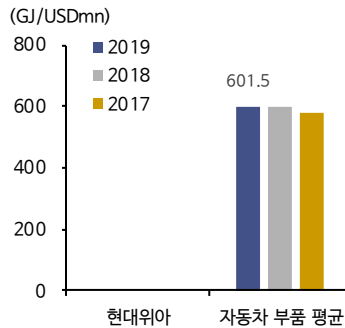
Environment (환경)

온실가스 배출량



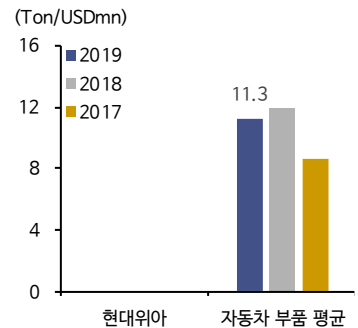
자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

에너지 사용량



자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

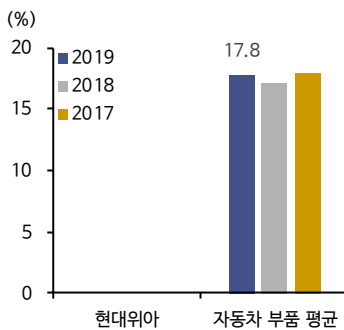
폐기물량



자료: Refinitiv, 신한투자증권

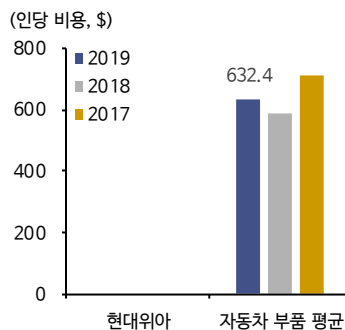
Social (사회)

여성직원 비율



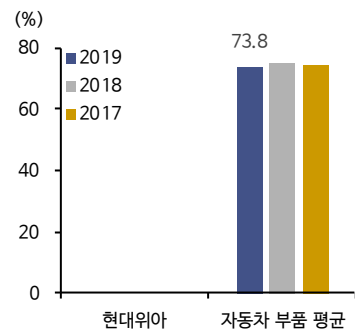
자료: Refinitiv, 신한투자증권

직원당 트레이닝 비용



자료: Refinitiv, 신한투자증권

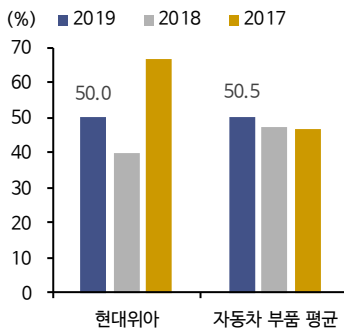
직원 만족도



자료: Refinitiv, 신한투자증권

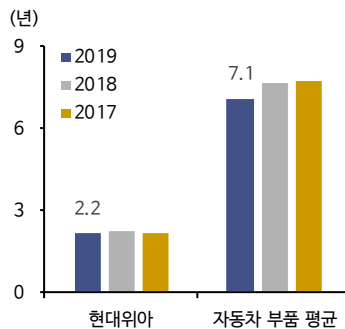
Governance (지배구조)

독립이사 비율



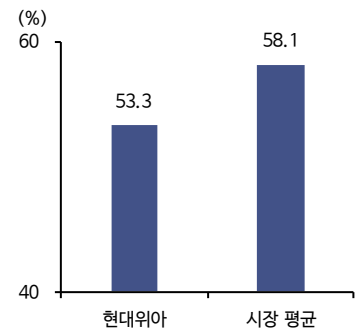
자료: 신한투자증권

이사회 평균 임기



자료: 신한투자증권

기업지배구조 핵심지표 준수를



자료: 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	7,749.5	7,546.5	7,783.5	8,057.5	8,474.0
유동자산	4,156.5	4,267.5	4,370.2	4,496.2	4,739.3
현금및현금성자산	435.1	674.4	649.5	614.2	548.3
매출채권	1,491.0	1,646.4	1,704.9	1,778.8	1,920.4
재고자산	815.0	810.2	839.0	875.4	945.1
비유동자산	3,593.0	3,279.0	3,413.3	3,561.3	3,734.7
유형자산	3,102.6	2,799.4	2,950.3	3,109.5	3,285.0
무형자산	160.4	109.3	87.8	70.5	56.6
투자자산	179.9	190.5	195.3	201.4	213.1
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	4,054.2	3,812.8	3,869.4	3,940.9	4,077.9
유동부채	2,126.3	2,410.4	2,460.8	2,524.5	2,646.6
단기차입금	26.0	38.4	38.4	38.4	38.4
매출채무	959.3	1,012.9	1,048.9	1,094.4	1,181.5
유동성장기부채	786.2	953.2	953.2	953.2	953.2
비유동부채	1,928.0	1,402.4	1,408.5	1,416.3	1,431.3
사채	748.1	299.2	299.2	299.2	299.2
장기차입금(경기금융부채 포함)	979.7	929.5	929.5	929.5	929.5
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,695.3	3,733.7	3,914.1	4,116.6	4,396.2
자본금	136.0	136.0	136.0	136.0	136.0
자본잉여금	500.5	489.9	489.9	489.9	489.9
기타자본	(113.2)	(98.2)	(98.2)	(98.2)	(98.2)
기타포괄이익누계액	75.2	72.1	72.1	72.1	72.1
이익잉여금	2,651.5	2,719.3	2,905.5	3,114.3	3,402.3
지배주주지분	3,250.0	3,319.1	3,505.2	3,714.0	4,002.1
비지배주주지분	445.3	414.6	408.9	402.6	394.1
*충차입금	2,545.4	2,222.0	2,222.0	2,222.1	2,222.3
*순차입금(순현금)	898.1	632.0	624.5	618.8	606.1

