

자동차/부품

자동차/부품

이현수



02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

종목	투자 의견	목표주가 (원)
현대차	BUY (M)	330,000 (M)
기아	BUY (M)	140,000 (M)
현대모비스	BUY (I)	330,000 (I)
한온시스템	HOLD (I)	10,000 (I)
HL 만도	BUY (I)	73,000 (I)

완성차와 달랐던 부품업체, 이제는 같이

I. 완성차, Peak out 우려는 안고 가야 할 속제

물량, 수익성 지켜주는 역할 할 것

현대차는 2018년 OPM 2.5%를 저점으로 4년 연속, 기아는 2017년 OPM 1.2%를 저점으로 5년 연속 OPM 상승(2019, 2020, 2022년 품질 비용 제외). 영업이익은 양사 모두 2020년 대비 2021년 100% 이상 증가, 2021년 대비 2022년 40% 이상 증가하여 2020년 대비 2022년 영업이익은 현대차 310%, 기아 250% 확대. 2021년과 2022년 각각 영업이익 개선에 가장 큰 영향을 미쳤던 요인은 환율 제외 시 Mix 등(Mix, 가격, 인센티브)으로 파악. 2021~2022년 누적 기준으로는 환율보다 Mix 등의 개선이 영업이익 증가에 가장 큰 영향을 미쳤던 것으로 관측.

하지만 분기 기준으로는 4Q22부터 변화 감지. 4Q22~1Q23 영업이익 개선에 영향을 미친 요인 중 '물량'이 차지하는 비중 확대. 2020~2021년 부품 공급 이슈 등으로 인해 완성차 생산이 차질을 빚으며 신차 판매단가 상승과 인센티브 하락 진행. 그러나 2022년 들어 생산이 정상화 국면을 찾아가며 하반기부터 신차 판매가격 정체와 인센티브 상승 보이고 있어. 기저 효과에 따른 부정적 영향이 2023년 하반기부터 일부 나타날 것으로 예상되나 현대차와 기아 하반기 분기별 판매대수는 yoy 8~13% 증가할 것으로 전망되고 2024년 역시 yoy 5% 수준의 판매 확대가 추정되는 바 물량 효과가 수익성을 지켜줄 것으로 판단.

II. 부품업체, 외형 성장과 내실 강화 가능하다

완성차 판매 증가는 곧 부품업체 외형 성장과 직결

2020년을 저점으로 세계 자동차 생산은 2년 연속 증가했고 2022년 판매는 2020년보다 높은 수준을 기록했지만 2019년 수준에는 한참 미치지 못해. 이는 2022년까지도 부품 공급 이슈가 상존했던 가운데 러-우 전쟁이 자동차 생산과 판매에 모두 악영향을 미쳤기 때문으로 추정. 아직 러-우 전쟁이 끝나지는 않았지만 이 영향은 이미 2022년 상반기부터 반영되어 왔고 부품 공급은 올해에 이어 내년까지 추가적인 완화가 가능할 것으로 예상. 2023년 상반기 글로벌 주요 완성차 OEM 판매대수가 전년동기대비 증가한 가운데 당사는 2023~2024년 세계 자동차 판매대수가 전년대비 각각 5.0%, 4.4% 증가할 것으로 전망.

2023년 하반기, 원가 부담 완화되는 시기 도래

2021~2022년 국내 주요 자동차 부품업체 매출액은 크게 확대. 하지만 비용(원재료비, 물류비 등)이 더 크게 증가하며 오히려 영업이익률은 역행. 2013~2020년 4%를 하회하던 세계 인플레이션 증가율은 2021년 4.7%, 2022년 8.7%를 기록. 철강 및 알루미늄 등 주요 소재 가격이 급등함에 따라 원재료비 부담 증가. 물류비 역시 2021~2022년 선박 등 운송수단 수급 불균형에 따라 운임이 가파르게 상승한 영향 받아. 하지만 2022년 하반기부터 주요 소재와 운임이 하락하며 2023년 상반기 그 효과가 일부 나타나기 시작했으며 하반기는 상반기 대비 추가적으로 원가 부담이 완화될 것으로 판단.

I. 완성차, Peak out 우려는 안고 가야 할 속제

1. 물량, 수익성 지켜주는 역할 할 것

현 시점에서 현대차(005380)와 기아(000270)에 대해 가져볼 수 있는 의문 중에 하나는 다음과 같을 것이다.

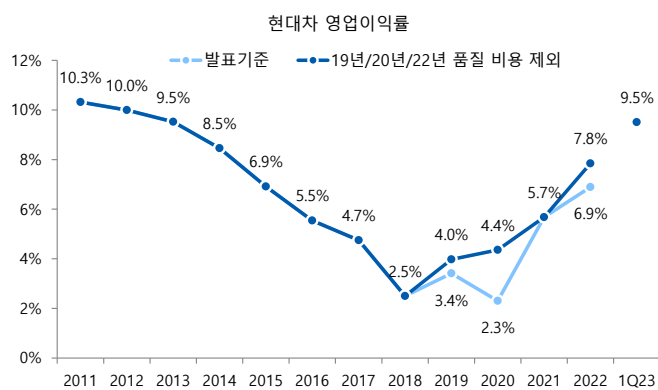
'수익성(영업이익 또는 OPM)을 추가적으로 개선시킬 수 있는지? 혹은 유지할 수 있는지?'

양사 모두 2019년 이후 세타2 GDI 엔진 등 관련 품질 비용 이슈가 총 3년(2019년, 2020년, 2022년)에 걸쳐 발생했으며 이 중 2019년을 제외한 2020년과 2022년은 각각 기업별로 1조원 이상의 품질 비용이 반영됐다.

현대차는 2018년 OPM 2.5%를 저점으로 4년 연속 상승하여 2022년 7.8%(품질 비용 제외)를, 기아는 2017년 OPM 1.2%를 저점으로 5년 연속 상승하여 2022년 10.1%(품질 비용 제외)를 기록했다. 현대차는 2015년 이후 최고치를, 기아는 2011년 이후 최고치를 달성했다.

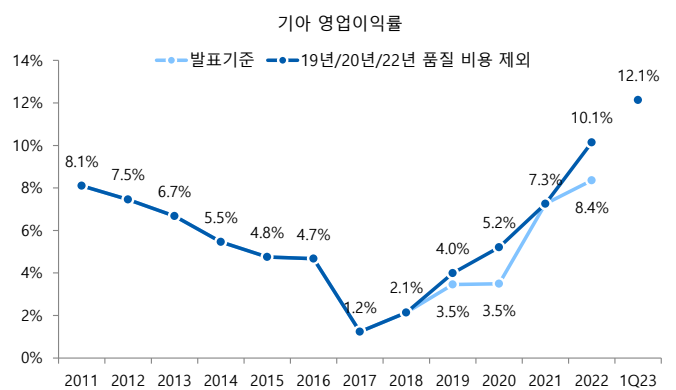
1Q23은 현대차와 기아가 각각 9.5%, 12.1% OPM을 나타냈으며 현대차의 경우 차량 부문 OPM은 10.0%를 기록했다.

[그림-1] 현대차 영업이익률



자료: 현대차

[그림-2] 기아 영업이익률

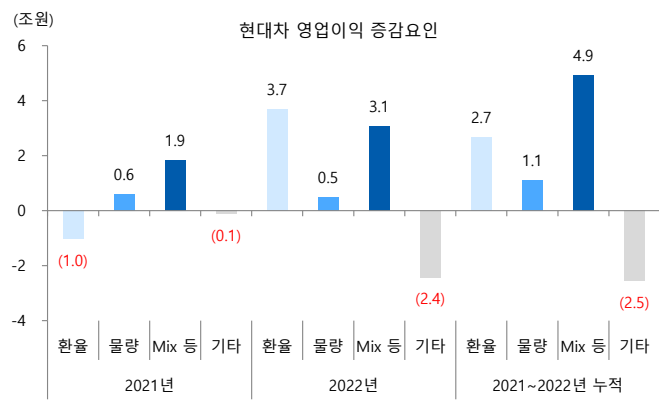


자료: 기아

물론 품질 비용 외에도 각 연도마다 영향을 미친 일회성 요인들이 존재하지만 이를 차치하고 살펴보면 2019년 양사 모두 4.0%(품질 비용 제외)였던 OPM이 COVID-19 영향이 가장 컸던 2020년에도 개선됐으며 2021~2022년은 상당히 큰 폭의 상승세를 나타냈다.

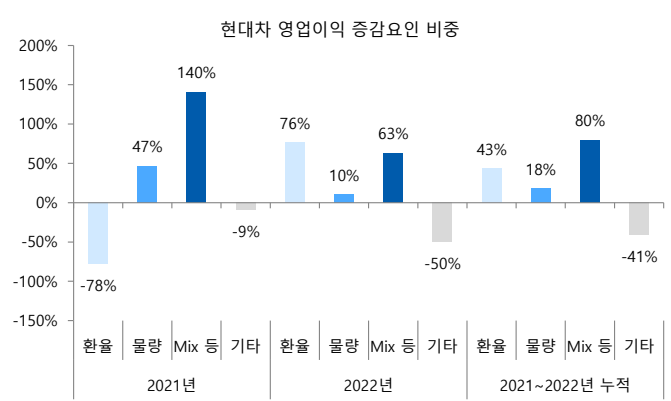
2021~2022년 영업이익 증가 및 OPM 개선이 어디서 나타났는지는 양사가 발표한 자료를 통해 확인 가능하다.

[그림-3] 현대차 영업이익 증감요인(전년대비) - 2021~2022년



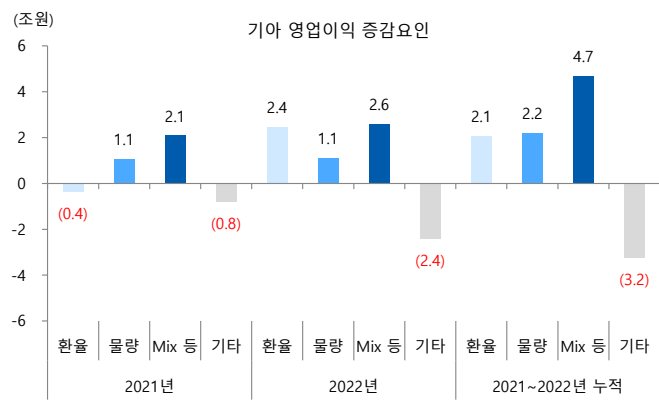
자료: 현대차, 주: 20년, 22년 품질 비용 제외 후 계산

[그림-4] 현대차 영업이익 증감요인(전년대비) 비중 - 2021~2022년



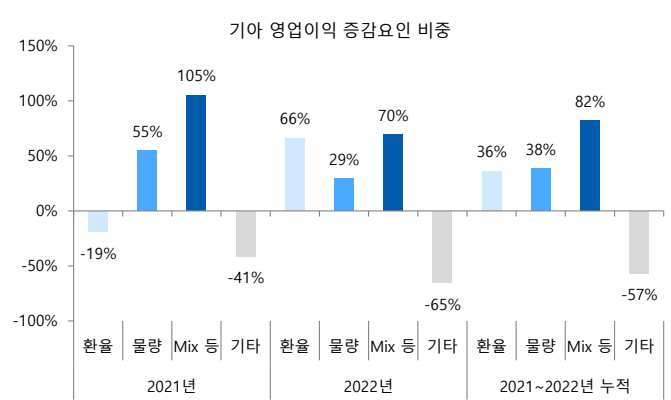
자료: 현대차, 주: 20년, 22년 품질 비용 제외 후 계산

[그림-5] 기아 영업이익 증감요인(전년대비) - 2021~2022년



자료: 기아, 주: 20년, 22년 품질 비용 제외 후 계산

[그림-6] 기아 영업이익 증감요인(전년대비) 비중 - 2021~2022년



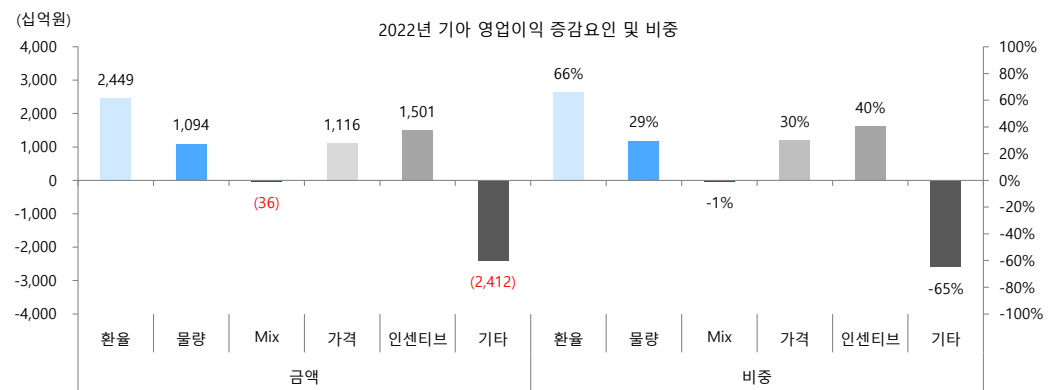
자료: 기아, 주: 20년, 22년 품질 비용 제외 후 계산

현대차와 기아 양사 모두 2021년 영업이익 증가에 가장 큰 영향을 미쳤던 요인은 Mix 등이었으며 2022년의 경우 현대차는 환율, 기아는 Mix 등이었다.

2021~2022년 누적으로는 양사 모두 Mix 등이 영업이익 증감에 가장 큰 영향을 미쳤던 것으로 파악된다. Mix 등에 포함된 세부 항목은 ①Mix, ②가격, ③인센티브이다. Mix라고 하는 부분은 차종별 그리고 지역별 Mix를 반영한 것으로 추정된다.

2022년 기준 기아 영업이익 증감요인 및 비중을 살펴보면 'Mix 등'에서 가격과 인센티브가 차지하는 부분이 대부분인 것을 확인할 수 있다. 현대차의 경우 세부 항목까지는 파악이 어려우나 기아와 유사했을 것이라 판단된다.

[그림-7] 2022년 기아 영업이익 증감요인(전년대비) 및 비중



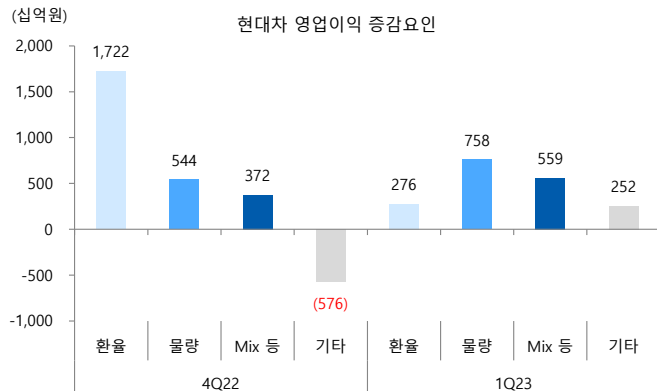
자료: 기아, 주: 22년 품질 비용 제외 후 계산

앞서 살펴본 바와 같이 2021~2022년 현대차와 기아의 영업이익 개선의 주축이 됐던 것은 '가격'과 '인센티브'라고 할 수 있다. 그러나 2022년 하반기부터 변화가 감지되고 있다.

현대차는 4Q22~1Q23 영업이익 증감요인에서 물량 효과가 Mix 등이 미친 영향보다 더 크게 나타나고 있으며 기아는 Mix 등에서 발생한 영업이익 증가 효과가 물량 효과보다 더 크게 파악되지만 그 수준은 유사하게 나타나고 있다.

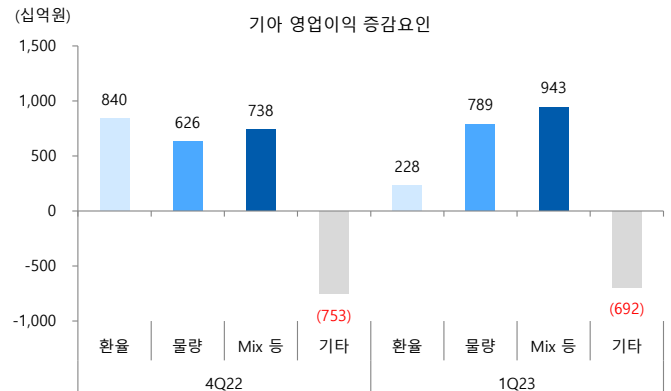
현대차와 기아 모두 2023년은 1Q 뿐만 아니라 남은 분기에도 판매량이 전년동기대비 증가하며 영업이익에 긍정적 영향을 미칠 것으로 판단된다.

[그림-8] 현대차 영업이익 증감요인(전년동기대비) - 4Q22~1Q23



자료: 현대차

[그림-9] 기아 영업이익 증감요인(전년동기대비) - 4Q22~1Q23

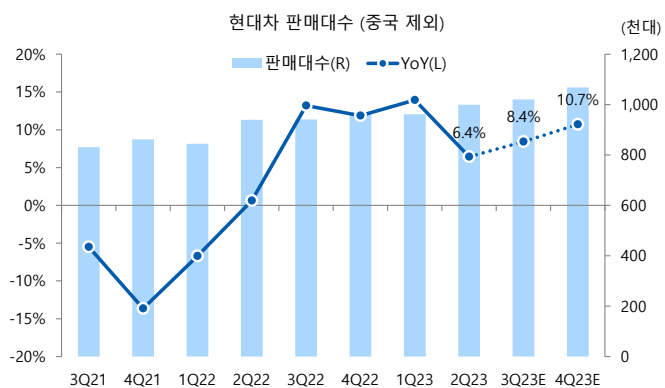


자료: 기아

2023년 상반기 현대차 판매대수(중국 제외)는 196만대로 yoy +10% 증가했으며 기아 판매대수(중국 제외)는 154만대로 yoy +12% 증가했다. 하반기 판매대수(중국 제외)는 상반기와 마찬가지로 현대차와 기아가 각각 yoy +10%, yoy +12% 증가할 것으로 추정된다.

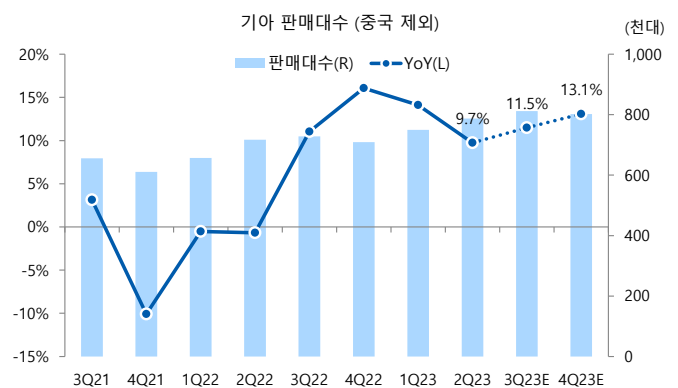
그 결과 2023년 현대차와 기아 판매대수(중국 제외)는 전년대비 각각 yoy +10%, yoy +12% 증가한 405만대(중국 포함 433만대)와 315만대(중국 포함 323만대)가 될 것으로 예상된다.

[그림-10] 현대차 판매대수 (중국 제외) - 분기



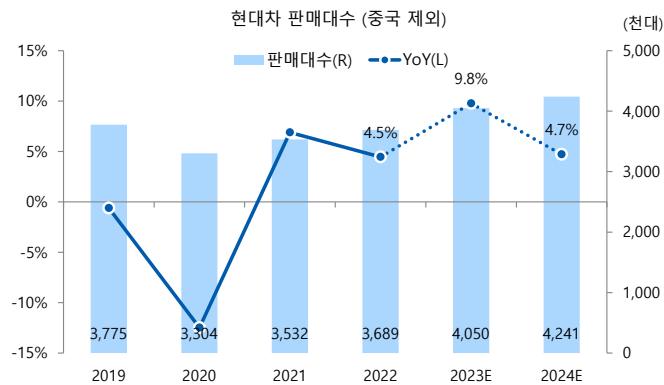
자료: 현대차, 유안타증권 추정

[그림-11] 기아 판매대수 (중국 제외) - 분기



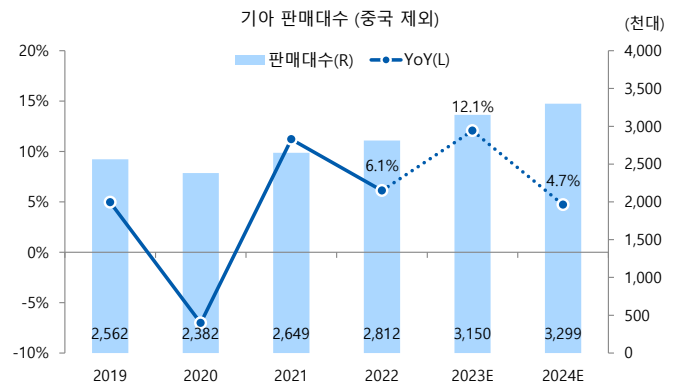
자료: 기아, 유안타증권 추정

[그림-12] 현대차 판매대수 (중국 제외) - 연간



자료: 현대차, 유안타증권 추정

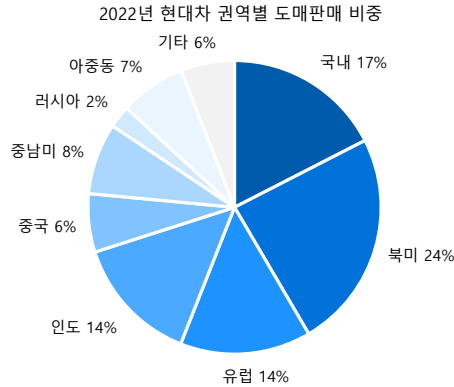
[그림-13] 기아 판매대수 (중국 제외) - 연간



자료: 기아, 유안타증권 추정

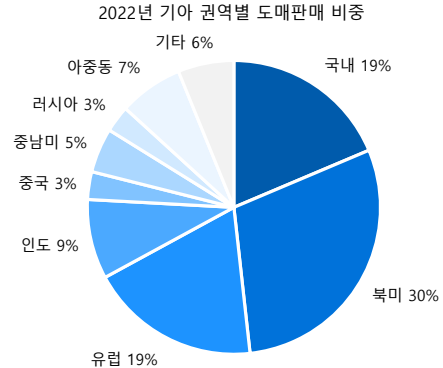
2022년 기준 양사 모두 주요 권역 중에 가장 많은 판매대수를 기록한 곳은 북미 권역이며 단일국가로는 미국이었다.

