



| 자동차 |

현대차(005380)

변동성의 장에서는 튼튼한 기업을!

Preview :

Point 1. '선택과 집중'으로의 믹스 개선

이제 쏘나타의 시대는 갔다. 동사는 중형세단 수요 감소에 발맞추어 고가 차량인 SUV/Luxury 차종으로 판매 비중을 늘리고 있다. 과거에 비해 SUV와 제네시스의 판매비중이 두배 이상 증가하며 개선된 믹스를 증명한다. 특히 글로벌 제네시스 판매량은 주목할 만하다. Mix개선에 따른 효과는 매출액과 영업이익에서 드러났다. 당분간 Q의 문제는 지속해서 유지될 것이지만 글로벌 ASP 증가와 믹스개선, 고환율 추세에 따른 매출 상승기조는 계속될 것이다

Point 2. 매력적인 전기차 성장

성장하는 친환경 자동차 시장 속에서 동사는 높은 기술력과 대규모 투자로 경쟁력을 확보하고 있다. 동사는 전기차 전용 플랫폼인 'E-GMP 플랫폼'과 초고속 배터리 기술을 보유하고 63조원 규모의 중장기 투자 전략을 발표한 바 있다. 2030년 전세계 전기차 시장에서 12%의 점유율을 목표로 하고 있다. 수소차 부문에서 동사는 자동차 판매 외에 솔루션 제공, 비즈니스 기회 확대 등을 통해 신사업 확장에 주력하고 있다.

Point 3. 고질적인 리스크의 개선 전망

먼저 올해 예상되었던 반도체 수급 해결 시기는 앞당겨 질 전망이다. 이달 초 전망 대비 4월 말, 차질을 예상했던 부분 중 상당수가 만회되었고 생산 하반기에는 물량 계획치를 충분히 따라갈 수 있을 것이다. 원자재의 경우 가격변동성이 확대되더라도 기존 보유물량과 맞물려 가격 변동성이 매우 완화된 반영되므로 그 영향은 다소 미미할 것으로 보인다. 또한 내부적으로도 필수 원자재를 중심으로 모니터링을 지속하는 등 대응방안을 추진 중에 있다.

가장 고질적인 문제였던 노조는 문제가 해결되기엔 다소 어려움이 있으나 해당 리스크는 이미 기업의 주가에도 충분히 반영되어 있다. 더욱이 현 정부에서 노사갈등과 관련하여 불법 행위에 대해 엄정한 대응 입장을 취하고 있다는 점은 동사에 유리하게 작용할 전망이다.

Valuation

동사의 목표주가는 272,380원을 제시하며, 상승여력 46.84%로 투자 의견 BUY를 제시한다. 동사의 제품믹스 개선 등으로 인한 매출원가율의 감소와 매출의 증가를 잘 반영할 수 있을 것으로 판단하였다. 따라서 Bottom-up 방식을 통한 DCF Model을 동사의 밸류에이션 기법으로 사용했다.

투자 의견

BUY

목표주가

272,380

현 제주가(05.29)

185,500

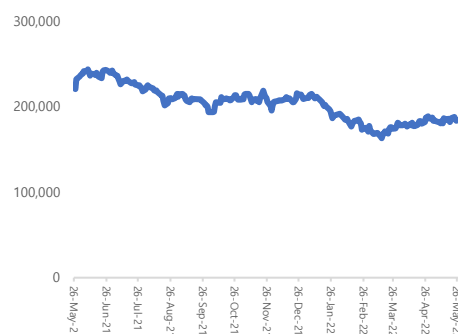
상승여력

46.84%

Stock Data

KOSPI(4/01)	2,612.45
KOSDAQ	871.43
시가총액	392,081억원
발행주식수(주)	213,668,187
52주 최고/최저가(원)	249,000/162,000
외국인지분율(%)	26.78%
주요주주(%)	현대모비스 외 7인 29.38%
	국민연금공단 7.78%
	자사주 6.97%
주가상승률(%)	1개월 0.82%
	6개월 -12.62%
	12개월 -19.34%