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	290.3	424.0	392.5	420.3	465.2
당기순이익	56.1	43.5	204.5	226.5	303.5
유형자산상각비	286.2	291.9	206.4	221.2	237.2
무형자산상각비	32.0	29.3	21.5	17.3	13.9
외환환산손실(이익)	(8.3)	(5.1)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	2.8	(2.7)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(8.1)	(3.7)	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(157.1)	(140.1)	(39.8)	(44.7)	(89.4)
(법인세납부)	(11.4)	(34.3)	(44.5)	(72.9)	(82.3)
기타	98.1	245.2	44.4	72.9	82.3
투자활동으로인한현금흐름	(200.3)	184.7	(394.7)	(427.6)	(503.1)
유형자산의증가(CAPEX)	(151.6)	(113.2)	(357.3)	(380.4)	(412.7)
유형자산의감소	8.5	0.9	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(25.2)	(17.2)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	1.6	0.0	(4.8)	(6.1)	(11.7)
기타	(33.6)	314.2	(32.6)	(41.1)	(78.7)
FCF	178.9	260.6	49.5	45.8	51.4
재무활동으로인한현금흐름	(241.8)	(361.9)	(18.6)	(23.9)	(23.8)
차입금의 증가(감소)	(221.0)	(341.4)	0.1	0.1	0.1
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(18.6)	(18.6)	(18.7)	(24.0)	(24.0)
기타	(2.2)	(1.9)	(0.0)	0.0	0.1
기타현금흐름	0.0	0.0	(4.1)	(4.2)	(4.0)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	31.9	(7.4)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(119.9)	239.4	(24.9)	(35.5)	(65.7)
기초현금	554.9	435.1	674.4	649.6	614.1
기말현금	435.1	674.4	649.6	614.1	548.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	7,527.7	8,207.6	8,933.1	9,509.5	10,317.4
증감률 (%)	14.2	9.0	8.8	6.5	8.5
매출원가	7,030.7	7,620.6	8,238.2	8,734.4	9,416.2
매출총이익	497.0	587.0	694.9	775.1	901.2
매출총이익률 (%)	6.6	7.2	7.8	8.2	8.7
판매관리비	394.3	374.9	420.9	449.9	488.5
영업이익	102.7	212.1	274.0	325.2	412.6
증감률 (%)	42.8	106.5	29.2	18.7	26.9
영업이익률 (%)	1.4	2.6	3.1	3.4	4.0
영업외손익	(2.0)	(126.1)	(25.0)	(25.8)	(26.8)
금융손익	(33.3)	(25.5)	(25.0)	(25.8)	(26.8)
기타영업외손익	23.1	(104.2)	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익	8.1	3.7	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	100.7	86.1	248.9	299.4	385.8
법인세비용	44.6	42.6	44.5	72.9	82.3
계속사업이익	56.1	43.5	204.5	226.5	303.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	56.1	43.5	204.5	226.5	303.5
증감률 (%)	4.5	(22.5)	370.2	10.8	34.0
순이익률 (%)	0.7	0.5	2.3	2.4	2.9
(지배주주)당기순이익	62.3	65.4	210.2	232.8	312.0
(비지배주주)당기순이익	(6.2)	(21.9)	(5.7)	(6.3)	(8.5)
총포괄이익	188.0	52.6	204.5	226.5	303.5
(지배주주)총포괄이익	150.5	83.3	182.4	202.0	270.7
(비지배주주)총포괄이익	37.5	(30.7)	22.1	24.5	32.8
EBITDA	420.9	533.4	501.8	563.6	663.7
증감률 (%)	16.4	26.7	(5.9)	12.3	17.8
EBITDA 이익률 (%)	5.6	6.5	5.6	5.9	6.4

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	2,062	1,599	7,518	8,329	11,161
EPS (지배순이익, 원)	2,292	2,405	7,728	8,561	11,473
BPS (자본총계, 원)	135,880	137,291	143,928	151,375	161,654
BPS (지배지분, 원)	119,507	122,047	128,893	136,572	147,163
DPS (원)	700	700	900	900	900
PER (당기순이익, 배)	38.8	30.9	8.6	7.7	5.8
PER (지배순이익, 배)	34.9	20.6	8.3	7.5	5.6
PBR (자본총계, 배)	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
PBR (지배지분, 배)	0.7	0.4	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA (배)	8.4	4.5	5.5	4.9	4.1
배당성향 (%)	29.8	28.5	11.4	10.3	7.7
배당수익률 (%)	0.9	1.4	1.4	1.4	1.4
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	5.6	6.5	5.6	5.9	6.4
영업이익률 (%)	1.4	2.6	3.1	3.4	4.0
순이익률 (%)	0.7	0.5	2.3	2.4	2.9
ROA (%)	0.7	0.6	2.7	2.9	3.7
ROE (지배순이익, %)	2.0	2.0	6.2	6.4	8.1
ROIC (%)	1.6	2.6	5.3	5.6	7.0
안정성					
부채비율 (%)	109.7	102.1	98.9	95.7	92.8
순차입금비율 (%)	24.3	16.9	16.0	15.0	13.8
현금비율 (%)	20.5	28.0	26.4	24.3	20.7
이자보상배율 (배)	1.8	3.4	3.7	4.4	5.5
활동성					
순운전자본회전율 (회)	6.2	6.5	6.8	6.9	7.1
재고자산회수기간 (일)	38.2	36.1	33.7	32.9	32.2
매출채권회수기간 (일)	71.6	69.8	68.5	66.9	65.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권



HL 만도

| Bloomberg Code (204320 KS) | Reuters Code (204320.KS)

[자동차부품/타이어]

정용진 연구위원

☎ 02-3772-1591

✉ yjjung86@shinhan.com

만전의 태세



매수
(유지)



현재주가 (4 월 11 일)
48,000 원



목표주가
65,000 원 (상향)