[그림-14] 2022년 현대차 권역 도매판매 비중



자료: 현대차

[그림-15] 2022년 기아 권역 도매판매 비중



자료: 기아

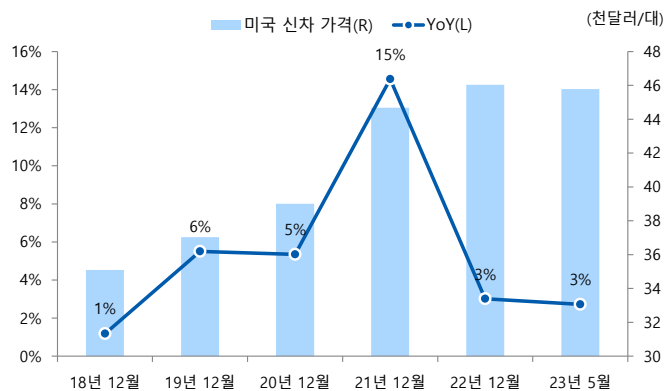
현대차와 기아는 각각 2022년 북미 권역에서 전체 판매의 24%와 30%를 기록했으며 미국의 비중은 20%와 24%였다.

권역별 영업이익 비중은 파악이 어려우나 판매 비중 및 가격 그리고 인센티브 등을 고려할 때 북미 지역의 비중이 가장 높았을 것으로 추정된다.

미국 신차 ASP(산업평균)는 2021~2022년 각각 전년대비 약 +10% 상승했으며 연도별 기말 가격 기준으로는 2021년 12월 가격이 전년동기대비 +15% 상승했다.

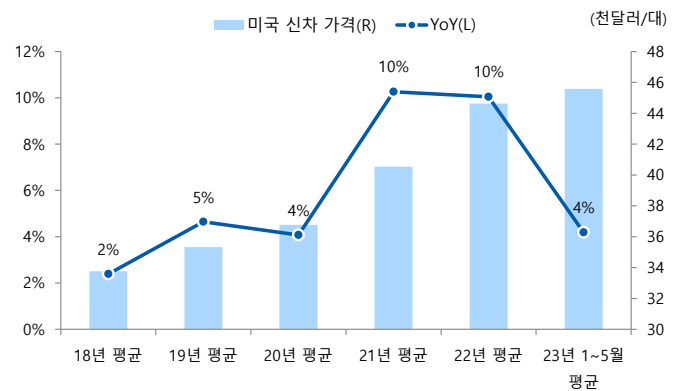
2023년 1~5월 가격 역시 전년 같은 기간대비 +4% 상승하고 있으나 상승 폭은 지난 2년(2021~2022년) 대비 낮은 수준을 나타내고 있다.

[그림-16] 미국 신차 가격 - 매년 12월 가격 기준



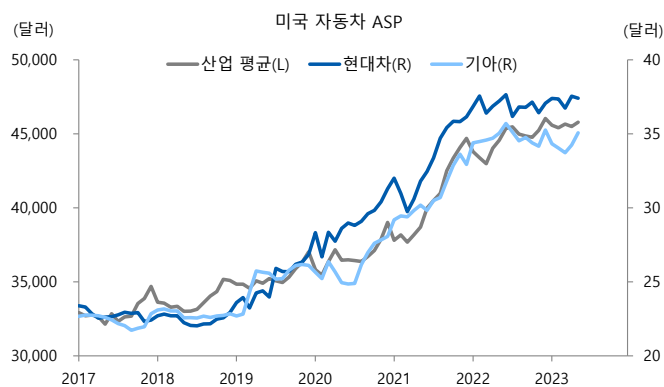
자료: TrueCar, 주: 증감률은 각 연도별 12월 가격 기준, 2023년은 전년동월 대비

[그림-17] 미국 신차 가격 - 매년 평균 가격 기준



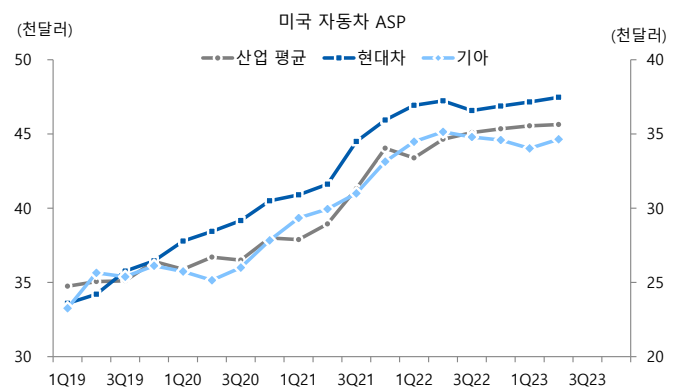
자료: TrueCar, 주: 증감률은 각 연도별 평균 가격 기준, 2023년은 전년 같은 기간대비

[그림-18] 미국 신차 가격 - 월 기준



자료: TrueCar

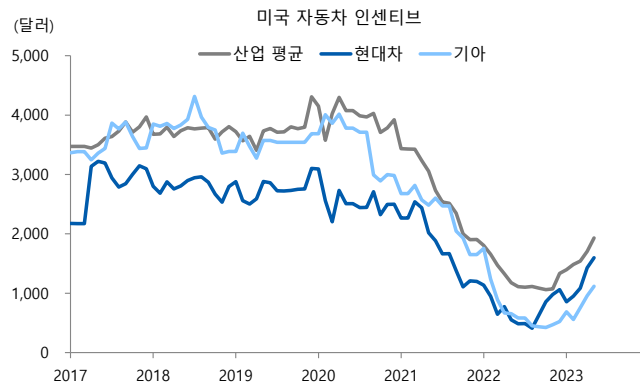
[그림-19] 미국 신차 가격 - 분기 평균 기준



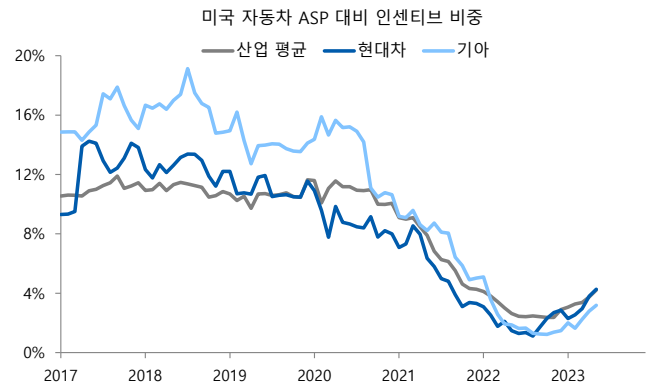
자료: TrueCar

2021~2022년 상반기 미국 시장 내 인센티브는 급락하며 완성차 업체들의 매출액 및 영업이익의 증가에 큰 기여를 했다. 그러나 2022년 하반기부터 개선된 완성차 공급 상황은 다시금 서서히 경쟁을 해야 하는 국면을 만들어냈으며 이는 인센티브 상승으로 이어지고 있다.

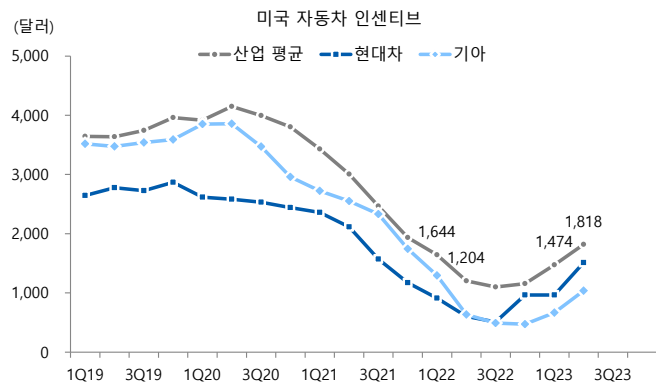
[그림-20] 미국 자동차 인센티브



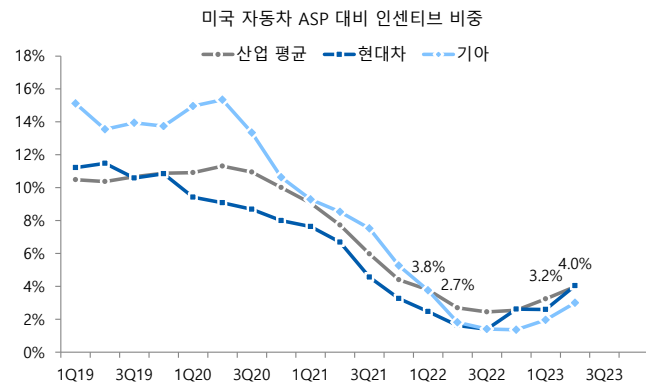
[그림-21] 미국 자동차 ASP 대비 인센티브 비중



[그림-22] 미국 자동차 인센티브 - 분기 평균



[그림-23] 미국 자동차 ASP 대비 인센티브 비중 - 분기 평균



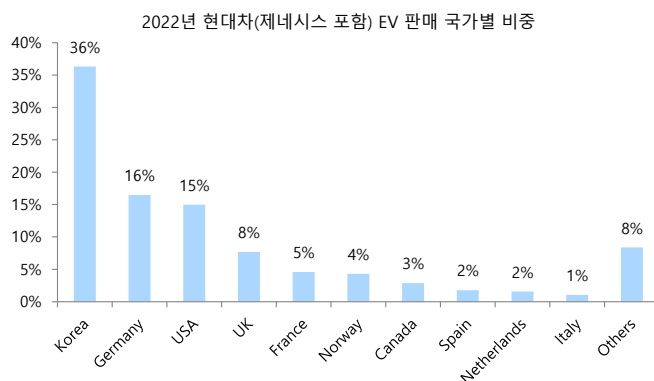
2021~2022년까지 현대차와 기아의 영업이익의 증가를 이끌었던 '가격'과 '인센티브'의 긍정적 영향은 2023년 하반기로 갈수록 그 힘이 약해질 가능성이 높다.

결국 회복되는 '판매량'의 긍정적인 영향과 정체된 '가격' 그리고 상승하는 '인센티브'의 부정적인 영향이라는 힘의 싸움이 방향성을 만들어 낼 것으로 예상된다.

2. 더욱 치열해지는 EV 시장

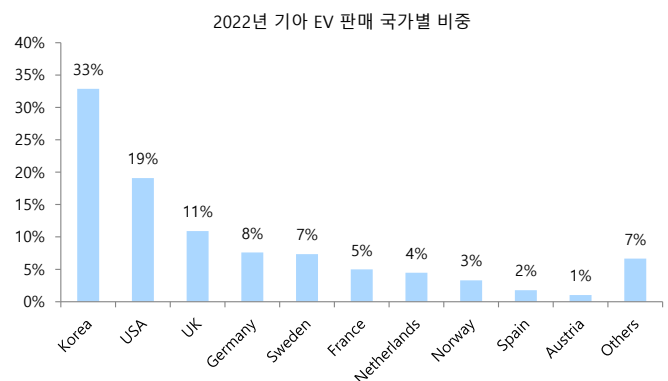
앞서 살펴본 현대차와 기아의 2022년 권역별 도매판매에서 국내가 차지하는 비중은 양사 모두 20%를 하회(현대차 17%, 기아 19%)한다. 그러나 전기차(EV) 판매에 있어서는 양사 모두 국내 판매 비중이 30%를 상회하는 것으로 나타난다.

[그림-24] 2022년 현대차 EV 판매 국가별 비중



자료: Marklines, 주: 회사 발표치와 상이할 수 있음

[그림-25] 2022년 기아 EV 판매 국가별 비중



자료: Marklines, 주: 회사 발표치와 상이할 수 있음

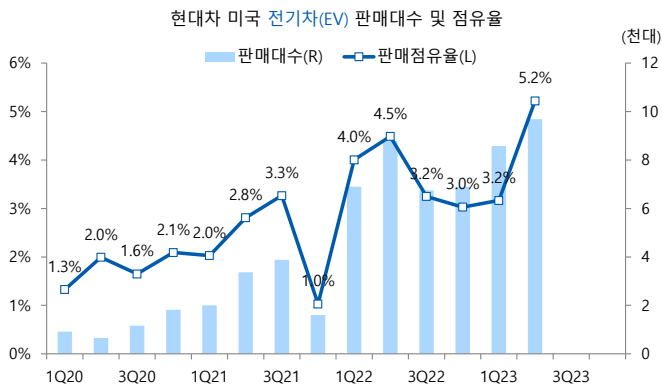
양사 모두 국내 시장에서 압도적인 시장점유율을 기반으로 전기차 역시 빠르게 판매를 늘려 나가고 있는 모습이다. 국내를 제외할 경우 전기차를 판매하는 주요 국가는 미국을 비롯하여 유럽 국가들이 대부분인 것을 확인할 수 있다.

타 지역 대비 상대적으로 전체 자동차 판매에서 전기차 판매 비중이 높은 유럽 지역과 단일 국가로는 중국 다음으로 가장 많은 자동차가 판매되는 미국에서의 전기차 판매 확대는 현대차와 기아 모두 꼭 필요한 과제라 할 수 있다.

2018년까지 0%대에 머물던 현대차의 미국 전기차 시장 점유율은 2019년부터 상승하기 시작했으며 2022년 아이오닉5 판매에 힘입어 점유율이 4%를 돌파했다. 2022년 하반기 신차 효과 감소 및 IRA 우려가 부각되며 점유율이 다시 3% 초반까지 하락했으나 전조한 아이오닉5 판매와 아이오닉6 판매 개시 효과로 2Q23(4~5월) 점유율은 5%를 넘어섰다.

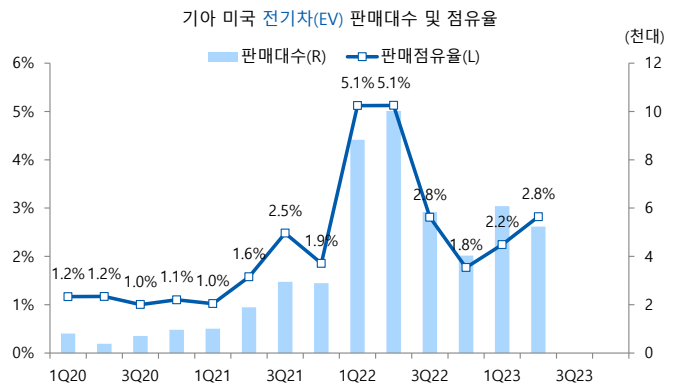
기아 역시 2020년대 1% 초반에 그쳤던 미국 전기차 시장 점유율이 2022년 EV6 판매 효과로 인해 급등하며 2022년 상반기 점유율이 5%를 상회했다. 현대차와 마찬가지로 2022년 하반기는 신차 효과 감소 및 IRA 우려로 점유율이 하락했으나 EV6와 니로 판매가 전조하게 유지되며 4Q22를 저점으로 2023년 상반기 점유율이 회복된 모습이다.

[그림-26] 현대차(제네시스 포함) 미국 전기차(EV) 판매대수 및 점유율



자료: Marklines, 주: 회사 발표치와 상이할 수 있음. 2Q23 판매대수 및 점유율은 4~5 월 기준

[그림-27] 기아 미국 전기차(EV) 판매대수 및 점유율



자료: Marklines, 주: 회사 발표치와 상이할 수 있음. 2Q23 판매대수 및 점유율은 4~5 월 기준

[표-1] 미국 주요 완성차 OEM 메이커 전기차 시장점유율

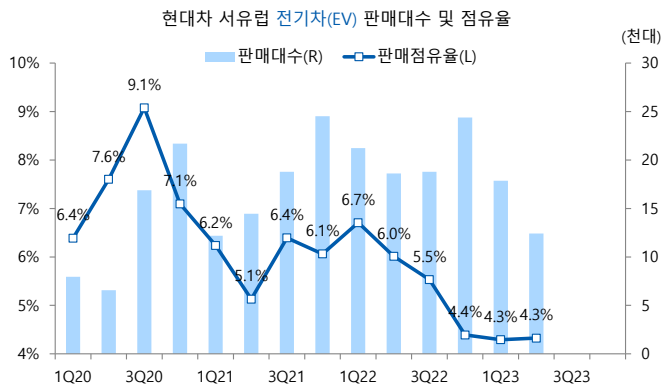
	By Maker	1Q22	By Maker	2Q22	By Maker	3Q22	By Maker	4Q22	By Maker	1Q23	By Maker	2Q23
1	Tesla	75.3%	Tesla	66.5%	Tesla	63.1%	Tesla	57.7%	Tesla	63.9%	Tesla	60.7%
2	Kia	5.1%	Ford	7.8%	Ford	8.8%	Ford	8.9%	Chevrolet	7.3%	Hyundai	5.2%
3	Ford	4.5%	Kia	5.1%	Chevrolet	7.1%	Chevrolet	7.1%	Ford	4.0%	Ford	4.8%
4	Hyundai	4.0%	Hyundai	4.5%	VW	3.2%	VW	4.1%	VW	3.6%	Chevrolet	4.6%
5	Nissan	2.5%	Chevrolet	3.6%	Hyundai	3.2%	BMW	3.8%	Rivian	2.9%	BMW	3.8%
6	Audi	1.9%	Audi	2.4%	Kia	2.8%	Rivian	3.2%	Hyundai	3.2%	Mercedes-Benz	3.2%
7	VW	1.6%	Nissan	1.7%	Rivian	2.5%	Hyundai	3.0%	BMW	2.3%	Rivian	3.0%
8	Mercedes-Benz	1.2%	Volvo Cars	1.3%	Audi	1.9%	Audi	1.9%	Kia	2.2%	Kia	2.8%
9	Porsche	0.9%	Rivian	1.2%	BMW	1.5%	Kia	1.8%	Nissan	1.9%	VW	2.1%
10	Polestar	0.9%	Polestar	1.1%	Polestar	1.4%	Mercedes-Benz	1.7%	Mercedes-Benz	1.9%	Audi	1.8%
11	Volvo Cars	0.5%	Porsche	1.1%	Porsche	1.0%	Nissan	1.5%	Audi	1.6%	Nissan	1.6%
12	Rivian	0.4%	Mercedes-Benz	1.0%	Mercedes-Benz	1.0%	Volvo Cars	1.3%	Polestar	1.2%	Volvo Cars	1.5%

자료: Marklines, 주: 회사 발표치와 상이할 수 있음. 2Q23 판매대수 및 점유율은 4~5 월 기준. 현대차는 제네시스 포함

서유럽 전기차 시장은 2022년 하반기부터 현지 완성차 OEM의 전기차 점유율이 확대되며 경쟁이 치열해지고 있는 모습이다. 내연기관차를 비롯하여 전기차 역시 2022년부터 반도체 등 부품 공급이 완화되며 현지 완성차 OEM의 생산이 정상화되는 과정에서 현대차와 기아의 전기차 점유율도 소폭 낮아진 것으로 판단된다.

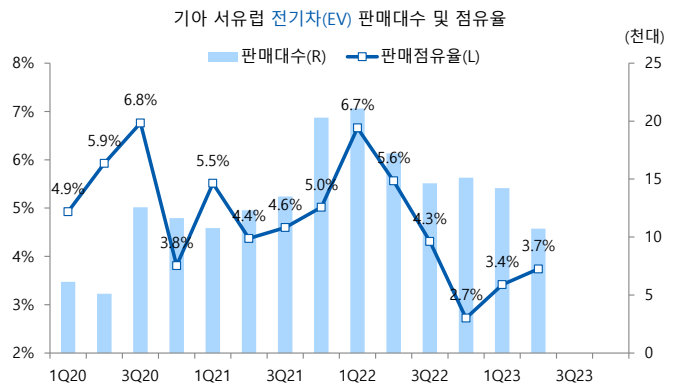
하지만 현대차는 1Q23부터 아이오닉6가 판매되기 시작하며 2Q22 이후 이어진 시장 점유율 하락을 1Q23부터 방어하고 있는 것으로 파악된다. 기아 역시 1Q23 3.4%의 서유럽 전기차 점유율을 보였으나 2Q23(4~5월)은 다시 회복(3.7%)되는 모습을 나타내고 있다.

