

# 현대차 (005380)



# SMIC

2024년 04월 12일

## 오빠 현대차 뽐났다, 주주 데리러 가

### 수익성과 함께 밸류업 준비 완료

25E BPS 419,826원에 Target PBR 0.75를 곱한 목표주가 314,900원, 투자의견 BUY를 제시한다. 동사가 지나온 길고 길었던 저평가 터널의 끝이 보인다. 전기차에 치여 시장의 무시를 받던 동사는 이제 없다. 환율은 동사에게 미소를 지어보이며 정부 정책 또한 마찬가지로이다. 하이브리드 차를 타고, 두둑해진 지갑과 함께 터널밖으로 나선 동사에게 펼쳐진 것은 주주와 함께 달려나갈 끝없는 아우토반이다. 변화하는 완성차 산업 구조속에서 동사가 받을 밸류업이션은 오늘이 가장 싸다.

### Point ①. 기회는 준비된 차에게 : Hybrid, High Margin

빠르게 질주할 것만 같던 전기차로의 전환이 캐즘의 벽에 부딪혔다. 지금이 레거시 OEM 완성차 업체에게는 절호의 기회다. 그러나 누구나 잡을 수 있는 것은 아니다. 미래에 틀림없이 다가올 친환경으로의 흐름도 놓칠 수 없고, 현재의 이익도 지켜내야 하는 어려운 상황이다. 하지만 동사는 두렵지 않다. 의심의 여지없는 동사의 이익 체력을 지켜주기 위해 ① 유일한 친환경 대안으로 떠오르는 하이브리드와 ② 든든한 공급변수들이 동사의 편에 서주고 있기 때문이다. 기회는 준비된 현대차에게!

### Point ②. K-밸류업, 누가 제일 잘할까?

단순히 저PBR이라고 해서 모두가 다 밸류업의 수혜를 받을 수는 없다. 본질적으로 성장하고 있지만 마땅히 받아야 할 가치를 받지 못하는 기업의 재평가를 위한 정책이기 때문이다. 테마로서의 밸류업이 아니라 근본적인 변화로서의 밸류업 수혜주에 투자하려면, 진짜 옥석을 가려야 한다. 그 흐름 한 가운데, 동사가 있다. ① 지속가능한 이익체력으로 성장 여력이 충분하고, ② 그럼에도 불구하고 부족한 주주환원으로 저평가 받고 있으며, ③ 지배구조 개선이 필요한 시점에 있어 경영진의 기업가치 제고 의지마저 충분하다. K-밸류업 열차의 1등 탑승권은 바로 동사의 것이다.

추정 연결손익계산서							
(단위: 십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	105,746	103,998	116,448	142,151	162,664	173,865	189,183
YoY(%)	-	-1.7%	12.0%	22.1%	14.4%	6.9%	8.8%
매출원가	88,091	85,516	94,721	113,880	129,179	135,760	143,971
매출총이익	17,655	18,482	21,727	28,272	33,484	38,106	45,212
GPM(%)	16.7%	17.8%	18.7%	19.9%	20.6%	21.9%	23.9%
판매비와관리비	14,050	16,087	15,200	18,447	18,357	21,253	22,542
영업이익	3,606	2,395	6,527	9,825	15,127	16,853	22,670
OPM(%)	3.4%	2.3%	5.6%	6.9%	9.3%	9.7%	12.0%
금융손익	352	(142)	328	106	589	363	293
기타손익	(336)	(322)	(368)	(307)	(568)	(283)	(240)
공동기업 및 관계기업 투자손익	543	162	1,302	1,558	2,471	2,471	2,471
세전순이익	4,164	2,093	7,789	11,181	17,619	19,404	25,194
법인세비용	978	169	2,267	2,979	4,627	5,304	6,887
당기순이익	3,186	1,925	5,522	8,202	12,992	14,100	18,307
NPM(%)	3.0%	1.9%	4.7%	5.8%	8.0%	8.1%	9.7%

Rating

Buy

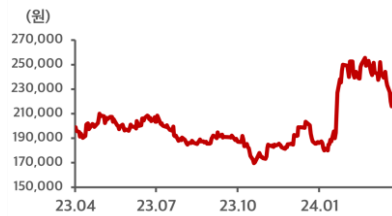
목표주가: 314,900 원

현재주가: 238,000 원

상승여력: 32%

### 12M 주가추이

시가총액 50 조 3,445 억원



### B/S data (FY23)

자산 총계 2,824,633 억원

부채 총계 1,806,539 억원

자본 총계 1,018,094 억원

### Earning data (TTM)

PBR 0.67x

BPS 342,739 원

ROE 13.70%

### 주요 주주

현대모비스 21.64%

정몽구 5.39%

자사주 3.64%

### SMIC 5 팀

팀장 48기 김한솔

팀원 48기 허정민

49기 박상은

49기 이효진

49기 정예환

# CONTENTS

---

1. 변화는 바람을 타고, 부릉부릉 ~ - 산업 분석 & 기업 분석	3
2. 투자 MAIN IDEA	6
3. 기회는 준비된 차에게 : Hybrid, High Margin - 투자포인트 ①	8
4. K-밸류업, 누가 제일 잘할까 - 투자포인트 ②	16
5. Valuation - Peer PBR Method	23
6. Appendix	31

## 1. 변화는 바람을 타고, 부릉부릉 ~ - 산업 & 기업 분석

### 1.1 완성차기업 중심의 자동차 산업

완성차기업은  
자동차 산업의 중심점

자동차 산업은 5,000조원 규모에 달하는, 전 세계에서 가장 거대한 산업이다. 그 거대한 규모만큼 **디자인 및 설계 → 부품 제작 및 조립 → 유통 및 판매 → 애프터마켓**으로 구성된 벨류체인을 자랑하며 전후방으로 금융업, 운송업 등과도 긴밀히 연관되어있다. 동사와 같은 완성차기업은 산업의 중심점으로서 설계부터 판매까지 자동차 **제작 과정 전반에 관여하며 산업을 주도해** 나간다.

진입하기 어려운  
자동차 산업

그간 시장에는 **소수의 전통 완성차기업만 존재했다**. 자동차는 3만여개에 달하는 부품으로 이뤄진 고가의 내구재로, 높은 자본력과 기술력을 필요로 해 **진입장벽이 높기 때문이다**. 또한, 자동차는 생산뿐만 아니라 판매의 난이도 역시 높다. 상대적으로 비싼 가격에, 생존과 직결된다는 특성으로 인한 위험부담이 커 구매자의 **브랜드 의존도가 강하기 때문이다**. 하지만 최근 자동차 산업 및 생태계는 새롭게 불어오는 두 가지 바람을 맞이하며 새로운 국면을 맞이하고 있는 중이다.

### 1.2. 자동차 산업에 불어온 새로운 바람

새로운 바람:  
친환경화 &  
소프트웨어화

그 주인공은 바로 **친환경화와 소프트웨어화**로, 이들은 단순한 트렌드가 아닌 **시장 내 구조적인 변화를 일으키는 요인들로 자리매김중**이다. 특히 미국자동차혁신연합(AAI)가 27년까지 연비 규제 미준수 기업에게 최대 140억 달러(약 19조원)의 과징금 및 판매 금지 처분을 경고할 정도로 **환경 규제는 유럽과 미국을 중심으로 강화되고 있다**. 한편, 소프트웨어화란 IT기기처럼 자동차에 소프트웨어를 탑재하는 것을 의미한다. 소프트웨어화는 빅테크, 2차전지와 같은 **새로운 산업을 시장에 끌어들이며** 자동차를 단순한 이동수단을 넘어서 **달리는 IT기기로 재정의**하고 있다.

소프트웨어 기반의  
친환경적 차가  
필요해!

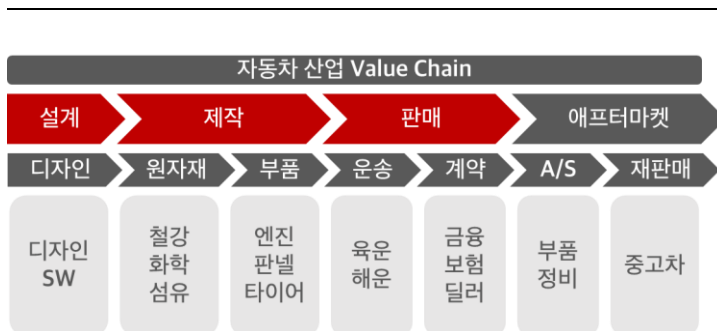
환경 규제가 엄격해지고 자동차를 기기화하려는 움직임이 늘어나자, **소프트웨어 기반의 친환경적 차종**에 대한 수요가 높아졌다. 완성차는 파워트레인의 종류에 따라 ICE, HEV, EV로 세분화되는데, 새로운 흐름에 따라 HEV와 EV의 수요가 증가하며 **성숙기였던 시장 내 변화의 움직임이 관찰되고 있다**. 이에 파워트레인에 대한 이해를 통해 각 차종별 특성을 더 자세히 살펴보자.

### 1.3. 자동차의 심장, 파워트레인

파워트레인 종류:  
ICE, HEV, EV

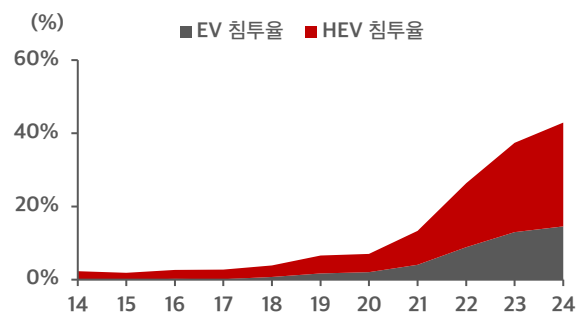
파워트레인이란 쉽게 말해 자동차의 동력원이며 구성으로 **내연기관 엔진과 전동 모터가 있다**. 엔진과 모터의 구성은 차종을 ICE, HEV, BEV로 구분짓는다. 모터의 비중이 높을수록 친환경적이고 소프트웨어를 탑재하기 용이한 차량이며 각 파워트레인별 매우 상이한 특징을 가지고 있다.

도표 1-1. 자동차 산업 Value Chain



출처: SMIC 5팀

도표 1-2. 글로벌 친환경차 침투율



출처: Marklines, SMIC 5팀

ICE는 내연기관차  
아직 메인이다

ICE(Internal Combustion Engine)는 가장 보편적인 내연기관차로, 내연기관 엔진만을 탑재한다. 구매가가 가장 낮지만 디젤 등 통상적으로 사용되는 연료를 주기적으로 보충해주어야 하므로 유지비용이 가장 비싸다. ICE는 배기가스의 방출로 인해 상술한 친환경화의 흐름에는 맞지 않지만 여전히 23년 전세계 판매대수 기준 75.2%를 차지하며 전 세계 자동차 시장의 주류로 남아있다.

EV는 전기차  
그러나 둔화된  
전기차 시대

EV(Electric Vehicle)는 오로지 전기로만 구동하는 순수한 전기차다. 오직 전동 모터로만 움직이며 구매가는 가장 높지만 전기 충전만 하면 돼 유지비용은 가장 낮다. EV는 여러가지 파워트레인 중 친환경화, 소프트웨어화라는 흐름에 가장 부합하는 모델이다. 20, 21년 연평균 40~50%에 달하는 매서운 EV의 성장세는 신생 전기차 기업들의 점유율을 높였다. 하지만 전기차의 비싼 가격과 미흡한 충전 인프라로 예상보다 수요가 부진했고 최근 EV로의 전환은 점차 늦춰지고 있다.

HEV는 하이브리드  
각광받기 시작한  
하이브리드

EV 침투율 둔화와 함께 주목받는 것이 바로 HEV이다. HEV(Hybrid Electric Vehicle)는 ICE와 EV의 중간 단계로, '하이브리드'라는 명칭처럼 엔진과 전동 모터를 동시에 사용하며 기름과 전기 모두를 에너지원으로 한다. 내연기관차와 전기차의 성질을 동시에 갖춘 하이브리드는 전기차에 비해 가격과 충전 인프라 문제로부터 자유롭다. 뿐만 아니라, 내연기관차보다 친환경적이고 연비 효율이 좋아 수요가 급격히 증가하고 있다. 23년 글로벌 하이브리드의 침투율은 13.1%로 전기차보다 높은 수치를 보이며, 이러한 HEV는 모터의 비중에 따라 다시 종류를 세분화할 수 있다.

HEV 종류:  
Mild, Full, Plug-in

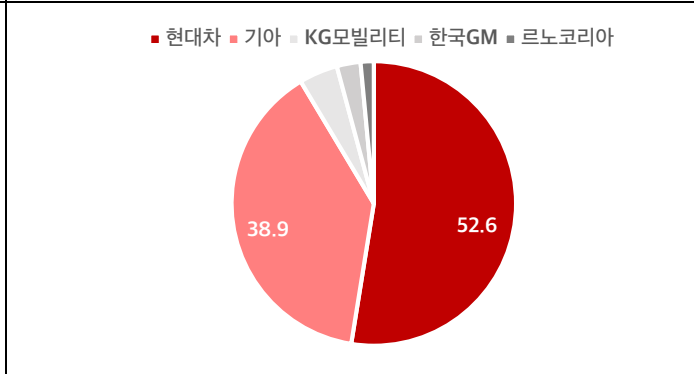
HEV는 Mild, Full, Plug-in 세 종류의 차량으로 구분되며 동력원 내 모터의 비중 정도에 따라 연비 효율과 충전 방식에서 차이를 갖는다. Mild HEV(MHEV)는 내연기관차와 가장 유사하며, 기존 설계를 크게 변경하지 않고 환경 규제를 맞출 수 있다는 특징을 갖는다. Full HEV(FHEV 또는 HEV)는 엔진과 모터가 세 모델 중 가장 고르게 구성된다. 이에 연비 효율이 높고, 소실 에너지로 모터가 자동 충전돼 편의성도 갖춘 가장 보편적인 하이브리드 모델이다. 그러나 기술적 구현이 어려워 소수 업체만 해당 모델 기술력을 보유하고 있다. 마지막으로 Plug-in HEV(PHEV)는 전기차와 가장 유사하며, 모터의 자가 충전이 불가능해 기름과 전기를 모두 충전해주어야 한다.

도표 1-3. 파워트레인별 분류

	ICE	HEV	BEV
구동원	내연기관	내연기관, 모터	모터
에너지원	화석연료	화석연료, 전기	전기
가격	구매가	중간	높음
	유지가	중간	낮음
구조	엔진, 연료탱크	모터, 엔진, 배터리, 연료탱크	모터, 배터리

출처: SMIC 5팀

도표 1-4. 국내 완성차기업 점유율



출처: 언론 종합, SMIC 5팀

## 2.1. King of K-Car, 동사를 소개합니다

동사는 Top-Tier  
전통 완성차기업

동사는 명실상부 국내 1위, 글로벌 4위의 전통 완성차기업이다. 동사는 최초의 국산 자동차 '포니'를 개발한 이래, 국내 자동차 산업과 역사를 함께했다. 67년 설립 이후 국내 1인자의 자리를 꾸준히 지켜왔으며, 98년 기아를 인수해 현재 합산 점유율 90%에 이른다. 동사의 사업 부문은 차량과 금융, 기타 제조로 구성되며 차량부문이 매출의 80.0%, 영업이익의 83.8%를 차지한다.

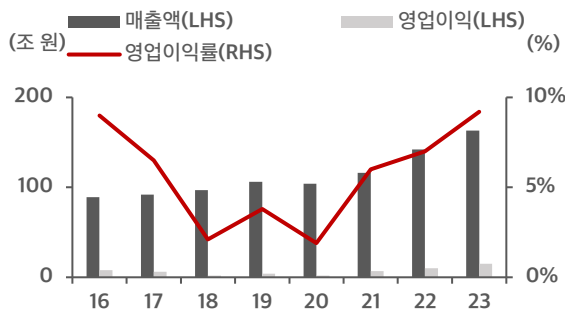
과거 공격적인  
수출로 탄탄히 다진  
입지

동사는 90년대부터 내수를 넘어 빠르게 해외에 진출했으며 현재 **매출액의 82.5%가 수출을 통해 발생한다**. 동사의 경쟁력은 **각국의 시장환경에 기반한 생산에서 출발한다**. 동사의 세심함은 동일한 모델명을 진출국에 따라 변화를 주는 데서 엿볼 수 있다. 동사는 **국가의 소득 수준과 문화에 맞는 모델**을 생산하기 위해 북미, 아시아, 유럽 등지에 공장을 두고 있으며, 수출을 시작한 지 얼마 지나지 않은 97년에도 인도 진출 2년만에 소형차 시장 점유율 2위에 오르며 떡잎부터 남다름을 보여주었다. 해외로의 공격적인 발돋움은 각국에서의 가격 경쟁력까지 안겨준다.

현재 고급화 전략으로  
ASP 상승 &  
역대급 실적

현재 동사는 **고급화 전략으로 ASP 상승**을 견인하고 있다. 과거에는 저렴한 가격을 통해 점유율을 늘리는 방법을 택했으나 20년 정의선 회장 취임 후 **품질과 디자인 개선에 집중**하기 시작했다. **제네시스, SUV, 하이브리드 등 단가 높은 제품에 주력**해 ASP를 상승시켰고, 이것이 코로나로 인한 이연수요와 맞물려 21년부터 가파른 매출과 영업이익의 성장세를 보이고 있다. 특히 23년 동사는 매출 163조원, 영업이익률 9.2%를 달성하며 **레거시 완성차기업의 역량을 재천명**했다.

도표 1-5. 동사 매출, 영업이익, 영업이익률 추이



출처: DART, SMIC 5팀

도표 1-6. 글로벌 완성차업체 기술 보유 여부

	ICE	HEV	BEV
Tesla	X	X	O
BYD/Auto	X	△	O
Toyota	O	O	X
Honda	O	O	X
Ford	O	O	△
GM	O	X	O
VW	O	△	O
Stellantis	O	△	O
<b>현대차그룹</b>	<b>O</b>	<b>O</b>	<b>O</b>

출처: 각 사, SMIC 5팀

### 2.3. 포니의 도전 정신은 24년에도 계속된다

도전 정신으로  
전 제품군 개척 완료

최초의 국산 자동차를 개발한 동사의 도전 정신은 **격변하는 시장 속에서 더욱 빛을 발한다**. 동사는 ICE, HEV, EV 전 제품군에 걸쳐 꾸준한 연구 개발을 지속해왔고, 현재 글로벌 전통 완성차 기업 중 유일하게 **모든 파워트레인 차종에 대한 높은 기술력 및 수익성을 보유하고 있다**.

ICE, 이상 무!

먼저 ICE에서 동사는 레거시 완성차기업답게 국내외에서 다진 **탄탄한 입지를 기반으로 견조한 수익**을 유지하고 있다. 국내 소비자들에게 친숙한 아반떼와 유럽 및 동남아시아의 스테디셀러인 i 시리즈는 동사의 캐시카우로, **제품군별로 5년 연속 30만대 이상의 판매량**을 보장하고 있다.

넘볼 수 없는  
동사의 HEV 기술력

HEV의 경우 **동사의 기술력**이 가장 두드러지는 분야로, 11년부터 개발을 시작해 엔진의 출력과 연비효율을 지속적으로 높여왔다. 그 결과, **고유의 병렬형 구조로 타사 대비 높은 원가경쟁력**을 갖추었다. 이를 바탕으로 동사가 영위하는 FHEV는 미국 HEV 시장에서 **점유율 2위**를 달성하였다. 상술했듯, FHEV는 기술적 진입장벽이 높아 동사를 비롯한 **5개 완성차기업만이 구현**할 수 있다. 23년 기준 YoY 30%를 상회하는 하이브리드 시장의 성장에 동사의 수혜는 예정된 수준이다.

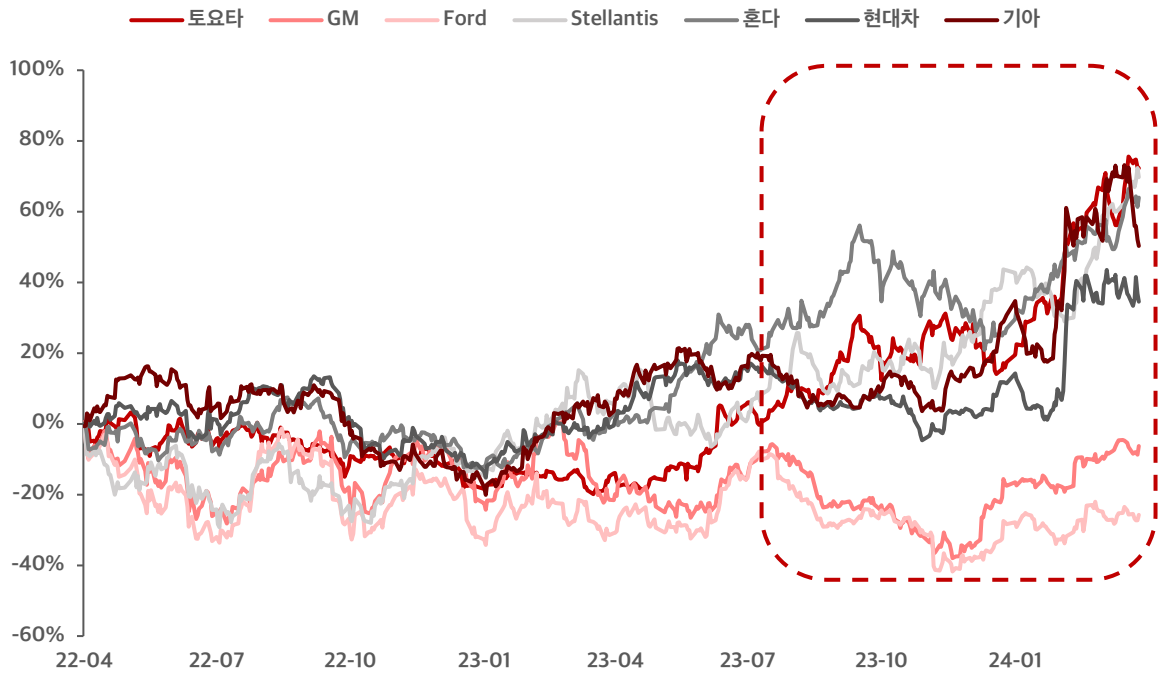
EV까지,  
탄탄한 성장세

EV에서는 비우호적인 시장 상황에도 불구하고, **22년과 23년 판매량 YoY 100.3%, 141.2%**라는 **괄목할 만한 성장세**를 보이고 있다. 차종별 판매비중은 ICE 84.3%, HEV 8.9%, EV 6.8%로, HEV와 EV는 시장의 주목을 받기 시작한지 얼마 되지 않아 아직 비중이 낮지만, 각각 최근 5년간 연평균 판매량 성장률 9.1%, 30.7%를 달성하며 **동사의 기술적 우위를 숫자로 증명**하고 있다.

