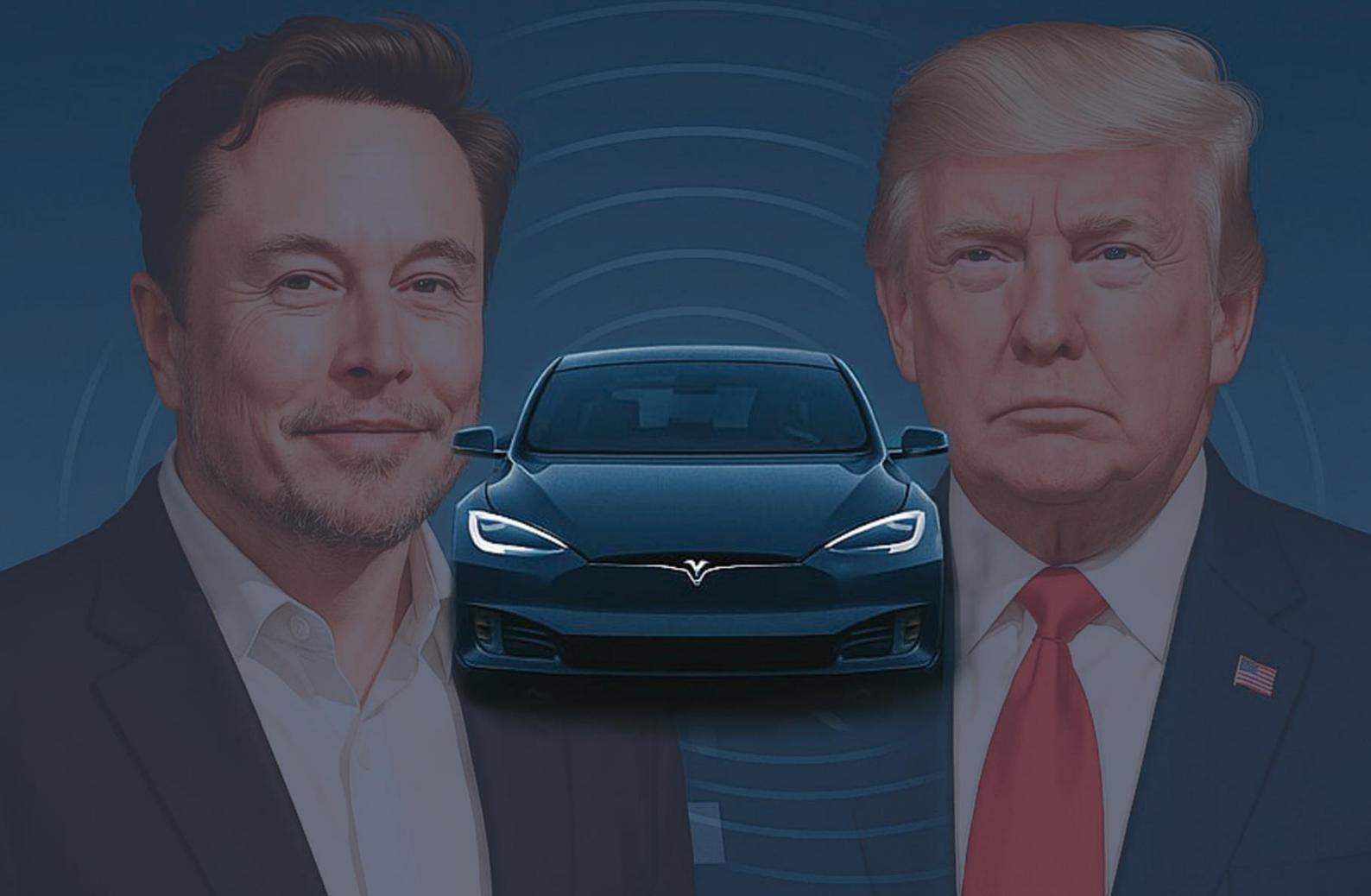


그림1.

자율주행 르네상스

(Feat. 도로 위의 AI 전쟁)



CONTENTS



| | |
|---|-----|
| [산업분석] | 5 |
| 1. 눈 앞으로 다가온 자율주행 시대 | 6 |
| 2. 기초 인공지능 기술부터 자율주행까지 | 20 |
| 3. 자율주행 르네상스(Tesla Vs. 중국) | 68 |
| 4. 놓쳐서는 안되는 변화, SDV | 136 |
| 5. 모든 자동차 업체가 살아남을 수는 없다 | 167 |
| 6. 스마트카 시대, 배터리 산업의 기회와 고민 | 181 |
| 7. 자율주행의 숨은 주인공, 전장(센서, SoC, MLCC, 디지털콕핏) | 200 |
| 8. 투자전략 | 244 |
| | |
| [기업분석] | 250 |
| LG에너지솔루션(373220) 탄탄한 고객 포트폴리오 기반 성장세 전망 | 251 |
| 현대차(005380) 로봇, 자율주행의 스포트라이트를 기다리며… | 258 |
| 기아(000270) 로봇, 자율주행의 스포트라이트를 기다리며… | 263 |
| 현대모비스(012330) 현대차, GM과의 관계 강화를 기다리며… | 267 |
| 삼성SDI(006400) 유럽 EV 수요 반등에도 1Q25 실적 부진 예상 | 272 |
| 삼성전기(009150) 자율주행 시대의 주인공 | 279 |
| 에코프로비엠(247540) 여전히 높은 벨류에이션 부담 | 286 |
| 현대오토에버(307950) SW 계열사로서의 역할 확대를 기다리며… | 292 |
| 엘앤에프(066970) 하반기 주력 고객사 로보택시 상용화 모멘텀 | 296 |
| 아모텍(052710) 중국 최대 전기차형 MLCC 공급 순항중 | 303 |
| 에스오에스랩(464080) 글로벌 LiDAR 시장 재편 속 수혜 | 308 |
| Tesla(TSLA-US) 전 세계에서 자율주행을 가장 잘 하는 업체 | 313 |
| Xpeng(9868-HK) Tesla의 길을 묵묵히 따라가는 중 | 318 |

Summary

최근 생성형 AI의 급격한 발전은 기술 산업 전반에 근본적인 변화를 촉발하고 있다. 특히 NVIDIA가 CES2025에서 제시한 'Physical AI'는 AI 기술이 물리적 세계와 직접 상호작용하는 새로운 전환점을 의미하며, 자율주행 기술이 그 중심에 서 있다. AI가 실시간 판단과 물리적 제어를 수행하는 대표적 사례가 바로 자율주행차다.

자율주행 기술은 더 이상 먼 미래의 이야기가 아니다. 이제는 글로벌 자동차 산업의 전략적 중심축이자 기업의 기술 경쟁력을 가늠하는 핵심 지표로 자리 잡고 있다. 전통적인 완성차 제조사는 물론 빅테크, 반도체 기업들까지 뛰어들며 전 산업 분야의 기술, 데이터, AI 역량을 총동원하는 경쟁의 장으로 진화하고 있다. 이 치열한 경쟁 구도에서 기술의 완성도와 상용화 속도 측면에서 가장 앞서 있는 기업은 Tesla이다. Tesla는 SDV와 AI 기반 자율주행 기술 개념을 가장 먼저 구현한 기업으로, FSD 기능을 자사 전기차 전 모델에 적용해 수백만 대의 차량에서 실제 데이터를 수집하고 있다. 이 데이터를 기반으로 지속적인 OTA 업데이트와 AI 학습이 이뤄지며, 자율주행 성능이 점점 고도화되고 있다. 특히 Tesla의 FSD V12가 상용화되면서 글로벌 자율주행 기술의 지향점은 'E2E AI+맵리스 주행'으로 빠르게 수렴되고 있다. 이를 통해 Tesla는 2025년 하반기부터 미국 일부 지역에서 무인 로보택시 서비스를 상용화할 예정이며, 중장기적으로는 로보택시 전용 자율주행 차량인 사이버캡 생산도 본격화할 계획이다.

Tesla 입장에서 남은 것은 자율주행 상용화의 남은 장애물은 규제라고 볼 수 있다. 미국 내에서는 정치 성향에 따라 규제 방향이 갈리며, 트럼프 행정부가 규제 완화에 우호적인 입장을 보임에 따라 일론 머스크의 상용화 전략과 정치적 행보는 긴밀하게 연결되어 있다. 일론 머스크는 공화당과의 정치적 협력을 통해 규제 완화를 유도하고 있으며, 이에 따라 자율주행 관련 법과 정책도 점진적으로 Tesla에 유리하게 변화하고 있다.

최근 1~2년 사이 중국 자율주행 산업도 눈에 띠는 진전을 보이며 단순한 기술 추격 단계를 넘어 실질적 상용화와 플랫폼 경쟁의 전면으로 진입하고 있다. Huawei, Xpeng, Li Auto, Xiaomi, BYD 등 빅테크, 신생 자동차 기업들은 민첩한 시장 대응과 기술 혁신을 바탕으로 지능형 자율주행 분야에서 돌파구를 마련하고 있다. 과거에는 미래 기술로 여겨졌던 도심 자율주행이 이제는 실제 도로 위에서 구현되고 있으며, 이러한 흐름 속에서 중국 주요 자율주행 기업들은 이 패러다임 전환을 명확히 인식하고, 독자적인 알고리즘 개발, 클라우드 연산 인프라 확보, 차량 통합 제어 기술 내재화에 박차를 가하고 있다.

자율주행차의 등장은 자동차 산업 전반에 걸쳐 거대한 구조적 변화를 불러올 것으로 예상된다. 자율주행 시대는 과거 스마트폰 혁명과 유사한 산업 재편을 초래할 가능성이 크다. 당시 Motorola, Nokia, RIM, LG전자 MC사업부 등이 사라졌듯이 전기차, SDV, AI 기반 자율주행 기술 대응이 늦은 전통 완성차 OEM은 시장에서 도태될 수 있다. 반면 기술을 선점한 기업은 산업의 주도권을 장악할 수 있다. Tesla를 비롯한 소수 기업이 자율주행과 AI 기반 모빌리티 혁신을 주도하는 상황에서 산업 전반에 걸친 전략적 재편과 선제 대응이 필요하다.

본 보고서는 AI와 자율주행 기술의 발전 현황을 심도 있게 분석하고, 다가오는 자율주행 시대에 자동차, 배터리, 전장(센서, SoC, MLCC, 디지털콕핏)등의 각 산업군이 직면할 변화와 기회 요인을 종합적으로 살펴보고자 한다. 더불어 자율주행 기술이 다양한 산업과 사회 전반에 미칠 영향력을 명확히 이해하고, 이에 대비할 수 있는 전략적 통찰과 미래 지향적 방향성을 제시하는데 목적이 있다. 자율주행 시대가 언제부터 본격적으로 열릴지는 누구도 단언할 수 없지만 최근 AI 기술의 비약적 발전과 함께 그 시점은 예상보다 훨씬 더 빠르게 다가오고 있다. 지금 이 시점에서 충분히 고민해볼 만한 주제임은 분명하다.



산업분석

1. 눈 앞으로 다가온 자율주행 시대
2. 기초 인공지능 기술부터 자율주행까지
3. 자율주행 르네상스(Tesla Vs. 중국)
4. 놓쳐서는 안되는 변화, SDV
5. 모든 자동차 업체가 살아남을 수는 없다
6. 스마트카 시대, 배터리 산업의 기회와 고민
7. 자율주행의 숨은 주인공, 전장(센서, SoC, MLCC, 디지털콕핏)
8. 투자전략



기업분석

LG에너지솔루션(373220) 탄탄한 고객 포트폴리오 기반 성장세 전망

현대차(005380) 로봇, 자율주행의 스포트라이트를 기다리며…

기아(000270) 로봇, 자율주행의 스포트라이트를 기다리며…

현대모비스(012330) 현대차, GM과의 관계 강화를 기다리며…

삼성SDI(006400) 유럽 EV 수요 반등에도 1Q25 실적 부진 예상

삼성전기(009150) 자율주행 시대의 주인공

에코프로비엠(247540) 여전히 높은 밸류에이션 부담

현대오토에버(307950) SW 계열사로서의 역할 확대를 기다리며…

엘앤에프(066970) 하반기 주력 고객사 로보택시 상용화 모멘텀

아모텍(052710) 중국 최대 전기차향 MLCC 공급 순항중

에스오에스랩(464080) 글로벌 LiDAR 시장 재편 속 수혜

Tesla(TSLA-US) 전 세계에서 자율주행을 가장 잘 하는 업체

Xpeng(9868-HK) Tesla의 길을 뚝뚝히 따라가는 중

LG에너지솔루션(373220)

탄탄한 고객 포트폴리오 기반 성장세 전망

[이차전지/디스플레이]

정원석 2122-9203 wschung@imfnsec.com

자율주행 상용화가 전기차 시장과 배터리 산업 견인할 전망

자율주행 시대의 도래는 자동차 산업의 전동화 흐름을 더욱 가속화할 것이다. 전기차 시장의 확산을 위해서는 단순히 친환경성이나 경제성에만 기대기보다 내연기관차와 차별화된 명확한 부가가치를 제공하는 것이 중요하다. 그 해답 중 하나가 바로 완전자율주행이다. 특히 자율주행 구현을 위한 필수 조건인 SDV는 내연기관차보다 전기차 플랫폼에서 훨씬 효율적이다. 향후 자율주행 시대가 본격화되면 전통적 완성차 OEM들에게 상당한 도전과 위협으로 작용해 기술력이 부재한 업체들은 도태될 가능성이 높을 것으로 전망된다. 이는 장기 공급 계약을 맺은 배터리 셀, 소재 업체들에게도 직접적인 리스크로 작용할 수 있다. 주력 고객사가 경쟁력을 잃을 경우 장기 공급 계약 자체가 무의미해질 수 있기 때문이다. 따라서 국내 배터리 셀, 소재 업체들은 현재의 고객 포트폴리오를 다시 점검하고, 자율주행 시대에서도 살아남을 가능성이 높은 기업들과 협업을 강화하기 위한 노력이 필수적이다. 장기적인 안목으로 고객사의 미래 생존 가능성을 고려한 선별적 제휴 전략이 무엇보다 중요하다.

견조한 미국 주력 고객사 배터리 수요로 1Q25 양호한 실적 예상

동사의 1Q25 실적은 매출액 6.0조원(-2% YoY, -7% QoQ), 영업이익 1,630억원(+4% YoY, 흑전 QoQ)을 기록하며 시장 기대치를 상회할 것으로 전망된다. 당초 우려 대비 양호한 실적이 예상되는 주요 요인으로는 ① 우호적인 원-달러 환율, ② 미국 주력 고객사향 배터리 수요 회복에 AMPC 효과, ③ 비상경영체제를 통한 내부 비용 절감 등의 노력 등이 긍정적으로 작용하고 있는 것으로 보인다. 다만 올해 들어 유럽 전기차 판매량이 뚜렷하게 반등했음에도 불구하고 시장 내 높은 재고 수준과 중국 업체들과의 점유율 경쟁 등의 영향으로 상반기 내 의미 있는 수요 회복세를 기대하기 쉽지 않은 분위기이다. 국내 배터리 셀 업체들의 수익성 측면에서 절대적인 비중을 차지하고 있는 미국 시장의 중요성이 더욱 커지고 있다.

매수 투자의견과 목표주가 유지

동사에 대한 매수 투자의견과 목표주가를 유지한다. 2024년 기준 동사의 Tesla, GM, VW, 현대차 등 미래 자동차 기술 패러다임 전환에서도 살아남아 시장 지배력을 보여줄 가능성 높은 고객사 비중이 약 75~80%로 국내 배터리 셀 업체 중 가장 안정적인 고객 포트폴리오를 바탕으로 높은 시장 영향력을 유지하고 있는 것으로 판단된다. 현 주가는 2027년 예상 실적 기준 P/E 18.9배 수준으로 전세계 동종 업종 내 베류에이션 매력도가 높지는 않다. 다만 올해 하반기에 Tesla의 완전자율주행 기반 로보택시 사업이 상용화된다면 AI 기반 자율주행 기술 선도 업체인 Tesla향 배터리 셀, 소재 업체들의 주가 상승 모멘텀이 강화될 것으로 예상되는 바 종장기적인 관점에서 긍정적인 의견을 유지한다.

Buy (Maintain)

| | |
|----------------|--------------|
| 목표주가(12M) | 450,000원(유지) |
| 종가(2025.04.01) | 328,000원 |
| 상승여력 | 37.2 % |

Stock Indicator

| | |
|-----------|------------------|
| 자본금 | 117십억원 |
| 발행주식수 | 23,400만주 |
| 시가총액 | 76,752십억원 |
| 외국인지분율 | 4.4% |
| 52주 주가 | 321,000~436,500원 |
| 60일평균거래량 | 247,056주 |
| 60일평균거래대금 | 86.3십억원 |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|------|-------|-------|-------|
| 절대수익률 | -6.8 | -5.2 | -19.7 | -16.5 |
| 상대수익률 | -6.4 | -10.3 | -18.1 | -8.1 |

Price Trend



| FY | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|--------|---------|---------|---------|
| 매출액(십억원) | 25,620 | 28,153 | 33,798 | 38,099 |
| 영업이익(십억원) | 575 | 1,865 | 4,198 | 5,792 |
| 순이익(십억원) | -1,019 | 906 | 2,884 | 3,958 |
| EPS(원) | -4.354 | 3.872 | 12,323 | 16,914 |
| BPS(원) | 90,240 | 106,415 | 131,040 | 160,256 |
| PER(배) | | 84.7 | 26.6 | 19.4 |
| PBR(배) | | 3.9 | 2.5 | 2.0 |
| ROE(%) | -4.9 | 3.9 | 10.4 | 11.6 |
| 배당수익률(%) | | | | |
| EV/EBITDA(배) | 25.6 | 13.3 | 8.5 | 5.8 |

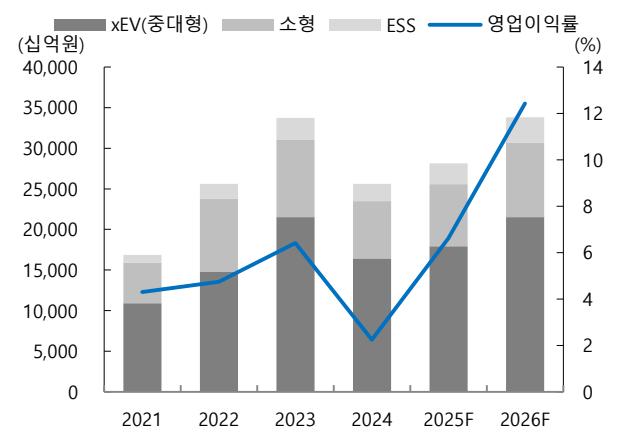
주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. LG에너지솔루션 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25F | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 6,129 | 6,162 | 6,878 | 6,451 | 6,007 | 6,405 | 7,564 | 8,178 | 33,745 | 25,620 | 28,153 | 33,798 |
| xEV(중대형) | 3,791 | 3,971 | 4,519 | 4,146 | 3,915 | 4,089 | 4,846 | 5,070 | 21,517 | 16,427 | 17,920 | 21,505 |
| 소형 | 2,105 | 1,801 | 1,579 | 1,565 | 1,600 | 1,798 | 2,040 | 2,208 | 9,503 | 7,050 | 7,646 | 9,163 |
| ESS | 232 | 390 | 780 | 741 | 492 | 518 | 678 | 899 | 2,725 | 2,143 | 2,587 | 3,130 |
| YoY 증감률 | -30% | -30% | -16% | -19% | -2% | 4% | 10% | 27% | 32% | -24% | 10% | 20% |
| QoQ 증감률 | -23% | 1% | 12% | -6% | -7% | 7% | 18% | 8% | | | | |
| 매출원가 | 5,205 | 5,469 | 5,621 | 5,919 | 5,210 | 5,602 | 6,456 | 7,066 | 28,802 | 22,214 | 24,334 | 28,202 |
| 매출원가율 | 85% | 89% | 82% | 92% | 87% | 87% | 85% | 86% | 85% | 87% | 86% | 83% |
| 매출총이익 | 924 | 693 | 1,257 | 532 | 797 | 803 | 1,108 | 1,111 | 4,943 | 3,406 | 3,819 | 5,596 |
| 매출총이익률 | 15% | 11% | 18% | 8% | 13% | 13% | 15% | 14% | 15% | 13% | 14% | 17% |
| 판매비 및 관리비 | 956 | 945 | 1,275 | 1,135 | 1,004 | 945 | 1,079 | 1,049 | 3,457 | 4,311 | 4,077 | 4,864 |
| 판관비율 | 16% | 15% | 19% | 18% | 17% | 15% | 14% | 13% | 10% | 17% | 14% | 14% |
| 영업이익 | 157 | 195 | 448 | -226 | 163 | 280 | 654 | 767 | 2,163 | 575 | 1,865 | 4,198 |
| (APMC) | 189 | 448 | 466 | 377 | 370 | 422 | 625 | 705 | 526 | 1,480 | 2,123 | 3,466 |
| (AMPC 제외 이익) | -32 | -253 | -18 | -603 | -207 | -142 | 29 | 62 | 1,637 | -905 | -258 | 732 |
| 영업이익률 | 3% | 3% | 7% | -3% | 3% | 4% | 9% | 9% | 6% | 2% | 7% | 12% |
| YoY 증감률 | -75% | -58% | -39% | 적전 | 4% | 43% | 46% | 흑전 | 78% | -73% | 224% | 125% |
| QoQ 증감률 | -53% | 24% | 130% | 적전 | 흑전 | 72% | 133% | 17% | | | | |
| 세전이익 | 223 | 91 | 339 | -304 | 244 | 379 | 753 | 866 | 2,043 | 349 | 2,241 | 5,274 |
| 당기순이익 | 212 | -24 | 561 | -411 | 203 | 329 | 702 | 816 | 1,638 | 339 | 2,050 | 4,971 |
| (지배주주순이익) | 0 | -472 | 133 | -680 | -5 | 84 | 372 | 455 | 1,237 | -1,019 | 906 | 2,884 |
| 당기순이익률 | 3% | 0% | 8% | -6% | 3% | 5% | 9% | 10% | 5% | 1% | 7% | 15% |
| YoY 증감률 | -62% | 적전 | 33% | 적전 | -4% | 흑전 | 25% | 흑전 | 110% | -79% | 505% | 143% |
| QoQ 증감률 | 11% | 적전 | 흑전 | 적전 | 흑전 | 62% | 114% | 16% | | | | |

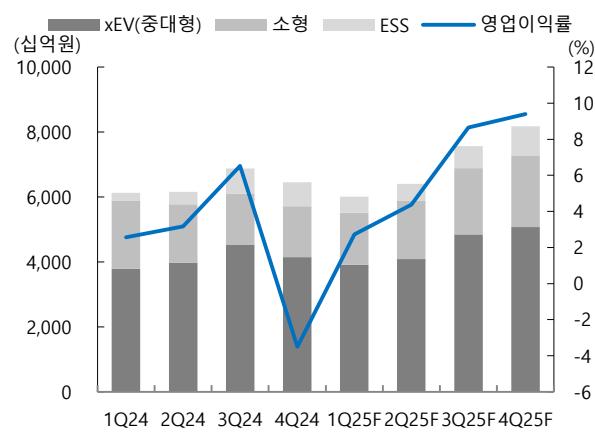
자료: LG에너지솔루션, iM증권 리서치본부

그림1. LG에너지솔루션 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



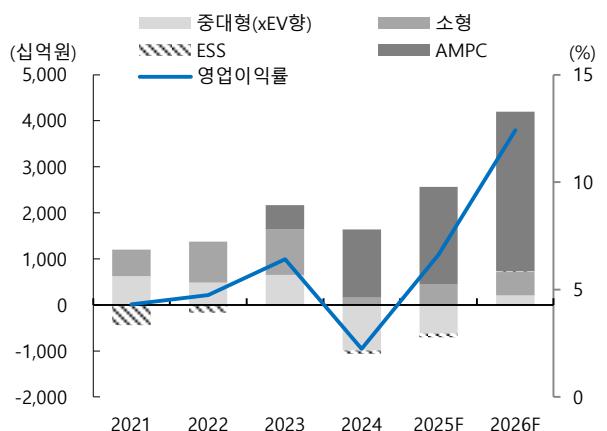
자료: LG에너지솔루션, iM증권 리서치본부

그림2. LG에너지솔루션 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



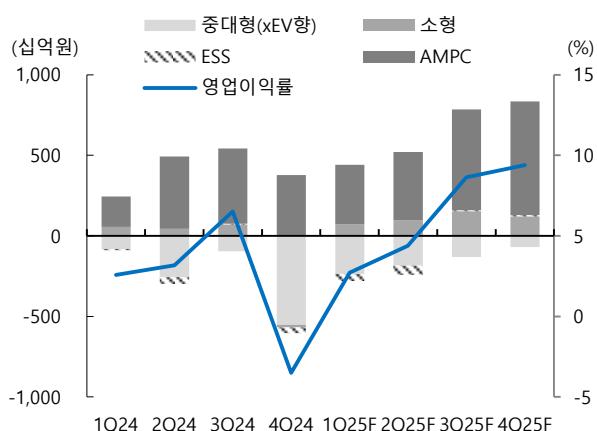
자료: LG에너지솔루션, iM증권 리서치본부

그림3. LG에너지솔루션 사업부문별 연간 영업이익 추이 및 전망



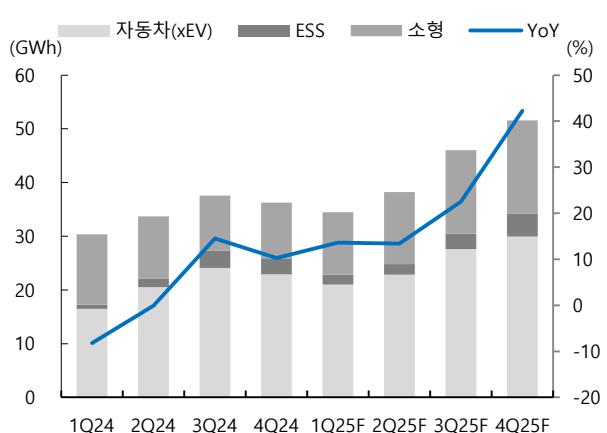
자료: LG에너지솔루션, iM증권 리서치본부

그림4. LG에너지솔루션 사업부문별 분기 영업이익 추이 및 전망



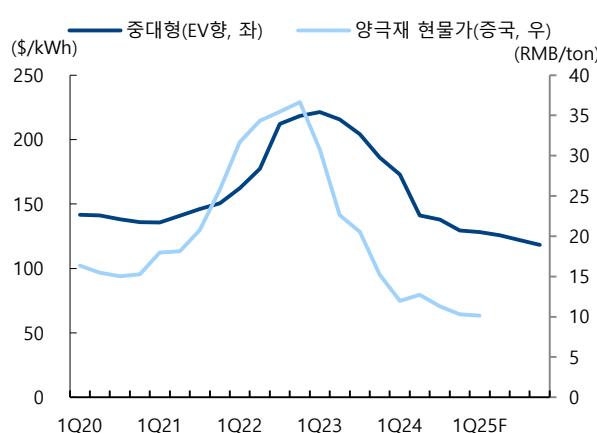
자료: LG에너지솔루션, iM증권 리서치본부

그림5. LG에너지솔루션 사업부문별 배터리 셀 출하량 추이 및 전망



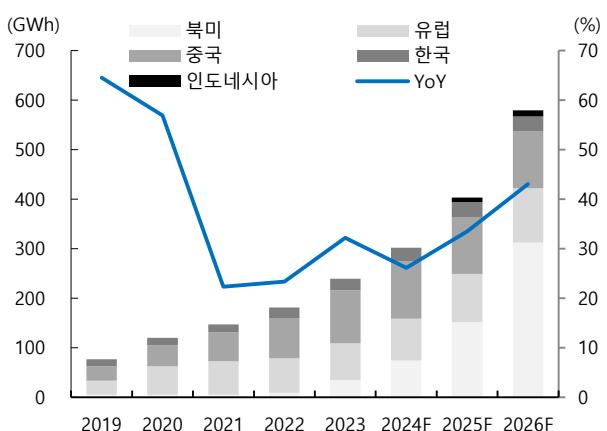
자료: LG에너지솔루션, iM증권 리서치본부

그림6. LG에너지솔루션 배터리 셀 ASP 추이 및 전망



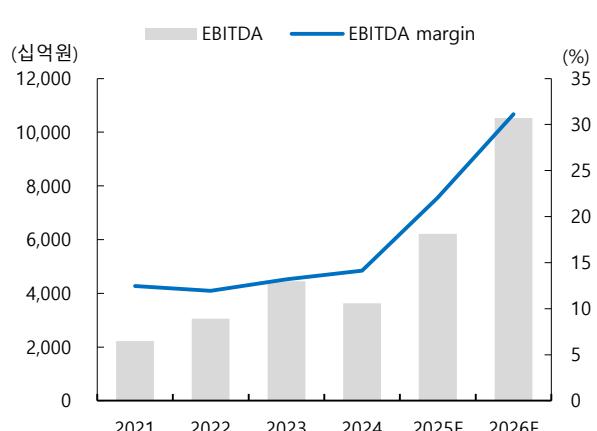
자료: LG에너지솔루션, iM증권 리서치본부

그림7. LG에너지솔루션 지역별 배터리 연 생산 캐파 현황 및 전망



자료: LG에너지솔루션, iM증권 리서치본부

그림8. LG에너지솔루션 연간 EBITDA 추이 및 전망



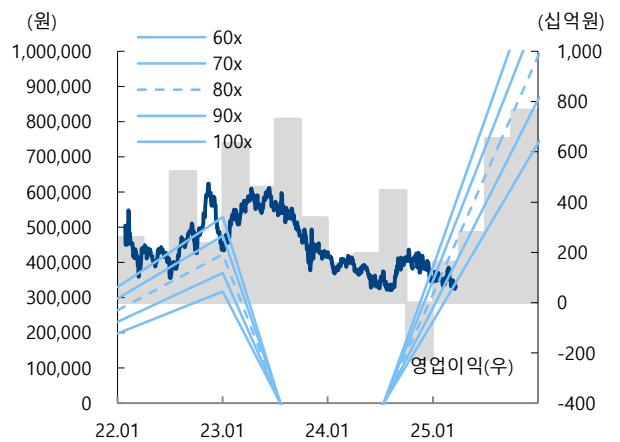
자료: LG에너지솔루션, iM증권 리서치본부

표2. LG에너지솔루션 실적 추이 및 전망

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F | 비고 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--|
| EPS(원) | 3,963 | 3,305 | 5,287 | -4,354 | 3,872 | 12,323 | 17,560 | |
| BPS(원) | 39,831 | 80,052 | 86,328 | 90,240 | 106,415 | 131,040 | 160,903 | 지배주주순이익 기준 |
| EBITDA(십억원) | 2,220 | 3,056 | 3,773 | 2,141 | 4,045 | 5,154 | 6,191 | |
| 고점 P/E(배) | | 189 | 116 | | | | | |
| 평균 P/E(배) | | 138 | 97.6 | | | | | |
| 저점 P/E(배) | | 108 | 71.4 | | | | | |
| 고점 P/B(배) | | 7.8 | 7.1 | 4.8 | | | | 최근 3년간 평균: 6.6 |
| 평균 P/B(배) | | 5.7 | 6.0 | 4.2 | | | | 최근 3년간 평균: 5.3 |
| 저점 P/B(배) | | 4.4 | 4.4 | 3.6 | | | | 최근 3년간 평균: 4.1 |
| ROE | 11.4% | 5.3% | 7.3% | 1.2% | 6.1% | 12.5% | 14.9% | |
| 적용 EPS(원) = 27년 | | | | | 17,560 | | | |
| Target EPS(배) | | | | | 25.0 | | | 26~28년 북미/유럽 전기차 배터리 예상 수요 연평균 성장을 평균 |
| 적정 주가(원) | | | | | 439,008 | | | |
| 목표 주가(원) | | | | | 450,000 | | | 2027년 예상 P/E 25.9배 |
| 전일 종가(원) | | | | | 328,000 | | | 2027년 예상 P/E 18.9배 |
| 상승 여력 | | | | | 37.2% | | | |

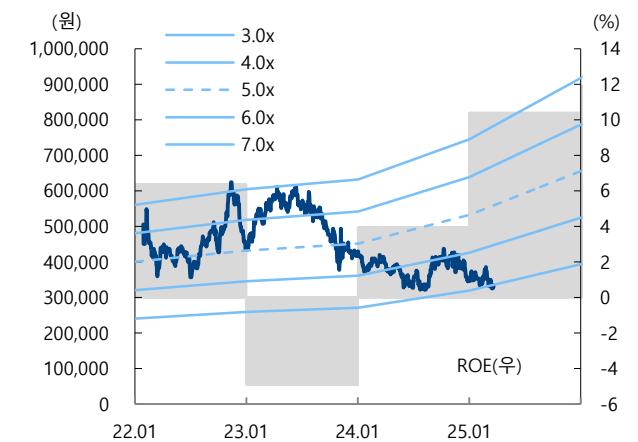
자료: LG에너지솔루션, iM증권 리서치본부

그림9. LG에너지솔루션 12개월 Forward P/E



자료: iM증권 리서치본부

그림10. LG에너지솔루션 12개월 Forward P/B



자료: iM증권 리서치본부

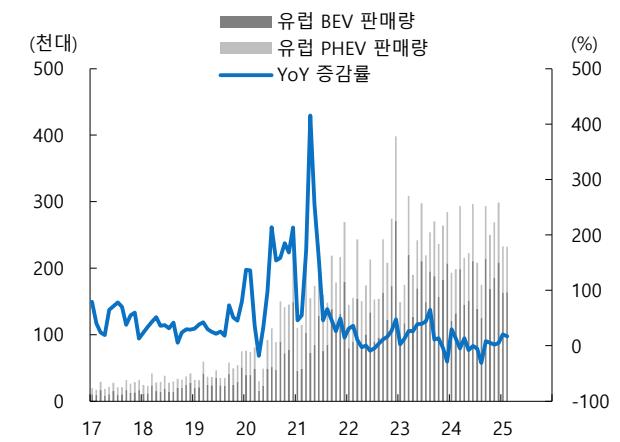
Appendix. 전세계 전기차 판매량 현황

그림11. 전세계 전기차 월별 판매량 현황



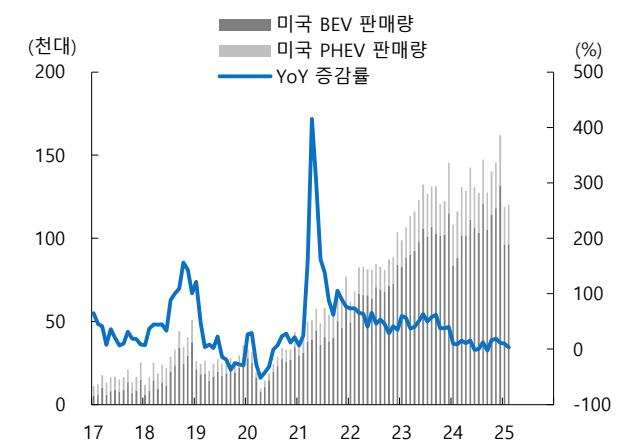
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림12. 유럽 전기차 월별 판매량 현황



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림13. 미국 전기차 월별 판매량 현황



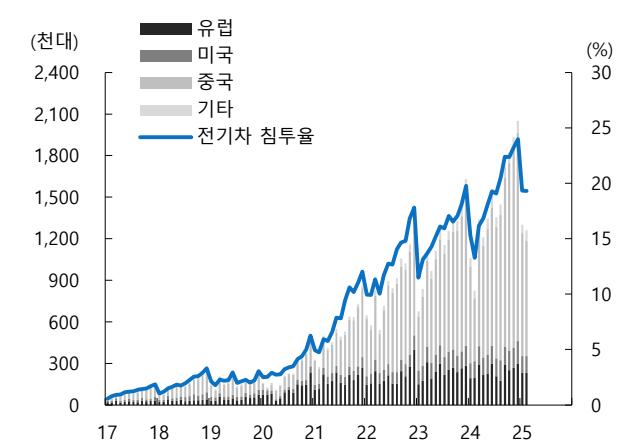
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림14. 중국 전기차 월별 판매량 현황



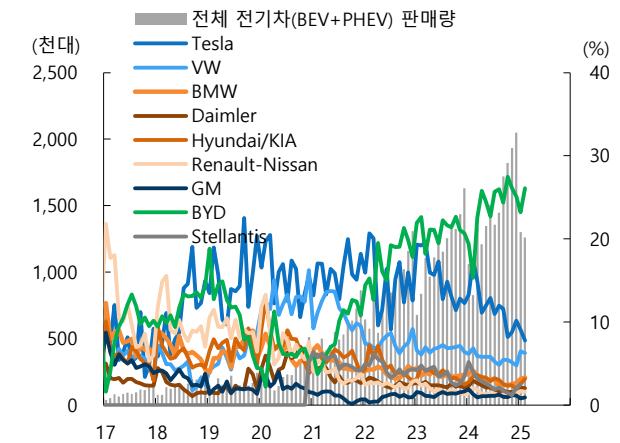
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림15. 전세계 신차 판매량 내 전기차 침투율