[그림-28] 현대차(제네시스 포함) 서유럽 전기차(EV) 판매대수 및 점유율



자료: Marklines, 주: 회사 발표치와 상이할 수 있음. 2Q23 판매대수 및 점유율은 4~5 월 기준

[그림-29] 기아 서유럽 전기차(EV) 판매대수 및 점유율



자료: Marklines, 주: 회사 발표치와 상이할 수 있음. 2Q23 판매대수 및 점유율은 4~5 월 기준

[표-2] 서유럽 주요 완성차 OEM 메이커 전기차 시장점유율

	By Maker	1Q22	By Maker	2Q22	By Maker	3Q22	By Maker	4Q22	By Maker	1Q23	By Maker	2Q23
1	Tesla	18.4%	VW	8.9%	Tesla	15.3%	Tesla	16.6%	Tesla	21.9%	Tesla	14.4%
2	VW	7.1%	Tesla	8.3%	VW	11.0%	VW	13.0%	VW	9.9%	VW	11.9%
3	Hyundai	6.7%	Renault	7.4%	Renault	6.5%	Renault	5.8%	Audi	5.5%	BMW	6.1%
4	Kia	6.7%	Peugeot	6.4%	Hyundai	5.5%	BMW	5.6%	Peugeot	5.0%	MG	6.1%
5	Audi	5.8%	Fiat	6.2%	BMW	5.4%	Audi	5.1%	Mercedes-Benz	5.0%	Mercedes-Benz	5.2%
6	Peugeot	5.6%	Hyundai	6.0%	Peugeot	5.4%	Mercedes-Benz	4.9%	MG	4.9%	Audi	5.1%
7	Renault	5.5%	Audi	5.6%	Mercedes-Benz	5.4%	Volvo Cars	4.5%	BMW	4.7%	Peugeot	4.7%
8	BMW	5.3%	Kia	5.6%	Audi	4.9%	Hyundai	4.4%	Renault	4.6%	Hyundai	4.3%
9	Mercedes-Benz	4.9%	BMW	5.4%	Kia	4.3%	Peugeot	4.0%	Hyundai	4.3%	Volvo Cars	4.1%
10	Fiat	4.1%	Mercedes-Benz	5.0%	Fiat	4.1%	MG	3.8%	Volvo Cars	4.1%	Renault	3.9%
11	MINI	2.7%	Skoda	3.9%	Skoda	3.9%	Fiat	3.6%	Kia	3.4%	Kia	3.7%
12	Opel	2.7%	Opel	3.4%	MG	3.6%	Opel	3.0%	Fiat	3.2%	Skoda	3.7%

자료: Marklines, 주: 회사 발표치와 상이할 수 있음. 2Q23 판매대수 및 점유율은 4~5 월 기준. 현대차는 제네시스 포함

현대차와 기아 양사 모두 2023년 CEO Investor Day에서 향후 미국 및 유럽에서 전기차 현지 생산을 확대하겠다는 뜻을 밝혔으며 차종 역시 다양화 하며 볼륨 차종을 통해 미국 및 유럽에서 강화되고 있는 보호무역주의에 대응할 뜻을 내비쳤다.

단기적으로 각 지역의 정책과 경쟁사들의 적극적인 대응에 따라 주요 지역내 전기차 시장점유율이 등락을 반복할 수는 있을 것으로 사료되나 중장기적으로 양사가 계획하고 있는 국내 및 해외 전기차 생산 전용 공장의 투자가 진행되는 과정에서 주요 지역에서 전기차 판매 확대는 지속 가능할 것으로 판단된다.

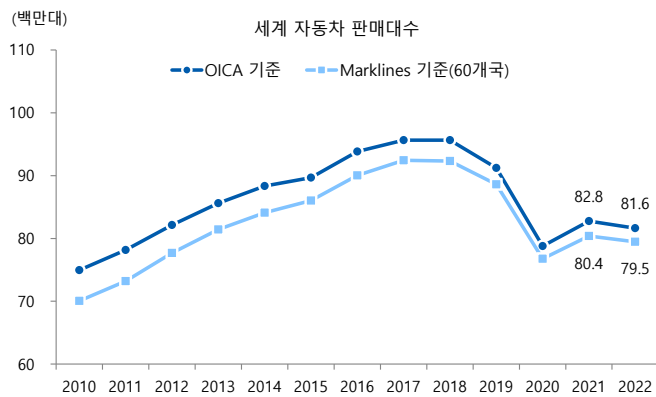
II. 부품업체, 외형 성장과 내실 강화 가능하다

1. 완성차 판매 증가는 곧 부품업체 외형 성장과 직결

세계 자동차 판매대수는 발표하는 기관에 따라 다소 차이가 있지만 2021년 대비 2022년 판매대수가 약 -1% 가량 감소한 것으로 나타나며 승용차(PC)와 상용차(CV)로 구분할 경우 승용차는 증가, 상용차는 감소한 것으로 파악된다.

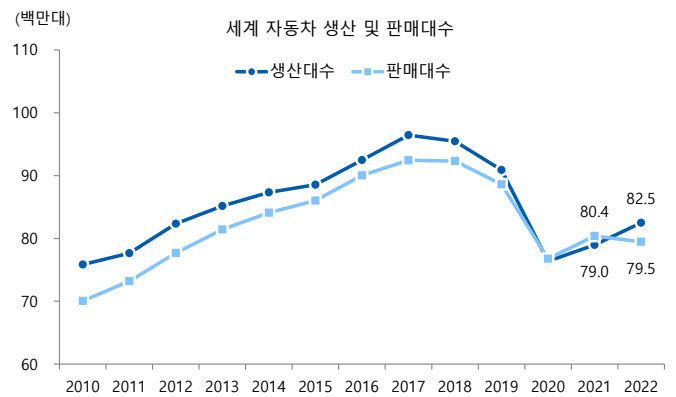
2020년 COVID-19 여파로 반도체 등 부품 공급에 차질을 빚었던 완성차 업체는 2021년 판매가 회복되고 2021~2022년 생산이 증가했으나 여전히 2019년 수준에는 다다르지 못하고 있는 상태이다.

[그림-30] 세계 자동차 판매대수



자료: OICA, Marklines

[그림-31] 세계 자동차 생산 및 판매대수



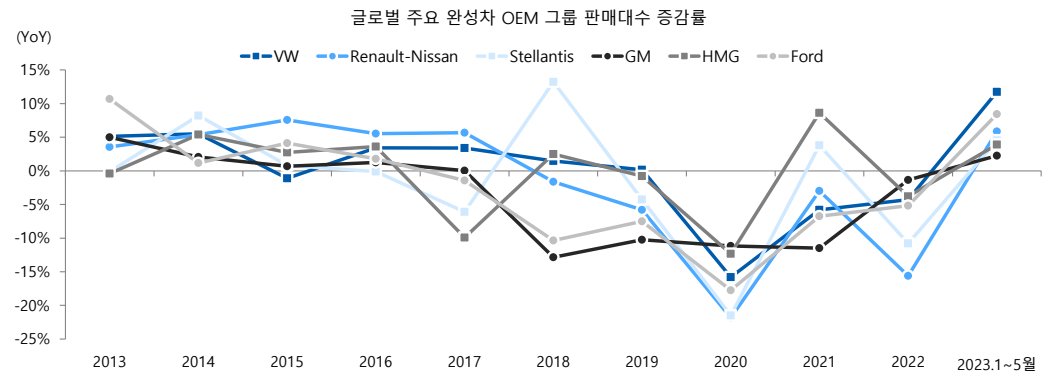
자료: Marklines, 주: 생산은 39 개국, 판매는 60 개국 기준

향후 경기 상황에 따라 회복 속도가 달라질 수 있겠으나 우상향의 방향성을 2023~2024년 이어갈 것으로 판단된다.

부품 공급 차질이 상당부분 정상화 됐음에도 불구하고 여전히 일부 부품의 경우 공급이 타이트한 것으로 알려지고 있으며 완성차 수급 차원에서도 2019년과 비교했을 시 수요가 공급을 넘어서고 있는 것으로 추정된다.

2022년 글로벌 주요 완성차 OEM 그룹 판매대수는 전년대비 감소(현대차, 기아 판매대수는 회사측 발표 기준으로는 증가)한 것으로 파악된다. 하지만 2023년 1~5월 기준 판매대수는 현대차그룹을 비롯하여 VW 등 주요 완성차 OEM 그룹 판매대수가 전년 같은 기간 대비 증가한 것으로 관측된다.

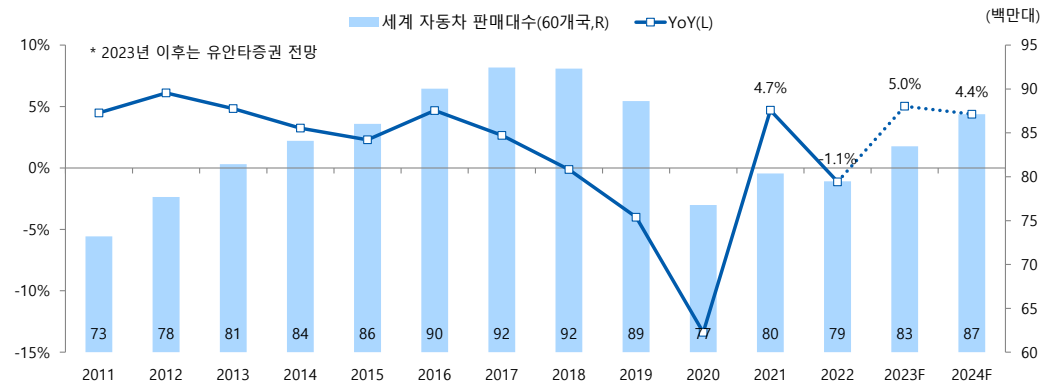
[그림-32] 글로벌 주요 완성차 OEM 그룹 판매대수 증감률



자료: Marklines, 주: 각 사가 직접 발표한 수치와 상이할 수 있음, 2023.1~5 월은 전년 같은 기간 대비 비교

당사는 글로벌 완성차 OEM의 생산 차질이 2023년에 이어 2024년까지 추가적으로 개선될 여지가 있다고 판단하고 IMF가 전망한 세계 GDP 성장률을 반영하여 2023~2024년 세계 자동차 판매대수가 전년대비 각각 +5.0%, +4.4% 증가할 것으로 전망한다.

[그림-33] 세계 자동차 판매대수 전망

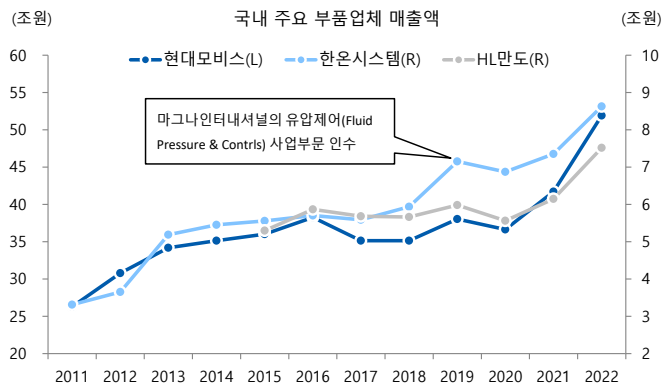


자료: 유안타증권 전망, 주: 2022년까지는 Marklines 발표 기준(60 개국)

2. 2023년 하반기, 원가 부담 완화되는 시기 도래

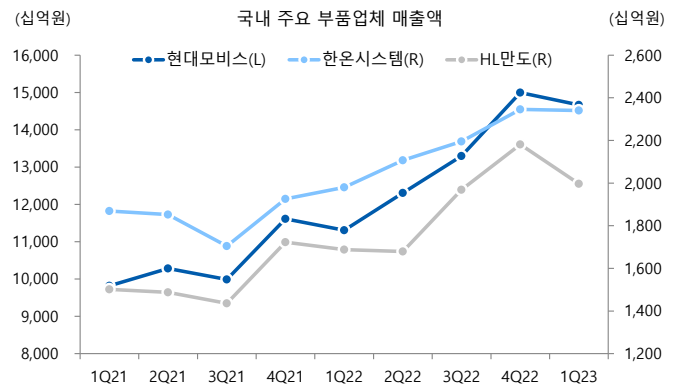
국내 주요 자동차 부품업체인 현대모비스(012330), 한온시스템(018880), HL만도(204320)는 2016년 이후 COVID-19 영향을 받았던 2020년까지 매출 정체 국면을 지나왔다. 하지만 2021~2022년 3사 모두 눈에 띄는 외형 성장세가 나타났다.

[그림-34] 국내 주요 부품업체 매출액 - 연간



자료: 각 사

[그림-35] 국내 주요 부품업체 매출액 - 분기



자료: 각 사

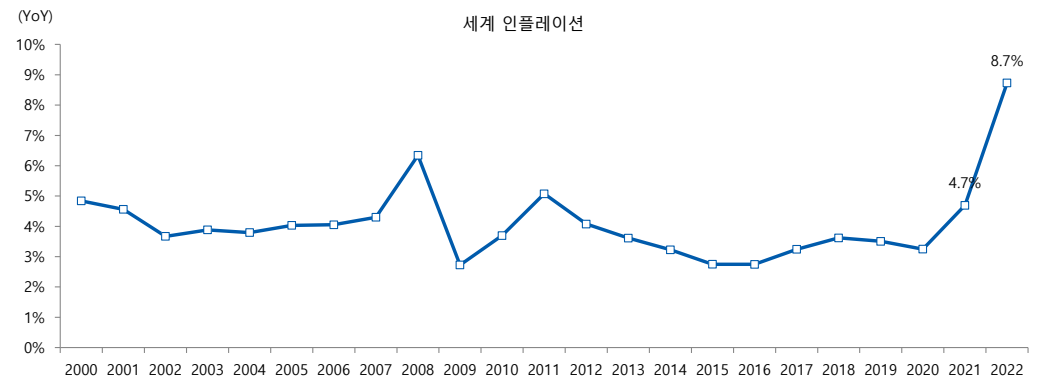
지난 2년간 이와 같은 외형 성장세가 나타난데 있어 각 사만의 이유도 있겠지만 공통된 변수의 영향이 더 컸을 것으로 사료된다. 공통된 변수는 인플레이션과 물류비이다. 물론 물류비 역시 인플레이션의 영향을 받지만 여기서의 인플레이션은 원재료비에 초점을 맞춰 살펴볼 예정이다.

1) 인플레이션

2020년 이후 글로벌 경기는 수요 측면에서 빠르게 회복세를 보인 반면 공급은 COVID-19 여파에서 쉽게 벗어나지 못하면서 특정 산업이 아닌 경제 전반에 걸쳐 공급이 수요를 따라가지 못하는 수급 불균형 상태를 맞이하게 된다.

여기에 세계 대부분의 국가에서 자국 경제에 미치는 COVID-19의 부정적 영향을 최소화 하기 위해 전에 없던 통화 정책과 재정 정책을 펼친 결과 화폐 가치는 하락하게 된다.

[그림-36] 세계 인플레이션



자료: IMF

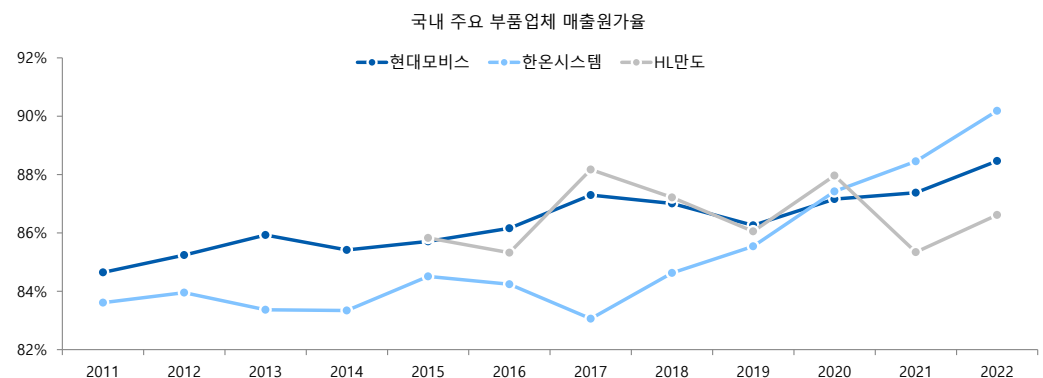
수급 불균형과 화폐 가치 하락은 인플레이션이라는 결과를 가져왔으며 이는 다른 산업뿐만 아니라 국내 자동차 부품산업에도 외형적인 측면에서 긍정적 효과를 미쳤다.

하지만 외형 성장이 곧 수익성(영업이익 또는 OPM)과 직결되는 것은 아니다.

일반적이라는 표현이 다소 작위적이기는 하나 '일반적으로' 매출액 증가는 수익성 개선을 가져올 가능성이 높다. 이는 원가 중에 '고정비' 성 비용이 존재하기 때문이다.

변동비와 다르게 매출액 증가와 상대적으로 상관관계가 낮은 고정비는 매출액이 증가할 때마다 단위당 고정비가 낮게 형성되어 매출원가율을 낮추는 효과를 가져온다. 그렇다면 국내 자동차 부품업체들 역시 매출액이 증가하는 국면에서 매출원가율이 낮아졌을까?

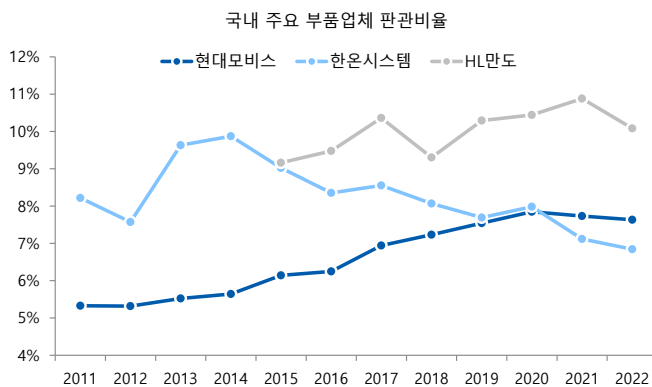
[그림-37] 국내 주요 부품업체 매출원가율



자료: 각 사

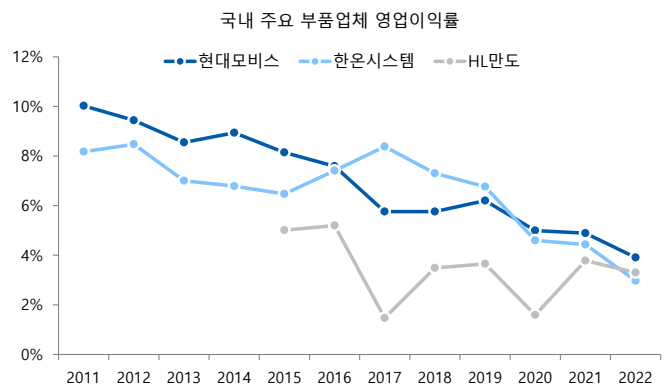
현대모비스와 한온시스템은 2020년 이후 3년 연속 매출원가율이 상승했으며 HL만도는 2021년 매출원가율이 전년대비 하락했으나 2022년 다시 상승한 것을 알 수 있다. 매출원가율 역시 매출액과 마찬가지로 각 사가 각자 저만의 이유(일회성 요인 등)를 가지고 있을 수 있지만 전체적인 흐름에서 접근해보도록 하자.

[그림-38] 국내 주요 부품업체 판관비율



자료: 각 사

[그림-39] 국내 주요 부품업체 영업이익률



자료: 각 사

3사의 2022년을 살펴보면 매출액 대비 판매관리비 비중이 전년대비 하락했음에도 불구하고 영업이익률이 전년대비 악화된 것을 알 수 있다.

매출액 증가는 단위당 고정비 감소로, 판매관리비율 하락은 영업이익률에 긍정적 영향을 미쳤음에도 불구하고 2021년 대비 2022년 영업이익률 하락이 나타난 이유는 무엇일까? 이는 앞서 던진 질문인 '매출액 증가 국면에서 매출원가율은 낮아졌을까?'와 같은 답을 찾는 질문일 것이다.

답은 이미 모두 알고 있다. 지난 2년 동안 국내 자동차 부품업체들이 그 이유에 대해 줄곧 이야기해왔기 때문이다.

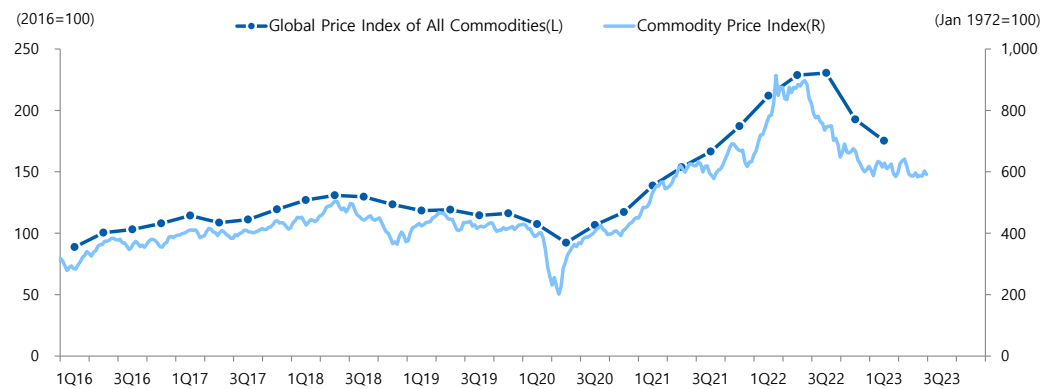
답은, 변동비 상승분을 매출단가 상승으로 충분히 전가시키지 못했기 때문이다.

