



지배구조 개편 시나리오

25E BPS 479,054원에 Target PBR 0.81x를 적용한 목표주가 386,100원, 투자 의견 BUY를 제시한다. 동사의 주가는 지배구조 이슈로 위아래로 요동친다. 적은 대주주 지분은 주가의 하방 압력으로 작용한다. 지배력 강화를 위해 동사의 지분을 '싸게 살' 유인이 존재하기 때문이다. 3분기 실적 서프, 창사 이래 최초로 진행하는 CEO Investor Day, 그룹사들의 밸류업. 동사를 둘러싼 정확적 증거들은 경영권승계와 지배구조개편을 암시하고 있다. 동사에게 대주주와의 이해관계 합치보다 강력한 투자포인트는 없다. 대주주의 지분율이 높은 상황에서, 동사는 현대차그룹 밸류업의 최대 수혜자가 될 것이다. 이제 본사와 함께 변화의 순간을 목도해보자.

현대모비스 리딩방 - 펼쳐보고, 읽어보기.

지배구조의 그늘을 걷어내면 비로소 Tier 1 부품사의 저력이 빛을 발한다. 동사는 전방사의 글로벌 도약을 동행하며 경쟁사들과 차별화된 제조역량을 갖췄다. 안정적 캐시카우 사업부문을 기반으로 과감한 투자로 도약을 준비하고 있다. 프리미엄화와 전기차 전환이라는 완성차 트렌드에 탑승하기 위해 동사가 선택한 티켓은 고부가가치 부품과 전동화 부문이다. 고부가가치 부품은 단기 성과에 대한 전망을, 전동화 부문은 장기 레이스에서 동사가 좋은 펀더멘탈을 갖출 것이라는 판단을 가능케 한다. 북미 전동화 공장의 가동은 자동차 시장에서의 존재감을 뽐낼 시동음이 될 것이다.

Most Brilliant Investment Strategy

본업의 측면과 지배구조의 측면. 양면에서 동사의 기업 가치가 Value-Up 될 수 있는 시그널을 제시한다. 단기적으로 CEO Investor Day(CID)에 대한 시장의 과대한 기대를 조심하자. 오는 11월 19일, CID의 발표를 통해 동사가 진짜 개혁 의지가 있는지 확인해보자. 본업 관점에서는 현대/기아차 실적을 꾸준히 트레이킹하며, 동사에게 미칠 영향을 가능해야한다. 지배구조의 관점에서는 현대차그룹 계열사들의 IPO, 세제개편안의 국회 승인 소식을 통해 '한 푼이 아쉬운' ES의 지갑에 실탄 장전을 기대해보자.

현대모비스 손익계산서	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2024E	2025E	2026E
(단위 : 십억 원)											
매출액	36,627	41,702	51,906	59,254	13,869	14,655	14,002	14,415	57,136	61,073	65,343
YoY(%)	-3.7%	13.9%	24.5%	14.2%	-5.4%	-6.6%	-1.6%	-1.8%	-3.6%	6.9%	7.0%
매출원가	31,922	36,438	45,919	52,492	12,250	12,827	11,699	12,306	49,082	52,734	56,309
매출총이익	4,704	5,265	5,987	6,762	1,619	1,828	2,303	2,109	8,054	8,339	9,034
GPM(%)	12.8%	12.6%	11.5%	11.4%	11.7%	12.5%	16.4%	14.6%	14.1%	13.7%	13.8%
판매비와관리비	2,874	3,224	3,961	4,467	1,076	1,192	1,395	1,350	5,013	5,035	5,050
영업이익	1,830	2,040	2,027	2,295	543	636	909	759	3,041	3,303	3,983
OPM(%)	5.0%	4.9%	3.9%	3.9%	3.9%	4.3%	6.5%	5.3%	5.3%	5.4%	6.1%
기타손익	(109)	125	(2)	85	39	49	(129)	32	(9)	25	34
금융손익	19	107	117	220	120	86	88	88	382	250	295
종속/관계기업손익	378	922	1,222	1,845	521	641	527	156	1,845	1,845	1,845
법인세차감전순이익	2,118	3,195	3,363	4,445	1,223	1,412	1,307	1,035	5,259	5,423	6,157
법인세비용	591	832	875	1,022	360	415	385	129	1,289	1,329	1,509
당기순이익	1,527	2,362	2,487	3,423	862	998	921	907	3,970	4,094	4,648
NPM(%)	4.2%	5.7%	4.8%	5.8%	6.2%	6.8%	6.6%	6.3%	6.9%	6.7%	7.1%

Rating

Buy

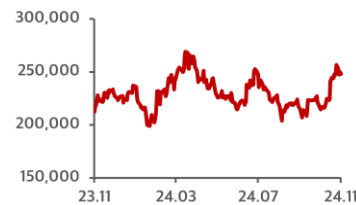
현재주가: 248,500 원

Target Price: 386,100 원

상승여력: 55%

12M 주가추이

시가총액 23 조 1,093 억 원



B/S data (2Q24)

자산 총계 62 조 6,038 억 원

부채 총계 19 조 8,394 억 원

자본 총계 42 조 7,645 억 원

Earning data

BPS(2Q24) 474,708 원

PBR(TTM) 0.55 x

ROE(TTM) 8.21 %

주요 주주

기아 외 9인 31.9%

국민연금공단 외 1인 8.6%

미래에셋자산운용 외 10인 5.2%

SMIC 3 팀

팀장 49 기 이재영

팀원 49 기 김태인

50 기 이재현

50 기 최고운

50 기 최규호

CONTENTS

1. Intro ; 마지막 속제	3
2. 지배구조 개편 시나리오	5
3. 현대모비스 펼쳐보기 - 산업 & 기업 분석	11
4. 현대모비스 읽어보기 w. 매출 추정	15
5. MOst Brilliant Investment Strategy - 투자 전략	25
6. 비용 추정	26
7. Valuation	29
8. Appendix	31

Intro ; 마지막 숙제

현대차그룹의 머리, 정의선 회장의 마지막 숙제, PBR 0.5. 동사를 지칭하는 수식어는 다양하다. 지난 6월 정몽구(이하 MK) 명예회장 건강이상설이 세간에 돌자, 동사의 주가는 장초반 15% 가까이 상승했다. **선대 회장의 건강과 주가는 어떤 상관관계가 있을까?** 답은 1) **경영권 승계**, 2) **지배구조 단선화**, 3) **주가 하방압력의 해소**에 있다. 그룹의 **순환출자** 덕분에 정의선(이하 ES) 회장은 0.33%라는 적은 지분으로 **백 조 단위의 그룹을 지배**하고 있다. ES는 **지배구조 꼭대기**에 있는 동사의 **지분 확보**를 통해 지배력을 강화하고자 하고, 이왕이면 **‘싸게’ 살 유인**이 있는 것이다.

도표 1-1. 동사, 현대차, 기아, 현대글로벌비스 상대주가 추이



출처: KRX 정보데이터 시스템, SMIC 3팀

거시적으로 동사의 주가는 **완성차 업체와 동행**하지만, **미시적으로는 지배구조 이슈**로 요동친다. 현대차 밸류체인 앞단에 위치한 동사의 실적은 현대차가 결정하기 때문이다. 하지만 기형적인 현대차그룹의 지배구조와 대주주의 이해관계에 의해 동사의 주가는 **그룹계열사와 디커플링** 된다.

삼성SDS 상장,
지배구조개편 기대감

① 14년 1월, **삼성SDS의 상장**으로 삼성그룹의 개편이 구체화될 것이라는 전망이 나오자, 기업 집단을 중심으로 **구조 개편에 대한 기대감**이 고조되었다. ES가 이노션의 지분을 매각하며 현금 확보하자, 글로벌비스를 중심으로한 지배구조 개편 시나리오가 대두되었다. 하지만 일감 몰아주기 규제 개편 이후 지배주주가 글로벌비스 지분을 30% 이하로 줄이며 일단락 되었다.

모비스-글로벌비스
분할합병안

② 18년 3월, 동사의 부품 사업과 **AS+모듈 사업부문을 분할**하여 **글로벌비스와 합병**하는 계획안이 발표했다. 해당 계획안은 동사 핵심 사업부를 떼어낸 **분할 모비스의 저평가** 문제로 이슈가 되었다. 이에 대한 피해는 고스란히 동사 주주들로 이어짐을 의미했다. 결국 행동주의 펀드 엘리엇과 참여연대, 그리고 주주들의 반대로 모비스-글로벌비스 분할합병안은 철회되었다.

칼라일 대주주
지분 인수

③ 21년 12월, **공정거래법이 발효**하면서 대기업 집단 총수 지분이 20% 넘는 회사에게 **부당이익이 금지**되었다. 이에 따라 대주주의 글로벌비스 지분율이 20% 이하로 제한되었고, 이듬해 1월 사모펀드 **칼라일에게 지분 10%**를 매각했다. 칼라일은 MK에게 tag-along, 즉 동반매도청구권을 걸었고, 대주주-사모펀드로 이어지는 이해관계의 합치에 글로벌비스 주가는 폭등했다.

현대차그룹 밸류업,
소외된 동사

앞선 ① ~ ③ 의 사례에서 알 수 있듯이, 언제나 **지배구조 개편** 관련 이슈에서 **피해자는 동사, 수혜자는 글로벌**이었다. ④ 에 해당하는 시계열도 마찬가지였다. 올해 1월, 김주현 금융위원장은 기업가치 제고를 위한 **밸류업 프로그램**을 예고했다. 이에 부응해 1H24 동안 현대차그룹 계열사들이 잇따른 주주환원책을 발표했지만, 동사는 혼자 잠잠했다. 현대차, 기아, 글로벌 모두 밸류업 지수에 편입된 와중에 가장 저평가 상태인 **동사만 소외**되었다. 과도한 Capex가 이유였다.

글로벌,
수혜주의 이유

왜 지난 10년동안 **글로벌**이 **지배구조 개편**의 수혜주였을까? 답은 글로벌의 **탄생배경과 대주주 지분율**을 보면 알 수 있다. 글로벌은 태생부터 ES의 경영권 승계를 위한 회사라고 봐도 무방하다. 글로벌은 현대家 형제의 난 이후 현대차그룹의 물류와 운송을 담당할 목적으로 만들어졌다. 01년 **MK와 ES가 100% 출자**했고, 05년에 상장 전까지 ES가 40%, MK가 35%의 지분을 유지하고 있었다. 상장 이후에는 ES는 32%, MK는 28%로 지분율이 소폭 낮아지게 전부였다.

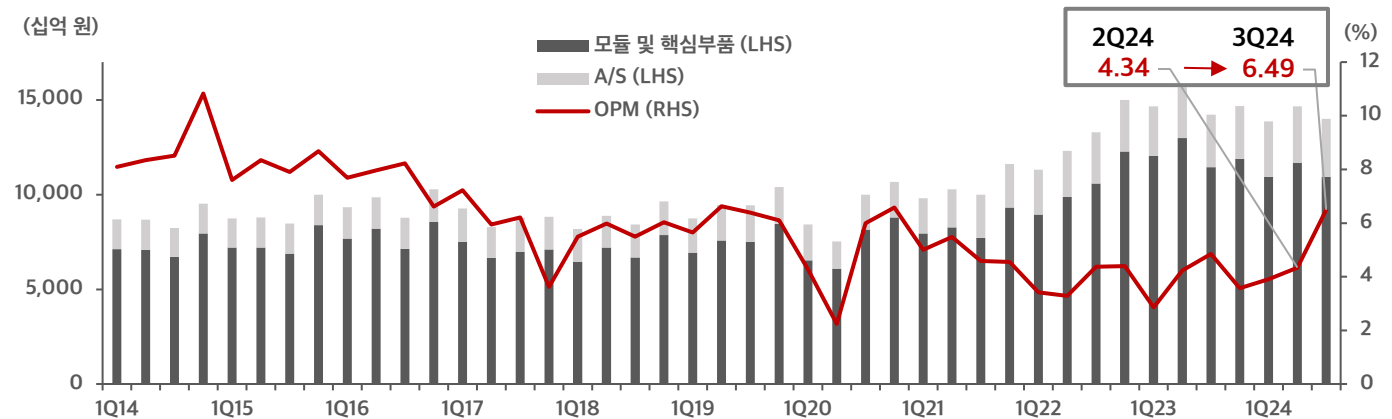
높은 대주주 지분율,
일감 몰아주기

글로벌은 그룹의 **물류**를 전담하며 빠르게 성장했다. 첫째 매출은 약 2천억원 기록, 현재는 약 2조원의 매출을 올리고 있다. 대부분은 특수관계자와, 즉 현대차그룹에 의한 실적이다. 덕분에 글로벌은 상장 당시를 제외하고 단 한번도 실질적증자를 진행하지 않았다. **일감몰아주기**로 대주주의 자본금 150억이 조 단위의 지분가치를 누릴 수 있게 된 것이다. 하지만 **앞선 공정거래법** 등 여러규제로 인해 대주주의 지분이 희석되었고, 현재는 **ES만 약 20%의 지분**을 가지고 있다.

대주주 지분 차이
= 주가의 차이

동사 0.3%, 글로벌 20%. 확연한 대주주 지분율 차이는 **[도표 1-1]** 속 두 기업의 주가 차이를 설명해준다. 지금까지 대주주에게 **글로벌**과 **동사**는 **‘비싸게 팔아서 싸게 사야 할’** 주식이었다. 이를 방증하듯, **[도표 1-2]** 속 동사의 매출액은 늘어난 가지만, OP마진은 바닥을 기고 있다. 동사가 부품을 납품하는 현대차에서 단가를 의도적으로 조절했다는 의혹이 신빙성을 얻는 대목이다.

도표 1-2. 동사 매출액, OPM 추이



출처: DART, SMIC 3팀

건강이상설,
→ 경영권 승계
→ 지배구조 개편

이제 MK 건강이상설이 주는 함의에 대해 알 수 있다. 표면적으로는 동사의 MK지분이 ES로 넘어가는 것을 의미하지만, 나아가 **경영권 승계**와 **지배구조개편의 신호탄**을 암시한다. 지배주주와 이해관계가 합치됨을 시장은 알고있고, 동사의 주가 억제 요인이 해소되는 순간인 것이다.

변화의 시그널,
구조개편의 시간

변화의 시그널은 계속해서 나오고 있다. 3Q 실적발표로 만년 적자였던 **모달 사업부의 턱여**를 확인할 수 있었고, 창사 이래 **최초의 CEO investor Day**를 통해 주주환원 강화가 기대된다. 동사에게 이러한 주가부양의 움직임은 낯설다. 하지만 한가지 확실한 것은 **동사의 ‘지금’ 주가**는 대주주와 투자자 모두에게 **매력적**이라는 것이다. 물물교환의 대전제인 **‘비싸게 팔고 싸게 사는 것’**은 변하지 않는다. 만약 밸류업 프로그램이 예정되어 있다면, ES는 가장 쌀 때 동사의 지분을 확보할 것이다. **지배구조 개편의 시점**이 다가오고 있다. 본서와 함께 변화의 순간을 목도해보자.

2.2. 지배구조 개편의 철칙 : 대주주의 선택

구조 개편 철칙 !

대주주 지분율과 선택

동사의 지배구조 개편은 대주주의 선택에 의해 실행될 것이다. 따라서 상술한 지배구조의 꼭대기에 있는 MK와 ES의 지분에 대해 알아야한다. 18년, ES가 수석부회장으로 취임하면서 그룹의 실질적 경영을 도맡았던 만큼 승계도 어느정도 진행된 양상을 보인다. [도표2-3]을 보면 알 수 있듯이, ES는 현대 제철을 제외한 대부분의 계열사 지분을 보유하고 있다. 하지만 MK는 그룹의 핵심 현대차와 동사의 지분을 각각 5.4%와 7.3%를 보유하고 있다. 지분가치도 ES와 MK 각각 4.4조와 5.1조로 아직까지 그룹 지배력에 대한 승계가 끝나지 못한 것을 알 수 있다.

개편 필요성 ①

지배력 : 낮은 지분율

지배구조 개편의 필요성은 ES의 낮은 지분율에서 시작한다. 상술했듯이 ES의 지분은 0.3%, MK 지분을 포함해도 7.6%이다. 계열사의 지분을 합치면 31.9% 수준이다. 문제는 외국인 지분이다. 18년 엘리엇은 동사의 1% 남짓한 지분으로 분할합병안을 중단시킨 바 있다. ISS와 같은 국제적인 의결권 자문사의 지지를 얻고, 외국인들의 신망을 얻었기 때문이다. 외국인 지분을 끌어들이고, 국민연금과 기관, 개인을 중립화시키면 적은 지분으로 30%가 넘는 그룹의 우호지분을 무력화시킬 수 있다. 현재의 지분율은 국민연금 지분과 자사주를 제외하고도 40%가 넘지 않는다.

새로운 자사주 마법..

KT 우호 지분 획득

현대차그룹도 이를 모르지 않고, 우호지분 확보에 열을 올렸다. 22년 9월, 동사와 현대차는 KT와 자사주를 교환했다. KT의 최대주주였던 국민연금공단이 갑자기 지분을 줄이면서 현대차그룹이 KT의 최대 주주로 등극했다. 당시 동사는 3.1%, 현대차는 4.7%, 총 7.8%의 KT 지분을 취득했고, 공고롭게도 국민연금은 지분율 8.5%에서 7.5%로 줄었다. 따라서 현대차그룹은 KT가 가진 동사의 지분 1.5%와 현대차 1%의 의결권을 확보할 수 있었다. 엘리엇의 사례에서 알 수 있듯이, 동사에게 1%도 소중하다. 하지만 자사주의 마법으로 확보한 지분을 포함해도 충분하지 않다. 대표이사 해임과 같은 주주총회 특별결의를 막을 수 있는 33.4%에 아직 못미치는 수준이다.

개편 필요성 ②

강제 : 공정거래법

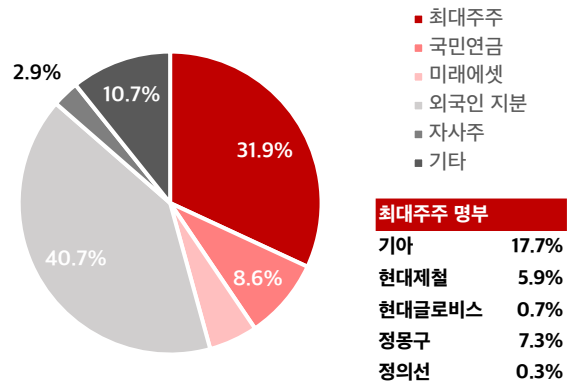
법제에 의한 강제성도 발생할 수 있다. 현행 공정거래법에 의거해 상호출자와 '신규' 순환출자는 원칙적으로 금지되어 있다. 14년, 박근혜 정권의 대선공약에 따라 대기업 계열사들의 신규 순환출자를 금지하는 내용의 공정거래법 개정안이 시행되었다. 기존 순환출자는 용인했기에 현대차 그룹은 살아남을 수 있었다. 하지만 문재인 정권이 공정거래위원장으로 김상조를 앉히자 상황은 반전했다. 김상조 공정위원장 취임후 1년 동안 31개 상호출자제한기업집단이 보유한 93개의 순환출자고리가 10개로 줄었다. 삼성과 현대중공업도 분할합병을 이유로 신규 형성되거나 강화된 순환출자 고리를 모두 해소한 것을 고려하면, 현대차그룹은 공정위의 마지막 숙제가 될 수 있다.

도표 2-3. 현대차그룹 대주주 계열사 지분 보유

기업명	그룹 지분	ES	MK
현대모비스	31.9%	0.3%	7.3%
현대차	30.0%	2.7%	5.4%
기아차	36.1%	1.8%	-
현대글로벌비스	50.4%	20.0%	-
현대제철	36.0%	-	11.8%
현대오토에버	75.3%	7.3%	-
현대위아	40.7%	2.0%	-
이노션	28.7%	2.0%	-
현대엔지니어링	85.4%	11.7%	4.7%
보스톤다이내믹스	85.1%	21.3%	-

출처: DART, SMIC 3팀

도표 2-4. 동사 지분 구성



출처: DART, 언론종합, SMIC 3팀

2.3. 지배구조 개편 시나리오

지배구조개편의 핵심
 ① 동사 지주회사 격
 ② ES 동사 지분 ↑

앞서 현대차그룹의 지배구조와 대주주의 셈법, 그리고 지배구조개편의 필요성에 대해 알아보았다. 결국 현대차그룹 지배구조개편의 핵심은 ① 동사를 지주회사격으로 한 지배구조 개편, ② 대주주의 동사 지분 확대로 정리할 수 있다. 다시 말해, 현행 순환출자 고리를 끊음과 동시에 대주주의 기업지배력 강화를 동시에 추구해야함을 의미한다. 실행 가능한 시나리오는 다음과 같다.

(1) 계열사 분할 및 합병

분할합병안 :
 동사와 계열사
 자르고 더하기

분할 및 합병 시나리오는 동사(이하 모비스)와 계열사들의 사업부를 자르고 더해 지배구조를 개편한다. 소규모의 지분 조정만으로 지배력을 강화할 수 있기에 대주주 입장에서 적은 비용으로 지배구조를 개선할 수 있다는 장점이 있다. 분할합병안은 다시 ① 모비스-글로벌스 분할합병, ② 모비스 분할 후 글로벌스 합병, ③ 모비스, 현대차를 각각 분할 및 합병으로 구분할 수 있다.

분할 및 합병안
 ① 모-글 분할합병

① 모비스와 글로벌스의 분할합병은 앞서 언급했듯이 18년에 이미 시도한 이력이 있었다. 당시 김상조 공정위원장의 비호 아래에 시행되었던 개편안은 4개의 순환출자 고리를 해소하기 위한 명목으로 계획되었다. 당시 지배구조 개편안은 두 단계의 구조조정으로 이루어져 있었는데, 1단계는 모비스 사업 중 일부를 떼어 글로벌스에게 합치는 분할합병 플랜이다. 2단계는 분할합병 이후, 대주주와 계열사 간의 지분 매각을 통해 지배구조를 정리하는 단계로 정리할 수 있다.