상승여력
35.4%

- ◆ 1분기 영업이익 659억원으로 부진, 원가 부담이 장기화된 영향
- ◆ 변화는 고통 후 열매를 준다
- ◆ EPS/ADAS에 이어 중국/브레이크 개선이 더해질 시점



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

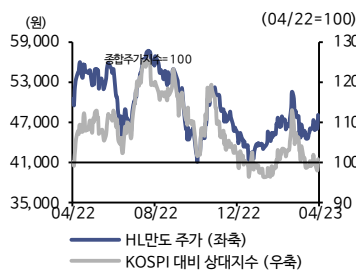
시가총액	2,253.9십억원
발행주식수	47.0백만주
유동주식수	32.2백만주(68.5%)
52주 최고가/최저가	57,500원/40,300원
일평균 거래량 (60일)	279,462주
일평균 거래액 (60일)	12,995백만원
외국인 지분율	23.00%

주요주주	
한라홀딩스 외 4인	30.26%
국민연금공단	11.40%

절대수익률	
3개월	10.5%
6개월	12.9%
12개월	-4.8%

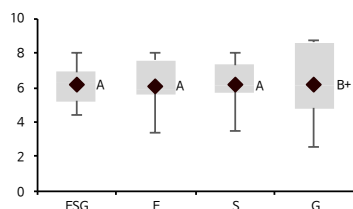
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	2.3%
6개월	-2.8%
12개월	0.7%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



1분기 영업이익 659억원으로 부진, 원가 부담이 장기화된 영향

1분기 실적은 매출 2.1조원(+23% YoY, -4% QoQ), 영업이익 659억원(-4% YoY, +16% QoQ)으로 전망한다. 영업이익 기대치(721억원)를 9% 하회하는 수치다. 1분기까지는 여전히 1st 부품사들의 원가 부담이 지속되는 구간이다. 완성차 가동률은 전반적으로 개선됐으나 중국 등 신흥국 부진의 영향으로 일부 고정비 부담이 남아있다. 2분기부터는 점진적인 원가 하락과 함께 고객사의 신차 출시와 신흥국 생산량 회복이 기대된다. 단기 실적 부진을 빠르게 씻어낼 전망이다.

변화는 고통 후 열매를 준다

동사는 자동차 부품사 중 가장 다각도로 변화를 시도했다. 기존 샤시 사업의 경우 글로벌 전기차향 EPS 공급에 빠르게 성공하면서 EV 스타트업과 중국 로컬 OEM 수주 확보가 가속화됐다. EPS 매출 비중은 2016년 20.3%에서 2022년 28.5%로 상승했고, 동 기간 기존 고객사(현대/기아/GM) 매출 비중도 75.3%에서 59.8%로 하락했다. 핵심 부품을 기반으로 고객 다각화에 성공했고, 주요 고객사에는 신규 성장 동력인 ADAS 납품을 지속해 제품 포트폴리오 구축에도 힘썼다.

문제는 기존 주력 제품 중 하나인 브레이크는 차세대 제품 출시가 늦어졌고, 중국 대규모 투자 대비 로컬 OEM의 성과가 부진해서 투자 미스매치가 발생했다. 변화를 진행하는 과정에서 손익이 훼손되는 구간에 빠진 셈이다.

EPS/ADAS가 견조하다는 가정하에 중장기 수익성 개선의 핵심은 차세대 브레이크 납품과 중국 물량 회복이다. 전기차 고객들을 중심으로 차세대 브레이크 수주가 진행됐고, 중국은 글로벌 전기차 업체의 물량 상승으로 빠르게 회복하고 있다. 투자의 선순환에 들어갈 시점이 다가오고 있다.

목표주가 65,000원으로 5% 상향하고, 투자의견 매수 유지

목표주가를 65,000원으로 5% 상향하고, 투자의견 매수를 유지한다. 전기차향 레퍼런스를 중심으로 변화를 준비해온 동사 입장에서 핵심 고객사의 EV향 투자 확대는 동행이 확실시되는 카드다. 레버리지 효과를 통한 수익성 개선이 기대된다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	자배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	6,147.4	232.3	167.1	3,559	41,624	17.8	7.8	1.5	9.3	62.9
2022	7,516.2	248.1	98.3	2,093	45,945	19.3	5.9	0.9	4.8	64.4
2023F	8,404.6	353.5	284.8	6,064	51,410	7.9	6.2	0.9	12.5	57.1
2024F	9,432.5	443.1	362.1	7,712	58,522	6.2	5.2	0.8	14.0	49.4
2025F	10,876.2	300.4	235.5	5,015	62,938	9.6	6.5	0.8	8.3	52.0