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림16. 주요 업체별 전기차 점유율 추이



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표 | | | | | 포괄손익계산서 | | | | |
|------------|--------|--------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | (십억원, %) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 유동자산 | 15,327 | 20,495 | 31,130 | 45,144 | 매출액 | 25,620 | 28,153 | 33,798 | 38,099 |
| 현금 및 현금성자산 | 3,899 | 9,810 | 18,318 | 31,937 | 증가율(%) | -24.1 | 9.9 | 20.1 | 12.7 |
| 단기금융자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 매출원가 | 22,214 | 24,334 | 28,202 | 31,552 |
| 매출채권 | 5,997 | 5,595 | 6,860 | 7,190 | 매출총이익 | 3,406 | 3,819 | 5,596 | 6,547 |
| 재고자산 | 4,552 | 4,277 | 5,013 | 5,148 | 판매비와관리비 | 4,311 | 4,077 | 4,864 | 5,088 |
| 비유동자산 | 44,979 | 46,746 | 48,325 | 48,795 | 연구개발비 | 210 | 231 | 278 | 313 |
| 유형자산 | 38,350 | 41,051 | 42,389 | 43,171 | 기타영업수익 | 1,480 | 2,123 | 3,466 | 4,333 |
| 무형자산 | 1,285 | 1,156 | 1,056 | 977 | 기타영업비용 | - | - | - | - |
| 자산총계 | 60,307 | 67,241 | 79,455 | 93,939 | 영업이익 | 575 | 1,865 | 4,198 | 5,792 |
| 유동부채 | 12,055 | 13,810 | 17,428 | 21,414 | 증가율(%) | -73.4 | 224.1 | 125.1 | 38.0 |
| 매입채무 | 2,705 | 2,973 | 3,569 | 4,023 | 영업이익률(%) | 2.2 | 6.6 | 12.4 | 15.2 |
| 단기차입금 | 1,291 | 1,291 | 1,291 | 1,291 | 이자수익 | 223 | 452 | 945 | 1,560 |
| 유동성장기부채 | 1,199 | 1,158 | 1,178 | 1,168 | 이자비용 | 564 | 517 | 541 | 529 |
| 비유동부채 | 17,285 | 17,536 | 18,282 | 18,904 | 지분법이익(손실) | -49 | -49 | -49 | -49 |
| 사채 | 7,776 | 7,776 | 7,776 | 7,776 | 기타영업외손익 | 35 | 176 | 287 | 204 |
| 장기차입금 | 4,866 | 4,866 | 4,866 | 4,866 | 세전계속사업이익 | 349 | 2,241 | 5,274 | 7,536 |
| 부채총계 | 29,340 | 31,346 | 35,710 | 40,318 | 법인세비용 | 10 | 192 | 303 | 538 |
| 지배주주지분 | 21,116 | 24,901 | 30,663 | 37,500 | 세전계속이익률(%) | 1.4 | 8.0 | 15.6 | 19.8 |
| 자본금 | 117 | 117 | 117 | 117 | 당기순이익 | 339 | 2,050 | 4,971 | 6,998 |
| 자본잉여금 | 17,165 | 17,165 | 17,165 | 17,165 | 순이익률(%) | 1.3 | 7.3 | 14.7 | 18.4 |
| 이익잉여금 | 1,397 | 2,303 | 5,187 | 9,145 | 지배주주귀속 순이익 | -1,019 | 906 | 2,884 | 3,958 |
| 기타자본항목 | 2,437 | 5,316 | 8,195 | 11,074 | 기타포괄이익 | 2,879 | 2,879 | 2,879 | 2,879 |
| 비지배주주지분 | 9,850 | 10,994 | 13,082 | 16,122 | 총포괄이익 | 3,217 | 4,929 | 7,850 | 9,877 |
| 자본총계 | 30,967 | 35,895 | 43,745 | 53,622 | 지배주주귀속총포괄이익 | - | - | - | - |

| 현금흐름표 | | | | | 주요투자지표 | | | | |
|--------------|---------|--------|--------|--------|------------------------|--------|---------|---------|---------|
| (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 영업활동 현금흐름 | 5,112 | 11,584 | 14,050 | 18,118 | 주당지표(원) | | | | |
| 당기순이익 | 339 | 2,050 | 4,971 | 6,998 | EPS | -4,354 | 3,872 | 12,323 | 16,914 |
| 유형자산감가상각비 | 2,856 | 4,025 | 4,172 | 4,228 | BPS | 90,240 | 106,415 | 131,040 | 160,256 |
| 무형자산상각비 | 190 | 278 | 250 | 229 | CFPS | 8,663 | 22,262 | 31,221 | 35,959 |
| 지분법관련손실(이익) | -49 | -49 | -49 | -49 | DPS | - | - | - | - |
| 투자활동 현금흐름 | -12,065 | -5,959 | -5,079 | -4,411 | Valuation(배) | | | | |
| 유형자산의 처분(취득) | -12,324 | -6,726 | -5,510 | -5,010 | PER | | 84.7 | 26.6 | 19.4 |
| 무형자산의 처분(취득) | -111 | -150 | -150 | -150 | PBR | | 3.9 | 3.1 | 2.0 |
| 금융상품의 증감 | -336 | 216 | -120 | 48 | PCR | | 40.2 | 14.7 | 10.5 |
| 재무활동 현금흐름 | 5,382 | 3,239 | 3,301 | 3,270 | EV/EBITDA | | 25.6 | 13.3 | 8.5 |
| 단기금융부채의증감 | - | -42 | 21 | -10 | Key Financial Ratio(%) | | | | |
| 장기금융부채의증감 | 2,101 | - | - | - | ROE | | -4.9 | 3.9 | 10.4 |
| 자본의증감 | - | - | - | - | EBITDA이익률 | | 14.1 | 21.9 | 25.5 |
| 배당금지급 | - | - | - | - | 부채비율 | | 94.7 | 87.3 | 81.6 |
| 현금및현금성자산의증감 | -1,170 | 5,911 | 8,508 | 13,619 | 순부채비율 | | 36.3 | 14.7 | -7.3 |
| 기초현금및현금성자산 | 5,069 | 3,899 | 9,810 | 18,318 | 매출채권회전율(x) | | 4.3 | 4.9 | 5.4 |
| 기밀현금및현금성자산 | 3,899 | 9,810 | 18,318 | 31,937 | 재고자산회전율(x) | | 5.2 | 6.4 | 7.3 |

자료: LG에너지솔루션, iM증권 리서치본부

LG에너지솔루션 투자의견 및 목표주가 변동추이

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 과리율 | | 924,000 | 789,200 | 654,400 | 519,600 | 384,800 | 250,000 |
|------------|------|---------|--------|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | | | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 | | | | | | |
| 2023-04-10 | Buy | 770,000 | -25.3% | -20.5% | | | | | | |
| 2023-07-03 | Buy | 750,000 | -29.4% | -20.4% | | | | | | |
| 2023-10-12 | Buy | 650,000 | -30.2% | -25.5% | | | | | | |
| 2023-10-26 | Buy | 550,000 | -23.3% | -10.3% | | | | | | |
| 2023-11-20 | Buy | 600,000 | -28.6% | -24.3% | | | | | | |
| 2024-01-10 | Buy | 530,000 | -26.6% | -21.6% | | | | | | |
| 2024-01-29 | Buy | 500,000 | -25.2% | -16.1% | | | | | | |
| 2024-07-25 | Buy | 450,000 | -17.2% | -3.0% | | | | | | |
| 2024-10-10 | Buy | 510,000 | -21.3% | -18.3% | | | | | | |
| 2024-10-29 | Buy | 500,000 | -23.7% | -14.6% | | | | | | |
| 2025-01-31 | Buy | 450,000 | | | | | | | | |



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당시의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2025-03-31 기준]

| 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|-------|--------|------|
| 92.5% | 6.8% | 0.7% |

현대차 (005380)

2025.04.02

로봇, 자율주행의 스포트라이트를 기다리며…

[자동차/자동차부품] 조희승
2122-9195 hs.jo@imfnsec.com

1Q25 Preview: 매출액 43.2조원, 영업이익 3.4조원(OPM 7.8%)

2025년 1분기 매출액은 43.2조원(YoY +6.3%), 영업이익은 3.4조원(YoY -5.6%, OPM 7.8%)로 시장 기대치 (43.2조원, 3.6조원)을 하회할 전망이다.

1분기 도매 판매 대수는 99.9만 대(YoY -0.7%)로 계절적 비수기와 국내 공장 라인 공사 영향이 있었다. 1분기 인센티브는 \$3,102(YoY +2.6%, QoQ +8.2%)으로 상승폭이 완화되었다. 1분기 평균 원/달러는 1,452원(YoY +9.3%)로 우호적인 환율 여건이 이어졌다. 게다가 지난 4분기 이연된 판매 효과(2,000억원)가 반영되었다. 북미 비중 상승(YoY +0.3%p), 하이브리드 비중 상승(YoY +4.5%p)이 믹스 개선을 이끌고 있다.

2025년: (-) 관세 부과로 인한 감익 우려 극대화

국내 공장에서 미국 판매 법인으로 수출하던 물량에 대해 25%의 관세가 4월 3일부터 부과될 예정이다. ① 공장 출하 가격 조정, ② 차량 가격 인상 등을 통해 관세 영향을 최소화하고자 하겠지만, 최대 4조원(소비자에게 부담을 전가하지 않을 경우)의 부담이 발생한다. 그런 상황에서 미국 내 점유율 2위이자 가장 낮은 인센티브 수준을 유지하고 있는 Toyota가 당분간 가격 인상을 하지 않을 것이라 언급했다. 즉, 생산 정상화 기간 동안 우려했던 가격 경쟁이 '관세'라는 외부 충격으로 더욱 극심해질 것으로 보인다. 동사는 올해 초 2025년 가이던스를 매출액 YoY +3~4%, 영업이익률 7~8%으로 제시했으나, 관세 우려가 반영되지 않은 가이던스이다. 관세를 감안한 2025년 연간 매출액은 181.1조원(YoY +3.5%), 영업이익은 12.3조원(YoY -13.2%, OPM 6.8%)으로 예상된다.

2026년~2027년: (+) 로봇, 자율주행 등 중장기 미래에 대한 준비

관세는 단기적인 변수에 불과하다. 관세 우려에 노출되지 않은 업체는 극소수이다. 견조한 펀더멘탈, HMGMA 램프업과 GM과의 협업 등의 풍부한 대응 방안이 부각 받을 수 있는 시기이다. 게다가 자동차 산업은 전기차와 자율주행 시대로의 전환 속에 있다. 전환 과정에서 발생하는 막대한 비용과 자본 회수 지연에 대한 우려가 글로벌 자동차 업체의 멀티플 하락(과거 평균 P/E 9.0x → 5.0x)을 이끌었다. 그러나 전기차, 자율주행, 로봇으로 재편되는 모빌리티 산업의 총 시장 규모는 오히려 확대되고 있다. 또한 진입 장벽이 높아지면서 생존 가능한 플레이어 수 역시 줄어들고 있다. 생존 가능성이 높은 기업에게는 더 높은 멀티플을 부여할 수 있는 시기가 다가오고 있다.

목표주가 280,000원 하향, 투자의견 Buy 유지

당사의 기준 연간 추정치는 하반기 10% 관세 부과를 가정하였다. 4월 3일 25% 관세 부과를 감안해 2025년, 2026년 연간 추정치를 하향 조정하였다. 피어 평균 12M Fwd P/E는 5.9x로 하락했으며, 동사의 12M Fwd P/E는 5.0x이다. 그러나 ICE~HEV~BEV의 균형잡힌 포트폴리오, 미국에서의 점유율 상승과 HMGMA 공장 생산 확대, 자율주행 시대로의 전환 속 높은 생존 가능성을 감안했을 때, 글로벌 피어 P/E 상단을 부여 받을 자격이 충분하다. 12M Fwd EPS 39,843원에 타겟 멀티플 7.0x를 적용해 목표주가 280,000원으로 하향한다.

Buy (Maintain)

| | |
|----------------|--------------|
| 목표주가(12M) | 280,000원(하향) |
| 종가(2025.04.01) | 198,600원 |
| 상승여력 | 41.0 % |

Stock Indicator

| | |
|-----------|------------------|
| 자본금 | 1,489십억원 |
| 발행주식수 | 20,942만주 |
| 시가총액 | 41,590십억원 |
| 외국인지분율 | 37.4% |
| 52주 주가 | 190,300~298,000원 |
| 60일평균거래량 | 766,544주 |
| 60일평균거래대금 | 158.9십억원 |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|-----|-------|-------|-------|
| 절대수익률 | 2.9 | -6.3 | -18.6 | -12.7 |
| 상대수익률 | 3.4 | -11.4 | -15.8 | -4.5 |

Price Trend



| FY | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(십억원) | 175,231 | 181,393 | 183,820 | 186,303 |
| 영업이익(십억원) | 14,240 | 12,366 | 12,708 | 12,871 |
| 순이익(십억원) | 12,527 | 10,740 | 11,044 | 11,136 |
| EPS(원) | 46,042 | 39,570 | 40,690 | 41,028 |
| BPS(원) | 401,961 | 448,200 | 495,476 | 542,560 |
| PER(배) | 4.6 | 5.0 | 4.9 | 4.8 |
| PBR(배) | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| ROE(%) | 12.4 | 9.3 | 8.6 | 7.9 |
| 배당수익률(%) | 2.8 | 3.8 | 3.8 | 4.0 |
| EV/EBITDA(배) | 9.7 | 8.7 | 7.9 | 7.1 |

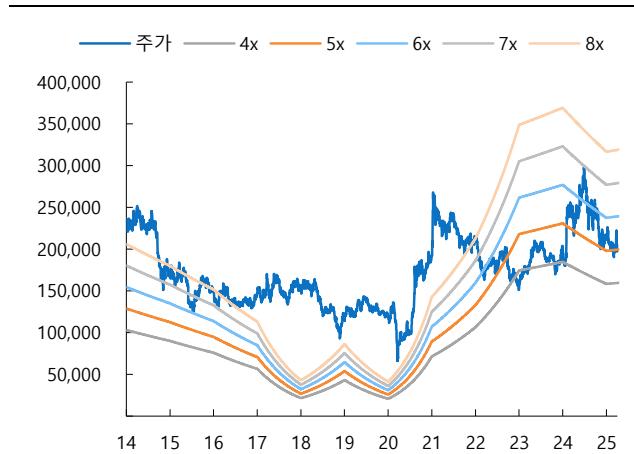
주-K-IFRS 연결 재무제표

표1. 현대차의 실적 추이 및 전망

| (억원, %) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25F | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F | 2023 | 2024 | 2025F |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|
| 매출액 | 406,590 | 450,210 | 429,278 | 466,240 | 432,460 | 485,326 | 443,373 | 452,770 | 1,627,007 | 1,752,318 | 1,813,929 |
| 자동차 | 317,180 | 352,380 | 340,187 | 357,500 | 335,548 | 377,675 | 337,856 | 362,545 | 1,301,864 | 1,367,247 | 1,413,625 |
| 금융 | 66,559 | 71,050 | 64,973 | 81,880 | 69,783 | 80,251 | 77,843 | 62,275 | 224,014 | 284,462 | 290,152 |
| 기타 | 22,846 | 26,780 | 24,118 | 26,860 | 27,129 | 27,400 | 27,674 | 27,951 | 101,129 | 100,604 | 110,153 |
| YoY | 7.6 | 6.6 | 4.7 | 11.9 | 6.4 | 7.8 | 3.3 | -2.9 | 14.2 | 7.7 | 3.5 |
| 자동차 | 3.5 | 4.4 | 5.3 | 6.8 | 5.8 | 7.2 | -0.7 | 1.4 | 14.5 | 5.0 | 3.4 |
| 금융 | 30.8 | 23.6 | 10.1 | 44.6 | 4.8 | 12.9 | 19.8 | -23.9 | 11.8 | 27.0 | 2.0 |
| 기타 | 11.8 | -2.1 | -13.5 | 5.5 | 18.7 | 2.3 | 14.7 | 4.1 | 15.3 | -0.5 | 9.5 |
| 매출총이익 | 84,282 | 97,377 | 84,974 | 90,870 | 90,817 | 104,345 | 93,108 | 96,440 | 335,215 | 357,503 | 384,710 |
| YoY | 9.1 | 9.5 | 0.4 | 7.6 | 7.8 | 7.2 | 9.6 | 6.1 | 18.4 | 6.6 | 7.6 |
| GPM | 20.7 | 21.6 | 19.8 | 19.5 | 21.0 | 21.5 | 21.0 | 21.3 | 20.6 | 20.4 | 21.2 |
| 영업이익 | 35,574 | 42,790 | 35,809 | 28,220 | 33,593 | 33,629 | 28,509 | 27,924 | 151,269 | 142,393 | 123,655 |
| 자동차 | 29,990 | 37,230 | 24,841 | 20,650 | 26,844 | 26,437 | 21,961 | 21,753 | 126,773 | 112,711 | 96,994 |
| 금융 | 4,250 | 5,610 | 4,353 | 3,740 | 4,536 | 4,815 | 4,281 | 3,736 | 13,855 | 17,953 | 17,369 |
| 기타 | 2,320 | 2,900 | 2,680 | 2,430 | 2,713 | 2,877 | 2,767 | 2,935 | 10,640 | 10,330 | 11,292 |
| YoY | -1.1 | 1.0 | -6.3 | -18.7 | -5.6 | -21.4 | -20.4 | -1.0 | 53.4 | -5.9 | -13.2 |
| 자동차 | -1.8 | -3.0 | -19.7 | -23.2 | -10.5 | -29.0 | -11.6 | 5.3 | 67.9 | -11.1 | -13.9 |
| 금융 | 15.4 | 32.0 | 13.7 | 78.6 | 6.7 | -14.2 | -1.6 | -0.1 | -24.9 | 29.6 | -3.3 |
| 기타 | 35.7 | -14.7 | -17.5 | 6.6 | 16.9 | -0.8 | 3.3 | 20.8 | 82.8 | -2.9 | 9.3 |
| OPM | 8.7 | 9.5 | 8.3 | 6.1 | 7.8 | 6.9 | 6.4 | 6.2 | 9.3 | 8.1 | 6.8 |
| 자동차 | 9.5 | 10.6 | 7.3 | 5.8 | 8.0 | 7.0 | 6.5 | 6.0 | 9.7 | 8.2 | 6.9 |
| 금융 | 6.4 | 7.9 | 6.7 | 4.6 | 6.5 | 6.0 | 5.5 | 6.0 | 6.2 | 6.3 | 6.0 |
| 기타 | 10.2 | 10.8 | 11.1 | 9.0 | 10.0 | 10.5 | 10.0 | 10.5 | 10.5 | 10.3 | 10.3 |
| 세전이익 | 47,272 | 55,655 | 43,697 | 31,189 | 41,668 | 43,620 | 35,838 | 33,127 | 176,151 | 177,813 | 154,254 |
| 지배주주순이익 | 32,310 | 39,698 | 30,456 | 22,803 | 29,013 | 30,371 | 24,953 | 23,066 | 119,617 | 125,267 | 107,403 |
| YoY | -2.4 | 22.7 | -4.5 | 2.5 | -10.2 | -23.5 | -18.1 | 1.2 | 62.4 | 4.7 | -14.3 |
| NPM | 7.9 | 8.8 | 7.1 | 4.9 | 6.7 | 6.3 | 5.6 | 5.1 | 7.4 | 7.1 | 5.9 |

자료: 현대차, iM증권 리서치본부

그림1. 현대차 12M Fwd P/E 5.0x



자료: Quantewise, iM증권 리서치본부

그림2. 현대차 12M Fwd P/B 0.5x



자료: Quantewise, iM증권 리서치본부

표3. 현대차의 Valuation Table

| (단위: 원, 배, %) | | 비고 |
|---------------------|---------|----------------------|
| (a) EPS | 39,843 | 12M Fwd EPS |
| (b) Target Multiple | 7.0 | 글로벌 피어 평균 Fwd P/E 상단 |
| - 적정주가 | 278,901 | (a)*(b) |
| 목표주가 | 280,000 | |
| 현재주가 | 198,600 | 2025-04-01 종가 기준 |
| 상승여력 | 41.0 | |

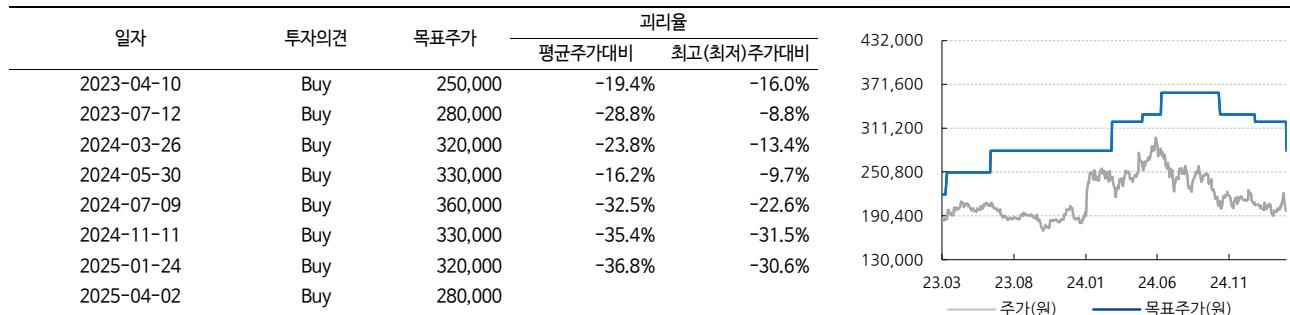
자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표 | | | | | 포괄손익계산서 | | | | |
|--------------|---------|---------|---------|---------|------------------------|---------|---------|---------|---------|
| (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | (십억원%) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 유동자산 | 64,336 | 71,047 | 65,109 | 65,252 | 매출액 | 175,231 | 181,393 | 183,820 | 186,303 |
| 현금 및 현금성자산 | 19,015 | 22,730 | 15,926 | 15,180 | 증가율(%) | 7.7 | 3.5 | 1.3 | 1.4 |
| 단기금융자산 | 11,275 | 11,613 | 11,961 | 12,320 | 매출원가 | 139,482 | 142,922 | 144,834 | 146,791 |
| 매출채권 | 12,396 | 12,959 | 13,105 | 13,254 | 매출총이익 | 35,749 | 38,471 | 38,985 | 39,512 |
| 재고자산 | 19,791 | 21,767 | 22,058 | 22,356 | 판매비와관리비 | 21,510 | 26,105 | 26,278 | 26,641 |
| 비유동자산 | 147,622 | 154,759 | 160,728 | 166,657 | 연구개발비 | 2,373 | 2,457 | 2,490 | 2,523 |
| 유형자산 | 44,534 | 47,251 | 49,085 | 51,009 | 기타영업수익 | - | - | - | - |
| 무형자산 | 7,683 | 9,762 | 11,437 | 12,859 | 기타영업비용 | - | - | - | - |
| 자산총계 | 339,798 | 343,570 | 348,639 | 354,711 | 영업이익 | 14,240 | 12,366 | 12,708 | 12,871 |
| 유동부채 | 79,510 | 80,377 | 81,366 | 82,531 | 증가율(%) | -5.9 | -13.2 | 2.8 | 1.3 |
| 매입채무 | 12,550 | 12,991 | 13,165 | 13,343 | 영업이익률(%) | 8.1 | 6.8 | 6.9 | 6.9 |
| 단기차입금 | 9,327 | 8,427 | 7,427 | 6,427 | 이자수익 | 981 | 1,112 | 903 | 890 |
| 유동성장기부채 | 26,742 | 26,939 | 26,939 | 26,939 | 이자비용 | 451 | 421 | 392 | 365 |
| 비유동부채 | 140,013 | 130,001 | 120,873 | 112,619 | 자본법이익(손실) | 3,114 | 3,114 | 3,114 | 3,114 |
| 사채 | 96,134 | 86,521 | 77,869 | 70,082 | 기타영업외손익 | -205 | -204 | -204 | -204 |
| 장기차입금 | 24,286 | 23,800 | 23,324 | 22,857 | 세전계속사업이익 | 17,781 | 15,425 | 15,862 | 15,994 |
| 부채총계 | 219,522 | 210,377 | 202,239 | 195,150 | 법인세비용 | 4,232 | 4,319 | 4,441 | 4,478 |
| 지배주주지분 | 109,103 | 121,654 | 134,486 | 147,266 | 세전계속이익률(%) | 10.1 | 8.5 | 8.6 | 8.6 |
| 자본금 | 1,489 | 1,489 | 1,489 | 1,489 | 당기순이익 | 13,230 | 11,106 | 11,421 | 11,515 |
| 자본잉여금 | 7,656 | 7,656 | 7,656 | 7,656 | 순이익률(%) | 7.5 | 6.1 | 6.2 | 6.2 |
| 이익잉여금 | 96,596 | 104,122 | 111,929 | 119,684 | 지배주주귀속 순이익 | 12,527 | 10,740 | 11,044 | 11,136 |
| 기타자본항목 | 3,362 | 8,387 | 13,412 | 18,437 | 기타포괄이익 | 5,025 | 5,025 | 5,025 | 5,025 |
| 비지배주주지분 | 11,173 | 11,538 | 11,915 | 12,294 | 총포괄이익 | 18,255 | 16,131 | 16,445 | 16,540 |
| 자본총계 | 120,276 | 133,193 | 146,401 | 159,560 | 지배주주귀속총포괄이익 | - | - | - | - |
| 현금흐름표 | | | | | 주요투자지표 | | | | |
| (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 영업활동 현금흐름 | -5,662 | 33,879 | 38,027 | 38,896 | 주당지표(원) | | | | |
| 당기순이익 | 13,230 | 11,106 | 11,421 | 11,515 | EPS | 46,042 | 39,570 | 40,690 | 41,028 |
| 유형자산감가상각비 | 3,398 | 4,092 | 4,722 | 5,202 | BPS | 401,961 | 448,200 | 495,476 | 542,560 |
| 무형자산상각비 | 889 | 1,121 | 1,424 | 1,678 | CFPS | 61,799 | 58,776 | 63,332 | 66,375 |
| 지분법관련손실(이익) | 3,114 | 3,114 | 3,114 | 3,114 | DPS | 12,000 | 12,000 | 12,000 | 12,500 |
| 투자활동 현금흐름 | -14,623 | -8,937 | -8,711 | -9,415 | Valuation(배) | | | | |
| 유형자산의 처분(취득) | -7,890 | -6,809 | -6,556 | -7,126 | PER | 4.6 | 5.0 | 4.9 | 4.8 |
| 무형자산의 처분(취득) | -2,180 | -3,200 | -3,100 | -3,100 | PBR | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 금융상품의 증감 | -7,789 | -2,341 | -2,459 | -2,583 | PCR | 3.4 | 3.4 | 3.1 | 3.0 |
| 재무활동 현금흐름 | 19,493 | -11,665 | -10,990 | -10,138 | EV/EBITDA | 9.7 | 8.7 | 7.9 | 7.1 |
| 단기금융부채의증감 | -354 | -703 | -1,000 | -1,000 | Key Financial Ratio(%) | | | | |
| 장기금융부채의증감 | 19,650 | -10,099 | -9,128 | -8,253 | ROE | 12.4 | 9.3 | 8.6 | 7.9 |
| 자본의증감 | - | - | - | - | EBITDA이익률 | 10.6 | 9.7 | 10.3 | 10.6 |
| 배당금지급 | -3,913 | -3,214 | -3,214 | -3,237 | 부채비율 | 182.5 | 157.9 | 138.1 | 122.3 |
| 현금및현금성자산의증감 | -152 | 3,715 | -6,804 | -746 | 순부채비율 | 104.9 | 83.6 | 73.5 | 61.9 |
| 기초현금및현금성자산 | 19,167 | 19,015 | 22,730 | 15,926 | 매출채권회전율(x) | 15.8 | 14.3 | 14.1 | 14.1 |
| 기말현금및현금성자산 | 19,015 | 22,730 | 15,926 | 15,180 | 재고자산회전율(x) | 9.4 | 8.7 | 8.4 | 8.4 |

자료 : 현대차, iM증권 리서치본부

현대차 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당시의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2025-03-31 기준]

| 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|-------|--------|------|
| 92.5% | 6.8% | 0.7% |

기아 (000270)

2025.04.02

로봇, 자율주행의 스포트라이트를 기다리며…

[자동차/자동차부품] 조희승
2122-9195 hs.jo@imfnsec.com

1Q25 Preview: 매출액 26.7조원, 영업이익 2.9조원(OPM 11.0%)

2025년 1분기 매출액은 26.7조원(YoY +2.2%), 영업이익은 2.9조원(YoY -14.0%, OPM 11.0%)로 시장 기대치 (27.6조원, 3.2조원)을 하회할 전망이다.

1분기 도매 판매 대수는 77.2만 대(YoY +1.6%)로 계절적 비수기임에도 신차 출시, 생산 정상화가 긍정적이었다. 1분기 인센티브는 \$3,246(YoY +41.8%, QoQ -12.2%)으로 직전 분기 대비 하락했으나, 여전히 높은 수준이다. 1분기 평균 원/달러는 1,452원(YoY +9.3%)로 우호적인 환율 여건이 이어졌다. 북미 비중 상승(YoY +1.0%p), SUV 비중 상승(YoY +0.2%p)이 믹스 개선을 이끌었다.

2025년: (-) 관세 부과로 인한 감익 우려 극대화

국내 공장에서 미국 판매 법인으로 수출하던 물량에 대해 25%의 관세가 4월 3일부터 부과될 예정이다. ① 공장 출하 가격 조정, ② 차량 가격 인상 등을 통해 관세 영향을 최소화하고자 하겠지만, 최대 3조원(소비자에게 부담을 전가하지 않을 경우)의 부담이 발생한다. 그런 상황에서 Toyota가 가격 인상을 하지 않을 것임을 언급하며 가격 경쟁은 더욱 심화되었다. 동사는 올해 초 2025년 가이던스를 매출액 112.5조원(YoY +4.7%), 영업이익 12.4조원(YoY -2.5%, OPM 11.0%)으로 제시했다. 1월 인도 시로스 신차 효과는 긍정적이었으며, 하반기에 주력 차종인 셀토스, 카렌스, 텔루라이드도 긍정적일 것으로 예상된다. 그러나 ① 예상보다 높은 강도의 관세, ② 신흥국, 전기차 중심의 신차 출시를 감안했을 때, 신차 효과로 관세 부담을 완전히 상쇄하기에는 어려울 것으로 보인다. 관세를 감안한 2025년 연간 매출액은 114.1조원(YoY +6.2%), 영업이익 10.6조원(YoY -15.6%, OPM 9.4%)으로 전망한다.

2026년~2027년: (+) 로봇, 자율주행 등 중장기 미래에 대한 준비

관세는 단기적인 변수에 불과하다. 관세 우려에 노출되지 않은 업체는 극소수이다. 게다가 자동차 산업은 전기차와 자율주행 시대로의 전환 속에 있다. 전환 과정에서 발생하는 막대한 비용과 자본 회수 지연에 대한 우려가 글로벌 자동차 업체의 멀티플 하락(과거 평균 P/E 9.0x → 5.0x)을 이끌었다. 그러나 생존 가능성이 높은 기업에게는 더 높은 멀티플을 부여할 수 있는 시기가 점차 다가오고 있다. 당사는 현대차그룹의 높은 생존 가능성에 대해 더 높은 멀티플을 부여하고자 한다. 현대차가 기술 개발의 큰 방향을 이끌고 간다면, 동사는 큰 방향 속에서 PBV, ADAS 옵션 등 세부적인 적용 방안을 고민하고 있다.

목표주가 130,000원 하향, 투자의견 Buy 유지

당사의 기준 연간 추정치는 하반기 10% 관세 부과를 가정하였다. 4월 3일 25% 관세 부과를 감안해 2025년, 2026년 연간 추정치를 하향 조정하였다. 피어 평균 12M Fwd P/E는 5.9x로 하락했으며, 동사의 12M Fwd P/E는 4.4x이다. 그러나 ICE~HEV~BEV의 균형 잡힌 포트폴리오, 자율주행 시대로의 전환 속 높은 생존 가능성을 감안했을 때, 글로벌 피어 P/E 상단을 부여 받을 자격이 충분하다. 12M Fwd EPS 22,077원에 타겟 멀티플 6.3x(현대차 대비 10% 할인)를 적용해 목표주가 130,000원으로 하향한다.

Buy (Maintain)

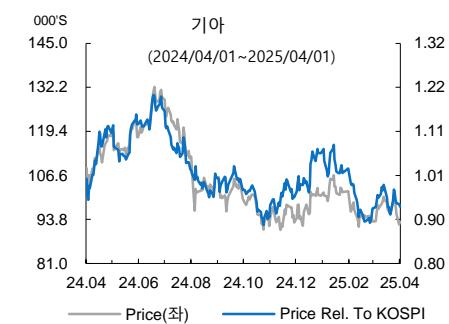
| | |
|----------------|--------------|
| 목표주가(12M) | 130,000원(하향) |
| 종가(2025.04.01) | 93,200원 |
| 상승여력 | 39.5 % |

Stock Indicator

| | |
|-----------|-----------------|
| 자본금 | 2,139십억원 |
| 발행주식수 | 39,767만주 |
| 시가총액 | 37,063십억원 |
| 외국인지분율 | 39.4% |
| 52주 주가 | 90,800~132,300원 |
| 60일평균거래량 | 1,244,571주 |
| 60일평균거래대금 | 122.0십억원 |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|-----|-------|------|-------|
| 절대수익률 | 0.0 | -7.4 | -6.7 | -14.3 |
| 상대수익률 | 0.4 | -12.5 | -3.9 | -6.0 |

Price Trend



| FY | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(십억원) | 107,449 | 114,088 | 119,656 | 125,655 |
| 영업이익(십억원) | 12,667 | 10,686 | 10,645 | 11,178 |
| 순이익(십억원) | 9,773 | 8,340 | 8,588 | 8,475 |
| EPS(원) | 24,413 | 20,973 | 21,597 | 21,311 |
| BPS(원) | 140,395 | 160,053 | 180,334 | 200,331 |
| PER(배) | 4.1 | 4.4 | 4.3 | 4.4 |
| PBR(배) | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
| ROE(%) | 19.1 | 14.0 | 12.7 | 11.2 |
| 배당수익률(%) | 6.5 | 7.0 | 7.0 | 7.0 |
| EV/EBITDA(배) | 1.4 | 1.2 | 0.9 | 0.6 |

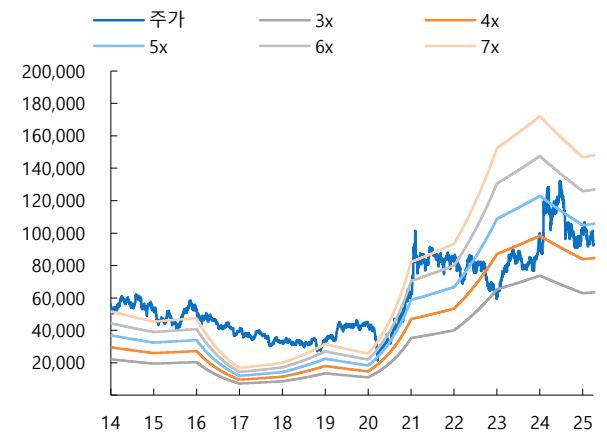
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 기아의 실적 추이 및 전망

| (억원, %) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25F | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F | 2023 | 2024 | 2025F |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|
| 매출액 | 262,130 | 275,679 | 265,199 | 271,479 | 267,858 | 298,800 | 267,413 | 306,805 | 998,080 | 1,074,487 | 1,140,877 |
| YoY | 10.6 | 5.0 | 3.8 | 11.6 | 2.2 | 8.4 | 0.8 | 13.0 | 15.3 | 7.7 | 6.2 |
| 매출총이익 | 62,360 | 66,459 | 61,397 | 57,492 | 60,804 | 68,724 | 60,168 | 69,645 | 226,284 | 247,708 | 259,341 |
| YoY | 16.1 | 9.6 | 4.8 | 7.8 | -2.5 | 3.4 | -2.0 | 21.1 | 25.6 | 9.5 | 4.7 |
| GPM | 23.8 | 24.1 | 23.2 | 21.2 | 22.7 | 23.0 | 22.5 | 22.7 | 22.7 | 23.1 | 22.7 |
| 영업이익 | 34,257 | 36,437 | 28,813 | 27,164 | 29,464 | 28,386 | 21,393 | 27,612 | 116,077 | 126,671 | 106,856 |
| YoY | 19.2 | 7.1 | 0.6 | 10.2 | -14.0 | -22.1 | -25.8 | 1.7 | 60.5 | 9.1 | -15.6 |
| OPM | 13.1 | 13.2 | 10.9 | 10.0 | 11.0 | 9.5 | 8.0 | 9.0 | 11.6 | 11.8 | 9.4 |
| 세전이익 | 37,845 | 40,400 | 32,319 | 24,439 | 31,215 | 30,110 | 24,133 | 30,407 | 126,770 | 135,002 | 115,864 |
| 지배주주순이익 | 28,091 | 29,566 | 22,679 | 17,414 | 22,474 | 21,679 | 17,376 | 21,893 | 87,779 | 97,750 | 83,422 |
| YoY | 32.5 | 5.0 | 2.1 | 7.5 | -20.0 | -26.7 | -23.4 | 25.7 | 62.3 | 11.4 | -14.7 |
| NPM | 10.7 | 10.7 | 8.6 | 6.4 | 8.4 | 7.3 | 6.5 | 7.1 | 8.8 | 9.1 | 7.3 |

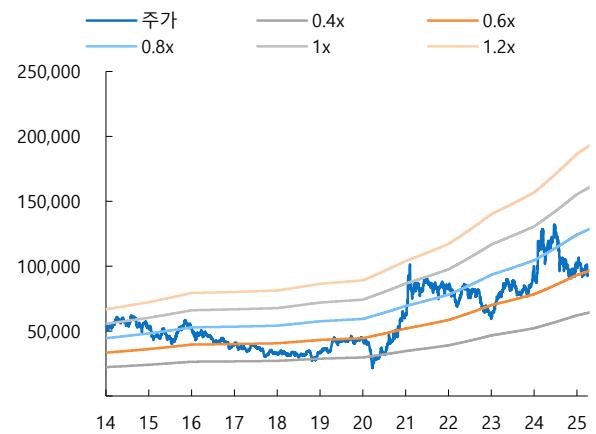
자료: 기아, iM증권 리서치본부

그림1. 기아 12M Fwd P/E 4.4x



자료: Quantewise, iM증권 리서치본부

그림2. 기아 12M Fwd P/B 0.6x



자료: Quantewise, iM증권 리서치본부

표2. 기아의 Valuation Table

| (단위: 원, 배, %) | | 비고 |
|---------------------|---------|---------------------------------|
| (a) EPS | 21,130 | 12M Fwd EPS |
| (b) Target Multiple | 6.3 | 글로벌 피어 평균 Fwd P/E 상단에 10% 할인 적용 |
| - 적정주가 | 133,117 | (a)*(b) |
| 목표주가 | 130,000 | |
| 현재주가 | 93,200 | 2025-04-01 종가 기준 |
| 상승여력 | 39.5 | |