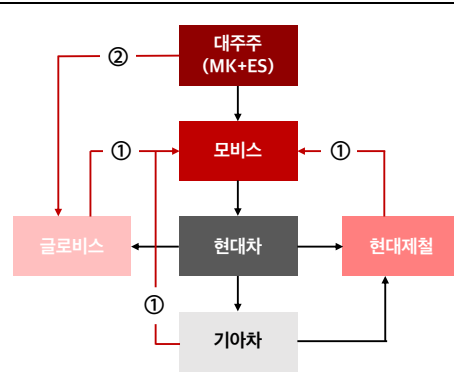
분할합병의 실질 :
 글로벌스와 동사
 주식의 교환

[도표 2-5]의 각 단계를 구체적으로 살펴보자. 1단계에서 동사의 모듈 + AS 사업부문을 인적분할 후 글로벌스에 합병한다. 2단계는 계열사들이 보유 중인 모비스 지분을 ES와 MK 등 대주주에게 넘기고, 대주주는 동사 주식을 취득하는데 필요한 자원마련을 위해 글로벌스 주식을 계열사에게 매각하는 것이다. 즉, 글로벌스와 동사 주식의 교환이 분할합병의 실질이라고 볼 수 있다. 현대차그룹 입장에서는 순환출자고리를 끊어 정부의 요구에 부응할 수 있고, 글로벌스에 대한 대주주 지분을 소멸해 글로벌스의 일감몰아주기 논란을 선제적으로 해결할 수 있는 모책이었다.

불공정 합병안 :
 합병 글로벌스 유리
 존속 모비스 불리

하지만 모비스-글로벌스 분할합병안은 합병 글로벌스의 가격은 유리하게, 존속 모비스는 불리하게 책정할 유인이 있는 상황이었다. 대주주는 합병 글로벌스에 대한 지분 15.8%를 기아에게 매각해 존속 모비스에 대한 기아 지분 16.9%를 포함한 현대제철 5.7% 등 계열사 지분을 매입해야 했기 때문이다. 사실상 대주주가 소유한 글로벌스 지분과 기아가 소유한 존속 모비스 지분을 맞교환하는 것이었고, 역시나 비싸게 팔아서 싸게 사고자하는 유혹이 존재했다.

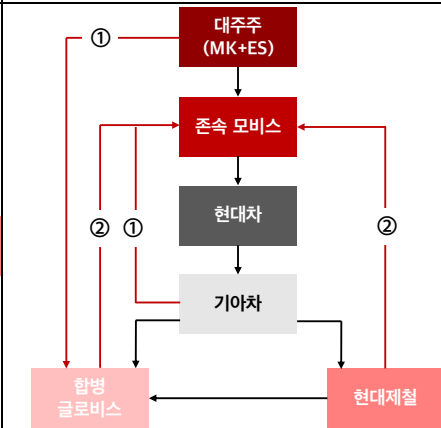
도표 2-5. 18년 동사 지배구조 도식도



① 순환출자 논란
 ② 일감 몰아주기 논란

출처: 언론종합, SMIC 3팀

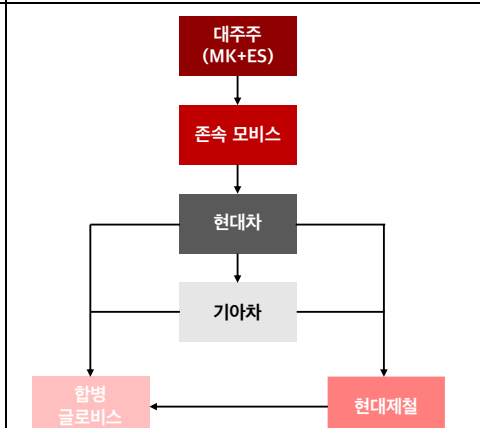
도표 2-6. 1단계: 구조개편 후 도식도



① 대주주-기아 주식 교환
 ② 대주주 계열사 보유 지분 매입

출처: SMIC 3팀

도표 2-7. 2단계: 지분거래 후 도식도



☆ 존속모비스-완성차-계열사 지배구조

출처: SMIC 3팀

기존 모비스 100주
→ 존속모비스 79주
+ 합병글로벌비스 61주

대주주의 유인은 **합병비율과 분할비율**에서 드러났다. 기존 모비스 주식 100주를 가지고 있는 주주를 가정해보자. 모비스 분할비율 79:21에 따라 존속모비스 주식이 79주로 줄고, 떨어져 나온 분할모비스 주식이 21주 생긴다. 이 21주의 분할모비스 주식과 글로벌비스의 합병비율에 따라 분할모비스 1주당 글로벌비스 주식 2.92주가 배부된다. 정리하자면, 기존모비스 주식 100주를 들고 있는 주주는 지배구조개편 이후 **존속모비스 79주와 합병글로벌비스 61주**를 가지게 되는 것이었다.

분할 모비스의 저평가 주주들의 반대..

기존 모비스 주주 입장에서는 수익성 좋은 AS와 동사의 핵심인 모듈 사업부를 떼어 줬는데, 분할모비스와 글로벌비스의 **합병비율이 불합리하다**는 지적이 존재했다. 뿐만아니라 존속모비스와 분할모비스의 **분할 비율** 또한 문제가 되었는데, AS와 모듈로 대변되는 **분할 법인이 심각한 저평가 상태**라는 것이 논란의 주요 골자였다. 저평가의 원인에는 모비스의 기업가치는 시가로 평가받지만, **사업부문의 분할은 장부가로 평가** 받는 것에 있었다. 결국 엘리엇이 주주이익을 위한 개선 조치를 요구하고, 참여연대와 주주들의 극심한 반대에 현대차그룹은 **분할합병안을 철회**시켰다.

분할 및 합병안

② 분할 후 합병
→ 긴 시간 소요

② 모비스 분할 후 글로벌비스 합병안은 이전 분할합병안의 단점을 보완한 방법이다. 당시 모비스의 AS와 모듈 사업부의 가치를 너무 낮게 평가했으니, 인적분할 후 **시장에서 가치평가**를 받은 후 분할모비스를 다시 글로벌비스와 합병하는 방안이다. 분할과 합병의 동시성은 분할모비스의 가치를 왜곡할 수 있으니, 시장에서 가치를 평가 받겠다는 의도이다. 분할 후 합병안은 대주주의 지분도 40% 가까이 확보할 수 있고, 모비스 주주와의 이해상충이슈도 해결할 수 있다. 하지만 인적분할 후 상장, 다시 합병까지 **너무 오랜 기간이 소요**된다는 치명적인 단점이 존재한다.

분할 및 합병안

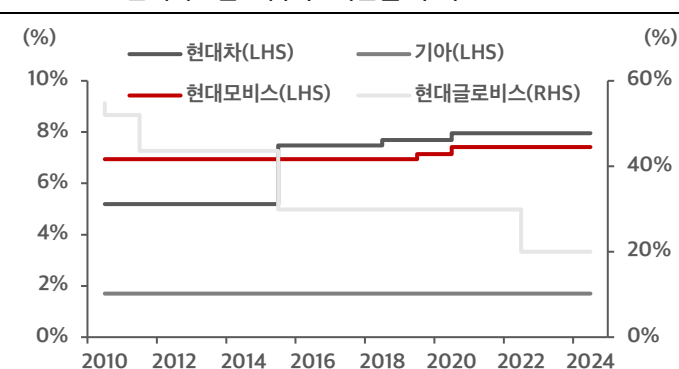
③ 모- 현대 분할합병
→ 작은 대주주 지분

③ 마지막 방법은 **모비스와 현대차를 각각 존속과 사업회사**로 나누고, **존속회사는 존속회사끼리, 사업회사는 사업회사끼리 합병**하는 방안이다. 예컨대 모비스의 AS와 모듈 사업부와 현대차의 차량부문이 합병하고, 남은 모비스의 부품 사업부와 현대차의 기타부문이 합병해 사업 시너지를 극대화하는 것이 주요 골자이다. 현대차 분할합병안은 18년 4월 엘리엇이 현대차에 주주서한을 보내 제시한 방안이다. 현대차 같은 완성차 업체 입장에서 모듈과 A/S를 내재화할 수 있다는 장점이 있지만, 지배주주인 **ES와 MK** 입장에서 시나리오 실행 후 **지배력이 약하다**는 단점이 있다.

분할합병 리스크 :
행동주의 펀드, 징역

상기 **분할과 합병**을 통한 지배구조 개편은 모두 **실행되기 어려운 시나리오**라고 판단한다. 얽히고 설킨 현대차그룹의 지배구조 속에서 **수혜와 피해를 받는 기업이 명확히** 갈리고, 대주주와 동사 주주의 **이해관계가 상충**할 가능성이 높기 때문이다. 삼성그룹 또한 경영권 승계를 위해 삼성물산과 제일모직 합병을 추진하는 과정에서 많은 노이즈가 발생했다. 또 다시 등장하는 엘리엇이 경영참가 목적으로 삼성물산 주식을 장내 매수했고, 합병반대의사를 밝힌 바 있다. 합병에 대한 세간의 엄청난 이목 속에서 이재용 부회장의 뇌물공여혐의가 인정되면서 징역형을 선고 받았다. 앞선 18년의 실패와 삼성의 사례를 목격한 이상, 같은 실수를 반복하지는 않을 것이다.

도표 2-8. 현대차그룹 대주주 지분을 추이



출처: DART, SMIC 3팀

도표 2-9. 엘리엇, 국내 재벌가 히스토리

그룹	날짜	비고
삼성	15.05.25	삼성그룹, 삼성물산-제일모직 합병 결의 발표
	15.06.03	엘리엇, 합병 반대 의사표명
	15.06.05	엘리엇, 국민연금 합병 반대 동참 서한 발송
	15.06.24	엘리엇, 삼성물산 주주에게 의견권 위임 요청
현대	18.03.28	현대차그룹, 지배구조 개편안 발표
	18.04.04	엘리엇, 주주 환원 등 추가조치 요구
	18.04.23	엘리엇, 동사-현대차 분할합병, 지주사 전환 요구
	18.05.10	서시틴베스트, 동사 주주 반대 권고
	18.05.11	엘리엇, 동사 분할합병안 반대표 행사 공식화
	18.05.14	글래스 루이스, ISS 모비스 주주 반대 권고
	18.05.17	한국기업지배구조원, 모비스 주주 반대 권고
	18.05.21	동사-글로벌비스 이사회 분할합병계약 해지

출처: 언론 종합, SMIC 3팀

(2) 분할합병 없이 모비스 지분 확보

정공법 : 결국 남은 방법은 정공법 뿐이다. 분할합병 없이 **다이렉트로 모비스 지분을 확보**하는 방법이다. 편법없이, 남자답게 다만 순환출자의 고리는 끊어야 하기에, 계열사가 보유한 모비스 지분을 인수해야 한다. 앞서 살펴본 것처럼, 동사는 기아가 17.7%, 현대제철 5.9%, 글로벌비스가 0.7%를 보유하고 있다. 10월 말 기준 계열사의 지분가치를 시가로 환산하면 5조 6천억에 육박한다. 여기에 MK의 지분까지 더하면 7조 3천억까지 늘어난다. 정공법의 **가장 큰 걸림돌**은 수조원에 달하는 **금전적 제약**이다.

대주주 실탄 따라서 정공법 시나리오의 실현은 **대주주의 지불능력**에 달려있다. ES의 가장 큰 탄알은 계열사들의 지분가치이다. 10월 말일 기준 ES의 지분가치는 상장한 계열사만 약 4.4조원에 달한다. 이 중 실탄 확보에 가장 유용하게 쓰일 가능성이 큰 **탄알은 글로벌비스 지분**이다. ES는 글로벌비스의 지분 20%, 약 1조 8천억을 가지고 있다. 앞선 모비스-글로벌비스 분할합병안에서도 글로벌비스 지분 매각을 계획했던 것처럼, 앞으로도 지배력 강화를 위해 전략적으로 쓰일 가능성이 높다. 완성차 업체와 글로벌비스, 오토에버, 위아를 포함한 ES의 지분가치를 합하면 5조원에 육박한다.

비상장사 지분 활용 : **비상장사의 지분가치**를 활용하기 위한 플랜도 존재한다. 바로 ES가 11.7%와 21.3%를 보유하고 있는 IPO 구주매출 **‘현대엔지니어링’과 ‘보스턴다이내믹스’**가 그 주인공이다. 현대엔지니어링은 순손익가치와 순자산가치를 고려한 가치가 약 **2조 3천억**에 달하는 것으로 추정된다. 22년 이미 현대엔지니어링 IPO가 추진된 바 있다. 당시 ES는 공모가 상단 기준 **4천억 원이 넘는 구주매출과 2천6백억 원의 잔여주식**을 가질 수 있었다. 하지만 공모가 고평가, HDC현대산업개발 사고, 미국발 건축 우려의 삼박자에 상장철회를 발표했다. 하지만 현대건설과 합병하는 우회상장 가능성 등 ES가 **차익을 얻을 기회는 아직 남아** 있다.

대주주 실탄 **계열사의 배당금**도 ES의 주머니를 채워준다. 작년에만 계열사 8곳에서 **배당금 1천6백억원**을 수령했다. ② 계열사 배당 취임 이듬해인 21년부터 올해 받은 배당금을 합치면 **5천 억원에 육박**한다. 지난해 현대차와 기아는 사상 최대 실적을 기록했고, 이에 1주당 11,400원과 5600원을 각각 배당하기로 결정했다. 이는 배당수익률 6.7%와 6.09%에 해당하는 금액이다. 8월 현대차가 연내 배당 성향을 최소 25%까지 확대하고, 분기배당 도입을 공시한 것을 미루어보아, **ES가 수령할 배당금은 더욱 늘어날** 것으로 예측한다.

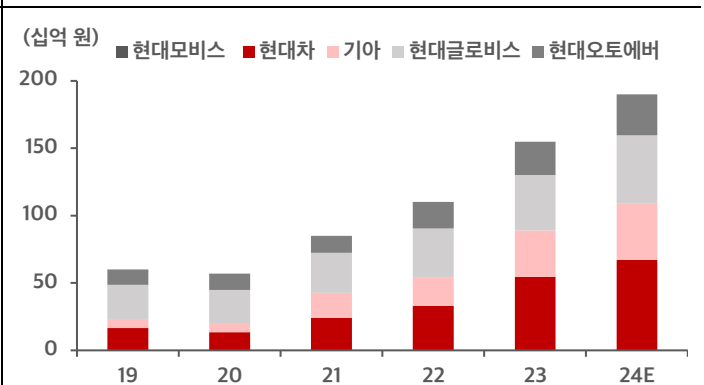
경우의 수 정공법으로 동사 지분을 획득할 시, ES가 취할 경우의 수는 ① 계열사 지분 **현물출자**에 의한 **3** ① 3자 배정 유상증자 **자배정 유상증자**. ② 기아 보유 동사 주식과 대주주 보유 **글로벌비스 주식스왑**, ③ 계열사 지분 매각 후 동사 지분 인수로 정리할 수 있다. 먼저 **3자 배정 유상증자는 실현 가능성이 낮다**. 유상증자로 인한 지분을 희석, 3자배정에 대한 정당성을 입증할 확률이 희박하다. ES의 성향상 편법을 쓰지 않을 것이고, 순환출자 구조를 해소하기 위해 기아의 모비스 지분인수는 필수적이다. ②과 ③의 경우 동사 주주가치 훼손과 무관하며, MK 지분이 **증여상속될 시 실현 가능성이 높아진다**.

도표 2-10. 대주주 계열사 지분가치

단위: 십억 원, 24.10	기업명	기업가치	정의선	정몽구
핵심 계열사	현대모비스	23,110	76	1,685
	현대차	56,270	1,502	3,061
	기아차	37,630	666	-
대주주 매각 가능	현대제철	3,380	-	399
	현대글로벌비스	9,110	1,822	-
	현대오토에버	3,780	277	-
	현대위아	1,150	22	-
	이노션	796	16	-
비상장	현대엔지니어링	2,266	266	106
	보스턴다이내믹스	1,500	319	-
합계		138,992	4,967	5,251

출처: Fn Guide, SMIC 3팀

도표 2-11. ES 배당금 수취 추이



출처: 언론종합, SMIC 3팀

2.4. 지배구조 개편의 징후

결국, 동사를 중심으로 한 현대차그룹의 지배구조 개편은 ‘방향’이 아닌 ‘시점’의 문제이다.

이제, 동사를 둘러싼 개편의 실마리를 더듬어 보며, ‘Why now?’에 대한 당위성을 획득해보자.

품질비용정산 및 환입
+ 판매단가 인상
→ 제로섬 게임 승리?

동사의 3Q 실적은 시장참여자들의 예상을 크게 뛰어넘었다. 3Q 실적의 이유는 ① A/S 수익성, ② 수소 사업 이관, ③ 현대차와 기아로부터 품질비용정산 및 환입으로 정리할 수 있다. 지난 10여년간 동사의 바텀라인을 책임졌던 A/S 사업부의 수익성은 환율효과를 고려할 때 납득 가능하다. 하지만 올해 초 만년 적자였던 수소전지사업을 현대차로 이전해 수익성을 개선한 것은 고무적이다. 품질비용정산과 환입 또한 수상하다. 일회성손익으로 보는 것이 합리적이지만, **핵심 부품의 단가인상과 연결지어 보면 현대차와의 제로섬 게임에서 우위를 가져가고 있다고 느껴진다.**

CID; 주주가치 제고
구조개편의 골든타임

창사 이래 최초로 진행하는 CEO Investor Day도 수상하다. 11월 19일 주최하는 CID에서는 장기적 주주 가치 제고에 관한 코멘트가 기대된다. 동사는 자사주 매입은 꾸준히 해왔지만 소각을 하지 않아 **반쪽짜리 주주가치 제고**를 계속해왔다. 따라서 이번 CID에서 자사주 추가 매입 및 전량 소각으로 3.21%인 자사주 비중을 다른 그룹사들과 유사한 수준으로 낮춘다는 발표를 할 전망이다. 이에 더해, 10% 수준이던 배당 성향 역시 2~30%로 높이는 가이던스와 함께 중장기적 ROE 개선 방안을 제시할 거라 기대된다. ES가 동사의 밸류업을 계획하고 있다면, **지배구조 개편을 위한 최적의 타이밍은 지금이다.**

Boston Dynamics,
1H24 이전
나스닥 상장 가능성

현대차그룹이 소프트뱅크로부터 인수한 **보스턴다이내믹스의 나스닥 상장 가능성도** 생각해 볼 수 있다. 21년 인수 당시 소프트뱅크와 **풋옵션 계약**을 맺었고, 25년 6월까지 나스닥에 IPO하지 않을 시 소프트뱅크의 **잔여지분 20%**를 인수해야 하며, 매입 거절 시 **1,300억 원의 위약금**을 내야한다. 보스턴다이내믹스의 가치가 1.5조원이라 가정한다면, 21.3%를 가지고 있는 ES의 지분은 3천 2백억 원에 달한다. ES의 지분가치와 소프트뱅크의 풋옵션은 **실탄 확보와 구조 개편을 암시한다.**

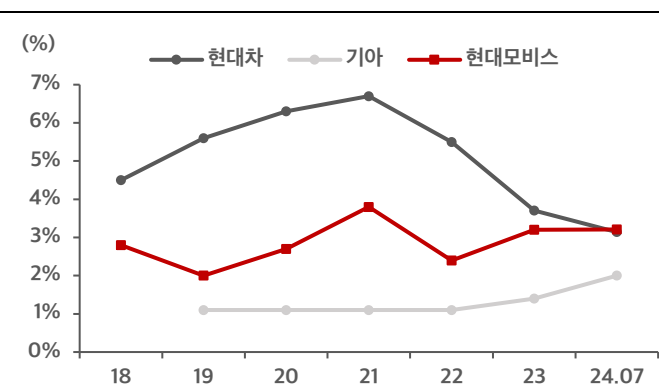
상속증여세 개정안 :
최소 1조원의 절세

승계를 위한 우호적 환경도 조성되고 있다. ES는 MK 지분을 상속·증여 받을 시 **최고 세율 50%**에 **최대주주 할증 20%**가 적용되어 **60%의 세율**을 부담해야 했다. 하지만 올해 7월 발표한 상속·증여세법 개정안에서는 **최대주주 보유주식 할증평가가 폐지**되고, **최고세율이 40%**로 인하를 다루고 있다. ES 입장에서는 세율이 20% 줄어든 것인데, **최소 1조원의 절세효과**를 누릴 수 있다.

구조개편의 수혜 :
현대차그룹 밸류업
마지막 주자

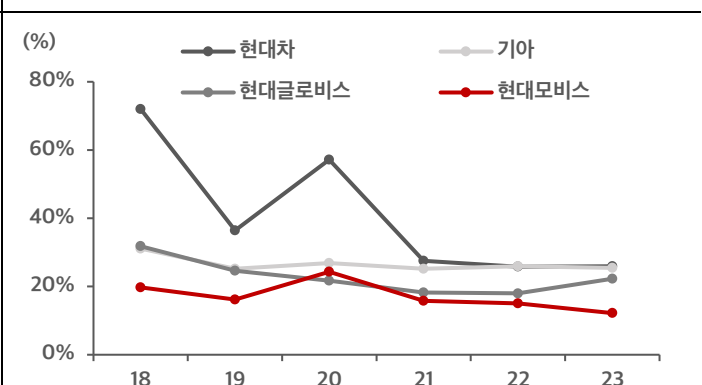
동사에게 **지배주주와의 이해관계 합치**보다 강력한 투자포인트는 없다. 지배구조 개편시, 동사는 **현대차그룹 밸류업의 마지막 주자**가 될 전망이다. 밸류업의 선두주자로 꼽히는 현대차는 3년 내에 주주환원을 30~35%을 달성할 것은 물론 3년간 4조 원 규모의 자사주를 매입 및 전체 주식수의 1%씩을 소각할 것이라 밝혔다. 7월에는 현대글로벌까지 보통주 1:1 무상증자를 공사하였으며, 배당성향을 최소 25% 이상 유지할 것이라 말하였다. **지배구조 개편과 주주가치 제고, 이제는 동사의 차례이다.**

도표 2-12. 현대차그룹 계열사 자사주 비중 추이



출처: DART, SMIC 3팀

도표 2-13. 현대차그룹 계열사 배당성향 추이



출처: DART, SMIC 3팀

3. 현대모비스 펼쳐보기 - 기업 & 산업 분석

이제 지배구조에서 벗어나, 동사의 본업인 자동차 부품 사업에 대해 알아볼 시간이다. 복잡한 현대차그룹의 지배구조에 얽여있는 것은 동사의 크나큰 저평가 요인이다, 하지만 본업차원에서는 글로벌 매출액 3위 현대차그룹의 부품사로서 규모있는 매출과 안정적인 성장을 보여주고 있다.