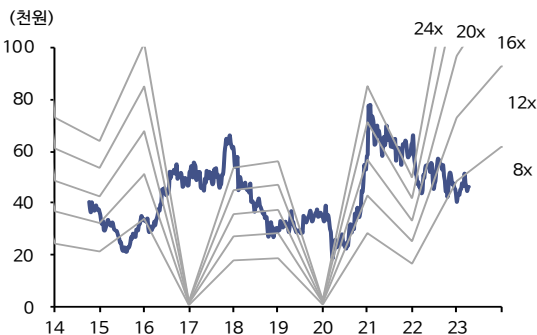
자료: 회사 자료, 신한투자증권

글로벌 경쟁사 밸류에이션 비교

회사명	시가총액 (십억원, x, %)	2023F				2024F			
		PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
현대모비스	20,837	7.8	0.5	5.0	7.3	6.9	0.5	4.1	7.8
한온시스템	4,681	36.6	2.0	9.1	5.4	18.8	2.0	7.8	11.1
현대위아	1,751	7.0	0.5	5.2	8.1	11.0	0.5	4.9	5.1
HL만도	2,254	8.4	1.1	6.2	13.2	9.8	1.0	5.5	11.0
S&T모티브	700	6.9	0.8	2.1	11.5	7.5	0.7	2.0	9.7
콘티넨탈 (독일)	19,188	12.9	1.0	4.6	4.1	9.0	1.0	3.8	11.6
마그나 (캐나다)	19,958	12.4	1.4	5.6	11.7	11.8	1.3	5.3	12.9
도요타 인더 (일본)	23,096	12.3	0.6	10.8	5.4	11.7	0.6	11.3	4.9
아이신 (일본)	10,707	7.0	0.6	4.1	8.9	12.4	0.5	5.0	4.9
보그워너 (미국)	14,509	10.7	1.6	6.2	13.6	9.6	1.3	5.7	14.0
니덱 (일본)	39,929	27.9	3.3	16.1	12.2	39.8	3.0	18.2	8.3
덴소 (일본)	58,207	19.4	1.4	8.7	7.4	17.0	1.3	8.1	7.6
존슨콘 (미국)	51,228	18.8	2.3	12.9	12.0	16.1	2.2	11.6	13.8
애플티브 (미국)	37,393	31.2	3.4	15.0	10.5	23.8	3.0	12.2	11.7
코이토 (일본)	7,861	19.9	1.4	5.7	7.2	24.2	1.3	5.8	5.5

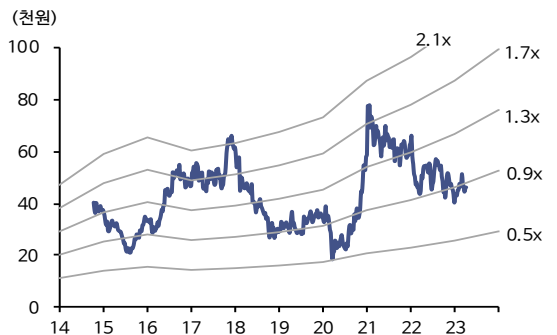
자료: Bloomberg, 신한투자증권

12개월 선행 PER 밴드 차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권

12개월 선행 PBR 밴드 차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권

분기 실적 요약

(십억원, %)	1Q23F	1Q22	YoY	4Q22	QoQ	신한(기준)	컨센서스
매출액	2,082	1,688	23.4	2,179	(4.5)	1,952	1,961
영업이익	66	69	(4.4)	57	16.3	82	72
세전이익	72	53	36.0	(151)	흑전	84	70
순이익	61	30	103.5	(97)	흑전	63	51
영업이익률	3.2	4.1		2.6		4.2	3.7
순이익률	2.9	1.8		(4.4)		3.2	2.6

자료: 회사 자료, FnGuide, 신한투자증권 추정 / 주: 순이익은 지배주주 기준

수익 예상 변경

(십억원, %)	변경전			변경후			변경률		
	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F
매출액	8,272	9,246		8,405	9,432	10,876	1.6	2.0	
영업이익	370	438		353	443	605	(4.4)	1.2	
세전이익	340	410		337	428	583	(1.0)	4.4	
순이익	253	306		285	362	236	12.3	18.5	
영업이익률	4.5	4.7		4.2	4.7	5.6			

자료: 신한투자증권 추정

실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,688	1,679	1,968	2,179	2,082	1,864	2,087	2,371	7,515	8,405	9,432	10,876
한국	653	687	654	797	788	703	707	803	2,791	3,001	3,129	3,264
중국	424	327	509	549	460	427	608	662	1,808	2,158	2,705	3,643
미국	284	393	474	481	515	431	417	507	1,631	1,870	2,010	2,195
인도	162	177	203	202	197	211	213	234	744	854	985	1,114
유럽/중남미 등	165	96	129	150	122	92	143	165	540	522	603	660
-ADAS	170	185	192	220	200	218	226	259	767	903	990	1,064
매출액 증감률	12.4	12.9	37.1	26.5	23.4	11.0	6.0	8.8	22.2	11.8	12.2	15.3
(% YoY) 한국	0.3	0.9	10.7	13.7	20.7	2.3	8.2	0.8	6.4	7.5	4.2	4.3
중국	30.8	(6.6)	42.4	5.0	8.7	30.8	19.5	20.6	16.4	19.3	25.4	34.7
미국	22.8	53.8	71.2	98.8	81.3	9.7	(12.0)	5.5	62.3	14.6	7.5	9.2
인도	7.7	36.9	40.3	56.8	21.6	19.3	4.5	15.5	34.5	14.7	15.3	13.1
유럽/중남미 등	13.9	32.1	93.1	17.2	(26.1)	(4.4)	10.8	9.9	31.0	(3.4)	15.6	9.4
-ADAS	(9.4)	(3.9)	17.8	18.1	17.7	17.7	17.7	17.7	5.1	17.7	9.6	7.5
영업이익	69	46	77	57	66	77	99	112	248	353	443	605
세전이익	53	69	180	(151)	72	86	106	73	151	337	428	583
순이익	30	36	129	(97)	61	72	90	62	98	285	362	236
영업이익률 (%)	4.1	2.7	3.9	2.6	3.2	4.1	4.7	4.7	4.7	3.3	4.2	4.7

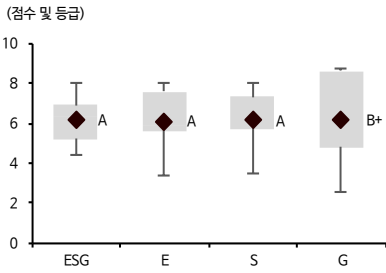
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