자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표 | | | | | 포괄손익계산서 | | | | |
|------------|--------|--------|---------|---------|-------------|---------|---------|---------|---------|
| (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | (십억원, %) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 유동자산 | 41,797 | 45,320 | 49,483 | 53,604 | 매출액 | 107,449 | 114,088 | 119,656 | 125,655 |
| 현금 및 현금성자산 | 13,567 | 14,370 | 17,011 | 19,506 | 증가율(%) | 7.7 | 6.2 | 4.9 | 5.0 |
| 단기금융자산 | 8,495 | 9,344 | 9,812 | 10,302 | 매출원가 | 82,678 | 88,154 | 92,456 | 97,092 |
| 매출채권 | 7,114 | 7,687 | 8,049 | 8,439 | 매출총이익 | 24,771 | 25,934 | 27,200 | 28,563 |
| 재고자산 | 12,419 | 13,691 | 14,359 | 15,079 | 판매비와관리비 | 12,104 | 15,248 | 16,555 | 17,385 |
| 비유동자산 | 50,958 | 53,476 | 56,188 | 59,047 | 연구개발비 | 1,718 | 1,772 | 1,858 | 1,951 |
| 유형자산 | 18,279 | 18,910 | 19,642 | 20,423 | 기타영업수익 | - | - | - | - |
| 무형자산 | 4,094 | 4,236 | 4,384 | 4,537 | 기타영업비용 | - | - | - | - |
| 자산총계 | 92,756 | 98,795 | 105,671 | 112,651 | 영업이익 | 12,667 | 10,686 | 10,645 | 11,178 |
| 유동부채 | 26,977 | 25,914 | 25,338 | 24,897 | 증가율(%) | 9.1 | -15.6 | -0.4 | 5.0 |
| 매입채무 | 10,455 | 10,838 | 11,367 | 11,937 | 영업이익률(%) | 11.8 | 9.4 | 8.9 | 8.9 |
| 단기차입금 | 221 | 210 | 199 | 189 | 이자수익 | 1,020 | 1,096 | 1,240 | 1,378 |
| 유동성장기부채 | 838 | 599 | 599 | 599 | 이자비용 | 101 | 82 | 72 | 64 |
| 비유동부채 | 9,938 | 9,222 | 8,606 | 8,074 | 지분법이익(손실) | 395 | 395 | 395 | 395 |
| 사채 | 2,176 | 1,740 | 1,392 | 1,114 | 기타영업외손익 | -304 | -170 | -109 | -109 |
| 장기차입금 | - | - | - | - | 세전계속사업이익 | 13,500 | 11,586 | 11,931 | 11,773 |
| 부채총계 | 36,916 | 35,136 | 33,944 | 32,971 | 법인세비용 | 3,725 | 3,244 | 3,341 | 3,297 |
| 지배주주지분 | 55,831 | 63,649 | 71,714 | 79,666 | 세전계속이익률(%) | 12.6 | 10.2 | 10.0 | 9.4 |
| 자본금 | 2,139 | 2,139 | 2,139 | 2,139 | 당기순이익 | 9,775 | 8,342 | 8,590 | 8,477 |
| 자본잉여금 | 1,760 | 1,760 | 1,760 | 1,760 | 순이익률(%) | 9.1 | 7.3 | 7.2 | 6.7 |
| 이익잉여금 | 50,241 | 56,023 | 62,052 | 67,968 | 지배주주귀속 순이익 | 9,773 | 8,340 | 8,588 | 8,475 |
| 기타자본항목 | 1,691 | 3,727 | 5,763 | 7,799 | 기타포괄이익 | 2,036 | 2,036 | 2,036 | 2,036 |
| 비자배주주지분 | 9 | 11 | 13 | 14 | 총포괄이익 | 11,811 | 10,378 | 10,626 | 10,513 |
| 자본총계 | 55,840 | 63,660 | 71,727 | 79,680 | 지배주주귀속총포괄이익 | - | - | - | - |

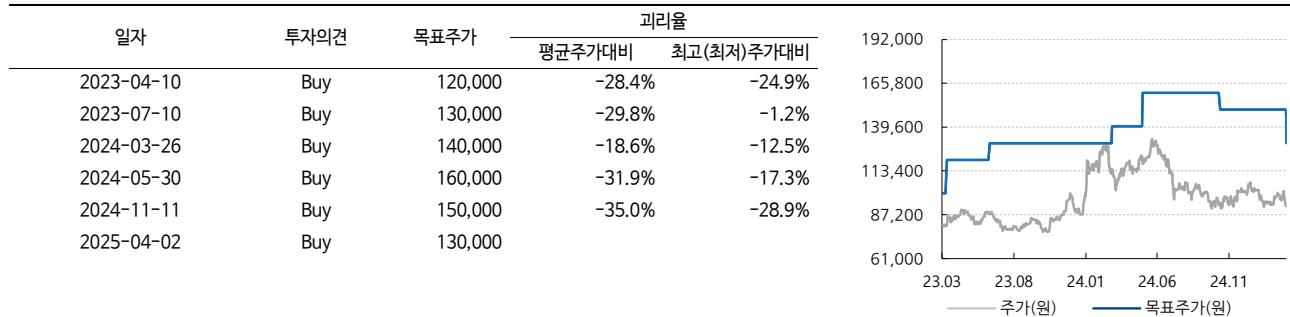
현금흐름표

| (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|---------|--------|--------|--------|
| 영업활동 현금흐름 | 12,564 | 11,017 | 12,727 | 12,876 |
| 당기순이익 | 9,775 | 8,342 | 8,590 | 8,477 |
| 유형자산감가상각비 | 2,010 | 2,239 | 2,603 | 2,774 |
| 무형자산상각비 | 540 | 669 | 692 | 716 |
| 지분법관련손실(이익) | 395 | 395 | 395 | 395 |
| 투자활동 현금흐름 | -10,153 | -5,520 | -5,720 | -6,085 |
| 유형자산의 처분(취득) | -3,424 | -2,869 | -3,335 | -3,555 |
| 무형자산의 처분(취득) | -1,192 | -811 | -840 | -869 |
| 금융상품의 증감 | -4,949 | -1,744 | -1,833 | -1,925 |
| 재무활동 현금흐름 | -3,570 | -3,197 | -2,871 | -2,801 |
| 단기금융부채의증감 | - | -250 | -10 | -10 |
| 장기금융부채의증감 | -923 | -435 | -348 | -278 |
| 자본의증감 | - | - | - | - |
| 배당금지급 | -2,194 | -2,559 | -2,559 | -2,559 |
| 현금및현금성자산의증감 | -787 | 804 | 2,641 | 2,495 |
| 기초현금및현금성자산 | 14,353 | 13,567 | 14,370 | 17,011 |
| 기말현금및현금성자산 | 13,567 | 14,370 | 17,011 | 19,506 |

자료 : 기아, iM증권 리서치본부

| | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | |
| EPS | 24,413 | 20,973 | 21,597 | 21,311 |
| BPS | 140,395 | 160,053 | 180,334 | 200,331 |
| CFPS | 30,782 | 28,286 | 29,882 | 30,089 |
| DPS | 6,500 | 6,500 | 6,500 | 6,500 |
| Valuation(배) | | | | |
| PER | 4.1 | 4.4 | 4.3 | 4.4 |
| PBR | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
| PCR | 3.3 | 3.3 | 3.1 | 3.1 |
| EV/EBITDA | 1.4 | 1.2 | 0.9 | 0.6 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | |
| ROE | 19.1 | 14.0 | 12.7 | 11.2 |
| EBITDA이익률 | 14.2 | 11.9 | 11.6 | 11.7 |
| 부채비율 | 66.1 | 55.2 | 47.3 | 41.4 |
| 순부채비율 | -33.7 | -33.2 | -34.3 | -35.0 |
| 매출채권회전율(x) | 17.5 | 15.4 | 15.2 | 15.2 |
| 재고자산회전율(x) | 9.1 | 8.7 | 8.5 | 8.5 |

기아 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당시의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2025-03-31 기준]

| 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|-------|--------|------|
| 92.5% | 6.8% | 0.7% |

현대모비스 (012330)

2025.04.02

현대차, GM과의 관계 강화를 기다리며…

[자동차/자동차부품] 조희승
2122-9195 hs.jo@imfnsec.com

1Q25 Preview: 매출액 14.2조원, 영업이익 8,259억원(OMP 5.8%)

2025년 1분기 매출액은 14.2조원(YoY +2.7%), 영업이익은 8,259억원(YoY +52.2%, OPM 5.8%)로 시장 기대치 (14.4조원, 8,504억원)을 하회할 전망이다.

모듈 및 핵심부품 부문과 직결되는 현대차그룹의 출고 대수는 YoY +0.1%이다. 둔화된 물량 성장, 미국 공장의 고정비 부담은 여전히 부정적이기 때문에 고부가가치 차종 중심의 믹스 개선에도 불구하고 소폭 적자(OMP -0.2%)를 기록했을 것으로 예상된다. AS 부문은 27.0%의 높은 수익성이 유지될 것으로 보인다. 견조한 AS 수요와 우호적인 환율은 작년(2024년 연간 기준 25.8%)에 이어 이번 1분기까지도 긍정적이다.

2025년: (-) 피할 수 없는 관세 부담

최종 소비 단계에서만 관세가 부과될 것으로 예상되었던 것과 달리, 실제로 공개된 관세 정책은 자동차 부품까지 포함되었다. 동사의 2024년 기준 관세 노출 예상 규모는 약 \$19억이다. 부문 별로는 제조 부문에서 \$6억, AS 부문에서 \$13억(연간 기준)이 관세에 노출되었다. 그러나 제조 부문의 경우 완성차와 관세 부담이 일부 분담된다. 자세한 분담 구조는 협상을 통해 결정되겠지만, 50:50으로 분담할 경우 약 \$5,500만의 부담이 발생한다. AS 부문의 경우 판매 가격 인상을 통해 소비자에게 전가하고자 하겠지만, 단기간 내에 반영되기에는 어려워 보인다. 그렇기 때문에 올해에는 약 \$1.5억의 부담이 발생할 것으로 예상된다. 올해 관세로 인한 부담은 약 \$2억이 예상된다. 게다가 HMGMA 공장의 혼류 생산 가능성이 높아지면서 미국 공장의 고정비 부담 역시 개선세가 주춤할 것으로 보인다. 다만 관세 부과로 인해 신차 구매보다는 기존 차량을 수리 및 정비하며 보유 기간을 늘리려는 소비자 흐름은 긍정적이다. 2025년 연간 매출액은 59.9조원(YoY +4.8%), 영업이익은 3.1조원(YoY +0.7%, OPM 5.2%)로 전망한다.

2026년~2027년: (+) 생존 가능성 높은 업체들(현대차, GM)의 부품사

현대차그룹은 HMGMA 램프업과 GM과의 협업을 통해 대응하고자 한다. GM과의 세부적인 협력 계획은 상반기 중으로 공개될 예정이며, ① 미국 공장 생산 라인 공유, ② 원자료 공동 구매, ③ 리벳팅 전략이 부각될 것으로 예상된다. GM과의 협력 강화는 동사의 Non-Captive 물량 확대에 매우 긍정적이다. 자동차 산업은 전기차와 자율주행 시대로의 전환 속에 있다. 전환 과정 속에서 몇몇 자동차 업체의 도태는 피할 수 없다. 당사는 GM, VW, 현대차그룹을 생존 1그룹으로 분류하였다. GM, 현대차그룹의 핵심 부품사의 입지가 부각되고, 이에 대해 더 높은 멀티플을 부여할 수 있는 시기가 다가오고 있다.

투자의견 Buy, 목표주가 320,000원 유지

12M Fwd P/E는 6.4x이다. 관세 부과로 인한 실적 부담은 부정적이다. 그러나 완성차, 소비자에게 전가할 수 있는 여지가 남아 있음에 주목할 필요가 있다. 생존 1그룹으로 분류되는 GM, 현대차와의 관계 강화, Pleos 25 행사에서 공개된 현대차의 전환 과정 속 전장 부품 수주 확대를 감안했을 때 장기적인 주가 상승은 충분히 가능하다. 투자의견 Buy, 목표주가 320,000원을 유지한다.

Buy (Maintain)

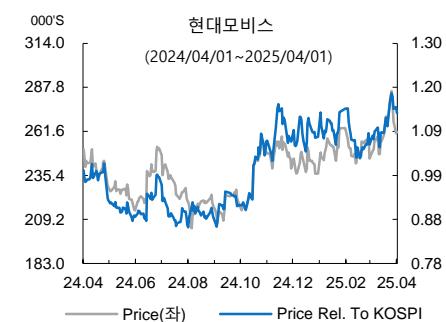
| | |
|----------------|--------------|
| 목표주가(12M) | 320,000원(유지) |
| 종가(2025.04.01) | 261,500원 |
| 상승여력 | 22.4 % |

Stock Indicator

| | |
|-----------|------------------|
| 자본금 | 491십억원 |
| 발행주식수 | 9,300만주 |
| 시가총액 | 24,318십억원 |
| 외국인지분율 | 42.2% |
| 52주 주가 | 204,000~285,500원 |
| 60일평균거래량 | 200,817주 |
| 60일평균거래대금 | 51.7십억원 |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|-----|------|------|------|
| 절대수익률 | 6.5 | 10.6 | 20.2 | 4.2 |
| 상대수익률 | 7.0 | 5.5 | 23.0 | 12.4 |

Price Trend



| FY | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(십억원) | 57,237 | 59,980 | 62,603 | 64,634 |
| 영업이익(십억원) | 3,073 | 3,095 | 3,336 | 3,563 |
| 순이익(십억원) | 4,056 | 3,772 | 4,165 | 4,331 |
| EPS(원) | 43,480 | 40,558 | 44,781 | 46,574 |
| BPS(원) | 495,499 | 530,314 | 568,380 | 608,238 |
| PER(배) | 5.4 | 6.4 | 5.8 | 5.6 |
| PBR(배) | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.4 |
| ROE(%) | 9.4 | 7.9 | 8.2 | 7.9 |
| 배당수익률(%) | 4.2 | 4.6 | 5.4 | 5.4 |
| EV/EBITDA(배) | 3.6 | 4.0 | 3.3 | 2.8 |

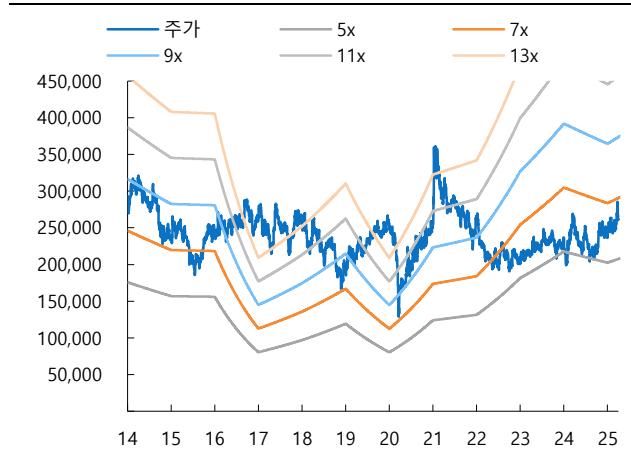
주-K-IFRS 연결 재무제표

표1. 현대모비스의 실적 추이 및 전망

| (억원, %) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25F | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F | 2023 | 2024 | 2025F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 138,692 | 146,553 | 140,018 | 147,107 | 142,390 | 156,462 | 144,274 | 156,669 | 592,544 | 572,370 | 599,795 |
| 모듈 및 핵심 부품 | 109,374 | 116,909 | 109,412 | 115,823 | 111,020 | 125,335 | 111,526 | 123,821 | 483,715 | 451,518 | 471,702 |
| 모듈조립 | 60,735 | 66,193 | 62,790 | 66,617 | 61,061 | 68,934 | 60,224 | 66,863 | 250,277 | 256,335 | 257,083 |
| 부품제조 | 29,879 | 33,467 | 30,835 | 34,064 | 31,086 | 35,721 | 31,227 | 35,289 | 110,962 | 128,245 | 133,322 |
| 전동화 | 18,760 | 17,249 | 15,787 | 15,142 | 18,873 | 20,680 | 20,075 | 21,669 | 122,476 | 66,938 | 81,297 |
| A/S 부품사업 | 29,318 | 29,644 | 30,606 | 31,284 | 31,370 | 31,126 | 32,748 | 32,848 | 108,829 | 120,852 | 128,093 |
| 비중 | | | | | | | | | | | |
| 모듈 및 핵심 부품 | 78.9 | 79.8 | 78.1 | 78.7 | 78.0 | 80.1 | 77.3 | 79.0 | 81.6 | 78.9 | 78.6 |
| 모듈조립 | 43.8 | 45.2 | 44.8 | 45.3 | 42.9 | 44.1 | 41.7 | 42.7 | 42.2 | 44.8 | 42.9 |
| 부품제조 | 21.5 | 22.8 | 22.0 | 23.2 | 21.8 | 22.8 | 21.6 | 22.5 | 18.7 | 22.4 | 22.2 |
| 전동화 | 13.5 | 11.8 | 11.3 | 10.3 | 13.3 | 13.2 | 13.9 | 13.8 | 20.7 | 11.7 | 13.6 |
| A/S 부품사업 | 21.1 | 20.2 | 21.9 | 21.3 | 22.0 | 19.9 | 22.7 | 21.0 | 18.4 | 21.1 | 21.4 |
| YoY | -5.4 | -6.6 | -1.6 | 0.3 | 2.7 | 6.8 | 3.0 | 6.5 | 14.2 | -3.4 | 4.8 |
| 모듈 및 핵심 부품 | -9.1 | -10.0 | -4.5 | -2.6 | 1.5 | 7.2 | 1.9 | 6.9 | 16.0 | -6.7 | 4.5 |
| 모듈조립 | -1.8 | 2.1 | 5.1 | 4.3 | 0.5 | 4.1 | -4.1 | 0.4 | 10.3 | 2.4 | 0.3 |
| 부품제조 | 18.3 | 21.3 | 11.7 | 11.7 | 4.0 | 6.7 | 1.3 | 3.6 | 18.9 | 15.6 | 4.0 |
| 전동화 | -43.6 | -53.9 | -42.0 | -38.3 | 0.6 | 19.9 | 27.2 | 43.1 | 26.6 | -45.3 | 21.5 |
| A/S 부품사업 | 11.4 | 9.9 | 10.4 | 12.5 | 7.0 | 5.0 | 7.0 | 5.0 | 6.6 | 11.0 | 6.0 |
| 매출총이익 | 16,190 | 18,278 | 23,033 | 23,125 | 19,223 | 20,809 | 18,756 | 20,837 | 67,623 | 80,626 | 79,625 |
| YoY | 13.2 | 5.0 | 30.5 | 26.6 | 18.7 | 13.8 | -18.6 | -9.9 | 12.9 | 19.2 | -1.2 |
| GPM | 11.7 | 12.5 | 16.5 | 15.7 | 13.5 | 13.3 | 13.0 | 13.3 | 11.4 | 14.1 | 13.3 |
| 영업이익 | 5,427 | 6,361 | 9,086 | 9,861 | 8,259 | 7,510 | 7,502 | 7,677 | 22,953 | 30,735 | 30,948 |
| YoY | 29.8 | -4.2 | 31.6 | 88.5 | 52.2 | 18.1 | -17.4 | -22.1 | 13.3 | 33.9 | 0.7 |
| OPM | 3.9 | 4.3 | 6.5 | 6.7 | 5.8 | 4.8 | 5.2 | 4.9 | 3.9 | 5.4 | 5.2 |
| 세전이익 | 12,225 | 14,123 | 13,066 | 13,230 | 12,884 | 13,338 | 12,426 | 13,798 | 44,449 | 52,644 | 52,445 |
| 지배주주순이익 | 8,611 | 9,962 | 9,197 | 12,734 | 9,253 | 9,582 | 8,926 | 9,912 | 34,117 | 40,504 | 37,673 |
| YoY | 2.4 | 7.4 | -7.5 | 96.3 | 7.5 | -3.8 | -2.9 | -22.2 | 37.3 | 18.7 | -7.0 |
| NPM | 6.2 | 6.8 | 6.6 | 8.7 | 6.5 | 6.1 | 6.2 | 6.3 | 5.8 | 7.1 | 6.3 |

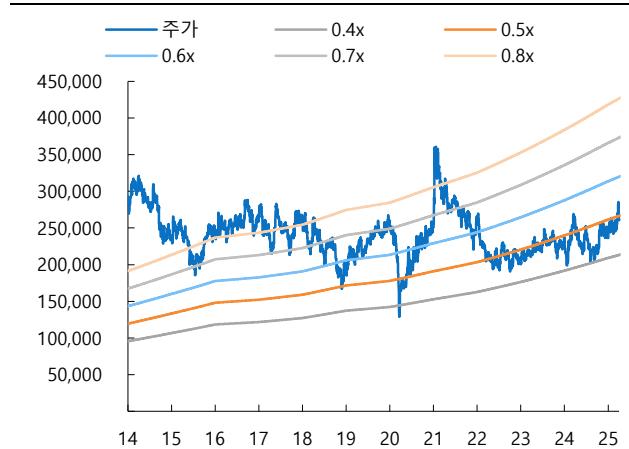
자료: 현대모비스, iM증권 리서치본부

그림1. 현대모비스의 12M Fwd P/E는 6.4x



자료: Quantewise, iM증권 리서치본부

그림2. 현대모비스의 12M Fwd P/B는 0.5x



자료: Quantewise, iM증권 리서치본부

표2. 현대모비스의 Valuation Table

| (단위: 원, 배, %) | | 비고 |
|---------------------|---------|-----------------------------|
| (a) EPS | 41,511 | 12개월 선행 |
| (b) Target Multiple | 7.7 | 글로벌 피어 평균 Fwd P/E 10% 할인 적용 |
| - 적정주가 | 319,635 | (a)*(b) |
| 목표주가 | 320,000 | |
| 현재주가 | 261,500 | 2025-04-01 종가 기준 |
| 상승여력 | 22.4 | |

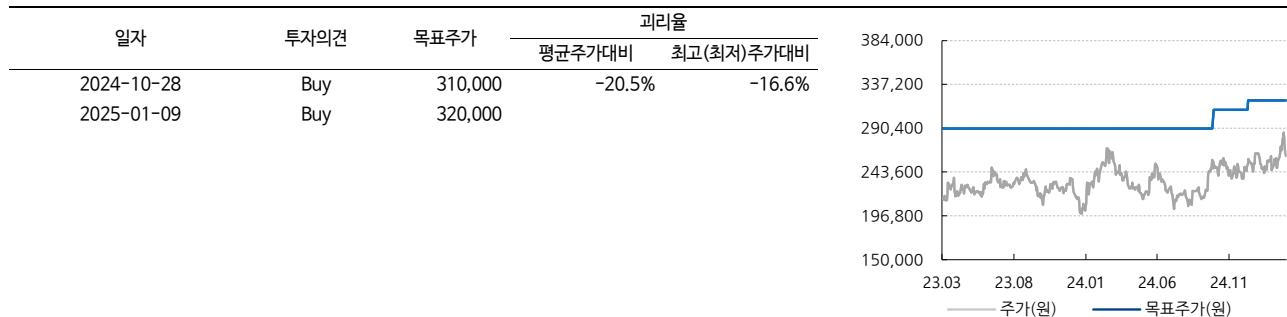
자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표 | | | | | 포괄손익계산서 | | | | |
|--------------|--------|--------|--------|--------|------------------------|---------|---------|---------|---------|
| (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | (십억원%) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 유동자산 | 28,424 | 28,537 | 29,851 | 31,600 | 매출액 | 57,237 | 59,980 | 62,603 | 64,634 |
| 현금 및 현금성자산 | 4,788 | 3,661 | 4,065 | 5,084 | 증가율(%) | -3.4 | 4.8 | 4.4 | 3.2 |
| 단기금융자산 | 5,854 | 5,971 | 6,090 | 6,212 | 매출원가 | 49,174 | 52,017 | 54,217 | 55,857 |
| 매출채권 | 10,905 | 11,605 | 12,091 | 12,466 | 매출총이익 | 8,063 | 7,962 | 8,386 | 8,777 |
| 재고자산 | 6,763 | 7,198 | 7,512 | 7,756 | 판매비와관리비 | 4,989 | 4,868 | 5,050 | 5,213 |
| 비유동자산 | 38,173 | 40,018 | 42,181 | 44,065 | 연구개발비 | 1,749 | 1,832 | 1,912 | 1,975 |
| 유형자산 | 12,003 | 12,978 | 14,282 | 15,312 | 기타영업수익 | - | - | - | - |
| 무형자산 | 1,167 | 1,198 | 1,219 | 1,233 | 기타영업비용 | - | - | - | - |
| 자산총계 | 66,597 | 68,555 | 72,032 | 75,665 | 영업이익 | 3,073 | 3,095 | 3,336 | 3,563 |
| 유동부채 | 12,745 | 12,303 | 12,303 | 12,289 | 증가율(%) | 33.9 | 0.7 | 7.8 | 6.8 |
| 매입채무 | 6,748 | 6,598 | 6,886 | 7,110 | 영업이익률(%) | 5.4 | 5.2 | 5.3 | 5.5 |
| 단기차입금 | 648 | 551 | 468 | 421 | 이자수익 | 425 | 385 | 406 | 452 |
| 유동성장기부채 | 569 | 615 | 624 | 624 | 이자비용 | 129 | 125 | 120 | 116 |
| 비유동부채 | 7,733 | 6,892 | 6,824 | 6,759 | 자분법이익(손실) | 1,788 | - | - | - |
| 사채 | 200 | 180 | 162 | 146 | 기타영업외손익 | 78 | -4 | 36 | 36 |
| 장기차입금 | 1,728 | 1,676 | 1,626 | 1,577 | 세전계속사업이익 | 5,264 | 5,244 | 5,791 | 6,022 |
| 부채총계 | 20,479 | 19,195 | 19,127 | 19,048 | 법인세비용 | 1,204 | 1,468 | 1,621 | 1,686 |
| 지배주주지분 | 46,081 | 49,319 | 52,859 | 56,566 | 세전계속이익률(%) | 9.2 | 8.7 | 9.2 | 9.3 |
| 자본금 | 491 | 491 | 491 | 491 | 당기순이익 | 4,060 | 3,776 | 4,169 | 4,336 |
| 자본잉여금 | 1,367 | 1,367 | 1,367 | 1,367 | 순이익률(%) | 7.1 | 6.3 | 6.7 | 6.7 |
| 이익잉여금 | 42,911 | 46,050 | 49,490 | 53,098 | 지배주주귀속 순이익 | 4,056 | 3,772 | 4,165 | 4,331 |
| 기타자본항목 | 1,311 | 1,411 | 1,510 | 1,610 | 기타포괄이익 | 1,858 | 99 | 99 | 99 |
| 비지배주주지분 | 37 | 42 | 46 | 51 | 총포괄이익 | 5,918 | 3,875 | 4,269 | 4,436 |
| 자본총계 | 46,118 | 49,360 | 52,905 | 56,617 | 지배주주귀속총포괄이익 | - | - | - | - |
| 현금흐름표 | | | | | 주요투자지표 | | | | |
| (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 영업활동 현금흐름 | 4,253 | 3,099 | 5,470 | 6,108 | 주당지표(원) | | | | |
| 당기순이익 | 4,060 | 3,776 | 4,169 | 4,336 | EPS | 43,480 | 40,558 | 44,781 | 46,574 |
| 유형자산감가상각비 | 903 | 1,216 | 1,612 | 1,863 | BPS | 495,499 | 530,314 | 568,380 | 608,238 |
| 무형자산상각비 | 82 | 169 | 179 | 186 | CFPS | 54,036 | 55,451 | 64,045 | 68,608 |
| 지분법관련손실(이익) | 1,788 | - | - | - | DPS | 12,050 | 14,050 | 16,050 | 16,050 |
| 투자활동 현금흐름 | -4,589 | -489 | -1,216 | -1,196 | Valuation(배) | | | | |
| 유형자산의 처분(취득) | -2,088 | -2,191 | -2,916 | -2,893 | PER | 5.4 | 6.4 | 5.8 | 5.6 |
| 무형자산의 처분(취득) | -157 | -200 | -200 | -200 | PBR | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.4 |
| 금융상품의 증감 | -3,537 | -839 | -839 | -839 | PCR | 4.4 | 4.7 | 4.1 | 3.8 |
| 재무활동 현금흐름 | -255 | -942 | -960 | -1,021 | EV/EBITDA | 3.6 | 4.0 | 3.3 | 2.8 |
| 단기금융부채의증감 | -755 | -52 | -73 | -47 | Key Financial Ratio(%) | | | | |
| 장기금융부채의증감 | 1,254 | -72 | -68 | -65 | ROE | 9.4 | 7.9 | 8.2 | 7.9 |
| 자본의증감 | - | - | - | - | EBITDA이익률 | 7.1 | 7.5 | 8.2 | 8.7 |
| 배당금지급 | -406 | -633 | -633 | -724 | 부채비율 | 44.4 | 38.9 | 36.2 | 33.6 |
| 현금및현금성자산의증감 | -291 | -1,128 | 405 | 1,018 | 순부채비율 | -16.3 | -13.4 | -13.8 | -15.1 |
| 기초현금및현금성자산 | 5,079 | 4,788 | 3,661 | 4,065 | 매출채권회전율(x) | 5.3 | 5.3 | 5.3 | 5.3 |
| 기말현금및현금성자산 | 4,788 | 3,661 | 4,065 | 5,084 | 재고자산회전율(x) | 9.3 | 8.6 | 8.5 | 8.5 |

자료 : 현대모비스, iM증권 리서치본부

현대모비스 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당시의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2025-03-31 기준]

| 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|-------|--------|------|
| 92.5% | 6.8% | 0.7% |

삼성SDI(006400)

유럽 EV 수요 반등에도 1Q25 실적 부진 예상

[이차전지/디스플레이]

정원석 2122-9203 wschung@imfnsec.com

자율주행 상용화가 전기차 시장과 배터리 산업 견인할 전망

자율주행 시대의 도래는 자동차 산업의 전동화 흐름을 더욱 가속화할 것이다. 전기차 시장의 확산을 위해서는 단순히 친환경이나 경제성에만 기대기보다 내연기관차와 차별화된 명확한 부가가치를 제공하는 것이 중요하다. 그 해답 중 하나가 바로 완전자율주행이다. 특히 자율주행 구현을 위한 필수 조건인 SDV는 내연기관차보다 전기차 플랫폼에서 훨씬 효율적이다. 향후 자율주행 시대가 본격화되면 전통적 완성차 OEM들에게 상당한 도전과 위협으로 작용해 기술력이 부재한 업체들은 도태될 가능성이 높을 것으로 전망된다. 이는 장기 공급 계약을 맺은 배터리 셀, 소재 업체들에게도 직접적인 리스크로 작용할 수 있다. 주력 고객사가 경쟁력을 잃을 경우 장기 공급 계약 자체가 무의미해질 수 있기 때문이다. 따라서 국내 배터리 셀, 소재 업체들은 현재의 고객 포트폴리오를 다시 점검하고, 자율주행 시대에서도 살아남을 가능성이 높은 기업들과 협업을 강화하기 위한 노력이 필수적이다. 장기적인 안목으로 고객사의 미래 생존 가능성을 고려한 선별적 제휴 전략이 무엇보다 중요하다.

주력 고객사 재고 조정 영향으로 1Q25 실적 시장 기대치 하회 전망

동사의 1Q25 실적은 매출액 2.7조원(-47% YoY, -27% QoQ), 영업이익 -4,570억원(적자 YoY/QoQ)을 기록하며 시장 기대치를 상회할 것으로 전망된다. 2025년부터 미국 SPE 공장이 신규 가동되면서 AMPC 효과가 본격화될 예정이나 1분기에는 신차 판매 효과가 크지 않은 반면, 신공장 가동에 따른 고정비 부담 증가로 자동차전지 부문 실적 악화가 불가피할 것으로 예상된다. 특히 원형전지 수요 부진이 장기화되면서 소형전지 연간 적자폭이 확대될 것으로 추정된다. 올해부터 자동차 CO₂ 배출량 기준이 강화되는 유럽에서도 시장 내 높은 재고 수준, 중국 업체들과의 경쟁 심화 등의 영향으로 인해 국내 업체들의 배터리 셀 수요 회복세가 뚜렷하지 않다. 다만 북미향 전력용 ESS 수요 증가세가 이어지는 가운데 유럽향 전력용, UPS 판매도 증가하면서 실적 하락을 일부 상쇄할 것으로 보인다.

매수 투자의견 유지하나 목표주가 300,000원으로 하향

동사에 대한 매수 투자의견을 유지하나 목표주가는 300,000원으로 하향한다. 목표주가는 2025년 예상 EBITDA에 최근 낮아진 전세계 주요 배터리 셀 업종 평균 EV/EBITDA에 국내 경쟁사 대비 북미향 매출 비중이 낮다는 점을 고려해 30% 할인한 7.5배를 적용하고 삼성디스플레이 지분가치를 반영한 SOTP 방식을 통해 산출했다. 2024년 기준 동사의 Tesla, GM, VW, 현대차 등 미래 자동차 기술 패러다임 전환에서도 살아남아 시장 지배력을 보여줄 것으로 예상되는 고객사 비중이 약 20%수준으로 국내 업체들 중 가장 낮다. 다만 현 주가의 베이스에이션인 2026년 예상 실적 기준 P/E 8.7배 수준으로 전세계 동종 업종 내 매력도가 높아 중장기적인 관점에서 긍정적인 의견을 유지한다.