3.1. 자동차 산업 밸류체인

자동차 산업
밸류체인

전세계 자동차 산업은 5,000조 원 규모로 매우 크며, 다양한 기업이 참여한다. 자동차 산업의 밸류체인은 크게 설계 → 부품 조달 → 조립 및 제조 → 유통 및 판매 → A/S로 나뉜다. 이 안에 선 설계와 제조, 판매를 도맡아하는 완성차 OEM이 중심이 되며, 산업 성장을 이끌어 나간다.

자동차 부품은
모듈 단위로 구분

자동차를 구성하는 부품은 위치에 따라 구분된 '모듈'의 단위로 나뉘어 구분된다. 변속기, 기어 등으로 엔진의 동력을 바퀴에 전달하는 파워트레인 모듈, 자동차 전면에 램프, 범퍼 등으로 구성된 FEM. 브레이크 등으로 자동차 하부의 뼈대를 구성하는 샷시 모듈, 에어백, 오디오 등으로 구성되어 운전석 앞쪽의 각핏 모듈, 마지막으로 차량의 문과 차체, 내장 시트로 구성되어 차량 외관을 구성하는 Door & Body & Seat 모듈, 총 5개의 모듈로 자동차 1대가 구성된다.

모듈 조달 -티어 1
부품 조달 -티어 2

주로 공급하는 부품 단위가 모듈인지, 단일 부품인지에 따라 부품사의 Tier가 구분된다. 동사와 같은 Tier 1 부품사는 주로 모듈 단위로 부품을 조달한다. 동사의 경우, 현대차/기아향 Tier 1 부품사로 모듈 개발 및 설계 단계에서부터 완성차 OEM과 공동으로 진행한다. 이러한 Tier 1 부품사에 세부 부품을 조달하는 부품사들을 Tier 2 부품사라 한다. 이들은 완성차 OEM 및 Tier 1 부품사들의 하청업체와 비슷하여, 밸류체인 내에서 주도적인 역할을 하지 못한다.

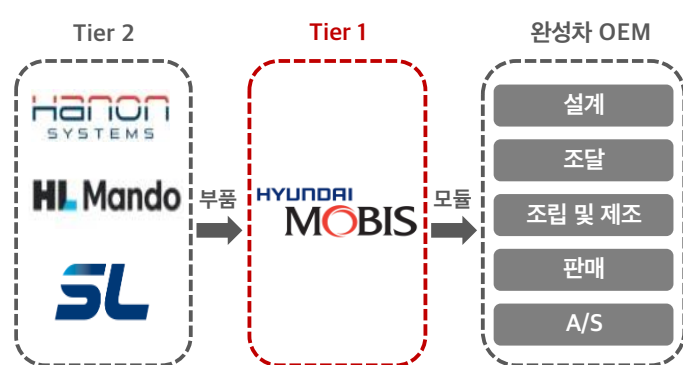
완성차 OEM은
플랫폼 중심 제조

완성차 OEM은 플랫폼을 중심으로 자동차 제조 및 조립, 차체를 얹어 완성시킨다. 플랫폼이란 차량의 기본 구동 구조와 하부 설계 프레임 의미하며 차체와 샤시 및 파워트레인을 포함한다. 이러한 플랫폼에 따라 연비와 승차감, 안정성, 디자인 등이 달라지기에 제품 경쟁력에 매우 중요한 역할을 한다. 또한 플랫폼은 여러 자동차 모델이 공유하는 특성을 가진다. 현대차/기아의 전기차 같은 경우, 단일 플랫폼으로 구성되기에 그 플랫폼에 조달되는 부품은 현대차/기아의 모든 전기차에 탑재된다.

우리나라 부품사
현대 의존도 高

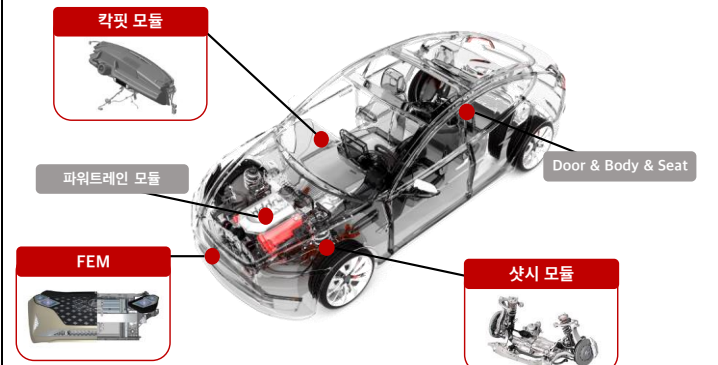
국내의 경우, 완성차 OEM인 현대차/기아의 업황에 밸류체인 내 모든 기업이 크게 영향을 받는다. 23년 기준 글로벌 부품사 중 매출액 Top 100에 드는 기업은 동사, 한온시스템, HL만도, 현대위아, 에스엘 총 5개이다. 규모의 경제가 적용되는 제조 산업이기에, 규모가 클수록 경쟁력을 가져 고객사 다변화에 유리하다. 그럼에도 불구하고 현대 계열사를 제외한 대형 부품 3사 모두 현대차그룹향 매출 비중이 50% 내외, 이들의 업황에 의존하는 것을 알 수 있다.

도표 3-1. 자동차 산업 밸류체인



출처: SMIC 3팀

도표 3-2. 자동차 모듈



출처: SMIC 3팀

3.2. 자동차 산업의 패러다임 변화

동력원 구성으로
ICE, HEV, BEV 구분

최근 자동차 산업 전반에 ① 전기차로의 변화와 ② 소프트웨어 탑재라는 기술적 패러다임 변화가 일어나는 중이다. ① 원래 내연기관만 동력원으로 탑재하였지만, 전동 모터가 새로운 동력원으로 떠오르고 있다. 이러한 변화로 파워트레인 내 동력원에 따라 새롭게 완성차가 나누어진다. 우선 ICE (Internal Combustion Engine)는 내연기관 엔진만을 탑재, HEV (Hybrid Electric Vehicle)은 엔진과 전동 모터를 모두 탑재하며, 가장 나중에 개발된 BEV (Battery Electric Vehicle)는 모터만 탑재한다. 흔히 부르는 말로, ICE는 내연기관차, HEV는 하이브리드, BEV는 전기차이다.

전기차 캐즘 발생!

이런 변화에도 불구하고 전기차 성장률은 둔화하며 캐즘이 찾아왔다. 원래 25년에 도요타, 현대 등 Legacy 업체들은 각 200만대씩 전기차를 판매할 것이라 예상하였다. 그러기 위해선 전기차 판매량의 YoY 40% 성장이 필요했는데, 23년에 YoY 33% 성장. 목표치에 하회했으며 24년의 예상도 밝지 않다. 이러한 캐즘은 배터리 셀에 의한 높은 가격과 보조금 축소, 충전소 부족에 기인한다. 오히려 이 여파로 23년 HEV의 판매량이 YoY 35.8%, 여느 기간보다 크게 성장하였다.

소프트웨어화엔
간단한 E/E 구조
필요

또 다른 변화인 ② 자동차 내 소프트웨어 탑재는 자율주행(ADAS) 등 신기술의 도입으로 필요성이 점점 증대되고 있다. 이러한 경향성은 SDV (Software Defined Vehicle)의 등장으로 이어졌다. SDV는 서버와의 연결을 통해 소프트웨어로 하드웨어를 제어하고 관리하는 자동차이다. 서버와 통신하여 자율주행 서비스 및 편의기능을 제공하고, 필요에 따라 쉽게 업그레이드 되거나 수정되기도 한다. 이를 위해서는 부품간의 유기적 연결을 가능하게 하는 간단한 E/E (전기전자) 아키텍처가 필수적이다.

DCU의 등장
부품사의 새 일감

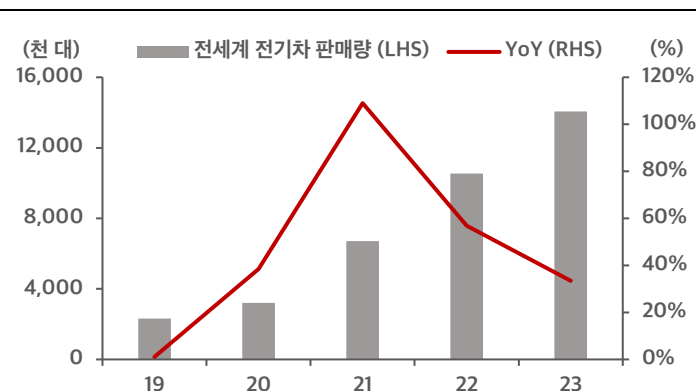
E/E 아키텍처란 각각의 부품을 전자적으로 제어하는 ECU (Electronic Control Unit)를 자동차 배선을 통해 연결하는 구조이다. 전통적인 E/E 아키텍처에서는 엔진 제어용, 브레이크 제어용 등 ECU가 모두 따로 제조되어 소프트웨어도 상이했고, 연결 배선도 매우 복잡하였다. 이러한 복잡성을 타개하고자 도메인 E/E 아키텍처가 개발되었다. 도메인 E/E 아키텍처란 각 ECU를 파워트레인, 자율주행 등 기능별 도메인으로 묶어 5개의 DCU (Domain Control Unit)로 통합, 중앙 서버를 중심으로 연결짓는 구조다. 이러한 구조를 가능케 한 DCU는 마진이 높아 부품사의 새로운 먹거리가 되었다.

3.3. 자동차 부품 산업으로의 파급효과

전기차로 바뀌면
부품수 급격히 감소

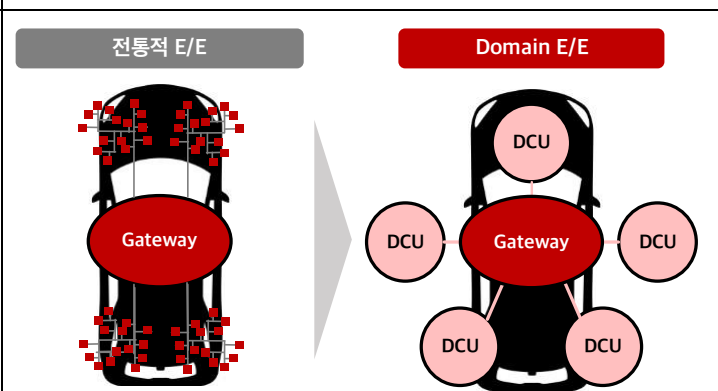
이러한 변화 속 부품 산업이 받는 영향은 크게 두가지인데, 먼저 부품의 수가 급격하게 감소하였다. 이는 내연기관차가 전기차로 전환되며 생기는 변화로, 차량 1대의 3만여개의 부품 중 1만1천개가 사라져 총 37%의 부품 수 감소가 예상된다. 이는 엔진이나 화석 연료 관련 부품은 거의 대부분 감소하는데, 그것을 대체하는 전력 모터 관련 부품들은 그 수가 훨씬 적음에 기인한다.

도표 3-3. 전세계 전기차 판매량 추이



출처: SNE Research, SMIC 3팀

도표 3-4. E/E 아키텍처 종류



출처: NXP, SMIC 3팀

친환경차 중심의 고부가가치 부품 등장 두번째로는 새로운 종류의 고부가가치 부품들이 등장하였다. 대표적인 관련 부품으로는 PE 시스템, ICCU, 그리고 BSA가 있다. PE (Power Electronics) 시스템은 BEV의 동력원이며, ICCU (Integrated Charging Control Unit)는 통합 충전 제어장치로 BEV 배터리의 양방향 충전을 돕는다. 마지막으로 BSA (Battery System Assembly)는 BEV용 리튬이온 배터리 상태를 항상 점검, 충방전을 제어한다.

Tier 1 부품사의 영향력은 커지는 중! 이러한 변화는 부품사와 완성차 OEM간의 관계에까지 영향을 미쳤다. 수많은 ECU가 도메인 E/E 아키텍처의 개발과 함께 5개의 DCU로 통합되었듯, 다수의 부품들에서 모듈화가 진행되었다. 이로 인해 모듈을 만드는 Tier 1 부품사와 OEM 간 수평적 협력이 증대되었다. 완성차 업체는 R&D와 마케팅에 집중하며, 부품 조달, 모듈화는 Tier 1 부품사가 도맡아 하는 경우가 늘어났다.

3.4. 현대 모비스 기업 분석

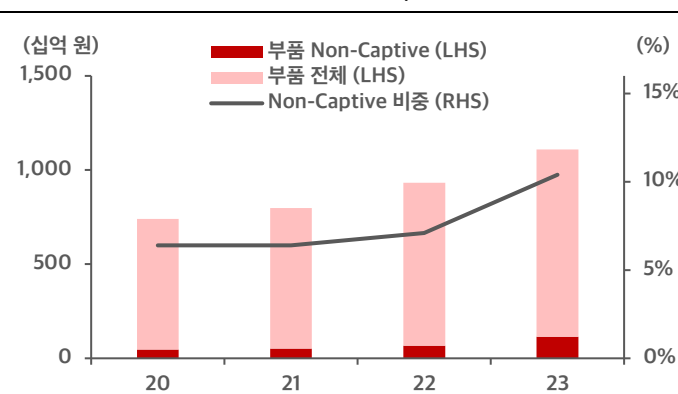
현대차그룹 책임지는 든든한 동사 동사는 현대차그룹의 완성차 OEM향 주요 모듈 및 부품을 책임지는 Tier 1 부품사이다. 77년 고려정공으로 시작하여 처음에는 컨테이너를 생산했다. 85년 현대 차량과 합병, 현대정공으로 이름을 바꾸며 본격적으로 현대그룹과 연을 맺게 된다. 자동차 부품 사업을 본업으로 삼게 된 것은 00년부터이다. 그전까지 변속기, 철도 차량, 요트 제조 등 자동차와 관련 없는 사업을 했던 동사는 기존 사업 부문을 현대 로템 등 현대 계열사에 넘기고, 현대차와 기아의 부품 생산 라인을 양도받는다. 동시에 현대 모비스로 이름을 바꾸며 자동차 부품 업체로 변모, 지금까지 그 모습을 유지하고 있다.

동사의 실적 현대차/기아와 커플링 동사는 국내 부품사 중 독보적 1위, 23년 매출액 기준 글로벌 4위 부품사다. 이는 현대차그룹으로 조달되는 모듈 및 주요 부품들을 대부분 동사가 공급하기 때문이다. 동사의 현대차그룹향 매출 비중은 재무제표 기준으로 77.2%로, 재무제표 상 내부거래로 포함되지 않는 A/S 부품사업까지 합치면 이들의 비중이 90% 내외일 것으로 예상된다. 이에 따라 동사의 실적은 현대차그룹의 업황에 달려있다.

부품 사업부 중심 고객사 다변화 노력 이러한 구조를 벗어나기 위해 동사는 최근 들어 매출처 다변화를 시도하고 있다. 계열사끼리의 내부 거래를 통한 매출을 Captive 매출, 그 외를 Non-captive 매출이라 한다. 동사는 부품 제조 사업 부문을 중심으로 21년부터 Non-captive 매출을 CAGR 37% 상승세로 늘려가고 있다. 이를 위해 동사는 세계 10개국 이상에 23개의 생산 법인을 설립하여 해외 완성차 OEM 향 공급을 원활히 하고 있다.

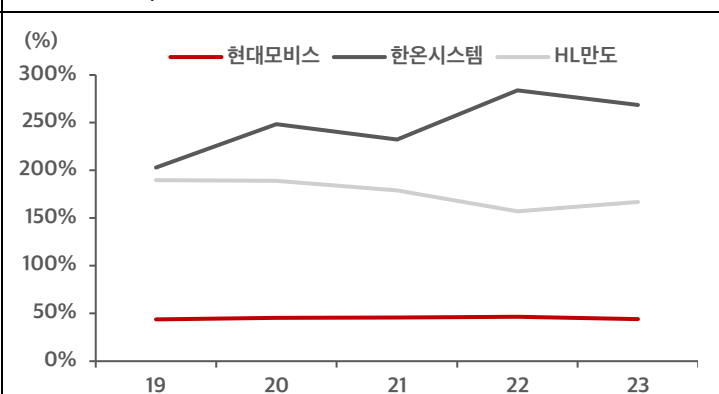
안정적인 부채비율 탄탄한 현금 흐름 동사는 매우 우량한 자산 구조를 가지고 있다. 23년 매출액 기준 Top 3 부품사인 동사, 한온시스템, HL만도의 부채 비율을 비교해보면, 동사만이 50%를 하회, 나머지 2개 기업은 모두 200% 가까이 부채를 가지고 있다. 동사는 기술적 패러다임 변화에 여느 기업보다 빠르고, 안정적으로 투자할 수 있는 여건을 가지고 있는 것이다. 또한 동사는 2Q24 기준 잉여현금흐름(FCF)이 8523억 원으로 매우 탄탄하다. 이는 향후에 일어날 설비 투자나 배당의 재원이 매우 넉넉함을 알 수 있다.

도표 3-5. 부품 제조 사업부 Non-Captive 매출 추이



출처: 동사 지속가능성 보고서, SMIC 3

도표 3-6. Top 3 부품사 부채비율 추이

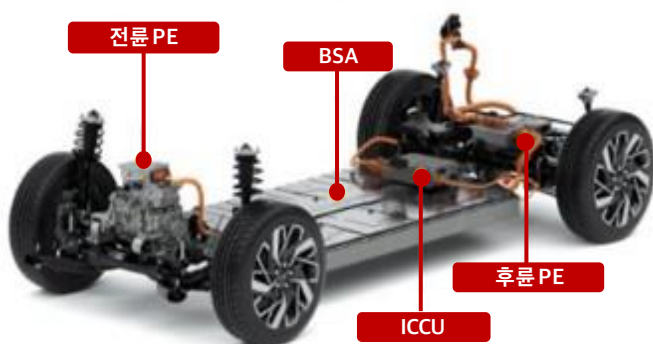


출처: DART, SMIC 3팀

3.5. 사업부문별 현황

① 모듈/부품 사업부	동사의 사업부는 수요처에 따라 크게 완성차 OEM 향 모듈 및 부품 부문 과 A/S 부품 부문 으로 나눌 수 있다. 모듈 및 부품 부문은 단위 및 부품 용도에 따라 다시 나뉜다. 범용적인 부품을 만드는 모듈 조립 부문 과 부품 제조 부문 , 친환경차 특화 부품을 만드는 전동화 부문 으로 나뉜다.
② AS 부품 사업부	
안정적인 매출과 이익의 모듈 부문	(1) 모듈 조립 부문 은 동사의 가장 큰 매출처 로, 3Q24 매출액 기준 44.8%가 모듈 사업부에서 나온다. 이 부문에서는 자동차의 핵심 모듈인 샷시 모듈, 각빔 모듈, FEM 을 조립하여 현대차그룹 OEM에 공급한다. 모듈은 전부 완성차 업체와 협력하여 개발 및 생산하기에 동사만 독점적으로 공급 중이다. 마진율은 로우 싱글 수준 으로 큰 이익을 가져다주지는 않지만, 일정한 마진이 꾸준히 유지된다 . 이는 모듈에 필요한 부품 가격이 인상되면, 그만큼 전방사가 가격을 정산해주는 구조로 이루어져있기 때문이다.
ASP 상승으로 실적 기대되는 제조 부문	(2) 부품 제조 부문 은 동사 매출 비중 22%로, 향후 5년 안 가장 큰 상승세가 기대되는 사업부 이다. 동사는 기본적인 제동과 조향시스템부터, 램프, 에어백, 심지어는 오디오까지 자동차의 모든 부문에 걸쳐 부품을 생산 한다. 따라서 기본적으로 부품 제조 부문의 매출은 현대차그룹의 완성차 매출과 커플링한다. 하지만 최근들어 마진이 높은 차세대 부품들을 공급하기 시작 , 부품의 ASP가 상승될 것이라 예측된다. 대표적으로는 전술한 DCU와 인포테인먼트(차량 내 엔터테인먼트) 관련 부품 들이 있다.
전기차 시대를 대비하는 전동화 부문	(3) 전동화 부품 부문 은 동사 매출의 11.3%, 전기차 시대를 책임지게 될 사업부 이다. 이 부문에서는 HEV와 BEV의 구동계와 배터리 시스템 부품을 제조하며, 대표 부품으로는 PE 시스템, ICCU, BSA 가 있다. 이 3가지 부품은 현대차그룹의 유일한 BEV 플랫폼인 E-GMP에 독점적으로 공급 되며, 이들이 플랫폼 안에서 가장 중요한 역할을 한다. 현대차그룹 모든 BEV에 위 부품들이 모두 탑재되는 것이다.
지금은 적자 업황만 회복하면...	영업이익의 경우, 18년부터 계속해서 적자를 보고 있다. BEV 관련 부품이 마진이 높기에 현대차그룹의 BEV 판매가 영업이익에 주요한 영향을 미치는데, 최근 전기차 캐즘의 영향 으로 BEV 판매 성장이 감소한 것이 큰 타격이었다. 전기차 부품은 안전 문제를 이유로 납품 레퍼런스가 중요하기에, 전기차 업황이 돌아서면 다른 완성차 OEM향 납품 까지 기대되며, 이에 따른 이익의 폭발적 성장 이 예상된다.
동사의 캐시카우 A/S 부품 부문	(4) A/S 부품 부문 은 동사의 매출액 중 21.9%이지만, 영업이익 비중은 89.8%로 동사의 이익을 견인하는 캐시카우 다. 이는 통상적으로 A/S향 부품이 완성차향 부품보다 단가가 최대 1.5배 높아, 마진이 크기 때문이다. 또한 A/S 매출은 현대차그룹 완성차 판매량에 1년정도 후행하며 커플링하기에 매우 안정적이다. 이를 위해서는 영업력과 제때 물량을 공급하는 능력이 중요 한데, 국내 공급망은 물론 해외에서도 11,572개의 딜러를 운영하며 강력한 부품 공급 체계를 구축 하였다.