Stock Price



Research Team 2

팀장	33기 정수환	bubu6308@naver.com
	33기 정예림	aiq0524@cau.ac.kr
	34기 김윤호	yunho9821@naver.com
	34기 박은지	gi4571900@naver.com
	34기 이동근	dlehdms0206@naver.com
	34기 한지수	tkrhk0978@naver.com

INVESTMENT POINT

I. ‘선택과 집중’으로의 믹스 개선

1) 사라져가는 한국대표 중형 세단, 쏘나타

쏘나타 살 바에는
아반떼 or 그랜저
아니면 제네시스

차량을 구매해야 할 대다수 한국인의 고려대상 1순위는 단연 현대의 ‘쏘나타’였다. 쏘나타는 대한민국의 승용차 브랜드 중 가장 오래된 모델이기도 하고, 현대차의 전 모델 가운데 통산 판매량 3번째를 기록하고 있다. 하지만 동사는 최근 쏘나타에 대해 **차세대 모델 개발 계획이 없다**고 밝혔다. 이는 구체적으로 단종을 의미하지는 않지만 여러 상황이 그 가능성을 제거하고 있다.

쏘나타는 출시 이후 지속해서 판매량 상승세를 이어왔다. 1~2세대 쏘나타의 국내 판매량 46만대, 해외 판매량 22만대를 시작으로 2009년 YF쏘나타가 파격적인 판매량(국내 51만대, 해외 162만대)을 기록하며 쏘나타의 흥행이 이어졌다. 하지만 가장 최근 출시된 8세대의 경우 기존 모델에 비해 누적 판매량이 1/3로 줄었고, 경쟁 모델인 기아의 K5에 국내 중형차 선두 자리를 내주었다. 심지어 준중형급인 아반떼와 준대형급인 그랜저에 밀려 완성차 시장에서 지위를 잃어가고 있다.

전기차 시대로의 선제적 대응, 아산 공장 쏘나타 생산라인의 감축, 세단의 고급화 전략 등 동사의 행보는 쏘나타의 미래를 내비친다.