*이제 전동화의 과도기 속 존재감을 보다 강하게 드러낼 동사의 네러티브 속으로 들어가보자.*

## 2. 투자 MAIN IDEA

그림 2-1. 글로벌 완성차 OEM 주가수익률 추이



출처: Yahoo Finance, SMIC 5팀

변화하고 있는  
자동차 산업

현재 자동차 산업과 그 안의 기업들은 전례없는 **변화의 갈림길**에 서있다. 시대의 변화와 기술의 혁신은 수많은 **투자포인트를 형성하고 소멸**시켰지만, 이토록 각 기업들의 성장 방향성과 투자자들이 바라보는 중요 포인트가 **엇갈린** 적은 없었다. 본 보고서는 그 이유를 정해진 미래, 친환경 차로 향하는 과정 속에서 각 기업들이 겪는 **각기 다른 이유**의 진통에서 찾았다.

기술 발전의  
길은 험난

앞서 언급했듯이, 친환경화와 소프트웨어화는 거스를 수 없는 **자동차의 큰 흐름**이다. 이 흐름이 향하는 궁극적인 미래는 **전기차**다. 하지만 기술의 발전에는 언제나 시간이 걸리며 미래를 낙관만 하며 기업을 바라보고 투자하기에 **현실은 너무 가혹**하다. 기업은 역설적으로 미래를 준비해야 하기에 지금 돈을 벌어야 하며, 돈을 벌기 위해 기업이 달려나가는 길은 **직선적이라기보다는 곡선적**이다. 구불구불한 길 위에 있는 기업을 바라보는 투자자들이 **헛갈릴 수밖에 없는 이유**다.

전기차 업체들의  
생존을 위한 사투

정해진 **미래를 낙관**하고 누구보다 먼저 그곳에 도달하려고 시도했던 **순수 전기차 업체**들은 현재 자신의 길이 생각만큼 **직선적이지 않을 것**임을 깨달았을 것이다. 차는 결국 **소비재**기에 소비자들의 선택을 받아야 하지만 현재 **전기차의 비싼 가격**으로는 힘들다. 전기차 대표주자 Tesla는 **가격을 지속적으로 하향**하며 버티기 전략에 들어갔으며, 우후죽순 생겨났던 전기차 스타트업들은 각 국 정부의 지속적인 **보조금 하향 추세** 속에서 **생존을 위한 사투**를 벌이고 있다.

완성차 업체 또한  
복잡한 머릿속

완성차 업체 각각의 머릿속은 더욱 복잡할 것이다. 전통적인 완성차 OEM들은 현재 해야 할 일이 많다. 차만 잘 팔면 됐던 시대는 지나갔고, 이제는 누가 **미래를 잘 준비**하면서 파는지가 중요하기 때문이다. 잘 파는 것도 그냥 잘 팔기만 하면 되는 것이 아닌, 각종 **환경 규제**를 고려해 수익성이 좋은 차종을 팔고, 많이 남겨 **전기차 전환을 위한 투자**를 지속해야 한다. 그리고 현재 돈이 되는 차종은 **하이브리드와 내연기관**이며, 바로 여기서 각 업체의 **역량과 전략**의 차이가 있다.

변화해온 시장의 평가	이런 산업 구조의 변화에 대해 당연하게도 시장의 평가 또한 달라져왔다. 미래를 낙관해 순수 전기차 업체로 쏠렸던 밸류에이션 프리미엄은 없어졌고, 늘어난 전환 기간 동안 돈을 벌며 착실하게 미래를 준비할 수 있는 완성차 OEM에게 일부 프리미엄이 부여됐다. 23년 말 전기차 둔화 현상이 점점 구체화되며 일제히 상승한 글로벌 완성차 OEM들의 주가 추이가 이를 방증한다.
동사에게 찾아온 기회	그렇다면 동사의 상황은 어떨까? 22-23년, 코로나로 인한 이연수요에서 비롯한 역대급 실적에도 불구하고 시장은 동사에게 가혹했다. 앞서 언급했듯이 전기차로의 전환에 시장 프리미엄이 쏠려, 순수 전기차 기업 대비 경쟁력이 낮았던 동사의 밸류에이션 De-Rating이 진행된 것이다. 대기수요가 해소되며 실적 Peak-Out이 나타날 것이라는 암울한 전망 또한 동사의 주가를 누르고 있던 요인이었다. 하지만 언급한 투자 아이디어의 변화는 동사에게 천금과도 같은 기회다.
또 하나의 트렌드, 주주환원	추가로 현재 완성차 업체 전반에 불어닥치고 있는 주주친화 정책 흐름을 빼놓을 수 없다. 본 보고서에 이 또한 현재 급변하고 있는 업계의 투자 아이디어가 반영된 결과라 주장한다. 모든 기업은 벌어들인 돈에 대해 유보, 재투자 그리고 주주환원이라는 선택을 한다. 미래를 위한 투자를 지속중인 동사에게 주주환원은 곧 전기차로의 전환을 위한 투자를 제하고도 실적에 대한 확신을 보여주는 자신감의 발로다. 그리고 동사의 주주환원은 20년 이후로 지속적으로 증가해왔다.
시장이 환호할 동사의 주주환원	정부의 밸류업 정책은 동사의 주주환원 흐름에 기름을 부어줄 것이다. 최근 1년 토요타가 일본 정부의 밸류업 정책을 등에 업고 엄청난 실적 상승과 함께 보여준 주가 상승률은 100%를 넘는다. 한국의 밸류업은 분명히 일본과는 다르지만, 방향성은 같다. 고질적인 코리아 디스카운트 해결을 위해 시작된 밸류업 정책은 특히 주주 권리에 대한 인식 부재로 신음했던 한국이기에 더욱 의미 있으며 이는 총선, 나아가 대선으로도 바꿀 수 없는 큰 흐름이다. 시간이 지나며 정책 가이드라인이 구체화될수록 동사의 주주환원 여력과 의지는 부각될 것이고 시장은 환호할 것이다.
실적과 주주환원, 둘 모두를 원한다	누가 전기차를 잘하는지에만 초점을 맞췄던 시장은 이제 누가 전기차로의 전환기를 잘 버텨낼 것인지에 대한 기대로 옮겨갔고, 이는 현 과도기를 지나고 있는 각 완성차 업체의 이익 체력에 대한 밸류에이션 프리미엄 부여 가능성을 높인다. 미래에 대한 자신감은 동사의 주주환원으로 드러날 것이며 코리아 디스카운트 해결을 위한 정부의 밸류업 프로그램과 함께 그 강도는 더욱 세질 것이다. 그리고 자동차 투자에 있어 현재 투자자가 명심해야 할 가장 중요한 점은 시장이 원하는 것이 실적과 주주환원 중 하나가 아닌, 두 요소 모두라는 것이다.
실적은 문제없다	동사는 자신 있다. 한 손에는 과도기를 버텨낼 하이브리드라는 칼을 들고, 다른 한 손에는 우호적 환율 및 비용이라는 방패를 든 동사에게 실적 Peak-Out은 없음을 투자포인트 1을 통해 보일 것이다. 지금까지 저평가 당했던 동사의 준수한 실적이 이제 수면 위로 올라올 때다.
주주환원도 문제없다	동사의 주주친화 정책은 강화될 것이다. 투자포인트 2를 통해 한국식 밸류업 정책의 본질을 찾아내어 투자 대상이 될 수 있는 기업의 조건을 따져본다. 왜 동사가 주주환원을 강화할 수밖에 없는지 논증하고 실현가능한 미래에서의 투자 가이드까지 진행한다.

### 3. 기회는 준비된 차에게 : Hybrid, High Margin - 투자 포인트 ①

#### 3.1. 자동차 산업의 근본적 경쟁력

**자동차 산업의 경쟁력** 하나의 산업에 큰 변화가 도래했을 때 언제나 투자자는 왜? 라는 질문을 던져야 한다. 작금의 자동차 산업 또한 마찬가지다. 전기차의 급부상과 둔화, 이에 따른 하이브리드 모델의 대두가 현재의 자동차 산업 지도를 바꾸고 있지만 각 업체의 파워트레인별 판매량, 수익화 전략 등은 모두 후행 지표지 왜 자동차를 타는 소비자들이 전기차가 아닌 하이브리드차를 선택했느냐에 대한 답변은 되지 못한다. 본 투자포인트 또한 자동차의 근본적인 경쟁력에 대한 의문에서 시작됐다.

**가격/라인업/신뢰도가 바로 경쟁력** 본서는 자동차 산업, 나아가 동사의 근본적인 경쟁력이 가격, 라인업, 브랜드 이미지 및 신뢰도에서 온다고 판단하였으며 해당 관점 아래서 현 상황을 바라보고 동사의 미래를 예측하고자 노력했다. 그리고 이를 통해 도출해낸 동사의 미래는 매우 밝다.

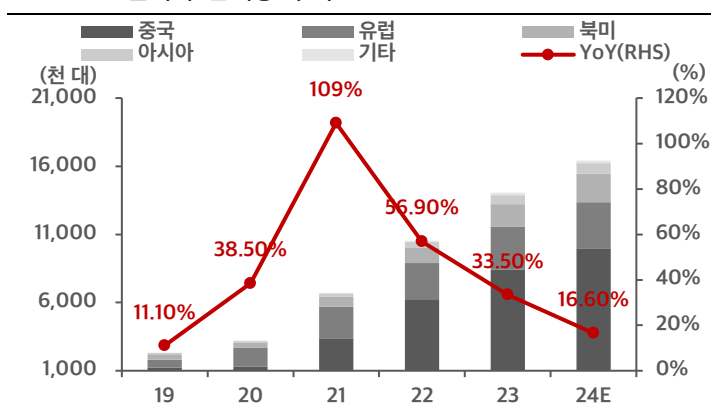
#### 3.2. 전기차 수요 둔화

**전기차 수요 둔화** 글로벌 전기차 시장은 캐즘존에 돌입했다. 글로벌 전기차 판매량은 21년도 YoY 109%라는 폭발적인 지표를 보여줬지만 23년도에는 33.5%까지 하락하면서 전기차 수요 둔화는 우려가 아닌 현실이 됐다. 이러한 수요 둔화의 이유는 1. **전기차 보조금 축소** 2. **충전 인프라의 부족**이다. 두 문제가 당장 해결되지 못하는 원인들인 만큼 전기차 시장의 성장 둔화는 지속될 것이다.

**EV 지원금 축소** 전기차 보조금은 최근 빠르게 축소되는 추세이다. 전기차의 빠른 성장과 한정된 보조금 재원으로 인해 전세계 전기차 한대당 정부 보조금은 17년 20%에서 22년 10% 수준으로 낮아졌다. 뿐만 아니라, 미국은 중국 전기차 업체에 대한 견제를 위해 24년 1월부터 IRA 보조금 지급 대상 차량을 43종에서 19종으로 줄였다. 유럽에서도 전기차 보조금은 폐지, 감산 기초를 보이고 있다.

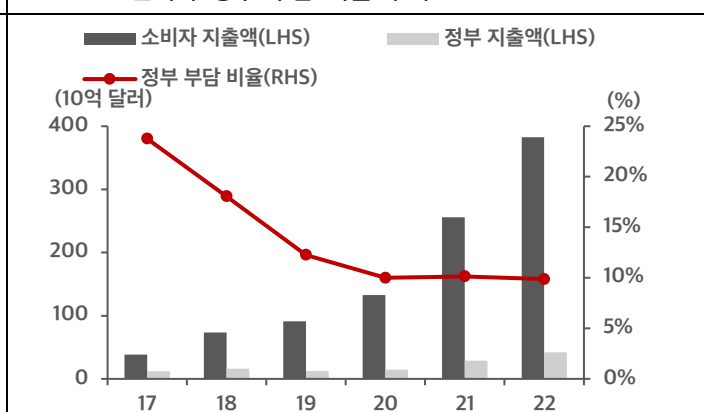
**가격 경쟁력 회복은 27년이 돼서야** 전기차 업체가 정부의 도움이 필요치 않게 되는 시점은 최소 27년 이후일 것이다. 23년도의 전기차 평균가가 6만 달러임을 고려하면 현재 정부 부담 가격은 6천 달러로 추정된다. 즉 정부 지원금이 없어도 소비자의 선택을 받기 위해서는 전기차 업체들은 6천 달러 이상의 원가 절감을 이뤄 내야만 한다. 이는 전기차의 핵심 부품인 배터리 가격을 통해 유추 가능한데, 현재 140\$/kWh인 배터리 가격의 연평균 11% 하락을 감안 시 원가 절감 효과가 6천 달러를 넘는 시점이 27년이기 때문이다. 그러나 27년이 돼서도 해결되지 못할 문제, 충전 인프라가 있다.

도표 3-1. 전기차 판매량 추이



출처: SNE 리서치, SMIC 5팀

도표 3-2. 전기차 정부 부담 비율 추이



출처: IEA, SMIC 5팀

미국은 30년에도  
인프라 부족

현재 전기차 충전 인프라는 부실한 상황이다. 충전 인프라를 가늠하기 위한 중요한 척도인 차충비는 값이 낮을수록 인프라 구축이 잘 됐음을 의미한다. 그런데 22년도 전세계 평균 차충비가 10 이었던 것에 반해, 메이저 전기차 시장인 미국과 유럽의 차충비는 각각 24, 13으로 매우 열악한 상황이다. 특히 미국 차충비의 경우 향후 예정한 전기차 충전기 공급량 50만대와 예상되는 전기차 보급대수를 고려했을 때도 여전히 13에 불과해, 30년이 도래해도 미국 소비자들은 충전 인프라에 대해 불편을 느낄 것이다. 전기차의 원활한 보급을 가로막는 벽이 형성돼있는 것이다.

### 3.3 하이브리드라는 파도

시장의 관심  
하이브리드

이러한 상황에서 소비자들은 전기차 대신 하이브리드차로 눈길을 돌리고 있다. 합리적인 가격과 높은 연비를 가지는 하이브리드차가 현명한 선택지가 된 것이다. 하지만 이러한 원인에는 시장의 높은 수요뿐만 아니라, 각국의 연비 규제라는 공급 압박도 작용했다.

연비를 높여야 하는  
완성차 OEM

자동차 업체들은 각국 연비 규제에 대응하기 위해 연비 향상을 이뤄내야 한다. 완성차 업체들은 특히 벌금 규모가 큰 미국 CAFE 규제에 주목하고 있다. CAFE 규제는 미국 시장에 진출한 자동차 업체들을 대상으로 하며, 각 업체가 생산한 차량의 평균 연비(MPG)가 기준치에 부합하지 못할 경우 벌금을 부과한다. 바이든 행정부는 규제 기준치를 22년 40.6 MPG에서 26년 56 MPG까지 매년 8% 상향하고, 기준치와의 0.1 MPG 차이당 \$14의 벌금을 부과하겠다고 발표했다.

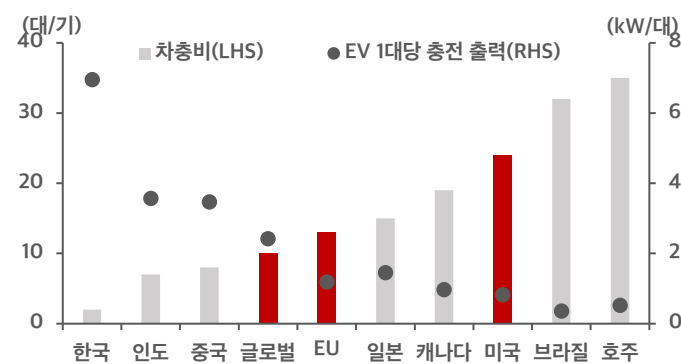
전기차는 돈이 안돼  
답은 하이브리드

이와 같은 연비 규제에 효과적으로 대응 가능한 모델이 바로 하이브리드차다. EV가 더 높은 연비를 가지고 있지만 전기차 수요가 둔화된 현 상황에서 EV 생산은 수익성을 훼손하는 악수다. 따라서 완성차 업체들에게 있어 가장 합리적인 선택지는 하이브리드차며 동사 또한 하이브리드차를 통해 연비 향상을 이루어 22년 미국 내 평균 연비 36.2 MPG, 2위라는 순위를 기록했다.

하이브리드  
향후에도 견고

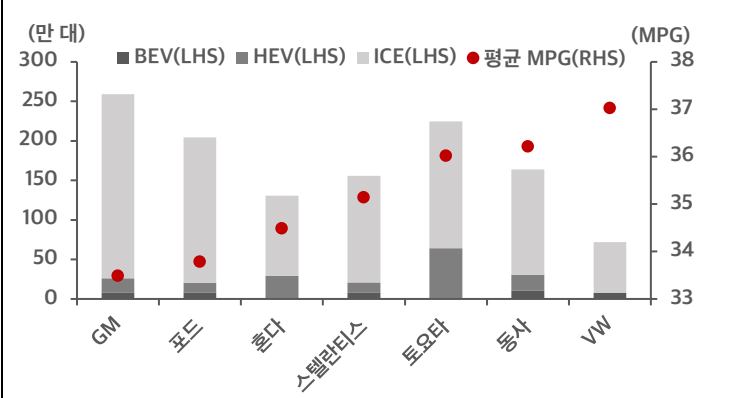
자동차 산업 내의 하이브리드라는 모멘텀은 쉽게 깨지지 않을 것이다. 소비자 입장에서 상대적으로 비싸고 충전이 불편한 EV를 탈 가능성은 굉장히 낮다. 최근 바이든 대통령은 32년을 목표로 한 신차 판매 계획에서 HEV 비중을 13%까지 확대하겠다고 공언했으며 트럼프는 올해 대선에서 당선될 경우 전기차 보조금을 폐지하겠다고 언급한 만큼, HEV의 비중 확대는 정해진 미래다.

도표 3-3. 22년 전세계 충전 인프라



출처: IEA, SMIC 5팀

도표 3-4. 22년 미국 내 완성차 업체들 평균 MPG



출처: Marklines, SMIC 5팀

## 3.4 가성비가 최고의 무기

하이브리드는  
과점 시장

하이브리드 시대의 수혜를 누릴 수 있는 기업은 소수에 불과하다. 실제 지난 19년 시장에 23,470개의 하이브리드 관련 특허가 시장에 공개된 이래 아직 새로운 기술 및 특허를 발표한 신규 플레이어가 없을 정도로 하이브리드차는 높은 기술 진입 장벽을 보유한다. 이에 현재 동사를 포함한 토요타 등 오직 5개 기업만이 전 세계 하이브리드 시장 점유율을 과점하고 있다.

동사의 무기  
가성비

하이브리드 업체들은 기술 방식의 차이가 있을 뿐 업체 간 성능의 차이가 크게 두드러지지 않는다. 그렇다면 소비자가 고려하는 요소는 차량 라인업과 가격, 신뢰도이다. 동사는 향후 신형 썬타페, 펠리세이드, 제네시스를 대상으로 하이브리드 라인업을 추가할 것이다. 또한 동사는 가격을 무기 삼아 20년도 5% 수준이었던 HEV 시장 점유율을 23년도에 10%까지 끌어올렸다. “U.S.뉴스&월드리포트”에서 발표한 “22년 Best Cars for the Money Awards”의 SUV 하이브리드 부문에서 동사 투싼이 1위를 차지한 사실은 동사 제품의 가격 경쟁력을 짐작하게 한다.

경쟁사와 비교  
한다, 토요타

동사의 가격 경쟁력은 타사 제품과의 비교에서 더욱 구체적으로 확인할 수 있다. 공정한 가격 비교를 위해 동년도에 출시된 동급의 차량 토요타 RAV4와 혼다 CR-V를 예시로 들면 동사 투싼은 두 제품 대비 2,500달러 이상 저렴한 가격을 자랑한다. 심지어 CO2 배출량, 시스템 총 출력 등의 성능적 부분에서도 투싼이 우위를 보였다. 23년도 미국 내 혼다의 최대 판매 모델이 CR-V임을 감안하면, 투싼을 위시한 동사 대표 HEV 브랜드의 성공 가능성은 매우 높다고 할 수 있다.


경쟁사의 비보는  
곧 동사의 희소식

뿐만 아니라 최근 토요타의 브랜드 신뢰도가 하락하는 사건이 발생했다. 23년 12월, 토요타의 자회사 다이하쓰가 30년 이상 안정성 테스트를 조작해왔으며, 총 174건의 부정 행위를 저지른 사실이 적발됐다. 또 다른 계열사 토요타 자동차의 엔진 데이터 조작 사실까지 드러나면서 그간 높은 브랜드 신뢰도를 자랑하던 토요타는 10개 차종에 대한 출하를 멈추고, 일본 내 4개 공장의 가동을 올해 3월 1일까지 중단하였다. 추락한 토요타의 브랜드 신뢰도 회복에는 오랜 시간이 소요될 것이며 이는 곧 HEV 내 대표 경쟁사인 동사에게 상당한 호재로 작용할 가능성이 높다.

동사, HEV 추가 생산

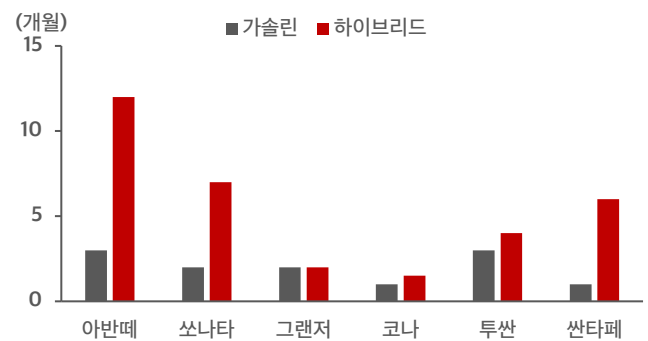
이런 상황 속에서 동사는 올해부터 본격적으로 하이브리드 생산을 늘리고 있다. 울산3공장은 내연기관차 → 하이브리드차로의 생산 라인 전환을 끝마쳐 3월부터 가동을 시작했으며, 미국 HMGMA 공장에서도 HEV 생산을 추가적으로 검토하고 있다. 최대 86만대의 추가 생산이 가능해질 것이며 현재 국내의 경우 동사 대부분의 차종에 대해 HEV 출고기간이 ICE보다 길다는 사실은 동사의 추가적인 HEV 생산분이 곧 매출로 직결될 것임을 의미한다.