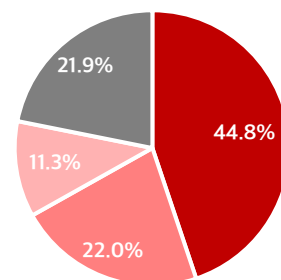
도표 3-7. E-GMP 내 동사 전동화 부품



출처: 현대차, SMIC 3팀

도표 3-8. 3Q24 기준 사업부 별 매출 비율

■ 모듈 조립 ■ 부품제조 ■ 전동화 ■ A/S



출처: 동사 IR, SMIC 3팀

4. 현대모비스 알아보기 w. 매출 추정

그동안 동사 전동화 사업부의 지속된 적자가 전기차 캐즘을 맞아 증폭된 것에 대한 많은 우려가 있었다. 그러나 이는 2보 전진을 위한 1보 후퇴일 뿐이다. 동사는 캐시카우 역할을 하는 타 사업 부에서 쌓은 탄탄한 실적을 바탕으로 미래에 투자하며 EV의 시대가 도래하기를 기다리고 있다. 동사의 본업을 본격적으로 살펴보기 전에, 많은 이목이 쏠린 이번 분기 어닝 서프라이즈를 짚어 보고, 동사가 진정한 성장을 이루기 위해 지배구조의 그늘에서 벗어나야 하는 이유를 알아보자.

4.1. 짬뽕을 분석하자

(i) 서프라이즈의 이유는 정산금과 환입금

서프라이즈는
정산과 환입 때문

3Q24에 모듈 및 핵심부품 부문은 928억 원의 흑자를 기록하며 어닝 서프라이즈를 띄웠다. 이는 물론 동사가 사업이 호황을 맞았기 때문이라고 볼 수도 있지만, 가장 크게 작용한 요인은 현대차로부터의 **비용 정산**과 품질 총당금의 **회계적 환입** 처리다. 이 중 어떤 항목이 일시적으로만 발생하는 종류인지, 그리고 지속적으로 발생할 것으로 기대되는 매출이 무엇인지 알아보자.

전방사에게 전가한
비용 발생 시 정산

지난 분기 비용 정산에 의해 발생한 **영업이익은 660억 원**이다. 전방사에게 수주를 받을 때, 동사는 비용이 달라짐에 따라 **납품 가격이 변동**되도록 계약을 맺는 경우가 있다. 즉, 원재료의 가격이 올라가거나 운송비, 금융비 등 **일회성 비용이 발생**했을 때 **정산금에 산입**한다. 금형비의 경우 먼저 비용으로 처리하고 나중에 정산금으로 받아오는 구조이다. 하반기에 정산이 집중되는 만큼, 4분기에도 3분기와 유사한 수준의 정산금이 발생할 것이라고 예상된다.

분담금만 남기고
환입 처리

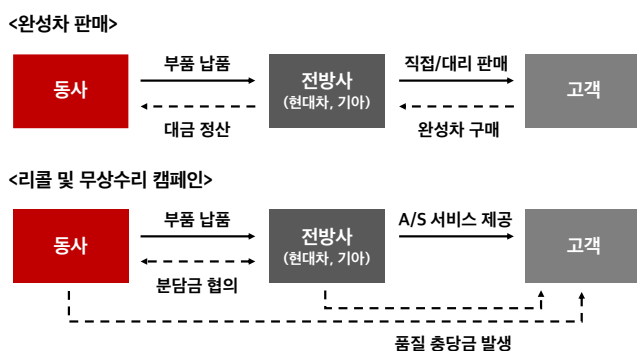
동시에 품질 총당금은 870억 원의 추가적 영업이익에 기여했다. 이번 분기의 총당금은 과거에 쌓았으나 환입하지 않은 520억 원, 이번 분기에 발생한 510억 원, 그리고 기말 환율 하락 등으로 전입된 170억 원으로 구성되어 있다. 총당금이 인식되는 과정은 완성차 리콜이나 무상 수리 캠페인 등의 상황에서 **보수적인 회계 처리**를 해 먼저 **비용으로 처리**하고, 추후 전방사와의 협의를 통해 **확정된 분담금**만큼만 남기고 환입하는 구조다. 따라서 품질 비용, 그리고 이에 대한 총당금은 전방사의 사업 활동에 따라 크게 차이날 수 있어 **예측이 어렵다**.

(ii) 수상할 정도로 낮은 OPM

각 사업부의 OPM
알기 힘들다

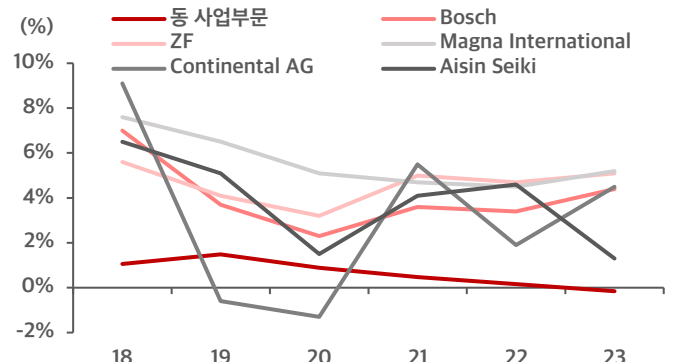
동사 사업보고서 및 IR 자료에는 모듈조립, 전동화, 부품제조 각각 사업부의 매출은 공시하나, **영업이익은 모듈 및 핵심부품 부문 전체에 대해서만 공개**한다. 동사가 IR 자료와 컨퍼런스 콜을 통해 밝힌 바로는 **전동화 사업부에서 발생하는 적자**를 모듈조립, 부품제조 사업부가 메꾸고 있는 형국인데, 이 때문에 **사업부별 OPM**을 정확하게 알아내는 것은 **불가능**하다. 우리가 할 수 있는 최선은 글로벌 peer 집단과의 비교를 통해 **합리적 추정**을 하는 것이다.

도표 4-1. 품질 총당금 환입 구조



출처: SMIC 3팀

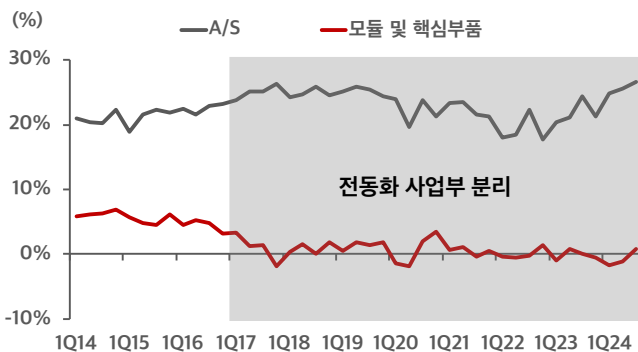
도표 4-2. 동사 모듈 및 핵심부품 부문 및 Peer사 OPM 추이



출처: 각사 IR, SMIC 3팀

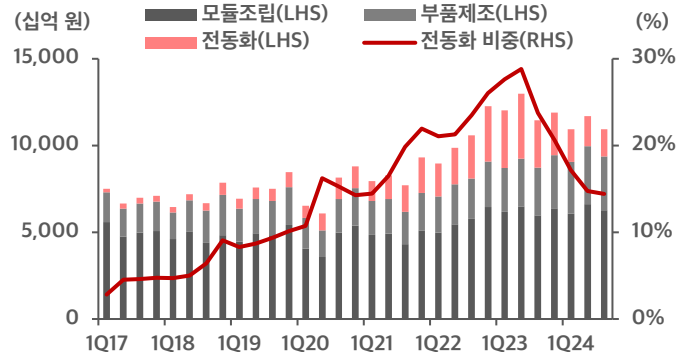
글로벌 peer로 OPM 추정	Peer 집단으로는 Bosch, ZF, Magna International, Continental AG, Aisin Seiki 등 5개사를 선정했다. 글로벌 자동차 부품사 중 규모가 동사와 비슷하거나 그 이상이고, 전동화 관련 사업의 비중이 아직 크지 않은 회사들이기 때문이다. 이 5개사의 평균 OPM은 23년 기준으로 4.1%이고, 19년 이후 데이터 기준으로 이 범위에서 크게 벗어나지 않는다. 이렇게 구한 추정치는 동사의 모듈조립과 부품제조 사업부의 합산 OPM과 대동소이한 것이 정상적인 상황이다.
동 사업부문 OPM 과도하게 낮다	그러나 동사의 모듈 및 핵심부품 부문 전체는 1% 이하의 비정상적으로 낮은 OPM을 지속적으로 보이고 있다. 합리적인 분석은 적자 사업부라고 알려진 전동화 사업부가 같은 부문에 묶여 있어 그렇다는 설명이다. 전동화 사업부가 신설되기 전인 14-16년 동안 동 부문의 OPM은 평균 5.4%로, 글로벌 peer와 비슷한 범위에 있었다. 이후 전동화 사업부가 생긴 1Q17을 기점으로 동 부문의 OPM은 크게 감소해 지금까지 평균 0.5% 근처에서 움직이는 추세다.
전동화 적자로는 설명 불가능	시기상으로는 앞뒤가 맞는 설명처럼 보이지만, 이는 눈속임일 뿐이다. 전동화 사업부는 동 부문에서 낮은 매출비중을 차지하고 있어 구조적으로 OPM에 큰 영향을 끼치기 힘들다. 그러나 전동화 사업부가 처음 생긴 17년에는 부문 매출의 4%만 구성했으나, OPM은 16년 4.5%에서 17년 1.0%로 감소했다. 같은 기간 경상개발비의 유의미한 증가가 없었다는 점에서, 모듈조립과 부품제조 사업부의 OPM 감소가 있었을 것이라는 추측이 가능하다. 마찬가지로, 전동화 사업부의 매출 비중이 18%로 가장 높았던 23년에는 전기차 물량 증가로 전동화 부문이 BEP에 근접했던 것으로 알려졌지만, 부문 전체로는 오히려 -0.2%의 OPM을 보이며 적자를 기록했다.
문제는 거버넌스, 해결되면 정상화	앞서 살펴본 거버넌스의 관점에서, 이는 현대차그룹의 지배회사 격인 동사의 실적을 축소시키려는 의도라는 합리적인 의심을 할 수 있다. 동사의 주요 전방사가 같은 그룹에 속한 계열사인 현대차와 기아인 만큼, 동사의 OPM 감소는 타 계열사의 비용 감소로 이어져 그룹 전체의 이익에는 아무런 영향을 끼치지 않는다. 동사에 비해 전방사의 오퍼 지분율이 더 높은 상황에서 가만히 앉은 채로 배당금을 늘릴 수 있는 가장 쉬운 방법은 동사의 마진을 불리하게 만드는 것이다.
OPM 개선 여지 ① 평가 개선 ② non-captive	현대차그룹의 지배구조 이슈가 해결되어 주가를 억누를 요인이 사라지게 된다면, 동 사업부는 글로벌 peer 만큼은 아니더라도, 최소한 현재보다는 높은 OPM을 가지게 될 것임은 확실하다. 마진 정상화를 향한 변화는 이미 어느 정도 시작된 것으로 보인다. 동사는 컨퍼런스 콜에서 다음 신차 사이클에서 평가 인상을 추진할 계획이 있다고 밝혔다. 또한, 동사의 주 목표 중 하나인 non-captive 수주 증가가 이루어진다면 믹스 개선의 요소로 작용할 것이다. 이미 22년에 메르세데스-벤츠로부터 전기차 샤시 모듈을 수주한 만큼, 조만간 체질 개선이 일어날 가능성이 높다.

도표 4-3. 동사 사업부문별 OPM 추이



출처: DART, SMIC 3팀

도표 4-4. 동사 사업부별 매출 및 전동화 매출 비중 추이



출처: DART, SMIC 3팀

4.2. 모듈 및 핵심부품 부문

(i) 부품제조 사업부는 제네시스를 타는 중

자동차 판매액과
완벽하게 비례

동사 매출의 90%는 같은 현대차그룹에 속한 현대차나 기아에 의해 발생하는 **captive 매출**이다. 특히 동사의 부품제조 사업부는 **전방사의 자동차 판매액과** 밀접한 관련이 있었다. 부품제조 사업부 매출은 곧 전방사의 원재료(부품)비이고, 전방사에서는 **마진 방어**를 위해 이 **비율을 일정한 값으로 유지**하기 위해 노력한다. 실제로 동사의 부품제조 사업부의 매출은 현대차와 기아 전체 자동차 **판매액의 10%를 꾸준히 차지**하고 있다. 최근 전방사의 고급화 노력이 성공하면서 차량의 ASP가 증가하는 추세에서도 이 **비율이 유지**되고 있다는 점은 굉장히 고무적이다.

가성비의 현대
이미지로 수출

현대차는 오랜 시간 동안 **브랜드 가치 확대**를 위한 노력을 기울여 왔다. 원래 현대차는 ‘아반떼’나 ‘그랜저’처럼 중 소형 세단을 **성능 대비 저렴한 가격에** 판매하는 것이 경쟁적 우위 요소였고, 이를 바탕으로 국내를 넘어 **해외 시장에서도 성공**을 거두었다. 그러나 반대로 현대차는 가성비 이외에는 탈 이유가 없다는 인식이 생기는 등, **브랜드 가치는 높지 않았다**. 점점 높아지는 소비자의 눈높이와 격화되는 경쟁 속에서 현대차는 애매한 브랜드로 전략할 위기에 처해 있었다.

다방면의 고급화
전략 시도

이러한 상황에서 벗어나기 위해 현대는 **고급화 전략을 실시**했다. 먼저 생산, 영업, A/S까지 제품 생애주기의 전 단계에서 **품질을 관리**하기 시작했다. 또한 15년에는 현대차에서 생산하던 고급 모델 중 하나였던 ‘제네시스’를 **별도 브랜드로 출시**했다. **디자인 경영**을 표방하며 고급형 차량 시장에서 성공을 거둔 디자이너를 영입하기도 했다. 이러한 전략은 20년도 이후로 **결실을 맺고 있다**. 제네시스가 시장에 성공적으로 안착하며 판매량이 꾸준히 증가하는 추세이고, 동시에 ‘투싼’, ‘크레타’, ‘팰리세이드’ 등 RV의 판매 비중이 늘어나며 **꾸준한 ASP의 상승**을 경험하고 있다.

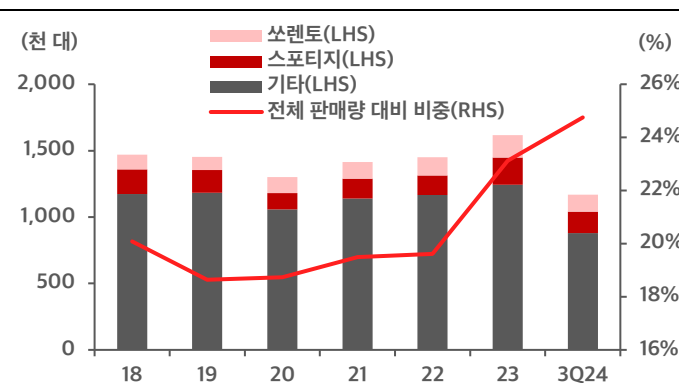
기아는 대형화
진행 중

기아 역시 SUV 중심의 **대형화 전략을 실시**하고 있다. 기아의 플래그십 SUV 모델은 ‘스포티지’와 ‘쏘렌토’인데, 19년부터 발생한 SUV 붐 이후로 기아 전체 차량 **판매량에서 차지하는 비중이 증가**하는 추세이다. 21년 출시한 야심작인 ‘EV6’도 **흥행에 성공**하며 21년 3만 대, 22년 8만 대, 23년 10만 대의 판매량을 기록했고, 지난 6월에는 상품성이 개선된 ‘더 뉴 EV6’을 공개했다.

전방사의 변화는
동사의 수혜

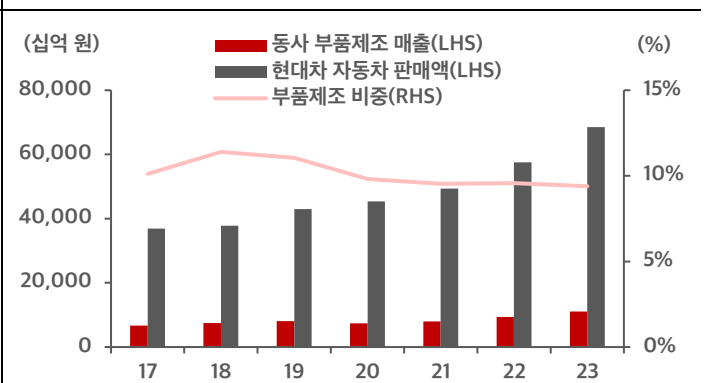
전방사의 고급화와 대형화 노력은 동사 부품제조 사업부의 **마진을 지속적으로 높이는 수혜**를 불러온다. 차량에 들어가는 **부품의 원가는 고가 차량일수록 판매가에서 적은 비중**을 차지한다. 그러나 현대차와 기아의 ASP가 상승하는 지난 몇 년간에도 동사의 부품제조 사업부의 매출은 전방사의 매출과 **완전히 연동**된 모습을 보였다. 이는 부품의 ASP가 **완성차의 ASP에 대한 비율로써 결정**된다는 의미이다. 따라서 전방사에서 고가 차량의 판매 비중이 높아지는 것은 동 사업부의 **매출 증가분이 비용 증가분보다 크**다는 것이고, 이는 사업부의 **믹스 개선**으로 이어진다.

도표 4-5. 기아 플래그십 SUV 판매량 및 비중 추이



출처: 기아 IR, SMIC 3팀

도표 4-6. 동사 부품제조 매출 및 완성차 판매액 비중 추이



출처: DART, SMIC 3팀

ASP 상승에 의한 수혜는 계속될 것

전방사의 고급화 전략은 앞으로도 계속될 예정이고, 이는 지난 8월에 열린 '현대차 CEO 인베스터 데이'에서 재확인할 수 있다. 최근 현대차의 견조한 실적은 HEV의 수요 증가가 견인했다. 이에 따라 하이브리드를 건너뛰고 전기차와 수소차만 출시하겠다는 제네시스의 기존 계획을 바꾸고, 전기차 전용 모델을 제외한 전 차종에 하이브리드 옵션을 제공할 것이라고 밝혔다. 그랜저와 투싼에 집중된 HEV 수요가 제네시스로 확대되며 ASP 상승을 이끌어낼 수 있을 것으로 보인다.

SDV 전환에 의한 마진 상승 기대

고급화 전략과는 별개로 현대차가 26년 양산을 목표로 추진하고 있는 SDV 전환 또한 동 사업부의 ASP 상승에 기여할 것이다. SDV를 위해서는 자동차 내 부품을 제어하는 여러 개의 ECU를 통합한 DCU가 필수적이다. 복잡한 연산을 처리해야 하는 DCU에 들어가는 모듈을 모두 생산할 수 있는 몇 안 되는 부품사인 동사는 세계적인 경쟁력을 지니고 있다.

부품제조 사업부 매출추정

상기 내용을 종합하여 동 사업부에 대한 매출추정을 진행했다.

부품제조 부문 매출											
(단위: 십억 원, 대)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E	2026E
부품제조 부문 매출	7,396	7,979	9,333	11,096	2,988	3,347	3,084	3,205	12,827	14,008	15,396
YoY(%)	-7.9%	7.9%	17.0%	18.9%	18.3%	21.3%	11.7%	5.1%	15.6%	9.2%	9.9%
Captive 매출	6,922	7,468	8,670	9,942	2,562	2,863	2,620	2,747	10,997	12,178	13,566
% of sales	93.6%	93.6%	92.9%	89.6%	85.7%	85.6%	85.0%	85.7%	85.7%	86.9%	88.1%
현기차 중소형 차량 판매량(대)	2,979,849	2,880,399	2,618,991	2,598,492	534,142	587,107	552,179	557,809	2,231,237	2,075,552	1,912,291
중소형 차량 ASP (원)	1,056,785	1,088,517	1,234,382	1,329,772	1,420,858	1,515,190	1,445,824	1,460,624	1,461,800	1,590,850	1,740,499
현기차 대형 차량 판매량(대)	3,371,002	3,787,638	4,229,207	4,703,959	1,233,140	1,263,192	1,223,267	1,239,866	4,959,465	5,228,850	5,512,867
대형 차량 ASP (원)	1,127,589	1,161,448	1,317,086	1,418,867	1,516,056	1,616,707	1,542,694	1,558,486	1,559,740	1,697,437	1,857,113
Non Captive 매출	473	511	663	1,154	426	484	463	458	1,830	1,830	1,830
% of sales	6.4%	6.4%	7.1%	10.4%	14.3%	14.4%	15.0%	14.3%	14.3%	13.1%	11.9%

동사의 현대차향 매출액은 현기차의 판매액의 10% 수준으로 일정하다. 원재료비 동행은 17-23년 사이 1% 미만의 오차율을 유지해, 현기차의 차량 판매 대수와 중소형 차량의 부품 Mixed ASP는 동행할 것으로 가정했다. 이를 활용해 차량판매 대수 당 Mixed ASP로 부품제조 부문의 매출을 추정했다. 본지는 동사의 지배구조 해소 가능성에 초점을 맞추었기 때문에, non-captive의 확장보다는 지배구조와 밀접한 관련이 있는 captive 매출 추정에 집중했다. 따라서 계약성과에 의존하는 non-captive 매출은 4Q 이후 flat 처리했다.

2024E에서 2026E 사이트 중소형 차량판매 대수는, 전반적인 중소형 차량 판매 대수가 감소하는 전방 완성차업계의 트렌드를 반영하기 위해 5개년 CAGR 값으로 처리했다.