현대차: 쏘나타 8세대



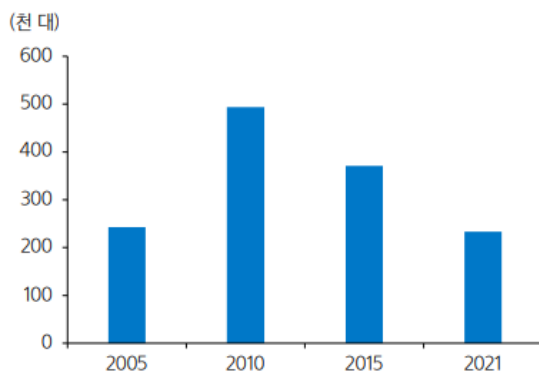
출처: 현대차

현대차: 제네시스 GV80



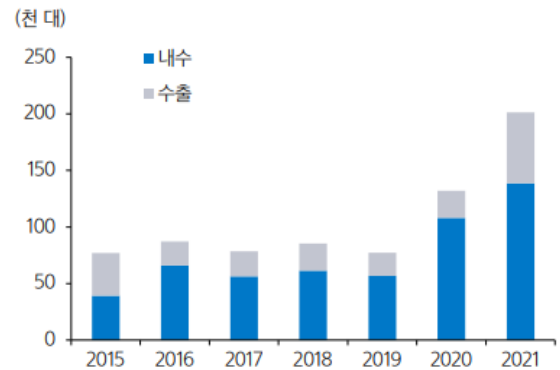
출처: 현대차

연간 쏘나타 판매 대수



출처: 현대차, 삼성증권

연간 제네시스 판매 대수



출처: 현대차, 삼성증권

싼 차보다는

비싼 차를 많이 파는 전략

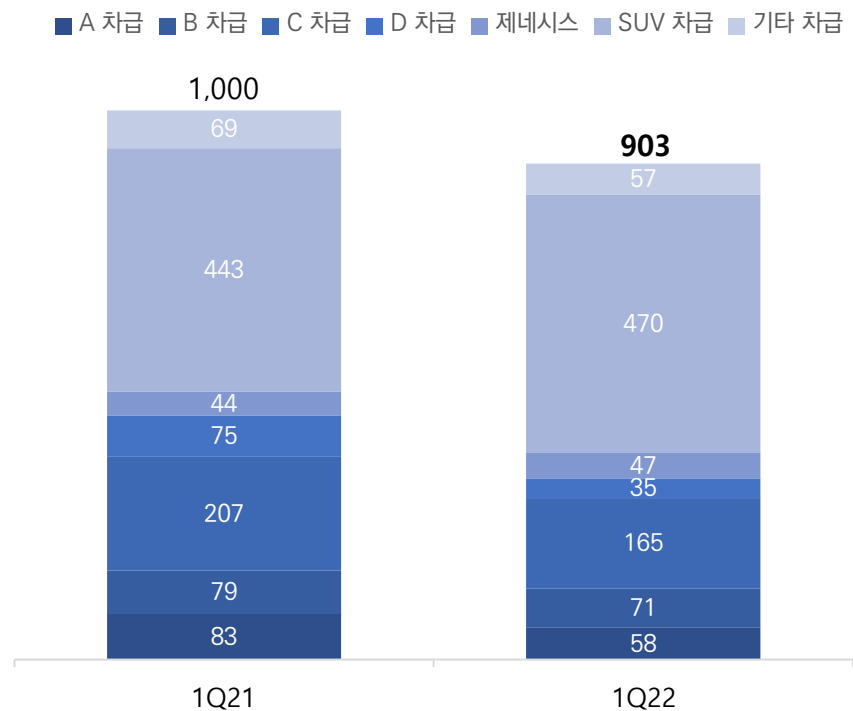
2) SUV/Luxury 차종 판매 비중 증가

동사는 중형세단 수요 감소와 전기차 전환의 시대에 빠르게 대응해왔다. 기존 일본 업체와 한국 업체, VW가 경쟁하는 구도였던 중형세단 시장을 벗어나 2015년 이후 SUV 붐에 빠르게 합세했다. 최근에는 GV 70, 투싼 HEV 등의 국내외 신차 론칭 효과로 SUV와 제네시스 중심의 믹스 개선을 이어갔다.

쏘나타의 연간 판매는 2010년 49만 대 → 2015년 37만 대 → 2021년 23만 대로 감소했다. 하지만 제네시스는 2015년 7.7만 대 → 2021년 20만 대 → 2030년 40만 대(경영진 목표치)로 밝히며 제품 믹스의 변화를 확인했다. SUV 및 프리미엄 차급으로 확장하면, 판매 비중이 25.2%(2015) → 59.1%(2021)로 2배 이상 증가했다. 이번 분기 SUV와 제네시스 판매비중 역시 각각 52.0%(+7.7%p yoy), 5.2%(+0.8%p yoy)로 개선된 믹스를 보였다. 특히 1Q22 글로벌 제네시스 판매량이 전년 대비 +8.8%를 기록하며 해외에서 제네시스의 진가를 입증했다.

이번 상반기 펠리세이드 상품성 개선모델, 하반기 IONIQ 6, 그랜저/그랜저 HEV 등의 신차 출시로 **믹스 개선은 계속될 것으로 전망한다.**

현대차 차종별 판매 추이 (단위: 천대)



출처 : RFS Team 2, 현대차

3) Mix 개선의 효과는?

작년 대비 '22. 1Q는 확실히 개선된 실적을 보였다. 동사는 1분기 매출액 30.3조원(+10.6% yoy), 영업이익 1.9조원(+16.4% yoy), 지배이익 1.6조원(+19.4% yoy)를 기록했다. 이는 특별 성과급 지급에 따른 일회성 인건비와 러시아 공장 가동 중단에 따른 손실을 감안하면 기대치를 대폭 상회한 어닝 서프라이즈였다.

특히 자동차 부문에서 매출액은 +11%, 영업이익은 +13%를 기록하며 믹스 개선에 따른 수익성 개선을 확인할 수 있었다.