'변동비≒원재료비' 라 할 수 있을 정도로 변동비의 대부분은 원재료비로 구성되어 있다고 해도 과언이 아니다.

상품(Commodities)은 자동차 부품업체들의 원재료와 직접적 또는 간접적으로 이어져 있다. 여기서 이야기하는 상품은 금속 제품을 비롯하여 화학 제품도 있으며 그 밖에 수 많은 다른 상품을 의미한다고 할 수 있다.

2Q20 COVID-19로 인해 하락했던 상품가격은 3Q20부터 지속적으로 상승하기 시작했으며 약 2년 동안 상승하여 2Q22 전후로 정점을 형성했으며 2022년 하반기는 하락하여 2023년 상반기 현재 약보합 국면을 나타내고 있다.

[그림-40] 세계 Commodity 가격 지수



자료: Federal Reserve Bank of St. Louis, Bank of Canada

금속 제품에 속하는 철강 제품은 중국 기준으로 2021년 상반기 고점을 형성하고 약 2년 동안 하향 안정화되는 모습을 보이고 있으며 알루미늄 가격은 1Q22까지 상승한 후 2Q22부터 하락하여 2023년 6월 현재 1Q22 고점 대비 약 -40% 하락한 상황이다.

[그림-41] 중국 철강제품 가격지수



자료: China Iron and Steel Association

[그림-42] LME 알루미늄 가격



자료: LME

상품 가격이 2Q22 전후로 고점을 형성했지만 연간 기준으로는 2021년 대비 2022년 상승했던 바 국내 자동차 부품업체들의 원재료비 부담도 지난해까지 이어졌을 것으로 사료된다.

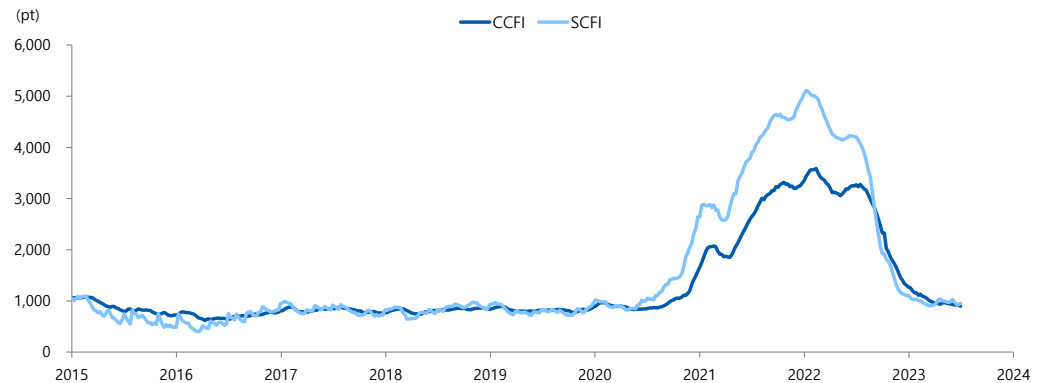
하지만 분기 기준으로는 2022년 하반기 대비 2023년 상반기 원재료비 부담이 완화됐을 것으로 추정되며 이 흐름은 2023년 하반기까지 이어갈 것으로 판단된다.

2) 물류비

2020년 COVID-19 발생 전까지만 하더라도 물류비는 고정비성 비용에 가까웠다. 물론 매출액이 증가 또는 감소할 경우 그에 비례하여 움직였다.

하지만 COVID-19는 선박 수급에도 영향을 미치며 운임이 급등하는 결과를 초래했다. 대표적인 컨테이너선 운임 지수인 CCFI(China Containerized Freight Index)와 SCFI(Shanghai Containerized Freight Index)를 살펴보면 2020년 초 대비 2022년 초 수준은 각각 약 300%, 400% 상승했다.

[그림-43] 중국 컨테이너선 운임 지수

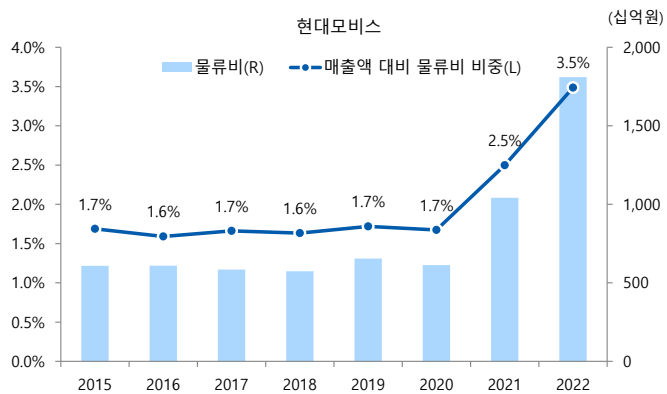


자료: Refinitiv

물론 자동차 부품업체들의 물류비가 2020~2020년초까지 큰 변동성을 보인 컨테이너선 운임 지수를 시시각각 반영하지는 않았을 것이다. 계약조건 마다 다르겠지만 이 보다는 변동성이 낮게 설계되어 있을 것으로 추정된다.

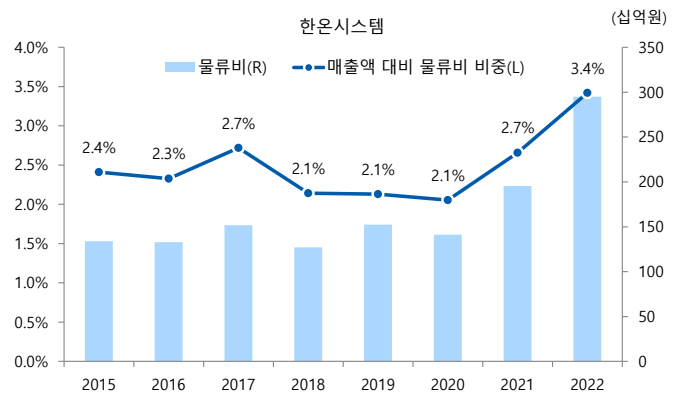
그렇다 하더라도 급등하고 높아진 운임을 무시할 수 없었을 것이며 이는 고스란히 물류비 부담으로 이어졌을 것이다.

[그림-44] 현대모비스 물류비



자료: 현대모비스, 주: 물류비는 매출원가 및 판매관리비에 반영된 비용

[그림-45] 한온시스템 물류비

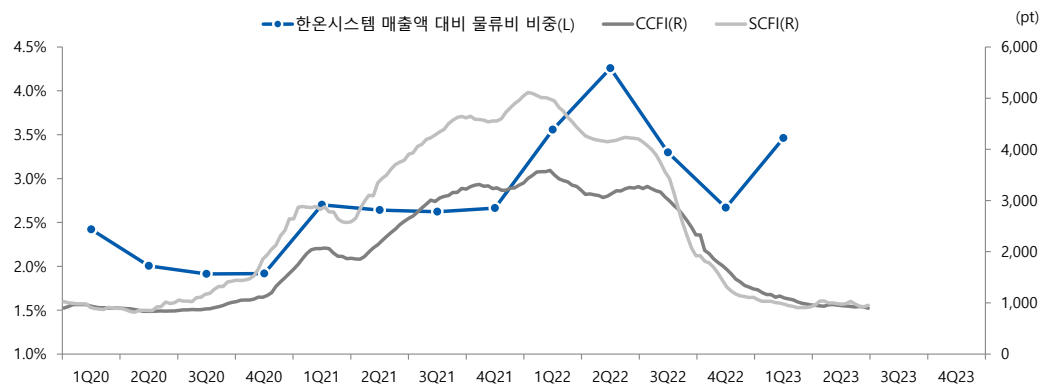


자료: 한온시스템, 주: 물류비는 매출원가 및 판매관리비에 반영된 비용

2022년 초까지 급등했던 컨테이너선 운임 지수는 그 이후 하락하기 시작했으며 2Q23 기준 1Q20 수준까지 돌아왔다.

국내 자동차 부품업체들의 물류비가 컨테이너선 운임 지수에 약 1~2개 분기 후행하는 것으로 파악되는 바 하반기 물류비 부담은 상반기 대비 감소할 것으로 예상되며 연간 기준으로도 2022년 대비 2023년 그 부담은 상당한 수준으로 완화될 것이라 전망된다.