Buy (Maintain)

| | |
|----------------|--------------|
| 목표주가(12M) | 300,000원(하향) |
| 종가(2025.04.01) | 193,600원 |
| 상승여력 | 55.0 % |

Stock Indicator

| | |
|-----------|------------------|
| 자본금 | 357십억원 |
| 발행주식수 | 6,876만주 |
| 시가총액 | 13,313십억원 |
| 외국인지분율 | 32.2% |
| 52주 주가 | 188,500~454,000원 |
| 60일평균거래량 | 513,574주 |
| 60일평균거래대금 | 110.9십억원 |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 절대수익률 | -13.6 | -19.2 | -47.9 | -57.3 |
| 상대수익률 | -13.1 | -24.3 | -46.3 | -48.8 |

Price Trend



| FY | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(십억원) | 16,592 | 15,411 | 21,026 | 24,108 |
| 영업이익(십억원) | 273 | 239 | 1,797 | 2,611 |
| 순이익(십억원) | 599 | 487 | 1,828 | 2,389 |
| EPS(원) | 8,515 | 6,331 | 22,243 | 29,060 |
| BPS(원) | 280,843 | 280,663 | 312,907 | 351,945 |
| PER(배) | 29.1 | 30.6 | 8.7 | 6.7 |
| PBR(배) | 0.9 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| ROE(%) | 3.1 | 2.3 | 7.5 | 8.7 |
| 배당수익률(%) | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| EV/EBITDA(배) | 12.5 | 6.0 | 3.8 | 2.5 |

주·K-IFRS 연결 요약 재무제표

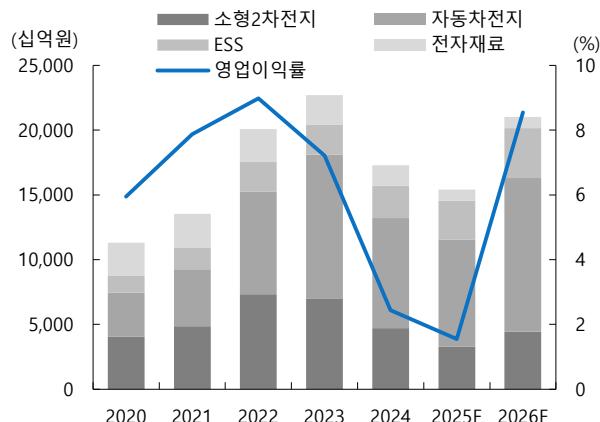
표1. 삼성SDI 사업부문 분기별 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25F | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 5,131 | 4,450 | 3,936 | 3,755 | 2,729 | 3,473 | 4,258 | 4,951 | 21,437 | 17,271 | 15,411 | 21,026 |
| 전지 사업부 | 4,582 | 3,873 | 3,672 | 3,564 | 2,541 | 3,267 | 4,025 | 4,721 | 20,409 | 15,710 | 14,553 | 20,153 |
| 소형2차전지 | 1,529 | 1,378 | 994 | 791 | 623 | 752 | 920 | 983 | 7,000 | 4,711 | 3,278 | 4,448 |
| 자동차전지 | 2,604 | 1,955 | 2,018 | 1,916 | 1,307 | 1,834 | 2,362 | 2,784 | 11,107 | 8,493 | 8,287 | 11,869 |
| ESS | 449 | 540 | 660 | 857 | 610 | 681 | 743 | 954 | 2,302 | 2,506 | 2,988 | 3,836 |
| 전자재료 사업부 | 549 | 577 | 264 | 190 | 188 | 207 | 233 | 231 | 2,302 | 1,580 | 858 | 874 |
| YoY | -4% | -24% | -34% | -13% | -47% | -22% | 8% | 32% | 7% | -19% | -11% | 36% |
| QoQ | 20% | -13% | -12% | -5% | -27% | 27% | 23% | 16% | | | | |
| 영업이익 | 267 | 280 | 130 | -257 | -457 | -31 | 256 | 471 | 1,545 | 421 | 239 | 1,797 |
| 전지 사업부 | 215 | 208 | 64 | -268 | -466 | -71 | 203 | 419 | 1,342 | 218 | 84 | 1,618 |
| 소형 | 70 | 119 | -14 | -178 | -195 | -139 | -92 | -67 | 498 | -3 | -493 | -95 |
| 자동차(AMPC 포함) | 173 | 85 | 28 | -183 | -300 | 20 | 228 | 382 | 801 | 104 | 330 | 1,344 |
| (AMPC) | 47 | 5 | 5 | 25 | 107 | 149 | 192 | 235 | - | 82 | 683 | 1,524 |
| ESS | -28 | 4 | 49 | 93 | 28 | 48 | 67 | 104 | 43 | 117 | 247 | 369 |
| 전자재료 사업부 | 53 | 72 | 66 | 12 | 9 | 40 | 53 | 52 | 291 | 203 | 155 | 179 |
| YoY | -29% | -38% | -74% | 적자전환 | 적자전환 | 적자전환 | 97% | 흑자전환 | -15% | -73% | -43% | 652% |
| QoQ | 19% | 5% | -54% | 적자전환 | 적자지속 | 적자지속 | 흑자전환 | 84% | | | | |
| 영업이익률 | 5% | 6% | 3% | -7% | -17% | -1% | 6% | 10% | 7% | 2% | 2% | 9% |
| 전지 사업부 | 5% | 5% | 2% | -8% | -18% | -2% | 5% | 9% | 7% | 1% | 1% | 8% |
| 소형 | 5% | 9% | -1% | -23% | -31% | -19% | -10% | -7% | 7% | 0% | -15% | -2% |
| 자동차(AMPC 포함) | 7% | 4% | 1% | -10% | -23% | 1% | 10% | 14% | 7% | 1% | 4% | 11% |
| ESS | -6% | 1% | 7% | 11% | 5% | 7% | 9% | 11% | 2% | 5% | 8% | 10% |
| 전자재료 사업부 | 10% | 13% | 25% | 6% | 5% | 20% | 23% | 23% | 13% | 13% | 18% | 21% |
| 지분법 관련 순익 | 112 | 210 | 277 | 202 | 58 | 155 | 250 | 199 | 1,017 | 801 | 662 | 732 |
| 세전이익 | 293 | 377 | 204 | -347 | -457 | 51 | 416 | 565 | 2,382 | 527 | 575 | 2,114 |
| 당기순이익 | 287 | 301 | 230 | -243 | -470 | 36 | 401 | 556 | 2,066 | 576 | 523 | 2,004 |
| 당기순이익률 | 6% | 7% | 6% | -6% | -17% | 1% | 9% | 11% | 10% | 3% | 3% | 10% |
| YoY | -38% | -38% | -63% | -149% | -264% | -88% | 74% | -329% | 1% | -72% | -9% | 283% |
| QoQ | -42% | 5% | -23% | -205% | 94% | -108% | 1003% | 39% | | | | |

자료: 삼성SDI, iM증권 리서치본부

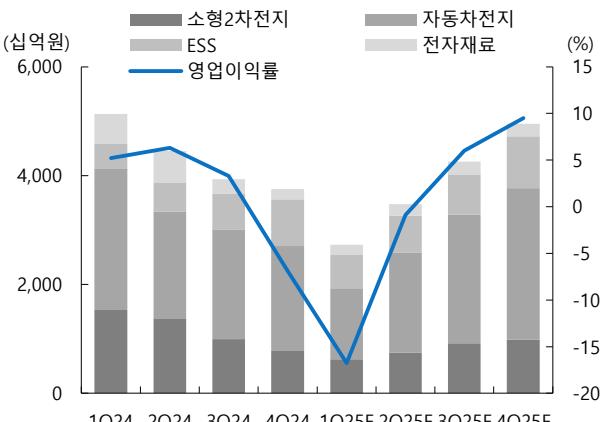
주: 3Q24부터 편광필름 사업 양도 결정으로 실적 반영 제외

그림1. 삼성SDI 연간 실적 추이 및 전망



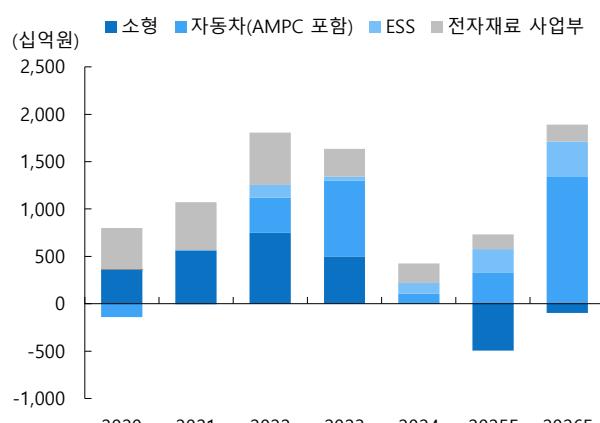
자료: 삼성SDI, iM증권 리서치본부

그림2. 삼성SDI 분기별 실적 추이 및 전망



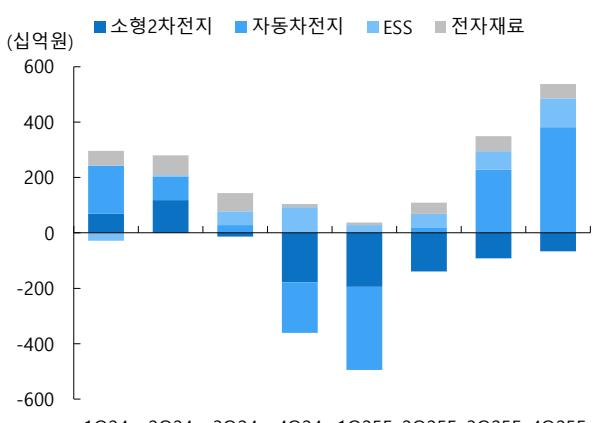
자료: 삼성SDI, iM증권 리서치본부

그림3. 삼성SDI 사업부문별 연간 영업이익 추이 및 전망



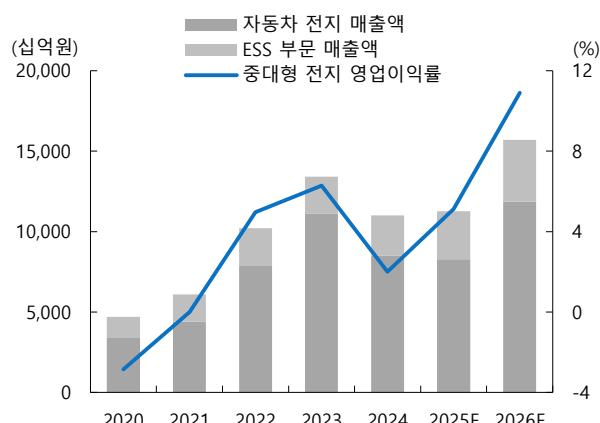
자료: 삼성SDI, iM증권 리서치본부

그림4. 삼성SDI 사업부문별 분기 영업이익 추이 및 전망



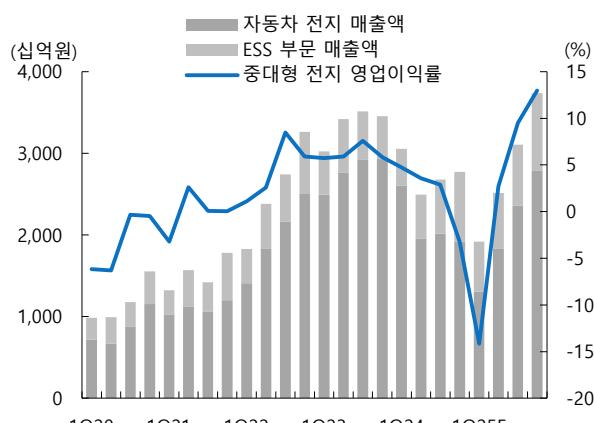
자료: 삼성SDI, iM증권 리서치본부

그림5. 삼성SDI 중대형 전지 연간 실적 추이 및 전망



자료: 삼성SDI, iM증권 리서치본부

그림6. 삼성SDI 중대형 전지 분기별 실적 추이 및 전망



자료: 삼성SDI, iM증권 리서치본부

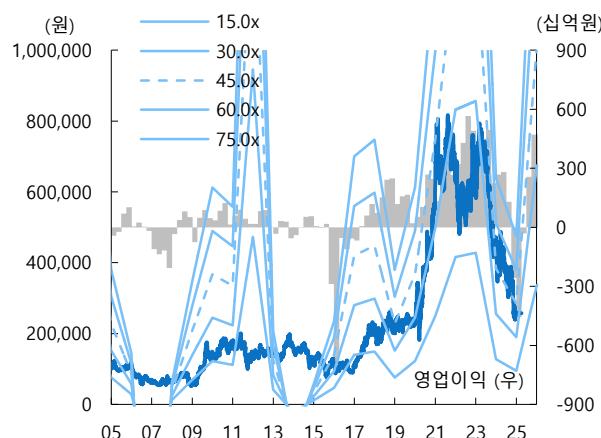
표2. 삼성SDI SOTP 방식을 활용한 목표주가 산출

| | 구분 | 25년 예상 EBITDA | 25년 예상 EBITDA | EV/EBITDA Target multiple | 가치 | 비고 |
|-----------------|-----------|---------------|---------------|---------------------------|--------|--------------------------------------|
| 영업가치 (십억원) | 삼성SDI | 2,938 | 4,590 | 7.5 x | 21,916 | Battery cell Peer group x 30% 할인 |
| | 합계 | 2,938 | 4,590 | | 21,916 | (A) |
| 투자유가증권 (십억원) | 구분 | 금액 | | 할인율 | 가치 | 비고 |
| | 상장주식 | 776 | | 30% | 543 | 전일 종가 기준 |
| | 비상장주식 | 246 | | 30% | 172 | 3Q24 장부가 기준 |
| 지분법주식(십억원) | 구분 | 장부가 기준 | | 할인율 | 가치 | 비고 |
| | 삼성디스플레이 | 4,837 | | 30% | 3,386 | 4Q24 장부가 기준 |
| | 순차입금(십억원) | 4,211 | 3,962 | | 3,962 | 예상 순차입금 (D) |
| 기업가치(십억원) | | 22,056 | 34,377 | | | 2025년 (E)=(A)+(B)+(C)-(D) |
| 주식수(천주) | | | | 68,765 | | 우선주 제외 |
| 주당 기업가치(원) | | | | 320,744 | | (F)=(E)/주식수 |
| 목표 주가(원) | | | | 300,000 | | 2025년 예상 주당 기업가치 |
| 현재 주가 (원) | | | | 193,600 | | 2026년 예상 실적 기준 P/E 8.7배, P/B 0.6배 |
| 상승 여력 | | | | 55.0% | | |

자료: 삼성SDI, iM증권 리서치본부

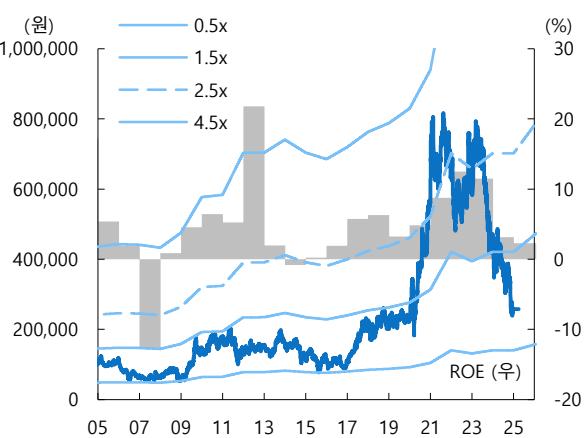
주: 2025년 6월 13일 예정인 유상증자 신주 예상가액 상장 반영

그림7. 삼성SDI 12개월 Forward P/E Chart



자료: iM증권 리서치본부

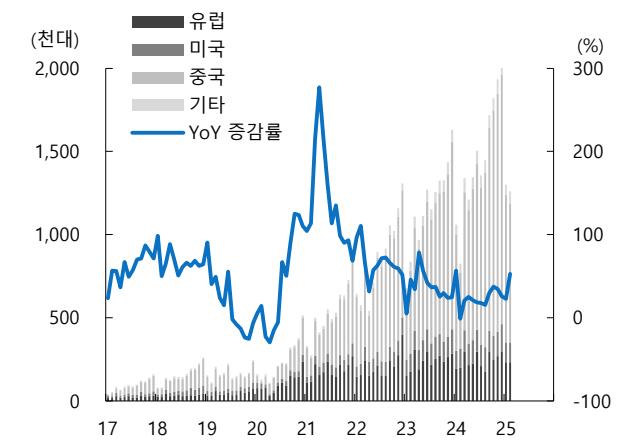
그림8. 삼성SDI 12개월 Forward P/B Chart



자료: iM증권 리서치본부

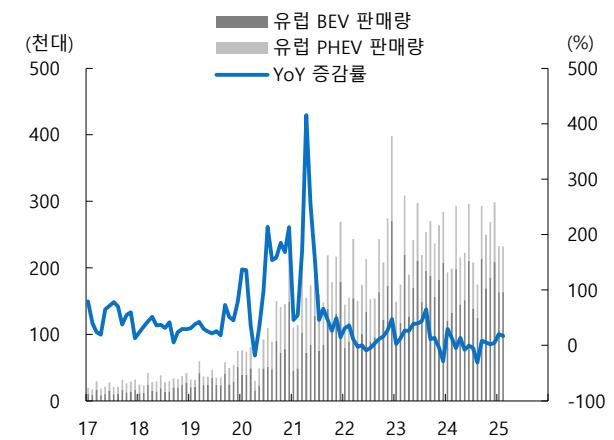
Appendix. 전세계 전기차 판매량 현황

그림9. 전세계 전기차 월별 판매량 현황



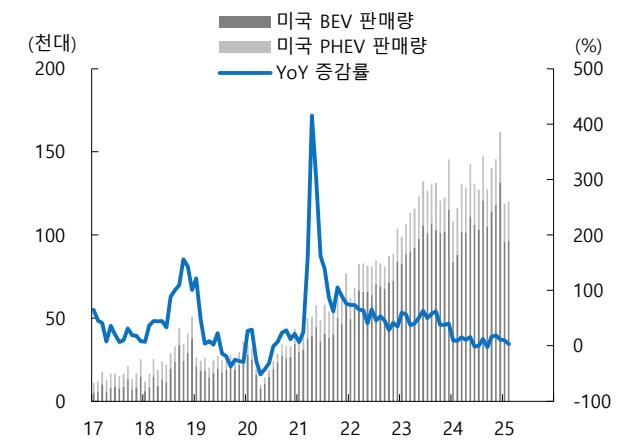
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림10. 유럽 전기차 월별 판매량 현황



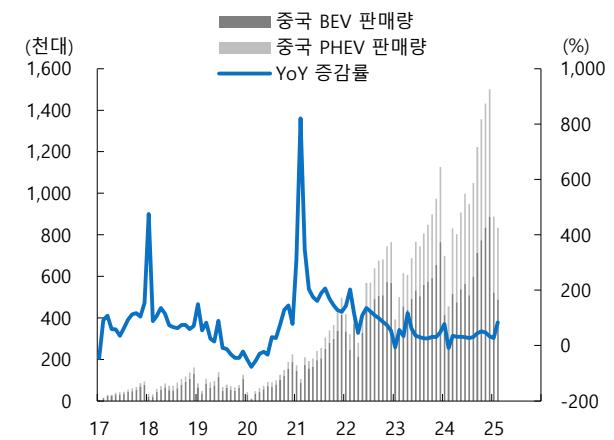
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림11. 미국 전기차 월별 판매량 현황



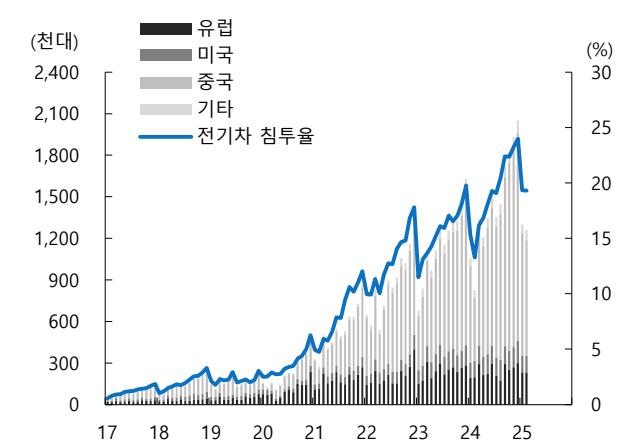
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림12. 중국 전기차 월별 판매량 현황



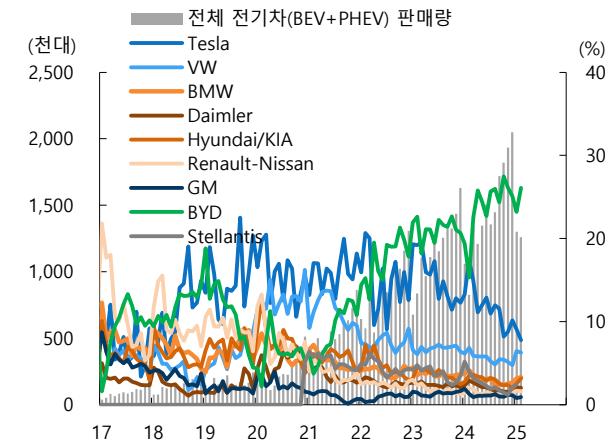
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림13. 전세계 신차 판매량 내 전기차 침투율



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

그림14. 주요 업체별 전기차 점유율 추이



자료: Marklines, iM증권 리서치본부

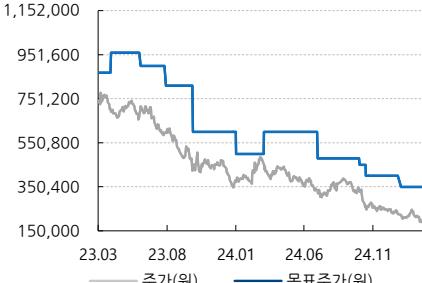
K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표 | | | | | 포괄손익계산서 | | | | |
|--------------|--------|--------|--------|--------|------------------------|---------|---------|---------|---------|
| (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | (십억원%) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 유동자산 | 10,334 | 12,980 | 15,272 | 18,887 | 매출액 | 16,592 | 15,411 | 21,026 | 24,108 |
| 현금 및 현금성자산 | 1,885 | 7,335 | 7,594 | 10,708 | 증가율(%) | -22.6 | -7.1 | 36.4 | 14.7 |
| 단기금융자산 | 176 | 193 | 184 | 202 | 매출원가 | 13,499 | 11,653 | 15,341 | 17,014 |
| 매출채권 | 3,310 | 2,534 | 3,635 | 3,863 | 매출총이익 | 3,094 | 3,758 | 5,685 | 7,094 |
| 재고자산 | 2,879 | 2,396 | 3,286 | 3,570 | 판매비와관리비 | 2,820 | 3,519 | 3,888 | 4,483 |
| 비유동자산 | 30,263 | 31,440 | 32,028 | 32,563 | 연구개발비 | 130 | 90 | 143 | 152 |
| 유형자산 | 17,707 | 18,600 | 19,369 | 19,816 | 기타영업수익 | 90 | 45 | 67 | 56 |
| 무형자산 | 668 | 576 | 514 | 473 | 기타영업비용 | - | - | - | - |
| 자산총계 | 40,597 | 44,420 | 47,300 | 51,450 | 영업이익 | 273 | 239 | 1,797 | 2,611 |
| 유동부채 | 10,856 | 11,316 | 11,380 | 11,903 | 증가율(%) | -82.3 | -12.5 | 651.5 | 45.3 |
| 매입채무 | 3,367 | 3,890 | 3,952 | 4,545 | 영업이익률(%) | 1.6 | 1.6 | 8.5 | 10.8 |
| 단기차입금 | 5,394 | 5,394 | 5,394 | 5,394 | 이자수익 | 55 | 192 | 219 | 292 |
| 유동성장기부채 | 1,121 | 1,121 | 1,121 | 1,121 | 이자비용 | 336 | 400 | 473 | 443 |
| 비유동부채 | 8,174 | 8,196 | 8,185 | 8,191 | 자분법이익(손실) | 801 | 662 | 732 | 697 |
| 사채 | - | - | - | - | 기타영업외손익 | -163 | -27 | -45 | -36 |
| 장기차입금 | 5,190 | 5,190 | 5,190 | 5,190 | 세전계속사업이익 | 527 | 575 | 2,114 | 3,017 |
| 부채총계 | 19,030 | 19,512 | 19,566 | 20,094 | 법인세비용 | 7 | 52 | 110 | 216 |
| 지배주주지분 | 19,766 | 23,071 | 25,722 | 28,931 | 세전계속이익률(%) | 3.2 | 3.7 | 10.1 | 12.5 |
| 자본금 | 357 | 416 | 416 | 416 | 당기순이익 | 576 | 523 | 2,004 | 2,801 |
| 자본잉여금 | 5,002 | 6,943 | 6,943 | 6,943 | 순이익률(%) | 3.5 | 3.4 | 9.5 | 11.6 |
| 이익잉여금 | 12,780 | 13,188 | 14,938 | 17,248 | 지배주주귀속 순이익 | 599 | 487 | 1,828 | 2,389 |
| 기타자본항목 | -345 | -345 | -345 | -345 | 기타포괄이익 | 905 | 897 | 901 | 899 |
| 비지배주주지분 | 1,801 | 1,837 | 2,012 | 2,425 | 총포괄이익 | 1,480 | 1,420 | 2,905 | 3,700 |
| 자본총계 | 21,567 | 24,908 | 27,734 | 31,356 | 지배주주귀속총포괄이익 | 1,542 | 1,322 | 2,650 | 3,155 |
| 현금흐름표 | | | | | 주요투자지표 | | | | |
| (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 영업활동 현금흐름 | -138 | 6,764 | 2,989 | 6,156 | 주당지표(원) | | | | |
| 당기순이익 | 576 | 523 | 2,004 | 2,801 | EPS | 8,515 | 6,331 | 22,243 | 29,060 |
| 유형자산감가상각비 | 1,795 | 2,607 | 2,731 | 3,053 | BPS | 280,843 | 280,663 | 312,907 | 351,945 |
| 무형자산상각비 | 80 | 92 | 61 | 41 | CFPS | 35,153 | 41,433 | 56,215 | 66,704 |
| 지분법관련손실(이익) | 801 | 662 | 732 | 697 | DPS | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 |
| 투자활동 현금흐름 | -4,920 | -3,232 | -2,686 | -2,962 | Valuation(배) | | | | |
| 유형자산의 처분(취득) | -6,263 | -3,500 | -3,500 | -3,500 | PER | 29.1 | 30.6 | 8.7 | 6.7 |
| 무형자산의 처분(취득) | -85 | - | - | - | PBR | 0.9 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| 금융상품의 증감 | -427 | 5,468 | 249 | 3,132 | PCR | 7.0 | 4.7 | 3.4 | 2.9 |
| 재무활동 현금흐름 | 5,544 | 2,146 | 134 | 134 | EV/EBITDA | 12.5 | 6.0 | 3.8 | 2.5 |
| 단기금융부채의증감 | - | - | - | - | Key Financial Ratio(%) | | | | |
| 장기금융부채의증감 | 71 | - | - | - | ROE | 3.1 | 2.3 | 7.5 | 8.7 |
| 자본의증감 | 2,562 | 22 | -11 | 6 | EBITDA이익률 | 12.9 | 19.1 | 21.8 | 23.7 |
| 배당금지급 | - | - | - | - | 부채비율 | 88.2 | 78.3 | 70.5 | 64.1 |
| 현금및현금성자산의증감 | 361 | 5,450 | 259 | 3,114 | 순부채비율 | 44.7 | 16.8 | 14.2 | 2.5 |
| 기초현금및현금성자산 | 1,524 | 1,885 | 7,335 | 7,594 | 매출채권회전율(x) | 5.1 | 5.3 | 6.8 | 6.4 |
| 기말현금및현금성자산 | 1,885 | 7,335 | 7,594 | 10,708 | 재고자산회전율(x) | 5.4 | 5.8 | 7.4 | 7.0 |

자료: 삼성SDI, iM증권 리서치본부

삼성SDI 투자의견 및 목표주가 변동추이

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 과리율 | | 1,152,000 |
|------------|------|---------|--------|------------|-----------|
| | | | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 | |
| 2023-04-28 | Buy | 960,000 | -27.2% | -22.7% | 951,600 |
| 2023-07-03 | Buy | 900,000 | -27.0% | -20.4% | 751,200 |
| 2023-08-28 | Buy | 810,000 | -33.5% | -24.0% | 550,800 |
| 2023-10-27 | Buy | 600,000 | -27.7% | -15.7% | 350,400 |
| 2024-01-31 | Buy | 500,000 | -16.8% | -2.8% | 150,000 |
| 2024-04-02 | Buy | 600,000 | -34.5% | -26.1% | |
| 2024-07-30 | Buy | 480,000 | -28.0% | -19.3% | |
| 2024-10-31 | Buy | 450,000 | -34.5% | -25.0% | |
| 2024-11-14 | Buy | 400,000 | -37.4% | -30.4% | |
| 2025-01-31 | Buy | 350,000 | -39.6% | -29.4% | |
| 2025-04-02 | Buy | 300,000 | | | |



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당시의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-03-31 기준]

| 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|-------|--------|------|
| 92.5% | 6.8% | 0.7% |

삼성전기 (009150)

2025.04.02

자율주행 시대의 주인공

[전기전자] 고의영
2122-9179 ey.ko@imfnsec.com

사업포트폴리오의 고도화

투자의견 Buy, 목표주가 18만원을 유지한다. 10년 평균 12MF P/B인 1.5배를 목표로 한다. AI서버·전장용 MLCC, ASIC·전장용 FC-BGA, 전장용 카메라 등 동사 사업 포트폴리오는 구조적 성장 산업에 초점이 맞추어져 있다[그림3~6]. 특히 최근 들어 수요가 빠르게 확대되고 있는 전장용 MLCC에 주목한다. [당사 3/13 보고서 [Link](#)]

빠르게 확대되는 동사의 시장점유율

2024년 글로벌 MLCC 시장 규모는 16~17조원 규모였을 것으로 추산된다. 이 중 전장용 MLCC 시장은 5조원으로 전체 시장의 약 30% 내외를 차지한 것으로 추정된다. 2024년 삼성전기의 전장용 MLCC 매출은 9,700억원으로, 글로벌 전장용 MLCC 시장에서 20% 수준의 점유율을 차지한 것으로 추정된다[표2]. 이는 2022년의 13% 대비 +7%p 개선된 것이다.

2025년과 2026년 삼성전기의 전장용 MLCC 매출은 각각 1.2조원, 1.5조원으로 전망된다. 글로벌 전장용 MLCC 시장에서 각각 22%, 24%의 점유율을 차지한다는 가정이다. 이 경우 동사 전체 MLCC 매출에서 전장용이 차지하는 비중은 각각 27%, 29%로 전망된다.

장기적으로, 2024~2030년 글로벌 전장용 MLCC 시장은 연평균 +11% 성장하여 8조원 규모로 커질 전망이며, 동기간 동사의 전장용 MLCC 매출은 연평균 +17% 성장하여 2조원에 달할 것으로 전망된다.

자율주행 고도화는 동사에게 기회

Murata에 따르면 자율주행 고도화에 따라 MLCC 수요가 크게 늘어날 전망이다. 자율주행 수준을 높이기 위해서는 더 정밀한 센서가 필요하며, 센서가 받아들이는 데이터를 처리하기 위한 SoC의 성능도 좋아진다. 이는 필연적으로 소형·고용량 MLCC 수요로 이어진다. 예컨대, Lv2·Lv3 자율주행 차량에 필요한 MLCC 종분은 1,500~3,000개이며, Lv4·Lv5 자율주행 차량에는 3,000~5,000개에 달한다.

최근 BYD, Li Auto, XPENG, NIO, Xiaomi 등 중국 신생 EV 업체를 중심으로 사실상 Lv3 기능에 해당하는 NOA (Navigate On Autopilot) 기능이 본격적으로 채택되고 있다. 이를 위해 기본적으로 10개 이상의 카메라가 탑재되며, 고급 차량에는 LiDAR까지 탑재되는 추세다. 이를 위한 자율주행 플랫폼의 성능은 과거 30TOPS 미만에서 200TOPS 이상으로 좋아지고 있다.

삼성전기는 이러한 트렌드의 수혜를 볼 전망이다. 동사는 다양한 EV 업체들을 고객사로 두고 있으며, 이들에게 BMS 및 ADAS용 MLCC를 공급하고 있다. 동사가 글로벌 전장용 MLCC 시장에서 점유율을 빠르게 확대하고 있는 이유도 여기에 있는 것으로 판단된다.

Buy (Maintain)

| | |
|----------------|--------------|
| 목표주가(12M) | 180,000원(유지) |
| 종가(2025.04.01) | 128,700원 |
| 상승여력 | 39.9 % |

Stock Indicator

| | |
|-----------|------------------|
| 자본금 | 388십억원 |
| 발행주식수 | 7,469만주 |
| 시가총액 | 9,613십억원 |
| 외국인지분율 | 32.8% |
| 52주 주가 | 105,600~172,700원 |
| 60일평균거래량 | 327,544주 |
| 60일평균거래대금 | 44.3십억원 |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|------|------|------|-------|
| 절대수익률 | -4.7 | 4.0 | -2.9 | -16.4 |
| 상대수익률 | -4.2 | -1.1 | -0.1 | -8.1 |

Price Trend



| FY | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(십억원) | 10,294 | 11,061 | 11,725 | 12,429 |
| 영업이익(십억원) | 735 | 956 | 1,128 | 1,262 |
| 순이익(십억원) | 679 | 740 | 899 | 1,039 |
| EPS(원) | 8,752 | 9,535 | 11,591 | 13,393 |
| BPS(원) | 113,261 | 123,055 | 134,588 | 147,924 |
| PER(배) | 14.1 | 13.5 | 11.1 | 9.6 |
| PBR(배) | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 0.9 |
| ROE(%) | 8.2 | 8.1 | 9.0 | 9.5 |
| 배당수익률(%) | 1.5 | 1.6 | 1.8 | 1.8 |
| EV/EBITDA(배) | 5.7 | 4.4 | 3.7 | 3.0 |

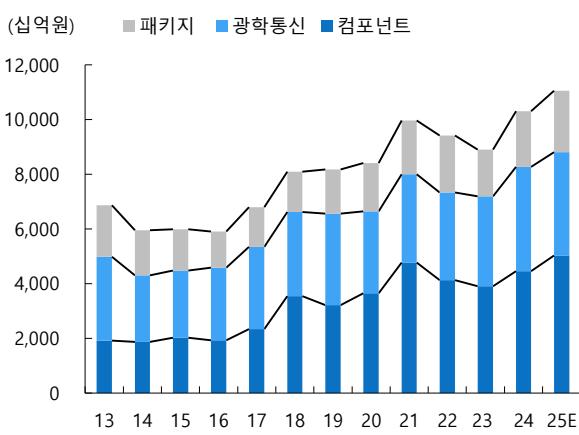
주-K-IFRS 연결 재무제표

표 1. 삼성전기 연결기준 영업실적 전망

| (십억원) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2023 | 2024 | 2025E |
|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액 | | | | | | | | | | | |
| 광학 | 1,173 | 921 | 860 | 861 | 968 | 910 | 1,016 | 887 | 3,289 | 3,815 | 3,780 |
| YoY | 46.9% | 18.6% | 4.2% | -3.1% | -17.5% | -1.1% | 18.1% | 3.0% | 2.7% | 16.0% | -0.9% |
| 컴포넌트 | 1,023 | 1,160 | 1,197 | 1,082 | 1,203 | 1,290 | 1,344 | 1,191 | 3,903 | 4,462 | 5,028 |
| YoY | 23.9% | 15.3% | 9.2% | 10.9% | 17.6% | 11.2% | 12.3% | 10.1% | -5.5% | 14.3% | 12.7% |
| 패키지 | 428 | 499 | 558 | 549 | 515 | 563 | 603 | 572 | 1,717 | 2,035 | 2,253 |
| YoY | 7.6% | 14.1% | 27.0% | 24.1% | 20.4% | 12.7% | 7.9% | 4.2% | -17.8% | 18.5% | 10.7% |
| 전사합계 | 2,624 | 2,580 | 2,597 | 2,492 | 2,686 | 2,763 | 2,962 | 2,650 | 8,892 | 10,294 | 11,061 |
| YoY | 29.8% | 16.2% | 10.0% | 8.9% | 2.3% | 7.1% | 14.0% | 6.3% | -5.6% | 15.8% | 7.5% |
| 영업이익 | | | | | | | | | | | |
| 광학 | 62.7 | 24.7 | 33.7 | 16.6 | 37.0 | 22.2 | 41.9 | 19.9 | 101.2 | 137.6 | 121.0 |
| OPM | 5.3% | 2.7% | 3.9% | 1.9% | 3.8% | 2.4% | 4.1% | 2.2% | 3.1% | 3.6% | 3.2% |
| 컴포넌트 | 96.9 | 141.8 | 145.4 | 55.6 | 133.4 | 162.0 | 182.0 | 121.3 | 361.5 | 439.7 | 598.8 |
| OPM | 9.5% | 12.2% | 12.1% | 5.1% | 11.1% | 12.6% | 13.5% | 10.2% | 9.3% | 9.9% | 11.9% |
| 패키지 | 20.7 | 41.6 | 52.5 | 42.9 | 33.5 | 59.3 | 79.4 | 64.2 | 176.6 | 157.6 | 236.4 |
| OPM | 4.8% | 8.3% | 9.4% | 7.8% | 6.5% | 10.5% | 13.2% | 11.2% | 10.3% | 7.7% | 10.5% |
| 전사합계 | 180.3 | 208.1 | 231.6 | 115.0 | 203.9 | 243.5 | 303.4 | 205.4 | 639.3 | 735.0 | 956.2 |
| OPM | 6.9% | 8.1% | 8.9% | 4.6% | 7.6% | 8.8% | 10.2% | 7.7% | 7.2% | 7.1% | 8.6% |

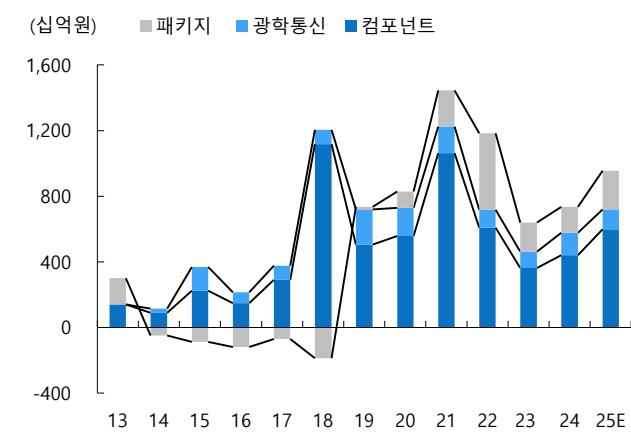
자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

그림1. 삼성전기 부문별 매출 추이 및 전망



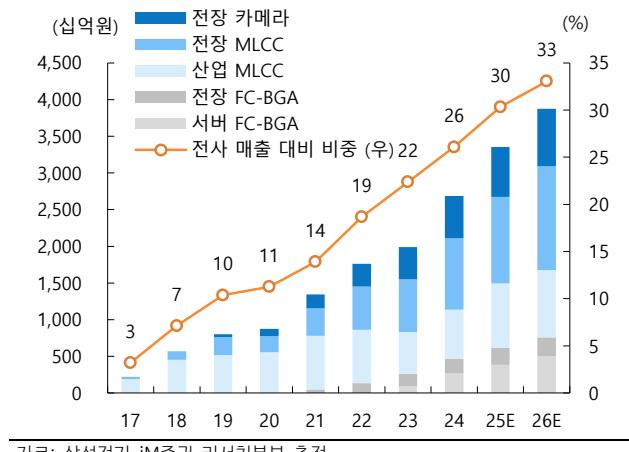
자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

그림2. 삼성전기 부문별 영업이익 추이 및 전망



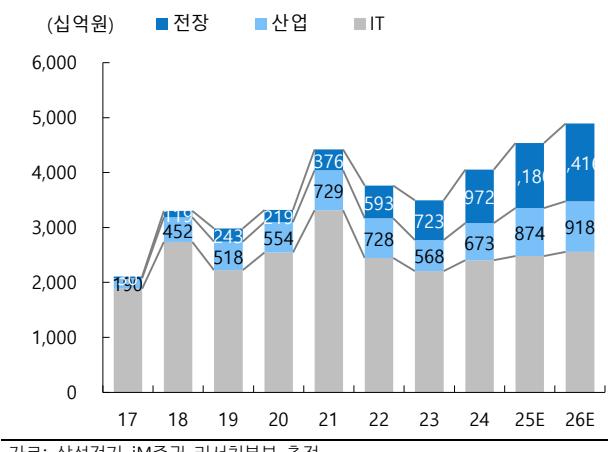
자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

그림3. 삼성전기 전장, 산업, 서버 관련 컴포넌트 합산 매출 및 전사 매출 대비 비중 추이



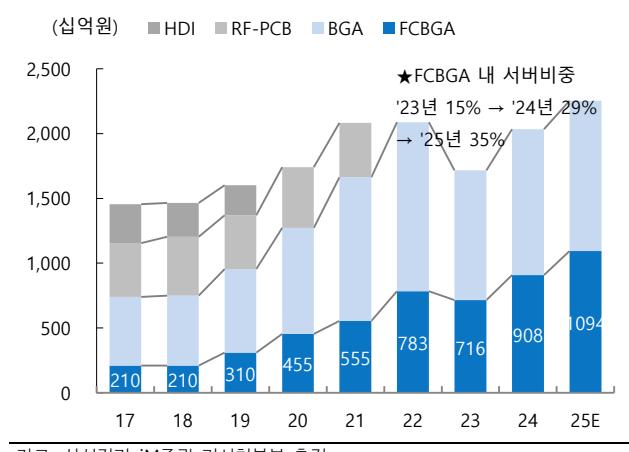
자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부 추정

그림4. 삼성전기 적용처별 MLCC 매출 추이 및 전망: 전장과 산업(AI 서버 포함) 중심의 성장을 시현하고 있음



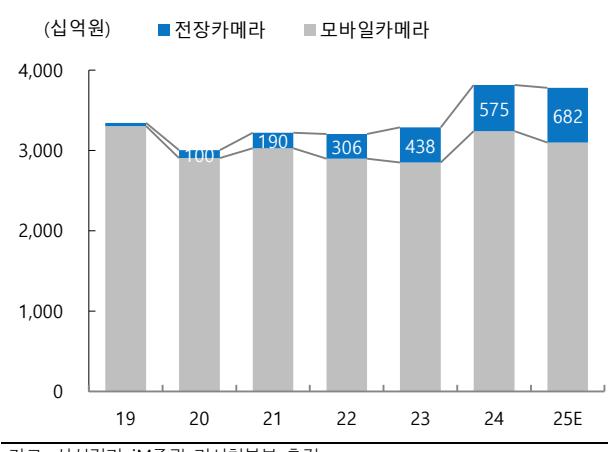
자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부 추정

그림5. 삼성전기 PCB 매출 추이 및 전망: '23년 아래로 서버 FC-BGA 중심의 가파른 성장을 시현하고 있음



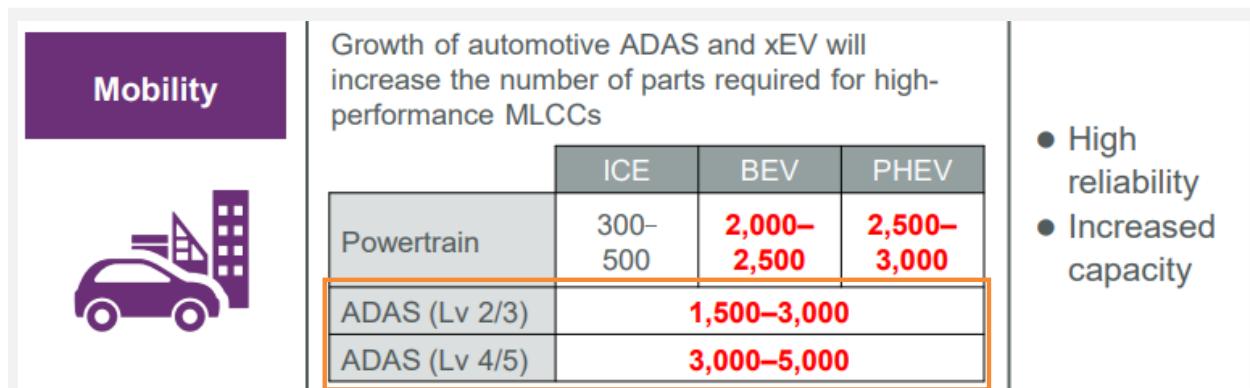
자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부 추정