도표 3-5. 토요타 RAV4, 혼다 CR-V, 현대 투싼 비교

구분	토요타 RAV4	혼다 CR-V	현대 투싼
외관			
구동방식	4륜	4륜	4륜
제원			
전장(mm)	4,600	4,705	4,640
전폭(mm)	1,855	1,865	1,865
전고(mm)	1,685	1,690	1,665
CO2 배출량(g/Km)	106	115	99
시스템 총 출력(PS)	222	204	235
연비(MPG)	37	37	38
MSRP(\$)	34,025	33,900	31,350

출처: 각 사, SMIC 5팀

도표 3-6. 동사 납기표 - 출고 대기기간



출처: 동사, SMIC 5팀

## 3.5 HEV 판매를 통한 믹스 마진 상승

마진을 견인할 HEV 동사가 하이브리드 판매 증가에서 얻는 이점의 정수는 믹스 마진 개선에 있다. 동사의 HEV는 ICE 대비 판매가가 500만원 비싸지만, 모터, 배터리 등과 같은 추가적인 부품으로 인한 제조원가는 300만원 가량만 추가로 소요된다. 즉 **재료비에서 이미 200만원의 추가 수익이 확보되는** 것이다. 이뿐만 아니라 판매량 증가에 따른 연구 개발비 감소 효과는 마진 개선을 극대화한다.

연구개발비의 Key 파워트레인&플랫폼 자동차 연구 개발비는 크게 **파워트레인과 플랫폼으로 나눌 수 있다**. 파워트레인은 자동차의 동력계를 담당하는 부분으로, 인간의 심장에 비유할 수 있고, 플랫폼은 자동차 차대로 인간의 뼈대에 비유할 수 있다. ICE와 HEV는 다른 심장을 가지고 있어 파워트레인 연구 개발비는 ICE, HEV 각각의 물량이 많아져야 개발비 부담이 절감된다. 그러나 ICE와 HEV는 비슷한 뼈대를 공유하기 때문에 ICE와 HEV의 **합산 물량이 증가하면 플랫폼 연구 개발비에 대한 부담이 감소하게 된다**.

계산에 활용한 가정 이제 HEV가 마진 개선의 주인공임을 숫자를 통해 증명해보자. 신차 개발비용은 평균적으로 3천 억원으로, 이를 토대로 현재 판매되고 있는 ICE 26종, HEV 9종에 대한 개발비를 각각 7조 8천억원, 2조 7천억원으로 도출했다. 개발비에서 파워트레인과 플랫폼이 차지하는 비중은 각각 20%임을 토대로 계산해보면, ICE와 HEV 파워트레인 개발비는 각각 1조 6천억원, 5천400억원이다. ICE와 HEV는 플랫폼을 공유하므로, ICE의 플랫폼 개발비인 1조 6천억원을 ICE와 HEV가 같이 부담할 것이다. 또한 23년도 기준 차종별 판매 비중과 전체 OPM을 비교하여 ICE와 HEV의 OPM을 각각 9.5%, 11%로 역산했다. 마지막으로 ICE 차량 가격은 3천만원, HEV 차량 가격은 3천500만원으로 설정하여, HEV 판매가 본격화된 시점 이후에는 ICE + HEV의 물량을 Flat처리하였다.

판매 초기부터 HEV 본격화까지 위 가정 속에서 동사 믹스 마진 상승의 흐름을 확인해보았다. HEV 판매 초기에는 **플랫폼 고정비 부담 효과가 ICE 마진을 개선하게 된다**. 이후 HEV의 판매 비중이 70%까지 상승하면 HEV+ICE의 전체 마진율이 12%까지 개선된다. ICE의 판매 대수 감소에 따른 ICE 마진 훼손에도 HEV라는 든든한 존재가 전체 마진을 견인하는 것이다. **HEV의 물량 증가는 곧 동사 마진의 상승이다**.

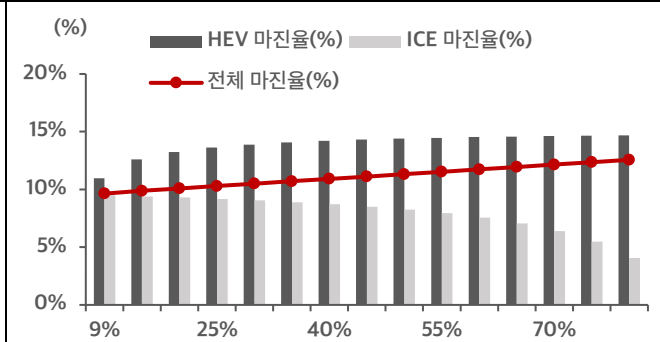
올해가 바로 심지어 **올해는 HEV를 통한 동사 OPM 개선이 극대화되는 시기이다**. 파워트레인의 상각이 대개 3년을 기준으로 한다는 것을 고려하면, HEV 엔진 출시 이후 3년이 지난 올해는 파워트레인 개발비 부담이 0에 가깝다. 동사는 작년 5월에 HEV 배터리 개발에 성공했으며, 이를 탑재한 신차가 작년 하반기에 출시된만큼 올해는 자체 개발 배터리로 인한 OPM 개선이 가시화될 것이다. 즉, 작금의 상황은 **빠르게 변화하는 자동차 산업 속에서 가장 중요한, 하이브리드라는 흐름에서 동사에게 가장 우호적인 수요 포인트가 지속적으로 창출되고 있는 상황으로** 봐도 무방하다.

도표 3-7. HEV 판매 전 후 비교

구분	ICE 360만대 → ICE + HEV 400만대		→ HEV 비중 70% 확대		
	ICE	ICE	HEV	ICE	HEV
판매비중(%)	100%	91%	9%	30%	70%
차량 가격(만원)	3,000	3,000	3,500	3,000	3,500
대당 매출 원가	2,419	2,409	2,815	2,508	2,688
재료비	1,920	1,920	2,220	1,920	2,220
노무비	240	240	240	240	240
경비	259	249	355	348	228
파워트레인	43	40	146	139	19
플랫폼	43	36	36	36	36
기타 경비	173	173	173	173	173
판매관리비	300	300	300	300	300
대당 이익	281	291	385	192	512
대당 마진(%)	9.4%	9.7%	11.0%	6.4%	14.6%
전체 마진(%)	9.4%	9.6%			12.2%

출처: SMIC 5팀

도표 3-8. HEV 비중과 전체(ICE+HEV) OPM 추이



출처: SMIC 5팀

## 3.6. 준비된 자에게 기회가 왔다

수익성을 위해  
꼭 확인해야 할  
공급변수

동사 이익 체력에 대한 확신을 얻기 위해서는 하이브리드로 대표되는 수요 포인트 외, 동사를 둘러싼 공급 변수들에 대한 고찰이 추가적으로 필요하다. 상술했듯 작금의 자동차 업계는 수익성 확보가 무엇보다 중요하다. 완성차 업체의 실적은 단순 수요 측면만으로 판단할 수 없기에, **공급 측면의 변수들이 긍정적으로 작용해야만 동사의 하이브리드 및 수요 대응 역량도 빛을 발한다.** 그리고 지금, 수익성에 영향을 미치는 대부분의 공급 변수들이 동사 편으로 돌아서고 있다.

주요 공급변수  
동사에게 최적의 상황

글로벌 완성차 업체의 실적을 좌우하는 공급 변수에는 환경 변수인 환율 및 원자재와, 개별 기업의 변수인 인센티브 및 ASP가 있다. 동사에게 최적의 시점을 만들어 줄 1) 우호적인 환율, 2) 인센티브와 원자재 비용의 하락, 3) 믹스 개선을 통한 ASP 개선 요소들을 하나씩 점검해 보자.

환율은

## 1) 우호적 환율

1) 매출

첫번째로, 환율은 달러와 엔화 양방향에서 긍정적일 전망이다. 환율은 수출 업체에게 가장 중요한 매크로 변수다. 원화 약세일 경우 원화 환산 매출이 상승하고, 수출 경쟁력이 높아지기 때문이다. 특히 수출액 비중이 60%인 동사에게는 더욱 중요한 지표이다. 실제로 원화 약세였던 23년 동사는 약 6천억원의 영업이익 상승효과를 누렸다. 다가올 24년에는 **매출을 이끌 달러 강세와, 일본 완성차 업체 대비 가격 경쟁력을 높일 엔화 강세**라는 두 요소가 동사를 기다린다.

2) 수출 경쟁력  
과 직결됨

원-달러 환율

먼저, 동사의 실적에 긍정적 영향을 주는 **달러 강세는 지속될** 예정이다. 달러 가격의 향방은 수급이 결정하고, 달러 수요는 당분간 견조할 것으로 예상된다. 이유는 크게 세 가지다. ① 유가가 상승하고, ② 국제 정세는 불안하며, ③ 미국은 탈세계화의 흐름을 주도하고 있기 때문이다.

동사에게 긍정적

①유가 상승세

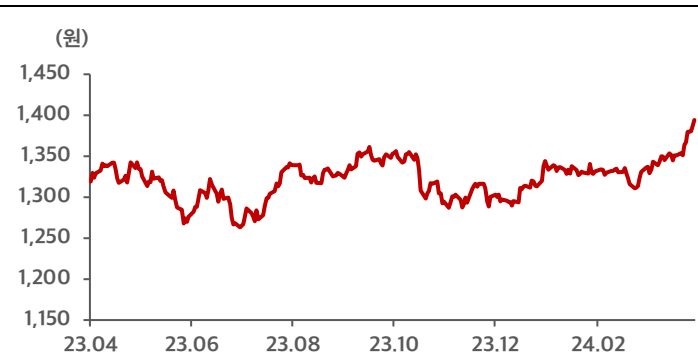
① 유가 상승세는 장기간 지속될 전망이다. 높은 유가는 원-달러 환율 상승에 크게 두 가지 영향을 미친다. 한국에서는 원유 수입을 위한 달러 수요를 자극하고, 미국에서는 물가 리스크로 연준의 금리 인하 기대를 후퇴시켜 달러 약세를 늦춘다.

지속 전망

OPEC, 러시아, 미국  
모두 공급부족

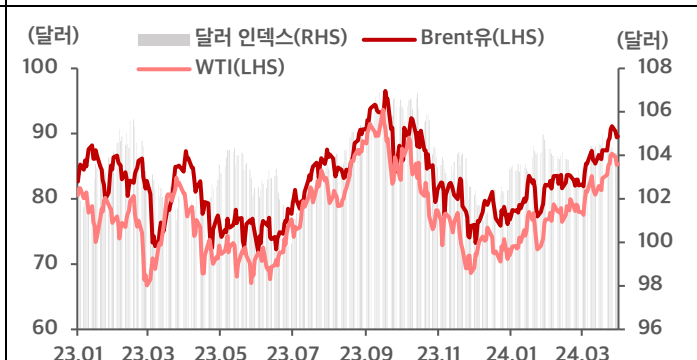
우선, 원유 주요 생산 주체 모두가 유가의 상승을 이끌고 있다. 원유 공급은 크게 OPEC, 러시아, 미국에 달려있는데, 현재 이 모든 환경에서 유가는 강한 상승 압력을 받고 있다. 1) OPEC의 감산 기조는 지속될 예정이다. 주요 산유국 협의체인 OPEC+ 회원국들은 원유 감산을 6월 말까지 연장하기로 했다. 특히 대규모 인프라 투자가 필요한 사우디 아라비아는 고유가가 필요한 상황이다. 2) **우크라이나의 러시아 정유시설 공격**으로 러시아 원유 공급도 여의치 않다. 마지막으로 3) **미국도 유가 상승을 막기 힘들다.** 현재 전략비축유 재고는 더 이상의 방출 여력이 없다. 심지어 정유시설은 이제 대규모 유지보수 기간에 돌입한다. 국제유가가 오를 수밖에 없다.

도표 3-9. 달러-원 환율 추이



출처: investing, SMIC 5팀

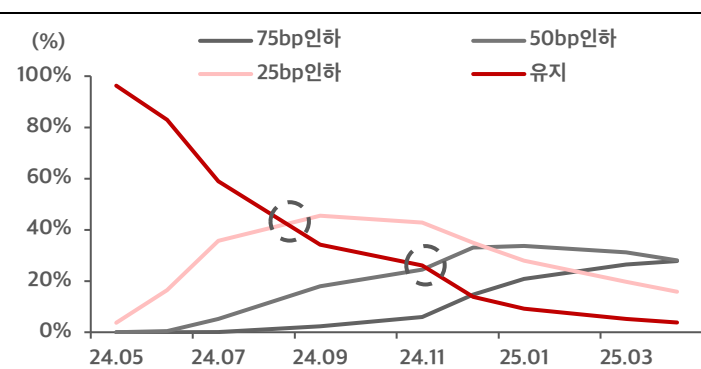
도표 3-10. 주요 유가와 달러 인덱스 변동 추이



출처: investing, SMIC 5팀

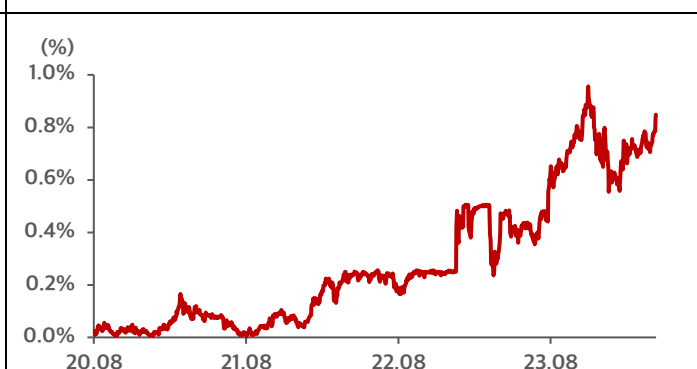
금리 인하 전망치 축소됨	따라서 미 연준은 금리 인하를 쉽게 단행할 수 없다. 미국 금리가 높으면 달러는 강세가 된다. <b>안전하면서 수익률도 높은 달러 수요가 늘기 때문이다.</b> 금리 인하의 최우선 조건은 인플레이션 둔화이다. 시장은 달러 약세의 신호탄으로 연준의 24년 금리 인하를 바라봤다. 하지만 <b>유가를 필두로 물가 상승률 경계감이 커졌고, 고용 지표 등으로 대표되는 미국 경제는 여전히 견조한 모습을 보이고 있다.</b> 이제 시장은 금리 인하가 지연되고 그 폭도 크지 않을 것으로 전망한다. 실제로 선물시장의 올해 연말 금리 인하 폭 전망치는 연초 0.15%에서 0.06%로 축소됐다.
② 불안한 국제 정세 → 달러로 자금집합	② <b>국제 정세는 여전히 불안하다.</b> 금리가 소폭 인하되더라도, <b>달러의 안전자산 성격과 패권 경쟁으로 인한 미국의 정책방향성</b> 또한 환율 상승 압력을 높인다. 달러는 시장이 불안정할수록 오르는 경향이 있다. 러-우 전쟁은 끝날 줄 모르고, 이스라엘과 이란, 팔레스타인 분쟁도 계속된다. 지정학적 이슈들이 안전자산인 달러로 자금을 불러모으고 있는 것이다.
③ 탈세계화 지속으로 달러 수요 상승	③ <b>탈세계화도 달러 수요를 자극한다.</b> 미중 패권경쟁으로 인해 <b>바이든과 트럼프 모두 보호무역을 강조하고 있다.</b> 후술할 인플레이션 감축법이 대표적 예시이다. 이에 따라 다수의 <b>국내 제조업이 미국 현지 생산기지 이전을 택하고 있고, 이에 따른 투자금 증가는 달러 수요로 이어진다.</b>
동사 예상보다 상회할 한이익	이러한 환경에서, 현재 시장의 <b>원화 강세 우려는 과도하다고</b> 판단된다. 24년 <b>동사 사업계획상 기준 환율은 1270원</b> 이다. 미 연준의 금리 인하로 달러 약세 국면에 접어들 것이라는 전망을 이미 반영한 것이다. 따라서 달러 강세가 지속될 경우, <b>동사의 이익은 예상치를 상회할 가능성이 높다.</b>
일본 정책금리 인상 → 자금 유입 → 엔화 강세 사이클이 시작된다	다음으로, 이익개선 뿐 아니라 <b>수출 경쟁력에도 영향을 미치는 호재가</b> 찾아왔다. 올해부터는 <b>엔화 강세에 따라 일본 완성차 업체와의 가격경쟁에서 동사가 수혜를</b> 얻을 예정이다. 엔화 강세가 되면 일본 수출품의 가격이 상대적으로 높아지기 때문이다. 동사는 도요타, 혼다 등 <b>일본업체와 주로 경쟁하는 만큼, 엔화의 환율은 특히 중요하다.</b> 일본은 엔저로 인한 수입물가 상승으로 인플레이션을 겪었고, 최근 마이너스 정책금리 폐지를 공식화했다. 엔화 약세에는 마이너스 금리로 엔화 대출을 일으켜 해외에 투자하는 <b>엔-캐리 트레이드 수요의 영향이 컸다.</b> 그러나 이제 기준금리를 인상하면 해외로 나갔던 캐리 트레이드 자금이 돌아오고, 이는 <b>엔화 강세로 직결된다.</b>
원화 약세 엔화 강세로 수출 경쟁력 up	중요한 것은 <b>원화보다 엔화 절상 재료가 많다</b> 는 것이다. 최근 일본 대기업은 정부의 기대에 맞춰 임금을 5.25% 인상했고, 일본 정부는 <b>정책금리를 10bp 인상하며 엔강 사이클의 시작</b> 을 알렸다. BOJ 정책 속도에 따라 엔화 강세는 늦어질 수 있지만 일본 금리가 상승할 것이라는 <b>방향성은 바뀌지 않는다.</b> 즉. 원-달러에서 원화는 약세, 엔-달러에서 엔화는 강세로의 전환점에 놓여있다. 한국은 금리 인하가 예정된 반면, 일본은 상술했듯 금리 인상 기조에 있기 때문이다. 앞으로 엔화 대비 <b>원화의 약세로 일본 완성차 업체보다 가격 경쟁력을 얻을 것</b> 임은 자명한 사실이다.

도표 3-11. FOMC 시기 별 금리 인하 가능성



출처: CME, SMIC 5팀

도표 3-12. 일본 10년물 채권 수익률 추이

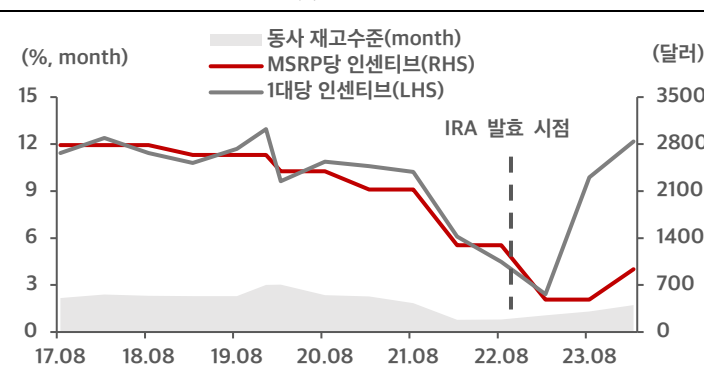


출처: Investing, SMIC 5팀

## 2) C의 하락: 인센티브와 원자재비의 감소

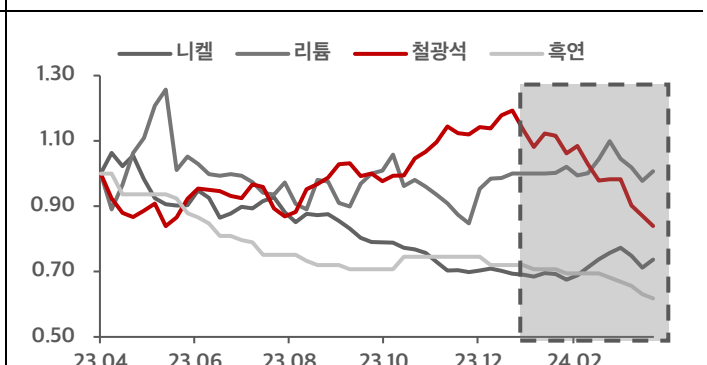
인센티브, 원자재비 하락	두 번째, <b>비용의 하락</b> 요인도 동사를 기다린다. 자동차 업계는 지금 미래차로의 투자 재원 확보를 위한 <b>이익 개선이 핵심</b> 이다. 이에 판매 측면에서의 비용 개선과, 제조 측면에서의 원가 절감이 중요한 시점이다. 그리고 지금, 동사에게 두 가지 측면 모두의 호재가 있다. 24년에는 ① <b>IRA로 늘어났던 인센티브가 줄어들고</b> , ② <b>원자재비가 하락</b> 하며 동사의 수익성에 날개를 달 것이다.
IRA 대응 완료 전기차 인센티브 감소	지금까지 인센티브 비용 상승의 대부분을 차지했던 <b>전기차 인센티브가 대폭 축소</b> 될 전망이다. 인센티브란 차량 한 대당 지급하는 <b>판매 장려금</b> 을 말한다. 수요가 적으면 인센티브를 높여야 하고, 그렇게 되면 영업이익이 줄어든다. 최근 인센티브의 상승은 실적 우려 요소로 떠올랐는데, 그 원인이었던 미국 <b>인플레이션 감축법(IRA)</b> 으로 인한 보조금 이슈가 하반기에 해소될 예정이다.
인센티브 상승 원인 해소 → 못 받았던 보조금 이제 100% 받는다	드디어 <b>동사의 전기차에 보조금이 지급</b> 된다. 이에 따라 <b>인센티브의 필요성이 낮아져 비용이 줄어들</b> 것이다. 이는 동사의 인센티브 상승이 수요 감소 탓이 아니었기 때문이다. 지금까지 대부분의 전기를 국내에서 만든 동사는 <b>IRA로 인해 보조금을 전혀 받지 못하는 상황</b> 에 있었다. IRA는 <b>미국에서 최종 조립된 전기차에만</b> 최대 7500달러의 보조금을 지급하는 법안이다. 동사가 전기차 인센티브를 8%까지 늘린 이유이다. 그러나 <b>미국 서베너 전동화 공장이 10월부터 가동됨에 따라, IRA 보조금을 100% 받을 수 있게 된다.</b> 이제 인센티브 정상화는 당연한 수순이다.
핵심 원자재 가격 하락 →마진 개선	② <b>주요 원자재 가격의 하락</b> 으로 인한 이익 개선도 눈 앞에 있다. 자동차 산업 특성상 부품 원가는 60~70%를 차지하고, 부품 가격은 철광석, 플라스틱, 알루미늄 등 원자재의 가격에 영향을 받는다. 따라서 원자재 가격의 하락은 협력사와의 협상 테이블에서 원가를 절감할 수 있는 좋은 기회가 된다. 니켈, 리튬을 포함한 <b>주요 원자재들은 23년 피크를 찍은 후 하락 추세</b> 에 있다. 중국발 전기자동차 붐이 잦아들면서 이 같은 수준의 가격은 당분간 유지될 것으로 예상된다.
강판 가격 하락으로 높은 OPM 달성했던 23년과 동일한 상황	<b>특히, 최근 철광석 가격이 급락</b> 함에 따라 <b>강판 가격 인하</b> 협상 가능성이 높아지며 원가 절감의 기회가 왔다. <b>철강은 자동차에 사용되는 원자재의 약 50%를 차지</b> 하는 핵심 자재로, 특히 강판은 <b>자동차 전체 원가 중 약 5%</b> 를 차지한다. 동사는 현대제철과 포스코로부터 공급받고 있으며, 연 2회 납품가 협상을 진행한다. 22년, 철광석 가격이 상반기 톤당 130달러에서 하반기 톤당 90달러 수준으로 감소하며 23년 상반기 강판 단가를 톤당 15만원 내린 바 있다.
강판가격 재협상으로 영업이익 up	하반기에는 <b>23년과 똑같은 형국</b> 이 된다. 현재 철광석 가격은 톤당 100달러 수준으로, 지난 하반기 130달러였던 철광석 가격이 다시 내려가고 있다. 중국 인프라 투자가 둔화되며 철광석 수요가 줄어들어 따라, 이러한 가격은 중장기적으로 <b>회보하거나 하락할</b> 것으로 예상된다. 이를 통해 강판 가격이 다시금 인하될 경우 동사의 <b>영업이익은 한 단계 더 높아질</b> 것으로 전망한다.