ESG Insight

Analyst Comment

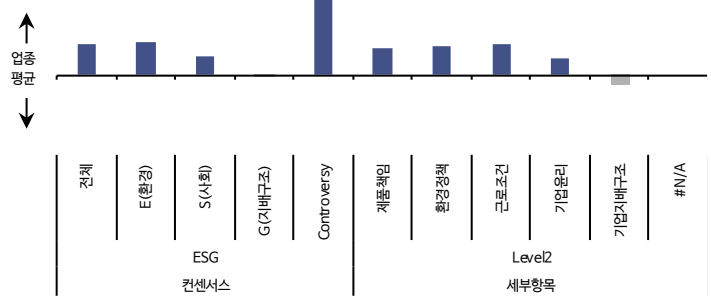
- ◆ 환경 영향 저감에 효과적인 제품 개발 추구, 자동차 브레이크에서 발생하는 미세먼지 저감목표 분진 포집 기술 개발
- ◆ 특화된 사회공헌 활동으로 CSR 정체성 확립, 종합재해지수 감축을 핵심성과지표로 채택, 안전성 제고
- ◆ 이사회 의장은 산업 전문성을 고려해 대표이사가 겸직, 사외이사는 법률, 재무 전문가 중심으로 구성

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권 / 주: 8개사 평균과 분포

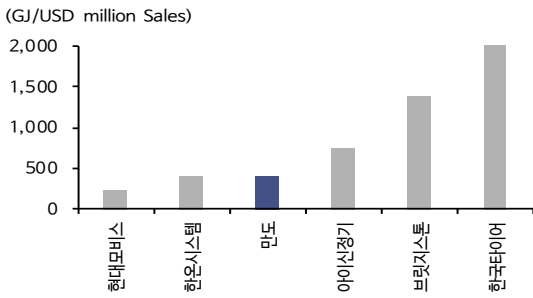
ESG 세부 항목별 업종 대비 점수차(컨센서스 기준)



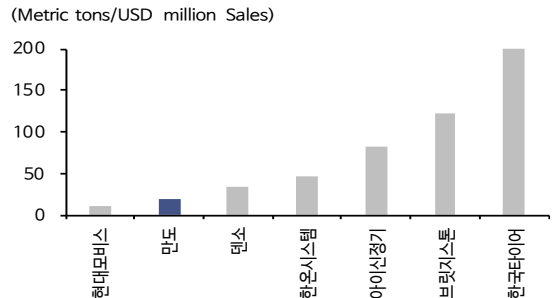
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

Key Chart

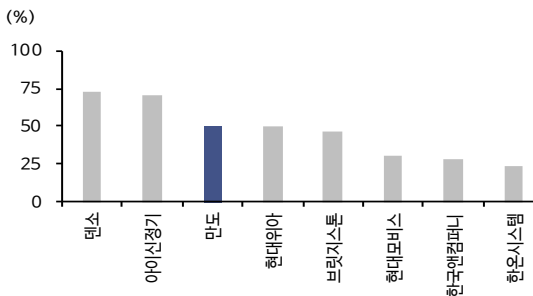
에너지사용 Intensity



탄소배출량 Intensity

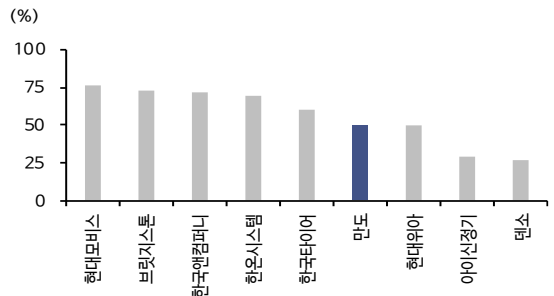


전문능력 이사 비율



자료: 신한투자증권

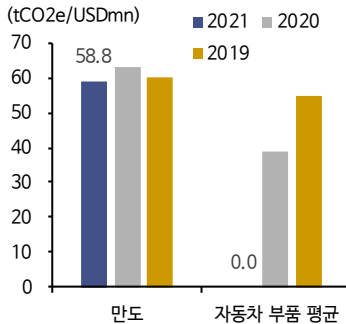
비경영진 이사 비율



자료: 신한투자증권

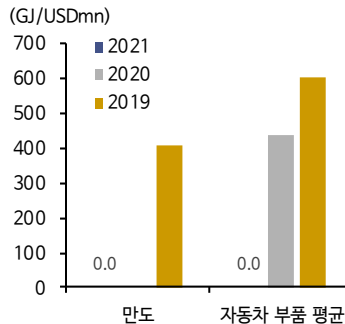
Environment (환경)

온실가스 배출량



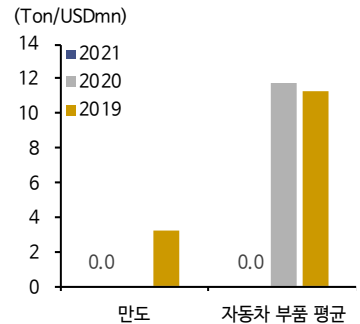
자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

에너지 사용량



자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

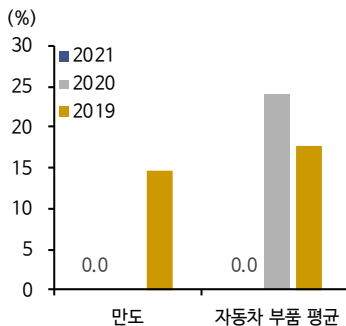
폐기물량



자료: Refinitiv, 신한투자증권

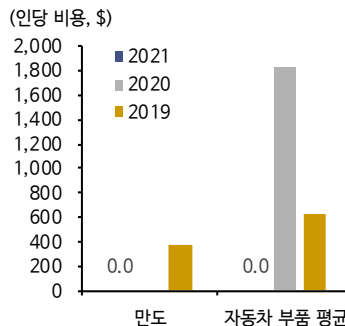
Social (사회)