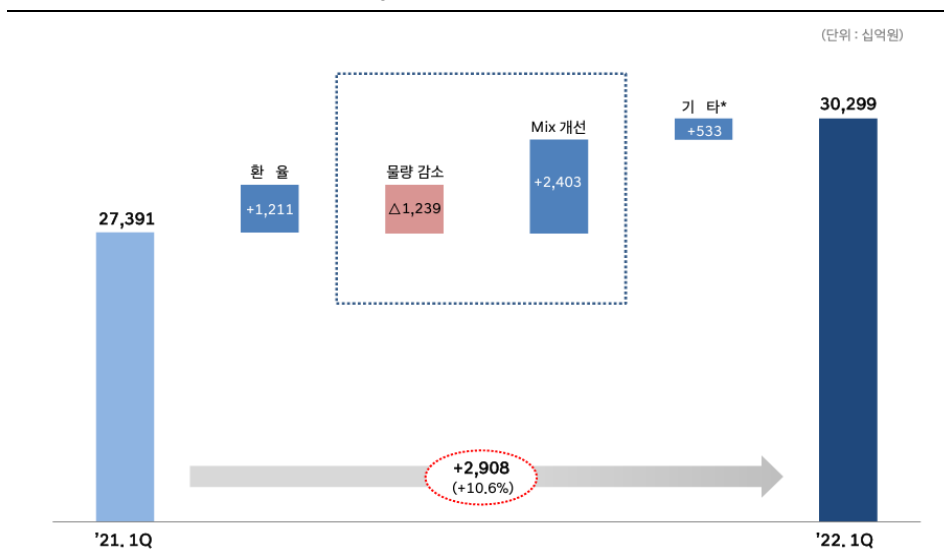
+ : 환율, Mix 개선

- : 물량 감소

가장 최근인 '21. 4Q 까지만 해도 공급 차질에 따른 물량 감소가 매출액에 지대한 영향을 미쳤다. 하지만 고환율 기조와 Mix개선에 따른 영향으로 매출액 증가에는 문제가 없었다. 특히 이번 분기의 실적은 주목할 수 있었다. 문제였던 물량 감소에 따른 매출액 감액이 줄어들면서 Mix개선에 따른 매출액 증대가 제대로 반영되기 시작했다. 이는 영업이익에서 특히 두드러졌다. 이번 1분기에 공급차질이 점차 개선되며 지난 4분기에 대비해 물량 감소에 따른 영업이익 감소가 48% 가까이 줄었다.

글로벌 ASP의 경우 2015년 17.3천 달러 → 2021년 23.3천 달러로 증가하며 Mix개선에 따른 지속적인 증가가 예상된다. 반면 Q는 계속해서 개선이 예상되므로 매출 상승기조는 지속될 것으로 전망된다.

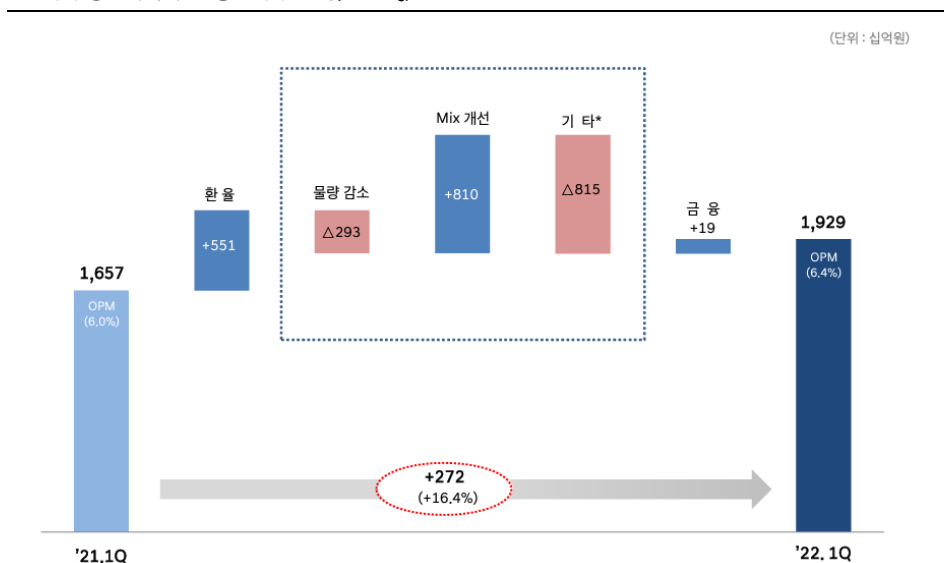
현대차 매출액 주요 증감사유 분석('22. 1Q)