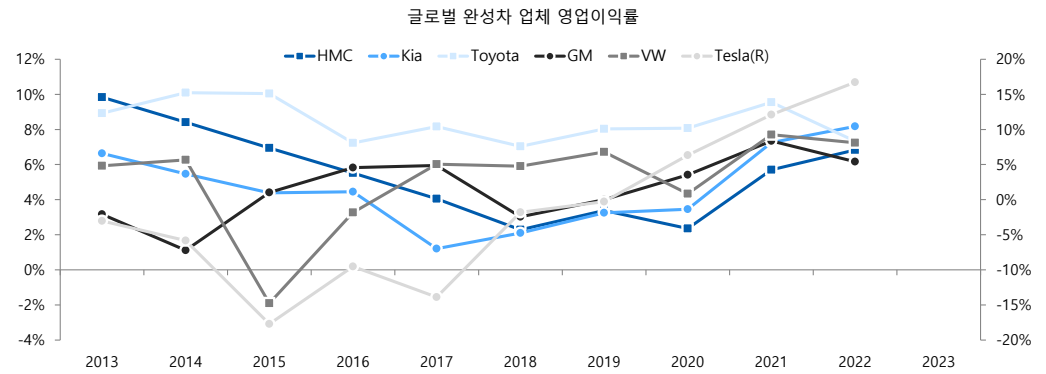
[그림-46] 한온시스템 물류비 및 중국 컨테이너선 운임 지수



자료: 한온시스템, Refinitiv

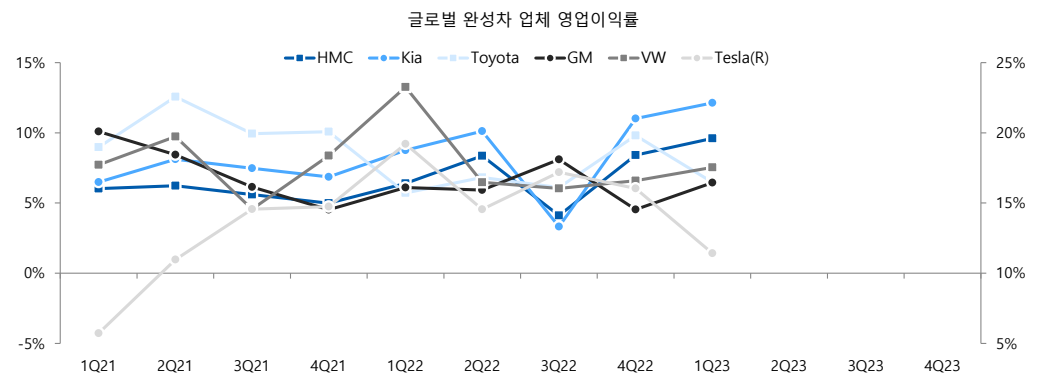
III. Appendix

[그림-A1] 글로벌 완성차 업체 영업이익률 - 연간



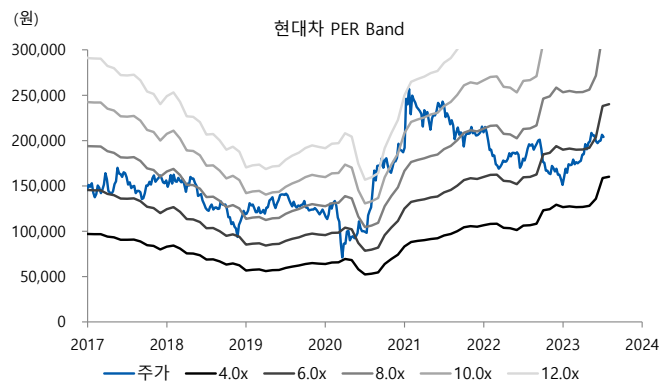
자료: Refinitiv, FY 기준

[그림-A2] 글로벌 완성차 업체 영업이익률 - 분기



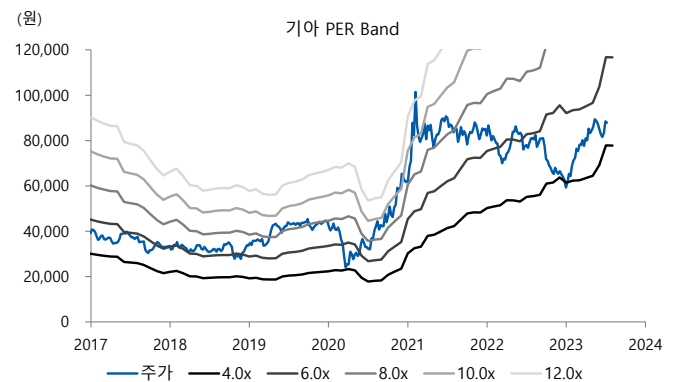
자료: Refinitiv, CY 기준

[그림-A3] 현대차 PER Band



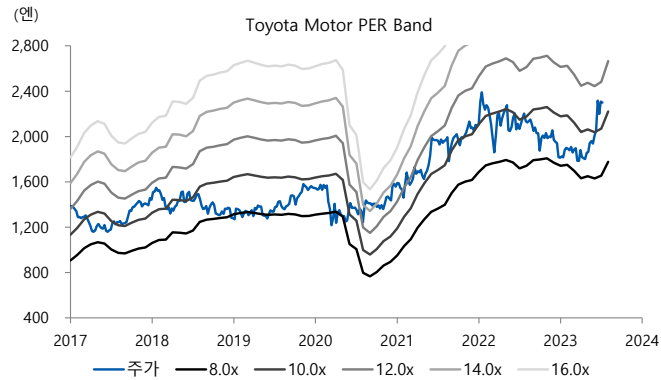
자료: Refinitiv, 12M fwd EPS Consensus 기준

[그림-A4] 기아 PER Band



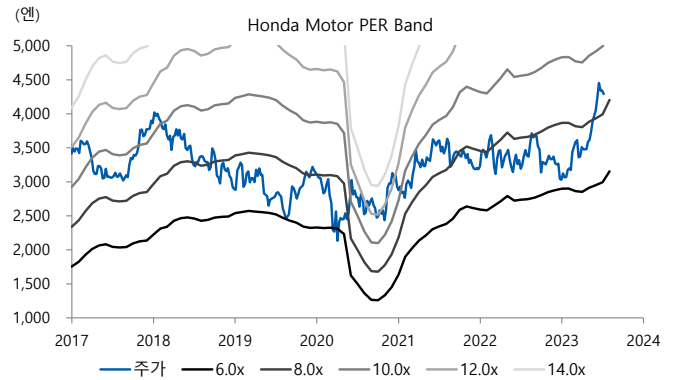
자료: Refinitiv, 12M fwd EPS Consensus 기준

[그림-A5] Toyota PER Band



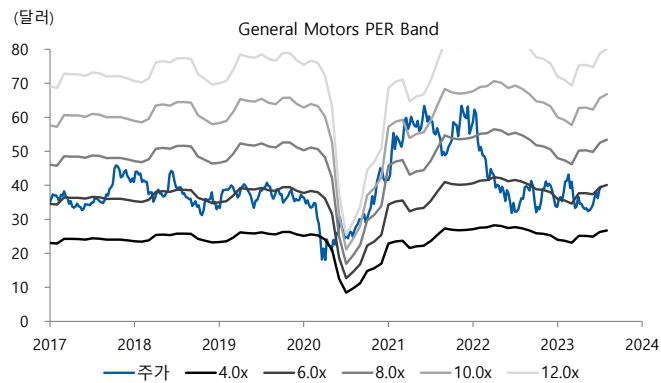
자료: Refinitiv, 12M fwd EPS Consensus 기준

[그림-A6] Honda PER Band



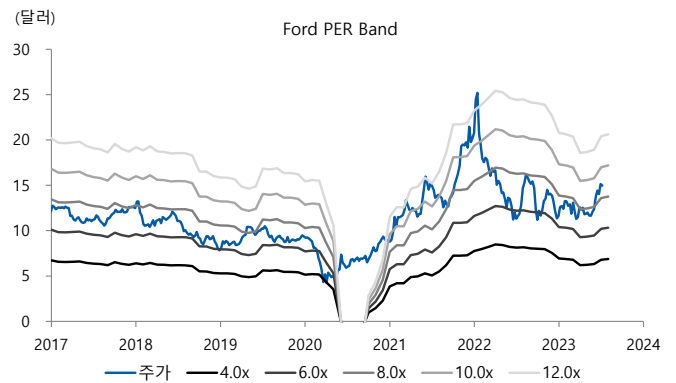
자료: Refinitiv, 12M fwd EPS Consensus 기준

[그림-A7] GM PER Band



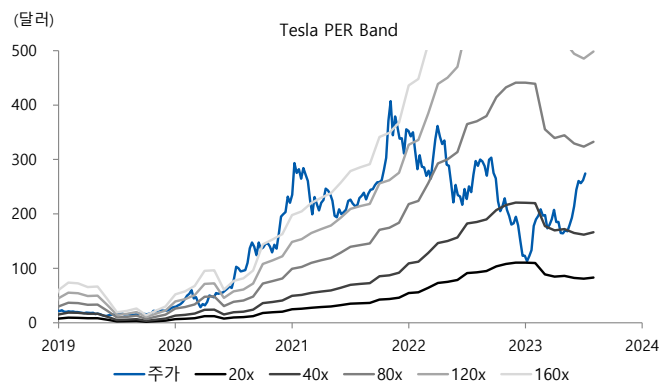
자료: Refinitiv, 12M fwd EPS Consensus 기준

[그림-A8] Ford PER Band



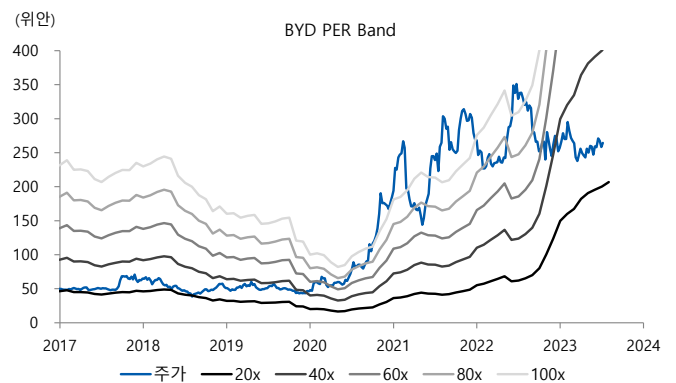
자료: Refinitiv, 12M fwd EPS Consensus 기준

[그림-A9] Tesla PER Band



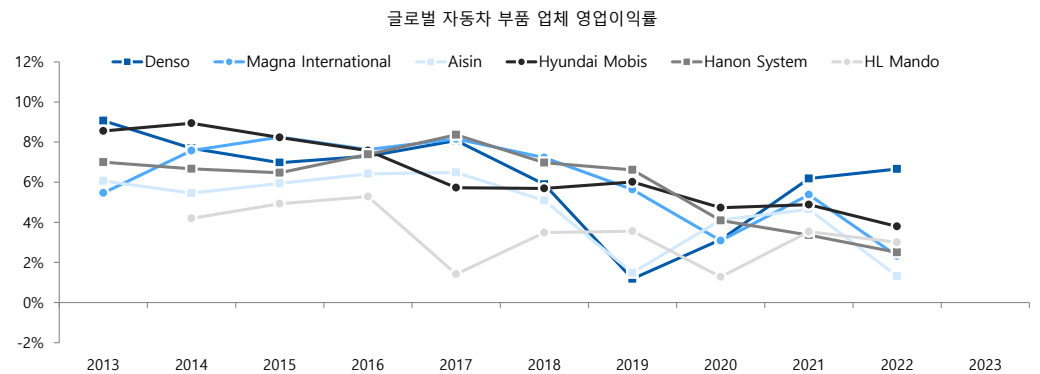
자료: Refinitiv, 12M fwd EPS Consensus 기준

[그림-A10] BYD PER Band



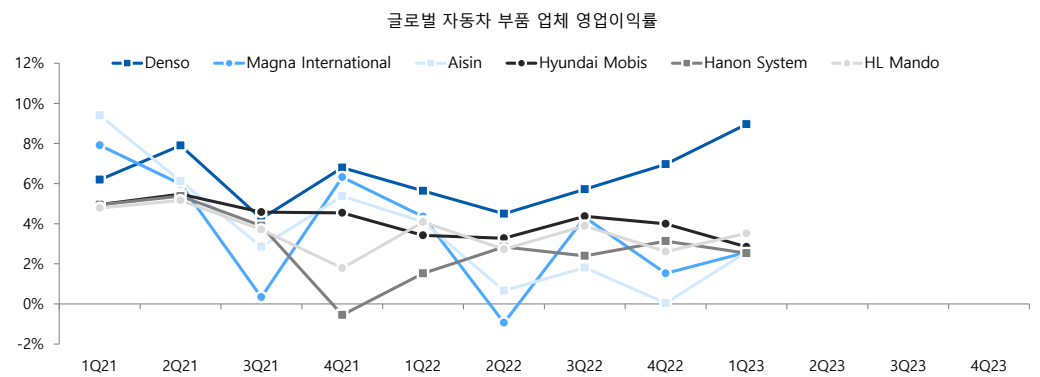
자료: Refinitiv, 12M fwd EPS Consensus 기준

[그림-A11] 글로벌 자동차 부품 업체 영업이익률 - 연간



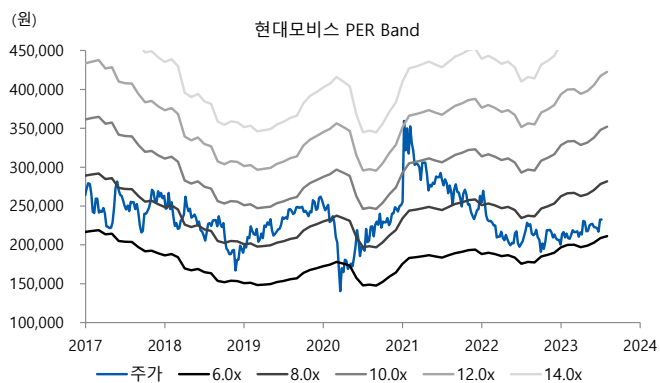
자료: Refinitiv, FY 기준

[그림-A12] 글로벌 자동차 부품 업체 영업이익률 - 분기



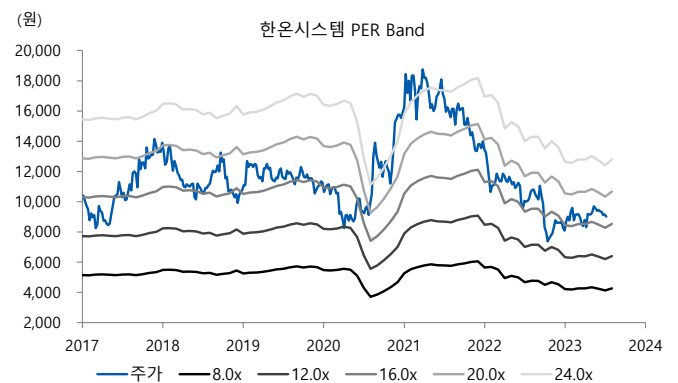
자료: Refinitiv, CY 기준

[그림-A13] 현대모비스 PER Band



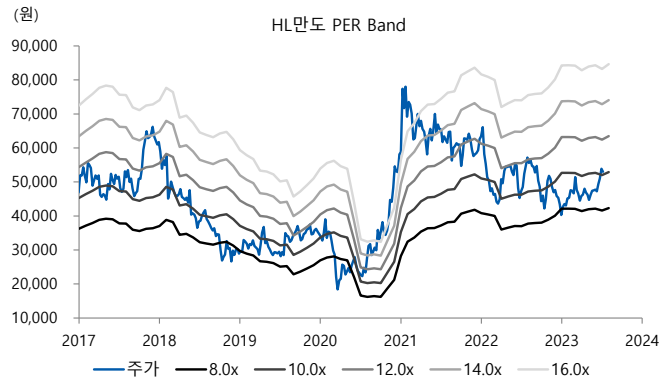
자료: Refinitiv, 12M fwd EPS Consensus 기준

[그림-A14] 한온시스템 PER Band



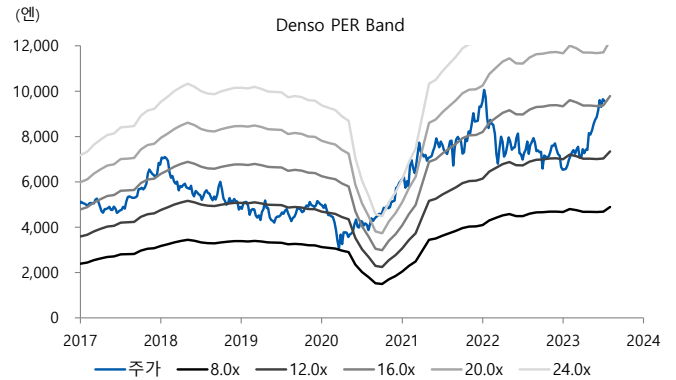
자료: Refinitiv, 12M fwd EPS Consensus 기준

[그림-A15] HL 만도 PER Band



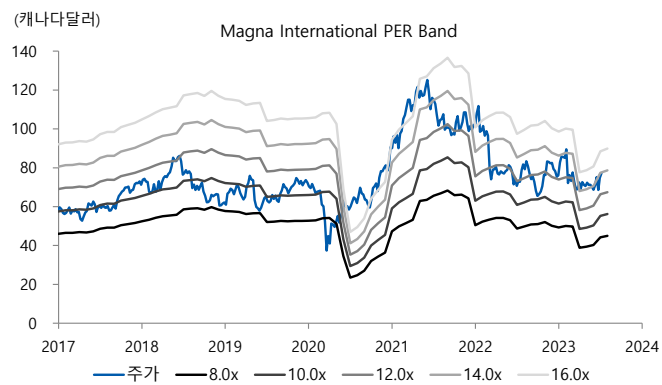
자료: Refinitiv, 12M fwd EPS Consensus 기준

[그림-A16] Denso PER Band



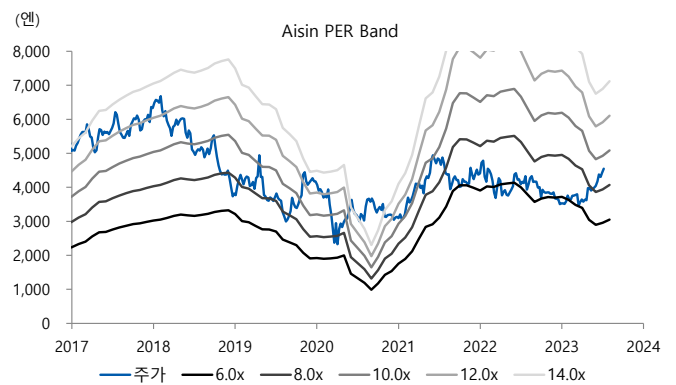
자료: Refinitiv, 12M fwd EPS Consensus 기준

[그림-A17] Magna International PER Band



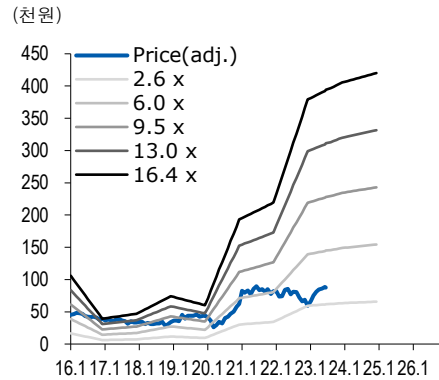
자료: Refinitiv, 12M fwd EPS Consensus 기준

[그림-A18] Aisin PER Band

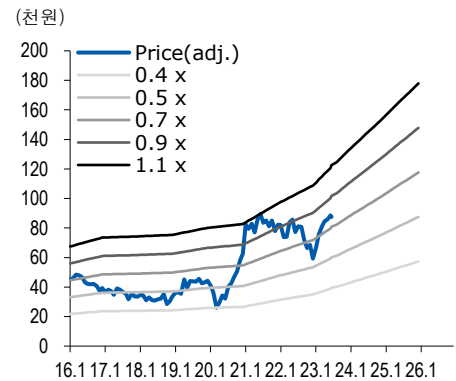


자료: Refinitiv, 12M fwd EPS Consensus 기준

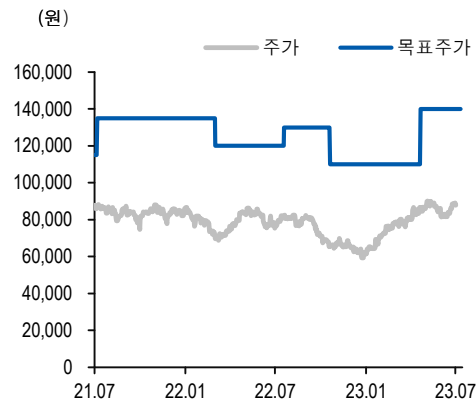
P/E band chart



P/B band chart



기아 (000270) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-07-11	BUY	140,000	1년		
2023-04-27	BUY	140,000	1년		
2022-10-26	BUY	110,000	1년	-35.08	-21.27
2022-07-25	BUY	130,000	1년	-40.84	-36.54
2022-03-08	BUY	120,000	1년	-34.35	-28.08
2021-07-07	BUY	135,000	1년	-38.56	-34.67

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	91.5
Hold(중립)	8.5
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-07-08

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자:이현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

현대차 (005380)

자동차

이현수



02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	330,000원 (M)
현재주가 (7/10)	205,500원
상승여력	61%

시가총액	504,059억원
총발행주식수	274,169,670주
60일 평균 거래대금	1,348억원
60일 평균 거래량	669,715주
52주 고	210,000원
52주 저	151,000원
외인지분율	32.44%
주요주주	현대모비스 외 9인 29.68%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	4.3	10.5	15.4
상대	9.2	10.2	7.7
절대(달러환산)	3.1	11.7	14.9

매력을 알아볼 시기

2Q23: 매출액 38.6조원(yoy +7%), 영업이익 3.8조원(yoy +27%) 추정

2Q23 판매대수는 약 106만대(중국 제외 100만대)를 기록하며 당사 추정인 111만대(중국 제외 106만대)에는 소폭 미치지 못했으나 yoy +9%(중국 제외 +6%) 증가. 권역별 판매는 전년동기대비 국내가 +13% 증가한 가운데 북미 +12%(미국 +14%), 유럽 +9% 등 중남미를 제외한 주요 권역에서 증가. 영업이익은 yoy +27% 확대된 3.8조원 수준으로 추정. 환율 및 차량부문의 전년동기대비 영업이익 변동폭은 1)환율 +2,440억원, 2)판매대수 증가 +3,260억원, 3)Mix 개선 +2,330억원으로 추정.

왕관의 무게를 견뎌내는 중

1Q23 국내 상장사 중 가장 높은 영업이익을 달성했던 동사는 2Q23 역시 7/7일 컨센서스 기준(3.7조원) 전분기에 이어 다시 한번 첫번째 자리를 차지할 것으로 예상. 1Q23 9.5%(차량 부문 10.0%)였던 OPM은 당사 추정 기준 2Q23 9.8%(차량부문 10.3%)로 추가적인 상승이 가능할 것으로 판단. 4Q22~1Q23 영업이익이 시장 기대치를 상회하고 2Q23 역시 호실적이 예상되나 2Q23를 고점으로 실적 Peak out에 대한 우려는 더욱 커지고 있는 상황. 당사 역시 하반기 분기별 영업이익은 2Q보다 낮을 것으로 예상하고 있지만 3.5조원 내외는 유지할 것으로 추정. 판매대수 증가와 함께 낮아지고 있는 원재료비는 인센티브 상승에 따른 이익 감소 요인을 상쇄할 것으로 판단.

Valuation과 배당만으로도 매력적인 주가 수준

2021년 초 PER 12배(12M fwd EPS)에 달했던 주가는 2021~2022년 큰 폭의 실적 개선에도 불구하고 오히려 약세 나타내. 2021년은 Valuation에 대한 부담이, 2022년은 미국 IRA 우려가 부정적 영향을 미쳤던 것으로 판단. 하지만 현 주가는 12M fwd EPS 뿐만 아니라 2024년 예상 EPS 기준으로도 PER 4배 수준에 머무르고 있어. 결국 이와 같은 Valuation은 시장 참여자들의 2024년에 대한 불안감이 반영된 결과라 볼 수 있어. 그러나 당사가 예상하는 2024년은 판매대수 증가에 힘입어 견조한 실적이 예상되는 바 지금의 Valuation은 저평가로 사료. 또한, 올해 예상 연결 지배주주 순이익을 바탕으로 추정되는 연간 DPS는 10,000원에 달하는 바 배당수익률 관점에서도 매력적인 주가 수준이라 할 수 있어.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	386,161	7.3	2.2	400,680	-3.6
영업이익	37,729	26.6	5.0	36,777	2.6
세전계속사업이익	41,481	6.7	-9.6	42,645	-2.7
지배순이익	28,969	3.3	-12.5	29,931	-3.2
영업이익률 (%)	9.8	+1.5 %pt	+0.3 %pt	9.2	+0.6 %pt
지배순이익률 (%)	7.5	-0.3 %pt	-1.3 %pt	7.5	0

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	1,176,106	1,425,275	1,558,530	1,616,843
영업이익	66,789	98,198	143,618	149,599
지배순이익	49,424	73,644	112,723	113,133
PER	10.3	5.6	4.1	4.1
PBR	0.8	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	12.3	9.0	7.0	6.5
ROE	6.8	9.4	12.9	11.7

자료: 유안타증권

[표-1] 현대차 실적 추정

(단위: 십억원)

	2022	2023E	2024E	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	QoQ	YoY	3Q23E	4Q23E
판매 대수 ¹⁾ (천대)	3,943	4,329	4,534	903	976	1,025	1,039	1,022	1,060	3.7%	8.5%	1,087	1,161
(중국 제외)	3,689	4,050	4,241	844	939	941	965	962	1,000	3.9%	6.4%	1,020	1,068
매출액	142,528	155,853	161,684	30,299	36,000	37,705	38,524	37,779	38,616	2.2%	7.3%	38,734	40,725
단순합산 ²⁾	212,151	238,407	247,785	44,809	53,226	55,709	58,407	57,854	58,893	1.8%	10.6%	59,252	62,409
차량	181,407	207,889	217,293	38,174	45,268	47,073	50,892	50,184	51,296	2.2%	13.3%	51,617	54,792
금융	20,306	19,837	19,698	4,434	5,512	5,915	4,445	5,160	4,803	-6.9%	-12.9%	4,982	4,892
기타	10,438	10,681	10,794	2,201	2,446	2,721	3,070	2,510	2,794	11.3%	14.2%	2,653	2,724
(연결조정)	-69,624	-82,554	-86,101	-14,511	-17,226	-18,003	-19,883	-20,075	-20,277	-	-	-20,518	-21,684
연결조정 후	142,528	155,853	161,684	30,299	36,000	37,705	38,524	37,779	38,616	2.2%	7.3%	38,734	40,725
차량	113,718	127,542	133,411	24,075	28,504	29,554	31,585	30,646	31,581	3.0%	10.8%	31,650	33,665
금융	20,038	19,545	19,404	4,372	5,448	5,851	4,367	5,089	4,728	-7.1%	-13.2%	4,909	4,818
기타	8,772	8,766	8,869	1,852	2,047	2,301	2,571	2,043	2,307	12.9%	12.7%	2,175	2,241
영업이익	9,820	14,362	14,960	1,929	2,980	1,552	3,359	3,593	3,773	5.0%	26.6%	3,384	3,613
이익률	6.9%	9.2%	9.3%	6.4%	8.3%	4.1%	8.7%	9.5%	9.8%	0.3%p	1.5%p	8.7%	8.9%
차량	7,393	12,248	12,854	1,276	2,243	1,013	2,862	3,054	3,246	6.3%	44.7%	2,852	3,096
금융	1,845	1,404	1,392	549	610	378	308	368	338	-8.3%	-44.6%	353	345
기타	582	709	713	104	127	161	190	171	182	6.2%	43.2%	177	179
세전이익	10,948	15,878	15,975	2,279	3,889	2,042	2,739	4,591	4,148	-9.6%	6.7%	3,777	3,363
이익률	7.7%	10.2%	9.9%	7.5%	10.8%	5.4%	7.1%	12.2%	10.7%	-1.4%p	-0.1%p	9.8%	8.3%
지배순이익	7,364	11,272	11,313	1,585	2,803	1,272	1,704	3,312	2,897	-12.5%	3.3%	2,662	2,402
이익률	5.2%	7.2%	7.0%	5.2%	7.8%	3.4%	4.4%	8.8%	7.5%	-1.3%p	-0.3%p	6.9%	5.9%

자료: 유안타증권, 주 1: 잠정 실적 분기 및 연간 판매 대수는 월 영업 실적 공시 기준으로 잠정 실적 발표 자료와 수치 차이가 발생할 수 있음, 주 2: 잠정 실적 분기 단순합산 매출액은 당사 추정

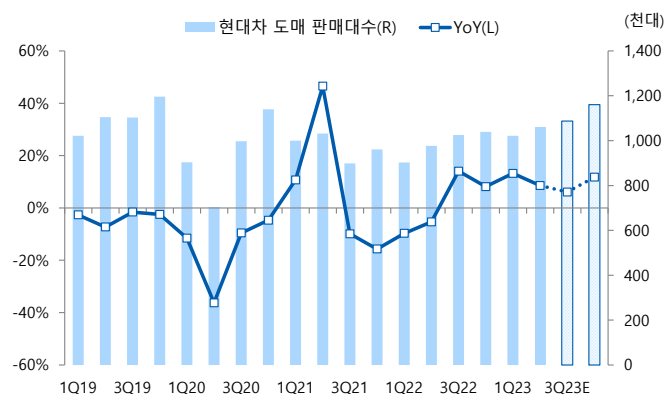
[표-2] 현대차 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	2Q23E	2023E	2024E	2Q23E	2023E	2024E	2Q23E	2023E	2024E
매출액	40,240	157,768	165,150	38,616	155,853	161,684	-4.0%	-1.2%	-2.1%
영업이익	3,529	13,688	14,026	3,773	14,362	14,960	6.9%	4.9%	6.7%
OPM	8.8%	8.7%	8.5%	9.8%	9.2%	9.3%	1.0%p	0.5%p	0.8%p
지배순이익	2,727	10,798	10,788	2,897	11,272	11,313	6.2%	4.4%	4.9%

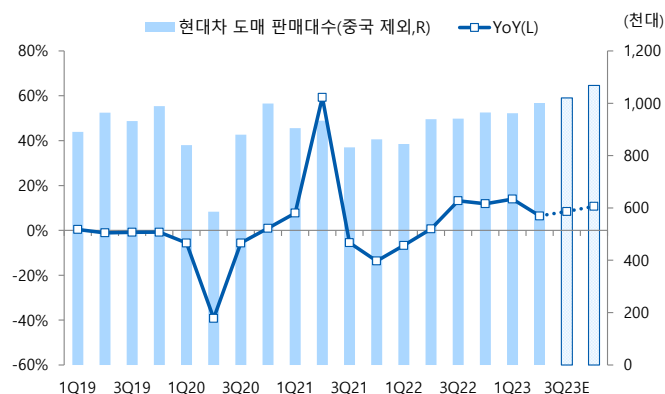
자료: 유안타증권

[그림-1] 현대차 도매 판매대수 - 분기



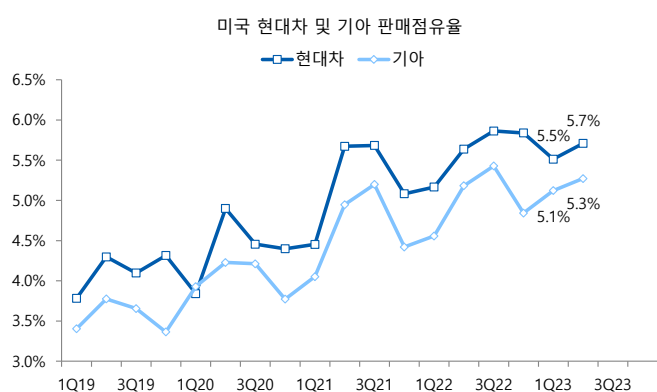
자료: 현대차, 유안타증권 추정

[그림-2] 현대차 도매 판매대수(중국 제외) - 분기



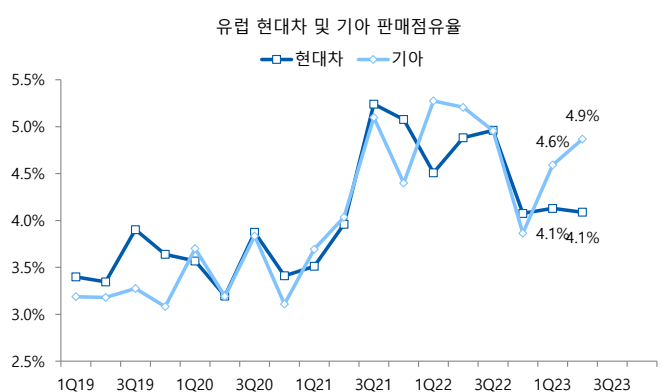
자료: 현대차, 유안타증권 추정

[그림-3] 미국 현대차 및 기아 판매점유율



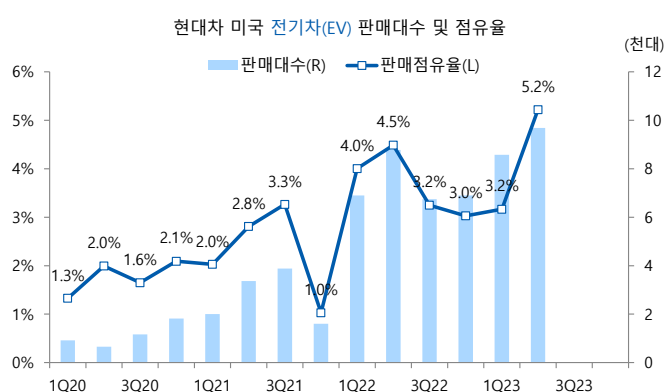
자료: Automotive News 추정

[그림-4] 유럽 현대차 및 기아 판매점유율



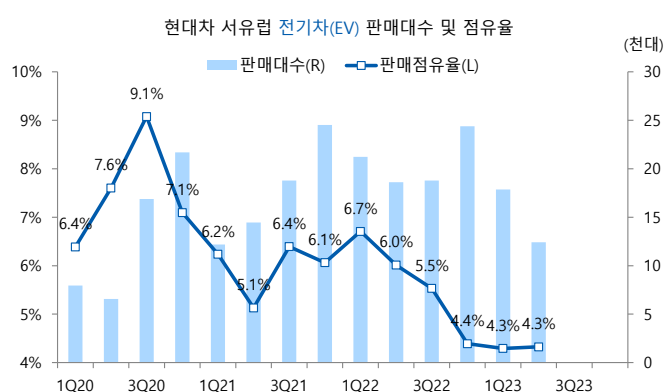
자료: ACEA 추정, 주: 2Q23은 4~5월 기준

[그림-5] 현대차 미국 전기차(EV) 판매대수 및 점유율



자료: Marklines 추정, 주: 2Q23은 4~5월 기준

[그림-6] 현대차 서유럽 전기차(EV) 판매대수 및 점유율



자료: Marklines 추정, 주: 2Q23은 4~5월 기준

현대차 (005380) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서				(단위: 억원)	
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,176,106	1,425,275	1,558,530	1,616,843	1,673,664
매출원가	956,801	1,142,095	1,218,244	1,263,398	1,308,805
매출총이익	219,305	283,181	340,286	353,444	364,859
판매비	152,515	184,983	196,668	203,846	211,010
영업이익	66,789	98,198	143,618	149,599	153,849
EBITDA	112,347	148,674	191,880	196,049	198,027
영업외손익	12,806	11,282	15,165	10,155	10,101
외환관련손익	736	-516	-2,024	-4,600	-7,200
이자손익	441	1,031	3,574	5,482	8,028
관계기업관련손익	13,034	15,566	16,564	12,000	12,000
기타	-1,404	-4,800	-2,949	-2,727	-2,727
법인세비용차감전순손익	79,596	109,479	158,782	159,753	163,951
법인세비용	22,665	29,643	41,062	41,536	42,627
계속사업순손익	56,931	79,836	117,720	118,217	121,323
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	56,931	79,836	117,720	118,217	121,323
지배지분순이익	49,424	73,644	112,723	113,133	116,106
포괄순이익	78,611	90,345	162,392	162,890	165,996
지배지분포괄이익	69,386	82,344	147,490	145,964	148,747