여성직원 비율



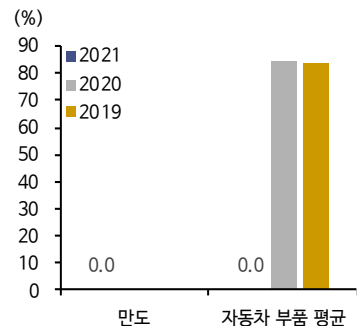
자료: Refinitiv, 신한투자증권

직원당 트레이닝 비용



자료: Refinitiv, 신한투자증권

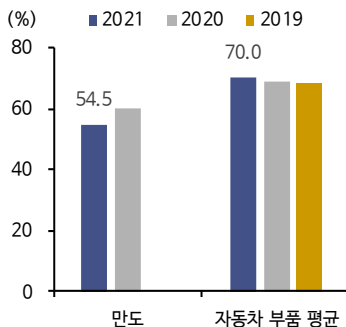
고객 만족도



자료: Refinitiv, 신한투자증권

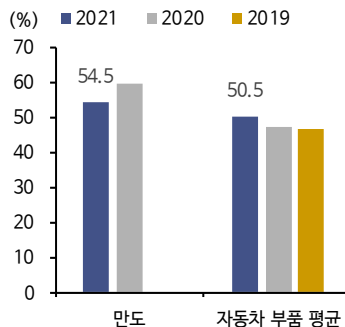
Governance (지배구조)

사외이사 비율



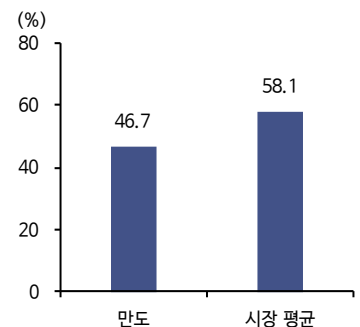
자료: 신한투자증권

독립이사 비율



자료: 신한투자증권

기업지배구조 핵심지표 준수를



자료: 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	5,704.4	5,845.8	6,211.8	6,700.7	7,166.5
유동자산	2,944.3	2,980.3	3,219.7	3,552.2	3,816.6
현금및현금성자산	852.3	492.1	520.6	559.5	380.3
매출채권	1,359.7	1,495.0	1,625.6	1,807.5	2,082.3
재고자산	544.1	665.2	723.3	804.2	926.5
비유동자산	2,760.1	2,865.5	2,992.1	3,148.5	3,349.9
유형자산	2,193.0	2,116.7	2,261.2	2,429.8	2,636.7
무형자산	113.9	159.8	137.3	118.6	103.0
투자자산	221.6	234.7	239.3	245.9	255.8
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	3,660.1	3,572.1	3,703.6	3,886.8	4,163.6
유동부채	2,129.6	2,150.8	2,272.5	2,442.1	2,698.3
단기차입금	127.2	169.4	169.4	169.4	169.4
매출채무	969.0	989.0	1,075.3	1,195.6	1,377.5
유동성장기부채	597.7	587.6	587.6	587.6	587.6
비유동부채	1,530.5	1,421.3	1,431.1	1,444.7	1,465.2
사채	828.0	688.9	688.9	688.9	688.9
장기차입금(경기금융부채 포함)	612.6	620.6	620.6	620.6	620.6
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,044.3	2,273.7	2,508.2	2,814.0	3,003.0
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	603.1	603.1	603.1	603.1	603.1
기타자본	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
기타포괄이익누계액	186.6	222.3	222.3	222.3	222.3
이익잉여금	915.5	1,082.7	1,339.3	1,673.3	1,880.6
지배주주지분	1,954.6	2,157.4	2,414.1	2,748.1	2,955.4
비지배주주지분	89.7	116.3	94.1	65.9	47.6
*총차입금	2,165.5	2,066.5	2,066.5	2,066.5	2,066.5
*순차입금(순현금)	1,285.9	1,464.0	1,432.4	1,389.1	1,561.8

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	412.7	(13.3)	236.3	300.7	153.1
당기순이익	178.6	118.3	262.6	333.9	217.2
유형자산상각비	280.3	304.4	233.8	255.9	282.4
무형자산상각비	46.5	34.4	22.5	18.7	15.5
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(2.1)	(103.6)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(10.2)	(5.8)	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(140.1)	(540.2)	(337.8)	(363.0)	(417.3)
(법인세납부)	(59.9)	(100.2)	(74.1)	(94.2)	(61.2)
기타	119.6	279.4	129.3	149.4	116.5
투자활동으로인한현금흐름	(376.6)	(137.4)	(386.0)	(435.3)	(505.8)
유형자산의증가(CAPEX)	(207.3)	(312.3)	(378.2)	(424.5)	(489.4)
유형자산의감소	38.7	343.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(33.5)	(58.7)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	30.2	21.6	(4.7)	(6.5)	(9.9)
기타	(204.7)	(131.3)	(3.1)	(4.3)	(6.5)
FCF	26.2	(157.1)	65.3	72.4	(143.5)
재무활동으로인한현금흐름	229.0	(244.8)	(78.7)	(83.4)	(83.4)
차입금의 증가(감소)	253.1	(242.6)	0.0	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(8.7)	(47.7)	(23.5)	(28.1)	(28.1)
기타	(15.4)	45.5	(55.2)	(55.3)	(55.3)
기타현금흐름	0.0	0.0	256.9	256.9	256.9
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	25.8	35.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	290.8	(360.2)	28.6	38.9	(179.2)
기초현금	561.4	852.3	492.1	520.6	559.5
기말현금	852.3	492.1	520.6	559.5	380.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	6,147.4	7,516.2	8,404.6	9,432.5	10,876.2
증감률 (%)	10.5	22.3	11.8	12.2	15.3
매출원가	5,246.1	6,510.1	7,196.0	8,029.3	9,468.5
매출총이익	901.3	1,006.0	1,208.6	1,403.1	1,407.7
매출총이익률 (%)	14.7	13.4	14.4	14.9	12.9
판매관리비	669.0	757.9	855.1	960.0	1,107.2
영업이익	232.3	248.1	353.5	443.1	300.4
증감률 (%)	161.9	6.8	42.5	25.3	(32.2)
영업이익률 (%)	3.8	3.3	4.2	4.7	2.8
영업외손익	(4.2)	(18.1)	(16.9)	(15.0)	(22.0)
금융손익	(36.3)	(28.0)	(25.3)	(23.7)	(31.0)
기타영업외손익	21.9	12.1	0.0	0.0	0.0
중소 및 관계기업관련손익	10.2	(2.2)	8.4	8.7	8.9
세전계속사업이익	228.1	230.0	336.6	428.1	278.4
법인세비용	49.5	111.7	74.1	94.2	61.2
계속사업이익	178.6	118.3	262.6	333.9	217.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	178.6	118.3	262.6	333.9	217.2
증감률 (%)	1,188.6	(33.8)	122.0	27.2	(35.0)
순이익률 (%)	2.9	1.6	3.1	3.5	2.0
(지배주주)당기순이익	167.1	98.3	284.8	362.1	235.5
(비지배주주)당기순이익	11.5	20.0	(22.2)	(28.2)	(18.3)
총포괄이익	337.2	262.2	262.6	333.9	217.2
(지배주주)총포괄이익	318.3	246.3	254.4	323.5	210.4
(비지배주주)총포괄이익	18.9	15.8	8.2	10.4	6.8
EBITDA	559.1	586.9	609.8	717.7	598.4
증감률 (%)	41.7	5.0	3.9	17.7	(16.6)
EBITDA 이익률 (%)	9.1	7.8	7.3	7.6	5.5