그림6. 삼성전기 적용처별 카메라모듈 매출 추이 및 전망: 전장 카메라 중심의 매출 성장을 시현하고 있음



자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부 추정

그림7. Murata는 '24년 11월 기업설명회 자료에서 ADAS 고도화에 따른 MLCC 탑재량 증가를 언급하였음



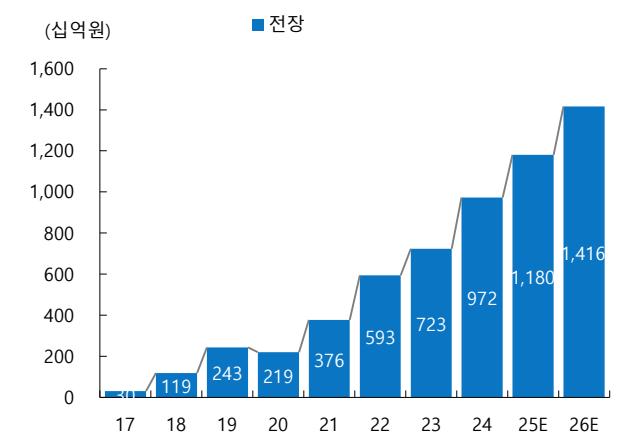
자료: Murata, iM증권

표2. 적용처별 MLCC 시장 전망 및 삼성전기 전장용 MLCC 매출 전망

| (백만개, 백만원) | 2024e | 2025F | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F | 2030F | CAGR (24~30) |
|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| 핸드셋 | 1,366 | 1,393 | 1,407 | 1,421 | 1,435 | 1,450 | 1,464 | 1% |
| AI 핸드셋 | 150 | 300 | 405 | 527 | 658 | 790 | 908 | 43% |
| PC&태블릿 | 505 | 515 | 520 | 525 | 530 | 536 | 541 | 1% |
| AI PC & 태블릿 | 10 | 84 | 158 | 214 | 281 | 342 | 376 | 107% |
| 자동차 | 91 | 89 | 90 | 90 | 91 | 91 | 91 | 0% |
| EV+HEV | 18 | 22 | 26 | 30 | 35 | 39 | 44 | 20% |
| 서버 | 13 | 13 | 14 | 14 | 14 | 14 | 15 | 3% |
| AI서버 | 0.7 | 1.1 | 1.5 | 2.0 | 2.4 | 2.9 | 3.3 | 35% |
| IT용 MLCC 출하량 | 2,141,176 | 2,279,419 | 2,412,891 | 2,559,663 | 2,728,165 | 2,912,910 | 3,101,420 | 8% |
| IT용 MLCC ASP (원) | 3.2 | 3.2 | 3.2 | 3.2 | 3.2 | 3.2 | 3.1 | -1% |
| IT용 MLCC 시장 | 6,925,445 | 7,335,718 | 7,726,436 | 8,155,439 | 8,648,846 | 9,188,355 | 9,734,069 | 7% |
| 전장용 MLCC 출하량 | 477,435 | 513,810 | 562,230 | 615,582 | 672,785 | 734,154 | 799,181 | 11% |
| 전장용 MLCC ASP (원) | 10.5 | 10.5 | 10.5 | 10.5 | 10.5 | 10.5 | 10.5 | |
| 전장용 MLCC 시장 | 5,013,072 | 5,395,000 | 5,903,413 | 6,463,612 | 7,064,241 | 7,708,612 | 8,391,399 | 11% |
| 서버 MLCC 출하량 | 88,750 | 106,580 | 126,638 | 151,958 | 175,423 | 204,777 | 234,568 | 21% |
| 서버 MLCC ASP (원) | 9.0 | 9.0 | 9.0 | 9.0 | 9.0 | 9.0 | 9.0 | |
| 서버 MLCC 시장 | 795,200 | 954,957 | 1,134,678 | 1,361,543 | 1,571,794 | 1,834,804 | 2,101,733 | 21% |
| 기타 MLCC 시장 | 3,884,752 | 4,078,990 | 4,282,939 | 4,497,086 | 4,721,940 | 4,958,037 | 5,205,939 | 6% |
| 총 MLCC 시장 | 16,618,469 | 17,764,664 | 19,047,466 | 20,477,681 | 22,006,822 | 23,689,809 | 25,433,140 | 9% |
| 삼성전기/전장용 MLCC M/S | 19% | 22% | 24% | 25% | 25% | 25% | 25% | |
| 삼성전기 전장용 MLCC 매출 | 972,082 | 1,180,243 | 1,416,292 | 1,615,903 | 1,766,060 | 1,927,153 | 2,097,850 | 17% |

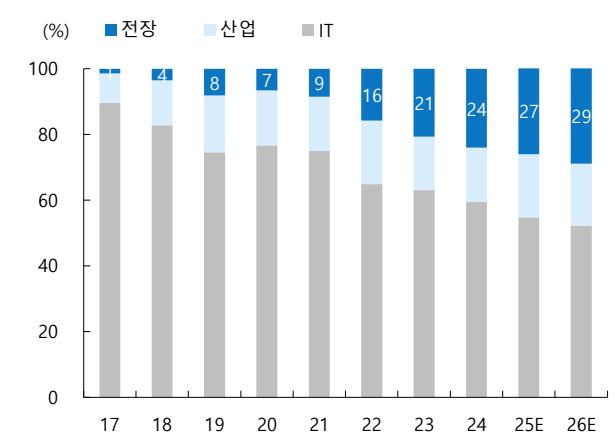
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림8. 삼성전기의 전장용 MLCC 매출 추이



자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부 추정

그림9. 삼성전기의 적용처별 MLCC 매출 비중 추이



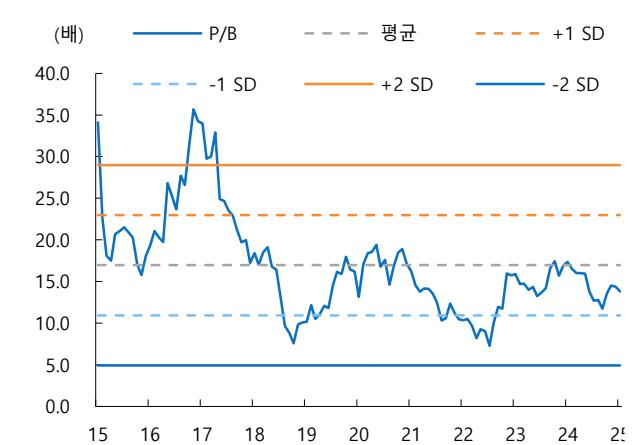
자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부 추정

표3. 삼성전기 Valuation Table

| (단위: 십억원, 천주, 원, 배) | 비고 | |
|---------------------|---------|--------------------|
| ① BPS | 125,938 | 12MFwd. |
| ② Target Multiple | 1.5 | 10년 평균 12M Fwd P/B |
| - 적정주가 | 188,908 | ① * ② |
| ③ 목표주가 | 180,000 | |
| ④ 현재주가 | 127,900 | |
| 상승여력 | 41% | ③ / ④ - 1 |

자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

그림10. 삼성전기의 12개월 선행 PER 추이



자료: 삼성전기, iM증권 리서치본부

그림11. 삼성전기의 12개월 트레일링 PBR 추이



자료: 삼성전기, Murata, iM증권 리서치본부

표4. 삼성전기 실적추정 변경

| (단위: 십억원, %) | 신규추정 | | 기존추정 | | 변동률 | |
|--------------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E |
| 매출액 | 11,061 | 11,725 | 10,946 | 11,603 | 1.1 | 1.1 |
| 영업이익 | 956 | 1,128 | 884 | 1,051 | 8.2 | 7.3 |
| 영업이익률 | 8.6 | 9.6 | 8.1 | 9.1 | | |
| 세전이익 | 919 | 1,117 | 875 | 1,057 | 5.0 | 5.6 |
| 세전이익률 | 8.3 | 9.5 | 8.0 | 9.1 | | |
| 지배주주순이익 | 740 | 899 | 681 | 823 | 8.7 | 9.3 |
| 지배주주순이익률 | 6.7 | 7.7 | 6.2 | 7.1 | | |
| EPS | 9,535 | 11,591 | 8,781 | 10,609 | 8.6 | 9.3 |

자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표 | | | | | 포괄손익계산서 | | | | |
|------------|--------|--------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | (십억원, %) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 유동자산 | 5,892 | 6,484 | 7,203 | 8,249 | 매출액 | 10,294 | 11,061 | 11,725 | 12,429 |
| 현금 및 현금성자산 | 2,013 | 2,324 | 2,799 | 3,586 | 증가율(%) | 15.8 | 7.5 | 6.0 | 6.0 |
| 단기금융자산 | 14 | 15 | 15 | 16 | 매출원가 | 8,335 | 8,805 | 9,219 | 9,652 |
| 매출채권 | 1,492 | 1,603 | 1,699 | 1,801 | 매출총이익 | 1,959 | 2,256 | 2,506 | 2,776 |
| 재고자산 | 2,251 | 2,419 | 2,564 | 2,717 | 판매비와관리비 | 1,224 | 1,300 | 1,378 | 1,514 |
| 비유동자산 | 6,901 | 6,904 | 6,957 | 6,788 | 연구개발비 | 580 | 624 | 661 | 701 |
| 유형자산 | 5,933 | 5,928 | 5,975 | 5,811 | 기타영업수익 | - | - | - | - |
| 무형자산 | 146 | 155 | 162 | 158 | 기타영업비용 | - | - | - | - |
| 자산총계 | 12,792 | 13,388 | 14,160 | 15,037 | 영업이익 | 735 | 956 | 1,128 | 1,262 |
| 유동부채 | 3,057 | 2,866 | 2,711 | 2,517 | 증가율(%) | 11.3 | 30.1 | 18.0 | 11.9 |
| 매입채무 | 502 | 553 | 586 | 621 | 영업이익률(%) | 7.1 | 8.6 | 9.6 | 10.2 |
| 단기차입금 | 1,314 | 1,051 | 841 | 589 | 이자수익 | 72 | 83 | 100 | 128 |
| 유동성장기부채 | 266 | 266 | 266 | 266 | 이자비용 | 73 | 61 | 52 | 40 |
| 비유동부채 | 720 | 720 | 720 | 720 | 지분법이익(손실) | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 사채 | - | - | - | - | 기타영업외손익 | 64 | -59 | -59 | -59 |
| 장기차입금 | - | - | - | - | 세전계속사업이익 | 797 | 919 | 1,117 | 1,290 |
| 부채총계 | 3,777 | 3,586 | 3,431 | 3,236 | 법인세비용 | 132 | 152 | 185 | 214 |
| 지배주주지분 | 8,789 | 9,549 | 10,444 | 11,479 | 세전계속이익률(%) | 7.7 | 8.3 | 9.5 | 10.4 |
| 자본금 | 388 | 388 | 388 | 388 | 당기순이익 | 703 | 766 | 931 | 1,076 |
| 자본잉여금 | 1,054 | 1,054 | 1,054 | 1,054 | 순이익률(%) | 6.8 | 6.9 | 7.9 | 8.7 |
| 이익잉여금 | 6,490 | 7,079 | 7,803 | 8,666 | 지배주주귀속 순이익 | 679 | 740 | 899 | 1,039 |
| 기타자본항목 | 857 | 1,029 | 1,200 | 1,371 | 기타포괄이익 | 371 | 171 | 171 | 171 |
| 비지배주주지분 | 227 | 253 | 285 | 322 | 총포괄이익 | 1,074 | 937 | 1,103 | 1,247 |
| 자본총계 | 9,016 | 9,802 | 10,729 | 11,801 | 지배주주귀속총포괄이익 | - | - | - | - |

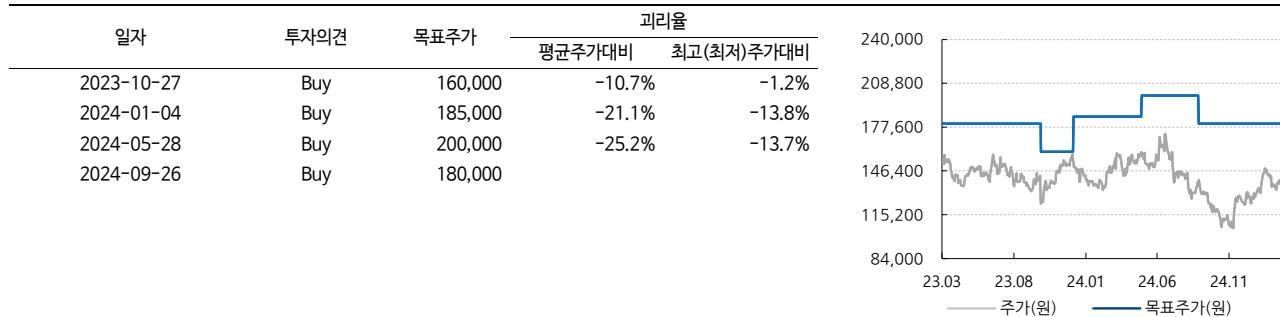
현금흐름표

| (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|-------|-------|--------|-------|
| 영업활동 현금흐름 | 1,430 | 1,674 | 1,852 | 2,022 |
| 당기순이익 | 703 | 766 | 931 | 1,076 |
| 유형자산감가상각비 | 790 | 955 | 954 | 964 |
| 무형자산상각비 | 50 | 48 | 51 | 54 |
| 지분법관련손실(이익) | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 투자활동 현금흐름 | -806 | -913 | -964 | -755 |
| 유형자산의 처분(취득) | -772 | -950 | -1,000 | -800 |
| 무형자산의 처분(취득) | - | - | - | - |
| 금융상품의 증감 | -123 | - | - | - |
| 재무활동 현금흐름 | -309 | -523 | -485 | -552 |
| 단기금융부채의증감 | -105 | -263 | -210 | -252 |
| 장기금융부채의증감 | 8 | - | - | - |
| 자본의증감 | - | - | - | - |
| 배당금지급 | - | - | - | - |
| 현금및현금성자산의증감 | 344 | 311 | 475 | 787 |
| 기초현금및현금성자산 | 1,669 | 2,013 | 2,324 | 2,799 |
| 기말현금및현금성자산 | 2,013 | 2,324 | 2,799 | 3,586 |

| | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | |
| EPS | 8,752 | 9,535 | 11,591 | 13,393 |
| BPS | 113,261 | 123,055 | 134,588 | 147,924 |
| CFPS | 19,579 | 22,462 | 24,545 | 26,507 |
| DPS | 1,800 | 2,000 | 2,318 | 2,318 |
| Valuation(배) | | | | |
| PER | 14.1 | 13.5 | 11.1 | 9.6 |
| PBR | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 0.9 |
| PCR | 6.3 | 5.7 | 5.2 | 4.9 |
| EV/EBITDA | 5.7 | 4.4 | 3.7 | 3.0 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | |
| ROE | 8.2 | 8.1 | 9.0 | 9.5 |
| EBITDA이익률 | 15.3 | 17.7 | 18.2 | 18.3 |
| 부채비율 | 41.9 | 36.6 | 32.0 | 27.4 |
| 순부채비율 | -5.0 | -10.4 | -15.9 | -23.3 |
| 매출채권회전율(x) | 7.5 | 7.1 | 7.1 | 7.1 |
| 재고자산회전율(x) | 4.7 | 4.7 | 4.7 | 4.7 |

자료 : 삼성전기, iM증권 리서치본부

삼성전기 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당시의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2025-03-31 기준]

| 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|-------|--------|------|
| 92.5% | 6.8% | 0.7% |

에코프로비엠(247540)

여전히 높은 밸류에이션 부담

[이차전지/디스플레이]
정원석 2122-9203 wschung@imfnsec.com

자율주행 패러다임 전환은 전통 완성차 OEM들에게 도전과 위협 요인

자율주행 시대의 도래는 자동차 산업의 전동화 흐름을 더욱 가속화할 것이다. 특히 자율주행 구현을 위한 필수 조건인 SDV는 내연기관차보다 전기차 플랫폼에서 훨씬 효율적이다. 다만 자율주행 시대가 본격화되면 전통적 완성차 OEM들에게 상당한 도전과 위협으로 작용해 기술력이 부재한 업체들은 도태될 가능성이 높을 것으로 전망된다. 이는 장기 공급 계약을 맺은 배터리 소재 업체들에게도 직접적인 리스크로 작용할 수 있다. 장기적인 관점에서는 안정적인 고객사 포트폴리오 확보 유무에 따라 주가 밸류에이션의 차별화가 나타날 가능성도 존재한다. 장기적인 안목으로 고객사의 미래 생존 가능성을 고려한 선별적 제휴 전략이 무엇보다 중요하다. 다만 2024년 기준 동사의 전기차향 양극재 출하량 내 Tesla, GM, VW, 현대차 등 미래 자동차 기술 패러다임 전환에서도 시장 지배력을 나타낼 것으로 예상되는 고객사 비중은 약 20% 수준으로 낮은 편이다.

2025년 완만한 실적 회복세 전망

2025년 북미, 유럽 전기차 시장의 수요 회복세에도 불구하고 미국 정책 불확실성과 유럽 전기차 배터리 시장 내 중국 업체들과의 경쟁 심화 등의 영향으로 비우호적인 경영 환경이 지속될 전망이다. 그럼에도 불구하고 전방 업체들의 신차 출시 효과와 주력 고객사들의 신규 북미 배터리 셀 공장 가동, 신규 고객사 수주를 통해 양극재 출하량이 전년 대비 약 35% 증가할 것으로 기대된다. 다만 양극재 판가가 메탈가의 안정세를 가정하더라도 10~15% 가량 하락할 것으로 예상되어 매출 증가폭이 다소 제한적일 것으로 전망된다. 영업이익은 가동률 상승과 생산성 향상에 따른 원가 절감, 재고자산평가 충당금 환입 등으로 뚜렷한 손익 개선세가 나타날 것으로 예측된다. 이를 반영한 2025년 매출액과 영업이익은 각각 3.2조원(+17% YoY), 950억원(흑자전환 YoY)을 기록할 것으로 추정된다.

목표주가 90,000원으로 하향, Hold 투자의견 유지

동사에 대한 목표주가를 90,000원으로 하향하고 Hold 투자의견을 유지한다. 목표주가는 2027년 예상 EPS에 2027~2029년 북미, 유럽 전기차 배터리 셀 예상 수요 연평균 성장률에 PEG 1.0을 반영한 P/E 25.0를 적용해 산출했다. 지난해 실적은 북미, 유럽 전기차 시장의 뚜렷한 수요 부진과 메탈 가격 하락세로 인해 크게 악화되었지만 올해부터 점진적인 회복세가 나타날 것으로 전망된다. 또한 업스트림 밸류체인 수직계열화, 헝가리 신공장 증설, LFP 양극재 개발 등을 통해 중장기 성장 동력을 위한 준비가 이루어지고 있다는 점도 긍정적인 요인이다. 다만 현 주가는 2026, 2027년 예상 실적 기준 각각 P/E 67.0배, 29.0배로 전세계 이차전지 셀, 소재 업종 내 밸류에이션이 가장 높아 당분간 주가 상승 여력이 제한적일 것으로 판단된다.

Hold (Maintain)

| | |
|----------------|-------------|
| 목표주가(12M) | 90,000원(하향) |
| 증가(2025.04.01) | 95,700원 |
| 상승여력 | -6.0 % |

Stock Indicator

| | |
|-----------|-----------------|
| 자본금 | 49십억원 |
| 발행주식수 | 9,780만주 |
| 시가총액 | 9,360십억원 |
| 외국인지분율 | 10.1% |
| 52주 주가 | 95,700~270,500원 |
| 60일평균거래량 | 760,458주 |
| 60일평균거래대금 | 93.6십억원 |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 절대수익률 | -19.6 | -9.3 | -49.7 | -63.4 |
| 상대수익률 | -12.5 | -10.0 | -40.4 | -41.0 |

Price Trend



| FY | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(십억원) | 2,767 | 3,245 | 5,141 | 7,572 |
| 영업이익(십억원) | -34 | 95 | 239 | 483 |
| 순이익(십억원) | -97 | 32 | 140 | 323 |
| EPS(원) | -987 | 326 | 1,428 | 3,300 |
| BPS(원) | 17,505 | 18,803 | 21,203 | 25,475 |
| PER(배) | | 293.4 | 67.0 | 29.0 |
| PBR(배) | | 6.3 | 5.1 | 4.5 |
| ROE(%) | -6.3 | 1.8 | 7.1 | 14.1 |
| 배당수익률(%) | | | | |
| EV/EBITDA(배) | 167.1 | 43.6 | 24.4 | 15.2 |

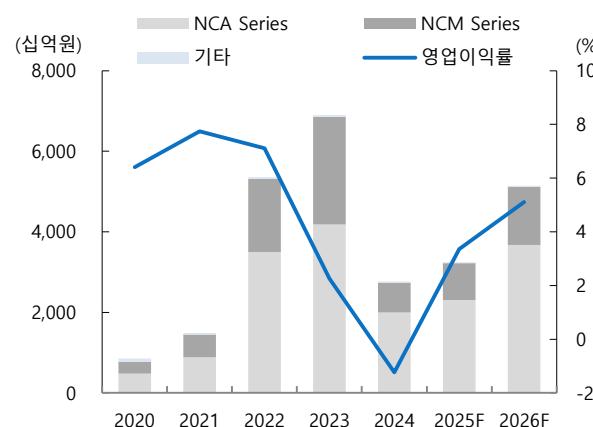
주·K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 에코프로비엠 사업부문 분기별 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25F | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F | 2024 | 2025F | 2026F |
|------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 출하량(천t) | 19 | 18 | 12 | 12 | 13 | 16 | 22 | 29 | 61 | 81 | 127 |
| 매출액 | 970 | 810 | 522 | 465 | 539 | 652 | 876 | 1,179 | 2,767 | 3,245 | 5,140 |
| NCA Series | 713 | 594 | 365 | 325 | 379 | 463 | 624 | 839 | 1,997 | 2,305 | 3,672 |
| NCM Series | 249 | 208 | 150 | 134 | 153 | 181 | 245 | 333 | 742 | 913 | 1,439 |
| 기타 | 8 | 7 | 7 | 6 | 6 | 7 | 7 | 7 | 28 | 28 | 29 |
| YoY | -52% | -58% | -71% | -61% | -45% | -20% | 68% | 154% | -60% | 17% | 58% |
| QoQ | -18% | -17% | -36% | -11% | 16% | 21% | 34% | 35% | | | |
| 매출원가 | 927 | 769 | 526 | 450 | 505 | 610 | 803 | 1,084 | 2,672 | 3,002 | 4,705 |
| 매출원가율 | 95% | 95% | 101% | 97% | 94% | 94% | 92% | 92% | 97% | 93% | 92% |
| 매출총이익 | 44 | 40 | -4 | 15 | 33 | 42 | 73 | 95 | 95 | 243 | 435 |
| 매출총이익률 | 5% | 5% | -1% | 3% | 6% | 6% | 8% | 8% | 3% | 7% | 8% |
| 판매비 및 관리비 | 37 | 36 | 37 | 19 | 28 | 30 | 40 | 50 | 129 | 148 | 196 |
| 판관비율 | 4% | 4% | 7% | 4% | 5% | 5% | 5% | 4% | 5% | 5% | 4% |
| 영업이익 | 7 | 4 | -41 | -3 | 5 | 12 | 33 | 45 | -34 | 95 | 239 |
| 영업이익률 | 1% | 0% | -8% | -1% | 1% | 2% | 4% | 4% | -1% | 3% | 5% |
| YoY | -94% | -97% | 적자전환 | 적자지속 | -28% | 196% | 흑자전환 | 흑자전환 | 적자전환 | 흑자전환 | 152% |
| QoQ | 흑자전환 | -42% | 적자전환 | 적자지속 | 흑자전환 | 139% | 190% | 35% | | | |
| 세전이익 | -7 | -14 | -72 | -1 | -3 | -2 | 20 | 31 | -93 | 45 | 189 |
| 순이익 | -5 | 7 | -50 | -11 | -5 | -5 | 17 | 29 | -59 | 36 | 151 |
| 순이익률 | -1% | 1% | -9% | -2% | -1% | -1% | 2% | 2% | -2% | 1% | 3% |
| YoY | 적자전환 | -92% | 적자전환 | 적자지속 | 적자지속 | 적자전환 | 흑자전환 | 흑자전환 | 적자전환 | 흑자전환 | 318% |
| QoQ | 적자지속 | 흑자전환 | 적자전환 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 | 흑자전환 | 69% | | | |

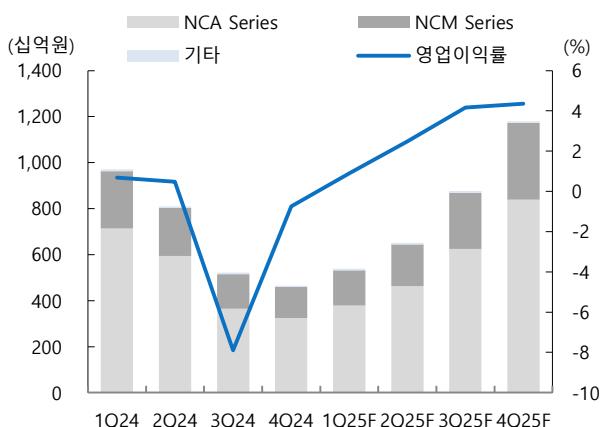
자료: 에코프로비엠, iM증권 리서치본부

그림1. 에코프로비엠 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



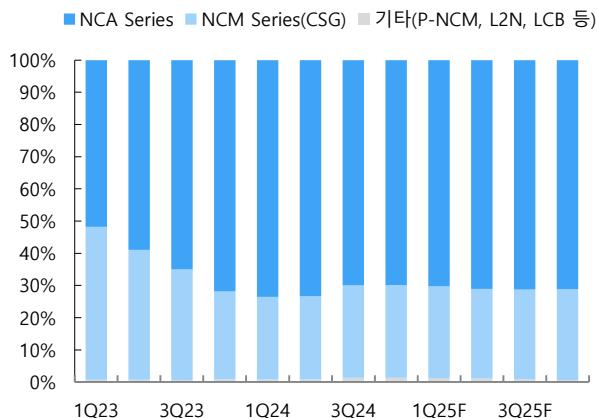
자료: 에코프로비엠, iM증권 리서치본부

그림2. 에코프로비엠 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



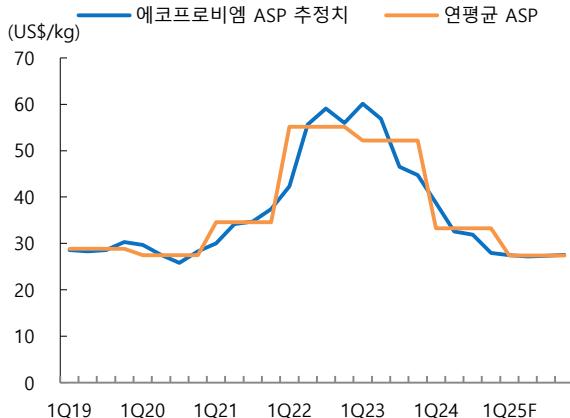
자료: 에코프로비엠, iM증권 리서치본부

그림3. 에코프로비엠 제품별 연간 매출 비중 추이 및 전망



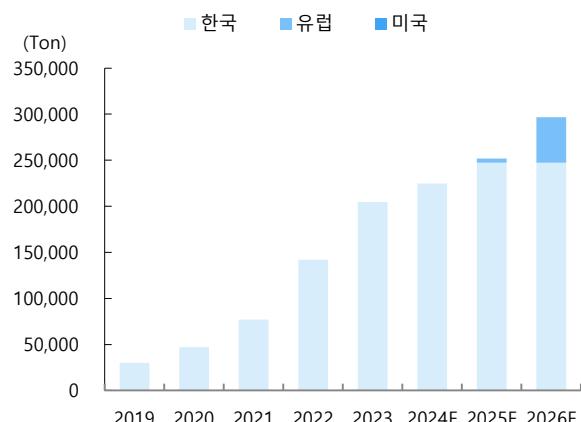
자료: 에코프로비엠, iM증권 리서치본부

그림4. 에코프로비엠 분기별 ASP 추정치 가정



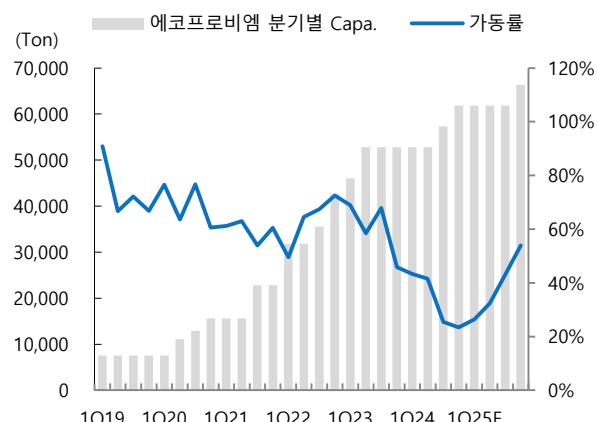
자료: iM증권 리서치본부

그림5. 에코프로비엠 연간 생산 Capa. 추이 및 전망



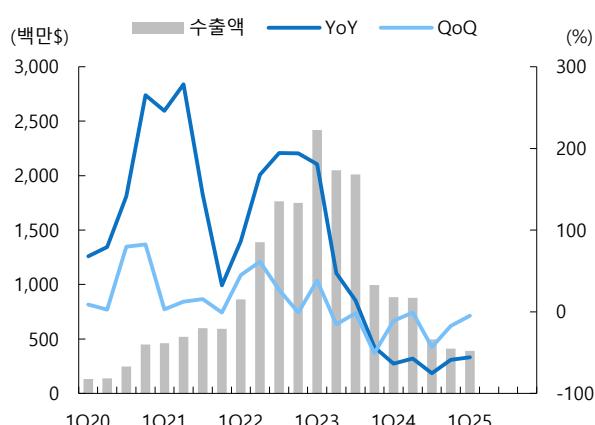
자료: 에코프로비엠, iM증권 리서치본부

그림6. 에코프로비엠 분기별 가동률 추정치



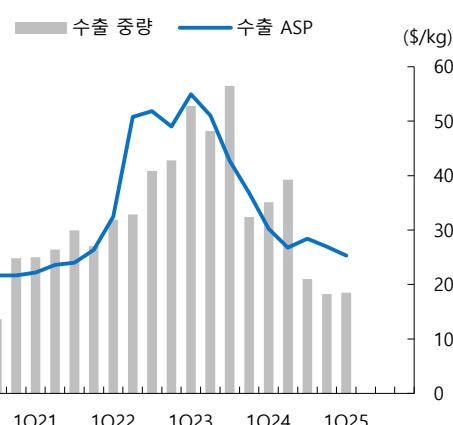
자료: iM증권 리서치본부

그림7. 청주+포항 양극재 수출액 월별 추이



자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림8. 청주+포항 양극재 수출 중량, ASP 월별 추이



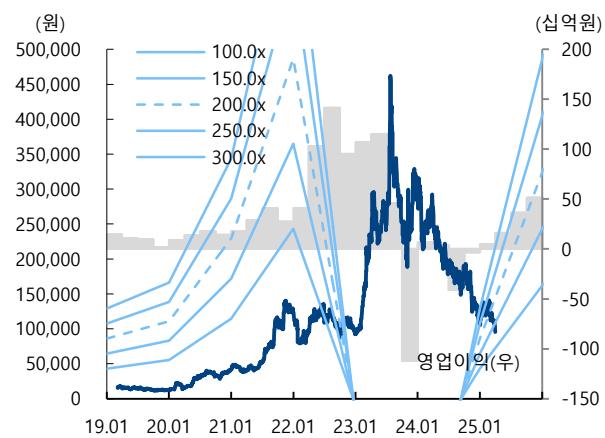
자료: KITA, iM증권 리서치본부

표2. 에코프로비엠 목표주가 산출

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F | 비고 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| EPS (원) | 4,648 | 2,433 | -89 | -987 | 326 | 1,428 | 3,300 | 지배주주순이익 기준 |
| BPS (원) | 24,071 | 13,941 | 14,023 | 17,505 | 18,803 | 21,203 | 28,609 | |
| 고점 P/E (배) | 122.4 | 55.9 | -1,031 | -109 | 432 | | | 최근 5년간 평균: - |
| 평균 P/E (배) | 63.4 | 44.2 | -2,753 | -203 | 372 | | | 최근 5년간 평균: - |
| 저점 P/E (배) | 33.0 | 32.4 | -5,173 | -320 | 293 | | | 최근 5년간 평균: - |
| 고점 P/B (배) | 23.6 | 9.7 | 32.9 | 18.0 | 7.5 | | | 최근 5년간 평균: 16.7 |
| 평균 P/B (배) | 12.2 | 7.7 | 17.5 | 11.4 | 6.4 | | | 최근 5년간 평균: 10.1 |
| 저점 P/B (배) | 6.4 | 5.7 | 6.6 | 6.2 | 5.1 | | | 최근 5년간 평균: 5.4 |
| ROE | 20% | 24% | -1% | -6% | 2% | 7% | 14% | |
| 적용 EPS (원) | | | | | 3,300 | | | 27~29년 북미/유럽 EV 배터리 예상 수요 연평균 성장률 x PEG 1.0 |
| Target P/E (배) | | | | | | 25.0 | | |
| 적정주가 (원) | | | | | 82,507 | | | |
| 목표주가 (원) | | | | | 90,000 | | | 27년 기준 P/E 27.3배, P/B 3.2배 |
| 전일 종가 (원) | | | | | 95,700 | | | 27년 기준 P/E 29.0배, P/B 3.4배 |
| 상승 여력 | | | | | -6.0% | | | |

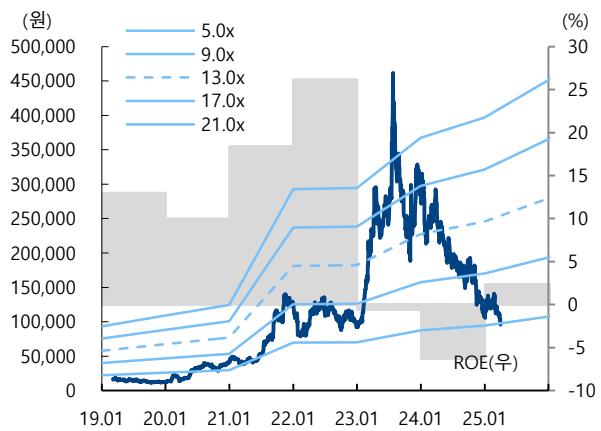
자료: 에코프로비엠, iM증권 리서치본부

그림9. 에코프로비엠 12개월 Forward P/E Chart



자료: iM증권 리서치본부

그림10. 에코프로비엠 12개월 Forward P/B Chart



자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

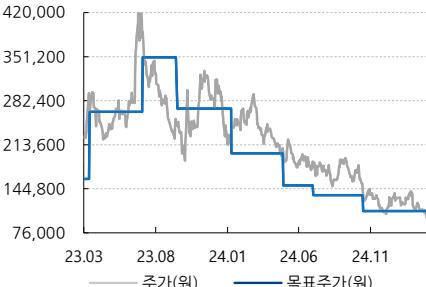
| 재무상태표 | | | | | 포괄손익계산서 | | | | |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | (십억원, %) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 유동자산 | 1,378 | 1,409 | 1,635 | 2,145 | 매출액 | 2,767 | 3,245 | 5,141 | 7,572 |
| 현금 및 현금성자산 | 499 | 533 | 375 | 532 | 증가율(%) | -59.9 | 17.3 | 58.4 | 47.3 |
| 단기금융자산 | 16 | 14 | 21 | 19 | 매출원가 | 2,672 | 3,002 | 4,705 | 6,812 |
| 매출채권 | 148 | 244 | 298 | 454 | 매출총이익 | 95 | 243 | 435 | 761 |
| 재고자산 | 616 | 529 | 843 | 1,052 | 판매비와관리비 | 129 | 148 | 196 | 278 |
| 비유동자산 | 2,946 | 3,102 | 3,251 | 3,358 | 연구개발비 | 4 | 3 | 5 | 7 |
| 유형자산 | 2,793 | 2,998 | 3,145 | 3,273 | 기타영업수익 | - | - | - | - |
| 무형자산 | 19 | 13 | 9 | 7 | 기타영업비용 | - | - | - | - |
| 자산총계 | 4,324 | 4,512 | 4,886 | 5,504 | 영업이익 | -34 | 95 | 239 | 483 |
| 유동부채 | 1,297 | 1,354 | 1,482 | 1,656 | 증가율(%) | 적전 | 흑전 | 151.6 | 102.4 |
| 매입채무 | 359 | 379 | 526 | 691 | 영업이익률(%) | -1.2 | 2.9 | 4.6 | 6.4 |
| 단기차입금 | 771 | 771 | 771 | 771 | 이자수익 | 18 | 16 | 13 | 17 |
| 유동성장기부채 | 143 | 180 | 161 | 171 | 이자비용 | 86 | 82 | 84 | 83 |
| 비유동부채 | 1,049 | 1,049 | 1,049 | 1,049 | 지분법이익(손실) | - | 4 | 2 | 3 |
| 사채 | 518 | 518 | 518 | 518 | 기타영업외손익 | 4 | 2 | 8 | 5 |
| 장기차입금 | 510 | 510 | 510 | 510 | 세전계속사업이익 | -93 | 45 | 189 | 436 |
| 부채총계 | 2,347 | 2,404 | 2,532 | 2,706 | 법인세비용 | -34 | 9 | 38 | 87 |
| 지배주주지분 | 1,712 | 1,839 | 2,074 | 2,492 | 세전계속이익률(%) | -3.4 | 1.4 | 3.7 | 5.8 |
| 자본금 | 49 | 49 | 49 | 49 | 당기순이익 | -59 | 36 | 151 | 349 |
| 자본잉여금 | 915 | 915 | 915 | 915 | 순이익률(%) | -2.1 | 1.1 | 2.9 | 4.6 |
| 이익잉여금 | 275 | 307 | 447 | 770 | 지배주주귀속 순이익 | -97 | 32 | 140 | 323 |
| 기타자본항목 | 27 | 27 | 27 | 27 | 기타포괄이익 | 95 | 95 | 95 | 95 |
| 비지배주주지분 | 265 | 269 | 281 | 306 | 총포괄이익 | 37 | 131 | 246 | 444 |
| 자본총계 | 1,977 | 2,108 | 2,354 | 2,798 | 지배주주귀속총포괄이익 | 60 | 116 | 228 | 411 |

| 현금흐름표 | | | | | 주요투자지표 | | | | |
|--------------|--------|-------|-------|-------|------------------------|---------|--------|--------|--------|
| (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 영업활동 현금흐름 | 670 | 213 | 134 | 388 | 주당지표(원) | | | | |
| 당기순이익 | -59 | 36 | 151 | 349 | EPS | -987 | 326 | 1,428 | 3,300 |
| 유형자산감가상각비 | 106 | 151 | 207 | 227 | BPS | 17,505 | 18,803 | 21,203 | 25,475 |
| 무형자산상각비 | 1 | 2 | 1 | 1 | CFPS | 107 | 1,886 | 3,560 | 5,629 |
| 지분법관련손실(이익) | - | 4 | 2 | 3 | DPS | - | - | - | - |
| 투자활동 현금흐름 | -1,022 | -306 | -326 | -311 | Valuation(배) | | | | |
| 유형자산의 처분(취득) | -1,024 | -355 | -355 | -355 | PER | | 293.4 | 67.0 | 29.0 |
| 무형자산의 처분(취득) | 7 | - | - | - | PBR | 6.3 | 5.1 | 4.5 | 3.8 |
| 금융상품의 증감 | 2 | 33 | -151 | 155 | PCR | 1,028.4 | 50.7 | 26.9 | 17.0 |
| 재무활동 현금흐름 | 323 | 300 | 244 | 272 | EV/EBITDA | 167.1 | 43.6 | 24.4 | 15.2 |
| 단기금융부채의증감 | 0 | - | - | - | Key Financial Ratio(%) | | | | |
| 장기금융부채의증감 | 0 | - | - | - | ROE | -6.3 | 1.8 | 7.1 | 14.1 |
| 자본의증감 | 418 | - | - | - | EBITDA이익률 | 2.6 | 7.6 | 8.7 | 9.4 |
| 배당금지급 | - | - | - | - | 부채비율 | 118.7 | 114.0 | 107.5 | 96.7 |
| 현금및현금성자산의증감 | -13 | 34 | -158 | 157 | 순부채비율 | 72.2 | 67.9 | 66.4 | 50.7 |
| 기초현금및현금성자산 | 513 | 499 | 533 | 375 | 매출채권회전율(x) | 5.9 | 16.5 | 18.9 | 20.1 |
| 기밀현금및현금성자산 | 499 | 533 | 375 | 532 | 재고자산회전율(x) | 3.2 | 5.7 | 7.5 | 8.0 |

자료: 에코프로비엠, iM증권 리서치본부

에코프로비엠 투자의견 및 목표주가 변동추이

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 과리율 | | 76,000 | 213,600 | 282,400 | 351,200 | 420,000 |
|------------|------|---------|--------|------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| | | | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 | | | | | |
| 2023-04-12 | Hold | 265,000 | 6.0% | 74.3% | | | | | |
| 2023-08-03 | Hold | 350,000 | -15.1% | 8.7% | | | | | |
| 2023-10-16 | Hold | 270,000 | -2.4% | 21.9% | | | | | |
| 2024-02-08 | Hold | 200,000 | 21.4% | 46.3% | | | | | |
| 2024-05-28 | Sell | 150,000 | 26.9% | | | | | | |
| 2024-07-31 | Sell | 135,000 | 26.8% | | | | | | |
| 2024-11-14 | Sell | 110,000 | 14.5% | | | | | | |
| 2025-02-12 | Hold | 110,000 | 8.1% | 28.0% | | | | | |
| 2025-04-02 | Buy | 90,000 | | | | | | | |



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당시의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-03-31 기준]

| 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|-------|--------|------|
| 92.5% | 6.8% | 0.7% |

현대오토에버 (307950)

2025.04.02

SW 계열사로서의 역할 확대를 기다리며…

[자동차/자동차부품] 조희승
2122-9195 hs.jo@imfnsec.com

1Q25 Preview: 매출액 7,991억원, 영업이익 439억원(OPM 5.5%)

2025년 1분기 매출액은 7,991억원(YoY +9.3%), 영업이익 439억원(YoY +43.2%, OPM 5.5%)로 시장 기대치 (8,302억원, 445억원)을 하회할 전망이다.