도표 3-13. 동사 인센티브 및 재고 수준 변동 추이



출처: SMIC 5팀

도표 3-14. 자동차 주요 원자재 상대 가격 추이



출처: KOMIS, SMIC 5팀

## 3) P상승 : ASP 개선 우등생

ASP와 영업이익은 비례  
 마지막으로 동사는 **믹스 개선을 통한 지속적인 ASP(Average Selling Price) 상승**으로 실적을 완성할 것이다. 완성차 업체의 영업이익은 ASP와 동일한 추세를 보이는 경향이 있다. 자동차는 차급에 상관없이 인건비와 재료비가 비슷한 탓에, 판가의 상승이 이익으로 직결되기 때문이다.

동사의 지속적 ASP는  
 1) 고급화와 대형화  
 2) 친환경이 이끈다  
 동사의 **ASP는 지속적으로 우상향해왔다**. 제품 믹스 개선을 통해 고부가가치 차종의 비중을 확대하며 이익 수준을 높인 덕분이다. 즉, 동사 자동차의 가격 상승은 **일시적 Carflation이 아니라 진행형**이라는 것이다. 그 비결은 자동차 업계에서 P 상승을 이끄는 두 가지 키워드에 있다. 바로 ① **전통적으로 높은 가격을 형성하는 고급화와 대형화**, 그리고 ② **거스를 수 없는 친환경의 흐름**이다. 그리고 동사는 두 가지 속제를 **가장 잘 이행하는 모범생**이다.

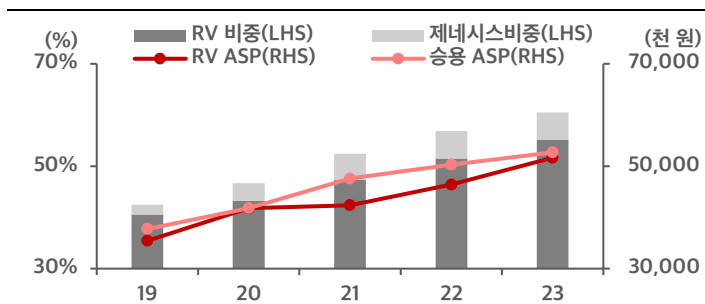
잘 키운 효자의 성장 : SUV와 제네시스  
 먼저 ① **SUV와 제네시스의 성장**이 ASP를 계속해서 높일 예정이다. 높아진 세그먼트의 레벨은 가격의 하방을 강하게 지지한다. 해당 차종은 기본적으로 **판매 가격이 높고**, 가장 큰 시장인 **미국에서 선호하는 차종**이다. 현재 미국에서는 투싼, 팰리세이드, 코나 등 SUV가 **판매 호조세**에 있으며 **제네시스 점유율 또한 상승 중**이다. 동사 **판매량의 60%를 고가 차량이 차지하는 것**이다. 특히 제네시스는 지속적인 가격 인상 추세에 있다. GV80의 경우 일본 3사 동급 평균 가격인 5만 달러보다 높은 57,700달러에서 판매가 가능해졌다. 가격은 올랐지만 판매량은 증가한다. 이는 **이익 지속성의 강력한 근거**가 된다.

미래의 ASP동력 : 친환경차  
 지금까지 RV와 제네시스가 ASP의 레벨을 올려두었다면, 이제는 ② **친환경차**가 두 번째 성장을 이끌 차례다. 위에서 살펴봤듯 하이브리드는 일반 차량 대비 **ASP가 500~700만원 가량 더 높다**. 전기차는 그 이상으로, 전기차 전용 공장인 조지아(HMGMA) 공장의 **예상 추정 ASP는 6,500만원**으로 기존 내연기관을 생산하는 **알라바마(HMMA) 공장 평균 ASP의 약 2.5배**에 이르며 추정 영업이익률은 10%에 이른다. 그리고 마침, 동사의 친환경 신차 사이클도 시작되었다.

신차효과로 기대되는 올해와 내년  
 24-25년에는 **고가 차종 군단의 신차 효과**와 함께 동사의 마진은 높아질 일만 남았다. 올해는 **제네시스와 EV 신차**가 한국과 미국에서 출시될 예정이고, 25년에는 **ASP상승 키워드를 총집합한 제네시스 하이브리드 SUV**가 출시된다. 이들은 동사의 인기 차종으로, 출시를 기다리던 구매자들의 **기대수요가 매출로 전환되며 신차효과**를 누릴 것이다. 또한 **상술했듯 자동차의 생산 비용도 감소할 예정인 바**, 이러한 **ASP 상승 사이클**은 동사의 이익에 대한 우려를 완전히 걷어낼 것이다.

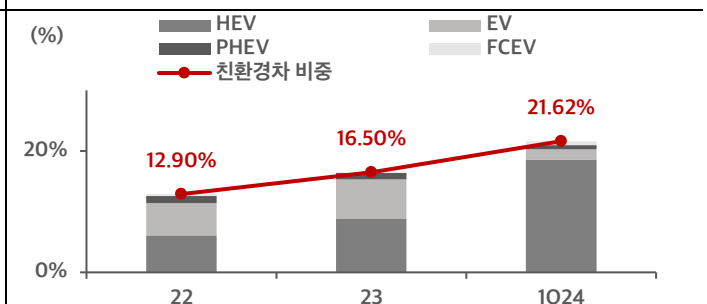
이익체력을 바탕으로 밸류업 질주  
 지금까지 Point ① 에서는 동사가 **건설한 이익체력을 가졌음**을 설명했다.  
 1. 동사는 혼조세에 있는 자동차 산업에서 **하이브리드라는 무기**를 가진 선두 플레이어이고,  
 2. 유리한 환율, 비용의 하락, 믹스개선으로 **지속적으로 견조한 실적**을 시현할 것임은 확실하다.  
 그렇다면 이제 주주환원을 위한 연료는 충분하다. 수익성 개선을 통해 실적의 엔진을 완성한 지금, 동사가 질주할 **밸류업**이라는 고속도로를 Point ②에서 만나보자.

도표 3-15. 동사 제네시스, SUV 비중 및 차종별 ASP 추이



출처: 동사IR, DART, SMIC 5팀

도표 3-16. 동사 친환경차 판매 비중 추이



출처: 동사IR, SMIC 5팀

## 4. 투자포인트 2. K-밸류업, 누가 제일 잘할까?

24년 1분기 한국 주식시장을 휩쓴 키워드는 단연 ‘밸류업’이다. 지속적인 저 PBR을 부여받아 온 동사의 주가 또한 24년 저점 대비 40% 상승이라는 기염을 토했지만, 2월 정부 가이드라인 발표와 함께 하락했다. 하지만 K-밸류업, 이제 시작이다. 주주환원을 통한 PBR 개선 및 기업 가치 부양에 진심일 수밖에 없는 동사는 정부의 정책과 함께 K-밸류업 최수혜주로 등극할 것이다.

### 4.1. 밸류업 프로그램?

밸류업 프로그램을 둘러싼 오해

밸류업 프로그램은 기업의 자발적인 기업가치 제고 노력을 지원하기 위한 정부의 정책적 노력이다. 구체적으로는 한국 증시의 저평가 원인이 낮은 수익성과 주주환원에 있음을 인지하고 이를 개선하려는 노력이다. 하지만 대부분의 시장 참여자들은 이를 단순히 1보다 낮은 저PBR, 혹은 현금흐름은 준수하나 주주환원을 하지 않고 있는 기업들에게 정부가 주주환원을 강제하는 정책이라고 오해하고 있다. 하지만 이는 오산이다. 이번 밸류업 프로그램은 단순한 정책 테마가 아닌 한국 증시가 나아갈 큰 흐름이며 이는 밸류업의 시초 일본의 사례를 살펴보면 확인 가능하다.

일본에서 시작된 밸류업 프로그램

밸류업 프로그램의 시작은 일본이며, 정권과 상관없이 10년 전부터 진행되어온 중장기적 정책이다. 일본은 자국 기업들의 문제가 보유 자산에 비해 평가 가치가 낮고 자본을 통해 만들어내는 이익이 너무 낮다 판단했고 문제의식을 느껴 PBR 1 이상과 ROE 8% 이상이라는 구체적인 수치를 기준으로 만들었다. 기업 스스로 문제점을 파악하고 기업가치 개선 방안을 제시하게 했으며 우수한 기업에게는 JPX 프라임 150지수 편입이라는 보상을, 부족한 기업의 경우 명단을 공시하고 지수 퇴출을 고려하는 등 공개적 망신을 주며 정책적 강제성을 부여했다.

강제성의 부재에 실망한 시장

한국의 경우 일본을 따라 이번 정책을 고안했으나, 세부적인 내용에서 차이가 존재한다. 우선 낮은 ROE와 PBR이 한국 증시의 문제점임을 지적하며 특히 부족한 주주의 권리에 대한 기업들의 인식 부재를 코리아 디스카운트의 원인으로 꼽았다. 이를 개선하기 위한 정책적 방향성 또한 달랐는데, 일본과 같은 강제 규제가 아닌 인센티브 지급을 통한 기업의 자율을 중시했기 때문이다. 이는 강력한 정책이 나올 것으로 예상하여 기계적으로 PBR 1 이하인 기업들을 사들인 투자자들을 실망시켰음은 물론, 한국의 밸류업 정책 전반에 대한 회의론에 불을 지폈다.

밸류업의 본질은?

하지만 과연 ‘PBR 1 이하니까 사세요’가 밸류업의 본질이었을까? 만약 아니라면, 정부가 정한 큰 그림, 주주환원에 대한 인센티브가 기업의 주주환원 확대로 이어지고, 나아가 고질적인 저평가 요인의 해소로 이어질 수 있을까? 밸류업 투자의 본질은 과연 무엇일까?

그림 4-1. 한국 및 일본 밸류업 정책방향 비교

주체	한국 주요정책	일본 주요정책
상장사	기업가치 현황에 대한 자체 분석 및 제고 계획 수립, 공시 & 이행 후 주주와 소통 주주환원 활동 및 기업가치 제고 노력에 대한 세제 지원 및 인센티브 제공	PBR 1 이하 기업 자본효율성 개선 등 가이드라인 수립 미준수 기업에게 사유 공개 의무 부여, 개선 요구
투자자	코리아 밸류업 지수 ETF 개발 상장사 간 PBR, ROE 등 투자 지표 비교 공표 및 배당수익률, 배당성장 공표	JPX Nikkei 400 지수 개발 기업가치 개선 기업 현황 매월 공시
거래소	스튜어드십 코드에 기업가치 제고 노력 반영 밸류업 전담 추진체계, 전담부서 신설 IR 및 투자자 지원 방안 마련 매년 밸류업 참여, 이행 여부 관련 백서 발간	영문 공시 계획 확대 접근성 확대 목적 상장기업을 3개의 시장으로 개편 Prime 시장에 한해 상장기준 부합 유예 기간 확정 매월 기업 지배구조 보고서 발간

출처: 금융위원회, 언론종합, SMIC 5팀

## 4.2. 밸류업의 본질

ROE와 PBR이  
함의하는 바는?

밸류업 투자의 본질에 대해 알기 위해선 일본과 한국 모두 지적인 내용인 낮은 ROE 및 PBR에 대한 고찰이 필요하다. 기본적으로 밸류업 프로그램은 기업의 내재가치에 비해 시장에서 평가받는 가치가 저평가되어 있다라는 문제의식에서 출발한다. 때문에 순자산 대비 순이익을 의미하는 ROE, 순자산이 시장에서 평가받는 정도를 나타내는 PBR이 저평가의 기준으로 등장한다. 할인율 등의 요소에 따라 차이가 있지만, 성장하는 기업이 저평가 되어있을 경우 각종 요인으로 **준수한 ROE를 보임에도 낮은 PBR을 가지며 바로 이 지점에 밸류업 프로그램의 핵심이 있다.**

코리아 디스카운트는  
부족한 주주환원에서  
기인

밸류업 투자의 대상으로 삼아야 할 기업은 그렇기에 우선적으로 ① **준수한 이익체력**과 영업능력을 갖는, 즉 **성장하는 기업**이어야 한다.(준수한 ROE) 나아가 ② **각종 이유로 순자산 대비 적절한 시장가치**를 인정받지 못한 (저PBR) 기업이어야 함은 물론이다. 여기서 중요한 점은 **성장하는 기업임에도 저PBR을 부여받게된 이유**다. 바로 이 이유를 정부는 기업의 **주주 권리에 대한 인식 부재**라고 여겼고 이에 **주주환원**에 대한 세제지원과 같은 **인센티브**를 제공을 통해 밸류에이션의 상승을 도모한 것이다. 실제로 한국 기업의 주주 권리 경시 문화는 오랫동안 **코리아 디스카운트의 원인**으로 여겨졌고 이는 한국의 주요국 대비 **현저하게 낮은 주주환원율**로 드러난다.

경영진의 의지까지  
필요한 밸류업 투자

그렇다면 위의 ①, ②번 조건을 모두 충족하고, 특히 **저PBR의 사유가 주주환원에 대한 부족한 의지** 때문인 기업을 찾으면 **밸류업 투자는 완성되는 것일까?** 아닐 가능성이 굉장히 크다. 기업의 **주주환원 여부**는 강제가 아닌 **경영진의 선택에 달렸기 때문에** 일본과 같은 강제성이 부재할 것으로 예상되는 한국의 밸류업 정책 아래에서는 **주주환원에 대한 확신을 가질 수 없다.** 그렇기에 한국의 밸류업 투자는 마지막 조건인 ③ **정책적 지원**이라는 기업 외부적 지원을 **마중물** 삼아, 마땅히 부여받아야 할 **적정 PBR로 Re-Rating** 받고자하는 **경영진의 의지까지** 충족되어야 한다.

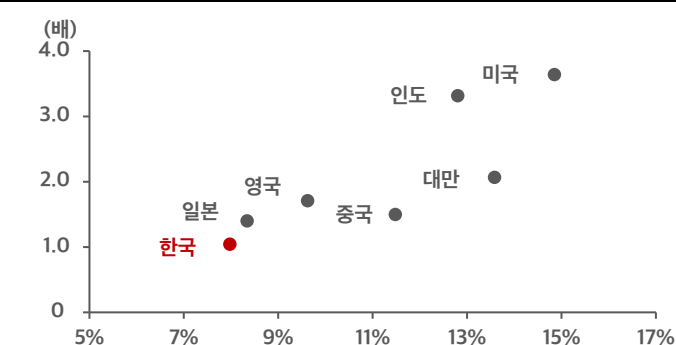
주주환원은 PBR  
Re-Rating 요인

추가로 **주의해야할 점**은 배당과 자사주 매입, 소각이라는 **주주환원이 ROE에 끼치는 영향**이다. 주주환원은 ROE의 **분모를 축소시켜 개선**을 이끌어내지만 **지속가능한 ROE**는 분자의 힘, 즉 **성장하는 이익체력**에 있다. 즉 주주환원은 **본질적으로 저평가 요인 해소**를 통한 PBR 개선, 밸류에이션 Re-Rating을 가능케하는 요인이지만 **ROE의 개선과는 선후관계가 다름**을 명심해야 한다.

K-밸류업 대장,  
바로 동사

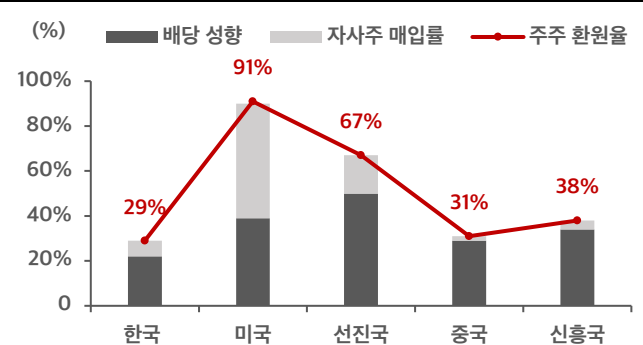
정리하면 **한국식 밸류업 투자 조건**은 ① **준수한 이익체력**을 가진 **성장하는 기업들** 중 ② **부족한 주주환원으로 저평가 받고** 있으면서 ③ **정책적 유인**을 통해 주주환원 강화를 통한 **기업가치 제고 의지**를 갖고 있는 기업이다. 그리고 동사가 바로, **모든 조건을 충족하는 K-밸류업 대장**이다.

도표 4-2. 주요국 상장기업 10년 평균 PBR ROE 비교



출처: 금융위원회, SMIC 5팀

도표 4-3. 주요국 대비 낮은 한국 주주환원율



출처: 언론 종합, SMIC 5팀

## 4.3. K-밸류업 대장, 현대차

동사의 저평가 원인,  
부족한 주주환원

동사가 K-밸류업 대장으로 자리매김하기 위해 필요한 가장 첫 번째 조건, **이익체력의 성장에 대해서는 투자포인트 1에서 보였기에**, 남은 순서는 ②, ③번 조건을 충족하는 지다. 먼저 조건 ②의 경우, 동사의 저평가 원인에 대한 규명을 요한다. 물론 이를 단일 요인으로 확인하는 것은 불가능하지만, **엄연히 글로벌 피어가 존재하는 자동차** 섹터 특성상 동사의 저평가 요인에 대한 **구조적인 차별화 요인**을 찾을 수는 있다. 그리고 이는 모두 **동사 주주환원 정도의 부족**을 가리킨다.

동사의 낮은 PBR과  
주주환원율

동사의 22년, 23년 주주환원율은 각각 **20.4%와 19.4%**로 한,미,일의 글로벌 완성차 OEM 평균 수치인 **31.0%, 64.8%보다 현저하게 낮다**. 이와 동시에 23년 완성차 업체 **평균 PBR 0.9** 대비 **0.6**에 불과한 동사의 밸류에이션은 **주주환원 정도가 동사의 저평가에 기여함을** 방증한다.

시장이 원하는 것은  
주주환원

24년 1분기 기아와 동사의 주가 수익률 차이는 동사의 저평가 원인에 주주환원의 몫이 크다는 또다른 근거다. 23년 실적발표 컨퍼런스콜에서 기아는 배당성향 25% 달성 및 24년 자사주 5천 억원 매입 후 50% 소각이라는 **공격적인 주주환원 정책**을 제시했다. 단순히 배당성향 25% 및 보유 자사주 3년간 1%씩 소각만을 제시한 동사보다 강력한 정책에 **시장은 즉각적으로 반응**했다. 합병 후 사상 처음으로 1월 31일 기아의 시가총액이 장중 동사의 시가총액을 넘어선 것이다. **주주환원의 정도에 따라 달라진 기아와 동사에 대한 시장의 반응이 의미하는 바는 명확**하다.

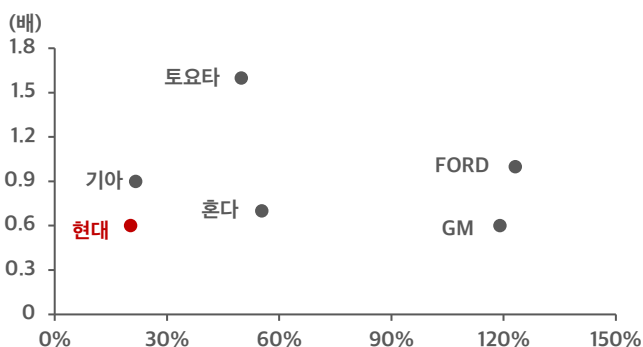
주주환원 여력?  
문제없다!

그렇다면 남은 조건은 오로지 하나 ③ 정책적 지원을 통한 **주주환원의 여력과 의지를 경영진이 갖고** 있는지다. 먼저 **주주환원 여력**은 동사가 보유한 **순현금**과 **신성장동력**을 마련하기 위한 **자본적 지출**을 고려한 **잉여현금흐름**을 통해 판단가능하다. 동사는 23년 말 기준 **10조 일천억원** 규모의 순현금을 보유하고 있다. 신규 투자가 이루어질 SDV, 그리고 EV 부분으로의 약 12조원 규모의 지출을 제외하고도 **24년 동사의 예상 잉여현금흐름은 약 2조원** 규모다. 24년 또한 영업이익의 개선이 이어질 것이기에 동사의 **주주환원 여력**은 그 어느때보다 **탄탄**하다.