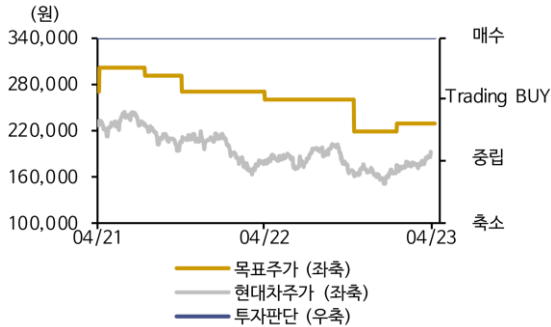
주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	3,804	2,519	5,592	7,111	4,625
EPS (지배순이익, 원)	3,559	2,093	6,064	7,712	5,015
BPS (자본총계, 원)	43,535	48,422	53,414	59,926	63,951
BPS (지배지분, 원)	41,624	45,945	51,410	58,522	62,938
DPS (원)	800	500	600	600	600
PER (당기순이익, 배)	16.7	16.0	8.6	6.7	10.4
PER (지배순이익, 배)	17.8	19.3	7.9	6.2	9.6
PBR (자본총계, 배)	1.5	0.8	0.9	0.8	0.8
PBR (지배지분, 배)	1.5	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA (배)	7.8	5.9	6.2	5.2	6.5
배당성향 (%)	22.5	23.9	9.9	7.8	11.9
배당수익률 (%)	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	9.1	7.8	7.3	7.6	5.5
영업이익률 (%)	3.8	3.3	4.2	4.7	2.8
순이익률 (%)	2.9	1.6	3.1	3.5	2.0
ROA (%)	3.4	2.0	4.4	5.2	3.1
ROE (지배순이익, %)	9.3	4.8	12.5	14.0	8.3
ROIC (%)	5.8	5.7	8.2	9.7	6.1
안정성					
부채비율 (%)	179.0	157.1	147.7	138.1	138.6
순차입금비율 (%)	62.9	64.4	57.1	49.4	52.0
현금비율 (%)	40.0	22.9	22.9	22.9	14.1
이자보상배율 (배)	4.6	4.3	6.4	8.0	5.4
활동성					
순운전자본회전율 (회)	10.9	8.8	7.9	8.1	8.2
재고자산회수기간 (일)	25.7	29.4	30.2	29.6	29.0
매출채권회수기간 (일)	80.0	69.3	67.8	66.4	65.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자의견 및 목표주가 추이

현대차 (005380)

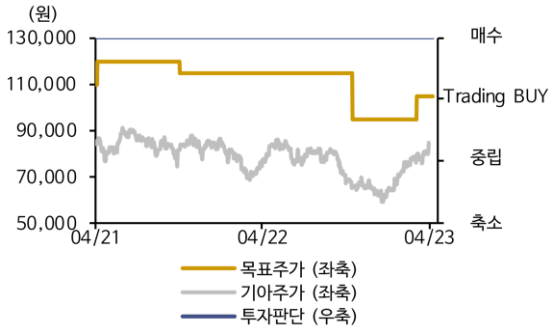


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 01월 06일	매수	270,000	(12.0)	(0.9)
2021년 04월 14일	매수	300,000	(22.9)	(18.8)
2021년 07월 23일	매수	290,000	(27.1)	(22.4)
2021년 10월 12일	매수	270,000	(27.3)	(19.1)
2022년 04월 12일	매수	260,000	(28.5)	(22.3)
2022년 10월 13일	6개월경과		(36.0)	(35.2)
2022년 10월 25일	매수	220,000	(25.3)	(20.0)
2023년 01월 27일	매수	230,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

기아 (000270)

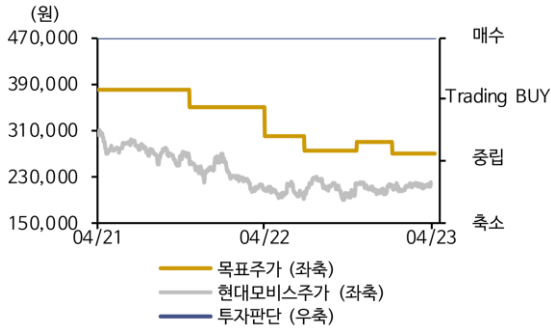


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 01월 28일	매수	110,000	(23.3)	(7.7)
2021년 04월 14일	매수	120,000	(29.4)	(23.8)
2021년 10월 12일	매수	115,000	(30.2)	(23.4)
2022년 04월 13일		6개월경과	(30.7)	(25.0)
2022년 10월 14일		6개월경과	(40.9)	(39.9)
2022년 10월 26일	매수	95,000	(28.2)	(16.2)
2023년 03월 16일	매수	105,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