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표					(단위: 억원)
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-11,764	106,273	103,363	136,386	161,293
당기순이익	56,931	79,836	117,720	118,217	121,323
감가상각비	29,379	31,807	32,521	34,637	36,743
외환손익	308	2,498	1,805	4,600	7,200
중속, 관계기업관련손익	-12,786	-16,358	-7,191	0	-12,000
자산부채의 증감	-202,878	-139,227	-189,229	-167,090	-133,617
기타현금흐름	117,281	147,717	147,737	146,023	141,643
투자활동 현금흐름	-51,826	-12,035	-47,929	-62,636	-72,636
투자자산	-5,104	-19,124	-3,292	-4,000	-4,000
유형자산 증가 (CAPEX)	-43,043	-40,150	-59,784	-60,000	-70,000
유형자산 감소	1,130	1,369	277	0	0
기타현금흐름	-4,808	45,870	14,871	1,364	1,364
재무활동 현금흐름	87,923	-13,245	-29,135	-44,304	-34,304
단기차입금	-6,201	-26,816	-18,809	-20,000	-10,000
사채 및 장기차입금	115,240	30,032	14,145	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-11,868	-13,550	-24,151	-24,171	-24,171
기타현금흐름	-9,249	-2,911	-320	-134	-134
연결범위변동 등 기타	5,001	-300	42,902	26,282	26,656
현금의 증감	29,334	80,693	69,201	55,728	81,008
기초 현금	98,621	127,956	208,649	277,850	333,578
기말 현금	127,956	208,649	277,850	333,578	414,586
NOPLAT	66,789	98,198	143,618	149,599	153,849
FCF	-54,808	66,123	43,579	76,386	91,293

자료: 유안타증권

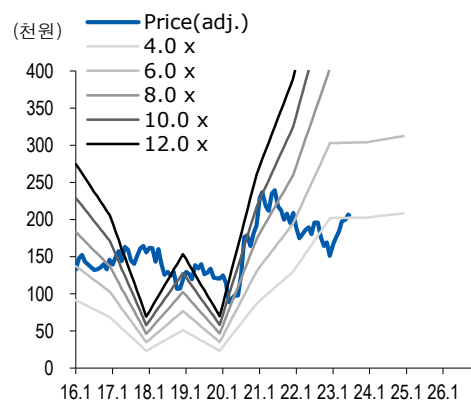
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표				(단위: 억원)	
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	533,128	583,519	689,458	750,444	839,075
현금및현금성자산	127,956	208,649	277,850	333,578	414,586
매출채권 및 기타채권	77,219	91,987	102,931	104,211	105,965
재고자산	116,456	142,912	163,057	167,035	172,905
비유동자산	996,045	1,070,267	1,093,996	1,111,545	1,141,367
유형자산	355,431	361,532	382,301	407,664	440,921
관계기업등 지분관련자산	224,291	251,994	260,522	264,522	268,522
기타투자자산	38,457	40,023	38,968	38,968	38,968
자산총계	2,339,464	2,557,425	2,705,163	2,783,698	2,902,152
유동부채	642,368	742,365	747,175	729,906	758,476
매입채무 및 기타채무	202,125	247,003	242,052	244,783	283,352
단기차입금	130,878	113,665	99,315	79,315	69,315
유동성장기부채	205,789	255,741	260,111	260,111	260,111
비유동부채	870,938	906,094	938,626	938,626	938,626
장기차입금	106,677	122,851	131,798	131,798	131,798
사채	634,588	629,601	646,776	646,776	646,776
부채총계	1,513,306	1,648,459	1,685,801	1,668,532	1,697,102
지배지분	749,861	823,493	924,229	1,011,140	1,101,023
자본금	14,890	14,890	14,890	14,890	14,890
자본잉여금	40,703	42,413	42,640	42,640	42,640
이익잉여금	731,679	799,536	884,522	971,433	1,061,317
비지배지분	76,297	85,473	95,133	104,026	104,026
자본총계	826,158	908,965	1,019,362	1,115,166	1,205,050
순차입금	765,231	805,902	746,788	671,060	580,052
총차입금	1,086,647	1,131,644	1,147,727	1,127,727	1,117,727

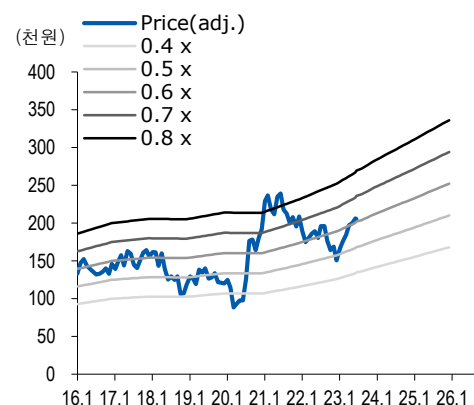
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
EPS	21,719	32,510	50,484	50,677	52,083	
BPS	289,609	315,142	352,860	386,042	420,358	
EBITDAPS	40,567	53,685	69,986	71,507	72,228	
SPS	424,681	514,653	568,455	589,723	610,448	
DPS	5,000	7,000	10,000	10,000	10,000	
PER	10.3	5.6	4.1	4.1	3.9	
PBR	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5	
EV/EBITDA	12.3	9.0	7.0	6.5	6.0	
PSR	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
매출액 증가율 (%)	13.1	21.2	9.3	3.7	3.5	
영업이익 증가율 (%)	178.9	47.0	46.3	4.2	2.8	
지배순이익 증가율 (%)	247.0	49.0	53.1	0.4	2.6	
매출총이익률 (%)	18.6	19.9	21.8	21.9	21.8	
영업이익률 (%)	5.7	6.9	9.2	9.3	9.2	
지배순이익률 (%)	4.2	5.2	7.2	7.0	6.9	
EBITDA 마진 (%)	9.6	10.4	12.3	12.1	11.8	
ROIC	15.0	22.6	32.7	31.9	32.3	
ROA	2.2	3.0	4.3	4.1	4.1	
ROE	6.8	9.4	12.9	11.7	11.0	
부채비율 (%)	183.2	181.4	165.4	149.6	140.8	
순차입금/자기자본 (%)	102.0	97.9	80.8	66.4	52.7	
영업이익/금융비용 (배)	21.9	18.3	21.6	22.7	23.6	

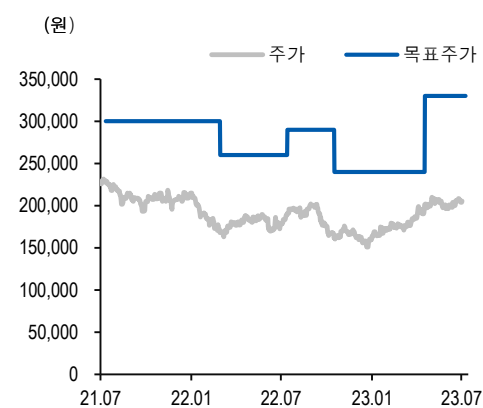
P/E band chart



P/B band chart



현대차 (005380) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-07-11	BUY	330,000	1년		
2023-04-26	BUY	330,000	1년		
2022-10-25	BUY	240,000	1년	-28.38	-16.25
2022-07-22	BUY	290,000	1년	-35.09	-30.34
2022-03-08	BUY	260,000	1년	-30.92	-27.12
2021-03-12	BUY	300,000	1년	-28.48	-18.83

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	91.5
Hold(중립)	8.5
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-07-08

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

현대모비스 (012330)

자동차부품



이현수

02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	330,000원 (I)
현재주가 (7/10)	232,500원
상승여력	42%

시가총액	219,213억원
총발행주식수	94,289,068주
60일 평균 거래대금	475억원
60일 평균 거래량	209,952주
52주 고	237,500원
52주 저	191,000원
외인지분율	37.20%
주요주주	기아 외 7인 31.47%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	4.5	8.9	13.7
상대	0.0	0.0	0.0
절대(달러환산)	3.3	10.0	13.2

미래를 위한 설계 진행 중

자동차 부품 산업 부문 전망은 금일 발간된 별도 보고서 참고 요망

같은 이유가 장점이자 단점, 지금은 장점

2022년 동사 매출액 중 계열사(현대차,기아)향 비중은 77%, 2014년 50%에서 꾸준히 비중 증가. 2017년 이후 계열사향 비중은 더 빠르게 증가했는데 이는 크게 2가지 이유 때문으로 판단. 첫째, 전동화 매출 급증. 전동화 매출의 대부분이 계열사향으로 추정되며 2017~2022년 동사의 전동화 매출액은 연평균 52% 상승. 둘째, 2017년 이후 계열사의 중국 시장 부진. 완성차 중국 법인(중속회사X)의 부진은 비계열사향 판매 비중 축소로 이어져.

동사는 업종 특성 상 내부거래가 많을 수 밖에 없는 것이 현실. 이는 시기에 따라 장점 혹은 단점 될 수 있어. 대표적으로 단점이 되었던 시기는 2017~2019년으로 완성차의 중국 시장 부진은 동사 매출액 및 영업이익에 부정적 영향 미쳐. 그러나 2020년 이후로는 장점이 되고 있다고 판단. 2020~2022년 매출액 증가에도 불구하고 영업이익은 소폭 증가 또는 감소했지만 이는 원재료비 및 물류비 등의 원가 상승 요인이 컸다고 판단. 전동화 매출이 증가하고 있는 가운데 낮은 수익성으로 인해 이를 단점이라 할 수도 있지만 중장기적 관점에서 접근할 경우 규모의 경제 달성 시 흑자전환 할 수 있는 가능성이 높으며 전동화 기술 개발 속도 역시 빨라질 수 있다는 장점 존재. 배터리 관련 사업 역시 완성차와 함께 투자하고 그 안에서 본사의 역할을 맡는 등 긍정적인 영향이 크다고 판단.

그래도 속제는 존재한다

Captive 완성차의 판매대수 증가, 속도감 있는 전기차 판매 비중 확대 등은 분명 동사에 긍정적. 하지만 다른 한편으로는 과거 경험했던 바와 같이 Captive가 어려움을 겪을 때 같은 혹은 더 큰 어려움을 겪을 수 있어. 동사는 지난 2년간 Non-Captive 수주를 큰 폭으로 증가시켰지만 이는 완성차 시장 회복, 수주 단가 상승 등의 영향도 배제할 수 없어. 향후 성장 및 수익성 개선을 위해 Non-Captive 수주 확대는 필수불가결. 2023년 하반기부터 동사는 원가 감소 등에 힘입어 4.5% 이상의 OPM 수준 회복이 가능할 것으로 추정. 동사와 유사한 매출 규모를 가진 글로벌 자동차 부품 업체들의 PER(12M fwd EPS)과 2023~2024년 8~9%에 이를 것으로 예상되는 ROE 등을 반영하여 동사에 대해 Target PER(12M fwd EPS) 9.0배를 적용하여 목표주가 330,000원, 투자 의견 BUY로 분석 개시.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	152,313	23.8	3.8	150,089	1.5
영업이익	6,593	63.5	57.7	6,295	4.7
세전계속사업이익	11,281	6.8	8.4	11,520	-2.1
지배순이익	8,346	8.6	-0.8	8,751	-4.6
영업이익률 (%)	4.3	+1.0 %pt	+1.4 %pt	4.2	+0.1 %pt
지배순이익률 (%)	5.5	-0.7 %pt	-0.2 %pt	5.8	-0.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	417,022	519,063	606,461	677,085
영업이익	20,401	20,265	25,181	30,570
지배순이익	23,523	24,853	33,442	36,226
PER	11.3	8.1	6.6	6.1
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.8	4.8	4.5	4.0
ROE	6.9	6.8	8.5	8.5

자료: 유안타증권

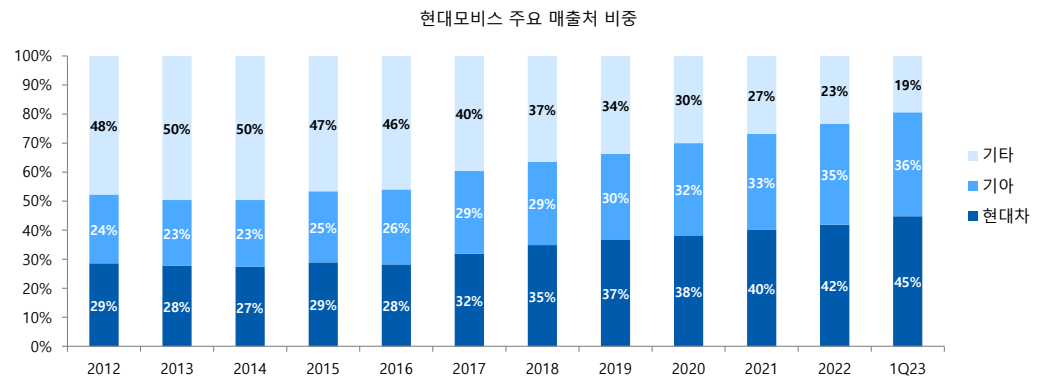
[표-1] 현대모비스 실적 추정

(단위: 십억원)

	2022	2023E	2024E	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	QoQ	YoY	3Q23E	4Q23E
매출액	51,906	60,646	67,709	11,308	12,308	13,296	14,995	14,667	15,231	3.8%	23.8%	14,700	16,048
모듈 및 핵심부품	41,697	49,862	56,545	8,956	9,870	10,596	12,275	12,036	12,557	4.3%	27.2%	11,965	13,304
전동화	9,676	14,262	19,374	1,886	2,101	2,492	3,197	3,327	3,345	0.5%	59.2%	3,661	3,930
부품제조 등	32,021	35,600	37,172	7,070	7,769	8,104	9,078	8,709	9,212	5.8%	18.6%	8,305	9,374
A/S	10,210	10,784	11,163	2,352	2,438	2,700	2,720	2,631	2,675	1.7%	9.7%	2,735	2,744
영업이익	2,027	2,518	3,057	387	403	576	660	418	659	57.7%	63.5%	677	763
이익률	3.9%	4.2%	4.5%	3.4%	3.3%	4.3%	4.4%	2.9%	4.3%	1.5%p	1.1%p	4.6%	4.8%
모듈 및 핵심부품	68	236	677	-36	-48	-28	179	-117	79	흑전	흑전	116	158
이익률	0.2%	0.5%	1.2%	-0.4%	-0.5%	-0.3%	1.5%	-1.0%	0.6%	1.6%p	1.1%p	1.0%	1.2%
A/S	1,958	2,282	2,380	422	451	604	482	535	580	8.4%	28.7%	561	606
이익률	19.2%	21.2%	21.3%	18.0%	18.5%	22.4%	17.7%	20.3%	21.7%	1.4%p	3.2%p	20.5%	22.1%
세전이익	3,363	4,421	4,893	742	1,056	939	626	1,041	1,128	8.4%	6.8%	1,109	1,144
이익률	6.5%	7.3%	7.2%	6.6%	8.6%	7.1%	4.2%	7.1%	7.4%	0.3%p	-1.2%p	7.5%	7.1%
지배순이익	2,485	3,344	3,623	519	769	556	642	841	835	-0.8%	8.6%	820	848
이익률	4.8%	5.5%	5.4%	4.6%	6.2%	4.2%	4.3%	5.7%	5.5%	-0.3%p	-0.8%p	5.6%	5.3%

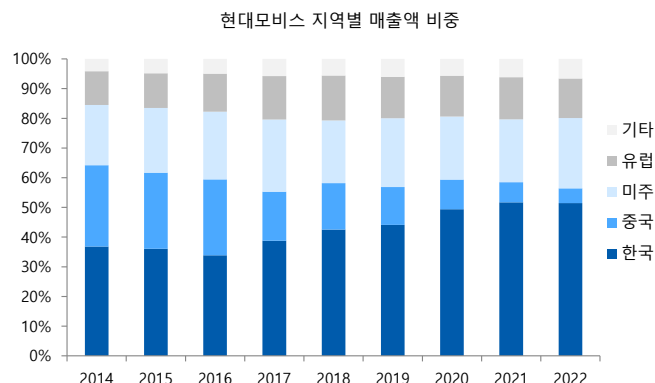
자료: 유안타증권

[그림-1] 현대모비스 주요 매출처 비중



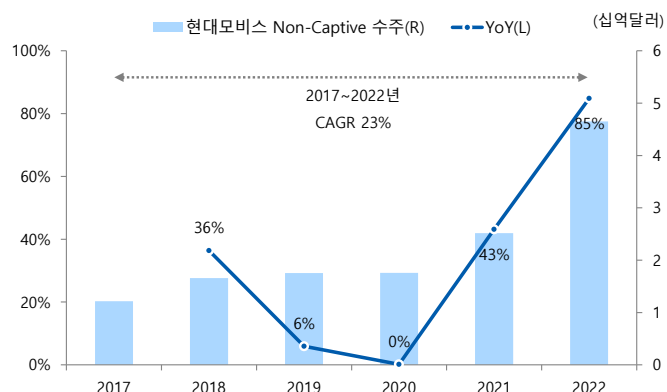
자료: 현대모비스, 주: 현대차와 기아는 각각 종속회사 포함

[그림-2] 현대모비스 지역별 매출액 비중



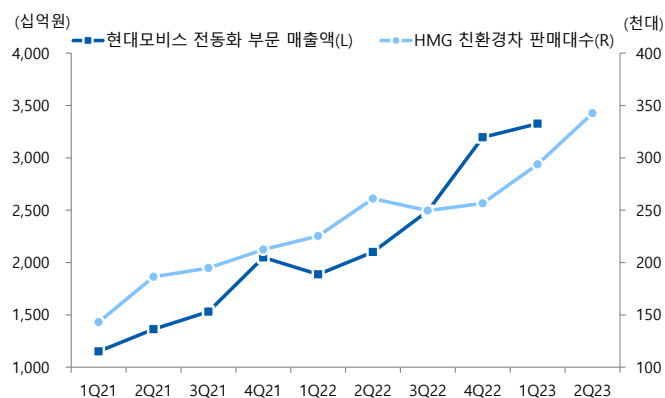
자료: 현대모비스

[그림-3] 현대모비스 Non-Captive 수주금액



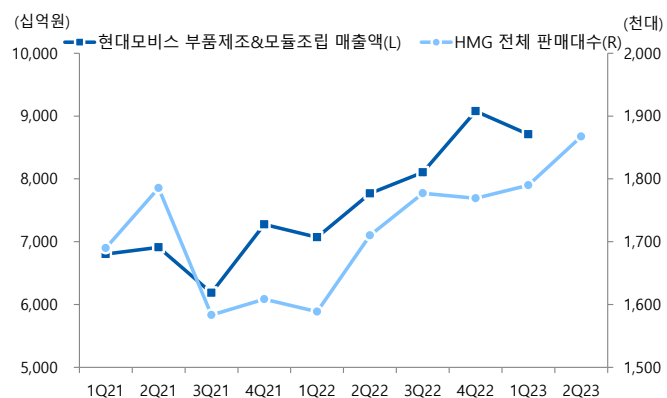
자료: 현대모비스

[그림-4] 현대모비스 전동화 부문 매출액과 HMG 친환경차 판매대수



자료: 현대모비스, 현대차, 기아

[그림-5] 현대모비스 부품제조&모듈조립 매출액과 HMG 전체 판매대수



자료: 현대모비스, 현대차, 기아

현대모비스 (012330) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	417,022	519,063	606,461	677,085	762,035
매출원가	364,376	459,191	537,282	597,129	672,115
매출총이익	52,645	59,872	69,180	79,957	89,920
판매비	32,244	39,606	43,999	49,387	55,583
영업이익	20,401	20,265	25,181	30,570	34,337
EBITDA	28,770	29,246	34,608	40,902	46,161
영업외손익	11,544	13,361	19,031	18,359	18,578
외환관련손익	645	321	-508	-400	-1,000
이자손익	932	1,771	2,459	2,167	2,539
관계기업관련손익	9,222	12,216	17,134	17,012	17,459
기타	744	-947	-54	-421	-421
법인세비용차감전순이익	31,945	33,626	44,212	48,929	52,915
법인세비용	8,321	8,754	10,778	12,721	13,758
계속사업순이익	23,625	24,872	33,434	36,207	39,157
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	23,625	24,872	33,434	36,207	39,157
지배지분순이익	23,523	24,853	33,442	36,226	39,177
포괄순이익	29,108	27,151	45,613	48,387	51,336
지배지분포괄이익	29,000	27,115	45,423	48,147	51,082