SI 부문과 ITO 부문은 YoY +10.0%, +3.0%의 성장을 기록할 것으로 보인다. SI 부문은 완성차의 차세대 ERP 구축 프로젝트를 중심으로 작년 2분기부터 20~30%의 성장세를 기록했다. 다만 1분기는 계절적 비수기이기 때문에 성장세는 다소 주춤하였을 것으로 예상된다. ITO 부문은 작년 4분기에 2025년 집행 예정이었던 예산 일부가 선 집행된 영향이 부정적이다. 다만 캡티브 고객사 중심의 프로젝트 전환은 계속 이어지고 있기 때문에 Enterprise IT(SI+ITO)의 수익성 개선(GP 마진 6.7%) 역시 지속되었을 것으로 예상된다. 차량 SW 부문은 현대차그룹의 물량 부진에도 불구하고 네비게이션의 고사양화와 모빌진 클래식 2.0 확대가 여전히 긍정적이다.

2025년: (-) 쉽지 않은 고객사의 상황

2025년 사업 가이던스는 아직 공개되지 않았지만, 작년보다는 성장률이 소폭 둔화될 수 밖에 없다. 앞서 언급했듯이 ITO 부문은 2025년 집행 예정이었던 프로젝트들의 일부를 작년에 선반영한 영향이 부정적이다. 또한 4월 3일부터 국내 공장에서 미국 판매 법인으로 수출하던 현대차, 기아의 물량에 대해 25%의 관세가 부과될 예정이다. 자동차 관세 부과는 동사와 직접적인 관련은 없다. 그러나 현대차, 기아 각각에게 최대 4조원, 3조원(소비자에게 부담을 전가하지 않을 경우)의 부담이 발생하기 때문에, 전방 주요 고객사의 투자 심리 악화는 피할 수 없어 보인다. 2025년 연간 매출액은 4.0조원(YoY +9.4%), 영업이익 2,485억원(YoY +10.8%, OPM 6.1%)로 전망한다.

2026년~2027년: (+) SDV, 자율주행 시대 속 역할 확대 노력

자동차 산업은 전기차와 자율주행 시대로의 전환 속에 있다. 현대차는 Pleos 25 행사를 통해 자율주행과 SDV 전략의 핵심 구조를 공개했다. 발표의 주요 내용은 독자 자율주행 시스템 'Atria AI'와 이를 적용한 SDV 전용 시제품 'XP2'를 2026년 3분기부터 운영하겠다는 것이었다. 다만 Atria AI, XP2 프로젝트가 추구하는 방향은 E2E AI, 중앙 집중식 소프트웨어 제어이다. 그렇다 보니 동사의 역할이 다소 애매하다. 그러나 지금은 양산형 기술을 개발하고 있는 시기이다. 그룹사 내 유일한 소프트웨어 계열사로서 2026년 1,000대 → 2030년 누적 2,000만 대까지의 실차 확대 사이클 속 역할은 점차 명확해질 것으로 기대된다.

투자의견 Buy, 목표주가 200,000원 유지

업황 악화로 인한 현대차그룹의 투자 의지 악화, 인건비 상승 부담을 반영해 동사의 12M Fwd P/E는 16.8x까지 하락했다. 게다가 현대차의 Pleos 25 행사 속 동사의 역할이 명확히 공개되지 않았다는 점이 추가적인 주가 하락 압력으로 작용했다. 중장기 미래 속 유일한 SW 계열사로서의 입지 확보가 향후 주가 상승의 주요 모멘텀이 될 것으로 기대한다. 12M Fwd EPS 7,853원에 3사 합병 직후 12M Fwd P/E 하단 25.0x를 적용해 목표주가 200,000원을 유지한다.

Buy (Maintain)

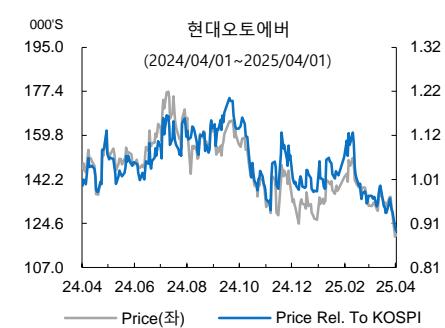
| | |
|----------------|--------------|
| 목표주가(12M) | 200,000원(유지) |
| 종가(2025.04.01) | 120,300원 |
| 상승여력 | 66.3 % |

Stock Indicator

| | |
|-----------|------------------|
| 자본금 | 14십억원 |
| 발행주식수 | 2,742만주 |
| 시가총액 | 3,299십억원 |
| 외국인지분율 | 1.8% |
| 52주 주가 | 119,300~177,300원 |
| 60일평균거래량 | 67,008주 |
| 60일평균거래대금 | 9.3십억원 |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|------|------|-------|-------|
| 절대수익률 | -8.7 | -4.6 | -23.0 | -17.8 |
| 상대수익률 | -8.2 | -9.7 | -20.3 | -9.6 |

Price Trend



| FY | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(십억원) | 3,714 | 4,061 | 4,558 | 5,130 |
| 영업이익(십억원) | 224 | 249 | 296 | 333 |
| 순이익(십억원) | 171 | 207 | 234 | 264 |
| EPS(원) | 6,228 | 7,539 | 8,547 | 9,632 |
| BPS(원) | 62,187 | 67,824 | 74,268 | 81,397 |
| PER(배) | 20.2 | 16.0 | 14.1 | 12.5 |
| PBR(배) | 2.0 | 1.8 | 1.6 | 1.5 |
| ROE(%) | 10.4 | 11.6 | 12.0 | 12.4 |
| 배당수익률(%) | 1.4 | 1.5 | 1.7 | 2.0 |
| EV/EBITDA(배) | 7.4 | 5.7 | 5.1 | 4.7 |

주-K-IFRS 연결 재무제표

표1. 현대오토에버 실적 추정

| (억원, %) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25F | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F | 2023 | 2024 | 2025F |
|---------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 7,313 | 9,181 | 9,046 | 11,595 | 7,991 | 10,400 | 10,047 | 12,173 | 30,651 | 37,135 | 40,611 |
| SI | 2,365 | 3,308 | 3,314 | 3,801 | 2,602 | 3,804 | 3,811 | 3,991 | 10,097 | 12,788 | 14,208 |
| ITO | 3,225 | 3,726 | 3,778 | 5,574 | 3,322 | 3,912 | 3,891 | 5,407 | 14,157 | 16,303 | 16,532 |
| 차량 S/W | 1,723 | 2,147 | 1,954 | 2,220 | 2,068 | 2,684 | 2,345 | 2,775 | 6,396 | 8,044 | 9,871 |
| 비중 | | | | | | | | | | | |
| SI | 32.3 | 36.0 | 36.6 | 32.8 | 32.6 | 36.6 | 37.9 | 32.8 | 32.9 | 34.4 | 35.0 |
| ITO | 44.1 | 40.6 | 41.8 | 48.1 | 41.6 | 37.6 | 38.7 | 44.4 | 46.2 | 43.9 | 40.7 |
| 차량 S/W | 23.6 | 23.4 | 21.6 | 19.1 | 25.9 | 25.8 | 23.3 | 22.8 | 20.9 | 21.7 | 24.3 |
| YoY | 9.8 | 21.8 | 21.3 | 28.9 | 9.3 | 13.3 | 11.1 | 5.0 | 11.3 | 21.2 | 9.4 |
| SI | 2.0 | 37.3 | 39.7 | 26.8 | 10.0 | 15.0 | 15.0 | 5.0 | 5.1 | 26.6 | 11.1 |
| ITO | 11.7 | 7.2 | 6.2 | 31.6 | 3.0 | 5.0 | 3.0 | -3.0 | 9.4 | 15.2 | 1.4 |
| 차량 S/W | 18.5 | 29.8 | 28.0 | 26.1 | 20.0 | 25.0 | 20.0 | 25.0 | 27.9 | 25.8 | 22.7 |
| 매출총이익 | 681 | 1,075 | 964 | 1,218 | 706 | 1,295 | 1,046 | 1,359 | 3,393 | 3,938 | 4,406 |
| YoY | -47.7 | -31.9 | -37.4 | -14.2 | 3.7 | 20.4 | 8.5 | 11.6 | 13.2 | 16.1 | 11.9 |
| GPM | 9.3 | 11.7 | 10.7 | 10.5 | 8.8 | 12.5 | 10.4 | 11.2 | 11.1 | 10.6 | 10.8 |
| 영업이익 | 307 | 685 | 525 | 727 | 439 | 676 | 603 | 767 | 1,815 | 2,244 | 2,485 |
| YoY | 0.4 | 30.0 | 15.9 | 37.3 | 43.2 | -1.3 | 14.8 | 5.6 | 27.5 | 23.6 | 10.8 |
| OPM | 4.2 | 7.5 | 5.8 | 6.3 | 5.5 | 6.5 | 6.0 | 6.3 | 5.9 | 6.0 | 6.1 |
| 세전이익 | 345 | 720 | 540 | 662 | 487 | 738 | 663 | 840 | 1,818 | 2,267 | 2,729 |
| 지배주주순이익 | 254 | 516 | 436 | 502 | 365 | 556 | 500 | 646 | 1,378 | 1,708 | 2,068 |
| YoY | -18.4 | 36.2 | 22.2 | 51.7 | 43.8 | 7.9 | 14.5 | 28.8 | 110.6 | 24.0 | 21.1 |
| NPM | 3.5 | 5.6 | 4.8 | 4.3 | 4.6 | 5.3 | 5.0 | 5.3 | 4.5 | 4.6 | 5.1 |

자료: 현대오토에버, iM증권 리서치본부

표2. 현대오토에버의 Valuation Table

| (단위: 원, 배, %) | | 비고 |
|---------------------|---------|-------------------------|
| (a) EPS | 7,788 | 12개월 선행 |
| (b) Target Multiple | 25.0 | 3사 합병 직후 12M Fwd P/E 하단 |
| - 적정주가 | 194,693 | (a)*(b) |
| 목표주가 | 200,000 | |
| 현재주가 | 120,300 | 2025-04-01 종가 기준 |
| 상승여력 | 66.3 | |

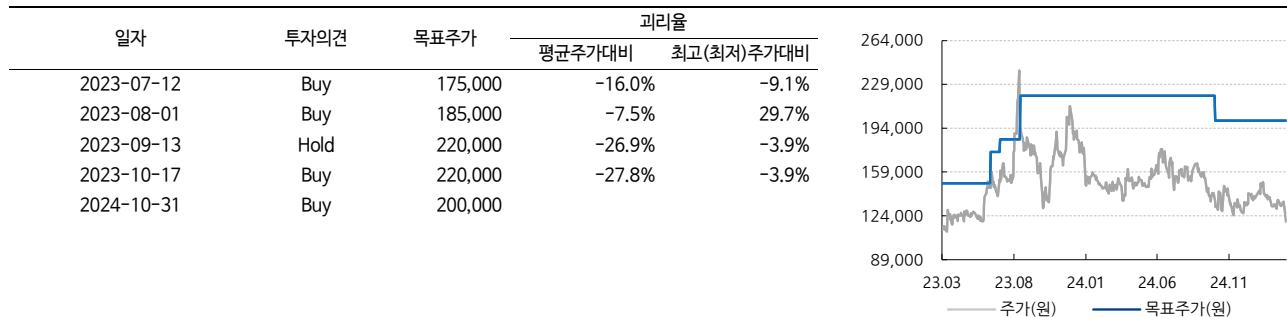
자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표 | | | | | 포괄손익계산서 | | | | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|------------------------|--------|---------|---------|---------|
| (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | (십억원%) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 유동자산 | 2,215 | 2,314 | 2,458 | 2,632 | 매출액 | 3,714 | 4,061 | 4,558 | 5,130 |
| 현금 및 현금성자산 | 382 | 412 | 399 | 394 | 증가율(%) | 21.2 | 9.4 | 12.2 | 12.6 |
| 단기금융자산 | 412 | 416 | 420 | 424 | 매출원가 | 3,319 | 3,621 | 3,974 | 4,470 |
| 매출채권 | 1,156 | 1,218 | 1,367 | 1,539 | 매출총이익 | 395 | 441 | 584 | 660 |
| 재고자산 | 3 | 4 | 4 | 5 | 판매비와관리비 | 170 | 192 | 288 | 327 |
| 비유동자산 | 1,134 | 1,171 | 1,211 | 1,254 | 연구개발비 | 41 | 45 | 50 | 57 |
| 유형자산 | 184 | 190 | 197 | 204 | 기타영업수익 | - | - | - | - |
| 무형자산 | 544 | 570 | 599 | 631 | 기타영업비용 | - | - | - | - |
| 자산총계 | 3,350 | 3,486 | 3,669 | 3,886 | 영업이익 | 224 | 249 | 296 | 333 |
| 유동부채 | 1,242 | 1,233 | 1,246 | 1,274 | 증가율(%) | 23.7 | 10.7 | 19.0 | 12.7 |
| 매입채무 | 431 | 471 | 528 | 595 | 영업이익률(%) | 6.0 | 6.1 | 6.5 | 6.5 |
| 단기차입금 | - | - | - | - | 이자수익 | 28 | 29 | 29 | 29 |
| 유동성장기부채 | 50 | 50 | 50 | 50 | 이자비용 | 11 | 11 | 10 | 10 |
| 비유동부채 | 377 | 364 | 353 | 344 | 자분법이익(손실) | -4 | -4 | -4 | -4 |
| 사채 | - | - | - | - | 기타영업외손익 | -10 | -9 | -9 | -9 |
| 장기차입금 | - | - | - | - | 세전계속사업이익 | 227 | 273 | 309 | 349 |
| 부채총계 | 1,619 | 1,597 | 1,600 | 1,618 | 법인세비용 | 51 | 63 | 71 | 80 |
| 지배주주지분 | 1,705 | 1,860 | 2,037 | 2,232 | 세전계속이익률(%) | 6.1 | 6.7 | 6.8 | 6.8 |
| 자본금 | 14 | 14 | 14 | 14 | 당기순이익 | 175 | 210 | 238 | 268 |
| 자본잉여금 | 773 | 773 | 773 | 773 | 순이익률(%) | 4.7 | 5.2 | 5.2 | 5.2 |
| 이익잉여금 | 901 | 1,058 | 1,238 | 1,436 | 지배주주귀속 순이익 | 171 | 207 | 234 | 264 |
| 기타자본항목 | 18 | 15 | 12 | 9 | 기타포괄이익 | -3 | -3 | -3 | -3 |
| 비지배주주지분 | 25 | 28 | 32 | 37 | 총포괄이익 | 172 | 207 | 235 | 266 |
| 자본총계 | 1,731 | 1,888 | 2,069 | 2,269 | 지배주주귀속총포괄이익 | - | - | - | - |
| 현금흐름표 | | | | | 주요투자지표 | | | | |
| (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 영업활동 현금흐름 | 256 | 328 | 292 | 313 | 주당지표(원) | | | | |
| 당기순이익 | 175 | 210 | 238 | 268 | EPS | 6,228 | 7,539 | 8,547 | 9,632 |
| 유형자산감가상각비 | 85 | 139 | 144 | 149 | BPS | 62,187 | 67,824 | 74,268 | 81,397 |
| 무형자산상각비 | 57 | 56 | 56 | 56 | CFPS | 11,386 | 14,656 | 15,841 | 17,111 |
| 지분법관련손실(이익) | -4 | -4 | -4 | -4 | DPS | 1,780 | 1,800 | 2,000 | 2,400 |
| 투자활동 현금흐름 | -275 | -248 | -256 | -264 | Valuation(배) | | | | |
| 유형자산의 처분(취득) | -85 | -146 | -151 | -156 | PER | 20.2 | 16.0 | 14.1 | 12.5 |
| 무형자산의 처분(취득) | - | - | - | - | PBR | 2.0 | 1.8 | 1.6 | 1.5 |
| 금융상품의 증감 | -14 | -8 | -8 | -8 | PCR | 11.1 | 8.2 | 7.6 | 7.0 |
| 재무활동 현금흐름 | -90 | -98 | -99 | -105 | EV/EBITDA | 7.4 | 5.7 | 5.1 | 4.7 |
| 단기금융부채의증감 | - | - | - | - | Key Financial Ratio(%) | | | | |
| 장기금융부채의증감 | -1 | - | - | - | ROE | 10.4 | 11.6 | 12.0 | 12.4 |
| 자본의증감 | - | - | - | - | EBITDA이익률 | 9.9 | 10.9 | 10.9 | 10.5 |
| 배당금지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 부채비율 | 93.6 | 84.6 | 77.3 | 71.3 |
| 현금및현금성자산의증감 | -100 | 29 | -13 | -4 | 순부채비율 | -43.0 | -41.2 | -37.2 | -33.9 |
| 기초현금및현금성자산 | 483 | 382 | 412 | 399 | 매출채권회전율(x) | 3.7 | 3.4 | 3.5 | 3.5 |
| 기말현금및현금성자산 | 382 | 412 | 399 | 394 | 재고자산회전율(x) | 893.0 | 1,114.3 | 1,128.1 | 1,129.6 |

자료 : 현대오토에버, iM증권 리서치본부

현대오토에버 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당시의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2025-03-31 기준]

| 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|-------|--------|------|
| 92.5% | 6.8% | 0.7% |

엘앤에프(247540)

하반기 주력 고객사 로보택시 상용화 모멘텀

[이차전지/디스플레이]

정원석 2122-9203 wschung@imfnsec.com

자율주행 패러다임 전환은 전통 완성차 OEM들에게 도전과 위협 요인

자율주행 시대의 도래는 자동차 산업의 전동화 흐름을 더욱 가속화할 것이다. 특히 자율주행 구현을 위한 필수 조건인 SDV는 내연기관차보다 전기차 플랫폼에서 훨씬 효율적이다. 다만 자율주행 시대가 본격화되면 전통적 완성차 OEM들에게 상당한 도전과 위협으로 작용해 기술력이 부재한 업체들은 도태될 가능성이 높을 것으로 전망된다. 이는 장기 공급 계약을 맺은 배터리 소재 업체들에게도 직접적인 리스크로 작용할 수 있다. 주력 고객사가 경쟁력을 잃을 경우 장기 공급 계약 자체가 무의미해질 수 있기 때문이다. 장기적인 관점에서는 안정적인 고객사 포트폴리오 확보 유무에 따라 주가 밸류에이션의 차별화가 나타날 가능성도 존재한다. 장기적인 안목으로 고객사의 미래 생존 가능성을 고려한 선별적 제휴 전략이 무엇보다 중요하다. 이런 관점에서 동사의 전기차향 양극재 매출 내 높은 가격 경쟁력과 선도적인 자율주행 기술을 확보하고 있는 Tesla 비중이 절대적으로 높다는 점은 약점이 아닌 강점이다.

2025년 하반기 흑자전환 예상

동사의 주력 고객사인 LG에너지솔루션은 Tesla 신차인 모델Y 주니퍼 롱레인지 듀얼모터 AWD(사륜구동)에 중국 난징 공장에서 생산하는 새로운 2170 배터리 셀을 공급하는 것으로 알려졌다. 동사의 NCMA95 울트라 하이-니켈 양극재가 적용된 새로운 2170 배터리 셀의 용량은 기존 5,000mAh에서 5,300mAh로 6% 커졌다. LG에너지솔루션의 Tesla 사이버트럭향 4680 배터리 셀에 이어 새로운 2170 배터리 셀에도 NCMA95 양극재 적용이 확대됨에 따라 동사의 NCMA95 울트라 하이-니켈 양극재 수요 증가세가 1Q25부터 본격화될 전망이다. 다만 판가는 1Q25에도 낮아진 메탈 가격 반영으로 인해 6~7% 가량 하락할 것으로 예상된다. 또한 상반기 가동률이 높지 않아 고정비 부담이 크다는 점을 고려할 때 흑자전환 시점은 하반기가 될 것으로 보인다. 이를 반영한 2025년 매출액과 영업이익은 각각 1.96조원(+3% YoY), -750억원(적자지속 YoY)으로 추정된다.

매수 투자의견 유지, 목표주가 100,000원으로 하향

동사에 대한 매수 투자의견을 유지하나 목표주가는 높은 괴리율을 고려해 100,000원으로 하향한다. 목표주가는 2027년 예상 EPS에 2027~2029년 북미, 유럽 전기차 배터리 셀 예상 수요 연평균 성장률에 PEG 1.0을 반영한 P/E 25.0를 적용해 산출했다. 현 주가는 2026년과 2027년 예상 실적 기준 각각 P/E 23.9배, 13.1배로 국내 양극재 업종 내 밸류에이션 매력도가 높다. 하반기에 Tesla의 완전자율주행 기반 로보택시 사업이 상용화된다면 AI 기반 자율주행 기술 선도 업체인 Tesla향 배터리 셀, 소재 업체들의 주가 상승 모멘텀이 강화될 것으로 예상되는 바 중장기적인 관점에서 긍정적인 의견을 유지한다.

Buy (Maintain)

| | |
|----------------|--------------|
| 목표주가(12M) | 100,000원(하향) |
| 종가(2025.04.01) | 59,200원 |
| 상승여력 | 68.9 % |

Stock Indicator

| | |
|-----------|-----------------|
| 자본금 | 18십억원 |
| 발행주식수 | 3,630만주 |
| 시가총액 | 2,149십억원 |
| 외국인지분율 | 16.2% |
| 52주 주가 | 59,200~173,000원 |
| 60일평균거래량 | 414,016주 |
| 60일평균거래대금 | 33.3십억원 |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 절대수익률 | -25.0 | -23.6 | -47.9 | -64.9 |
| 상대수익률 | -24.5 | -28.7 | -46.3 | -56.5 |

Price Trend



| FY | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|---------|--------|--------|--------|
| 매출액(십억원) | 1,907 | 1,964 | 3,284 | 4,897 |
| 영업이익(십억원) | -559 | -75 | 100 | 232 |
| 순이익(십억원) | -378 | -65 | 90 | 165 |
| EPS(원) | -10,416 | -1,781 | 2,481 | 4,533 |
| BPS(원) | 19,660 | 17,800 | 20,201 | 24,655 |
| PER(배) | | | 23.9 | 13.1 |
| PBR(배) | 4.1 | 3.3 | 2.9 | 2.4 |
| ROE(%) | -41.7 | -9.5 | 13.1 | 20.2 |
| 배당수익률(%) | | | | |
| EV/EBITDA(배) | - | 458.6 | 23.3 | 14.4 |

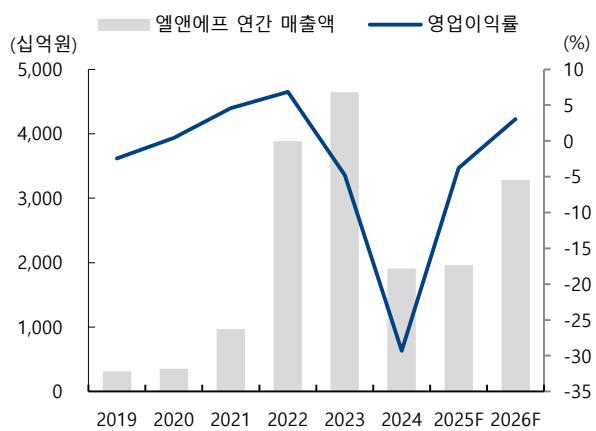
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 엘앤피 분기별 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25F | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F | 2024 | 2025F | 2026F |
|-----------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 출하량(천t) | 17 | 18 | 12 | 13 | 14 | 17 | 20 | 22 | 60 | 74 | 120 |
| 매출액 | 636 | 555 | 352 | 365 | 387 | 454 | 528 | 597 | 1,907 | 1,964 | 3,284 |
| YoY 증감률 | -53% | -59% | -72% | -44% | -39% | -18% | 50% | 63% | -59% | 3% | 67% |
| QoQ 증감률 | -3% | -13% | -37% | 4% | 6% | 17% | 16% | 13% | | | |
| 매출원가 | 819 | 616 | 406 | 530 | 406 | 462 | 519 | 565 | 2,371 | 1,952 | 3,097 |
| 매출원가율 | 129% | 111% | 115% | 145% | 105% | 102% | 98% | 95% | 125% | 104% | 102% |
| 매출총이익 | -184 | -61 | -54 | -164 | -19 | -8 | 8 | 31 | -463 | 13 | 187 |
| 매출총이익률 | -29% | -11% | -15% | -45% | -5% | -2% | 2% | 5% | -25% | -4% | -2% |
| 판매비 및 관리비 | 20 | 23 | 18 | 34 | 20 | 22 | 22 | 23 | 95 | 87 | 87 |
| 판관비율 | 3% | 4% | 5% | 9% | 5% | 5% | 4% | 4% | 5% | 4% | 5% |
| 영업이익 | -204 | -84 | -72 | -198 | -39 | -30 | -13 | 8 | -559 | -75 | 100 |
| 영업이익률 | -32% | -15% | -21% | -54% | -10% | -7% | -2% | 1% | -29% | -4% | 3% |
| YoY 증감률 | 적자전환 | 적자전환 | 적자전환 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 | 흑자전환 | 적자지속 | 적자지속 | 흑자전환 |
| QoQ 증감률 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 | 흑자전환 | | | |
| 세전이익 | -149 | -100 | -123 | -148 | -41 | -33 | -16 | 5 | -520 | -86 | 114 |
| 당기순이익 | -112 | -74 | -77 | -118 | -37 | -28 | -11 | 11 | -381 | -65 | 91 |
| 당기순이익률 | -18% | -13% | -22% | -32% | -10% | -6% | -2% | 2% | -20% | -3% | 3% |
| YoY 증감률 | 적지 | 적전 | 적전 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 흑전 | 적지 | 적지 | 흑전 |
| QoQ 증감률 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 흑전 | | | |

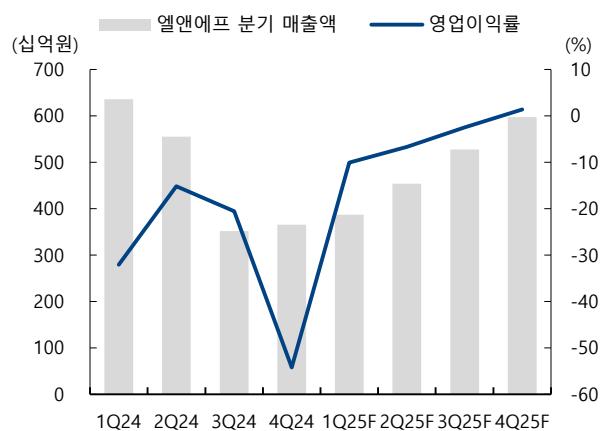
자료: 엘앤피, iM증권 리서치본부

그림1. 엘앤피 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



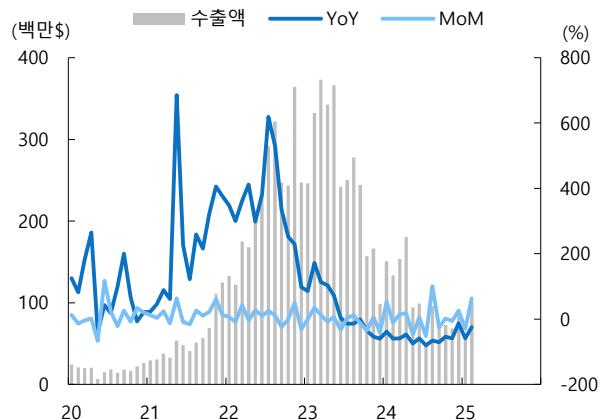
자료: 엘앤피, iM증권 리서치본부

그림2. 엘앤피 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



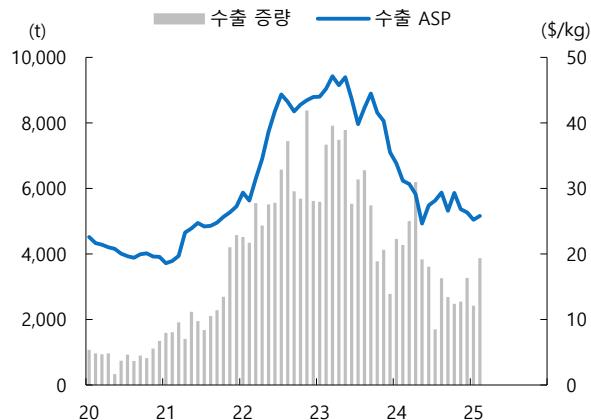
자료: 엘앤피, iM증권 리서치본부

그림3. 대구 양극재 수출액 월별 추이



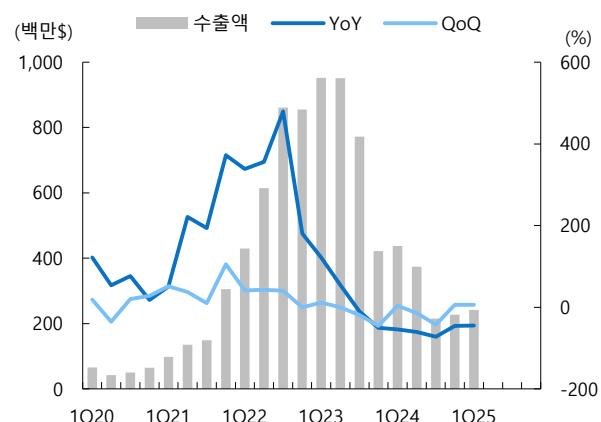
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림4. 대구 양극재 수출량과 ASP 월별 추이



자료: KITA, iM증권 리서치본부

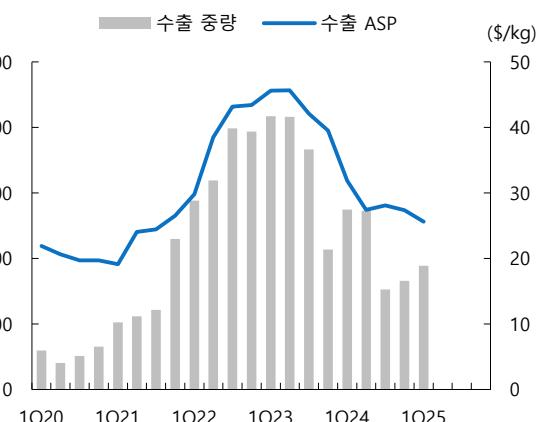
그림5. 대구 양극재 수출액 분기별 추이



자료: KITA, iM증권 리서치본부

주: 1Q25 분기 환산 기준

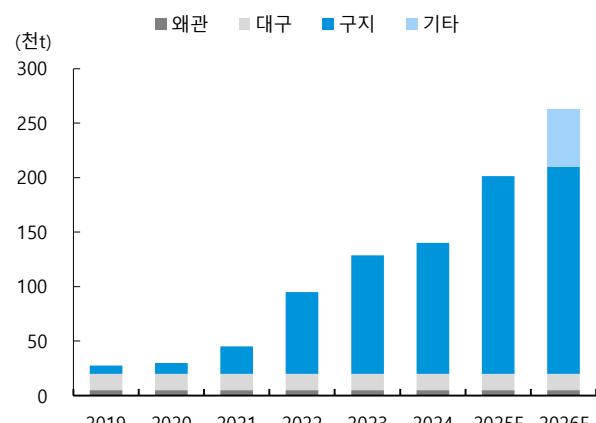
그림6. 대구 양극재 수출량과 ASP 분기별 추이



자료: KITA, iM증권 리서치본부

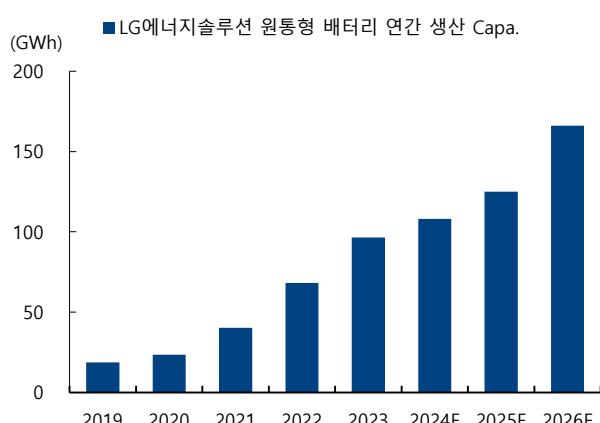
주: 1Q25 분기 환산 기준

그림7. 엘앤텍 연간 생산 Capa. 추이 및 전망



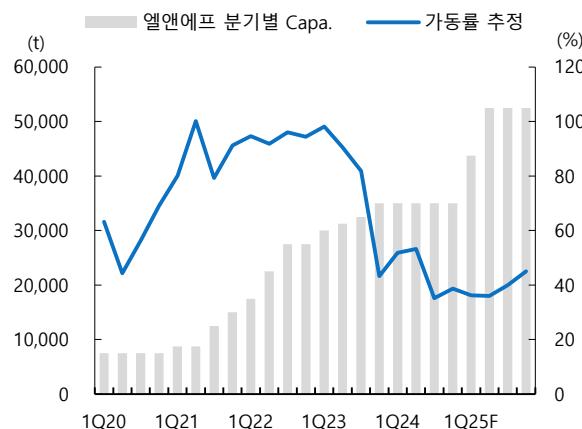
자료: 엘앤텍, iM증권 리서치본부

그림8. LG 에너지솔루션 원통형 배터리 연간 Capa. 추이 및 전망



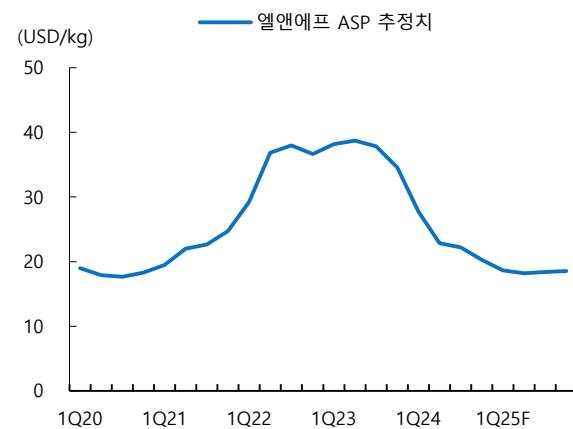
자료: LG에너지솔루션, iM증권 리서치본부

그림9. 엘엔에프 분기별 가동률 추정치



자료: iM증권 리서치본부

그림10. 엘엔에프 양극재 ASP 추정치



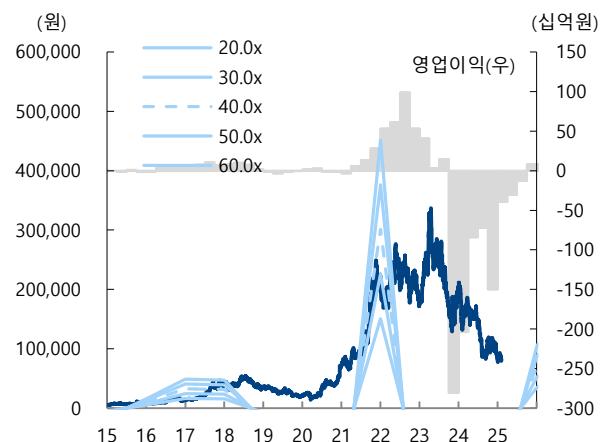
자료: iM증권 리서치본부

표2. 엘앤에프 목표주가 산출

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F | 비고 |
|---------------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|---|
| EPS(원) | -3,526 | 7,526 | -5,372 | -10,416 | -1,781 | 2,481 | 4,533 | 지배주주순이익 기준 |
| BPS(원) | 17,799 | 35,530 | 30,268 | 19,660 | 17,800 | 20,201 | 24,655 | |
| 고점 P/E | -18.5 | 36.8 | -24.1 | -7.8 | -33.2 | | | 최근 3년간 평균: - |
| 평균 P/E | -35.3 | 28.5 | -40.9 | -12.9 | -45.1 | | | 최근 3년간 평균: - |
| 저점 P/E | -70.7 | 22.4 | -62.7 | -20.3 | -52.4 | | | 최근 3년간 평균: - |
| 고점 P/B | 12.5 | 7.8 | 11.1 | 10.8 | 5.2 | | | 최근 3년간 평균: 9.4 |
| 평균 P/B | 6.3 | 6.0 | 7.3 | 6.8 | 4.5 | | | 최근 3년간 평균: 5.8 |
| 저점 P/B | 3.3 | 4.7 | 4.3 | 4.1 | 3.3 | | | 최근 3년간 평균: 3.6 |
| ROE | 28.2% | -16.3% | -41.5% | -9.4% | 13.0% | 20.1% | 23.8% | |
| 적용 EPS | | | 4,533 | | | | | 2027~2029년 북미/유럽 EV 배터리 예상 수요 연평균 성장률 평균 |
| Target P/E(배) | | | 25.0 | | | | | |
| 적정 주가(원) | | | 113,324 | | | | | |
| 목표 주가(원) | | | 100,000 | | | | | 2027년 기준 P/E 22.1배, P/B 4.1배 |
| 전일 종가(원) | | | 59,200 | | | | | 2027년 기준 P/E 13.1배, P/B 2.4배 |
| 상승 여력 | | | 68.9% | | | | | |