중소형·대형 차량향 ASP			
(단위: 원)	아반떼	투싼	평가 차이
기본 가격	19,940,000	27,710,000	39.0%
고급 라인	23,260,000	32,230,000	38.6%
모비스향 비용 전가율 10% 적용 ASP 조정값			3.9%
인포테인먼트	790,000	900,000	13.9%
지능형 안전기술 센서	690,000	800,000	15.9%
모비스향 비용 전가율 10% 적용 ASP 조정값			2.8%
동사 소형·대형 차량향 단가 차이 조정값	소형 ASP*(1+3.9%+2.8%)		106.7%

완성차향 부품부문 ASP 도출을 위해 현대차의 대표 준중형 세단 모델인 아반떼와 중형 SUV 차종 투싼을 선정해 기본 판매가와 고부가가치 부품 구매가를 비교했다. 카탈로그 상 가장 우선적으로 제시되는 옵션 6~8가지 중 단 2가지만 선택한다고 가정해 보수적인 추정을 적용했다. 실제 기아차의 컨퍼런스콜에서는 상위 옵션 선택 비율이 45% 수준인 점을 참고했다. 대형차량인 중소형차량보다 차량 평가는 약 39%, 고부가가치 부품은 약 15% 높은 것으로 나타났다.

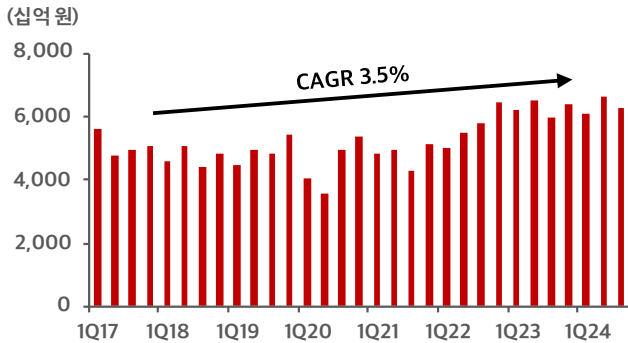
앞서 설명한 현대차향 매출은 현대차의 차량판매액의 10% 수준으로 동행하기 때문에, 현대차 구매 시 ASP 상승은 10% 수준으로 동사에게 전가된다고 가정했다. 이를 위의 평가와 부품가 차이에 적용해 최종적으로 대형 차량향 동사 부품 부문의 ASP를 106.7% 높게 책정했다.

(ii) 모듈조립 사업부는 목직해야 한다

거대한 사업부,
고급화 전략의 수혜

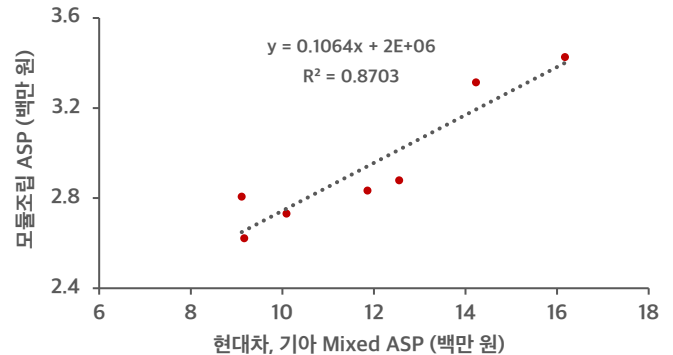
동사의 모듈조립 사업부는 **고매출과 저마진**, 그리고 CAGR 3.5%의 **저성장** 사업이나, 부품제조 사업부와 같은 논리로 전방사의 **고급화 전략의 수혜**를 받아왔다. 부품제조 사업부에서 생산하는 HUD나 인포테인먼트 시스템만큼은 아니지만, 샤시와 카핏, FEM은 **차량이 크고 비쌀수록 가격이 올라간다**. 지금까지 현대차와 기아의 **mixed ASP가 100만 원 증가함에 따라 동사 모듈의 ASP는 약 11만 원 증가하는 추세를 보였다**. 따라서 동 사업부는 매년 약 20조 원의 매출을 기록한 거대 사업부임에도 불구하고 전방사의 행보에 따른 **성장 여력이 충분히 존재한다**.

도표 4-7. 모듈조립 매출 추이



출처: SMIC 3팀

도표 4-8. 전방사 Mixed ASP에 따른 모듈조립 ASP



출처: DART, 각사 IR, SMIC 3팀

모듈조립 사업부 매출추정

상기 내용을 종합하여 동 사업부에 대한 매출추정을 진행했다.

모듈조립 부문 매출											
(단위: 십억 원, 대)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E	2025E
모듈조립 부문 매출	17,995	19,193	22,688	25,028	6,073	6,619	6,279	6,407	25,379	25,537	26,149
YoY(%)	-8.4%	6.7%	18.2%	10.3%	-1.8%	2.1%	5.1%	0.3%	1.4%	0.6%	2.4%
현기차 중소형 차량향 매출	8,242	8,050	6,695	6,904	1,629	1,744	1,598	1,573	6,545	5,636	5,294
% of sales	45.8%	41.9%	29.5%	27.6%	26.8%	26.4%	25.5%	24.6%	25.8%	22.1%	20.2%
현기차 중소형 차량 판매량 (대)	2,979,849	2,880,399	2,618,991	2,598,492	534,142	587,107	552,179	557,809	2,231,237	2,075,552	1,912,291
현기차 중소형 차량향 ASP (원)	2,765,962	2,794,633	2,556,395	2,656,740	3,049,828	2,971,279	2,894,753	2,820,197	2,933,374	2,715,503	2,768,539
현기차 대형 차량향 매출	9,753	11,144	15,993	18,124	4,444	4,875	4,681	4,834	18,834	19,901	20,855
% of sales	54.2%	58.1%	70.5%	72.4%	73.2%	73.6%	74.5%	75.4%	74.2%	77.9%	79.8%
현기차 대형 차량 판매량 (대)	3,371,002	3,787,638	4,229,207	4,703,959	1,233,140	1,263,192	1,223,267	1,239,866	4,959,465	5,228,850	5,512,867
현기차 대형 차량향 Mixed ASP (원)	2,893,250	2,942,109	3,781,566	3,852,964	3,604,099	3,859,224	3,826,293	3,898,536	3,797,494	3,806,008	3,782,878

동사는 현대차와 기아의 **모든 차량의 3대 핵심 모듈을 만들고 있다고 가정했다**. 동사의 사업보고서에 제시된 **쏘나타의 3대 핵심모듈 가격을 현기차 중소형 차량향 ASP의 기준가격으로 설정했다**. 전체 핵심모듈 부문 매출에서, **승용 중소형 매출(판매량 x ASP)을 차감해, 승용 대형·RV의 매출을 구하고, 이를 다시 판매량으로 나누어 승용 대형·RV의 Mixed ASP를 도출했다**.

3대 핵심모듈 ASP						
(단위: 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24
샤시모듈	2,154,560	2,158,433	2,562,359	2,619,327	2,741,313	2,879,794
카핏모듈	2,006,827	2,010,142	1,911,108	2,197,343	2,573,764	2,583,717
FEM	487,289	528,287	566,815	627,496	831,444	838,373
3대 핵심모듈 ASP	4,648,676	4,696,862	5,040,282	5,444,166	6,146,521	6,301,884
파워트레인 가격(22-21)			2,737,087	2,737,087	2,737,087	2,737,087
친환경차 비율			15%	18%	17%	21%
ICE 비율			85%	82%	83%	79%
파워트레인 친환경차 비율 조정			2,333,161	2,244,860	2,282,536	2,168,926
소형 세단 중량 조정	3,951,375	3,992,333	4,284,239	4,627,541	5,224,543	5,356,602
모듈 단가 및 금형비 조정	2,765,962	2,794,633	2,998,968	3,239,279	3,657,180	3,749,621
최종 Mixed asp	2,765,962	2,794,633	2,556,395	2,656,740	3,049,828	2,971,279

4Q24의 단기적인 현대차·기아 중소형 판매량은 보수적 추정을 위해 1-3Q ASP에 대해 **average** 처리했다. **중소형 세단 판매 비율의 하락을 반영하기 위해 5개년 판매량 변화 추이를 차용해 세단은 연 -7%의 감소세를 적용했고, 이는 24년 yoy인 -14.1% 대비 보수적인 추정치이다**.

25, 26년 현기차 대형 차량 판매량의 경우 SUV 판매 비중의 상승을 반영하기 위해 **전년도 yoy**를 차용해 연 5%의 상승률을 적용했다. 25, 26년 ASP의 경우 22년 샤시모듈에 파워트레인이 탑재되었을 때의 인상률을 제외하면 대체로 **가격 변동이 크지 않았던 점**을 고려해 flat 처리했다.

(iii) 미래에 투자하는 전동화 사업부

전동화 사업부는
전방 EV 산업이 결정

전동화 사업부의 실적을 예측하기 위해서는 전방사가 어떤 미래를 그리고 있는지 살펴보아야 한다. 동사 전동화 사업부의 성패는 **전방사의 EV 사업**에 의해 결정되어 왔다. 현대차와 기아차는 글로벌 대형 자동차 회사 중 앞장서 내연기관에서 벗어난 **EV 전환을 추진**해 왔다. 그리고 자연스럽게 동사의 **전동화 사업부는 큰 수혜**를 입을 수 있었다. 동사는 **고부가가치 제품인 BSA**를 공급하며 전방사의 EV 판매량의 호실적에 힘입어 **가파른 외형 성장을 이룩**했다.

매출의 하락세

- ① Q 하락
- ② 믹스 변화
- ③ 감가상각비

4Q22부터 3Q23까지 피크를 찍었던 전동화 사업부의 매출은 23년 하반기부터 시작된 **전기차 캐즘**을 맞이하며 크게 줄었다. 배터리셀 조달 방식이 직접 매입에서 **완성차 업체의 사급**으로 변하며 매출에서 제외되도록 회계 기준이 변경된 것이 큰 이유 중 하나이다. 그러나 배터리셀을 제외한 매출 또한 23년 기준 5조 7천억 원에서 3Q24까지 2조 8천억 원으로 **크게 감소**했다. 이는 크게 1) 전기차 수요 감소로 인한 **Q 하락** 2) HEV 비중 증가로 인한 **부정적 믹스 변화** 3) 미국 공장 가동이 본격화되기 전 인식되는 **초기 감가상각비** 때문이다.

캐즘을 맞이해
현대차는 HEV 전환

과거 EV에 올인했던 현대차는 최근 둔화되고 있는 전동화 전환 속도에 대처하여 **HEV 비중을 늘려 경쟁력을 강화**하려는 움직임을 보이고 있다. 현대차는 기본적으로 **HEV를 내연기관의 대체제가 아닌 선택지로 제시**한다. 같은 맥락에서 기존 준중형 및 중형 7개 차종에서 제공하고 있던 하이브리드 모델을 소형, 대형, 럭셔리 차급까지 **14개 차종으로 확대**하는 계획을 공개했다. 동시에 기존의 하이브리드 시스템인 TMED와 비교해 동등한 원가를 유지하면서도 **성과와 연비를 향상**시킨 **TMED-II**를 25년 1월부터 양산차량에 적용할 계획이다.

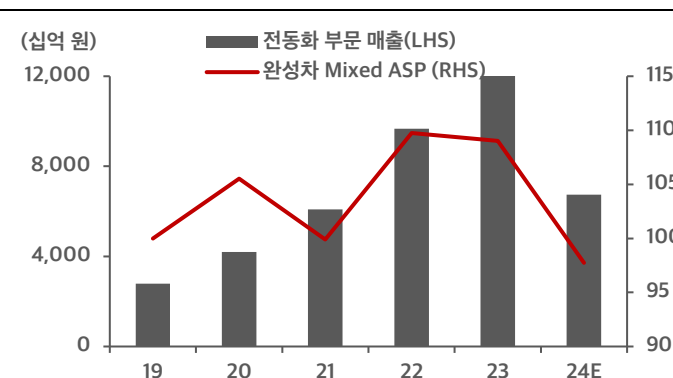
기아도 마찬가지로
HEV에 집중하는 추세

매크로에 대응해 **HEV에 집중하는 흐름**은 동사의 다른 거대 전방사인 기아에서도 **똑같이 일어나고 있다**. 지난 4월 열린 '기아 CEO 인베스터 데이'에서 현재 6개인 하이브리드 차종을 9개로 확장하고, HEV 판매량을 24년 37만 2천 대에서 30년까지 82만 7천 대까지 늘리겠다고 발표했다. 이에 따라 기아 판매 차량 중 **HEV 차종의 비중**은 현재 **12%에서 19%까지 증가**할 전망이다.

HEV 비중 증가는
부정적인 믹스 변화

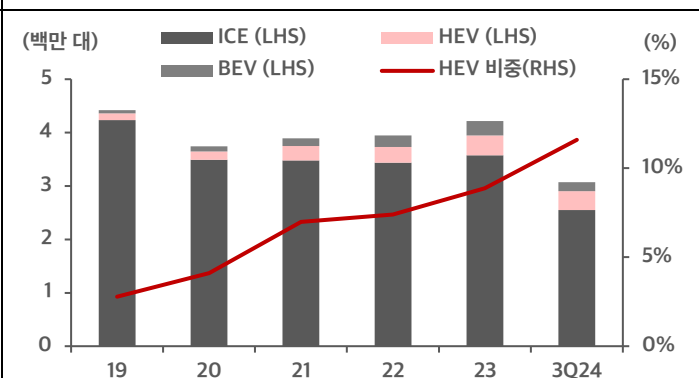
결론적으로, 동사의 전방사들은 EV의 시대가 도래하기 전까지 **HEV를 주 먹거리**로 생각하고 있음을 알 수 있다. 그러나 BEV 대비 HEV의 비중이 높아지는 것은 동사의 **전동화 사업부에게 안 좋은 영향**으로 작용한다. 하이브리드 모델에도 전동화 부품들이 포함되나, 배터리 시스템에 들어가는 부품들의 전압과 용량이 작은 편이라 총 **ASP는 BEV 대비 1/3 수준**이기 때문이다.

도표 4-9. Mixed ASP와 전동화 매출 추이



출처: DART, SMIC 3팀

도표 4-10. 현대차 파워트레인별 판매 대수 및 HEV 비중 추이



출처: 현대차 IR, SMIC 3팀

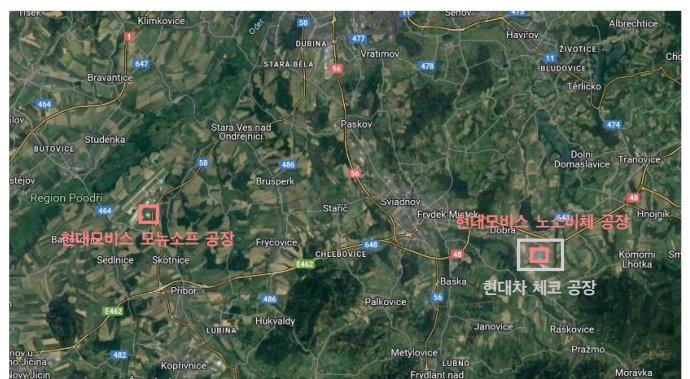
전동화 사업부의 공격적인 투자	여러 상황적 요인이 전동화 사업부에게 안 좋은 상황인 것은 분명하나, 동사의 투자는 거침없다. 5월에는 울산시와 전기차 모듈공장 신설 MOU를 체결해 25년 하반기 완공을 목표로 900억 원을 투자하기로 결정했고, 10월에는 전동화 PE 시스템 공장 신축을 위해 슬로바키아 정부와 투자 협약을 체결했다. 이미 지난해 착공한 인도네시아 배터리 시스템 공장은 양산 가동을 시작했고, 미국 조지아에 위치한 1조 2천억 원 규모의 전기차 부품 공장을 올해 안으로 완공할 예정이다.
탄탄한 사업 바탕으로 미래 먹거리에 투자	이러한 행보는 동사가 전동화를 단기적 매크로에 의해 존폐가 결정되는 사업부가 아닌, 장기적 미래 먹거리로 생각하고 있다는 뜻이다. 같은 현대차그룹에 속한 계열사면서 동시에 전방사인 현대차와 기아의 기조 또한 동일하다. 높은 수익성으로 동사의 뒤를 든든하게 받쳐주는 부품제조와 모듈조립 사업부, 그리고 후술할 A/S 부문이 있는 동사는 강인한 기초 체력을 지니고 있다. 동사는 only EV만 바라보는 경쟁사에 비해 공격적인 투자를 하며 미래를 준비하고 있다.
이미 충분한 투자로 이득을 본 경험	동사의 투자는 이미 지난 EV 붐에서 이미 결실을 맺은 바 있다. 현대차그룹은 21년 첫 전기차 전용 플랫폼인 E-GMP (Electronic Global Modular Platform)를 공개했다. E-GMP는 효율적인 PE 시스템과 주행거리, 안정적인 성능, 그리고 넓은 실내 공간을 제공했고, 이를 적용한 아이오닉 5와 EV6가 유럽과 미국에서 돌풍을 일으켰다. 이것이 가능했던 동사가 3,300억 원을 투입해 19년에 착공한 울산 전기차 핵심부품 전용공장 등 충분한 CAPA로 전방사를 든든하게 받쳐주고 있었기 때문이다. 당연한 결과로, 같은 시기 동 사업부의 매출은 빠른 속도로 증가했다.
세계 방방곡곡 전동화 거점 구축	동사는 전기차 부품 생산거점을 전 세계로 확장하고 있다. 과거 동사의 투자는 주로 한국에 집중되어 있었으나, 최근에는 전방사의 해외 공장 근처에 전동화 거점을 구축하는 것에 집중하고 있다. 동사의 조지아 공장은 현대차 조지아 공장(HMGMA)와 현대차 앨러배마 공장, 기아 조지아 공장 근처에 위치할 예정이다. 체코에서는 현대차 체코공장(HMMC)와 30분 거리의 기존 모슈노프 공장에 이어 22년에는 아예 HMMC 내부 철거 공간에 BSA 공장을 마련했다. 동사는 전방사와의 유기적인 협력을 통해 돌아올 EV 붐에서 폭발할 수요를 맞이할 준비를 끝마치고 있다.
Non-captive 수주도 경쟁력 확보 중	글로벌 거점의 존재는 동사의 숙원사업인 non-captive 수주 확대에도 긍정적으로 작용할 것이다. 동사는 23년 폭스바겐으로부터 5조 원 규모의 BSA 납품 수주를 받으며 22년 \$46.5억이었던 수주액이 23년 \$92.2억으로 늘어났다. 이후 동사는 원활한 공급을 위해 폭스바겐 스페인 공장 인근에 3,100억 원 규모의 BSA 전용 공장을 짓고 있다. BSA 기술은 레퍼런스가 중요한 사업인 만큼, 동사가 이번 협업을 성공적으로 끝마친다면 이미 한국, 중국, 미국, 체코, 스페인 등에 마련된 글로벌 거점을 중심으로 BSA 또는 PE 시스템 관련 수주를 늘려나갈 수 있을 것이다.

도표 4-11. 동사 전동화 전용공장 CapEx 투자 현황

완공 연도	지역	시스템	투자 규모
2026	스페인	BSA	1,700억 원
2025	슬로바키아	PE	3,500억 원
2025	울산	BSA, PE	900억 원
2025	충주	BSA	5,000억 원
2024	미국 조지아	BSA, PE	1조 2,000억 원

출처: 동사, SMIC 3팀

도표 4-12. 동사와 현대차 체코 주요 생산거점



출처: Google Maps, SMIC 3팀

전동화 사업부 매출추정

상기 내용을 종합하여 동 사업부에 대한 매출추정을 진행했다.

전동화 부문 매출	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E	2026E
(단위 : 십억 원, 대)											
전동화 부문 매출	4,195	6,093	9,676	12,248	1,876	1,725	1,579	1,568	6,737	7,156	8,164
YoY(%)	50.0%	45.2%	58.8%	26.6%	-43.6%	-53.9%	-42.0%	-36.1%	-45.0%	6.2%	14.1%
Captive 매출	2,837	4,519	7,743	10,439	1,609	1,476	1,342	1,226	5,652	6,363	7,260
YoY(%)	217.3%	59.3%	71.4%	34.8%	-	-	-	-	-45.9%	12.6%	14.1%
HEV향 매출	985	1,488	2,214	3,493	707	599	534	595	2,435	3,153	4,201
YoY(%)	177.1%	51.0%	48.8%	57.7%	-	-	-	-	-30.3%	29.5%	33.2%
현기차 HEV 판매량 (대)	289,410	446,402	547,009	679,941	210,734	231,421	237,243	226,466	905,864	1,206,855	1,607,855
YoY(%)	24.5%	54.2%	22.5%	24.3%	-	-	-	-	33.2%	33.2%	33.2%
현기차 HEV향 전동화 ASP (원)	3,403,478	3,332,609	4,048,161	5,136,494	3,353,340	2,587,681	2,250,841	2,730,621	2,713,316	2,713,316	2,713,316
BEV향 매출	1,852	3,031	5,529	6,946	902	877	808	631	3,217	3,209	3,058
YoY(%)	243.8%	63.6%	82.4%	25.6%	-	-	-	-	-53.7%	-0.2%	-4.7%
현기차 BEV 판매량 (대)	181,413	303,162	455,253	450,785	89,649	112,950	119,606	107,402	429,606	409,423	390,188
YoY(%)	54.4%	67.1%	50.2%	-1.0%	-	-	-	-	-4.7%	-4.7%	-4.7%
현기차 BEV향 전동화 ASP (원)	10,210,434	9,997,828	12,144,483	15,409,482	10,060,019	7,763,043	6,752,522	5,873,541	8,139,948	8,139,948	8,139,948
Non-Captive 매출	1,358	1,574	1,933	1,809	267	249	237	251	1,005	717	832
AMPC (IRA 45X)									20	80	73
CapEx 세액공제(IRA 48C)									70		

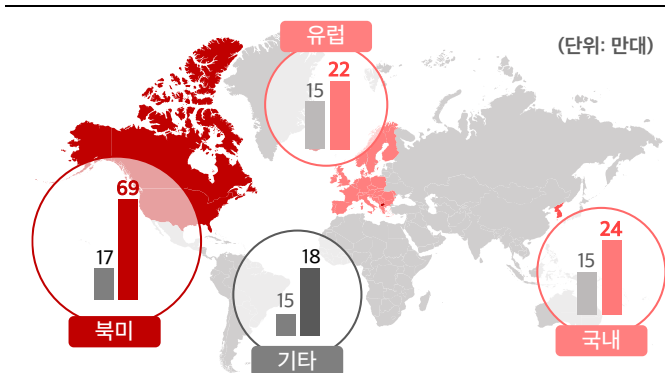
동사의 non-captive 매출 비중을 제외한 captive 매출을 현기차의 HEV와 BEV 판매량으로 나누었다. 이렇게 구한 HEV와 BEV의 Mixed ASP는, 동사의 IR부서에 확인한 HEV향 매출과 BEV향 단가의 비율인 1:3을 적용해 각각 HEV향 ASP와 BEV향 ASP로 분배했다. 각각의 ASP와 현기차의 HEV, BEV 판매량 합산 수치를 활용해 HEV향 매출과 BEV향 매출을 역산했다.