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	26,088	21,541	41,638	38,668	54,507
당기순이익	23,625	24,872	33,434	36,207	39,157
감가상각비	7,774	8,362	8,774	9,695	11,203
외환손익	-320	-207	568	400	1,000
중속, 관계기업관련손익	-9,472	-11,406	-17,134	-17,012	-17,459
자산부채의 증감	-4,540	-7,641	11,970	5,696	16,940
기타현금흐름	9,020	7,559	4,025	3,681	3,665
투자활동 현금흐름	-19,534	-16,040	-18,105	-19,619	-23,219
투자자산	-8,940	-4,274	-3,368	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-9,218	-11,344	-15,052	-20,000	-24,000
유형자산 감소	588	781	97	0	0
기타현금흐름	-1,963	-1,202	218	381	781
재무활동 현금흐름	-9,624	-6,385	-6,278	-5,832	-5,832
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	337	1,070	320	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-4,636	-3,681	-3,711	-4,595	-4,595
기타현금흐름	-5,325	-3,773	-2,887	-1,238	-1,238
연결범위변동 등 기타	2,605	206	-10,405	-20,345	-20,976
현금의 증감	-464	-677	6,850	-7,129	4,479
기초 현금	42,024	41,560	40,882	47,733	40,604
기말 현금	41,560	40,882	47,733	40,604	45,083
NOPLAT	20,401	20,265	25,181	30,570	34,337
FCF	16,870	10,197	26,585	18,668	30,507

자료: 유안타증권

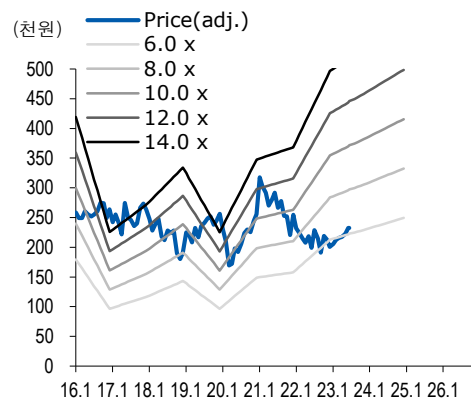
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	235,524	256,597	279,349	293,771	321,782
현금및현금성자산	41,560	40,882	47,733	40,604	45,083
매출채권 및 기타채권	81,336	101,518	113,878	127,407	142,527
재고자산	42,750	52,672	59,025	67,047	75,459
비유동자산	279,302	297,470	319,666	346,746	376,381
유형자산	91,305	93,707	100,137	110,441	123,238
관계기업등 지분관련자산	160,383	171,133	186,839	203,851	221,310
기타투자자산	5,546	9,157	8,851	8,851	8,851
자산총계	514,825	554,067	599,015	640,517	698,164
유동부채	100,770	114,762	128,362	138,161	161,186
매입채무 및 기타채무	68,182	81,437	89,930	99,729	122,754
단기차입금	12,058	14,905	16,341	16,341	16,341
유동성장기부채	4,698	3,930	5,510	5,510	5,510
비유동부채	60,481	61,229	61,244	61,244	61,244
장기차입금	12,385	11,127	9,585	9,585	9,585
사채	3,491	3,493	3,494	3,494	3,494
부채총계	161,251	175,991	189,606	199,406	222,431
지배지분	352,730	377,992	409,245	440,916	475,537
자본금	4,911	4,911	4,911	4,911	4,911
자본잉여금	13,990	13,622	13,622	13,622	13,622
이익잉여금	346,795	369,793	399,119	430,790	465,411
비지배지분	844	84	164	196	196
자본총계	353,575	378,076	409,409	441,112	475,733
순차입금	-72,973	-61,734	-64,098	-56,970	-61,449
총차입금	35,465	36,426	37,950	37,950	37,950

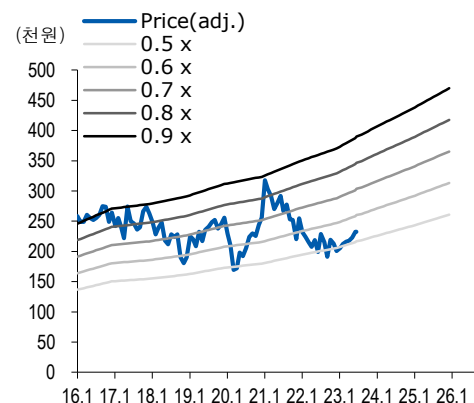
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	24,819	26,302	35,469	38,422	41,552
BPS	387,397	411,514	449,157	483,916	521,914
EBITDAPS	30,353	30,951	36,704	43,379	48,957
SPS	439,978	549,320	643,194	718,095	808,190
DPS	4,000	4,000	5,000	5,000	5,000
PER	11.3	8.1	6.6	6.1	5.6
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	6.8	4.8	4.5	4.0	3.4
PSR	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	13.9	24.5	16.8	11.6	12.5
영업이익 증가율 (%)	11.5	-0.7	24.3	21.4	12.3
지배순이익 증가율 (%)	53.8	5.7	34.6	8.3	8.1
매출총이익률 (%)	12.6	11.5	11.4	11.8	11.8
영업이익률 (%)	4.9	3.9	4.2	4.5	4.5
지배순이익률 (%)	5.6	4.8	5.5	5.4	5.1
EBITDA 마진 (%)	6.9	5.6	5.7	6.0	6.1
ROIC	11.1	9.7	11.0	11.8	12.2
ROA	4.7	4.7	5.8	5.8	5.9
ROE	6.9	6.8	8.5	8.5	8.5
부채비율 (%)	45.6	46.5	46.3	45.2	46.8
순차입금/자기자본 (%)	-20.7	-16.3	-15.7	-12.9	-12.9
영업이익/금융비용 (배)	52.8	26.8	19.5	23.9	26.8

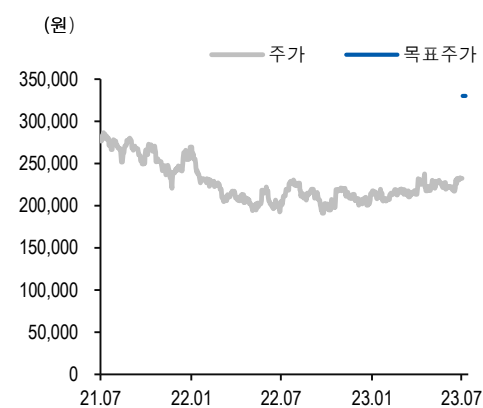
P/E band chart



P/B band chart



현대모비스 (012330) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비 최고(최저) 주가 대비	
2023-07-11	BUY	330,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	91.5
Hold(중립)	8.5
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-07-08

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

한온시스템 (018880)

자동차부품



이현수

02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자 의견	HOLD (I)
목표주가	10,000원 (I)
현재주가 (7/10)	9,070원
상승여력	10%

시가총액	48,416억원
총발행주식수	533,800,000주
60일 평균 거래대금	80억원
60일 평균 거래량	854,339주
52주 고	11,150원
52주 저	7,210원
외인지분율	16.74%
주요주주	한앤코오도홀딩스 50.50%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.1)	8.4	(9.3)
상대	1.5	8.0	(15.4)
절대(달러환산)	(4.2)	9.5	(9.7)

외면하기 어려운 Valuation

자동차 부품 산업 부문 전망은 금일 발간된 별도 보고서 참고 요망

성장을 위했던 투자에 대한 부담, 점차 낮아지는 중

2018년 5.9조원이었던 동사 매출액은 2022년 8.6조원까지 증가. 2021~2022년은 외부 변수(인플레이션 등)에 의한 외형 성장이 있었다면 2019년에는 내부 변수(M&A)가 큰 요인으로 작용. 외부 변수 영향이 컸던 2021~2022년은 원가 부담이 커지며 수익성이 정체 또는 축소 되는 모습 보여. 그러나 수익성에 부담을 주는 내부 요인(자산상각)도 존재. 동사는 1Q23 기준 KOSPI 200 종목 중 17번째로 자산총액 대비 무형자산 비중(21.9%)이 큰 것으로 파악. 무형자산 비중은 업종의 특성 또는 M&A 등의 이슈에 따라 높을 수 있기에 이를 무조건 부정적으로 평가할 수는 없어. 또한 R&D는 미래 성장을 위해 반드시 필요한 부분으로 오히려 그 규모가 작을 경우 부정적 평가를 받을 수 있어. 그럼에도 불구하고 과거 높은 투자(CAPEX, M&A 및 R&D 등) 규모는 현재와 가까운 미래에 부담이 되는 것도 사실. 그렇지만 다소 시일이 걸리더라도 향후 부담이 완화될 가능성은 존재. 매출액 대비 CAPEX 비중은 2018년을 고점으로 2022년까지 낮아지고 있으며 R&D 비중 역시 2019년을 고점으로 낮아진 상황. 2023년 예상 CAPEX 및 R&D 비중은 전년대비 감소한 4% 초반이 될 것으로 추정.

낮지 않은 Valuation, 외면하기는 어려워

동사가 국내, 북미, 유럽 주요 완성차 OEM과의 관계를 지속적으로 유지하고 있다는 점은 글로벌 자동차 부품, 특히 공조 시장에서 가지는 경쟁력에 대해서 의심할 여지가 없다고 판단. 전기차로 대변되는 친환경차 관련 공조 시장에서의 행보 역시 긍정적으로 평가. 2022년말 기준 전체 수주잔고 중 약 60%, New-win 수주잔고 중 약 90%가 친환경차로 파악. 다만, 현 주가(7/6일 종가)는 PER 18배(12M fwd EPS)로 국내외 글로벌 자동차 부품업체 대비 낮지 않은 Valuation. 또한 최근 5년(2018~2022년) 동사 배당 규모를 감안할 때 배당성향보다는 일정 규모의 DPS를 지키려는 모습이 강하게 나타나는데 이는 배당에 대한 가시성을 높이는 긍정적 영향도 있지만 다른 한편으로는 실적이 악화될 때 또는 미래 투자를 위한 사내 유보 자금이 부족할 수 있다는 인식도 줄 수 있어. 3% 중반 수준의 배당수익률을 기대할 수 있는 주가 수준을 반영하여 동사에 대한 Target PER(12M fwd EPS) 20배를 적용, 목표주가 10,000원, 투자 의견 HOLD로 분석 개시.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	23,937	13.6	2.3	23,821	0.5
영업이익	961	60.1	59.7	904	6.4
세전계속사업이익	613	320.6	-8.0	742	-17.3
지배순이익	447	220.4	1.9	594	-24.7
영업이익률 (%)	4.0	+1.1 %pt	+1.4 %pt	3.8	+0.2 %pt
지배순이익률 (%)	1.9	+1.2 %pt	0	2.5	-0.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	73,514	86,277	96,432	99,622
영업이익	3,258	2,566	3,826	4,974
지배순이익	3,085	204	2,245	2,948
PER	28.1	268.3	21.6	16.4
PBR	3.7	2.5	2.0	1.9
EV/EBITDA	13.3	10.4	8.3	7.3
ROE	13.8	0.9	9.7	12.0

자료: 유안타증권

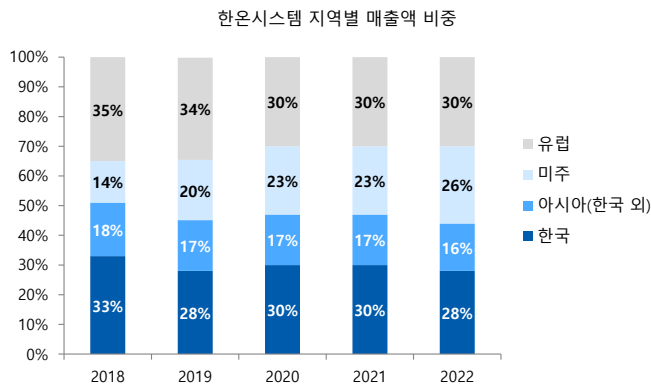
[표-1] 한온시스템 실적 추정

(단위: 십억원)

	2022	2023E	2024E	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	QoQ	YoY	3Q23E	4Q23E
매출액	8,628	9,643	9,962	1,980	2,107	2,196	2,345	2,340	2,394	2.3%	13.6%	2,431	2,479
지역별 비중													
한국	28%	28%	-	28%	30%	23%	31%	28%	-	-	-	-	-
아시아(한국 외)	16%	12%	-	15%	13%	20%	16%	12%	-	-	-	-	-
미주	26%	27%	-	26%	26%	29%	23%	27%	-	-	-	-	-
유럽	30%	33%	-	31%	31%	28%	30%	33%	-	-	-	-	-
고객사별 비중													
HMG	47%	48%	-	46%	48%	47%	47%	48%	-	-	-	-	-
Ford	12%	12%	-	12%	12%	12%	12%	12%	-	-	-	-	-
VW	8%	10%	-	8%	8%	8%	8%	10%	-	-	-	-	-
GM	7%	6%	-	6%	6%	6%	10%	6%	-	-	-	-	-
Stellantis	4%	4%	-	4%	4%	4%	4%	4%	-	-	-	-	-
기타	22%	20%	-	24%	22%	23%	19%	20%	-	-	-	-	-
영업이익	257	383	497	30	60	62	104	60	96	59.7%	60.1%	106	120
이익률	3.0%	4.0%	5.0%	1.5%	2.9%	2.8%	4.4%	2.6%	4.0%	1.4%p	1.2%p	4.4%	4.8%
세전이익	97	312	400	30	15	26	27	67	61	-8.0%	320.6%	77	107
이익률	1.1%	3.2%	4.0%	1.5%	0.7%	1.2%	1.2%	2.8%	2.6%	-0.3%p	1.9%p	3.2%	4.3%
지배순이익	20	225	295	20	14	17	-30	44	45	1.9%	220.4%	56	80
이익률	0.2%	2.3%	3.0%	1.0%	0.7%	0.8%	-1.3%	1.9%	1.9%	0.0%p	1.2%p	2.3%	3.2%

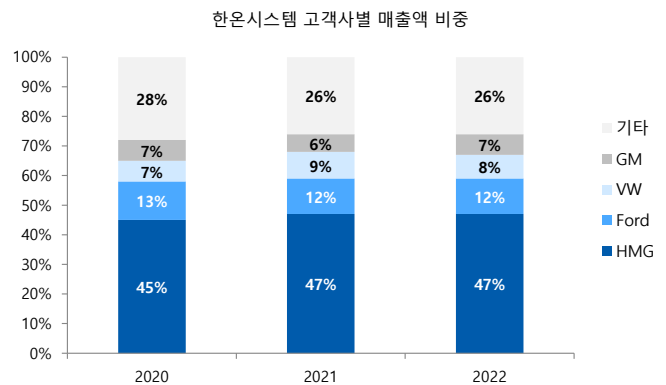
자료: 유안타증권, 주: 2023년 지역별 및 고객사별 비중은 YTD 기준

[그림-1] 한온시스템 지역별 매출액 비중



자료: 한온시스템

[그림-2] 한온시스템 고객사별 매출액 비중



자료: 한온시스템

한온시스템 (018880) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서				(단위: 억원)	
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	73,514	86,277	96,432	99,622	101,970
매출원가	65,024	77,806	86,217	88,038	89,682
매출총이익	8,490	8,471	10,216	11,583	12,287
판매비	5,232	5,905	6,389	6,609	6,765
영업이익	3,258	2,566	3,826	4,974	5,522
EBITDA	8,343	8,145	9,757	11,145	12,192
영업외손익	289	-1,594	-707	-969	-950
외환관련손익	323	341	1,496	1,200	1,200
이자손익	-791	-927	-1,383	-1,394	-1,375
관계기업관련손익	54	89	20	0	0
기타	702	-1,097	-840	-775	-775
법인세비용차감전순손익	3,546	972	3,119	4,005	4,572
법인세비용	439	704	803	961	1,097
계속사업순손익	3,107	267	2,317	3,044	3,475
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,107	267	2,317	3,044	3,475
지배지분순이익	3,085	204	2,245	2,948	3,366
포괄순이익	4,471	862	7,826	8,553	8,985
지배지분포괄이익	4,319	837	7,394	8,058	8,464

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	6,363	3,783	3,949	6,001	7,089
당기순이익	3,107	267	2,317	3,044	3,475
감가상각비	3,747	3,984	4,120	4,278	4,571
외환손익	-131	-66	-1,546	-1,200	-1,200
중속, 관계기업관련손익	-54	-89	-20	0	0
자산부채의 증감	-1,895	-3,731	-4,457	-3,548	-3,390
기타현금흐름	1,590	3,418	3,536	3,427	3,632
투자활동 현금흐름	-5,573	-6,433	-6,954	-7,002	-7,002
투자자산	9	-99	-19	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,877	-3,851	-3,977	-4,000	-4,000
유형자산 감소	42	102	34	0	0
기타현금흐름	-1,747	-2,585	-2,993	-3,002	-3,002
재무활동 현금흐름	-242	2,620	-3,471	-1,752	-1,752
단기차입금	356	3,216	-1,140	0	0
사채 및 장기차입금	1,992	2,014	-80	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-2,098	-1,942	-1,462	-981	-981
기타현금흐름	-492	-668	-789	-770	-770
연결범위변동 등 기타	236	284	3,002	2,605	2,529
현금의 증감	784	254	-3,475	-149	863
기초 현금	13,254	14,038	14,291	10,817	10,668
기말 현금	14,038	14,291	10,817	10,668	11,532
NOPLAT	3,258	2,566	3,826	4,974	5,522
FCF	2,486	-68	-28	2,001	3,089

자료: 유안타증권

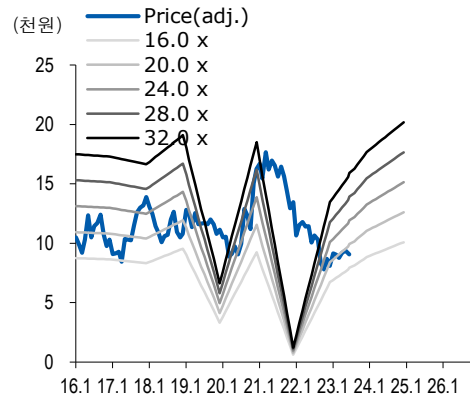
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표					(단위: 억원)
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	35,517	41,948	41,224	41,815	43,258
현금및현금성자산	14,038	14,291	10,817	10,668	11,532
매출채권 및 기타채권	10,016	12,624	13,869	14,229	14,537
재고자산	8,101	9,719	11,129	11,509	11,780
비유동자산	46,820	49,040	51,538	52,367	52,697
유형자산	23,363	23,714	23,706	23,428	22,856
관계기업등 지분관련자산	1,086	718	768	768	768
기타투자자산	371	291	228	228	228
자산총계	82,337	90,988	92,762	94,181	95,955
유동부채	28,135	40,211	40,618	40,948	41,277
매입채무 및 기타채무	15,005	18,505	18,079	18,409	18,738
단기차입금	8,319	14,552	13,807	13,807	13,807
유동성장기부채	3,354	5,196	5,900	5,900	5,900
비유동부채	29,436	27,078	26,690	26,690	26,690
장기차입금	6,613	5,771	5,716	5,716	5,716
사채	17,060	15,466	14,869	14,869	14,869
부채총계	57,571	67,289	67,307	67,638	67,967
지배지분	23,432	22,360	24,016	25,043	26,487
자본금	534	534	534	534	534
자본잉여금	-110	-98	-88	-88	-88
이익잉여금	23,684	22,435	22,730	23,757	25,201
비지배지분	1,334	1,339	1,438	1,501	1,501
자본총계	24,767	23,699	25,454	26,544	27,988
순차입금	23,006	28,369	31,422	31,570	30,707
총차입금	37,254	42,974	42,462	42,462	42,462