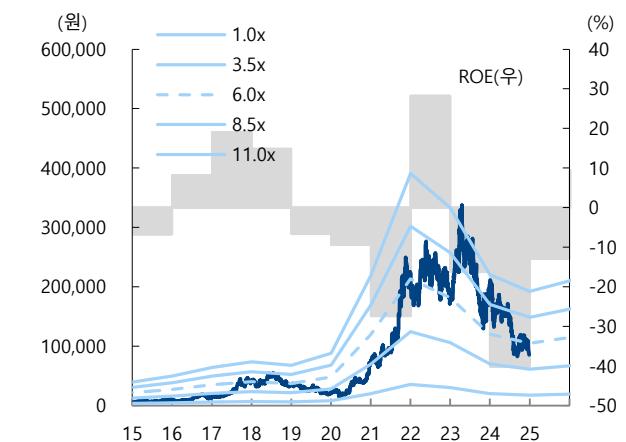
자료: 엘앤에프, iM증권 리서치본부

그림11. 엘앤에프 12개월 Forward P/E Chart



자료: iM증권 리서치본부

그림12. 엘앤에프 12개월 Forward P/B Chart



자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

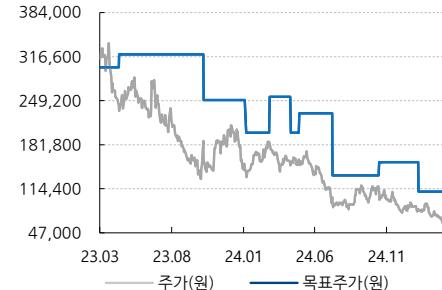
| 재무상태표 | | | | | 포괄손익계산서 | | | | |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | (십억원, %) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 유동자산 | 1,090 | 1,240 | 1,396 | 1,702 | 매출액 | 1,907 | 1,964 | 3,284 | 4,897 |
| 현금 및 현금성자산 | 280 | 580 | 312 | 288 | 증가율(%) | -58.9 | 3.0 | 67.2 | 49.1 |
| 단기금융자산 | 3 | 3 | 3 | 3 | 매출원가 | 2,371 | 1,952 | 3,097 | 4,553 |
| 매출채권 | 215 | 161 | 255 | 313 | 매출총이익 | -463 | 13 | 187 | 345 |
| 재고자산 | 575 | 488 | 812 | 1,092 | 판매비와관리비 | 95 | 87 | 87 | 113 |
| 비유동자산 | 1,710 | 1,856 | 2,110 | 2,325 | 연구개발비 | 36 | 24 | 51 | 69 |
| 유형자산 | 1,260 | 1,432 | 1,604 | 1,774 | 기타영업수익 | - | - | - | - |
| 무형자산 | 17 | 13 | 9 | 7 | 기타영업비용 | - | - | - | - |
| 자산총계 | 2,800 | 3,096 | 3,506 | 4,027 | 영업이익 | -559 | -75 | 100 | 232 |
| 유동부채 | 1,552 | 1,616 | 1,638 | 1,696 | 증가율(%) | 적지 | 적지 | 흑전 | 131.8 |
| 매입채무 | 78 | 69 | 122 | 172 | 영업이익률(%) | -29.3 | -3.8 | 3.0 | 4.7 |
| 단기차입금 | 813 | 813 | 813 | 813 | 이자수익 | 6 | 16 | 8 | 8 |
| 유동성장기부채 | 453 | 464 | 459 | 461 | 이자비용 | 106 | 97 | 114 | 127 |
| 비유동부채 | 524 | 825 | 1,125 | 1,425 | 지분법이익(손실) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채 | - | 300 | 600 | 900 | 기타영업외손익 | 25 | 26 | 24 | 25 |
| 장기차입금 | 502 | 502 | 502 | 502 | 세전계속사업이익 | -520 | -86 | 114 | 208 |
| 부채총계 | 2,076 | 2,440 | 2,763 | 3,121 | 법인세비용 | -139 | -21 | 23 | 42 |
| 지배주주지분 | 714 | 646 | 733 | 895 | 세전계속이익률(%) | -27.2 | -4.4 | 3.5 | 4.2 |
| 자본금 | 18 | 18 | 18 | 18 | 당기순이익 | -381 | -65 | 91 | 166 |
| 자본잉여금 | 702 | 702 | 702 | 702 | 순이익률(%) | -20.0 | -3.3 | 2.8 | 3.4 |
| 이익잉여금 | -23 | -87 | 3 | 167 | 지배주주귀속 순이익 | -378 | -65 | 90 | 165 |
| 기타자본항목 | 16 | 13 | 10 | 8 | 기타포괄이익 | -3 | -3 | -3 | -3 |
| 비지배주주지분 | 10 | 9 | 10 | 11 | 총포괄이익 | -384 | -68 | 88 | 163 |
| 자본총계 | 723 | 655 | 743 | 906 | 지배주주귀속총포괄이익 | - | - | - | - |

| 현금흐름표 | | | | | 주요투자지표 | | | | | |
|--------------|------|-------|-------|-------|------------------------|--------|---------|--------|--------|-------|
| (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 주당지표(원) | EPS | -10,416 | -1,781 | 2,481 | 4,533 |
| 영업활동 현금흐름 | 281 | 162 | -318 | -102 | BPS | 19,660 | 17,800 | 20,201 | 24,655 | |
| 당기순이익 | -381 | -65 | 91 | 166 | CFPS | -8,669 | 495 | 4,701 | 6,806 | |
| 유형자산감가상각비 | 60 | 78 | 77 | 80 | DPS | - | - | - | - | |
| 무형자산상각비 | 3 | 5 | 3 | 2 | Valuation(배) | | | | | |
| 지분법관련손실(이익) | 0 | 0 | 0 | 0 | PER | | | 23.9 | 13.1 | |
| 투자활동 현금흐름 | -240 | -287 | -292 | -290 | PBR | 4.1 | 3.3 | 2.9 | 2.4 | |
| 유형자산의 처분(취득) | -208 | -250 | -250 | -250 | PCR | -9.3 | 119.6 | 12.6 | 8.7 | |
| 무형자산의 처분(취득) | -2 | - | - | - | EV/EBITDA | - | 458.6 | 23.3 | 14.4 | |
| 금융상품의 증감 | -54 | -46 | -50 | -48 | Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 재무활동 현금흐름 | -20 | 188 | 171 | 180 | ROE | -41.7 | -9.5 | 13.1 | 20.2 | |
| 단기금융부채의증감 | 14 | 12 | -6 | 3 | EBITDA이익률 | -26.0 | 0.4 | 5.5 | 6.4 | |
| 장기금융부채의증감 | 89 | 300 | 300 | 300 | 부채비율 | 287.1 | 372.4 | 371.7 | 344.5 | |
| 자본의증감 | - | - | - | - | 순부채비율 | 205.4 | 228.5 | 277.0 | 263.3 | |
| 배당금지급 | - | - | - | - | 매출채권회전율(x) | 5.9 | 10.5 | 15.8 | 17.2 | |
| 현금및현금성자산의증감 | 38 | 300 | -267 | -24 | 재고자산회전율(x) | 2.2 | 3.7 | 5.1 | 5.1 | |
| 기초현금및현금성자산 | 241 | 280 | 580 | 312 | | | | | | |
| 기밀현금및현금성자산 | 280 | 580 | 312 | 288 | | | | | | |

자료: 엘엔에프, iM증권 리서치분부

엘엔에프 투자의견 및 목표주가 변동추이

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 과리율 | | 384,000 | 316,600 | 249,200 | 181,800 | 114,400 | 47,000 |
|------------|------|---------|--------|------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| | | | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 | | | | | | |
| 2023-05-11 | Buy | 320,000 | -31.7% | -10.9% | | | | | | |
| 2023-11-07 | Buy | 250,000 | -30.1% | -15.4% | | | | | | |
| 2024-02-05 | Buy | 200,000 | -18.9% | -6.9% | | | | | | |
| 2024-03-26 | Buy | 255,000 | -36.9% | -29.1% | | | | | | |
| 2024-05-10 | Buy | 200,000 | -21.8% | -18.8% | | | | | | |
| 2024-05-28 | Buy | 230,000 | -39.8% | -25.4% | | | | | | |
| 2024-08-07 | Buy | 135,000 | -25.1% | -11.6% | | | | | | |
| 2024-11-14 | Buy | 155,000 | -40.1% | -27.6% | | | | | | |
| 2025-02-06 | Buy | 110,000 | -30.1% | -16.6% | | | | | | |
| 2025-04-02 | Buy | 100,000 | | | | | | | | |



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당시의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-03-31 기준]

| 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|-------|--------|------|
| 92.5% | 6.8% | 0.7% |

아모텍 (052710)

2025.04.02

중국 최대 전기차향 MLCC 공급 순항중

[전기전자] 고의영
2122-9179 ey.ko@imfnsec.com

연간 턴어라운드 가능성이 높아졌음

투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 기존 7,500원에서 11,000원으로 +47% 대폭 상향한다. 지난 10년 간 중·하단 P/B의 평균인 1.0배를 목표로 한다. (vs. 기존 하단 P/B 0.74배 탓). 장기간 적자 끝에 연간 영업이익 턴어라운드가 기대된다. MLCC 사업 진출을 선언한지 햇수로 8년이 지났는데, 터널의 끝자락이 보이기 시작했다. 지난해 연말 중국 최대 전기차 업체로부터 MLCC 양산 승인을 다시 획득했기 때문이다 [당사 2/27 보고서 [Link](#)]

MLCC 사업 진출 햇수로 8년… 무슨 일이 있었나?

MLCC 사업과 관련된 회사의 발자취를 되돌아보면,

2018년 MLCC 사업 진출을 선언했다. 칩바리스터, 감전소자 등 기존 수동부품 사업에서의 경쟁력을 활용할 수 있으리라 기대했다. 누적 Capex는 1,000억원에 달했고, 사업 정상화가 늦어지며 장기간 적자를 시현했다.

2022년에는 반짝 턴어라운드를 시현하기도 했었다. 당시 동사의 MLCC 분기 매출은 2Q22 20억, 3Q22 40억, 4Q22 80억이었다. 4Q22 당시 매출이 대폭 확대되며 전사 OPM은 5.6%에 달했고, 이는 11개 분기만에 턴어라운드였다. 중국 최대 EV 업체향 BMS용 MLCC 공급에 성공했기 때문이었는데, 이후 동사가 공급한 MLCC에 품질문제가 발생하며 다시 2년 간의 암흑기를 겪었다.

이제 MLCC 사업 진출을 선언한지 햇수로 8년이 지났는데, 터널의 끝자락이 보이기 시작하는 듯하다. 지난해 하반기 중국 최대 EV 업체향 MLCC 공급 승인을 다시 획득하였고, 12월부터 양산에 돌입했다. 동사 양산 라인이 위치한 지역의 MLCC 수출액도 1월, 2월 견조하게 유지되었다. 2년 전 동일한 고객사에 대해 품질 이슈를 겪었던 바 있기 때문에 아직 조심스러우나, 향후 수율 안정화에 따른 수익성 개선을 기대한다. 당시와 같이 큰 문제가 없다면, 올해 MLCC 매출은 지난해 대비 +150~200% 성장한 250~300억원으로 전망된다. 이에 따라 전사 연간 영업이익도 2024년 -240억원에서 2025년 연간 턴어라운드 할 전망이다.

참고로, 2024년 사업보고서에 공시된 부문별 영업이익은 전자부품 101억원 (OPM 14%), 세라믹 부품 -371억원(OPM -31%)였다. 세라믹 부품의 적자폭이 상당한 이유는 MLCC 때문일 것이다. 특히, 2024년 연간 재고자산평가손실이 261억원 인식되어, 2023년의 74억 대비 대폭 늘어난 점을 보면 영업손실의 상당 부분이 빅배스 영향이었던 것으로 보인다. 한편, 전자부품 부문에서는 BLDC 모터가 견조한 실적을 시현하고 있다. 결론적으로 MLCC에서의 영업적자 축소만 의미 있게 발생해도 회사의 전사 실적은 빠르게 돌아설 수 있을 전망이다.

Buy (Maintain)

| | |
|----------------|-------------|
| 목표주가(12M) | 11,000원(상향) |
| 종가(2025.04.01) | 7,570원 |
| 상승여력 | 45.3 % |

Stock Indicator

| | |
|-----------|--------------|
| 자본금 | 7십억원 |
| 발행주식수 | 1,462만주 |
| 시가총액 | 111십억원 |
| 외국인지분율 | 1.3% |
| 52주 주가 | 2,870~8,450원 |
| 60일평균거래량 | 89,493주 |
| 60일평균거래대금 | 0.5십억원 |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|------|-------|-------|------|
| 절대수익률 | 23.9 | 102.7 | 108.5 | 1.1 |
| 상대수익률 | 31.0 | 100.7 | 118.0 | 25.3 |

Price Trend



| FY | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(십억원) | 229 | 243 | 265 | 298 |
| 영업이익(십억원) | -24 | 2 | 11 | 17 |
| 순이익(십억원) | -20 | 1 | 8 | 14 |
| EPS(원) | -1,354 | 40 | 560 | 925 |
| BPS(원) | 10,209 | 10,525 | 11,361 | 12,562 |
| PER(배) | | 190.2 | 13.5 | 8.2 |
| PBR(배) | 0.4 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |
| ROE(%) | -12.6 | 0.4 | 5.1 | 7.7 |
| 배당수익률(%) | | | | |
| EV/EBITDA(배) | - | 8.2 | 5.6 | 4.2 |

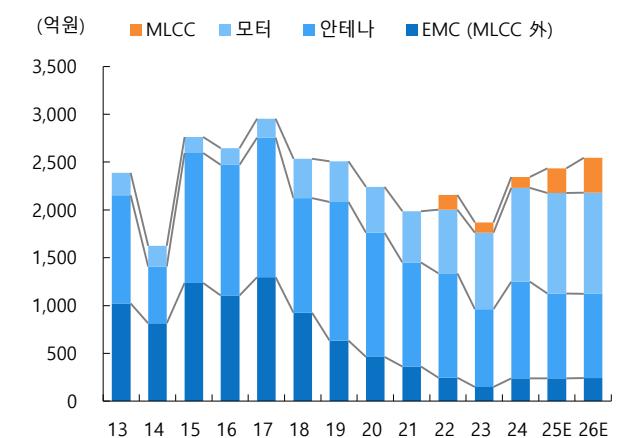
주-K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 아모텍 영업실적 추이 및 전망

| (단위: 억원) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2024 | 2025E | 2026E |
|----------|-------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|-------|--------|
| 매출액 | 656 | 543 | 524 | 571 | 627 | 603 | 597 | 607 | 2,294 | 2,434 | 2,651 |
| YoY | 45.4% | 13.8% | 9.8% | 23.6% | -4.5% | 10.9% | 13.8% | 6.5% | 22.8% | 6.1% | 8.9% |
| QoQ | 42.1% | -17.2% | -3.5% | 8.8% | 9.9% | -3.8% | -1.0% | 1.8% | | | |
| 세라믹칩 | 78 | 106 | 91 | 77 | 110 | 133 | 135 | 117 | 352 | 496 | 610 |
| YoY | 5.2% | 36.2% | 27.6% | 143.8% | 41.8% | 25.5% | 49.5% | 51.4% | 38.2% | 41.0% | 23.0% |
| 안테나 | 332 | 201 | 207 | 224 | 258 | 195 | 218 | 216 | 963 | 887 | 902 |
| YoY | 59.6% | -1.2% | 3.9% | 11.8% | -22.1% | -2.9% | 5.3% | -3.5% | 18.8% | -7.9% | 1.7% |
| 모터 | 236 | 247 | 227 | 269 | 258 | 275 | 244 | 274 | 979 | 1,051 | 1,139 |
| YoY | 39.6% | 25.6% | 9.4% | 17.1% | 9.2% | 11.4% | 7.2% | 1.9% | 22.0% | 7.3% | 8.4% |
| 영업이익 | 3 | -62 | -38 | -142 | -1 | 7 | 12 | 7 | -239 | 25 | 110 |
| %YoY | 흑전 | 적지 | 적지 | 적지 | 적전 | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 적지 | 흑전 | 338.5% |
| %QoQ | 흑전 | 적전 | 적지 | 적지 | 적지 | 흑전 | 6900% | -4750% | | | |
| 영업이익률 | 0.4% | -11.4% | -7.2% | -24.9% | -0.2% | 1.2% | 2.1% | 1.1% | -10.4% | 1.0% | 4.1% |

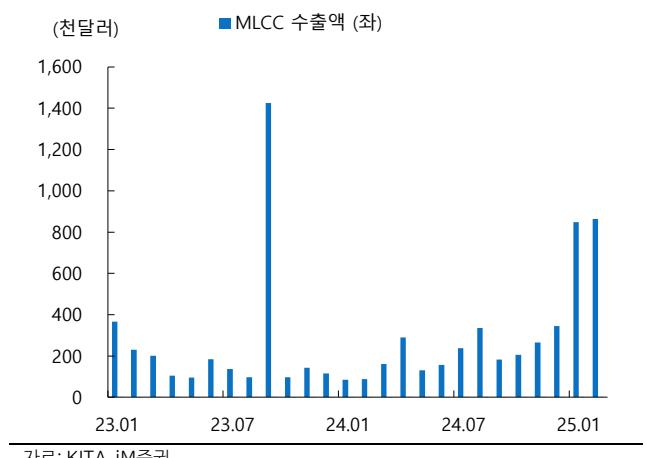
자료: Dataguide, iM증권

그림1. 아모텍 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 아모텍, iM증권 추정

그림2. 아모텍 생산 라인이 위치한 지역의 MLCC 수출액



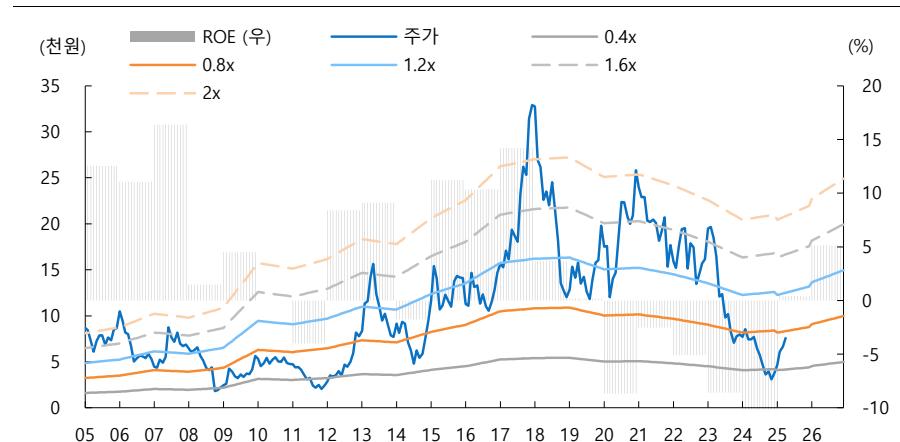
자료: KITA, iM증권

표2. 아모텍 Valuation Table

| (단위: 십억원, 원, 배) | | 비고 |
|-------------------|--------|---------------------|
| ① BPS | 11,082 | 12개월 선행 |
| ② Target Multiple | 1.0 | 지난 10년 중-하단 PB들의 평균 |
| - 적정주가 | 11,082 | ① * ② |
| ③ 목표주가 | 11,000 | |
| ④ 현재주가 | 7,570 | |
| 상승여력 | 45% | ③ / ④ - 1 |

자료: iM증권

그림3. 아모텍 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Dataguide, iM증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표 | | | | | 포괄손익계산서 | | | | |
|------------|------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | (십억원, %) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 유동자산 | 161 | 132 | 148 | 182 | 매출액 | 229 | 243 | 265 | 298 |
| 현금 및 현금성자산 | 27 | 9 | 9 | 27 | 증가율(%) | 22.8 | 6.1 | 8.9 | 12.4 |
| 단기금융자산 | 3 | 3 | 3 | 3 | 매출원가 | 221 | 204 | 214 | 239 |
| 매출채권 | 47 | 50 | 53 | 60 | 매출총이익 | 9 | 39 | 52 | 59 |
| 재고자산 | 75 | 61 | 74 | 83 | 판매비와관리비 | 33 | 37 | 41 | 42 |
| 비유동자산 | 195 | 185 | 175 | 166 | 연구개발비 | 11 | 12 | 13 | 14 |
| 유형자산 | 125 | 121 | 116 | 113 | 기타영업수익 | - | - | - | - |
| 무형자산 | 17 | 18 | 18 | 18 | 기타영업비용 | - | - | - | - |
| 자산총계 | 356 | 317 | 324 | 348 | 영업이익 | -24 | 2 | 11 | 17 |
| 유동부채 | 168 | 125 | 119 | 126 | 증가율(%) | 적지 | 흑전 | 338.5 | 55.1 |
| 매입채무 | 50 | 49 | 53 | 60 | 영업이익률(%) | -10.4 | 1.0 | 4.1 | 5.7 |
| 단기차입금 | 49 | 49 | 39 | 39 | 이자수익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유동성장기부채 | 46 | 3 | 3 | 3 | 이자비용 | 7 | 4 | 4 | 4 |
| 비유동부채 | 38 | 38 | 38 | 38 | 지분법이익(손실) | - | - | - | - |
| 사채 | - | - | - | - | 기타영업외손익 | 2 | -1 | -1 | -1 |
| 장기차입금 | 20 | 20 | 20 | 20 | 세전계속사업이익 | -23 | 1 | 10 | 16 |
| 부채총계 | 207 | 163 | 158 | 165 | 법인세비용 | -4 | - | 1 | 2 |
| 지배주주지분 | 149 | 154 | 166 | 184 | 세전계속이익률(%) | -10.2 | 0.2 | 3.6 | 5.3 |
| 자본금 | 7 | 7 | 7 | 7 | 당기순이익 | -20 | 1 | 8 | 14 |
| 자본잉여금 | 29 | 29 | 29 | 29 | 순이익률(%) | -8.6 | 0.2 | 3.1 | 4.5 |
| 이익잉여금 | 89 | 90 | 98 | 112 | 지배주주귀속 순이익 | -20 | 1 | 8 | 14 |
| 기타자본항목 | 24 | 28 | 32 | 36 | 기타포괄이익 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 비지배주주지분 | - | - | - | - | 총포괄이익 | -16 | 5 | 12 | 18 |
| 자본총계 | 149 | 154 | 166 | 184 | 지배주주귀속총포괄이익 | - | - | - | - |

현금흐름표

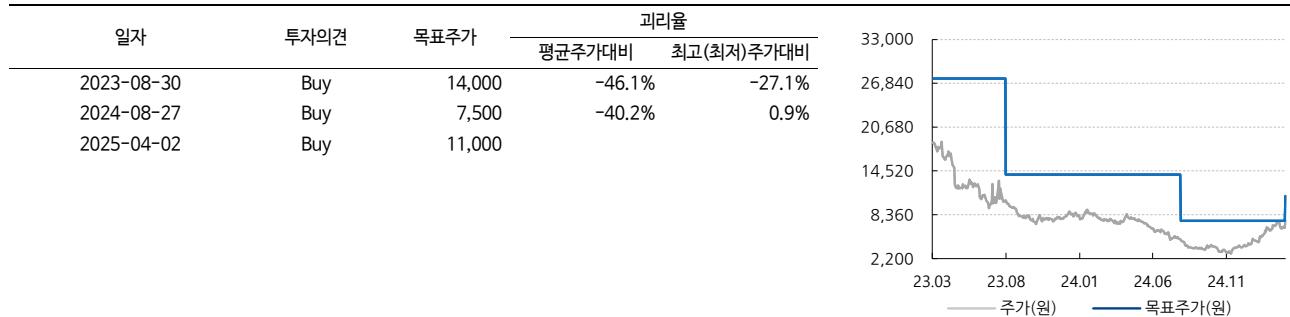
| (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름 | 7 | 55 | 40 | 48 |
| 당기순이익 | -20 | 1 | 8 | 14 |
| 유형자산감가상각비 | 16 | 15 | 14 | 13 |
| 무형자산상각비 | 3 | 3 | 4 | 4 |
| 지분법관련손실(이익) | - | - | - | - |
| 투자활동 현금흐름 | 0 | 2 | 2 | 2 |
| 유형자산의 처분(취득) | -5 | -10 | -10 | -10 |
| 무형자산의 처분(취득) | - | - | - | - |
| 금융상품의 증감 | -3 | 6 | 6 | 6 |
| 재무활동 현금흐름 | -8 | -42 | -9 | 1 |
| 단기금융부채의증감 | -52 | -43 | -10 | - |
| 장기금융부채의증감 | 43 | - | - | - |
| 자본의증감 | - | 0 | - | - |
| 배당금지급 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금및현금성자산의증감 | -2 | -18 | 0 | 18 |
| 기초현금및현금성자산 | 29 | 27 | 9 | 9 |
| 기말현금및현금성자산 | 27 | 9 | 9 | 27 |

자료 : 아모텍, iM증권 리서치본부

주요투자지표

| | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | |
| EPS | -1,354 | 40 | 560 | 925 |
| BPS | 10,209 | 10,525 | 11,361 | 12,562 |
| CFPS | -15 | 1,291 | 1,769 | 2,095 |
| DPS | - | - | - | - |
| Valuation(배) | | | | |
| PER | | 190.2 | 13.5 | 8.2 |
| PBR | 0.4 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |
| PCR | -254.9 | 5.9 | 4.3 | 3.6 |
| EV/EBITDA | - | 8.2 | 5.6 | 4.2 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | |
| ROE | -12.6 | 0.4 | 5.1 | 7.7 |
| EBITDA이익률 | -1.9 | 8.5 | 10.8 | 11.4 |
| 부채비율 | 138.4 | 105.9 | 94.9 | 89.7 |
| 순부채비율 | 56.8 | 38.7 | 29.7 | 17.2 |
| 매출채권회전율(x) | 5.0 | 5.0 | 5.1 | 5.3 |
| 재고자산회전율(x) | 2.8 | 3.6 | 3.9 | 3.8 |

아모텍 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당시의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2025-03-31 기준]

| 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|-------|--------|------|
| 92.5% | 6.8% | 0.7% |

에스오에스랩 (464080)

2025.04.02

글로벌 LiDAR 시장 재편 속 수혜

[전기전자] 고의영
2122-9179 ey.ko@imfnsec.com

인프라에서 로봇, 로봇에서 자동차까지

동사는 고정형 LiDAR 설계 전문 업체로, 로봇, 자동차, 인프라 등 다양한 분야의 적용처를 타겟하고 있다. 고객사도 현대로보틱스랩(현대차그룹), 공항공사, HL, 세메스, 에스엘 등 다양한 산업에 포진해 있다.

동사 매출 가이던스는 2025년 150-200억원, 2026년 300-500억원이다. 로봇, 인프라 분야를 캐시카우로 삼되, 중장기적으로 차량용 LiDAR로까지의 확장을 계획하고 있다. 산업 환경은 긍정적이다. 중국산 LiDAR에 대한 미국의 제재, 생존이 목표가 된 서구권 LiDAR 업체 사이에서 반사이익을 누릴 가능성이 있다. 동사는 단기적으로 로봇, 인프라 분야에서 기회를 찾고자 하며, 특히 올해는 공항 주차 관제 시스템과 로봇용 LiDAR를 중심으로 한 외형성장을 전망한다. 공항 주차 관제향으로 2025년 매 분기 15~30억원의 매출을 기대하며, 로봇은 현대로보틱스랩의 MobED향으로 발생할 것으로 보고 있다. 이와 관련하여 동사는 이미 4,000대의 LiDAR를 수주(MobED 대당 2개 탑재) 받은 바 있다.

중장기적으로는 자동차용 LiDAR가 성장의 축이 될 전망이다. 동사는 에스엘을 통해서 북미 완성차향으로 고정형 LiDAR를 공급할 계획이다. 시기적으로 2025년말 비딩 이후 2027년 이후 양산을 기대한다. 이를 위해 수신부 센서인 SPAD를 내재화하여 해상력을 개선할 계획이다(당초 Sony로부터 받아옴). 이 경우 판가 하락은 물론 프리미엄 모델에 대한 공급도 가능하다.

글로벌 LiDAR 시장 재편 속 수혜

최근 Hesai Technology, Robosense 등 중국 LiDAR 업체들은 자국 완성차 업체들의 자율주행 고도화 전략의 수혜를 받고 있다. 이들은 LiDAR 대량 양산 체계를 갖추며 저가형 LiDAR의 가격을 \$200 수준까지 낮출 계획이다. 이런 상황에서 Hesai는 4Q24에 분기 턴어라운드에 성공하기도 하였다.

다만 이들은 보안 문제로 미국 정부로부터 제재 가능성 있다. 특히 Hesai는 미국방부의 블랙리스트에 포함될 수 있다. 실제로 최근 한 행동주의펀드는 Hesai의 제품이 중국 인민군 차량에 탑재됨을 주장하는 공매도 리포트를 발간한 바 있다.

한편, Luminar 등 서구권 업체들은 장기간 적자로 재무 건정성이 떨어지며, 추가적인 현금 확보와 생존이 목표가 되었다. Innoviz에 따르면, 2020년 당시 80개에 이르던 차량용 LiDAR 업체는 현재 20개 미만이 남았다. 결론적으로 동사는 중국 LiDAR 업체에 대한 미국의 제재, 재무적으로 불안한 서구권 LiDAR 업체 사이에서 반사이익을 누릴 가능성이 있다.

동사는 4Q24 기준 230억원의 현금 및 단기금융상품을 확보하고 있으며, 향후 대량 양산이 필요해질 경우 에스엘을 통한 외주 생산으로 Capex에 대한 부담을 최소화할 생각이다. 고정비의 대부분이 R&D와 인건비인 것인데, 향후 이와 관련된 고정비가 커버될 경우 수익성 개선폭이 가파를 전망이다. 또한, 동사의 주력제품이 고정형 LiDAR인만큼 향후 규모의 경제가 확보될 시 중국 업체들 수준의 판가 경쟁력을 갖출 수 있을 것으로 기대된다.

NR

목표주가(6M)

종가(2025.04.01) 10,410원

상승여력

Stock Indicator

| | |
|-----------|---------------|
| 자본금 | -십억원 |
| 발행주식수 | 1,768만주 |
| 시가총액 | 184십억원 |
| 외국인지분율 | 0.9% |
| 52주 주가 | 5,040~15,650원 |
| 60일평균거래량 | 2,495,950주 |
| 60일평균거래대금 | 34.9십억원 |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|-------|-------|------|-------|
| 절대수익률 | -15.4 | -22.8 | 31.1 | -27.8 |
| 상대수익률 | -8.4 | -24.7 | 40.6 | -3.6 |

Price Trend

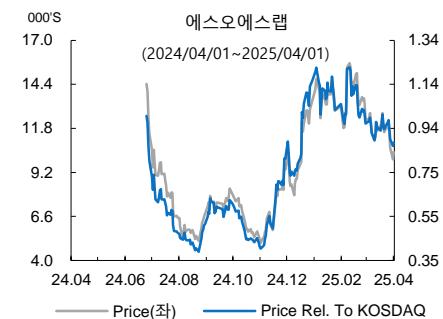
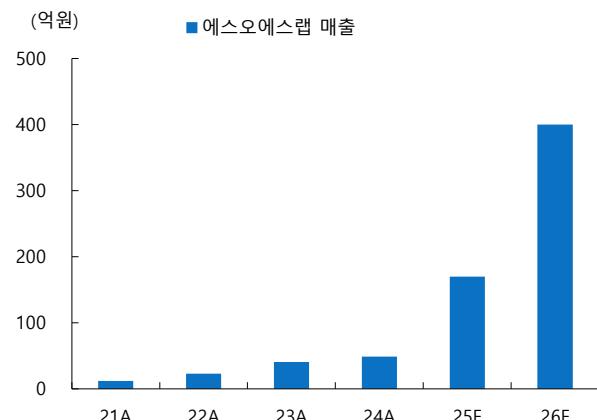
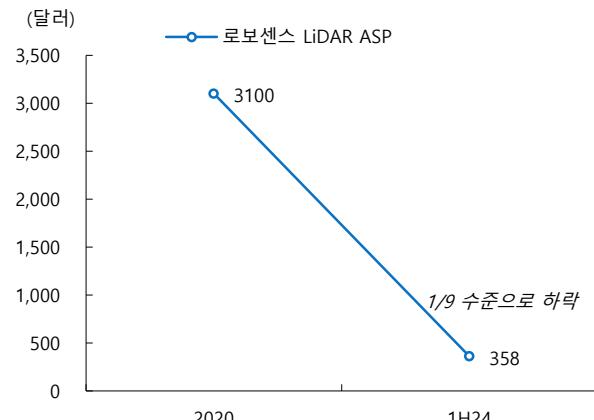


그림1. 에스오에스랩의 매출 추이 및 전망



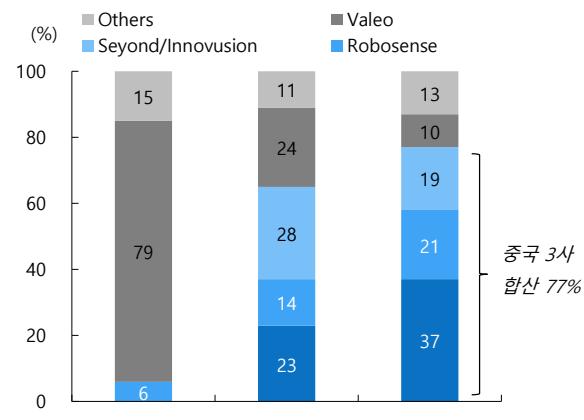
자료: 에스오에스랩, iM증권

그림2. 로보센스의 ASP는 저가형 LiDAR 대량 양산으로 급락



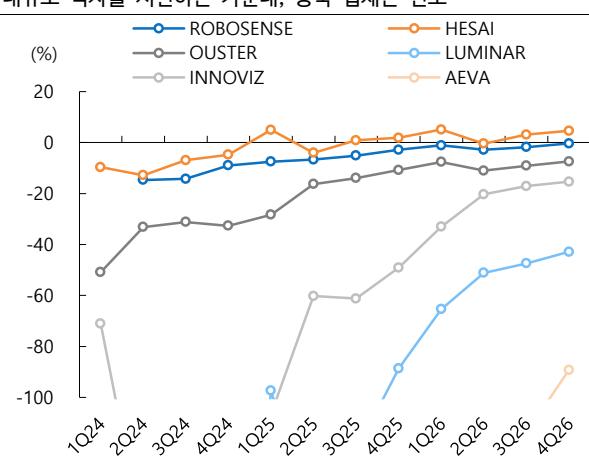
자료: Robosense, iM증권

그림3. 21~23년 차량용 LiDAR 시장 점유율 추이



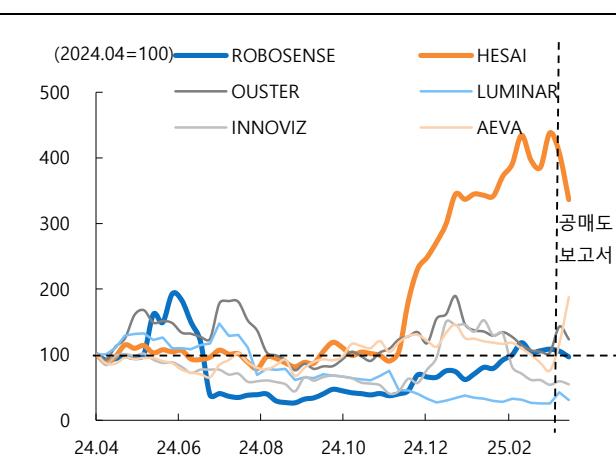
자료: Yole, iM증권

그림5. 순수 LiDAR 업체들의 분기 OPM 추이: 서구권 업체들이 대규모 적자를 시현하는 가운데, 중국 업체는 견조



자료: Bloomberg, iM증권

그림6. 순수 LiDAR 업체들의 상대 주가 추이



자료: Bloomberg, iM증권

그림7. 자금난으로 파산하는 LiDAR 업체들… Innoviz에 따르면 ‘20년 당시 자율주행 LiDAR 업체는 80개였으나 현재 20개 미만

자금난으로 글로벌 라이다 업체 파산 릴레이



2022년 10월
폐업



2022년 10월
파산신청



2022년 12월
파산보호 신청



2023년 2월
인수 합병

자료: Precedence Research, 에스오에스랩, iM증권

표1. Hesai에 대한 미국의 블랙리스트 등재 움직임이 지속되고 있음

| 시기 | 언론 보도 제목 | 상세 내용 |
|-----------|---|---|
| 2024년 8월 | Hesai 블랙리스트 제외 보도 및 미국 내 반발 (FT) | <ul style="list-style-type: none"> - 미 국방부, Hesai를 블랙리스트(1260H)에서 제외할 예정. - Hesai는 민간 상업용 제품만 판매, 중국 정부와 무관함을 주장 - 공화당 상원의원 루비오, 스콧: 해당 결정에 강력 반발, 철회 요구 |
| 2024년 10월 | 미국방부, Hesai 블랙리스트 일시 제외 후 재등재 예고 (Reuters) | <ul style="list-style-type: none"> - 미국방부, Hesai 블랙리스트 일시 제외 후, 재등재 예정이라 통보 - Hesai는 외국인 주주가 다수이며, 중국 정부 개입 없음을 주장 - 미국 정부는 여전히 중국산 AV 기술에 대한 안보 우려 지속 |
| 2024년 12월 | 워싱턴 싱크탱크, 중국산 라이다 보안 위협 경고 (Reuters) | <ul style="list-style-type: none"> - 워싱턴 싱크탱크 FDD, 중국산 라이다의 보안 취약성 경고 - 특히 백도어·악성코드 삽입 위험, 위성 기반 공격 가능성 제기 - 미국과 동맹국 중심의 대체 공급망 구축 제안 |
| 2025년 03월 | Bule Orca Capital, Hesai에 대한 공매도 보고서 발간 (Blue Orca Capital) | <ul style="list-style-type: none"> - Hesai의 LiDAR가 중국 군용 차량에 사용한다는 증거 발견 - 따라서, 군사적 사용이 불가능하다 언급한 Hesai의 주장은 거짓 - 중국정부가 Hesai의 LiDAR 개발을 지원했다는 정황 증거도 존재 |

자료: Reuters, FT, iM증권

표2. 중국산 자율주행기술에 대한 미국의 규제

| 항목 | 내용 |
|-------|---|
| 주요 조치 | ① 차량연결시스템(Vehicle Connectivity System·VCS)이나 자율주행시스템(Automated Driving System·ADS)에 중국이나 러시아와 연계가 있는 특정 하드웨어나 소프트웨어를 탑재한 차량의 수입과 판매를 금지, ② 중국 기업(WeRide, Pony AI 등)의 자율주행차 미국 도로 테스트 금지 |
| 배경 | ① 국가 안보 우려, ② 민감한 데이터의 오용 또는 악의적 개입 가능성 차단, ③ 미국 자동차 산업의 보안 강화. NEC는 "중국은 자동차 산업의 미래를 강악하려 하며, 외국 적성국과 연결된 커넥티드 차량은 미국 국민을 위협할 수 있음"을 언급 |
| 적용 시점 | 소프트웨어는 2027년식 모델부터, 하드웨어는 2030년식 모델부터 규제 적용 |
| 예외 사항 | ① 금지 조치 시행 전 개발된 중국 소프트웨어는 사용 가능 (단, 중국 기업이 접근 불가해야 함), ② 10,000파운드(약 4.5톤) 이상 차량은 제외 (BYD의 전기버스는 조립 가능) |

자료: iM증권

그림8. 행동주의펀드 '블루오르카캐피탈'에 따르면 Hesai의 LiDAR가 중국 군용 차량에 탑재되고 있음



자료: Blue Orca Capital, iM증권

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당시의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2025-03-31 기준]

| 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|-------|--------|------|
| 92.5% | 6.8% | 0.7% |

Tesla (TSLA-US)

2025.04.02

전 세계에서 자율주행을 제일 잘하는 업체

[AI/로보틱스] 이상수
2122-9197 sang.su@imfnsec.com

Tesla는 FSD V12를 기점으로 E2E 자율주행을 완성한 업체

Tesla는 E2E 자율주행 시스템을 완성한 유일한 업체다. 2022년 FSD V11에서 고속도로와 일반 도심 주행 스택을 통합했고, 2023년 FSV 12을 기점으로 Divide and Conquer 방식을 완전히 탈피해 E2E 자율주행 소프트웨어로의 전환을 마쳤다. 또한 FSD Computer를 바탕으로 한 독자적인 차량용 하드웨어 플랫폼(2023년 HW 4.0 발표), D1-Dojo로 이어지는 자체 서버 또한 보유 중이다.