경제적 이득 =  
높은 주주환원 확률

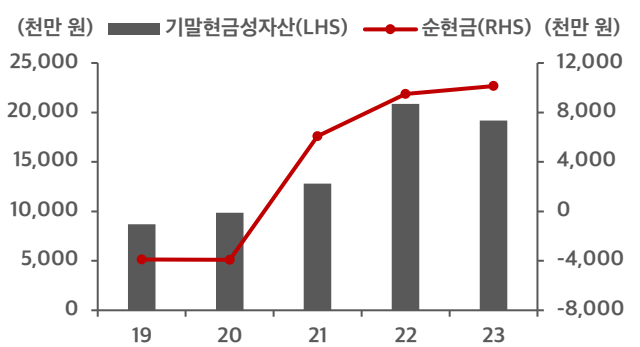
**주주환원 여력**까지 확인했으니 동사의 **경영진이 주주환원을 정말로 할 것인가**에 대한 판단만이 남았다. 물론 동사가 **무조건 강력한 주주환원 정책**을 내놓을 것이라는 **주장은 할 수 없다**. 하지만 모든 투자는 **가능성에서 비롯**한다. 가장 높은 확률을 가진 투자처에 베팅하는 것이 투자의 정석이며, 특히 **더 많은 이득과 적은 손실**을 추구해야 하는 기업의 관점에서 **가능성의 크기**는 곧 **사업적, 금전적 이득과 손실, 손익의 크기**다. 해당 관점에서 현재 수준보다 강력한 주주환원책이 나올 가능성은 **농후**하며, 이는 크게 **세 가지 이유**에서 기인한다.

도표 4-4. 23년 글로벌 완성차 OEM 주주환원율 및 PBR



출처: Quantiwise, SMIC 5팀

도표 4-5. 동사 주주환원 현금성자산 및 순현금 추이



출처: DART, SMIC 5팀

지속적으로 증가해온  
주주환원

① 동사의 주주환원율은 19년을 기점으로 지속적으로 상승해왔다. 해당 기업의 경영진이 주주환원에 진심인지 알기 위해선 과거 그 기업의 행보를 살펴봐야 한다. 동사는 18년 엘리엇 펀드의 경영 참여 시도 이후, 20년도 유동성 확보를 위한 배당 축소를 제외한다면 21년 1조 1천억원에서 23년 2조 5천억원의 지속적인 주주환원 강화를 해오고 있다. 심지어 23년 초 기존의 연간 FCF의 30~50%였던 배당 가이드언스를 연결 지배순이익 기준 배당성향 25%와 3년간 1%씩 기보유자사주의 소각으로 변경하며 지금까지 가이드언스 달성을 100%를 기록하고 있다.

형이 아우한테  
뒤쳐질 수 없다

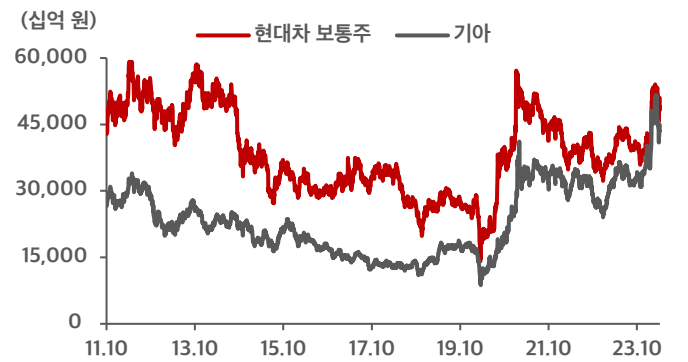
② 동사는 기아의 선제적이고 강력한 주주환원 정책에 자극받을 확률이 높다. 동사와 기아는 99년 흡수 합병 이후 형과 아우로 불리며 연구개발은 함께, 생산과 판매는 따로 해왔다. 한 지붕아래 있지만 같은 시장을 두고 경쟁하는 만큼 완벽한 상호협력 관계라고 보기 힘들며 사실상 경쟁 관계라고 보는 것이 합당하다. 합병 이후 지금까지는 형과 아우라는 호칭에 걸맞게 현대차의 시가총액이 기아차보다 컸지만, 앞서 언급했듯 주주환원 규모 차이가 불러온 밸류에이션 Re-Rating 으로 시가총액 차이는 빠르게 축소된 상태다. 이는 동사에겐 충격으로 다가올 것이며 지금까지의 주주환원 강화 흐름에 맞게 더 강력한 주주환원 정책을 발표할 가능성이 크다.

도표 4-6. 지속적으로 증가한 주주환원 가이드언스

		2021	2022	2023
영업이익률(%)	가이드언스	4~5	5.5~6.5	8.9
	실제	4.4	6.9	9.3
주주환원정책	가이드언스	DPS 3천원 이상	DPS 5천원 이상	배당성향 25%+ 분기 배당 기 보유 자사주 3년간 1%씩 소각
	실제	DPS 5천원	DPS 7천원	DPS 11,450원

출처: 동사 IR, SMIC 5팀

도표 4-7. 현대차와 기아의 시가 총액 추이



출처: KRX, SMIC 5팀

지배구조 관련  
투자아이디어는 유효

③ 주주환원 강화를 통한 기업가치 개선이 바로 현대차 그룹의 숙원, 대주주 지배력 강화를 위한 지배구조 개편의 키가 될 수 있다. 물론 지배구조 개편을 주주환원 가능성과 관련하여 논하는 것에 대해 가능성의 측면에서 거부감을 느낄 수 있다. 하지만 현대차그룹에 투자함에 있어 순환출자 해소 및 지배구조 개편 가능성은 항상 존재해왔다. 18년 시도되었던 현대모비스의 인적 분할 및 현대글로벌비스와의 합병 시도가 이를 방증한다. 정몽구 회장과 정의선 회장의 현대차 그룹에 대한 지배력이 정리 및 이전되기 전까지 이와 관련한 투자 아이디어는 유효하다.

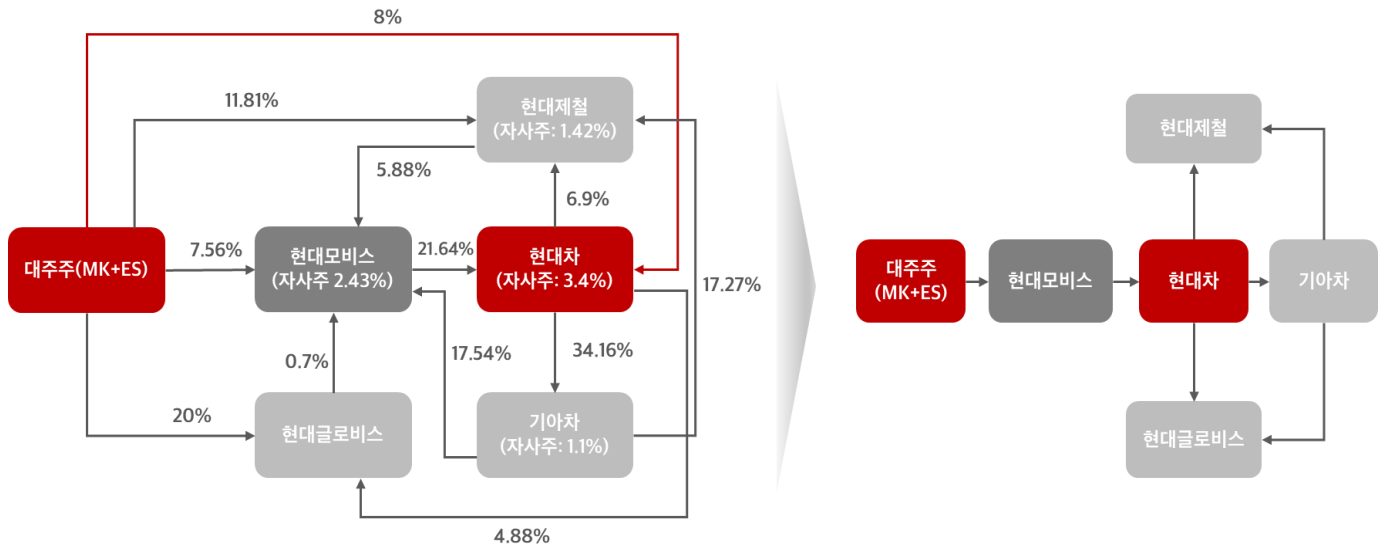
현대차 지배구조의  
핵심, 현대모비스

현대차 지배구조 개편의 핵심은 언제나 현대모비스였다. 그룹의 핵심 기업인 현대차의 지분 21%를 보유한 대주주로 모비스를 지배해야 그룹 전체를 지배할 수 있기 때문이다. 이는 자연스럽게 두 가지의 시나리오를 떠올리게 한다. ① 현대모비스를 분할하여 대주주 지분율이 큰 글로벌비스와 합병하고, 합병 비율 조절을 통해 지분 취득 비용을 낮추거나, ② 모비스 분할을 포기하고 대주주 보유 주식 및 현금을 이용한 정공법으로 모비스 지분을 확보하는 것이다.

더욱 커진 기업가치  
개선 가능성

지금까지 가장 가능성 높은 시나리오는 ① 모비스 분할 시나리오였지만, 최근 발생한 모비스와 동사 사이의 수소 사업 부문 이전은 시나리오 ②의 가능성을 더욱 키웠음이 분명하다. 그리고 해당 시나리오 안에서 동사의 기업 가치는 커지면 커질수록 대주주에게 좋은 상황이다.

그림 4-8. 현대차 그룹 지배구조 개편 시나리오



출처: DART, SMIC 5팀

모비스의 수소사업은 동사에게로 이전

현대모비스는 올해 2월 수소연료 전지사업 일체를 현대차로 이관한다는 공시를 발표했다. 명분은 그룹 내 흩어져있던 수소 사업 역량 결집이었지만 이는 동시에 ① 모비스 분할 시나리오의 가능성을 더욱 낮췄다. 모비스를 분할하여 글로벌비스와 합병시킬 명분도 같이 사라졌기 때문이다. 이를 알기 위해선 18년 시도했던 지배구조 개편안을 알아야 한다. 당시 분할 모비스와 글로벌비스 합병이 무산된 이유들 중 하나는 두 사업부 간의 합병 시너지 명분이 부족했다는 것이다. 국내외 의결권 자문사들은 합병 비율과 목적을 문제 삼으며 개편에 반대했고 실제로 무산됐다.

사라진 모비스 분할 명분

수소사업부는 모비스와 수소 물류를 담당하는 글로벌비스의 사업 시너지를 설명할 수 있는 핵심 축이었다. 하지만 현 상황은 18년 무산된 개편안을 재추진 할 경우 사용할 수 있던 강력한 무기를 스스로 없애버린 셈이다. 모비스의 사업 매력도 또한 과거보다 현저하게 낮아진 상황에서 분할 합병의 명분은 더 열어졌고 그럴수록 시나리오 ②의 실현 가능성은 상승한 상황이다.

현물출자를 통한 모비스 주식 취득

시나리오 ②의 핵심은 결국 지배주주의 자산을 이용한 현대모비스 지분 취득에 있다. 가장 단순한 방법은 모비스 지분을 보유현금으로 매입하는 것이지만, 이 과정에서 5조원 가량의 자금이 필요하고 순환출자 고리의 제거까지 고려한다면 비용은 더욱 커진다. 즉 지배주주는 보유 주식을 이용한 모비스 지분취득을 고려할 수밖에 없다. 현재 대주주 지분가치가 가장 큰 주식은 동사 주식 8%이다. 보유한 동사 주식을 모비스에 현물출자 유상증자를 통해 모비스 신주를 배정 받는 방법이 떠오를 수밖에 없고, 이를 유리하게 하기 위해선 동사 가치가 상승하는 것이 좋다.

정부가 도와주는 지배구조 개편, 안 할 이유가 없다

물론 모든 것은 실현 가능한 시나리오에 불과하지만, 지배주주가 두드리고 있을 계산기와 자금의 흐름을 생각해보면 어떤 시나리오의 가능성이 제일 높을지 점쳐 볼 수 있다. 정부가 준비 중인 주주환원책에 대한 각종 인센티브를 고려할 때, 주주환원을 통해 동사 기업가치를 올리면 대주주 입장에서 현물출자 비율에 있어서 이득이고, 심지어 배당을 늘리면 순환출자 해소 재원 마련에 있어서도 도움이 되며 각종 세제지원을 통해 추가적으로 비용 절감이 가능하다. 다시 말하면, 대주주 입장에서 현 상황은 하늘이 내려준 기회다.

주주환원을 통한 기업가치 개선 가능  
현대그룹의 지배 구조 정리는 정의선 회장 본인이 말했듯이, 무조건 넘어야 할 산이다. 꾸준히 증가해온 동사의 주주환원 확대 또한 큰 그림에서 모두 같은 궤 안에서 이루어져 왔을 가능성이 크다. 각각의 의도가 무엇이든 이 길의 끝은 분명하다. 바로 주주환원을 통한 기업가치 상승이다.

#### 4.4. 숫자로 보는 밸류업

기아 정도의 환원은 진행할 것  
그렇다면 만약 동사의 주주환원책이 강화되어 나온다면, 어느정도 규모를 예측해 볼 수 있을 것이며 어떤 방식으로 이루어질 수 있을까? 절대적인 기준은 없지만 적어도 동사보다 강력한 정책을 발표한 기아의 주주환원을 참고할 것이라 추측이 가능하다. 기아의 경우 23년에 이미 배당성향 25~35%, 매년 5000억원 규모의 자사주 매입과 그 중 50%를 소각할 것이라 밝혔다. 현재 동사는 25%만의 배당성향을 제시, 추가적인 자사주 매입 계획도 없어 기아 대비 열위인 상태다.

30%의 배당성향 증가 기대는 합리적  
먼저 동사의 배당 증가가 기대된다. 동사는 24년부터 매년 순이익의 25%에 해당하는 금액인 약 3조원을 재원으로 투입한다. 동사의 배당성향이 기아가 제시한 범위의 하단에 위치하는 만큼 상향된 범위로 배당성향을 제시할 가능성이 있다. 앞서 동사 지배주주가 지배력 강화를 위해 모비스의 지분이 필요하고, 이를 마련하기 위해선 동사 지분을 통해 배당금을 수취하는 것 또한 하나의 방법임을 보였다. 지배주주 입장에서도 동사의 배당 증가를 원하는 이유가 충분한만큼 적어도 35%까지의 배당성향 상향을 기대해볼 수 있다. 토요타와 혼다의 22,23년 평균 배당성향 또한 30% 수준으로 이는 동사의 글로벌 위상에 걸맞은 최소한의 수치다.

자사주 매입 또한 기대해볼 만하다  
자사주 관련 정책 강화 또한 기대해볼만 하다. 기아가 매년 1%의 자사주를 신규로 매입하겠다는 밝힌 만큼, 동사 또한 24년 혹은 25년부터 매년 1%씩의 자사주를 신규 매입하고, 기존 계획대로 1%씩 소각할 가능성이 존재한다. 실제로 24년 1월 동사의 구자영 IR 담당 전무는 컨퍼런스콜을 통해 목표치인 3%의 자사주 소각을 마치고 나면 추가적인 매입을 긍정적으로 검토해보겠다 밝혔다. 예정된 3%의 소각을 마친 후 동사에게 남는 자사주는 오직 1%에 불과하기에 지배력 강화 및 전략적 이유에서의 추가적인 자사주 매입 기대는 합리적이다.

추가로 필요한 1조원, 문제없다  
정리하자면 기아만큼의 주주환원을 강화가 이루어진다는 보수적인 가정 하에 동사에게 추가로 필요한 재원은 연간 배당에 6천억 원, 자사주 매입에 5천억원 총 1조 1천억 원 규모다. 하지만 동사의 24년 예상 FCF 2.5조원과 10조원 규모의 순현금을 고려한다면 이는 달성가능한 수치다.

#### 4.5. 밸류업 투자 가이드

정책 타임라인과 우선주 확인 필요  
마지막으로 동사의 투자에 있어 빼놓을 수 없는 포인트가 있다면 바로 정책 타임라인과 우선주에 대한 고려, 그리고 외국인 지분율이다. 정부는 밸류업 정책 추진을 선언한 후 가이드라인 확정을 위해 총 두 번의 세미나를 예고했다. 24년 2월 1차 세미나를 통해 한국식 밸류업 정책의 가닥을 잡았고 5월 중 2차 세미나를 열어 가이드라인을 확정할 계획이다. 1차 세미나 후 디테일의 부재로 인해 동사 주가는 하락한 것이 사실이지만 이제 시장은 이를 이미 반영하고 있다.

6월 CID를 기대해주세요  
2차 세미나를 통해 기존보다 증가한 금액의 자사주 소각 시 법인세 감면, 대주주 배당소득세 감면, 세무조사 유예 등의 인센티브가 구체화되면 될수록 동사의 투자 모멘텀은 확대될 것이다. 나아가 동사가 강화된 주주환원 정책과 향후 성장 전략에 대해 발표할 것으로 예상되는 6월 Ceo Investor Day 또한 동사의 투자에 있어서 가장 중요한 이벤트기에 면밀한 관심이 필요하다.

우선주 투자도  
고려해볼 만하다

세 종류의 우선주를 보유중인 동사이기에 주주환원의 강화는 투자자에게 더욱 다양한 투자 시나리오를 제공해준다. 동사는 현재 우선주, 2우선주B, 3우선주B 총 세 종류의 우선주를 보유하고 있다. 우선주는 액면가 5000원의 1% 추가 배당, 2우B와 3우B는 2%와 1%의 최저배당이 존재해 23년 4%의 배당수익률을 보인 보통주 대비 평균 7%라는 높은 배당수익률을 보유하고 있다.

베타는 크지만,  
낮은 거래량은 흠

동사의 강화된 주주환원 정책으로 인해 보통주보다 우선주로 수급이 쏠릴 가능성이 있는 이유며 실제로 연초 밸류업 기대감이 주가에 반영됐을 때 동사의 보통주 주가는 23% 상승했지만 우선주 3종의 주가는 약 45% 상승했다. 가장 큰 추가 배당권을 가지고 있는 2우B와 보통주와의 괴리율이 가장 큰 현대차3우B의 매력력이 가장 크지만 낮은 평균 거래량은 감안이 필요하다.

우선주 매입소각  
가능성은 희박함

시장이 추가로 점치고 있는 가능성은 우선주의 높은 자본비용에서 기인한 우선주 매입 및 전량 소각이다. 하지만 이는 현실성이 없어 보이는데, 우선 세 우선주의 시가총액 합이 9조에 달하는 만큼 전체 소각을 위해서는 채권 발행을 통한 차입금이 필수적이기 때문이다. 물론 우선주 평균 배당수익률 7% 대비 낮은 회사채 금리 약 4%를 고려했을 때 금전적 이득이 존재할 수 있다. 하지만 매입 소각 발표와 함께 빠르게 축소될 괴리율과 그로 인해 필요한 추가적인 자금은 부담이다. 그럼에도 3우B의 경우 시가총액이 3,492억에 불과해 채권 발행 없이 기존의 자금만으로 충분한 매입 소각 가능성이 존재하며, 만약 주주환원의 강화 및 우선주 매입, 소각이 이루어질 경우 괴리율 축소 정도와 배당수익률 측면에서 가장 큰 투자매력도를 가진다고 판단한다.

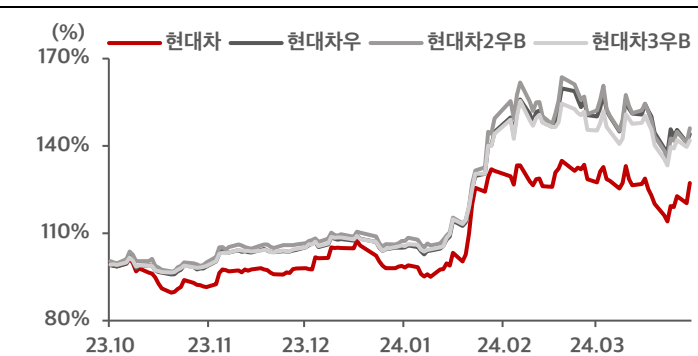
외국인 지분율은  
균건하게 유지 중

현대차 투자에 있어 빼놓을 수 없는 지표는 역시 주가의 향방을 정할 수 있는 힘을 가진 외국인 지분율이다. 줄곧 33~34%를 유지해오던 외국인 지분율은 밸류업 기대감과 함께 동사 주가의 급등이 시작됐던 24년 2월과 3월 38%까지 상승 후, 4월 12일 기준 38.6%로 높은 수준을 유지 중이다. 국내 기관들이 총선 리스크를 감안해 1차 세미나 이후 매도를 통한 주가 하락 흐름을 만 들었던 모습과는 대조적이다. 이는 다시금 동사 주식이 가진 높은 배당수익률에 대한 기대, 그리고 5월과 6월 밸류업 가이드라인 확정과 CID등 산재해 있는 모멘텀에 대해 외국인 투자자들 또한 기대를 하고 있음을 의미한다. 만약 총선 리스크 헤지를 위해 빠져나갔던 국내 기관 수급이 불기 시작할 경우 동사 주가 상승 가능성은 더욱더 올라갈 것이 분명하다.

바로 지금이  
동사 투자의 적기

한국의 밸류업 투자는 정부의 정책과 이에 호응해 기업가치를 상승시키고 싶어 할 수밖에 없는 기업이 만나 완성된다. 동사는 상술한 이유들로 그 어떤 기업보다 주주환원을 통한 기업 가치 상승을 노리고 있을 가능성이 크다. 바로 지금이, 동사에 투자할 때다.

도표 4-9. 우선주와 보통주 주가수익률 비교



출처: KRX, SMIC 5팀

도표 4-10. 우선주 시가총액, 외인지분율, 배당수익률 비교

주식 종류	시가총액(십억 원)	외국인 지분율(%)	연간 배당수익률(%)	배당
현대차 보통주	50979.1	38.4	4.73	배당성향 25%
우선주	3609.7	67.4	7.65	보통주대비 +1%
2우선주B	5450.6	63.2	7.62	최저 우선배당률 2%
3우선주B	351.8	23.8	7.83	최저 우선배당률 1%

\*2024.4.11 기준

출처: KRX, DART, SMIC 5팀

## 5. Valuation - Peer PBR Method

### 5.1. 매출 추정

동사의 매출은 차량 부문, 금융 부문(현대캐피탈, 현대카드 등), 기타 부문(현대로템 등)으로 분류된다. 이중 전사 매출의 약 80%를 차지하는 차량 부문을 중심으로 엄밀하게 추정을 진행하였다.