첫번째 드라이버인 HEV와 BEV는 4Q24 판매량을 보수적으로 추정하기 위해 과거 3개년 average 처리했다. 컨센서스 역시 지금 당장은 전기차 캐즘이 단기 턴어라운드를 기록하지 않을 것으로 보는만큼, 박한 평가는 아니라고 판단했다. 전방사의 HEV, BEV에 대해서는 다양한 관점이 존재해 턴어라운드를 예측하기도, 비관론을 제기하기도 한다. 본고는 올해의 HEV 판매량 증가, BEV 판매량 감소세가 짧게는 1분기, 길게는 1~2년 유지될 것으로 추정했다.

특히 BEV의 판매량 추정은 글로벌 완성차 업체들이 올해 들어 일제히 EV 판매 계획을 수정한 점을 반영했다. 현대차와 토요타는 각각 올해 8월과 9월에 제시한 하향 조정안 중, 본고에서는 동사의 전방사인 현대차가 2024 CEO 인베스터 데이 자료에서 발표한 EV 목표 출하량이 작년 추계에 제시한 수치보다 하향조정된 점을 고려했다.

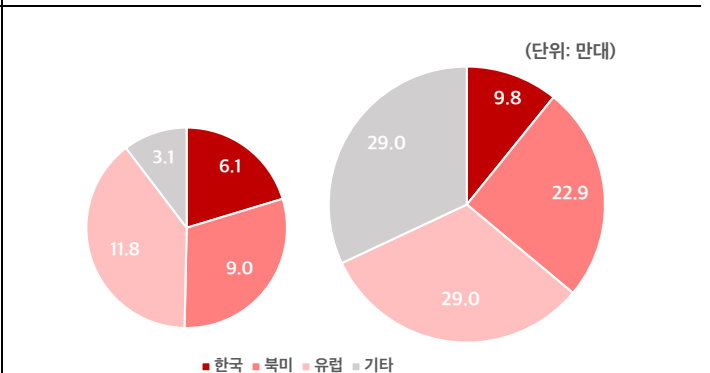
현대차는 26년까지 향후 3년간 판매할 수 있는 각국의 EV 목표치 전망으로, 작년 추계에 제시한 수치 대비 유럽 25%, 한국 2.5% 하향조정했다. 반대로 현대차가 좋은 성과를 보이고 있는 HEV 판매량은 27년까지 연간 40% 수준의 판매량 증가 전망을 제시했다. 이에 본고에서는 HEV 판매량은 전년도 성장률을 적용해 33.2% 성장을, BEV 역시 동일 방식을 적용해 -4.6%의 감소세를 전망했다.

도표 4-13. 현대차 24(좌), 28(우) HEV 판매 전망



출처: 현대차 IR, SMIC 3팀

도표 4-14. 현대차 24(좌), 27(우) EV 판매 전망



출처: 현대차 IR, SMIC 3팀

배터리셀 사급이 매출에 끼칠 영향을 고려해, 당장 4분기부터 있을 배터리셀의 사급 전환에 의한 **매출 감소세에 반영했다**. 지난해 동사 전동화 사업부가 인식한 1,600억원 수준의 사급 전환에 의한 매출 감소를 **전체 매출액 대비로 계산해 26/27 수준의 감소율을 적용했다**. 한편 동사의 HEV향, BEV향 전동화 부품, 모두 **ASP 인상 가능성이 경영진과 언론보도를 통해 제기되었다**. Non-Captive 수주 후 2~3년 뒤에 매출로 연결되는 사이클을 감안했을 때 26년부터는 구조적인 수익 개선이 본격화될 수 있으며, 내년까지 **비용 정산과 수익성 개선 활동이 실적 하방을 다질 것으로 예상한다**.

미국 IRA에 따른 보조금의 효과는 미국 내 CapEx에 대한 세액공제에 관한 내용인 Sec 48C와, 첨단 제조기술을 활용해 **친환경 제품을 생산하는 경우 발생하는 Sec 45X로 나누어 매출에 적용했다**. 동사의 조지아 공장 투자에 따른 약 700억 원의 일회성 환급금은 4Q24에 발생할 것으로 예상했다. 4Q24부터 조지아 공장이 가동되며 **분기당 200억 원의 Sec 48C 보조금을 수령할 것**이라는 시장 컨센서스를 차용했고, 이를 예상 **BEV 판매량과 비례하도록 연동했다**.

4.3. 매출과 OPM 모두 좋은 효자 - A/S 부문

좋은 사업부에서
좋은 성과가 발생

A/S 부문은 동사 **전체 매출의 20%**를 구성하고, 매년 20% 가까이 되는 **높은 마진을 유지하고** 있다. 안정적인 실적과 OPM을 바탕으로 A/S 부문은 동사의 척추 역할을 하고 있고, 이번 분기에는 **816억 원의 영업이익**을 기록하며 어닝 서프라이즈에도 기여했다. 160억 원의 품질 총당금 환입과 우호적 환율 환경, 계절적 성수기 등 **일회성 요소들을 감안하더라도 좋은 성과**이다.

강한 수요 성장,
지속 가능성은 불명

이번 실적 발표에서 눈여겨 볼 점은 미국에서 YoY 7.2%, 유럽에서 YoY 12.2% 증가한 **강한 수요**이다. 그러나 이러한 성장이 근본적인 것인지, 그리고 얼마나 **지속 가능한지**에 대한 보장은 없다. 보통 A/S 수요는 신차 출고 후 4년 정도 뒤에 생긴다. 현대차와 기아차는 코로나의 영향으로 **20년 신차 판매량이 부진**했는데, 이에 따라 나타날 것으로 예상되는 A/S 수요 감소가 언제든지 발생할 수 있는 만큼, 아직 실적에 **근본적인 성장**이 있을 것이라 말하기는 힘들다고 판단된다.

A/S 사업부문 매출추정

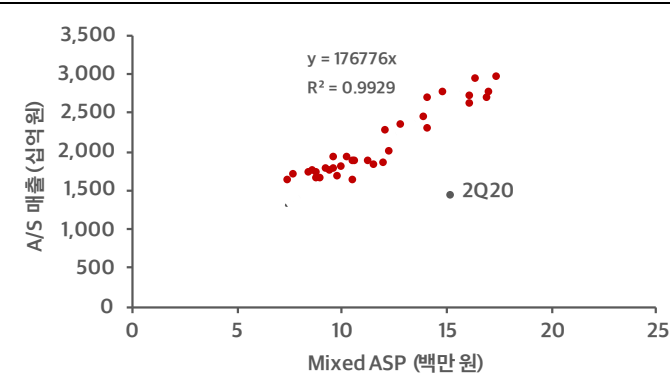
상기 내용을 종합하여 동 사업부문에 대한 매출추정을 진행했다.

A/S 부문 매출											
(단위 : 십억 원, 대)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E	2026E
A/S 부문 매출	7,040	8,437	10,210	10,883	2,932	2,964	3,061	3,236	12,193	14,372	15,634
YoY(%)	-7.0%	19.8%	21.0%	6.6%	11.4%	9.9%	10.4%	16.3%	12.0%	17.9%	8.8%
현기차 전체 판매액	75,328	83,704	97,416	118,127	28,915	32,117					
현기차 판매량 (대)	6,351,832	6,667,469	6,846,619	7,305,288	1,766,515	1,852,183					
현기차 Mixed ASP (원)	11,859,259	12,554,063	14,228,294	16,170,107	16,368,589	17,340,233	18,369,553	19,459,974	20,615,123	21,838,842	23,135,202
현대차/기아 15분기 선행 판매량 (대)	7,740,243	7,236,163	7,173,722	7,077,865	1,220,050	1,697,402	1,882,695	1,689,990	6,490,137	6,566,218	7,048,131

A/S 사업부문 매출은 이미 **판매가 완료된 차량의 수리 및 부품교체 수요**로부터 발생한다. 따라서 신차 판매량과 연동해 매출을 추정했던 타 사업부문과 달리, 동 사업 부문의 경우 **현재 부품 가격과 과거 완성차 판매량** 데이터를 활용했다. 동사 A/S사업부 매출액과 전방사의 Mixed ASP를 **회귀분석하여 R²=0.9929의 강한 상관관계를 관측했다**. 이때 2Q20 데이터는 **코로나로 인한 아웃라이어**로 추정에서 제외했다. 이는 A/S 사업부문의 부품 ASP에 대한 **proxy로 완성차의 ASP를 사용할 수 있다**는 뜻이다.

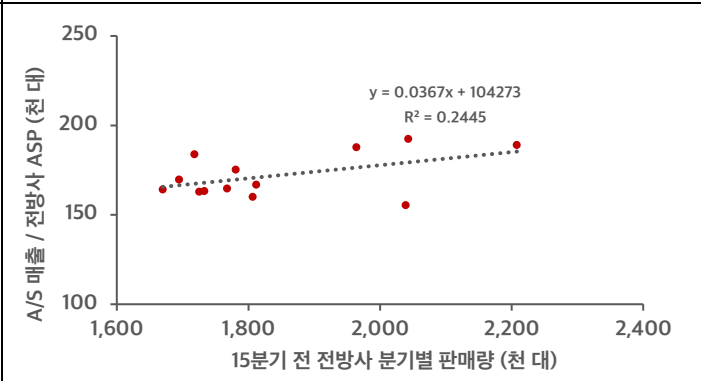
현재 완성차 판매액/Mixed ASP를 전방사의 n분기 과거 판매량에 대해 회귀분석하여 서로 다른 n에 대해 실험한 결과, n=15분기 전 **완성차 판매량**과 R²=0.2445로 가장 높은 상관관계를 보였다. 즉, 15분기 전 완성차 판매량과 예상 ASP를 통해 대상 분기의 매출을 추정 가능하다.

도표 4-15. 전방사 ASP에 따른 동사 A/S 매출



출처: DART, 현대차 및 기아 IR, SMIC 3팀

도표 4-16. 전방사 과거 판매량에 따른 A/S 매출/ASP



출처: DART, 현대차 및 기아 IR, SMIC 3팀

이에 15분기 데이터를 Q로, 현기차 Mixed ASP에 대한 추정치를 P로 두어 동사의 4Q24부터의 매출추정을 진행했다. 현기차 전체 판매액과 판매량을 기반으로 과거 Mixed ASP를 도출한 후, 4Q24, 25, 26년 추정치를 15분기 전 현대차 판매량과의 관계식으로 조정했다. 현기차 ASP 인상의 경우, 환율에 의한 높은 원화 상승률을 보인 해외 차량을 제외하고, 현대차와 기아 각각의 차량 판매 상위 차종의 지난 5개년 판가상승률 가중평균값인 5.9% 성장률을 가정했다.

4.4. 최종 매출 테이블

Non-Captive 매출 정리											
(단위 : 십억 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E	2025E
매출액	36,627	41,702	51,906	59,254	13,869	14,655	14,002	14,415	57,136	61,073	65,343
Captive	34,795	39,617	49,311	56,292	13,176	13,923	13,302	12,974	51,422	54,965	58,809
% of sales	49.1%	49.1%	49.1%	49.1%	49.1%	49.1%	49.1%	49.1%	49.1%	49.1%	49.1%
Non-captive	1,831	2,085	2,595	2,963	693	733	700	709	2,835	2,547	2,662
전동화부문	1,358	1,574	1,933	1,809	267	249	237	251	1,005	717	832
부품제조 부문	473	511	663	1,154	426	484	463	458	1,830	1,830	1,830

동사의 지속경영보고서에서 25년부터 10% 이상을 목표로 설정한 Non-Captive 매출은 동사에 대한 시장의 기대감을 형성하는 요소다. 본고의 투자포인트에서도 다루었던 지배구조나 전방사와의 협상력으로 인해 다소 저평가되어있는 동사의 실적과 성장가능성을 열어줄 핵심적인 수익 채널이기도 하다. 그러나 매출추정에서는 Non-Captive 매출은 동사의 장기적 성장동력과 멀티플 재고의 원인으로써 작동하지만, 당장 25-26년 사이 성장 모멘텀을 맞이하지는 않을 것이다.

수주에 의해 계약금액은 공개가 되지만, 추후 전방사의 생산량에 따라 가변성이 큰 매출실적인 관계로 3개년 Average를 적용한 후 24년부터는 Flat 처리했다. 이를 가장 연관성이 높은 전동화 부문과 부품제조 부문의 매출 비중에 맞게 균일하게 분배했다.

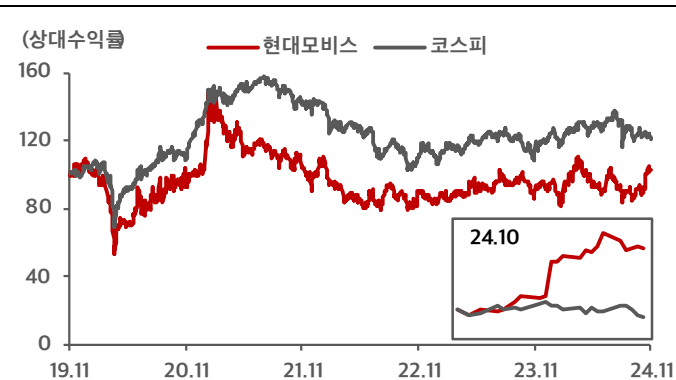
상기 논의를 모두 종합한 최종 매출 Table은 다음과 같다.

동사 매출 Table											
(단위 : 십억 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E	2026E
매출액	36,627	41,702	51,906	59,254	13,869	14,655	14,002	14,415	57,136	61,073	65,343
YoY(%)	-3.7%	13.9%	24.5%	14.2%	-5.4%	-6.6%	-1.6%	-1.8%	-3.6%	6.9%	7.0%
핵심모듈 부문	17,995	19,193	22,688	25,028	6,073	6,619	6,279	6,407	25,379	25,537	26,149
% of sales	49.1%	46.0%	43.7%	42.2%	43.8%	45.2%	44.8%	44.4%	44.4%	41.8%	40.0%
부품제조 부문	7,396	7,979	9,333	11,096	2,988	3,347	3,084	3,205	12,827	14,008	15,396
% of sales	20.2%	19.1%	18.0%	18.7%	21.5%	22.8%	22.0%	22.2%	22.5%	22.9%	23.6%
전동화 부문	4,195	6,093	9,676	12,248	1,876	1,725	1,579	1,568	6,737	7,156	8,164
% of sales	11.5%	14.6%	18.6%	20.7%	13.5%	11.8%	11.3%	10.9%	11.8%	11.7%	12.5%
A/S 부문	7,040	8,437	10,210	10,883	2,932	2,964	3,061	3,236	12,193	14,372	15,634
% of sales	19.2%	20.2%	19.7%	18.4%	21.1%	20.2%	21.9%	22.4%	21.3%	23.5%	23.9%

5. MOST Brilliant Investment Strategy

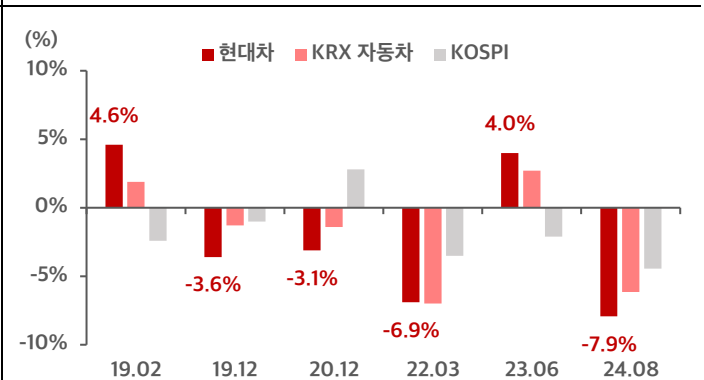
CID; 오히려 매수 자체	우선, 단기적인 모멘텀으로 11월 19일 열리는 CEO Investment Day 이전 매수 자체를 권고한다. 동사는 변동성이 크지 않은 저Beta 주식이었다. 하지만, 거버넌스와 관련된 노이즈, 호실적, CID 라는 단기적 재료가 겹치면서 2달간 주가가 20% 상승하였다. 현재, 투자자들은 CID에 대한 높은 기대감을 가지고 있다고 판단, 행사 전후로 주가의 변동성이 확대될 것으로 예상된다. 단기 재료가 CID 밖에 없는 상황 속에서 주주들이 기대하는 1) 주주환원정책, 2) 장기적 수익성 개선 전략 중 하나라도 시장 기대치를 하회한다면, 주가의 과대 낙폭은 피할 수 없을 전망이다.
배당 성향을 통한 지배주주의 의지 확인	따라서, 본서는 변동성에 대한 리스크를 Hedging하고자 CID 발표 내용을 통한 매수를 권고한다. CID에서 발표한 주주환원정책의 경우, 계열사들의 평균적인 배당 성향인 25%, 혹은 TSR 30%~35% 이상을 제시하는 경우, 충분히 본서에서 제시한 장기적인 거버넌스 개편 시나리오의 첫 단추를 꿰어줄 수 있다고 판단해 매수를 권고한다. 오히려 현재 투자자들이 밸류업에 대한 무리한 기대감을 가지고 있어, 단기간 Sell-On 물량이 나올 수 있기에 매수 적기라고 판단한다.
현대차 실적을 통한 업황 Tracking 要	이후 동사 본업은 현대차그룹의 BEV/HEV에 대한 돈을 트래킹함으로써 이해할 수 있다. 장기적 방향성인 BEV로 향해가는 과정에서 완성차 업체의 업황을 확인할 필요가 있다. 현대차의 경우, 동사보다 하루 정도 빨리 잠정실적을 공시하기에 이를 확인하여 동사 실발 전 업황의 현 위치를 이해할 수 있을 것이다. BEV로 전환되는 흐름이 하루아침에 일어나지 않는만큼, 꾸준히 실적을 트래킹하며 1H25까지 분할매수를 권고와 함께 완성차 업체의 돈에 따른 매수량 조절을 권한다.
지배구조 개편 Momentum	지배구조 개편 시나리오에 관련한 몇 가지 모멘텀 역시 제시하려고 한다. 아래 모멘텀이 긍정적인 방향으로 흘러가는 경우, ES의 실탄 확보를 통한 본서 투자 포인트의 실현에 한 발 다가서게 된다. 이와 함께 동사의 장기적인 펀더멘탈 변화를 꾀할 수 있는 계기가 되므로, Tracking해보자.
Must Track IPOs	✓ 보스턴다이내믹스 & 현대엔지니어링 IPO: 「지배구조 개편 시나리오」에서 보스턴다이내믹스의 IPO가 1H25까지 이루어져야 하는 이유를 설명하였다. 길지 않은 시계열 내에서 세울 수 있는 투자 전략으로 미국 주관사 선정 과정, 수요 예측 등의 이벤트를 주목할 필요가 있다. 현대엔지니어링 IPO를 통해서도 ES의 현금 확보가 가능하기에 재상장 소식 역시 주목할 필요가 있다.
24년 말 세계개편안의 승인을 기다리며	✓ 세계개편안 국회 승인: 올 8월 정부가 발의한 세계개편안의 국회 통과 여부도 지켜보아야 한다. 해당 법이 승인된다면 ES가 최대 1조 원의 현금을 마련하지 않아도 되는 만큼 지배구조 개편의 시계열은 타이트해진다. 세계개편안은 주로 12월 말에 개최하는 국회 본회의를 통해 의결된다. 따라서 올해 말 기획재정부의 법안 통과 발표 역시 좋은 매수 시그널로 볼 수 있다.