출처 : RFS Team 2, 현대차

*금융, 기타 부문

현대차 영업이익 주요 증감사유 분석('22. 1Q)



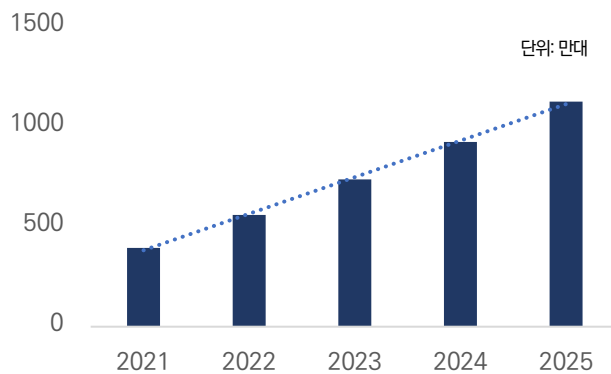
출처 : RFS Team 2, 현대차

*마케팅비 및 투자비 등 판매관리비 증가

II. 매력적인 전기차 성장

친환경 산업에 대한 관심이 높아지면서 전기차 산업도 함께 성장하고 있다. 21년 글로벌 전기차 판매량은 472만대를 기록하며 전체 완성차 판매량의 5.8%를 차지했다. 전기차 신차 판매량은 전년 대비 2배 이상 증가한 수치이다. 올해 전 세계 전기차 판매량이 처음으로 1천만대를 넘어 1,050만대에 이를 것으로 예상된다. 이러한 경쟁 속에서 동사의 전기차 기술력이 해외 시장에서 인정받으며 앞으로의 성장 가능성이 기대된다. 동사는 이러한 자동차 산업구조 변화에 대응하기 위해 중장기 혁신 계획 '2025 전략'을 발표했다. 해당 계획은 전기차와 수소차 시장에서의 기술 발전을 위해 63조원 규모의 투자를 진행하는 내용이다.

글로벌 전기차 시장 전망



출처: EV-volumes, RFS TEAM2

브랜드별 전기자동차 판매량 순위 (단위: 대수)

순위	회사	21'판매량	증가율(20~21)
1	테슬라	921,642	86%
2	폭스바겐	611,023	160%
3	BYD	436,669	98%
4	GM	335,257	173%
5	현대차	240,500	65%