현대차 연결매출 추정							
(단위: 십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	105,746	103,998	116,448	142,151	162,664	173,865	189,183
YoY(%)	-	-1.7%	12.0%	22.1%	14.4%	6.9%	8.8%
차량 부문	82,487	80,577	92,980	113,342	130,150	138,855	151,089
% of sales	78.0%	77.5%	79.8%	79.7%	80.0%	79.9%	79.9%
차량 판매 부문	49,156	50,661	55,605	65,308	78,034	82,101	89,334
% of 차량부문 Sales	59.6%	62.9%	59.8%	57.6%	60.0%	59.1%	59.1%
승용	15,957	16,766	18,196	23,129	27,313	27,776	29,952
% of HMC Sales	32.5%	33.1%	32.7%	35.4%	35.0%	33.8%	33.5%
RV	20,747	22,566	24,655	27,021	32,976	34,715	38,009
% of HMC Sales	42.2%	44.5%	44.3%	41.4%	42.3%	42.3%	42.5%
소형 상용	3,453	3,340	3,700	4,215	5,002	5,496	6,039
% of HMC Sales	7.0%	6.6%	6.7%	6.5%	6.4%	6.7%	6.8%
대형 상용	2,860	2,659	2,848	3,190	3,249	3,514	3,800
% of HMC Sales	5.8%	5.2%	5.1%	4.9%	4.2%	4.3%	4.3%
기타 매출	6,139	5,330	6,206	7,753	9,495	10,600	11,534
% of HMC Sales	12.5%	10.5%	11.2%	11.9%	12.2%	12.9%	12.9%
부품, 정비 등 기타 연결부문	33,331	29,916	37,375	48,034	52,116	56,754	61,755
% of 차량부문 Sales	40.4%	37.1%	40.2%	42.4%	40.0%	40.9%	40.9%
금융 부문	16,026	16,848	16,782	20,038	22,401	24,504	26,662
% of sales	15.2%	16.2%	14.4%	14.1%	13.8%	14.1%	14.1%
기타 부문	7,233	6,572	6,686	8,772	10,113	10,506	11,432
% of sales	6.8%	6.3%	5.7%	6.2%	6.2%	6.0%	6.0%

#### (1) 차량 부문

동사는 차량부문의 매출을 차량 판매 부문과 부품 판매, 정비 등 기타 부문으로 구분한다. 이중 금액적 중요성이 높고 합리적 추정이 가능한 차량 판매 부문을 중심으로 추정을 진행하였다.

“친환경화와 소프트웨어화의 흐름 속, 하이브리드를 중심으로 한 친환경 차량의 수요 증가”라는 동사의 투자포인트 논리를 반영하기 위해서는 파워트레인별 매출 추정이 필수적이다. 하지만 동사는 차량 판매 부문의 매출을 차량의 사용 목적(승용, RV(SUV), 소형 상용, 대형 상용)으로만 구분해 발표하고 있다. 다만, 동사가 별도로 공개하는 차량별 판매 대수 데이터에는 사용 목적, 모델(아반떼, 쏘나타 등), 파워트레인(ICE, PHEV, HEV 등) 등이 구분되어있다.

이에, 해당 자료를 활용해 승용, RV, 소형 상용, 대형 상용 차량 내 모든 모델(동일 모델 내 파워트레인 구분)의 판매 대수를 수합하였으며, 동일 모델 내에서도 ICE : HEV : PHEV : BEV : FCEV = 1 : 1.1 : 1.2 : 1.4 : 1.4 가량의 출고가 차이가 발생함을 활용해 전체 Mixed ASP를 역산하였다. 해당 Mixed ASP는 추정을 위해 임의로 도출한 값으로 정확한 의미의 ASP가 아님을 유념해야한다.

이후 각 모델별로 Q에 대해 상세한 추정을 진행하였다. Q 추정에 대한 주요 골자는 다음과 같다. ① 단종된 모델의 경우 더 이상의 판매량이 발생하지 않는다 가정하였다. ② 과거 3~4년간 판매량의 변동성이 심한 경우에는 Avg Flat 또는 Flat 처리하였다. ③ 명확한 추세의 증가/감소세가 관찰되는 경우 특정 지역 내 하이브리드 침투 증가율, 동사 파워트레인 차량의 점유율 증가세 등의 proxy에 연동해 Q를 추정하였다. 이후, 계산된 차량 대당 Mixed ASP에 대해서도 24~25년에 대한 추정을 진행한 후, 추정 차량 판매 대수와의 계산을 통해 최종 매출을 도출하였다.

승용 부문 매출 추정							
(단위 : 십억 원, 대)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
승용 부문 매출	15,957	16,766	18,196	23,129	27,313	27,776	29,952
YoY(%)	-	5.1%	8.5%	27.1%	18.1%	1.7%	7.8%
총 판매 대수(대)	2,309,432	1,768,542	1,627,064	1,528,025	1,554,854	1,464,961	1,472,535
YoY(%)	-	-23.4%	-8.0%	-6.1%	1.8%	-5.8%	0.5%
ICE 판매 대수(대)	2,182,030	1,646,204	1,512,457	1,416,278	1,368,065	1,244,203	1,216,999
YoY(%)	-	-24.6%	-8.1%	-6.4%	-3.4%	-9.1%	-2.2%
PHEV 판매 대수(대)	16,381	11,629	7,884	2,104	-	-	-
YoY(%)	-	-29.0%	-32.2%	-73.3%	-100.0%	0.0%	0.0%
HEV 판매 대수(대)	91,440	95,409	94,902	85,966	129,671	157,226	184,781
YoY(%)	-	4.3%	-0.5%	-9.4%	50.8%	21.3%	17.5%
BEV 판매 대수(대)	19,581	15,300	11,821	23,677	57,118	63,532	70,755
YoY(%)	-	-21.9%	-22.7%	100.3%	141.2%	11.2%	11.4%
승용차 대당 Mixed ASP(원)	6,849,243	9,384,585	11,075,630	14,955,600	17,170,800	18,442,457	19,714,113
YoY(%)	-	37.0%	18.0%	35.0%	14.8%	7.4%	6.9%

승용 부문에 대한 Q와 P 추정 논리는 아래와 같다. 상세한 논리는 [Appendix 7.1]에 수록하였다.

- ① 단종된 모델(Mistra, 벨로스터, 레이나, 산트로, 셀레스타, 아이오닉(PHEV, HEV, BEV), 아반떼 (PHEV, BEV), 소나타(PHEV), 라페스타(BEV), 미스트라(BEV))들은 0 Flat으로 추정하였다.
- ② 판매량의 변동성이 심했던 아반떼와 소나타, 24년 하반기부터 HEV, BEV 모델에 집중해 ICE 생산을 감소시키는 G70~G90 등은 보수적 추정을 위해 Avg Flat, 또는 Flat 처리하였다.
- ③ 내수 판매량(쏘나타 HEV, 아반떼 HEV, 그랜저 HEV) 및 북미(아이오닉 6), 남미 및 인도 (HB20, Aura) 등에서의 호조가 판매 증가를 견인한 모델들은 해당 지역 내 HEV/BEV 침투율 증가 혹은 동사 점유율 증가세에 연동하여 24~25년 판매량 변동을 추정하였다.
- ④ 승용 부문의 차량 대당 Mixed ASP는 과거 4~5개년간 지속적으로 상승해왔다. 이는 동일 모델 내 HEV(19년 4%, 23년 10.7%), BEV(19년 0.9%, 23년 4.3%)의 판매량 증가 및 고가 라인업 (제네시스)의 차종 다변화에 기인한다. 동사의 투자포인트 논리에 따라 최소 2~3년간 거스를 수 없는 흐름인 BEV와 그럼에도 둔화되고 있는 틈을 노리고 수요를 증가시키는 HEV의 수요세가 견조할 것이기에 유사 수준의 ASP 증가를 가정, 22~23년의 YoY를 24~25년에 안분하여 주었다.

RV 부문 매출 추정							
(단위 : 십억 원, 대)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
RV 부문 매출	20,747	22,566	24,655	27,021	32,976	34,715	38,009
YoY(%)	-	8.8%	9.3%	9.6%	22.0%	5.3%	9.5%
총 판매 대수(대)	1,784,120	1,703,150	1,960,766	2,239,822	2,445,212	2,427,861	2,513,743
YoY(%)	-	-4.5%	15.1%	14.2%	9.2%	-0.7%	3.5%
ICE 판매 대수(대)	1,709,205	1,565,178	1,670,812	1,849,370	1,940,264	1,853,629	1,848,600
YoY(%)	-	-8.4%	6.7%	10.7%	4.9%	-4.5%	-0.3%
PHEV 판매 대수(대)	-	-	32,960	43,406	50,393	48,881	47,415
YoY(%)	-	-	-	31.7%	16.1%	-3.0%	-3.0%
HEV 판매 대수(대)	21,477	46,101	134,644	165,361	247,679	314,422	389,064
YoY(%)	-	114.7%	192.1%	22.8%	49.8%	26.9%	23.7%
BEV 판매 대수(대)	48,451	85,090	112,730	171,158	202,324	206,377	224,112
YoY(%)	-	75.6%	32.5%	51.8%	18.2%	2.0%	8.6%
FCEV 판매 대수(대)	4,987	6,781	9,620	10,527	4,552	4,552	4,552
YoY(%)	-	36.0%	41.9%	9.4%	-56.8%	0.0%	0.0%
승용차 대당 Mixed ASP(원)	11,477,483	12,935,462	12,146,935	11,558,605	12,867,046	13,595,325	14,323,604
YoY(%)	-	12.7%	-6.1%	-4.8%	11.3%	5.7%	5.4%

RV 부문에 대한 Q와 P 추정 논리는 아래와 같다. 상세한 논리는 [Appendix 7.1]에 수록하였다.

- ① 단종된 모델(ix20~25, Ensino, Kia Rio)의 판매량은 0 Flat을 적용해주었다.
- ② 판매량이 비교적 안정된 모델(크레타, 코나, GV70~GV90) 등은 3yr Avg를, 내연 모델 단산 예정으로 인해 판매량 증가가 제한된 모델(투싼, 싼타페, 펠리세이드 ICE)등은 Flat 처리하였다.

③ 인도네시아(스타게이저), 유럽 및 북미(싼타페 HEV, 투싼 HEV, 아이오닉 5 등)에서의 판매 증가가 뚜렷한 모델은 해당 지역 내 특정 파워트레인 침투율 증가 및 동사의 점유율 증가세에 연동하여 추정하였다. 25년 내 출시가 예정된 아이오닉9은 기아의 동일 스펙 모델 EV9의 출시년도 판매량과, 펠리세이드 HEV는 동일 모델인 싼타페 HEV의 출시년도 판매량과 연동했다.

④ RV 부문의 해당 ASP는 23년 GV70과 투싼, 싼타페 등 고가 라인업의 HEV 판매량 증가에 힘입어 22년 대비 약 11% 증가했다. 25년에는 특히 ASP의 상승에 박차를 가해줄 G70 및 펠리세이드 HEV 모델이 출시될 전망이다. 이에 해당 25년까지 과거와 유사한 수준의 ASP 증가가 발생할 것이라 전망 22, 23년의 ASP YoY를 반영해 추정해주었다.

소형 상용, 대형 상용 매출 추정 (단위: 십억 원, 대)							
	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
상용차 매출	6,313	5,999	6,548	7,405	8,250	9,009	9,839
YoY(%)	-	-5.0%	9.1%	13.1%	11.4%	9.2%	9.2%
소형 상용 매출(십억 원)	3,453	3,340	3,700	4,215	5,002	5,496	6,039
YoY(%)	-	-3.3%	10.8%	13.9%	18.7%	9.9%	9.9%
소형 상용 대수	192,289	181,492	177,086	178,667	191,705	191,705	191,705
YoY(%)	-	-5.6%	-2.4%	0.9%	7.3%	0.0%	0.0%
소형 상용 ASP(원)	17,959,062	18,400,503	20,893,543	23,593,540	26,090,441	28,667,683	31,499,507
YoY(%)	-	2.5%	13.5%	12.9%	10.6%	9.9%	9.9%
대형 상용 매출(십억 원)	2,860	2,659	2,848	3,190	3,249	3,514	3,800
YoY(%)	-	-7.0%	7.1%	12.0%	1.8%	8.2%	8.2%
대형 상용 대수	43,105	36,993	39,173	39,743	35,905	35,905	35,905
YoY(%)	-	-14.2%	5.9%	1.5%	-9.7%	0.0%	0.0%
대형 상용 ASP(원)	66,349,337	71,887,627	72,697,240	80,264,097	90,481,131	97,857,918	105,836,124
YoY(%)	-	8.3%	1.1%	10.4%	12.7%	8.2%	8.2%

소형 상용차는 마이티, 포터 등의 중 소형 트럭 모델이 해당되며 대형 상용차는 대형 트럭 모델을 의미한다. 동사가 공개하는 모든 판매 데이터 내 소형 상용과 대형 상용차는 "전량 ICE"로 분류되어있다. 이에 앞서 승용과 RV와 동일하게 모든 모델의 판매량 합산을 통해 Mixed ASP를 추정하였다. Q의 경우 수요 둔화 및 판매 촉진 행위 부재로 인해 Flat 처리하였으며 소형 상용과 대형 상용의 ASP 모두 최근 5개년 간의 증가세를 반영하고자 연간 YoY의 평균을 적용하였다.

차량 판매 부문 내 기타 매출은 완성차 판매가 아닌 수출 후 조립을 위한 부품 분해 판매(CKD 매출)를 의미한다. 기타 매출의 차량 판매 내 타 매출 대비 비중은 지난 5년 간 약 12.9%로 일정했기에 해당 수치를 활용해 차량 판매 내 기타 부문의 매출을 추정하였다.

부품 및 정비 등의 매출은 동사 종속법인인 현대모비스 등의 실적에 기반한 연결매출 실적이다. 각 기업별 매출 추정을 진행하는 것이 합당하나 수많은 종속기업을 보유한 동사 특성 상 추정의 합리성을 저하시킬 수 있다. 반면, 부품 및 정비 부문 매출의 차량 판매 부문 매출 대비 비중은 지난 5년 간 약 40.9%로 일정했다. 이에 해당 수치를 차량 판매 매출에 적용해 추정하였다.

금융 및 기타매출의 경우 동사의 주요 종속 기업인 현대캐피탈, 현대카드와 현대 로템 등이 영위하는 연결 실적에 의해 발생한다. 전체 매출 대비 비중이 각 14%, 6% 가량으로 금액의 중요성이 크지 않고 발생하는 매출의 규모가 차량 부문과 연동되는 경향을 보인다. 실제 차량 부문 대비 금융 부문 매출의 과거 5개년 비중은 약 17.2%, 기타 부문 매출은 약 7.8%로 일정했다. 이에 해당 평균 수치들을 앞서 계산된 차량 부문 판매 매출에 적용해 최종 매출을 추정했다.

앞서 투자포인트를 통해 24~25년 글로벌 자동차 시장의 전기차 수요 둔화 및 제한적 불륨 증가 속 동사는 하이브리드의 견조한 수요를 활용해 증익을 경험할 것임을 확인했다. 상술된 매출추정의 결과는 이를 충분히 반영하고 있기에(ICE, BEV YoY 감소 혹은 둔화, HEV YoY 일정수준 유지) 매출 추정의 합리성이 투자포인트의 논리를 충분히 반영하고 있다고 판단된다.

## 5.2. 비용 추정

## (1) 매출원가 및 판매비와관리비 추정

매출원가 및 판매비와관리비 추정		2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
(단위: 십억 원)								
매출액		105,746	103,998	116,448	142,151	162,664	173,865	189,183
	YoY(%)	-	-1.7%	12.0%	22.1%	39.7%	22.3%	16.3%
매출원가		88,091	85,516	94,721	113,880	129,179	135,760	143,971
	매출원가율(%)	83.3%	82.2%	81.3%	80.1%	79.4%	78.1%	76.1%
	GPM(%)	16.7%	17.8%	18.7%	19.9%	20.6%	21.9%	23.9%
원재료비		61,858	59,062	68,014	79,005	90,635	95,387	100,236
	% of sales	58.5%	56.8%	58.4%	55.6%	55.7%	54.9%	53.0%
종업원급여		6,072	5,762	6,057	6,660	7,541	7,655	7,741
	% of sales	5.7%	5.5%	5.2%	4.7%	4.6%	4.4%	4.1%
감가상각비		2,545	2,750	2,938	3,181	3,284	3,912	4,562
	% of sales	2.4%	2.6%	2.5%	2.2%	2.0%	2.2%	2.4%
무형자산상각비		1,287	1,436	1,618	1,867	1,663	1,587	1,815
	% of sales	1.2%	1.4%	1.4%	1.3%	1.0%	0.0%	1.0%
기타		16,329	16,506	17,054	23,167	26,057	27,218	29,616
	% of sales	15.4%	15.9%	14.6%	16.3%	16.0%	15.7%	15.7%
판매비와관리비		14,050	16,087	15,200	18,447	18,357	21,253	22,542
	판매비율(%)	13.3%	15.5%	13.1%	13.0%	11.3%	12.2%	11.9%
	OPM(%)	3.4%	2.3%	5.6%	6.9%	9.3%	9.7%	12.0%
급여		3,325	3,336	3,556	3,978	4,537	4,558	4,609
	% of sales	3.1%	3.2%	3.1%	2.8%	2.8%	2.6%	2.4%
판매보증비용		2,610	4,814	2,947	4,345	2,304	4,035	4,035
	% of sales	2.5%	4.6%	2.5%	3.1%	1.4%	2.3%	2.1%
광고선전비 및 판매활동촉진비		2,551	2,241	2,610	3,103	3,420	3,769	4,154
	% of sales	2.4%	2.2%	2.2%	2.2%	2.1%	2.2%	2.2%
지급수수료		1,388	1,415	1,529	1,663	2,014	2,157	2,347
	% of sales	1.3%	1.4%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
연구비		1,290	1,338	1,535	1,760	2,163	2,480	2,843
	% of sales	1.2%	1.3%	1.3%	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%
판매수수료		802	971	984	909	1,047	1,234	1,257
	% of sales	0.8%	0.9%	0.8%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%
해외시장개척비		382	353	412	444	415	424	428
	% of sales	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
운반보관비		123	109	116	102	110	109	107
	% of sales	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
수출비		78	60	46	79	89	87	101
	% of sales	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%
기타		1,500	1,450	1,515	2,065	2,257	2,400	2,662
	% of sales	1.4%	1.4%	1.3%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%

금액적 중요성을 띄는 원재료비, 종업원 급여, 감가상각비와 무형자산상각비 위주로 엄밀히 추정하였으며 특이사항이 존재하는 계정들은 별도의 논리에 따라 추정을 진행하였다. 그외 비용은 변동비 및 고정비로 분류한 후 매출과 연동하거나 Average Flat 및 3개년 이동평균을 적용했다.

종업원급여 추정		2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
(단위: 십억 원)								
직원 수 (명)		72,689	71,504	71,982	72,689	73,502	74,324	75,155
총 급여		9,397	9,099	9,614	10,638	12,078	12,213	12,350
매출원가 급여		6,072	5,762	6,057	6,660	7,541	7,655	7,741
	안분비율(%)	64.6%	63.3%	63.0%	62.6%	62.4%	62.7%	62.7%
판매비 급여		3,325	3,336	3,556	3,978	4,537	4,558	4,609
	안분비율(%)	35.4%	36.7%	37.0%	37.4%	37.6%	37.3%	37.3%
MIXED 1인당 급여		129	127	134	146	164	164	164

① 급여의 경우 사업보고서에 공시된 1인당 급여와 직원수를 활용해 추정하였다. 동사의 1인당 급여는 22~23년 실적 증가로 인한 성과급 지급 등의 이유로 큰 폭 증가하였다. 본 보고서의 투자포인트 논리에 따라 24~25년에는 23년과 유사한 혹은 그 이상의 실적이 발생할 전망이다. 이에 보수적 추정을 위해 23년의 1인당 급여를 24~25년에 Flat 적용해주었다.

24년에는 미국 HMGMA 공장, 25년에는 아시아 공장 중 최대 규모인 인도 탈레가온 공장의 신규 가동 등이 예정되었다. 이에 22~23년과 유사한 수준의 종업원 수 증가를 가정하며 해당 시기 상승률을 24~25년에 flat하게 적용하였다. 앞서 구한 1인당 급여와의 계산을 통해 전체 종업원 급여를 추정하였으며 매출원가와 판매비의 과거 3개년 안분 비율 평균을 활용해 안분하였다.

원재료비 추정							
(단위: 십억 원, 대, 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>원재료비</b>	<b>61,858</b>	<b>59,062</b>	<b>68,014</b>	<b>79,005</b>	<b>90,635</b>	<b>95,387</b>	<b>100,236</b>
총 판매대수(대)	4,328,946	3,690,177	3,804,089	3,986,257	4,227,676	4,120,433	4,233,535
ICE	4,126,629	3,429,867	3,399,528	3,484,058	3,535,939	3,325,442	3,293,209
% of 총 판매대수	95.7%	93.1%	89.2%	87.1%	83.5%	80.7%	77.8%
PHEV	16,381	11,629	40,844	45,510	50,393	48,881	47,415
% of 총 판매대수	0.3%	0.5%	1.0%	1.2%	1.1%	1.2%	1.1%
HEV	112,917	141,510	229,546	251,327	377,350	471,648	593,493
% of 총 판매대수	2.5%	3.6%	6.0%	6.1%	8.9%	11.4%	14.0%
BEV	68,032	100,390	124,551	194,835	259,442	269,909	294,867
% of 총 판매대수	1.4%	2.6%	3.6%	5.3%	6.4%	6.6%	7.0%
FCEV	4,987	6,781	9,620	10,527	4,552	4,552	4,552
% of 총 판매대수	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%
차량 판매당 Mixed 원재료비(원)	14,122,833	15,707,048	17,429,140	19,161,222	20,563,907	22,142,948	21,962,650
철광석 원재료비(달러/ton)	85	101	149	120	138	135	134
YoY(%)	-	<b>18.8%</b>	<b>47.5%</b>	<b>-19.5%</b>	<b>15.0%</b>	<b>-2.2%</b>	<b>-0.7%</b>
구리 원재료비(달러/ton)	6,004	6,181	9,317	8,797	8,334	8,513	8,617
YoY(%)	-	<b>2.9%</b>	<b>50.7%</b>	<b>-5.6%</b>	<b>-5.3%</b>	<b>2.1%</b>	<b>1.2%</b>
원/달러 평균 환율	1166.11	1180.01	1144.61	1292.2	1306.6	1306.6	1306.6

②원재료비는 파워트레인별 판매 대수 및 원재료 가격 등을 활용해 추정하였다. 모터 및 배터리 등의 장착으로 인해 HEV와 BEV는 ICE 대비 2~40% 가량 높은 원재료비를 보인다. 이에 각 파워트레인별 판매 대수에 상이한 원재료비 배수(1~1.4x)를 적용해 Mixed 원재료비를 역산하였다.