도표 5-1. 5개년 동사, 코스피 상대수익률 추이



출처: KRX, SMIC 3팀

도표 5-2. 현대차 CID 전후(±7일) 수익률



출처: KRX, SMIC 3팀

6. 비용 추정

6.1. 매출원가 & 판매비와관리비 추정

매출원가 및 판매비와 관리비 추정											
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2024E	2025E	2026E
매출액	36,627	41,702	51,906	59,254	13,869	14,655	14,002	14,415	57,136	61,073	65,343
<i>YoY(%)</i>	<i>-3.7%</i>	<i>13.9%</i>	<i>24.5%</i>	<i>14.2%</i>	<i>-5.4%</i>	<i>-6.6%</i>	<i>-1.6%</i>	<i>-1.8%</i>	<i>-3.6%</i>	<i>6.9%</i>	<i>7.0%</i>
매출원가	31,922	36,438	45,919	52,492	12,250	12,827	11,699	12,306	49,082	52,734	56,309
<i>매출원가율(%)</i>	<i>87.2%</i>	<i>87.4%</i>	<i>88.5%</i>	<i>88.6%</i>	<i>88.3%</i>	<i>87.5%</i>	<i>83.6%</i>	<i>85.4%</i>	<i>85.9%</i>	<i>86.3%</i>	<i>86.2%</i>
<i>GPM(%)</i>	<i>12.8%</i>	<i>12.6%</i>	<i>11.5%</i>	<i>11.4%</i>	<i>11.7%</i>	<i>12.5%</i>	<i>16.4%</i>	<i>14.6%</i>	<i>14.1%</i>	<i>13.7%</i>	<i>13.8%</i>
제품, 재공품 및 상품의 변동	(12)	(310)	(484)	(2,781)	(704)	(586)			(2,781)	(2,781)	(2,781)
<i>% of sales</i>	<i>0.0%</i>	<i>-0.7%</i>	<i>-0.9%</i>	<i>-4.7%</i>	<i>-5.1%</i>	<i>-4.0%</i>			<i>-4.9%</i>	<i>-4.6%</i>	<i>-4.3%</i>
원재료 사용액 및 상품의 매입액	28,176	30,507	40,470	48,639	11,105	11,562			44,862	48,158	51,407
<i>% of sales</i>	<i>76.9%</i>	<i>73.2%</i>	<i>78.0%</i>	<i>82.1%</i>	<i>80.1%</i>	<i>78.9%</i>			<i>78.5%</i>	<i>78.9%</i>	<i>78.7%</i>
종업원급여	1,357	1,523	1,932	3,008	770	828			3,182	3,364	3,557
<i>% of sales</i>	<i>3.7%</i>	<i>3.7%</i>	<i>3.7%</i>	<i>5.1%</i>	<i>5.6%</i>	<i>5.6%</i>			<i>5.6%</i>	<i>5.5%</i>	<i>5.4%</i>
상각비	850	836	898	926	235	236			1,111	1,098	1,030
<i>% of sales</i>	<i>2.3%</i>	<i>2.0%</i>	<i>1.7%</i>	<i>1.6%</i>	<i>1.7%</i>	<i>1.6%</i>			<i>1.9%</i>	<i>1.8%</i>	<i>1.6%</i>
물류비(수출 물류/컨테이너)	333	696	1,308	715	-	-			758	810	867
<i>% of sales</i>	<i>0.9%</i>	<i>1.7%</i>	<i>2.5%</i>	<i>1.2%</i>	<i>-</i>	<i>-</i>			<i>1.3%</i>	<i>1.3%</i>	<i>1.3%</i>
지급수수료	1,023	1,206	1,666	2,210	484	518			1,873	2,002	2,141
<i>% of sales</i>	<i>2.8%</i>	<i>2.9%</i>	<i>3.2%</i>	<i>3.7%</i>	<i>3.5%</i>	<i>3.5%</i>			<i>3.3%</i>	<i>3.3%</i>	<i>3.3%</i>
기타비용	196	1,981	129	(225)	359	269			77	82	88
<i>% of sales</i>	<i>0.5%</i>	<i>4.7%</i>	<i>0.2%</i>	<i>-0.4%</i>	<i>2.6%</i>	<i>1.8%</i>			<i>0.1%</i>	<i>0.1%</i>	<i>0.1%</i>
판매비와관리비	2,874	3,224	3,961	4,467	1,076	1,192	1,395	1,350	5,013	5,035	5,050
<i>판매비율(%)</i>	<i>7.8%</i>	<i>7.7%</i>	<i>7.6%</i>	<i>7.5%</i>	<i>7.8%</i>	<i>8.1%</i>	<i>10.0%</i>	<i>9.4%</i>	<i>8.8%</i>	<i>8.2%</i>	<i>7.7%</i>
<i>OPM(%)</i>	<i>5.0%</i>	<i>4.9%</i>	<i>3.9%</i>	<i>3.9%</i>	<i>3.9%</i>	<i>4.3%</i>	<i>6.5%</i>	<i>5.3%</i>	<i>5.3%</i>	<i>5.4%</i>	<i>6.1%</i>
인건비	820	900	1,102	1,278	333	354			1,671	1,767	1,868
<i>% of sales</i>	<i>2.2%</i>	<i>2.2%</i>	<i>2.1%</i>	<i>2.2%</i>	<i>2.4%</i>	<i>2.4%</i>			<i>2.9%</i>	<i>2.9%</i>	<i>2.9%</i>
운반보관비(내륙 운송/창고)	280	347	502	492	124	128			501	544	566
<i>% of sales</i>	<i>0.8%</i>	<i>0.8%</i>	<i>1.0%</i>	<i>0.8%</i>	<i>0.9%</i>	<i>0.9%</i>			<i>0.9%</i>	<i>0.9%</i>	<i>0.9%</i>
지급수수료	217	265	345	345	72	78			359	383	410
<i>% of sales</i>	<i>0.6%</i>	<i>0.6%</i>	<i>0.7%</i>	<i>0.6%</i>	<i>0.5%</i>	<i>0.5%</i>			<i>0.6%</i>	<i>0.6%</i>	<i>0.6%</i>
광고선전비	57	65	72	80	17	16			82	87	93
<i>% of sales</i>	<i>0.2%</i>	<i>0.2%</i>	<i>0.1%</i>	<i>0.1%</i>	<i>0.1%</i>	<i>0.1%</i>			<i>0.1%</i>	<i>0.1%</i>	<i>0.1%</i>
경상개발비	1,012	1,167	1,371	1,592	360	422			1,755	1,563	1,371
<i>% of sales</i>	<i>2.8%</i>	<i>2.8%</i>	<i>2.6%</i>	<i>2.7%</i>	<i>2.6%</i>	<i>2.9%</i>			<i>3.1%</i>	<i>2.6%</i>	<i>2.1%</i>
기타	488	480	569	679	170	193			646	691	742
<i>% of sales</i>	<i>1.3%</i>	<i>1.2%</i>	<i>1.1%</i>	<i>1.1%</i>	<i>1.2%</i>	<i>1.3%</i>			<i>1.1%</i>	<i>1.1%</i>	<i>1.1%</i>

금액적 중요성을 띠는 원재료비, 인건비, 운송비(물류비, 운반보관비), 감가상각비 위주로 엄밀히 추정 하였으며, 특이사항이 존재하는 계정들은 별도의 논리에 따라 추정을 진행하였다. 그외 비용은 고정비와 변동비로 구분한 후, 각각을 3yr avg flat 혹은 매출과 연동시켜 추정하였다. 3Q23의 잠정실적은 세부 계정들에 대한 금액까지는 공시하지 않았다. 3Q24, 4Q24 추정 논리의 오류를 줄이고자 4Q24의 매출원가 및 판매비와관리비에 대해서만 추정을 진행하되, 세부 계정에 대한 추정은 수행하지 않았다.

인건비 추정											
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2024E	2025E	2026E
인건비	2,176	2,423	3,033	4,286	1,103	1,182	1,245	1,323	4,853	5,131	5,424
<i>YoY/QoQ(%)</i>	<i>-</i>	<i>11.3%</i>	<i>25.2%</i>	<i>41.3%</i>	<i>-</i>	<i>7.1%</i>	<i>5.3%</i>	<i>6.2%</i>	<i>13.2%</i>	<i>5.7%</i>	<i>5.7%</i>
직원 수(명)					46,183	46,183	46,183	46,183	46,183	48,826	51,620
MIXED 1인당 급여(백만 원)					23.9	25.6	27.0	28.6	105.1	105.1	105.1
<i>YoY/QoQ(%)</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>7.1%</i>	<i>5.3%</i>	<i>6.2%</i>	<i>-</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>
매출원가 - 종업원급여	1,357	1,523	1,932	3,008	770	828			3,182	3,364	3,557
<i>안분비율(%)</i>	<i>62.3%</i>	<i>62.8%</i>	<i>63.7%</i>	<i>70.2%</i>	<i>69.8%</i>	<i>70.0%</i>			<i>65.6%</i>	<i>65.6%</i>	<i>65.6%</i>
판매비와관리비 - 인건비	820	900	1,102	1,278	333	354			1,671	1,767	1,868
<i>안분비율(%)</i>	<i>37.7%</i>	<i>37.2%</i>	<i>36.3%</i>	<i>29.8%</i>	<i>30.2%</i>	<i>30.0%</i>			<i>34.4%</i>	<i>34.4%</i>	<i>34.4%</i>

- (1) 인건비의 경우, 동사 노조의 요구에 따라 현대/기아차와의 인건비 키 맞추기를 진행중이다. 따라서, 분기별 상승하는 인건비는 직원 수의 증가보다는 인당 급여의 상승에서 기인하였음을 판단. 24년도 세 분기 Mixed 1인당 급여 상승률을 역산하여, 4Q24, 2024의 인건비를 추정하였다. 올해가 급여 상승의 원년인 점을 감안하여 이후 Mixed 1인당 급여는 flat 처리, 직원 수는 3yr avg 증가율을 적용시켰다. 이후 매출원가와 판매비의 3yr 안분 비율 avg를 활용해 안분하였다.

물류비 추정													
(단위: 십억 원)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	35,127	36,020	38,262	35,145	35,149	38,049	36,627	41,702	51,906	59,254	57,136	61,073	65,343
매출원가	355	370	368	338	309	360	333	696	1,308	715	758	810	867
% of sales	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	1.7%	2.5%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
판매비	214	238	241	247	265	294	280	347	502	492	501	544	566
% of sales	0.6%	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
avg SCFI	1,072.40	728.44	652.59	826.91	832.53	810.92	1,234.40	3,772.74	3,410.18	1,053.23	1664.01	1664.01	1664.01

(2) 연말에 1회 공시되는 물류비의 경우, 올해 연말부터 현대글로벌비스와의 해상운송비 재협상으로 인한 단가 상승 및 해운 지수 상승의 영향이 반영된다는 점을 반영해 추정하였다. 동사의 물류비는 변동비의 성격을 가지며, 매출원가(수출 물류 / 컨테이너)와 판매비와관리비(운반보관비; 내륙 운송 / 창고)로 분류할 수 있다. 우선 운반보관비(판매비와관리비)의 경우, 내륙 운송 담당이기 때문에 매크로에 크게 영향을 받지 않겠다고 판단하여 3yr % of sales를 avg flat처리하였다.

6개월 lagging을 한 연간 SCFI 지수 avg와 수출 물류와 연관된 물류비(매출원가)의 % of sales를 회귀 분석했을 때 $R^2=0.75$ 로 강하게 연동된다. 따라서 2H23~1H24의 SCFI 지수 avg를 위 회귀분석 식에 적용하여 % of sales를 역산하였다. 보수적인 추정을 위해 올해 들어 반등한 avg SCFI 지수는 flat처리하였다. 매출원가/판매비와관리비 계정 % of sales를 각각 매출에 연동하여 최종 물류비를 추정하였다.

원재료비 추정									
(단위: 십억 원 / 대)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	2024E	2025E	2026E
원재료비	28,176	30,507	40,470	48,639	11,105	11,562	44,862	48,158	51,407
모듈 및 핵심부품 매출	29,586	33,265	41,697	48,372	10,937	11,691	44,943	46,701	49,709
% of sales	80.8%	79.8%	80.3%	81.6%	78.9%	79.8%	78.7%	76.5%	76.1%
A/S 매출	7,040	8,437	10,210	10,883	2,932	2,884	12,193	14,372	15,634
% of sales	19.2%	20.2%	19.7%	18.4%	21.1%	19.7%	21.3%	23.5%	23.9%
현대/기아차 차량 판매 대수	6,350,851	6,668,037	6,848,198	7,302,451	1,767,282	1,850,299	7,190,703	7,304,402	7,425,158
현대/기아차 차량 판매 대수(15Q lagged)	7,740,243	7,236,163	7,173,722	7,077,865	1,220,050	1,697,402	6,490,137	6,566,218	7,048,131
Mixed 차량 판매대수	6,617,911	6,782,975	6,912,227	7,261,203	1,651,602	1,810,014	7,041,201	7,558,535	8,068,446
Mixed 원재료비(천 원)	4,257	4,498	5,855	6,698	6,724	6,388	6,371	6,371	6,371
알루미늄(USD/ton)	1,702	2,476	2,708	2,249	2,199	2,360	2,360	2,360	2,360
나프타(USD/ton)	381	646	786	645	696	695	695	695	695
환율(KRW/USD)	1,180.05	1,144.42	1,291.95	1,305.41	1,328.45	1,370.91	1,350.00	1,350.00	1,350.00

(3) 원재료비 추정은 모듈 및 부품 추정에 활용된 신차 판매량 및 A/S 부품 추정에 활용된 15분기 이전 차량 판매량을 proxy 삼아 진행하였다. 신차와 A/S 차에 들어가는 부품의 원재료비는 유사하다는 가정하에, 현재 두 사업 부문의 매출 비중 차이를 고려해 부품이 들어간 Mixed 차량 대수를 역산하였다. 원재료비를 해당 값에 나누어 Mixed 원재료비를 산출하였다.

전장용 부품을 제작하는 동사의 본업상 알루미늄, 플라스틱 제작에 이용되는 나프타, 환율은 원재료비에 영향을 끼치는 요소라고 생각하기 합리적이다. 열연철판 및 일부 원자재들의 경우, 그룹 계열사로 부터 정해진 고정가에 제공받아 원재료 변동에 Hedging이 된다. 따라서 상승한 세 변수와 Mixed 원재료비 사이의 다중회귀분석을 수행한 결과, Adjusted $R^2=0.91$ 로 강하게 연동되는 모습을 보였다. 알루미늄과 나프타 원재료의 가격은 예측 정확성이 떨어지기 때문에 가장 최근에 공시된 값을 flat처리하였으며, 1,350원 수준의 환율을 가정. 다중선형회귀식에 입력해 Mixed 원재료비를 역산하였다.

이후, 매출 추정에서 활용한 현대/기아차 추정 판매 대수 및 15분기 lagged 판매 대수를 이용해 Mixed 차량 판매대수를 산출하여, Mixed 원재료비와 곱해주어 최종 원재료비를 추정하였다.

(4) 감가상각비는 CapEx에 유의하였다. 동사는 올해 3조 1,822억 원의 CapEx를 집행할 것이라 말하였으며, 이후는 투자 회수의 시기로 CapEx가 23년도 수준으로 다시 회귀할 것이라 전망하여, 추가 CapEx에 반영해 유형자산 감가상각비 추정을 진행하였다. 이외에도 무형자산과 투자부동산 상각비를 별도 추정하였다. 자세한 감가상각비 추정 Table은 [Appendix 8.6]에 수록하였다.

6.2. 영업외손익 추정

영업외손익 추정											
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2024E	2025E	2026E
기타손익	(109)	125	(2)	85	39	49	(129)	32	(9)	25	34
금융손익	19	107	117	220	120	86	88	88	382	250	295
종속/관계기업손익	378	922	1,222	1,845	521	641	527	156	1,845	1,845	1,845
영업외손익	288	1,154	1,336	2,150	680	776	486	276	2,218	2,119	2,174

기타손익 및 금융손익의 경우, 합리적 추정이 불가능한 계정의 경우에는 3yr avg flat 처리하였다. 종속/관계기업 손익의 경우에는 23년도와 동일한 수준을 가정하여 flat처리하였다. 금융손익 중 이자수익 및 이자비용은 각각 이자발생부자산 및 부채와 유효이자율을 역산하여 별도로 추정을 진행하였다.

6.3. 지배지분 자본변동표 추정

추정 지배지분 자본변동표							
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
기초자본	32,330	33,253	35,273	37,799	39,217	40,543	41,915
(+) 당기순이익	1,527	2,362	2,487	3,423	3,970	4,094	4,648
(-) 배당금	(280)	(462)	(364)	(367)	(993)	(1,023)	(1,162)
<i>배당성향(%)</i>	30.3%	15.4%	14.8%	29.0%	25.0%	25.0%	25.0%
(+) 자기주식의 변동	(220)	-	191	(259)	(326)	(326)	(326)
(+) 그 외 자본변동	(104)	120	213	38	-	-	-
기말자본	33,253	35,273	37,799	40,634	41,868	43,287	45,075
가중평균자본	32,791	34,263	36,536	39,217	40,543	41,915	43,495
<i>ROE(%)</i>	4.7%	6.9%	6.8%	8.7%	9.8%	9.8%	10.7%

기타 자본 변동의 경우, 상세 추정이 불가능해 0 flat 처리하였다. 배당금의 경우, 현대글로벌비스와 현대차가 최소 배당성향 25%를 유지한다 발표, 같은 그룹사인 동사 역시 동일한 배당성향을 유지할 것이라 전망하여 25% flat처리하였다. 보수적 추정을 위해 자사주 정책은 1H24의 수준으로 flat, 연당 132만 주의 자사주가 매입과 동시에 소각될 것이라 가정하여 자본 변동표 및 발행 주식수에 반영하였다.

6.4. 최종 손익계산서 Table

법인세비용의 경우, 지난 4년간 법인세율의 avg를 계산, flat처리하여 [Appendix 8.7]에 첨부하였다. 상기 논의를 모두 종합한 현대모비스 최종 손익계산서 Table은 아래와 같다.

현대모비스 손익계산서											
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2024E	2025E	2026E
매출액	36,627	41,702	51,906	59,254	13,869	14,655	14,002	14,415	57,136	61,073	65,343
<i>YoY(%)</i>	-3.7%	13.9%	24.5%	14.2%	-5.4%	-6.6%	-1.6%	-1.8%	-3.6%	6.9%	7.0%
매출원가	31,922	36,438	45,919	52,492	12,250	12,827	11,699	12,306	49,082	52,734	56,309
매출총이익	4,704	5,265	5,987	6,762	1,619	1,828	2,303	2,109	8,054	8,339	9,034
<i>GPM(%)</i>	12.8%	12.6%	11.5%	11.4%	11.7%	12.5%	16.4%	14.6%	14.1%	13.7%	13.8%
판매비와관리비	2,874	3,224	3,961	4,467	1,076	1,192	1,395	1,350	5,013	5,035	5,050
영업이익	1,830	2,040	2,027	2,295	543	636	909	759	3,041	3,303	3,983
<i>OPM(%)</i>	5.0%	4.9%	3.9%	3.9%	3.9%	4.3%	6.5%	5.3%	5.3%	5.4%	6.1%
기타손익	(109)	125	(2)	85	39	49	(129)	32	(9)	25	34
금융손익	19	107	117	220	120	86	88	88	382	250	295
종속/관계기업손익	378	922	1,222	1,845	521	641	527	156	1,845	1,845	1,845
법인세차감전순이익	2,118	3,195	3,363	4,445	1,223	1,412	1,307	1,035	5,259	5,423	6,157
법인세비용	591	832	875	1,022	360	415	385	129	1,289	1,329	1,509
당기순이익	1,527	2,362	2,487	3,423	862	998	921	907	3,970	4,094	4,648
<i>NPM(%)</i>	4.2%	5.7%	4.8%	5.8%	6.2%	6.8%	6.6%	6.3%	6.9%	6.7%	7.1%

7. Valuation - Historical PBR Valuation ★

7.1. Why PBR Method?

동사가 영위하는 **전장용 부품 제조업**은 CapEx 투자를 통해 다수의 공장을 가동하는 **자본집약적 산업**이다. 또한, 본서에서는 동사 밸류에이션 **디스카운트 요소**였던 “**지배구조**”가 **개편되는 시기가 다가옴**을 주장하였다. 그리고 이에서 파생되는 본업의 구조적 마진 개선, 즉 ① **이익 체력의 New-Normal**을 주장하였다. 이에 더해 ② **창사 이래 처음으로 개최하는 CEO Investor Day**와 최근 현대차그룹 기업들의 주도적인 **주주환원 정책**을 발표한 것은 **동사의 Value-Up**에 대한 기대감을 가지기에 충분하다.

이익의 성장성이 아닌 **이익의 정상화 과정**을 보여주는 Valuation임과 동시에 **자사주 매입 및 소각, 배당 정책**을 가장 잘 반영할 수 있는 Valuation이어야 하므로 **PBR Method**가 가장 적합하다.

7.2. Why Historical PBR Method?

Peer Valuation
불가능

동사에게 **Peer Valuation**을 적용하기에는 **부적절**하다. PBR은 ROE의 지속성에 대한 기대감으로 형성되는 지표이다. ROE의 분자, Return은 **결국 동사의 펀더멘탈**에서 기인한다. 상술하였듯 동사의 이익 체력 개선은 전장용 부품 시장의 매크로적 이슈로 인한 성장이 아닌, **동사의 “거버넌스”라는 할인 요소를 제거함**으로서 **정상화**되는 과정에서 이루어진다. 순환출자의 악용으로 **해당 구조가 리스크**로 자리잡은 자본 시장은 **국내 시장으로 제한**하여 생각할 수 있다. 국내 Peer로 고려할 수 있는 HL만도나 한은시스템 등의 기업들 역시 **역시 동사의 특수적인 상황을 공유하고 있다고 보기에는 어려움**이 있다.

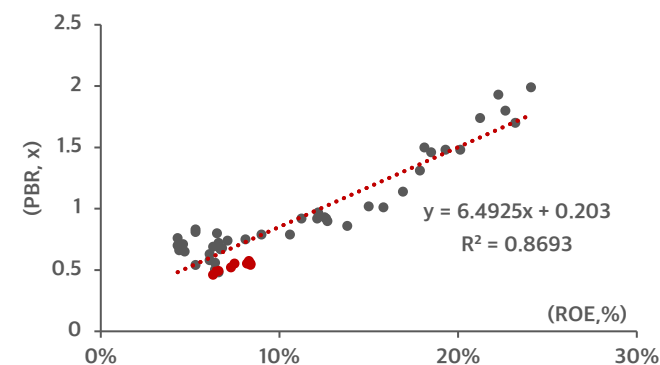
동사의 PBR
지금은 어디에?

그렇다면, **Historical Valuation**을 적용해야 한다. 시점에 대한 Proxy를 찾기 위해 현재 동사의 PBR 현황을 짚고 넘어가도록 하자. 1Q12부터 2Q24까지의 동사의 분기별 **PBR(TTM)-ROE(TTM) 회귀분석**을 진행했을 때, 회귀식의 **R²=0.87**로 장기적으로 두 값은 강하게 연동된다. 하지만, 주목해야할 점은 최근 2개년의 PBR이 ROE를 추세선에 대입하였을 때의 값에 비해 **강하게 하단으로 이탈**했음을 알 수 있다. 본 원인은 MK의 장기간 부재와 함께 현대자동차 그룹의 지배구조 이슈로 인해 ES의 **동사 주가 억제**의 당위성이 부여되었기 때문이다. 이로 인해 **동사의 PBR은 역사적 저평가 구간**에 머물고 있다.