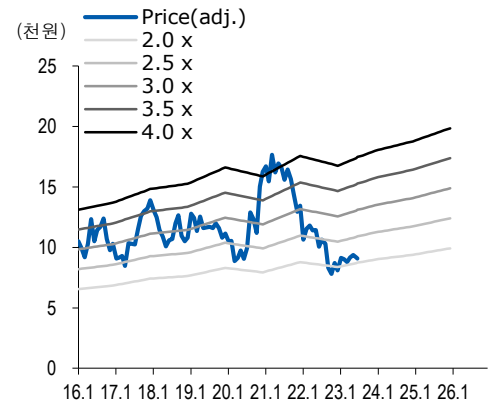
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
EPS	578	38	421	552	631	
BPS	4,391	4,190	4,500	4,693	4,963	
EBITDAPS	1,563	1,526	1,828	2,088	2,284	
SPS	13,772	16,163	18,065	18,663	19,103	
DPS	360	360	360	360	360	
PER	28.1	268.3	21.6	16.4	14.4	
PBR	3.7	2.5	2.0	1.9	1.8	
EV/EBITDA	13.3	10.4	8.3	7.3	6.6	
PSR	1.2	0.6	0.5	0.5	0.5	

재무비율				(단위: 배, %)	
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	7.0	17.4	11.8	3.3	2.4
영업이익 증가율 (%)	3.2	-21.2	49.1	30.0	11.0
지배순이익 증가율 (%)	179.5	-93.4	998.4	31.3	14.2
매출총이익률 (%)	11.5	9.8	10.6	11.6	12.1
영업이익률 (%)	4.4	3.0	4.0	5.0	5.4
지배순이익률 (%)	4.2	0.2	2.3	3.0	3.3
EBITDA 마진 (%)	11.3	9.4	10.1	11.2	12.0
ROIC	6.5	1.5	5.4	6.9	7.5
ROA	3.8	0.2	2.4	3.2	3.5
ROE	13.8	0.9	9.7	12.0	13.1
부채비율 (%)	232.5	283.9	264.4	254.8	242.8
순차입금/자기자본 (%)	98.2	126.9	130.8	126.1	115.9
영업이익/금융비용 (배)	3.8	2.4	2.3	3.0	3.4

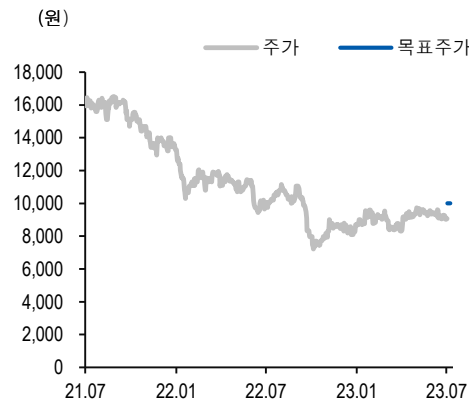
P/E band chart



P/B band chart



한온시스템 (018880) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비 최고(최저) 주가 대비	
2023-07-11	HOLD	10,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	91.5
Hold(중립)	8.5
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-07-08

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

HL만도 (204320)

자동차부품



이현수

02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	73,000원 (I)
현재주가 (7/10)	53,100원
상승여력	37%

시가총액	24,934억원
총발행주식수	46,957,120주
60일 평균 거래대금	135억원
60일 평균 거래량	276,864주
52주 고	57,500원
52주 저	40,300원
외인지분율	25.94%
주요주주	한라홀딩스 외 3인 30.26%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	12.4	15.4	9.5
상대	17.8	15.0	2.1
절대(달러환산)	11.1	16.6	9.0

어제보다 나은 오늘, 오늘보다 나은 내일

자동차 부품 산업 부문 전망은 금일 발간된 별도 보고서 참고 요망

긴 시간 어려웠던 시기는 지나간 듯 보여

동사는 2014년 인적분할 이후 2015~2016년 5%대의 OPM을 기록했지만 2017~2022년, 6년 동안은 연간 기준 4% OPM을 달성한 해를 찾아볼 수 없어. 이 기간 동안 수익성에 부정적 영향을 미친 주요 요인을 살펴본다면 1) 2017~2019년: 2016년 기준 중국 매출에서 약 50%를 차지하던 HMG향 판매 급감, 2) 2020년: COVID-19, 3) 2021~2022년: 원가 부담 증가로 정리해볼 수 있어.

중국 시장의 경우 2017년 직후에는 자의 반 타의 반으로 매출처 다변화를 위해 수익성을 일부 양보했을 것으로 사료되나 2020년부터는 매출처 다변화에 따른 효과가 매출액 증가 및 수익성 회복에 도움을 주고 있는 것으로 관측. 2021~2022년은 M&A 및 완성차 업체 개선 등에 따라 2년 연속 두 자릿수 이상의 매출액 증가를 나타냈으나 원가 부담에 따라 의미 있는 수익성 회복은 이루지 못한 것으로 판단. 하지만 2023년 하반기부터는 원가 부담 감소가 예상되는 바 4% 수준의 OPM 달성이 가능할 것으로 추정.

성장과 수익성, 두 마리 토끼 노리는 중

지역별로는 인도 시장의 성장세가 이어지고 있어. 2019년까지 꾸준한 성장세를 이어가던 인도 시장은 2020년 COVID-19로 인해 매출이 감소했으나 2021~2022년, 2년 연속 30%를 상회하는 매출 증가(연결조정 후 기준) 나타내. 수익성(OPM) 측면에서도 타 지역 대비 높은 수준으로 추정되는 바 매출액 증가가 전체 OPM 개선에도 긍정적 영향을 미치고 있는 중. 2017년 중국 시장에서는 외부 환경에 의해 매출처 다변화가 진행됐다면 인도 시장은 선제적으로 매출처 다변화를 가져갈 예정으로 현재 주요 매출처 및 현지 시장의 성장보다 더 빠른 매출 증가가 나타날 것으로 판단.

ADAS 부문(HL클레무브)은 높은 성장성을 지닌 산업 특성에도 불구하고 해외 현지 생산공장 부재 등으로 매출이 정체되는 모습을 보였으나 2022년 하반기 투자를 시작한 멕시코 공장이 2024년 상반기부터 가동될 것으로 예상됨에 따라 신규 성장 동력을 확보할 것으로 예상. 2023년 하반기부터 외형 성장과 수익성 개선이 예상됨에 따라 동사에 대해 Target PER(2024E EPS) 12.0배를 적용하여 목표주가 73,000원, 투자 의견 BUY로 분석 개시.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	21,202	26.3	6.2	21,060	0.7
영업이익	802	75.4	14.2	797	0.6
세전계속사업이익	851	23.6	20.2	804	5.8
지배순이익	625	74.2	59.1	564	10.8
영업이익률 (%)	3.8	+1.1 %pt	+0.3 %pt	3.8	0
지배순이익률 (%)	2.9	+0.8 %pt	+0.9 %pt	2.7	+0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	61,474	75,162	84,726	90,851
영업이익	2,323	2,481	3,347	4,059
지배순이익	1,671	983	2,184	2,845
PER	18.0	24.1	11.4	8.8
PBR	1.5	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.8	6.7	5.9	5.1
ROE	9.3	4.8	9.6	11.2

자료: 유안타증권

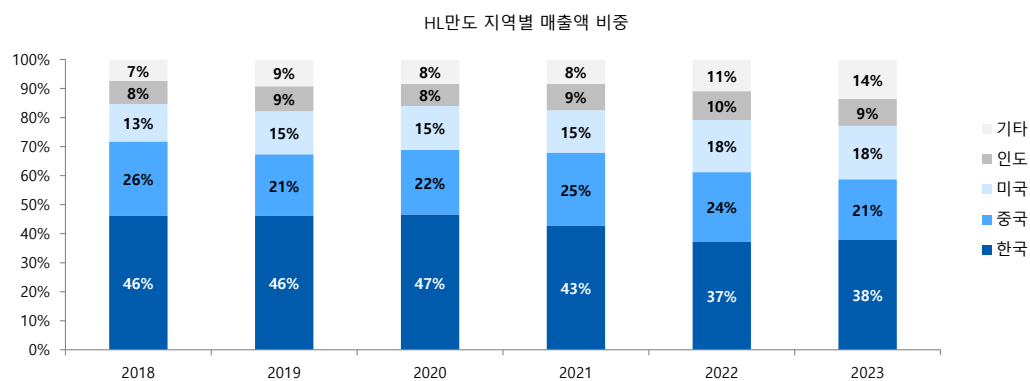
[표-1] HL 만도 실적 추정

(단위: 십억원)

	2022	2023E	2024E	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	QoQ	YoY	3Q23E	4Q23E
매출액	7,516	8,473	9,085	1,688	1,679	1,968	2,181	1,997	2,120	6.2%	26.3%	2,150	2,206
HL 클레무브(연결)	1,366	1,502	1,621	307	325	340	394	365	374	2.4%	15.1%	378	385
HL 클레무브 외	6,150	6,970	7,464	1,381	1,354	1,628	1,787	1,632	1,746	7.0%	29.0%	1,771	1,821
지역별 비중													
한국	37%	38%		39%	41%	33%	37%	38%	-	-	-	-	-
중국	24%	21%	-	25%	19%	26%	25%	21%	-	-	-	-	-
북미	23%	23%	-	22%	23%	24%	22%	23%	-	-	-	-	-
인도	10%	9%	-	10%	11%	10%	9%	9%	-	-	-	-	-
기타	6%	9%	-	5%	6%	7%	7%	9%	-	-	-	-	-
고객사별 비중													
HMG	51%	50%	-	50%	55%	49%	49%	50%	-	-	-	-	-
GM	9%	7%	-	9%	9%	9%	8%	7%	-	-	-	-	-
China Local	12%	9%	-	12%	11%	13%	12%	9%	-	-	-	-	-
Europe	4%	5%	-	4%	4%	3%	3%	5%	-	-	-	-	-
기타	25%	29%	-	25%	21%	26%	27%	29%	-	-	-	-	-
영업이익	248	335	406	69	46	77	57	70	80	14.2%	75.4%	87	97
이익률	3.3%	4.0%	4.5%	4.1%	2.7%	3.9%	2.6%	3.5%	3.8%	0.3%p	1.1%p	4.1%	4.4%
세전이익	230	313	387	53	69	180	-72	71	85	20.2%	23.6%	87	70
이익률	3.1%	3.7%	4.3%	3.1%	4.1%	9.1%	-3.3%	3.5%	4.0%	0.5%p	-0.1%p	4.0%	3.2%
지배순이익	98	218	284	30	36	129	-97	39	62	59.1%	74.2%	65	52
이익률	1.3%	2.6%	3.1%	1.8%	2.1%	6.6%	-4.4%	2.0%	2.9%	1.0%p	0.8%p	3.0%	2.4%

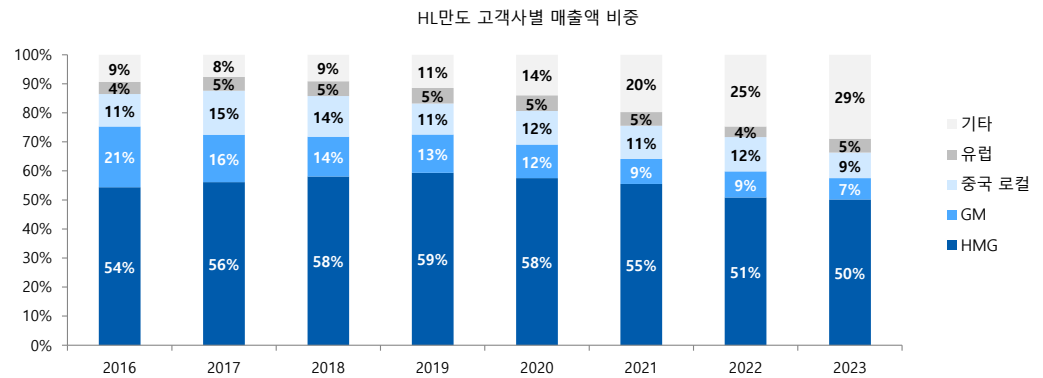
자료: 유안타증권, 주: 2023년 지역별 및 고객사별 비중은 YTD 기준

[그림-1] HL 만도 지역별 매출액 비중



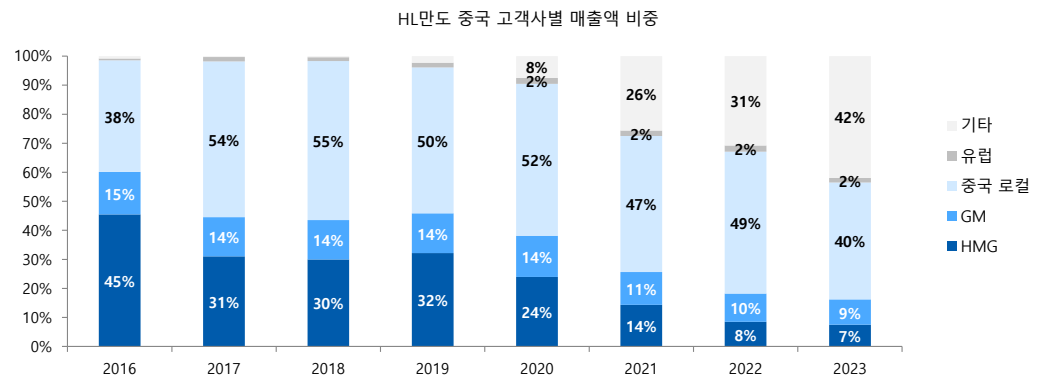
자료: HL 만도, 주: 2023년은 1Q23 기준

[그림-2] HL 만도 고객사별 매출액 비중



자료: HL 만도, 주: 2023 년은 1Q23 기준

[그림-3] HL 만도 중국 고객사별 매출액 비중



자료: HL 만도, 주: 2023 년은 1Q23 기준

HL 만도 (204320) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					(단위: 억원)
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	61,474	75,162	84,726	90,851	96,867
매출원가	52,461	65,101	72,804	77,608	82,337
매출총이익	9,013	10,060	11,922	13,243	14,530
판매비	6,690	7,579	8,575	9,184	9,792
영업이익	2,323	2,481	3,347	4,059	4,738
EBITDA	5,591	5,869	6,615	7,436	5,108
영업외손익	-42	-181	-221	-190	-201
외환관련손익	169	106	540	840	780
이자손익	-427	-388	-227	-349	-300
관계기업관련손익	102	-22	-3	0	0
기타	114	123	-531	-681	-681
법인세비용차감전순손익	2,281	2,300	3,126	3,869	4,537
법인세비용	495	1,117	853	929	1,089
계속사업순손익	1,786	1,183	2,274	2,941	3,448
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,786	1,183	2,274	2,941	3,448
지배지분순이익	1,671	983	2,184	2,845	3,336
포괄순이익	3,372	2,622	5,014	5,681	6,189
지배지분포괄이익	3,183	2,463	4,719	5,362	5,842

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	4,127	-133	4,443	3,697	1,126
당기순이익	1,786	1,183	2,274	2,941	3,448
감가상각비	2,803	3,044	2,974	3,066	0
외환손익	-47	98	-661	-840	-780
중속, 관계기업관련손익	-102	22	3	0	0
자산부채의 증감	-1,401	-5,402	-1,807	-3,266	-3,398
기타현금흐름	1,088	922	1,661	1,796	1,856
투자활동 현금흐름	-3,766	-1,374	-4,068	-4,359	-759
투자자산	7	-701	-24	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,073	-3,123	-3,215	-3,600	0
유형자산 감소	387	3,433	24	0	0
기타현금흐름	-2,088	-982	-852	-759	-759
재무활동 현금흐름	2,290	-2,448	933	-87	-87
단기차입금	-634	132	538	0	0
사채 및 장기차입금	3,165	-2,559	552	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-87	-477	-336	-336	-336
기타현금흐름	-155	455	179	249	249
연결범위변동 등 기타	258	353	2,417	2,141	1,938
현금의 증감	2,908	-3,602	3,726	1,392	2,218
기초 현금	5,614	8,523	4,921	8,646	10,039
기말 현금	8,523	4,921	8,646	10,039	12,257
NOPLAT	2,323	2,481	3,347	4,059	4,738
FCF	2,054	-3,256	1,228	97	1,126

자료: 유안타증권

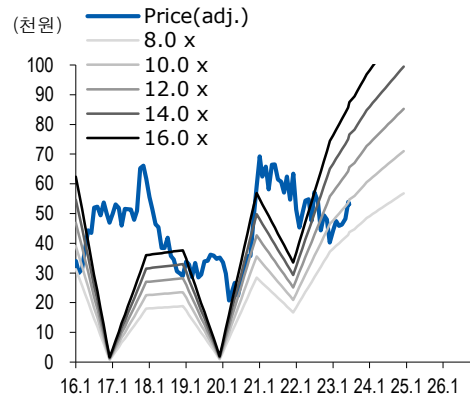
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표				(단위: 억원)	
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	29,443	29,803	35,880	38,912	42,843
현금및현금성자산	8,523	4,921	8,646	10,039	12,257
매출채권 및 기타채권	14,121	15,584	17,202	18,331	19,516
재고자산	5,441	6,652	7,468	7,979	8,508
비유동자산	27,601	28,655	29,443	30,066	30,096
유형자산	21,930	21,167	21,889	22,423	22,423
관계기업등 지분관련자산	585	325	325	325	325
기타투자자산	1,631	2,022	2,192	2,192	2,192
자산총계	57,044	58,458	65,322	68,978	72,940
유동부채	21,296	21,508	26,017	26,936	27,797
매입채무 및 기타채무	12,817	12,965	15,323	16,242	17,103
단기차입금	1,272	1,694	2,314	2,314	2,314
유동성장기부채	5,977	5,876	6,927	6,927	6,927
비유동부채	15,305	14,213	13,895	13,895	13,895
장기차입금	5,840	4,948	5,090	5,090	5,090
사채	8,280	6,889	6,391	6,391	6,391
부채총계	36,601	35,721	39,913	40,831	41,693
지배지분	19,545	21,574	24,148	26,758	29,859
자본금	470	470	470	470	470
자본잉여금	6,031	6,031	6,031	6,031	6,031
이익잉여금	9,155	10,827	12,757	15,367	18,468
비지배지분	897	1,163	1,262	1,388	1,388
자본총계	20,443	22,737	25,410	28,146	31,247
순차입금	12,859	14,640	12,860	11,468	9,250
총차입금	21,655	20,665	21,964	21,964	21,964

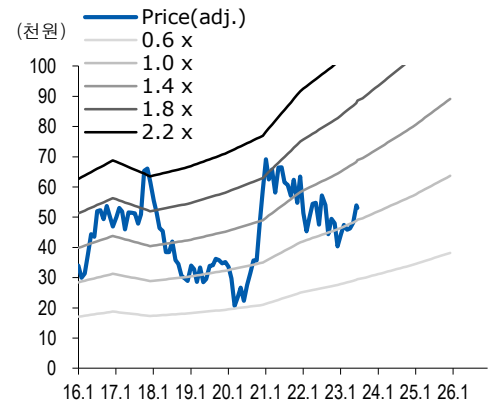
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
EPS	3,559	2,093	4,651	6,058	7,104	
BPS	41,672	45,998	51,485	57,049	63,661	
EBITDAPS	11,907	12,499	14,088	15,835	10,877	
SPS	130,916	160,064	180,433	193,476	206,288	
DPS	800	500	500	500	500	
PER	18.0	24.1	11.4	8.8	7.5	
PBR	1.5	1.1	1.0	0.9	0.8	
EV/EBITDA	7.8	6.7	5.9	5.1	7.0	
PSR	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
매출액 증가율 (%)	10.5	22.3	12.7	7.2	6.6	
영업이익 증가율 (%)	161.9	6.8	34.9	21.3	16.7	
지배순이익 증가율 (%)	2,787.0	-41.2	122.2	30.2	17.3	
매출총이익률 (%)	14.7	13.4	14.1	14.6	15.0	
영업이익률 (%)	3.8	3.3	4.0	4.5	4.9	
지배순이익률 (%)	2.7	1.3	2.6	3.1	3.4	
EBITDA 마진 (%)	9.1	7.8	7.8	8.2	5.3	
ROIC	6.6	4.1	7.4	9.0	10.2	
ROA	3.1	1.7	3.5	4.2	4.7	
ROE	9.3	4.8	9.6	11.2	11.8	
부채비율 (%)	179.0	157.1	157.1	145.1	133.4	
순차입금/자기자본 (%)	65.8	67.9	53.3	42.9	31.0	
영업이익/금융비용 (배)	4.6	4.3	7.6	6.9	8.1	

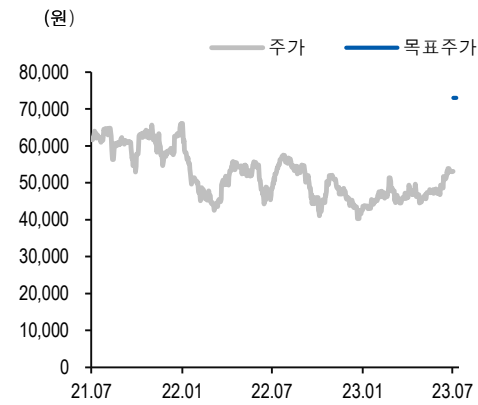
P/E band chart



P/B band chart



HL 만도 (204320) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-07-11	BUY	73,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	91.5
Hold(중립)	8.5
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-07-08

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.