올해 하반기 Tesla 주가와 직결될 투자 포인트 4가지

향후 Tesla 주가 상승의 트리거가 될 수 있는 포인트는 크게 4가지로 정리된다.

첫 번째는 FSD 소프트웨어의 확장성이다. Tesla는 당초 2025년 1분기 내 FSD를 유럽과 중국 지역에 공식 출시하겠다고 밝힌 바 있다. 출시가 늦어지고 있는 배경은 일부 유럽 국가와 중국의 자율주행 주무 부처의 승인 지연이다. 특히 중국의 경우 자국 업체들이 자율주행 서비스를 개발할 수 있는 시간을 벌겠다는 계산이 내포된 것으로 보이나, 적어도 유럽의 경우 올해 내 출시가 완료될 것으로 판단된다. 또한 Ford 등 향후 FSD 구매 가능성을 언급한 일부 완성차 OEM들과 FSD 외부 판매와 관련한 추가 동향도 확인해볼 필요가 있다. 두 번째는 Tesla의 로보택시 서비스 출시 여부 및 향후 경쟁 향방이다. Tesla는 2025년 6월 Texas Austin에서 정식 로보택시 서비스를 시작하겠다고 이미 밝힌 바가 있다. 해당 지역은 이미 Waymo가 로보택시 서비스를 제공중인 지역이다. 이에 Tesla의 로보택시 서비스와 관련한 규제 승인 문제는 발생할 가능성이 적어 보인다. 다만 시장 후발주자로서 어떤 차별점을 보여줄지는 아직 미지수다. 세 번째는 Tesla Optimus의 양산 가능성이다. Tesla는 자사 휴머노이드 Optimus를 개발 중에 있으며, 현재 Optimus Gen 3까지 공개되었다. Tesla는 Optimus를 각 2025년 10,000대, 2026년 100,000대, 2027년 1,200,000대 생산하겠다는 목표를 가지고 있다. 실제로 다수의 중국 휴머노이드 업체가 2025년 들어 제품 양산에 돌입했고, 북미 휴머노이드 업체 Figure AI 또한 연간 12,000대 휴머노이드 양산이 가능한 생산 공장인 BoQ를 설립했다. 따라서 Tesla의 Optimus 생산 대수 로드맵은 실현 가능성은 상당히 높아 보인다. 네 번째는 신규 모델 출시를 통한 판매량 증가다. 최근 Tesla의 주가를 누르고 있는 여러 배경 중 하나가 판매량 부진이다. 다만 25.2Q부터 New Model Y 출시 효과가 매출에 반영될 예정이며, Model2 생산이 2025년 상반기 내로 예정되어 있는 만큼 유럽 등 일부 지역에 있어 부진을 상쇄할 수 있을 전망이다.

판매량 감소 및 사업 외 리스크로 인한 주가는 곧 상승 반전할 전망

현재 Tesla의 12MF 기준 P/E는 95배 수준이다. 동사 차량 판매량 감소에 대한 우려, 혹은 사업 외 불확실성에 따른 주가 하락이 지속되고 있으나, 올해 하반기 퍼더멘탈 개선 가능성은 높고, 주가 상승 모멘텀 또한 풍부하다고 판단된다.

NR

| | |
|----------------|------------|
| 블룸버그 최고 목표가 | USD 550.00 |
| 블룸버그 최저 목표가 | USD 24.86 |
| 종가(2025-03-31) | USD 259.16 |

Stock Indicator

| | |
|--------------|-------------|
| 거래소 | NASDAQ |
| 발행주식수 | 3,216.5 백만주 |
| 시가총액 | 833.6 십억USD |
| 결산월 | 12월 |
| 52주 최고가(USD) | USD 488.54 |
| 52주 최저가(USD) | USD 138.80 |

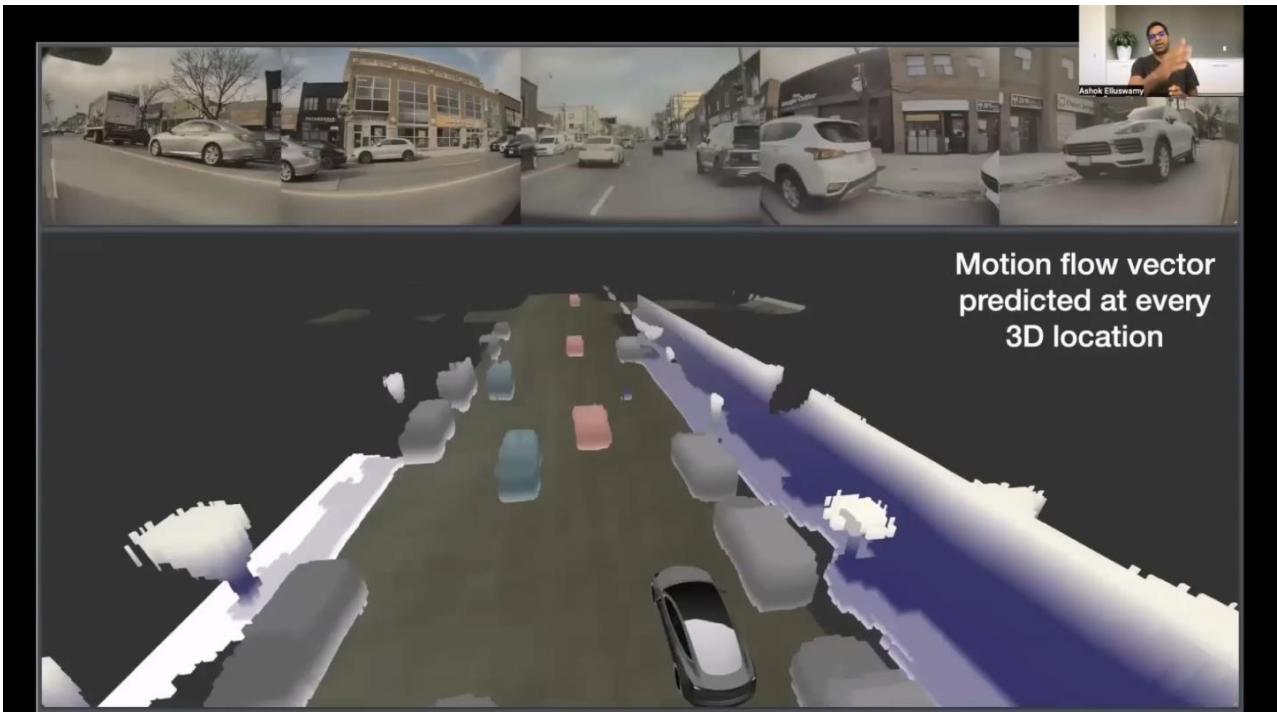
| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|-------|-------|-----|------|
| 절대수익률 | -11.5 | -35.8 | 0.4 | 47.9 |
| 상대수익률 | -6.1 | -32.7 | 2.2 | 38.2 |

Price Trend



| 결산(12월) | FY21 | FY22 | FY23 | FY24 |
|--------------|-------|------|------|-------|
| 매출액(십억USD) | 31.5 | 53.8 | 81.5 | 96.8 |
| 영업이익(십억USD) | 6.5 | 13.7 | 8.9 | 7.1 |
| 순이익(십억USD) | 5.5 | 12.6 | 15.0 | 7.1 |
| EPS(USD) | 1.9 | 4.0 | 4.7 | 2.2 |
| BPS(USD) | 9.7 | 14.1 | 19.7 | 22.7 |
| PER(x) | 217.3 | 33.7 | 95.6 | 184.0 |
| PBR(x) | 36.2 | 8.7 | 12.6 | 17.8 |
| ROE(%) | 21.0 | 33.5 | 27.9 | 10.5 |
| 배당수익률(%) | - | - | - | - |
| EV/EBITDA(x) | 107.8 | 20.6 | 52.5 | 91.6 |

그림1. 카메라로부터 2D 이미지를 받아 주변 환경을 3차원 벡터 공간으로 실시간 복원하는 Occupancy 네트워크



자료: Tesla, iM증권 리서치본부

그림2. Tesla의 로보택시 사업 계획



| 탑승률 | Mile당 요금 | 100 mile | 150 mile | 200 mile | 250 mile | 300 mile | 350 mile | 400 mile |
|-----|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 40% | | \$ 20.0 | \$ 30.0 | \$ 40.0 | \$ 50.0 | \$ 60.0 | \$ 70.0 | \$ 80.0 |
| 50% | \$ 0.50 | \$ 25.0 | \$ 37.5 | \$ 50.0 | \$ 62.5 | \$ 75.0 | \$ 87.5 | \$ 100.0 |
| 60% | | \$ 30.0 | \$ 45.0 | \$ 60.0 | \$ 75.0 | \$ 90.0 | \$ 105.0 | \$ 120.0 |
| 40% | | \$ 30.0 | \$ 45.0 | \$ 60.0 | \$ 75.0 | \$ 90.0 | \$ 105.0 | \$ 120.0 |
| 50% | \$ 0.75 | \$ 37.5 | \$ 56.3 | \$ 75.0 | \$ 93.8 | \$ 112.5 | \$ 131.3 | \$ 150.0 |
| 60% | | \$ 45.0 | \$ 67.5 | \$ 90.0 | \$ 112.5 | \$ 135.0 | \$ 157.5 | \$ 180.0 |
| 40% | | \$ 40.0 | \$ 60.0 | \$ 80.0 | \$ 100.0 | \$ 120.0 | \$ 140.0 | \$ 160.0 |
| 50% | \$ 1.00 | \$ 50.0 | \$ 75.0 | \$ 100.0 | \$ 125.0 | \$ 150.0 | \$ 175.0 | \$ 200.0 |
| 60% | | \$ 60.0 | \$ 90.0 | \$ 120.0 | \$ 150.0 | \$ 180.0 | \$ 210.0 | \$ 240.0 |

*Presentation by Tesla Autonomy day

*일당 수입($50\% \times \$1.0 \times 300 \text{ mile} = \150)
 - 일당 비용($\$0.2 \times 300 \text{ mile} = \60)
 = 일당 순수익($\$150 - \$60 = \$90$)
 (비용에는 차량 구입비, 보험료, 충전비, 유지보수비, 서비스 비용 등 포함)

*연간 순수익 = $\$90 \times 365 = \$32,850$

*수익 구조: 차량 소유자 : Tesla Network = 7 : 3
 = $\$22,995 : \$9,855$

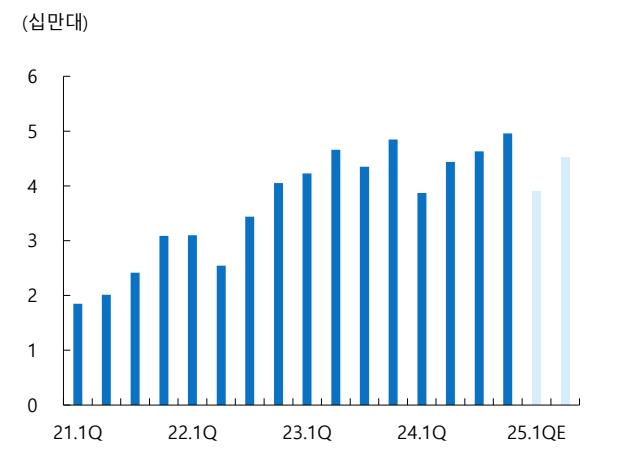
자료: Tesla, iM증권 리서치본부

표1. 주요 글로벌 휴머노이드 업체들의 제품 양산 로드맵 및 현황

| 업체명 | 주요 내용 |
|-----------------------------------|---|
| 북미 휴머노이드 업체 제품 양산 일정 및 로드맵 | |
| Tesla | Optimus를 Giga Factory 내 시범 투입하고 있는 상황이며, 올해 최소 3,000대 최대 10,000대 양산 목표 |
| Agility Robotics | 2023년 9월부터 자사 제품 Digit을 최대 1만대 생산이 가능한 자체 생산 공장 설립. Amazon 물류 센터 내 투입되고 있다고 알려지나, 최근 차세대 제품 개발이나 생산 능력 확대에 대한 소식은 들려오지 않음 |
| Figure AI | 자사 휴머노이드 양산 공장 BotQ를 구축. 연간 최대 12,000대 생산 가능한 규모. 특정 고객사에서 향후 4년간 10만대 규모의 휴머노이드 주문이 발생할 가능성 높음. 현재 Figure 03 개발 중인 상황 |
| 중국 휴머노이드 업체 제품 양산 일정 및 로드맵 | |
| Kepler Robotics | 물류용 휴머노이드 로봇 Forerunner Series를 2025년 초부터 양산 목표 |
| GAC | 2025년 GoMate 탑재 부품 양산 체제, 2026년 완제품 양산 체제 구축 목표 |
| Huawei | 2025년 휴머노이드 양산을 목표로 동관 지역에 72억 위안 규모의 단지 조성 |
| UBTECH1 | 전기차 업체 NIO에 시범 투입 중이며, 2025년 내 양산 체제 구축 목표 |
| Agibot | Yuanjing A2 등 주요 휴머노이드 제품들은 2024년 10월부터 출하 시작. 2024년 연말까지 300대 생산 추정 |
| Leju Robot | 연간 200대 생산 가능한 생산 체제를 구축하는 것으로 목표로 함 |
| Unitree Robotics | 휴머노이드 로봇 G1공개. 가격은 약 1만 6천 달러 수준으로 알려짐. 양산에 대한 구체적인 언급은 없었으나, 일반 소비자판매를 시작했다는 점에 비춰볼 때, 꽤 큰 규모의 양산 공장을 보유하고 있을 것 |
| Xiaomi | 2022년 CyberOne을 공개했으나, 양산 일정에 대해서는 언급 없음. 다만 외부 업체와의 협력을 통해 플랫폼 공급을 통한 빠른 양산에 대해서는 긍정적인 입장을 취함 |
| GALBOT | 상업용, 산업용, 가정용 휴머노이드 로봇을 2026년부터 양산 예정 |

자료: iM증권 리서치본부

그림3. Tesla 분기별 차량 판매대수



재무제표

| 재무상태표 | | | | |
|------------|--------|--------|---------|---------|
| (백만USD,%) | FY 21 | FY 22 | FY 23 | FY 24 |
| 유동자산 | 3,339 | 3,619 | 49,616 | 58,360 |
| 현금 및 현금성자산 | 524 | 727 | 16,398 | 16,139 |
| 매출채권 | 2,137 | 2,189 | 3,508 | 4,418 |
| 비유동자산 | 9,172 | 9,642 | 57,002 | 63,710 |
| 유형자산 | 1,185 | 1,282 | 33,905 | 40,996 |
| 무형자산 | 7,529 | 7,921 | 615 | 1,470 |
| 자산총계 | 12,511 | 13,261 | 106,618 | 122,070 |
| 유동부채 | 2,907 | 3,229 | 28,748 | 28,821 |
| 비유동부채 | 5,733 | 5,688 | 14,261 | 19,569 |
| 부채총계 | 8,640 | 8,917 | 43,009 | 48,390 |
| 지배주주지분 | 3,862 | 4,291 | 62,634 | 72,913 |
| 자본금 | 2,580 | 2,423 | 34,895 | 38,374 |
| 이익잉여금 | 1,328 | 1,880 | 27,882 | 35,209 |
| 자본총계 | 3,871 | 4,344 | 63,609 | 73,680 |

| 포괄손익계산서 | | | | |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| (백만USD,%) | FY 21 | FY 22 | FY 23 | FY 24 |
| 매출액 | 12,297 | 13,737 | 96,773 | 97,690 |
| 매출원가 | 10,560 | 11,723 | 79,113 | 80,240 |
| 매출총이익 | 1,737 | 2,014 | 17,660 | 17,450 |
| 판매비와관리비 | 770 | 860 | 4,800 | 5,150 |
| EBITDA | 1,438 | 1,641 | 14,711 | 13,944 |
| 영업이익 | 998 | 1,152 | 8,891 | 7,076 |
| 영업이익률 | 8.1 | 8.4 | 9.2 | 7.2 |
| 세전계속사업이익 | 781 | 967 | 9,973 | 8,990 |
| 법인세비용 | 152 | 208 | -5,001 | 1,837 |
| 당기순이익 | 628 | 753 | 14,997 | 7,091 |
| 성장률(YoY) | | | | |
| 매출액 | 10.8 | 11.7 | 18.8 | 0.9 |
| 영업이익 | 9.4 | 15.4 | -34.9 | -20.4 |
| 순이익 | -5.8 | 19.9 | 19.4 | -52.7 |

현금흐름표

| (백만USD,%) | FY 21 | FY 22 | FY 23 | FY 24 |
|--------------|--------|-------|---------|---------|
| 영업활동현금흐름 | 1,334 | 1,031 | 13,256 | 14,923 |
| 당기순이익 | 628 | 753 | 14,997 | 7,091 |
| 유무형자산감가상각비 | 282 | 325 | 4,667 | 5,368 |
| 비현금항목 | 121 | 44 | -6,112 | 1,793 |
| 투자활동현금흐름 | -2,815 | -730 | -15,584 | -18,787 |
| 유무형자산의 처분 | 12 | 0 | 0 | 0 |
| 유무형자산의 취득 | -183 | -104 | -8,898 | -11,339 |
| 기타투자활동 | 11 | -4 | -6,621 | -7,445 |
| 재무활동현금흐름 | 1,451 | -113 | 2,589 | 3,853 |
| 부채의 증감 | 1,769 | 274 | 2,116 | 2,863 |
| 자본의 증감 | -70 | -226 | 700 | 1,241 |
| 배당금지급 | -196 | -199 | 0 | 0 |
| 기타재무활동 | -52 | 38 | -227 | -251 |
| 현금및현금성자산의 증감 | -144 | 203 | 145 | -259 |
| 기초현금및현금성자산 | 668 | 524 | 16,253 | 16,398 |
| 기말현금및현금성자산 | 524 | 727 | 16,398 | 16,139 |
| 잉여현금흐름 | 1,151 | 927 | 4,358 | 3,584 |

주요투자지표

| | FY 21 | FY 22 | FY 23 | FY 24 |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|
| 주당지표 | | | | |
| EPS | 4.4 | 5.3 | 4.7 | 2.2 |
| BPS | 27.2 | 30.7 | 19.7 | 22.7 |
| CFPS | 9.4 | 7.3 | 4.2 | 4.7 |
| DPS | 1.4 | 1.4 | 0.0 | 0.0 |
| Valuation(배) | | | | |
| PER | 21.8 | 16.3 | 95.6 | 184.0 |
| PBR | 3.9 | 2.9 | 12.6 | 17.8 |
| PCR | 11.2 | 12.2 | 59.5 | 86.5 |
| EV/EBITDA | 13.8 | 10.7 | 52.5 | 91.6 |
| Key Financial Ratio | | | | |
| ROE | 17.3 | 18.5 | 27.9 | 10.5 |
| EBITDA이익률 | 11.7 | 11.9 | 15.2 | 14.3 |
| 부채비율 | 223.2 | 205.3 | 67.6 | 65.7 |
| 순부채비율 | 126.9 | 116.9 | -30.7 | -31.1 |
| 매출채권회전율(x) | 16.3 | 16.5 | 5.4 | 5.8 |
| 재고자산회전율(x) | 60.7 | 42.6 | 6.0 | 6.3 |

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 - 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
 - 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
 - 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
 - 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당시의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2025-03-31 기준]

| 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|-------|--------|------|
| 92.5% | 6.8% | 0.7% |

Xpeng (9868-HK)

2025.04.02

Tesla의 길을 묵묵히 따라가는 중

[AI/로보틱스] 이상수
2122-9197 sang.su@imfnsec.com

2014년에 설립된 대표적인 중국 자율주행 개발 업체 Xpeng

Xpeng은 2014년에 설립된 대표적인 중국 자율주행 개발 업체다. Tesla의 Autopilot 및 FSD 개발을 주도한 신저우 우 박사 (2023년 8월 퇴사 후 NVIDIA Automotive 합류)는 2019년 3월 Xpeng 자율주행 부문 부사장으로 합류 후 자율주행 기술 내재화를 총괄했다. 그 이후 Xpeng은 도심 NOA를 지원하는 XNGP 개발에 성공했으며, Occupancy Network에 기반한 3차원 공간 인식 기술을 보유함과 동시에 장기적으로 E2E 자율주행으로의 전환을 목표하고 있다.

Xpeng은 Tesla의 발자취를 따라가고 있는 중

Xpeng이 Tesla의 발자취를 따라가고 있다는 반증은 3가지로 정리할 수 있다.

첫 번째로 자율주행 알고리즘뿐 아니라 차량용 반도체 또한 자체 설계를 시도하고 있다는 점이다. 현재 X9, G9, G6 등 Xpeng의 고급 모델에는 차량 내 연산을 지원하는 NVIDIA의 Orin-X 칩셋을 탑재하고 있다. 다만 Xpeng은 중장기적으로 이를 지난 2024년 8월 발표한 자체 개발 칩셋 Turing으로 대체할 계획이다. 이는 과거 Tesla가 NVIDIA 의존도를 벗어나기 위해 FSD 칩을 개발한 것과 유사한 흐름이다. 두 번째는 경쟁 업체 대비 주행 데이터를 빠르게 수집할 수 있는 경쟁력을 가지고 있다는 점이다. Xpeng은 2024년 기준 이미 100개 이상의 도시를 대상으로 XNGP (Xpeng Navigation Guided Pilot) 상용화에 성공했다. 이는 단순 고속도로를 넘어 도심, 주차장 등 전 도심 내 서비스를 지원한다. 이는 HD Map 없이 실시간 맵리스 자율주행에 기반한다는 의의도 있지만, 무엇보다 다양한 지역의 실제 주행 데이터를 빠르게 수집할 수 있다는 장점이 크다. 세 번째는 자율주행차량과 휴머노이드와의 시너지 효과를 강조하고 있다는 점이다. 지난 2024년 11월 Xpeng은 휴머노이드 Iron을 공개했고, 자사 차량 조립 라인에 투입된 모습 또한 시연했다 (2026년 내 양산 목표). Xpeng은 L3~ 이상의 자율주행에 사용되는 인공지능 기술을 휴머노이드에 적용할 수 있다고 밝혔으며, 이를 통해 Xpeng은 중장기적으로 Physical AI 업체로 변모할 가능성이 크다. Tesla는 일찍이 FSD를 자사 휴머노이드 Optimus에 적용했고, 이를 통해 개발 소요 시간을 크게 줄였다는 점과 상당히 닮아 있다.

25.4Q 흑자 전환 가능성 ↑ 수익성 개선 기대감은 주가로 연결될 것

Xpeng은 25.4Q 흑자 전환에 대한 자신감을 내비치고 있는데, 그 근거로 세 가지를 들고 있다. 첫 번째로 신차 출시 효과를 통한 판매량 증가가 가능하다는 점이다(2025년 내 신규 차량 6종 출시 예정). 두 번째는 LiDAR를 탑재하지 않은 소위 Only-Vision 차량 믹스 증가가 예상된다는 점이다. 세 번째로 Turing을 2025년 하반기부터 일부 차량에 탑재할 계획이고, 이를 통한 원가 절감이 가능하다는 것이다. 공격적인 가이던스임을 고려해도, 2025년은 적자 폭이 감소하는 해가 될 가능성이 높고, 수익성 개선 기대감은 주가로 연결될 전망이다.

NR

| | |
|----------------|------------|
| 블룸버그 최고 목표가 | HKD 150.00 |
| 블룸버그 최저 목표가 | HKD 64.00 |
| 종가(2025-04-01) | HKD 83.20 |

Stock Indicator

| | |
|--------------|-------------|
| 거래소 | Hong Kong |
| 발행주식수 | 1,554.2 백만주 |
| 시가총액 | 158.3 십억HKD |
| 결산월 | 12월 |
| 52주 최고가(HKD) | HKD 106.00 |
| 52주 최저가(HKD) | HKD 25.50 |

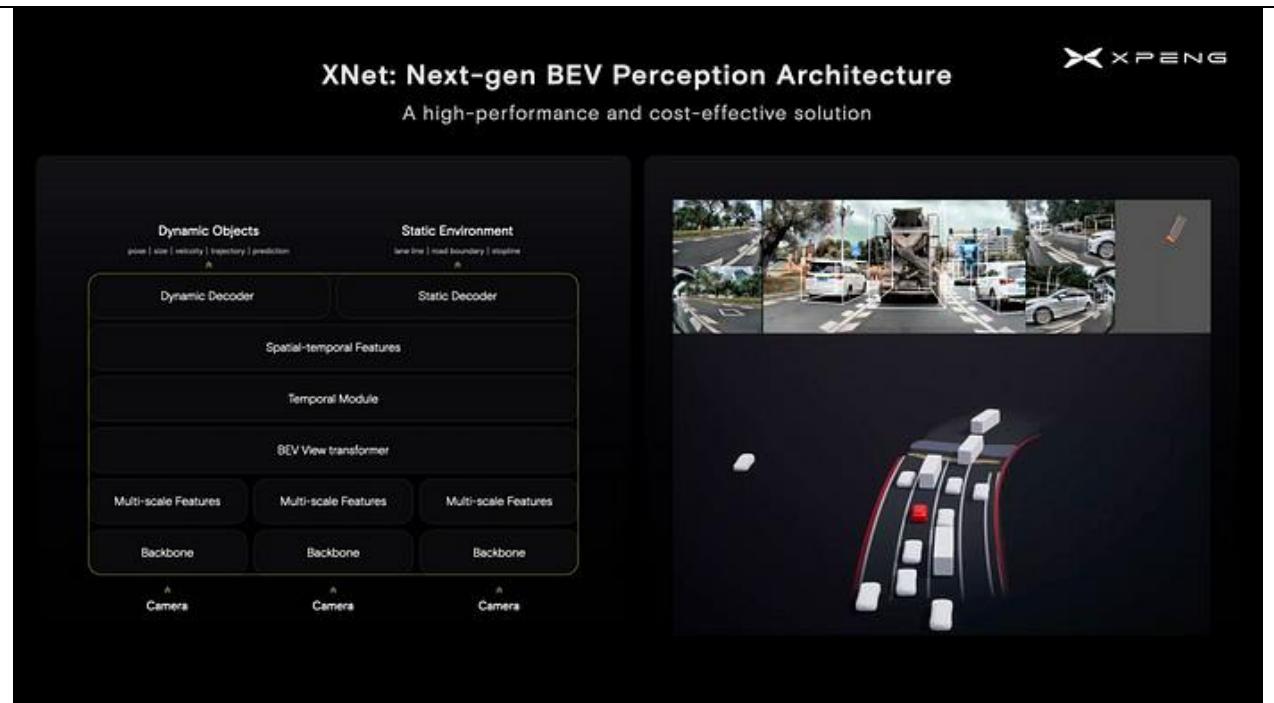
| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|-----|------|------|-------|
| 절대수익률 | 4.3 | 78.3 | 57.1 | 159.2 |
| 상대수익률 | 3.1 | 50.8 | 52.0 | 89.1 |

Price Trend



| 결산(12월) | FY 21 | FY 22 | FY 23 | FY 24 |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액(십억CNY) | 5.8 | 21.0 | 26.9 | 30.7 |
| 영업이익(십억CNY) | -6.6 | -8.7 | -10.9 | -6.7 |
| 순이익(십억CNY) | -4.9 | -9.1 | -10.4 | -5.8 |
| EPS(CNY) | -3.0 | -5.3 | -6.0 | -3.1 |
| BPS(CNY) | 24.6 | 21.4 | 19.3 | 16.5 |
| PER(x) | - | - | - | - |
| PBR(x) | 6.2 | 1.6 | 2.7 | 2.7 |
| ROE(%) | -12.7 | -23.1 | -28.3 | -17.1 |
| 배당수익률(%) | - | - | - | - |
| EV/EBITDA(x) | - | - | - | - |

그림1. XNet은 Occupancy 기반의 3D 환경 인지 신경망으로, 카메라+라이다+레이더 데이터를 통합해 실시간 공간 복원



자료: Xpeng, iM증권 리서치본부

그림2. xBrain은 xNet과 xPlanner의 결합으로 VLM 기반 모델



자료: Xpeng, iM증권 리서치본부

그림3. 공정 내 물품 분류 업무를 수행하는 자사 휴머노이드 Iron을 시연한 Xpeng



자료: Xpeng, iM증권 리서치본부

재무제표

재무상태표

| (백만CNY, %) | FY 21 | FY 22 | FY 23 | FY 24 |
|------------|--------|--------|---------|---------|
| 유동자산 | 3,339 | 3,619 | 54,522 | 49,736 |
| 현금 및 현금성자산 | 524 | 727 | 21,127 | 18,586 |
| 매출채권 | 2,137 | 2,189 | 4,598 | 5,008 |
| 비유동자산 | 9,172 | 9,642 | 29,641 | 32,970 |
| 유형자산 | 1,185 | 1,282 | 15,200 | 15,528 |
| 무형자산 | 7,529 | 7,921 | 4,949 | 4,610 |
| 자산총계 | 12,511 | 13,261 | 84,163 | 82,706 |
| 유동부채 | 2,907 | 3,229 | 36,112 | 39,865 |
| 비유동부채 | 5,733 | 5,688 | 11,722 | 11,566 |
| 부채총계 | 8,640 | 8,917 | 47,834 | 51,431 |
| 지배주주지분 | 3,862 | 4,291 | 36,329 | 31,275 |
| 자본금 | 2,580 | 2,423 | 70,198 | 70,672 |
| 이익잉여금 | 1,328 | 1,880 | -35,700 | -41,491 |
| 자본총계 | 3,871 | 4,344 | 36,329 | 31,275 |

포괄손익계산서

| (백만CNY, %) | FY 21 | FY 22 | FY 23 | FY 24 |
|------------|--------|--------|---------|--------|
| 매출액 | 12,297 | 13,737 | 30,676 | 40,866 |
| 매출원가 | 10,560 | 11,723 | 30,225 | 35,021 |
| 매출총이익 | 1,737 | 2,014 | 451 | 5,846 |
| 판매비와관리비 | 770 | 860 | 6,559 | 6,871 |
| EBITDA | 1,438 | 1,641 | -8,782 | - |
| 영업이익 | 998 | 1,152 | -10,889 | -6,658 |
| 영업이익률 | 8.1 | 8.4 | -35.5 | -16.3 |
| 세전계속사업이익 | 781 | 967 | -10,394 | -5,831 |
| 법인세비용 | 152 | 208 | 37 | -70 |
| 당기순이익 | 628 | 753 | -10,376 | -5,790 |
| 성장률(YoY) | | | | |
| 매출액 | 10.8 | 11.7 | 14.2 | 33.2 |
| 영업이익 | 9.4 | 15.4 | 적지 | 적지 |
| 순이익 | -5.8 | 19.9 | 적지 | 적지 |

현금흐름표

| (백만CNY, %) | FY 21 | FY 22 | FY 23 | FY 24 |
|--------------|--------|-------|---------|--------|
| 영업활동현금흐름 | 1,334 | 1,031 | 956 | - |
| 당기순이익 | 628 | 753 | -10,376 | -5,790 |
| 유무형자산감가상각비 | 282 | 325 | 2,107 | - |
| 비현금항목 | 121 | 44 | 2,068 | 474 |
| 투자활동현금흐름 | -2,815 | -730 | 631 | - |
| 유무형자산의 처분 | 12 | 0 | 8 | - |
| 유무형자산의 취득 | -183 | -104 | -2,312 | - |
| 기타투자활동 | 11 | -4 | 3,633 | - |
| 재무활동현금흐름 | 1,451 | -113 | 8,015 | - |
| 부채의 증감 | 1,769 | 274 | 3,110 | - |
| 자본의 증감 | -70 | -226 | 5,020 | - |
| 배당금지급 | -196 | -199 | 0 | - |
| 기타재무활동 | -52 | 38 | -114 | - |
| 현금및현금성자산의 증감 | -144 | 203 | 6,519 | -2,541 |
| 기초현금및현금성자산 | 668 | 524 | 14,608 | 21,127 |
| 기말현금및현금성자산 | 524 | 727 | 21,127 | 18,586 |
| 잉여현금흐름 | 1,151 | 927 | -1,231 | - |

주요투자지표

| | FY 21 | FY 22 | FY 23 | FY 24 |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|
| 주당지표 | | | | |
| EPS | 4.4 | 5.3 | -6.0 | -3.1 |
| BPS | 27.2 | 30.7 | 19.3 | 16.5 |
| CFPS | 9.4 | 7.3 | 0.5 | - |
| DPS | 1.4 | 1.4 | 0.0 | 0.0 |
| Valuation(배) | | | | |
| PER | 21.8 | 16.3 | - | - |
| PBR | 3.9 | 2.9 | 2.7 | 2.7 |
| PCR | 11.2 | 12.2 | 93.9 | - |
| EV/EBITDA | 13.8 | 10.7 | - | - |
| Key Financial Ratio | | | | |
| ROE | 17.3 | 18.5 | -28.3 | -17.1 |
| EBITDA이익률 | 11.7 | 11.9 | -28.6 | - |
| 부채비율 | 223.2 | 205.3 | 131.7 | 164.4 |
| 순부채비율 | 126.9 | 116.9 | -49.8 | -56.4 |
| 매출채권회전율(x) | 16.3 | 16.5 | - | - |
| 재고자산회전율(x) | 60.7 | 42.6 | 6.0 | 6.3 |

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다. ☐
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당시의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2025-03-31 기준]

| 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|-------|--------|------|
| 92.5% | 6.8% | 0.7% |