현대차와의
Valuation 비교

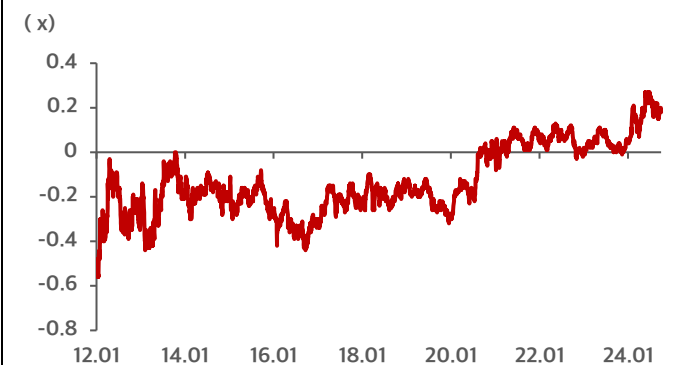
현대차와의 multiple을 비교했을 때, 동사의 PBR 저평가는 더욱 잘 드러난다. 일반적으로 **부품사의 multiple**은 전방사의 multiple보다 **높다**. 동사 역시 20년대 이전까지는 현대차 대비 주가가 높은 편이었지만 20년대 들어 그 격차가 좁아졌으며, 현재 +0.2 정도로 **역사적으로 가장 높은 괴리율**을 보이고 있다. 현대차그룹 중 가장 먼저 밸류업에 나선 현대차의 PBR이 하락하는 논리보다는 본서에서 주장한 **multiple re-rating 과정**을 통해서 **두 회사간의 괴리율이 개선**되는 과정을 기대할 수 있다.

도표 7-1. 동사 ROE(TTM)-PBR(TTM) 회귀분석



출처: Quantiwise, SMIC 3팀

도표 7-2. 현대차 PBR(TTM) - 현대모비스 PBR(TTM) 추이

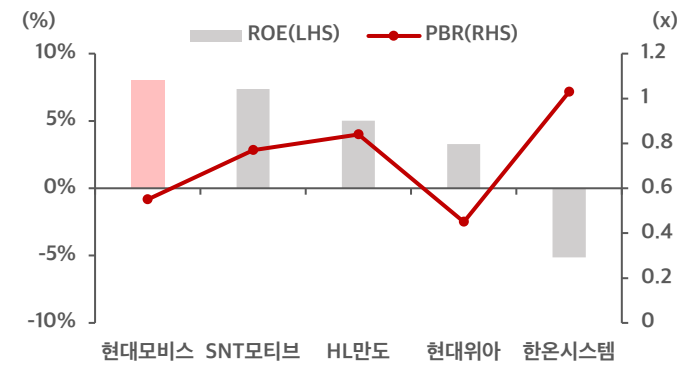


출처: Quantiwise, SMIC 3팀

주주환원:
PBR에 기름 붓기

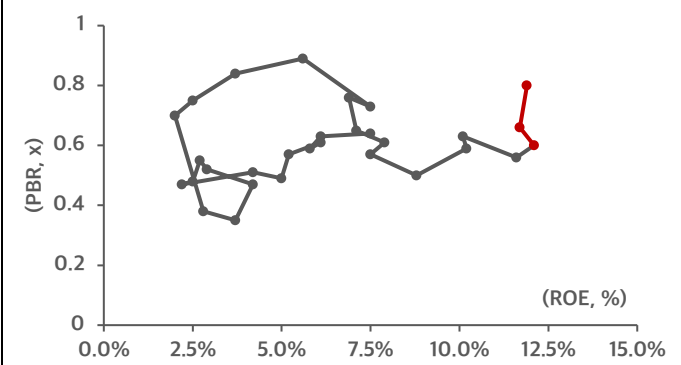
주주환원정책은 동사 PBR 상승에 불을 지핀다. 동사의 ROE는 이미 국내 Peer 대비 뛰어나며, PBR이 저평가라는 점 역시 확인할 수 있다. PBR의 정상화 과정을 가속화시켜줄 재료가 바로 밸류업이다. 이를 같은 그룹사인 현대차의 ROE-PBR을 통해 알아보자. 현대차는 20년부터 ROE가 꾸준히 상승해왔음에도 불구하고 본업의 지속 가능성에 대한 물음표가 꾸준히 제기되며, PBR은 오랜 기간 횡보하였다. 하지만, 정부의 밸류업 프로젝트 + ROE 유지 등의 강력한 주주환원정책 발표는 주가 상승의 Trigger로 작용하였다. 올해 들어 주가가 크게 상승하였으며, 이는 결국 PBR 개선으로 이어졌다. 동사 역시 CEO Investor Day에서 발표될 것으로 기대되는 주주환원정책을 통해 이 효과를 누릴 수 있을 것이다.

도표 7-3. 동사 & 국내 Peer ROE(TTM), PBR(TTM)



출처: Quantiwise, SMIC 3팀

도표 7-4. 1Q17~2Q24 현대차 ROE(TTM) - PBR(TTM)



출처: Quantiwise, SMIC 3팀

17' avg 0.81x

동사의 지배구조 개편에 대한 기대감이 품어졌던 시기인 17' avg PBR 0.81x를 Target Multiple로 제시한다. 文 정부가 출범한 시기로, 더불어민주당의 기존 대기업 순환출자 제거 법안의 발의 가능성이 크게 대두되었다. 또한 동해 6월 임시국회에서 지주사 전환 시의 자사주 의결권 소멸 등의 개정안이 발의되었으며, 지주사 전환시 현물출자 과세 이연 역시 18년에 개정될 예정이라 18년 이전에 전환이 마무리될 동기가 충분했다. 또한, 17년도에 김상조 공정위원장도 현대차그룹에게 동사 지정 노력을 공식적으로 촉구했던 만큼 불가항력적으로 빠른 시일 내에 순환출자 고리가 해소될 것으로 기대받았다.

비정상적으로 낮은
PBR 개선 기대

본업의 면에서 바라보자. 당시에 중국과의 사드 보복으로 인해 국내 부품사에 불리한 매크로적 이슈가 존재하였다. 현재 전기차 캐즘으로 본업에 대한 시장의 우려가 존재하는 와중임에도 불구하고 비정상적으로 낮았던 동사의 이익체력은 개별적인 사유로 정상화될 수 있을 것이라 주장하는 현 상황과 유사하다고 사료된다. 상기 상황을 종합해보았을 때, 현재의 동사와 가장 유사한 상황을 공유하고 있다고 판단되기에 거버넌스에 새로운 개혁의 바람이 불기 시작한 17년을 Target으로 선정하기 충분하다. 또한, 25E ROE 9.8%를 상기 회귀분석 식에 적용시켰을 때, PBR 0.83x가 산출되므로 괴리율 역시 적다.

상기 논의를 모두 종합하여, 지배구조 개편과 주주환원정책의 원년이 될
2025E BPS 479,054원에 Target Multiple 0.81x를 적용한 TP 386,100원,
적정 투자의견 "Buy"를 제시한다.

Valuation - Historical PBR Method (2025E)

지배지분 기말자본 (백만 원)	43,286,880
발행주식 총수 (주)	90,359,068
2025E BPS (원)	479,054
Target PBR Multiple	0.81x
ROE (%)	9.8%
목표주가 (원)	386,100
현재주가 (원)	248,500
상승여력	55%

8. Appendix

8.1. BS & CF

현대모비스 연결재무상태표					현대모비스 연결현금흐름표				
(단위: 십억 원)	2021	2022	2023	2Q24	(단위: 십억 원)	2021	2022	2023	2Q24
자산	51,483	55,407	58,586	62,604	영업활동현금흐름	2,609	2,154	5,343	3,127
유동자산	23,552	25,660	25,565	27,009	영업에서 창출된 현금흐름	2,842	2,423	5,376	2,748
현금및현금성자산	4,156	4,088	5,079	6,195	이자의 수취	128	225	366	186
기타금융자산	6,685	5,643	4,123	4,478	이자의 지급	(34)	(57)	(122)	(50)
매출채권및기타채권	8,113	10,164	10,134	9,588	배당금의 수취	266	313	489	568
재고자산	4,275	5,267	5,512	6,044	법인세의 납부	(594)	(750)	(767)	(326)
기타유동자산	324	497	717	706	투자활동현금흐름	(1,953)	(1,604)	(2,541)	(1,993)
비유동자산	27,930	29,747	33,021	35,594	상각후원가측정금융자산의순감소(증가)	(428)	(34)	(188)	(519)
유형자산	9,131	9,371	10,481	11,268	당기손익 공정가치측정 금융자산 처분	2	0	0	1
무형자산	916	965	1,034	1,066	당기손익 공정가치측정 금융자산 취득	(4)	(2)	(1)	(1)
투자부동산	60	56	53	40	기타포괄손익 공정가치측정 금융자산의 처분	3	-	6	4
사용권자산	359	415	530	556	기타포괄손익 공정가치측정 금융자산의 취득	(9)	(168)	(0)	-
관계기업및공동기업투자주식	16,038	17,113	18,985	20,794	사업결합으로 인한 순현금유출	(149)	-	-	-
비유동금융자산	449	912	911	937	관계기업에 대한 투자자산의 처분	1	3	0	0
이연법인세자산	258	181	238	211	관계기업에 대한 투자자산의 취득	(460)	(227)	(488)	(735)
기타비유동자산	720	734	789	723	단기대여금및수취채권의 취득	(0)	(91)	-	-
부채	16,125	17,599	17,931	19,839	단기대여금의 감소	-	-	16	77
유동부채	10,077	11,476	12,053	12,582	장기대여금의 증가	(3)	(98)	(0)	1
매입채무및기타채무	6,369	7,622	7,742	7,797	유형자산의 처분	59	78	38	34
유동성장기부채및단기차입금	1,584	1,782	1,540	1,150	유형자산의 취득	(922)	(1,134)	(1,802)	(1,081)
유동성리스부채	91	102	125	140	무형자산의 처분	1	0	0	3
당기법인세부채	244	247	226	389	무형자산의 취득	(33)	(86)	(111)	(60)
유동성판매보증충당부채	960	879	1,206	1,292	보증금의 증가	(18)	(41)	(12)	14
기타 유동부채	829	846	1,214	1,814	사업양도로 인한 현금유입	-	-	-	251
비유동부채	6,048	6,123	5,878	7,258	정부보조금의 수취	-	-	-	18
사채및장기차입금	1,588	1,462	692	1,567	재무활동현금흐름	(962)	(638)	(1,889)	(219)
비유동성리스부채	248	297	393	408	리스부채의 상환	(104)	(133)	(160)	(86)
장기성판매보증충당부채	258	296	372	385	유동성장기부채및단기차입금의 차입	4,365	6,374	3,681	358
이연법인세부채	3,400	3,514	3,850	4,296	유동성장기부채및단기차입금의 상환	(5,156)	(6,413)	(4,930)	(842)
기타 비유동 부채	555	554	570	602	종속기업의 자본 변동	-	-	12	-
자본	35,357	37,808	40,655	42,764	장기차입금의차입	573	238	256	837
지배기업의 소유주에게 귀속되는 자본	35,273	37,799	40,634	42,730	장기차입금의상환	(97)	(92)	(78)	(7)
자본금	491	491	491	491	배당금지급	(464)	(368)	(367)	(316)
자본잉여금	1,399	1,362	1,363	1,363	자기주식의취득	(429)	(244)	(303)	(163)
자기주식	(867)	(568)	(682)	(682)	사채의발행	349	-	-	-
기타자본	(430)	(465)	(177)	602	외화환산으로인한현금및현금성자산의변동	(46)	(68)	991	201
이익잉여금(결손금)	34,679	36,979	39,640	40,956	현금및현금성자산의증가(감소)	261	21	79	1,115
비지배자본	84	8	21	35	기초현금및현금성자산	4,202	4,156	4,088	5,079
자본과부채총계	51,483	55,407	58,586	62,604	기말현금및현금성자산	4,156	4,088	5,079	6,195

8.2. 동사 PBR BAND(TTM)



8.3. 현기차 파워트레인별 판매량

현대차 파워트레인별 판매량								
(단위 : 대)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q	2Q	3Q
총 판매량 (대)	4,422,644	3,743,514	3,890,981	3,944,579	4,216,680	1,006,767	1,055,116	1,011,807
ICE 판매량	4,235,644	3,491,514	3,477,981	3,437,317	3,573,954	863,384	873,745	809,958
하이브리드 판매량	123,000	154,000	272,000	292,009	373,941	97,734	122,421	136,243
BEV 판매량	64,000	98,000	141,000	215,253	268,785	45,649	58,950	65,606
HEV+PHEV+BEV 비율	4.4%	7.2%	11.9%	14.8%	18.0%	16.6%	20.8%	24.9%
ICE 비율	95.6%	92.8%	88.1%	85.2%	82.0%	83.4%	79.2%	75.1%

기아차 파워트레인별 판매량								
(단위 : 대)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q	2Q	3Q
총 판매량 (대)	2,770,693	2,607,337	2,777,056	2,903,619	3,085,771	760,515	795,183	763,639
ICE 판매량	2,607,693	2,388,514	2,440,492	2,408,619	2,597,771	603,515	632,183	608,639
하이브리드 판매량	109,523	135,410	174,402	255,000	306,000	113,000	109,000	101,000
BEV 판매량	53,477	83,413	162,162	240,000	182,000	44,000	54,000	54,000
HEV+PHEV+BEV 비율	6.3%	9.2%	13.8%	20.6%	18.8%	26.0%	25.8%	25.5%
ICE 비율	93.7%	90.8%	86.2%	79.4%	81.2%	74.0%	74.2%	74.5%

8.4. 현기차 규격별 판매량

현대차 규격별 판매량									
(단위 : 대)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q	2Q	3Q	
규격별 판매량 (대)	4,422,644	3,743,514	3,890,981	3,944,579	4,216,680	1,006,767	1,055,116	1,011,807	
중소형 차량	소형 해치백	904,241	720,976	745,677	750,215	720,116	122,954	123,275	120,531
	준중형 세단	962,321	727,137	660,342	563,380	596,976	134,376	145,749	121,595
	중형 세단	400,104	397,643	300,594	238,930	279,905	45,016	87,601	71,547
대형 차량	대형 세단	77,115	89,174	92,719	101,128	88,932	20,849	21,162	18,167
	소형 SUV	111,778	145,907	212,973	242,191	331,329	86,884	84,695	81,142
	준중형 SUV	638,337	596,597	500,313	641,512	619,152	154,927	159,231	157,982
	중형 SUV	888,988	770,070	1,004,452	1,136,346	1,299,007	315,852	328,289	300,803
	대형 SUV	131,414	101,435	132,210	123,849	112,716	27,960	22,254	14,476
	기타(MPV+상용)	308,346	194,575	241,701	147,028	168,547	97,949	82,860	125,564

기아차 규격별 판매량									
(단위 : 대)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q	2Q	3Q	
규격별 판매량 (대)	2,770,693	2,607,337	2,777,056	2,903,619	3,085,771	760,515	795,183	763,639	
중소형 차량	소형 해치백	668,696	520,726	579,326	528,532	481,456	97,059	94,532	97,553
	준중형 세단	469,123	354,400	330,479	285,327	275,599	90,629	90,174	88,461
	중형 세단	267,046	258,967	263,981	252,607	244,440	44,108	45,776	52,492
대형 차량	대형 세단	38,700	30,182	28,163	20,963	14,126	662	807	615
	소형 SUV	271,450	232,313	275,263	299,687	294,480	73,950	74,734	73,153
	준중형 SUV	205,737	393,541	442,339	437,958	470,090	101,056	110,252	97,889
	중형 SUV	625,315	565,532	614,526	657,882	753,605	203,285	212,041	198,385
	대형 SUV	73,885	100,048	107,864	117,226	135,683	36,461	40,918	41,449
	기타(MPV+상용)	150,741	151,628	135,115	303,437	416,292	113,305	125,949	113,642

8.5. 영업외 손익 추정

기타손익 추정											
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2024E	2025E	2026E
기타손익	3	(109)	(2)	85	39	49	(129)	32	(9)	25	34
기타수익	243	258	482	351	94	96			364	399	371
외환차익	138	164	337	233	47	65			245	271	249
외화환산이익	9	16	36	13	21	7			22	24	20
잡이익	96	78	109	105	27	24			97	104	102
기타비용	241	367	484	266	55	48			372	374	337
외환차손	105	155	221	181	30	36			186	196	188
외화환산손실	18	37	83	25	9	1			49	52	42
기부금	21	24	19	26	7	10			23	22	24
기타	97	151	160	34	8	1			115	103	84

금융손익 추정											
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2024E	2025E	2026E
금융손익	19	107	66	203	120	86	88	88	382	250	295
금융수익	457	339	595	564	210	217	220	220	866	711	735
이자수익	169	132	179	247	96	105	108	108	417	317	350
배당금수익	1	1	2	16	16	4	4	4	28	15	20
외환차익	238	139	346	257	74	77	77	77	306	303	289
외화환산이익	38	56	44	0	20	28	28	28	105	50	52
금융자산관련손실	11	11	24	44	3	3	3	3	11	26	24
금융비용	439	232	529	361	90	131	132	132	485	462	440
이자비용	55	39	24	43	30	31	32	32	126	67	82
외환차손	276	155	449	302	46	51	51	51	198	317	273
외화환산손실	102	20	6	4	14	46	46	46	153	54	70
금융자산관련손실	6	19	51	12	0	2	2	2	7	23	14

이자수익 추정											
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2024E	2025E	2026E
기말 이자부자산	22,099	27,387	25,442	28,487	30,219	31,978	31,978	31,978	31,978	31,978	31,978
현금및현금성자산	4,202	4,156	4,088	5,079	5,743	6,195					
투자부동산	58	60	56	53	40	40					
유동금융자산	2,822	6,685	3,296	3,482	3,827	4,037					
관계기업및공동기업투자주식	14,518	16,038	17,113	18,985	19,697	20,794					
비유동금융자산	498	449	889	887	912	912					
평균 이자부자산	21,627	24,743	26,415	26,965	29,353	31,098	31,978	31,978	30,232	31,978	31,978
이자수익	169	132	179	247	96	105	108	108	417	317	350
유효이자율(%)	0.8%	0.5%	0.7%	0.9%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	1.4%	1.0%	1.1%

이자비용 추정											
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E	2026E
기말 이자부부채	3,290	3,511	3,643	2,751	3,003	3,264	3,264	3,264	3,264	3,264	3,264
유동성장기부채및단기차입금	1,859	1,584	1,782	1,540	1,426	1,150					
유동성리스부채	81	91	102	125	133	140					
사채 및 장기차입금	1,136	1,588	1,462	692	1,016	1,567					
비유동성리스부채	214	248	297	393	429	408					
평균 이자부부채	3,145	3,400	3,577	3,197	2,877	3,134	3,264	3,264	3,007	3,264	3,264
이자비용	55	39	24	43	30	31	32	32	126	67	82
유효이자율(%)	1.7%	1.1%	0.7%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	4.2%	2.1%	2.5%

8.6. 상각비 추정

유형자산 감가상각비 - CapEx 반영 전							
(단위: 십억 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
건물(20~40년)	120	120	120	120	120	120	120
구축물(20~40년)	15	15	15	15	15	15	15
기계장치(5~15년)	320	320	320	320	320	-	-
공구기구(3~5년)	164	164	164	-	-	-	-
집기비용(5년)	69	69	69	-	-	-	-
기타유형자산(5~15년)	11	11	11	11	11	11	11
합계	699	699	699	466	466	146	146

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

유형자산 CapEx 추정							
(단위: 십억 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
건물(20~40년)	11	11	11	11	11	11	11
구축물(20~40년)	2	2	2	2	2	2	2
기계장치(5~15년)	61	61	61	61	61	61	61
공구기구(3~5년)	121	121	121	121	121	121	121
집기비용(5년)	35	35	35	35	35	35	35
기타유형자산(5~15년)	15	15	15	15	15	15	15
건설중인자산	3,856	2,554	2,554	2,554	2,554	2,554	2,554
합계	231	231	231	231	231	231	231

건설중인자산 대체(건물, 구축물, 기계장치)							
(단위: 십억 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
기초	1,818	2,690	3,267	3,845	4,422	5,000	5,577
취득	3,856	2,554	2,554	2,554	2,554	2,554	2,554
대체	2,985	1,977	1,977	1,977	1,977	1,977	1,977
건물	570	377	377	377	377	377	377
구축물	82	54	54	54	54	54	54
기계장치	2,333	1,545	1,545	1,545	1,545	1,545	1,545
기말	2,690	3,267	3,845	4,422	5,000	5,577	6,154
합계	9,311	7,652	8,230	8,807	9,385	9,962	10,539

유형자산 감가상각비 - CapEx 반영 후			
(단위: 십억 원)	2024E	2025E	2026E
건물(20~40년)	141	135	135
구축물(20~40년)	34	27	27
기계장치(5~15년)	559	559	559
공구기구(3~5년)	194	194	194
집기비용(5년)	76	76	76
기타유형자산(5~15년)	13	13	13
합계	1,018	1,005	1,005

무형자산 감가상각비 - CapEx 반영 전							
(단위: 십억 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
개발비(5년)	12	12	12	12	12	12	12
소프트웨어(5년)	68	68	-	-	-	-	-
기타무형자산(5~10년)	3	3	3	3	3	3	3
합계	83	83	15	15	15	15	15

무형자산 CapEx 추정							
(단위: 십억 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
개발비(5년)	24	24	24	24	24	24	24
소프트웨어(5년)	27	27	27	27	27	27	27
기타무형자산(5~10년)	2	2	2	2	2	2	2
합계	54	54	54	54	54	54	54

무형자산 감가상각비 - CapEx 반영 후			
(단위: 십억 원)	2024E	2025E	2026E
개발비(5년)	17	17	17
소프트웨어(5년)	74	74	5
기타무형자산(5~10년)	3	3	3
합계	93	93	25

투자부동산 감가상각비 - CapEx 반영 후			
(단위: 십억 원)	2024E	2025E	2026E
건물(투자부동산)	2	2	2

감가상각비 추정							
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
상각비	850	836	898	926	1,111	1,098	1,030
유형자산 감가상각비					1,018	1,005	1,005
무형자산 감가상각비					93	93	25
투자부동산					2	2	2
% of sales	2.3%	2.0%	1.7%	1.6%	1.9%	1.8%	1.6%

8.7. 법인세비용 추정

법인세비용 추정							
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
세전순이익	2,118	3,195	3,363	4,445	5,259	5,423	6,157
법인세비용	591	832	875	1,022	1,289	1,329	1,509
유효법인세율(%)	27.9%	26.0%	26.0%	23.0%	24.5%	24.5%	24.5%

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.