동사의 주요 부품 및 부자재는 모듈, 강판, 시트 페인트 등이다. 이중 차체와 엔진 등의 생산에 사용되는 철광석 및 구리가 원재료비와 강한 상관성을 보일 것이라 가정은 충분히 합리적이다. 또한 동사는 통상적으로 원재료비를 달러로 구입해 보관하기에 원재료비의 추이에 환율 역시 영향을 미친다. 실제 앞서 역산한 Mixed 원재료비와 동사가 공시한 철광석 및 구리 가격, 연간 평균 환율 간 다중회귀분석을 진행한 결과 조정 결정계수 0.97로 강한 상관성을 나타냈다.

이에 철광석과 구리 가격 및 환율 추이에 대한 개별 추정을 진행한 후 회귀결과식을 활용해 24~25 Mixed 원재료비를 계산했다. 철광석과 구리의 경우 한국광물자원공사(KOMIS)에서 제공하는 추정치를 활용하였으며, 환율의 경우 금리 인하 가능성에도 불구하고, 현재의 원화 약세가 유지될 것이라는 투자포인트의 논리에 따라 22~23년의 환율 평균을 flat하게 적용하였다. 이후 매출 추정을 통해 추정된 파워트레인별 판매 대수 추정치를 활용해 최종 원재료비를 도출하였다.

③감가상각비와 무형자산상각비의 경우 CapEx에 주의하여 추정하였다. 자본집약적인 자동차 산업의 특성을 반영하고자 기보유 자산의 감가상각비 외에도 최근 3개년 자산 취득액 평균을 활용한 유지 CapEx를 반영하였다. 동사는 전동화 가속 및 생산량 증대를 위해 10년간 약 50조원, 24년 약 5조 6,000억원의 CapEx를 발표했는데 앞선 방법으로 계산된 24년 CapEx 증가분이 5조 2,000억원임을 고려 시 합리적인 추정이라 판단된다. 동사는 감가상각비 전액을 매출원가에 반영하기에 별도의 안분은 진행하지 않았다. 자세한 추정 Table은 [Appendix 6.2]에 수록하였다.

이외 판매보증비의 경우 19년 동사 세타 2 엔진의 평생보증 프로그램 발표와 함께 증가하기 시작했다. 타 엔진에 대한 보증 프로그램 확대를 추가적으로 공언한 바, 20~22년 증가율을 24~25에 Flat 처리하였다. 광고선전비 및 판매활동촉진비의 경우 24~25년 내 펠리세이드 및 아이오닉 9의 BEV 신규 모델 출시에 따라 22~23년의 증가율을 24~25년에 Flat 하게 적용하였다.

## (2) 영업외손익 추정

영업외손익 추정							
(단위: 십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업외손익	558	(301)	1,263	1,357	2,492	2,551	2,524
금융손익	352	(142)	328	106	589	363	293
기타손익	(336)	(322)	(368)	(307)	(568)	(283)	(240)
공동기업 및 관계기업 투자손익	543	162	1,302	1,558	2,471	2,471	2,471

기타손익은 합리적 추정이 불가한 계정의 경우 0 Flat 처리하였다. 당사는 수출 비중이 높은 기업으로 외환차익과 외화환산이익, 외환차손과 외화환산손실이 매년 유사하게 발생하기에 해당 계정들은 3yr average 반영을 통해 추정하였다. 이자손익은 이자발생부자산 및 부채와 유효이자율 추정을 통해 별도로 진행했다. 자세한 추정 Table은 [Appendix 6.3~6.4] 에 수록하였다.

## (3) 법인세비용 추정

법인세비용 추정							
(단위: 십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
세전순이익	4,164	2,093	7,789	11,181	17,619	19,404	25,194
법인세비용	978	169	2,267	2,979	4,627	5,304	6,887
유효법인세율(%)	23.5%	8.1%	29.1%	26.6%	26.3%	27.3%	27.3%

유효법인세율은 직전 3개년 Average로 Flat 처리한 후, 세전순이익에 적용하였다.

## (4) 지배지분 자본변동표 추정

추정 지배지분 자본변동표							
(단위: 십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
기초자본	67,974	70,066	69,481	74,986	82,349	92,497	101,292
(+) 당기순이익	2,980	1,424	4,942	7,364	11,962	12,982	16,855
(-) 배당금	1,063	790	1,046	1,298	2,358	4,187	4,544
배당성향(%)	-	26.5%	73.4%	26.3%	32.0%	35.0%	35.0%
(-) 자기주식의 소각	-	-	-	-	315	315	315
(+) 그 외 자본변동	175	(1,219)	1,609	1,297	860	-	-
기말자본	70,066	69,481	74,986	82,349	92,497	101,292	113,604
가중평균자본	69,020	69,773	72,233	78,668	87,423	96,895	107,448
ROE(%)	4.3%	2.0%	6.8%	9.4%	13.7%	13.4%	15.7%

합리적 추정이 어려운 기타 자본변동은 0 Flat 처리하였다. 기 발표한 “지배주주순이익 기준 25% 수준의 배당 성향”을 상향시킬 가능성이 크다는 투자포인트 논리에 따라 24~25년의 배당 성향을 35%로 가정하였다. 또한 23~25년 연간 1%의 자사주 소각을 진행하겠다는 동사 가이던스를 반영하고자 23년 3월에 이뤄진 자사주 소각액과 동일한 금액을 24~25년에 동일 적용하였다.

## (4) 최종 손익계산서 Table

추정 연결손익계산서							
(단위: 십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	105,746	103,998	116,448	142,151	162,664	173,865	189,183
YoY(%)	-	-1.7%	12.0%	22.1%	14.4%	6.9%	8.8%
매출원가	88,091	85,516	94,721	113,880	129,179	135,760	143,971
매출총이익	17,655	18,482	21,727	28,272	33,484	38,106	45,212
GPM(%)	16.7%	17.8%	18.7%	19.9%	20.6%	21.9%	23.9%
판매비와관리비	14,050	16,087	15,200	18,447	18,357	21,253	22,542
영업이익	3,606	2,395	6,527	9,825	15,127	16,853	22,670
OPM(%)	3.4%	2.3%	5.6%	6.9%	9.3%	9.7%	12.0%
금융손익	352	(142)	328	106	589	363	293
기타손익	(336)	(322)	(368)	(307)	(568)	(283)	(240)
공동기업 및 관계기업 투자손익	543	162	1,302	1,558	2,471	2,471	2,471
세전순이익	4,164	2,093	7,789	11,181	17,619	19,404	25,194
법인세비용	978	169	2,267	2,979	4,627	5,304	6,887
당기순이익	3,186	1,925	5,522	8,202	12,992	14,100	18,307
NPM(%)	3.0%	1.9%	4.7%	5.8%	8.0%	8.1%	9.7%

### 5.3. Valuation - Peer PBR Method

#### (1) Why PBR?

자동차 산업 + ROE  
가치 중요 -> PBR

자동차 산업은 다수의 공장 등을 보유한 **자본집약적 산업**이며 펀더멘탈 외에도 환율, 원자재 가격 등 매크로 변수에 의해 실적이 영향을 받는다. 투자포인트에서 상술했듯, 동사는 자동차의 친환경 흐름 속 마주한 하이브리드라는 기회와 우호적으로 형성된 매크로 변수를 활용해 **견조한 이익 체력을 자랑할 것이며** 내,외적으로 동반 작용하고 있는 밸류업을 활용해 **23년 수준의 높은 ROE를 유지 혹은 상향시킬 전망이다**. 이에 동사의 가치를 잘 반영할 수 있는 Valuation Method는 순자산 대비 이익 창출 능력, 즉 **ROE와 깊은 연관성을 가지는 PBR Method**이다.

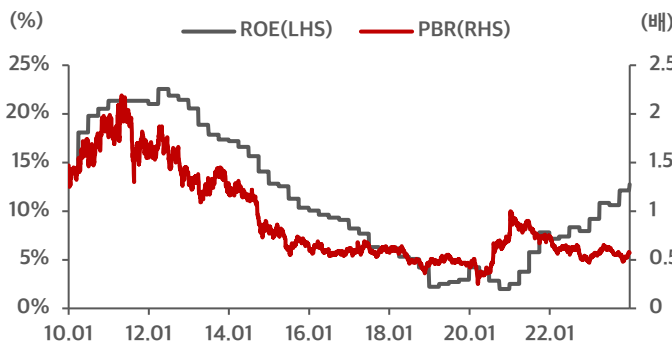
#### (2) Why Not Historical PBR?

우선 동사에게 부여돼 온 PBR의 의미가 과거와는 달라졌기에 **Historical PBR의 부여에 다소 무리가 있다 판단한다**. 보다 자세한 논의를 위해서는 **PBR 멀티플의 의미**에 대한 고찰이 필요하다.

ROE의 지속 가능성  
view 변경

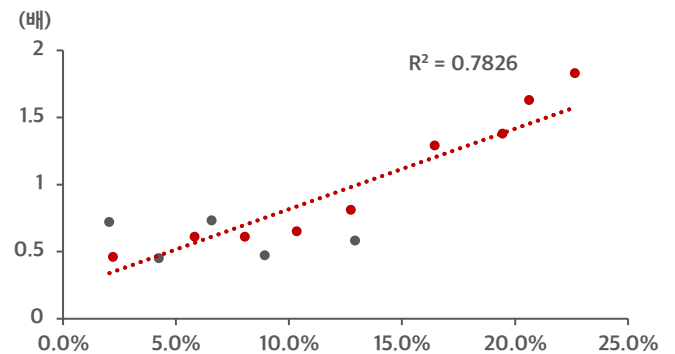
PBR은 해당 기업과 동일한 순자산을 갖추기 위한 투자금이 향후 얼마의 가치를 산출할지에 대한 현재 시장의 기대를 의미한다. 보다 구체적으로, **PBR에는 기업이 현재와 같은 수준의 ROE를 향후 어느 정도로 지속할 수 있을지에 대한 각 시장 참여자들의 판단** 아래, 기대 수익률 이상으로 창출이 예상되는 ROE에 대한 기대가 반영돼있다. 즉, PBR은 단순히 “고 ROE”만이 아닌, “**고 ROE의 지속 가능성**”이 함께 반영된 지표인 것이다. 그런데 과거 동사의 PBR은 ① **자동차 산업의 흐름 변화**와 ② **주주 환원의 반영 정도**에 의해 “**지속 가능성**”에 대한 상이한 기대를 보여왔다.

도표 5-1. 10~24 동사 PBR(TTM), ROE(TTM) 추이



출처: Quantiwise, SMIC 5팀

도표 5-2. 동사 PBR-ROE 회귀분석(10~23)



출처: Quantiwise, SMIC 5팀

10년대 고 ROE =  
지속 가능성 high

먼저, **자동차 산업의 흐름 변화가 ROE의 지속 가능성에 대한 기대감에 변화를 가져왔다**. 위 [도표 6-1]에서 확인되듯, 20년 이전까지 동사의 높은 ROE는 언제나 높은 PBR을 수반해왔다. 본 보고서의 초반에서도 상술했듯, 업력이 오래되고 성숙도가 높았던 자동차 산업의 특성 상 높은 ROE는 곧 특정 기업이 시장 내 선두 주자권에 등극했음을 의미하며 **이미 성숙된 시장 내 높은 ROE가 일정 수준의 지속 가능성을 가질 것임은 충분히 담보할 수 있는 사실이었다**.

20년대 디레이팅

21년 이후로 시장은 **완성차업체 ROE의 지속 가능성에 의문을 품었다**. 전기차의 빠른 등장과 가격 경쟁력을 앞세운 스타트업의 등장으로 인해, 필연적인 전기차 시대로의 전환을 앞둔 레거시 완성차 업체들의 ROE 지속 가능성은 극히 낮아보였고 이에 **높은 ROE에도 불구하고, PBR의 반등은 지속적으로 이뤄지지 않았다**. 실제 [도표 6-2]에서 확인되듯, 동사의 ROE와 PBR 간 회귀 분석을 진행해보면 20년도 이후의 지점들은 추세선에서 강하게 이탈하며, 해당 시기를 포함할 경우 회귀선의 결정계수는 제외한 경우의 0.92에서 0.78로 급락한다. **명백한 디커플링의 방증이다**.

전기차 전환 둔화로 인한 공백기인 현재, 완성차 업체들의 PBR은 더 이상 과거의 높은 기대감과 최근의 낮은 기대감 중 어느 것도 담보하지 않는다. 현재의 높은 ROE가 과연 내연 기관에서 거두는 마지막 불꽃인지, 전동화를 위한 자원인지에 따라 시장이 가지는 기대감은 상이해질 것이다. 이에 동사 ROE의 지속 가능성은 변화해 온 산업 속 동사와의 비교가 아닌, **현 시점에서 동사와 유사한 지속 가능성을 담보받을 수 있는 완성차 업체와의 비교가 보다 합당하다.**

**주주 환원이 ROE의 지속 가능성에 미치는 영향도 고려해야한다.** 동사 주주환원액의 규모가 크지 않았던 10년대 초반, 동사 PBR은 호실적에 근거한 높은 ROE와 동행한 반면 21년 이후로는 ROE 지속성에 대한 의문부호가 높아진 주주 환원의 의미를 퇴색시키고 있었다. **높은 주주환원이 곧 높은 수준의 ROE를 유지할 수 있다는 사측의 의지표명과도 같음**을 고려할 때, 또 밸류업 프로그램을 통해 국내에도 주주 환원의 가치가 제고되고 있음을 고려할 때, 동사의 PBR은 **높은 주주 환원을 통해 ROE의 지속 가능성에 확신을 더해주고 있는 기업과의 비교가 이뤄져야한다.**

### (3) Target Peer & Target Multiple 선정

주요 글로벌 완성차 업체 Peer의 **24.04 기준 PBR(TTM) 평균 0.75x**를 Target PBR로 제시한다. 현재 시장은 전기차로의 전환기를 버텨낼 완성차 업체들의 이익 체력에 대해 프리미엄 부여 가능성을 높여가고 있다. 이에 동사와 유사하거나 혹은 높은 수준의 ROE를 보유한 업체들의 **평균을 제시함**으로써 시장이 자동차 산업의 높은 ROE를 바라보는 공통적인 기대감을 반영하고자 했다.

또한, **전환기의 핵심으로 떠오른 하이브리드 시장에서 동사가 특히 premium을 받을 유인이 큼**을 고려할 시 상대적으로 저평가받고 있는 동사에게 평균 수준의 PBR을 부여하는 데 무리가 없다. 또한, Peer로 선정한 기업들이 모두 **주주 환원에 대해 동사 이상 수준의 적극성을 표하고 있음** 역시 주주 환원의 가치 제고가 이뤄질 동사에 대한 멀티플에 당위성을 부여한다.

다만, 아래와 같은 이유로 기아와 토요타, GM과 포드는 Peer 선정에 반영하지 않았다.

- ① 동사는 기아의 지분 30% 가량을 보유하고 있는 대주주로 동사의 기업 가치를 산정함에 있어 종속회사인 기아의 멀티플을 차용하는 것은 논리적 결함이 존재한다 판단했다.
- ② 토요타의 경우 실적 서프라이즈를 통해 빠른 밸류에이션 회복을 겪었다. 다만, PBR이 22년 말 1.0x 수준에서 1.5x 수준으로 급상승한데에는 실적과 주주환원 외 사내 숙원사업과 같았던 유희자산의 청산 및 매각이 큰 영향을 끼쳤을 것으로 파악하기에 과도한 노이즈의 방지를 위해 배제했다.
- ③ GM과 포드는 주요 완성차 업체 중 가장 낮은 수준의 전기차 수익성과 전동화 투자 적극성을 나타내는 기업이다. 현 시점 이익 체력의 중요성이 결국 미래 투자 자원확보를 위함임을 고려할 시, 두 기업은 Peer로 적절치 않다 판단하였다.

**상기 논의를 모두 종합하여, 25E BPS 419,826원에 Target PBR 0.75x를 곱한**

**목표주가 314,900원, 투자 의견 BUY를 제시한다.**

	ROE(TTM)	PBR(TTM)	배당성향(23)
현대	7.8%	0.74x	31.0%
BMW	13.1%	0.80x	32.0%
벤츠	18.3%	0.88x	39.0%
VW	8.7%	0.42x	28.0%
스텔란티스	23.2%	0.91x	25.9%

Valuation - PBR Method (2025E)	
지배지분 기말자본 (백만 원)	113,604,130
발행주식 총수 (주)	270,598,441
<b>2025(E) BPS (원)</b>	<b>419,826</b>
<b>Target PBR Multiple</b>	<b>0.75x</b>
ROE (%)	15.7%
<b>목표주가 (원)</b>	<b>314,900</b>
현재주가 (원)	238,000
<b>상승여력</b>	<b>32%</b>
* 25년 발행주식 총수 계산 시, 25년 소각 예정 자사주(보통주 2,094,161 우선주 620,117주) 만큼의 발행주식 총수 감소를 가정함.	

## 6. Appendix

### 6.1. 매출 추정 관련 도표

#### (1) 승용 매출 Q, P 추정

승용 부문 매출 추정							
(단위 : 십억 원, 대)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
승용 부문 매출	15,957	16,766	18,196	23,129	27,313	27,776	29,952
YoY(%)	-	5.1%	8.5%	27.1%	18.1%	1.7%	7.8%
총 판매 대수(대)	2,309,432	1,768,542	1,627,064	1,528,025	1,554,854	1,464,961	1,472,535
YoY(%)	-	-23.4%	-8.0%	-6.1%	1.8%	-5.8%	0.5%
ICE 판매 대수(대)	2,182,030	1,646,204	1,512,457	1,416,278	1,368,065	1,244,203	1,216,999
YoY(%)	-	-24.6%	-8.1%	-6.4%	-3.4%	-9.1%	-2.2%
i10	271,857	176,089	191,323	216,248	194,207	194,207	194,207
i20	235,317	159,849	154,113	170,440	192,115	192,115	192,115
i30	116,144	68,423	77,001	76,758	67,036	67,036	67,036
i40	1,670	-	-	-	-	-	-
Aura	-	43,374	50,658	65,322	82,397	82,397	82,397
HB20	140,446	108,459	119,693	135,995	138,910	138,910	138,910
엑센트	238,016	155,872	162,710	102,009	101,199	63,445	39,776
Avante	551,026	366,398	363,752	333,610	361,004	361,004	361,004
Sonata	196,628	171,520	139,385	122,039	83,929	115,118	107,029
Mistra	40,709	21,649	5,703	390	36	-	-
라페스타	96,239	34,124	8,249	1,770	2,554	2,554	2,554
G70	28,181	16,248	19,937	20,525	21,594	21,594	21,594
G80	29,188	60,643	64,182	51,652	50,544	50,544	50,544
G90	19,746	12,283	7,216	24,925	14,500	14,500	14,500
Grandeur	76,386	109,873	66,501	46,756	54,433	55,897	52,362
Veloster	16,506	6,930	3,062	2,339	-	-	-
Reina	51,197	38,345	10,723	-	-	-	-
Santro	72,774	30,366	36,253	19,251	-	-	-
Celesta	-	65,759	31,996	26,249	3,607	-	-
PHEV 판매 대수(대)	16,381	11,629	7,884	2,104	-	-	-
YoY(%)	-	-29.0%	-32.2%	-73.3%	-100.0%	0.0%	0.0%
IONIQ	13,137	8,318	7,068	2,104	-	-	-
Avante	1,205	785	816	-	-	-	-
Sonata	2,039	2,526	-	-	-	-	-
HEV 판매 대수(대)	91,440	95,409	94,902	85,966	129,671	157,226	184,781
YoY(%)	-	4.3%	-0.5%	-9.4%	50.8%	21.3%	17.5%
IONIQ	51,773	31,325	32,609	9,452	-	-	-
Sonata	9,959	21,208	18,976	14,049	24,668	29,910	35,152
Avante	-	3,887	16,340	37,363	42,952	52,079	61,207
Grandeur	29,708	38,989	26,977	25,102	62,051	75,237	88,423
BEV 판매 대수(대)	19,581	15,300	11,821	23,677	57,118	63,532	70,755
YoY(%)	-	-21.9%	-22.7%	100.3%	141.2%	11.2%	11.4%
IONIQ	18,804	13,884	9,078	4,607	-	-	-
IONIQ6	-	-	-	14,821	54,824	60,964	67,792
G80	-	-	1,384	4,026	2,294	2,568	2,963
라페스타	-	1,416	1,241	-	-	-	-
Mistra	-	-	118	223	-	-	-
Avante	777	-	-	-	-	-	-
승용차 대당 Mixed ASP(원)	6,849,243	9,384,585	11,075,630	14,955,600	17,170,800	18,442,457	19,714,113