현대모비스 (012330)

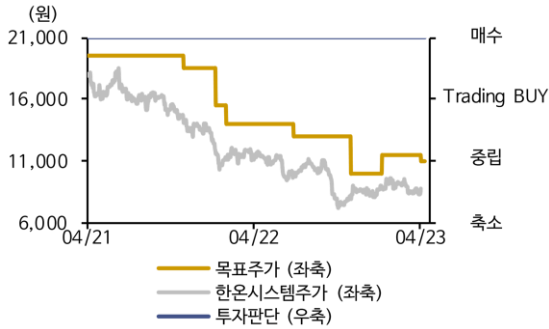


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 01월 29일	매수	380,000	(22.6)	(5.8)
2021년 07월 30일		6개월경과	(29.6)	(26.3)
2021년 10월 29일	매수	350,000	(32.9)	(23.0)
2022년 04월 12일	매수	300,000	(31.8)	(26.0)
2022년 07월 08일	매수	275,000	(23.0)	(16.2)
2022년 10월 31일	매수	290,000	(27.2)	(23.8)
2023년 01월 17일	매수	270,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

한온시스템 (018880)

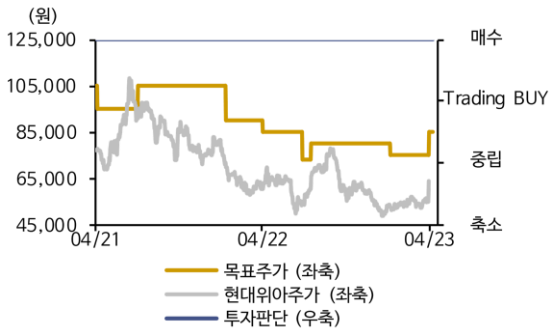


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 02월 10일	매수	19,500	(13.0)	(3.8)
2021년 08월 11일		6개월경과	(20.2)	(15.4)
2021년 11월 10일	매수	18,500	(27.2)	(22.7)
2022년 01월 19일	매수	15,500	(28.7)	(24.8)
2022년 02월 11일	매수	14,000	(20.7)	(13.9)
2022년 07월 08일	매수	13,000	(26.8)	(14.2)
2022년 11월 10일	매수	10,000	(14.4)	(10.0)
2023년 01월 17일	매수	11,500	(22.5)	(16.5)
2023년 04월 12일	매수	11,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

현대위아 (011210)

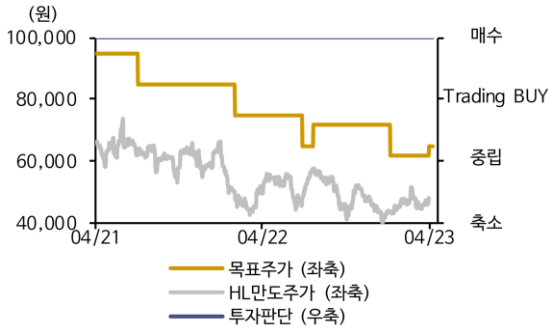


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 02월 01일	매수	105,000	(21.0)	(3.8)
2021년 04월 14일	매수	95,000	(10.4)	14.2
2021년 07월 12일	매수	105,000	(20.0)	(6.7)
2022년 01월 13일		6개월경과	(29.9)	(27.1)
2022년 01월 21일	매수	90,000	(29.7)	(23.7)
2022년 04월 12일	매수	85,000	(27.3)	(17.4)
2022년 07월 08일	매수	73,000	(19.8)	(16.0)
2022년 07월 27일	매수	80,000	(21.7)	(2.0)
2023년 01월 17일	매수	75,000	(26.7)	(14.1)
2023년 04월 12일	매수	85,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

HL만도 (204320)

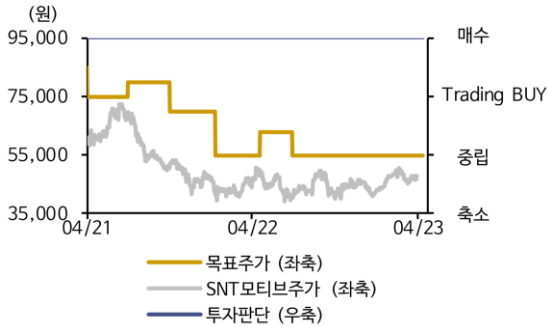


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 02월 04일	매수	95,000	(31.0)	(22.6)
2021년 07월 12일	매수	85,000	(28.1)	(22.2)
2022년 01월 13일	6개월경과		(37.1)	(30.8)
2022년 02월 10일	매수	75,000	(33.6)	(25.6)
2022년 07월 08일	매수	65,000	(17.3)	(12.0)
2022년 08월 01일	매수	72,000	(32.6)	(20.3)
2023년 01월 17일	매수	62,000	(25.5)	(17.1)
2023년 04월 12일	매수	65,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자 의견 및 목표주가 추이

SNT모티브(064960)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 01월 27일	매수	85,000	(24.2)	(14.7)
2021년 04월 14일	매수	75,000	(13.3)	(4.0)
2021년 07월 12일	매수	80,000	(28.0)	(13.3)
2021년 10월 12일	매수	70,000	(31.5)	(24.0)
2022년 01월 20일	매수	55,000	(19.7)	(8.0)
2022년 04월 28일	매수	63,000	(29.5)	(21.6)
2022년 07월 08일	매수	55,000	(19.8)	(9.9)
2023년 01월 09일		6개월경과	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice



산업 용어 해설은 QR코드를
통해 확인하실 수 있습니다.



- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정용진)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 기아, 현대모비스, 현대차를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY: 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 4월 9일 기준)

매수 (매수)	94.43%	Trading BUY (중립)	3.48%	중립 (중립)	2.09%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------