## (2) RV 매출 Q, P추정

RV 부문 매출 추정							
(단위: 십억 원, 대)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>RV 부문 매출</b>	<b>20,747</b>	<b>22,566</b>	<b>24,655</b>	<b>27,021</b>	<b>32,976</b>	<b>34,715</b>	<b>38,009</b>
<i>YoY(%)</i>	-	<b>8.8%</b>	<b>9.3%</b>	<b>9.6%</b>	<b>22.0%</b>	<b>5.3%</b>	<b>9.5%</b>
<b>총 판매 대수(대)</b>	<b>1,784,120</b>	<b>1,703,150</b>	<b>1,960,766</b>	<b>2,239,822</b>	<b>2,445,212</b>	<b>2,427,861</b>	<b>2,513,743</b>
<i>YoY(%)</i>	-	<b>-4.5%</b>	<b>15.1%</b>	<b>14.2%</b>	<b>9.2%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>3.5%</b>
<b>ICE 판매 대수(대)</b>	<b>1,709,205</b>	<b>1,565,178</b>	<b>1,670,812</b>	<b>1,849,370</b>	<b>1,940,264</b>	<b>1,853,629</b>	<b>1,848,600</b>
<i>YoY(%)</i>	-	<b>-8.4%</b>	<b>6.7%</b>	<b>10.7%</b>	<b>4.9%</b>	<b>-4.5%</b>	<b>-0.3%</b>
캐스퍼	-	-	10,806	48,002	45,451	46,727	46,089
Exter	-	-	-	-	47,014	47,014	47,014
Creta	278,158	246,233	251,553	406,897	325,752	325,752	325,752
Kona	248,692	191,386	162,737	143,417	171,735	171,735	171,735
Venue	111,778	144,836	185,720	196,380	216,997	216,997	216,997
Bayon	-	-	26,642	45,811	67,318	67,318	67,318
투싼	541,916	384,461	380,755	465,303	522,482	456,180	456,180
싼타페	289,785	211,743	188,284	178,512	173,442	173,442	173,442
펠리세이드	52,300	157,133	157,688	151,427	166,622	166,622	166,622
Stargazer	-	-	-	18,384	22,529	26,719	31,689
Custo	-	-	7,967	13,678	15,028	14,353	14,353
GV70	-	20	59,410	52,880	63,323	58,538	58,247
GV80	20	43,158	48,072	46,300	56,469	50,280	51,016
ix20	13,603	-	-	-	-	-	-
ix25	41,559	38,297	16,201	1	-	-	-
ix35	131,394	58,277	82,924	66,518	46,102	31,952	22,145
Ensino	-	493	8	-	-	-	-
Kia Rio	-	89,141	92,045	15,860	-	-	-
<b>PHEV 판매 대수(대)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>32,960</b>	<b>43,406</b>	<b>50,393</b>	<b>48,881</b>	<b>47,415</b>
<i>YoY(%)</i>	-	-	-	<b>31.7%</b>	<b>16.1%</b>	<b>-3.0%</b>	<b>-3.0%</b>
투싼	-	-	23,450	36,368	39,177	38,002	36,862
싼타페	-	-	9,510	7,038	11,216	10,880	10,553
<b>HEV 판매 대수(대)</b>	<b>21,477</b>	<b>46,101</b>	<b>134,644</b>	<b>165,361</b>	<b>247,679</b>	<b>314,422</b>	<b>389,064</b>
<i>YoY(%)</i>	-	<b>114.7%</b>	<b>192.1%</b>	<b>22.8%</b>	<b>49.8%</b>	<b>26.9%</b>	<b>23.7%</b>
Kona	21,477	36,169	24,815	34,586	50,794	65,016	83,221
투싼	-	9,932	86,393	101,581	136,328	174,500	223,360
싼타페	-	-	23,436	29,194	60,557	74,906	74,906
펠리세이드	-	-	-	-	-	-	3,789
GV70 HEV	-	-	-	-	-	-	3,789
<b>BEV 판매 대수(대)</b>	<b>48,451</b>	<b>85,090</b>	<b>112,730</b>	<b>171,158</b>	<b>202,324</b>	<b>206,377</b>	<b>224,112</b>
<i>YoY(%)</i>	-	<b>75.6%</b>	<b>32.5%</b>	<b>51.8%</b>	<b>18.2%</b>	<b>2.0%</b>	<b>8.6%</b>
IONIQ5	-	-	65,906	99,727	114,988	127,867	142,188
IONIQ9(신)	-	-	-	-	-	5,364	5,364
Kona	48,451	84,512	45,007	56,611	70,871	57,496	61,659
GV60	-	-	1,214	11,031	10,145	9,330	8,581
GV70	-	-	-	3,789	6,320	6,320	6,320
Ensino	-	578	603	-	-	-	-
<b>FCEV 판매 대수(대)</b>	<b>4,987</b>	<b>6,781</b>	<b>9,620</b>	<b>10,527</b>	<b>4,552</b>	<b>4,552</b>	<b>4,552</b>
<i>YoY(%)</i>	-	<b>36.0%</b>	<b>41.9%</b>	<b>9.4%</b>	<b>-56.8%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
NEXO	4,987	6,781	9,620	10,527	4,552	4,552	4,552
<b>승용차 대당 Mixed ASP(원)</b>	<b>11,477,483</b>	<b>12,935,462</b>	<b>12,146,935</b>	<b>11,558,605</b>	<b>12,867,046</b>	<b>13,595,325</b>	<b>14,323,604</b>
<i>YoY(%)</i>	-	<b>12.7%</b>	<b>-6.1%</b>	<b>-4.8%</b>	<b>11.3%</b>	<b>5.7%</b>	<b>5.4%</b>

## 6.2. 감가상각비 추정

유형자산 감가상각비 - CapEx 반영 전									
(단위: 십억 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	
건물(50년)	369	369	369	369	369	369	369	369	369
구축물(15년)	79	79	79	79	79	79	79	79	79
기계장치(15년)	1,065	1,065	1,065	1,065	1,065	1,065	1,065	1,065	
차량운반구(10년)	89	89	89	89	89	-	-	-	-
공구기구금형(5년)	1,400	1,400	1,400	-	-	-	-	-	-
집기비용(5년)	146	146	146	146	-	-	-	-	-
기타유형자산(10년)	15	15	15	15	15	15	15	15	-
건설중인자산	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>합계</b>	<b>3,163</b>	<b>3,163</b>	<b>3,163</b>	<b>1,763</b>	<b>1,617</b>	<b>1,528</b>	<b>463</b>	<b>448</b>	

\*장부가와 상각비를 고려한 잔여내용연수 산출, 신규 CapEx 투자를 가정하여 상각비 추정함

건설중인자산 대체(건물, 기계장치, 공구기구금형)									
(단위: 십억 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	
기초	6,378	5,532	5,447	5,439	5,438	5,438	5,438	5,438	5,438
취득	4,894	4,894	4,894	4,894	4,894	4,894	4,894	4,894	4,894
<b>대체</b>	<b>5,740</b>	<b>4,979</b>	<b>4,903</b>	<b>4,895</b>	<b>4,894</b>	<b>4,894</b>	<b>4,894</b>	<b>4,894</b>	<b>4,894</b>
건물	1,148	996	981	979	979	979	979	979	979
기계장치	1,722	1,494	1,471	1,468	1,468	1,468	1,468	1,468	1,468
공구기구금형	2,870	2,489	2,451	2,447	2,447	2,447	2,447	2,447	2,447
기타	5,532	5,447	5,439	5,438	5,438	5,438	5,438	5,438	5,438

\*건설중인 자산 건물, 기계장치, 공구기구금형의 대체 안분 비율은 21~23년 3개년 평균인 0.2 : 0.3 : 0.5를 사용  
\*건설중인자산 기초 장부가액 중 대체 비율은 3개년 평균치인 90%를 사용

유형자산 CapEx 추정									
(단위: 십억 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	
건물(50년)	33	33	33	33	33	33	33	33	33
구축물(15년)	25	25	25	25	25	25	25	25	25
기계장치(15년)	29	29	29	29	29	29	29	29	29
차량운반구(10년)	112	112	112	112	112	112	112	112	112
공구기구금형(5년)	20	20	20	20	20	20	20	20	20
집기비용(5년)	62	62	62	62	62	62	62	62	62
기타유형자산(10년)	6	6	6	6	6	6	6	6	6
건설중인자산	4,894	4,894	4,894	4,894	4,894	4,894	4,894	4,894	4,894
<b>합계</b>	<b>5,180</b>	<b>5,180</b>	<b>5,180</b>	<b>5,180</b>	<b>5,180</b>	<b>5,180</b>	<b>5,180</b>	<b>5,180</b>	<b>5,180</b>

\*확장 CapEx는 건설중인자산 대체 금액, 유지 CapEx는 과거 3~5개년 취득 계정 AVG  
\*현대차는 24년 CapEx 5조 6000억원, 10년간 총 50조원 가량의 CapEx 계획 발표.  
\*미국 조지아주 HMGMA 공사 등의 본격화로 인해 최근 2~3개년간 CAPEX 발생량이 증가했음을 고려 시  
\*최근 3개년간의 자산 취득분을 사용한 유지 CAPEX 추정은 공격적인 전사 CAPEX 계획을 반영하기에 충분히 합리적이라 판단.

투자부동산 - 취득분 반영 전									
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	
건물(50년)	4,833	4,833	4,833	4,833	4,833	4,833	4,833	4,833	4,833
구축물(25년)	404	404	404	404	404	404	404	404	404
<b>합계</b>	<b>5,237</b>	<b>5,237</b>	<b>5,237</b>	<b>5,237</b>	<b>5,237</b>	<b>5,237</b>	<b>5,237</b>	<b>5,237</b>	<b>5,237</b>

\*동사는 유형자산 외 투자부동산(건물, 구축물)에 대한 감가상각을 추가로 반영  
\* 23년 기말 장부가 기준 건물 및 구축물의 잔존 내용 연수는 15년 이상, 최근 3개년 간 별도의 취득 부재하므로 추정 기간에 대해 flat 처리.

감가상각비 - CAPEX 및 투자부동산 반영 후									
(단위: 십억 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	
유형자산	3,907	4,556	5,197	4,437	4,930	4,890	3,950	4,067	
건물(50년)	393	413	434	454	474	494	515	536	
구축물(15년)	80	82	84	85	87	89	90	92	
기계장치(15년)	1,182	1,284	1,384	1,484	1,583	1,683	1,718	1,817	
차량운반구(10년)	100	111	122	134	145	156	167	178	
공구기구금형(5년)	1,978	2,480	2,974	2,068	2,561	2,477	2,468	2,467	
집기비용(5년)	158	170	183	195	206	217	228	239	
기타유형자산(10년)	15	16	17	17	18	18	19	19	
투자부동산	5	5	5	5	5	5	5	5	
건물(50년)	5	5	5	5	5	5	5	5	
구축물(25년)	0	0	0	0	0	0	0	0	
<b>합계</b>	<b>3,912</b>	<b>4,562</b>	<b>5,202</b>	<b>4,442</b>	<b>4,935</b>	<b>4,895</b>	<b>3,955</b>	<b>4,073</b>	

## 6.3. 기타손익 추정

기타손익 추정							
(단위: 십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>기타손익</b>	<b>(336)</b>	<b>(322)</b>	<b>(387)</b>	<b>(307)</b>	<b>(568)</b>	<b>(283)</b>	<b>(240)</b>
<b>기타수익</b>	<b>1,121</b>	<b>1,309</b>	<b>1,447</b>	<b>1,931</b>	<b>1,782</b>	<b>1,831</b>	<b>1,848</b>
외환차익	404	447	625	756	686	721	721
외화환산이익	184	193	220	437	476	457	457
유형자산처분이익	31	37	24	49	42	38	43
수입수수료	108	44	23	18	16	19	18
임대료수익	87	94	95	98	105	99	101
기타	306	495	461	572	457	496	508
<b>기타비용</b>	<b>1,457</b>	<b>1,630</b>	<b>1,834</b>	<b>2,238</b>	<b>2,350</b>	<b>2,115</b>	<b>2,088</b>
외환차손	365	590	528	701	614	658	658
외화환산손실	158	264	232	556	483	520	520
유형자산처분손실	159	107	58	-	263	-	-
매각예정비유동자산손상차손	-	-	-	176	-	-	-
기부금	66	74	66	89	178	111	126
기타	709	595	951	716	812	826	784

\* 22년 일회성 매각예정비유동자산손상차손 발생.

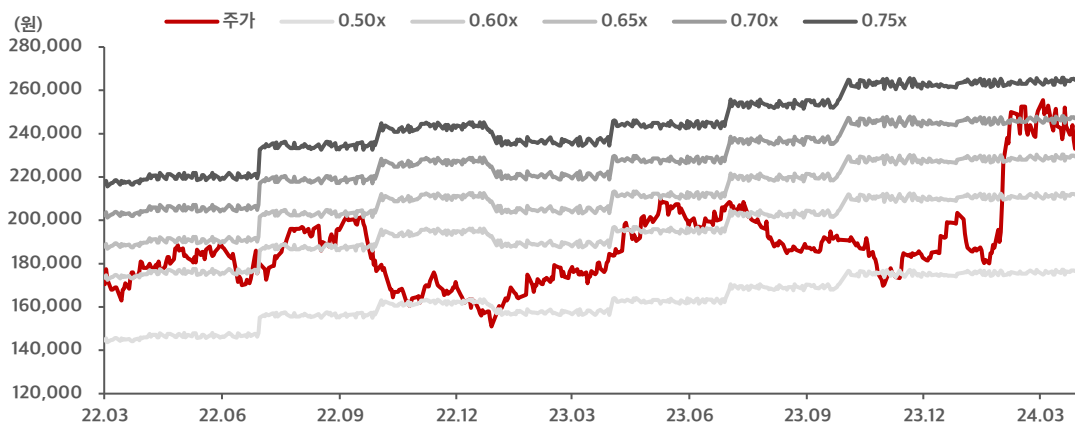
## 6.4. 금융손익 추정

금융손익 추정							
(단위: 십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>금융손익</b>	<b>352</b>	<b>(142)</b>	<b>364</b>	<b>106</b>	<b>589</b>	<b>363</b>	<b>293</b>
<b>금융수익</b>	<b>827</b>	<b>814</b>	<b>913</b>	<b>986</b>	<b>1,560</b>	<b>1,233</b>	<b>1,166</b>
이자수익	513	401	349	594	998	716	693
외환차익	70	55	62	146	167	156	156
외화환산이익	119	240	163	146	275	211	211
배당금수익	33	32	28	45	79	62	62
파생상품관련이익	86	81	90	19	34	-	-
기타금융수익	7	5	221	36	7	88	44
<b>금융비용</b>	<b>475</b>	<b>956</b>	<b>548</b>	<b>880</b>	<b>971</b>	<b>870</b>	<b>873</b>
이자비용	317	362	305	523	558	525	528
외환차손	32	181	55	77	152	115	115
외화환산손실	100	304	182	256	205	230	230
파생상품관련손실 등	26	109	7	23	56	-	-

이자부자산 유효이자율							
(단위: 십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
기말 이자부자산	91,546	102,485	117,016	126,940	141,575	130,917	132,720
현금및현금성자산	8,682	9,862	12,796	20,865	19,167	20,016	19,591
단기금융상품	7,293	7,220	6,949	5,775	7,340	6,688	6,601
기타금융자산	9,450	12,897	12,397	5,935	2,803	7,045	5,261
금융업체권	30,178	32,596	35,253	38,037	43,121	38,804	39,987
장기금융상품	803	62	306	113	155	191	153
비유동성기타금융자산	3,060	2,779	3,539	3,890	4,423	3,951	4,088
비유동성금융업체권	32,080	37,069	45,777	52,326	64,567	54,223	57,039
평균 이자부자산	87,595	97,016	109,751	121,978	129,296	136,246	131,819
<b>이자수익</b>	<b>513</b>	<b>401</b>	<b>349</b>	<b>594</b>	<b>998</b>	<b>716</b>	<b>693</b>
유효이자율(%)	0.6%	0.4%	0.3%	0.5%	0.8%	0.5%	0.5%

이자부부채 유효이자율							
(단위: 십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
기말 이자부부채	81,970	92,214	108,015	112,609	125,058	127,194	126,585
단기차입금	12,571	13,781	13,088	11,366	9,036	11,163	10,522
유동성장기부채	15,779	16,104	20,579	25,574	25,109	25,109	25,109
사채	41,806	48,795	63,459	62,960	73,033	73,033	73,033
장기차입금	11,217	12,727	10,668	12,285	17,570	17,570	17,570
순확정급여부채	413	248	79	62	77	73	71
유동성기타금융부채	10	100	55	99	57	70	75
비유동성기타금융부채	175	460	87	263	176	175	205
평균 이자부부채	78,021	87,092	100,115	110,312	118,834	126,126	126,890
<b>이자비용</b>	<b>317</b>	<b>362</b>	<b>305</b>	<b>523</b>	<b>558</b>	<b>525</b>	<b>528</b>
유효이자율(%)	0.4%	0.4%	0.3%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%

## 6.5. 현대차 PBR Band(TTM)



## 6.6. 동사연결재무상태표 및 연결현금흐름표

연결재무상태표				
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023
<b>자산</b>	<b>209,344</b>	<b>233,946</b>	<b>255,742</b>	<b>282,463</b>
유동자산	83,686	88,565	96,389	101,725
현금 및 현금성자산	9,862	12,796	20,865	19,167
단기금융상품	7,220	6,949	5,775	7,340
기타금융자산	12,897	12,397	5,935	2,803
매출채권	3,284	3,147	4,279	4,682
기타채권	4,017	4,221	4,459	3,431
재고자산	11,334	11,646	14,291	17,400
기타자산	2,033	2,082	2,641	3,151
금융업채권	32,596	35,253	38,037	43,121
기타유동자산	443	75	108	630
비유동자산	125,658	145,381	159,353	180,739
장기금융상품	62	306	113	155
기타금융자산	2,779	3,539	3,890	4,423
기타채권	702	741	821	855
기타자산	880	1,191	1,550	1,970
유형자산	34,092	35,543	36,153	38,921
무형자산	5,678	5,847	6,102	6,219
공동기업 및 관계기업투자자산	19,925	22,429	25,199	28,476
이연법인세자산	2,847	2,225	3,237	3,605
금융업채권	37,069	45,777	52,326	64,567
운용리스자산	20,502	26,328	27,682	29,665
기타비유동자산	1,122	1,454	2,279	1,883
<b>부채</b>	<b>133,003</b>	<b>151,331</b>	<b>164,846</b>	<b>180,654</b>
유동부채	59,460	64,237	74,236	73,362
매입채무	8,793	9,155	10,797	10,952
미지급금	6,124	6,336	8,278	8,643
단기차입금	13,781	13,088	11,366	9,036
유동성장기부채	16,104	20,579	25,574	25,109
당기법인세부채	549	752	1,009	1,325
충당부채	6,361	6,665	8,103	7,317
기타부채	7,293	7,440	8,600	10,577
기타유동부채	456	222	510	404
비유동부채	73,544	87,094	90,609	107,292
장기성미지급금	799	769	726	616
사채	48,795	63,459	62,960	73,033
장기차입금	12,727	10,668	12,285	17,570
충당부채	4,010	4,214	4,328	4,334
기타부채	2,613	3,345	4,252	5,212
이연법인세부채	3,278	3,689	5,028	5,439
리스부채	616	783	706	834
기타비유동부채	707	166	324	254
<b>자본</b>	<b>76,341</b>	<b>82,616</b>	<b>90,897</b>	<b>101,809</b>
지배기업소유주지분	1,489	1,489	1,489	1,489
자본금	4,190	4,070	4,241	4,378
자본잉여금	(1,701)	(1,968)	(1,714)	(1,197)
기타자본항목	(3,410)	(1,773)	(1,621)	(839)
기타포괄손익누계액	68,912	73,168	79,954	88,666
이익잉여금	-	-	-	-
매각예정자산과 관련된 자본	6,860	7,630	8,547	9,312
비지배지분	76,341	82,616	90,897	101,809
<b>자본과부채총계</b>	<b>209,344</b>	<b>233,946</b>	<b>255,742</b>	<b>282,463</b>

연결현금흐름표				
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>(410)</b>	<b>(1,176)</b>	<b>10,627</b>	<b>(2,519)</b>
영업으로부터 창출된 현금흐름	1,741	1,183	14,317	3,100
연결담기순이익	1,925	5,693	7,984	12,272
조정	16,808	15,778	20,256	21,192
영업활동으로 인한 자산, 부채의 변동	(16,992)	(20,288)	(13,923)	(30,365)
이자 수익	520	450	867	1,672
이자 지급	(2,008)	(1,906)	(2,695)	(4,238)
배당금의 수취	234	214	532	841
법인세의 지급	(897)	(1,117)	(2,394)	(3,894)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(9,338)</b>	<b>(5,183)</b>	<b>(1,203)</b>	<b>(8,649)</b>
단기금융상품의 순증감	566	1,327	1,082	(1,305)
기타금융자산(유동)의 순증감	(2,348)	226	5,453	3,703
기타금융자산(비유동)의 감소	27	259	42	107
기타채권의 감소	37	67	61	62
장기금융상품의 감소	43	35	122	43
유형자산의 처분	134	113	137	144
무형자산의 처분	4	20	7	2
종속기업의 처분	76	-	-	-
공동기업 및 관계기업투자의 처분	5	9	19	20
종속기업의 취득	(50)	(294)	(89)	-
기타금융자산(비유동)의 증가	(149)	(213)	(277)	(863)
기타채권의 증가	(25)	(70)	(80)	(90)
장기금융상품의 증가	(12)	(279)	(64)	(73)
유형자산의 취득	(4,688)	(4,304)	(4,015)	(7,071)
무형자산의 취득	(1,702)	(1,557)	(1,719)	(1,780)
공동기업 및 관계기업투자의 취득	(1,359)	(566)	(1,696)	(1,523)
연결범위 변동으로 인한 현금유출액	-	(126)	(197)	(13)
기타 투자활동으로 인한 현금유출액	103	169	11	(13)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>11,352</b>	<b>8,792</b>	<b>(1,324)</b>	<b>9,393</b>
단기차입금의 순증감	302	(620)	(2,682)	(2,617)
장기차입금 및 사채의 차입	35,537	40,689	30,089	49,089
종속기업의 증가	5	165	342	713
종속기업에 대한 투자자산의 취득	-	(301)	-	(6)
장기차입금 및 사채의 상환	(23,059)	(29,164)	(27,086)	(34,942)
리스부채의 상환	(202)	(185)	(195)	(249)
자기주식의 취득	(303)	(305)	(193)	-
배당금의 지급	(894)	(1,187)	(1,355)	(2,499)
신종자본증권의 발행	-	-	-	160
신종자본증권의 상환	-	(150)	-	(300)
기타 재무활동으로 인한 현금유출액	(33)	(149)	(244)	44
매각예정처분자산집단 대체	(28)	-	-	(150)
현금및현금성자산의 순증가(감소)	(397)	500	(30)	226
현금 및 현금성자산의 환율변동효과	1,180	2,933	8,069	(1,698)
기초현금 및 현금성 자산	8,682	9,862	12,796	20,865
기말현금 및 현금성 자산	9,862	12,796	20,865	19,167

## Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.