출처: SNE 리서치, RFS TEAM2

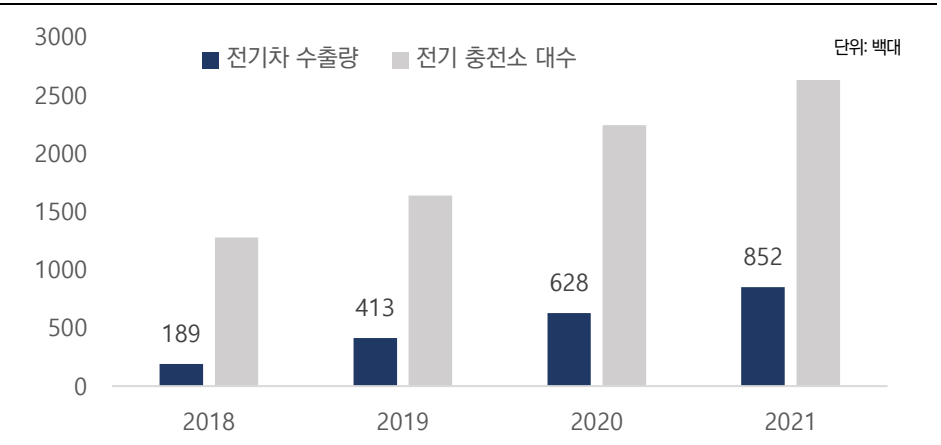
1) 원조가 인정한 전기차 성능

테슬라를 비롯한 유수의 기업들이 전기차 시장에서 경쟁하고 있지만 동사의 기술 혁신이 많은 주목을 받고 있다. 동사에서 주력하고 있는 아이오닉 5는 '2022 유럽 올해의 자동차(Europe Car of the Year)'에서 올해의 차로 선정되었다. 동사만의 전기차 전용 플랫폼을 구현한 'E-GMP 플랫폼 기술'과 외관의 이음새를 최소화한 '심리스 디자인'이 호평을 받은 것이다.

유럽과 미국에서 전기차 기술을 인정받은 의미미한 성과이다. 전기차 시장의 성장은 규모가 큰 미국, 중국 및 유럽 시장이 주도하는 상황이다. 이 중 유럽은 탄소중립을 위한 환경정책에 대한 관심으로 중국 다음으로 친환경자동차를 많이 보유하고 있다. 2019년 기준 전 세계에서 운행되고 있는 배터리 전기차(BEV) 479만 대 중 97만 대(약 20.3%)가 유럽에서 운행되며 플러그인 하이브리드(PHEV) 238만 대 중 78만 대(약 32.8%)가 유럽에서 운행되고 있다.

유럽은 늘어나는 전기차 운행 수요를 감당하기 위한 대규모 인프라를 확보하고 있다. 전기차에 대한 명확한 수요가 보장된 시장에서의 해당 성과는 유럽 시장에서의 매출 확대에 이어질 가능성이 높다. 유럽의 주요 국가들은 전기차 충전소 숫자를 꾸준히 늘려왔고 그 결과 2010년 충전소 1기당 15대에서 2020년 약 9대가 충전 가능한 인프라를 갖췄다. 동사 역시 유럽으로의 전기차 수출량이 꾸준히 증가했고 21년 기준 약 85,152대의 전기차를 수출한 바 있다. 또한, 1Q22 유럽 전기차 수출량이 전년도 전체 유럽 전기차 수출량의 44%를 달성하며 앞으로 실적의 증가세가 기대된다.

EU 회원국 내 전기차 충전소 대비 현대자동차 유럽 전기차 수출량 비교



출처 : 현대자동차, 대외경제정책연구원, RFS Team 2

2) 뛰어난 기술과 앞으로 예정된 투자 확대

동사의 전기차 기술의 핵심인 E-GMP 플랫폼이 탑재된 차량은 1회 충전 시 더 먼 거리를 주행하고, 더 큰 동력을 수용할 수 있다는 경쟁력이 있다. 휠베이스(앞뒤 차축 사이의 길이)를 늘리고 기존의 엔진보다 공간을 적게 차지하는 PE 시스템 (전기차의 구동 시스템)을 도입하여 사용가능한 실내 공간을 크게 늘렸다. 이전 전기차 모델과 구조적 변화를 꺾으며 중량을 최적화하고, 전륜과 후륜에 고성능 모터를 장착한 구조이다.

800V 고전압 충전 시스템 적용은 차량의 충전 시간을 대폭 줄였고 급속 충전 시 18분 이내에 배터리 용량의 80%까지 충전 가능하다. 아직 400V 기준의 충전이 보편적이지만 E-GMP 차량은 400V로도 800V 수준의 급속 충전이 가능한 특성을 보유하고 있다. 운전자들의 편의를 위한 초고속 충전 기술 탑재에 동사 외에도 포르세, GM, 폴스타 등 타 기업들 역시 주목하고 있는 상황이다. 동사는 아이오닉5와 EV6 모델에 해당 기술을 탑재함으로써 경쟁 기업 대비 높은 기술력을 보였다.

E-GMP 차량의 내부 구조



출처 : 현대자동차, RFS TEAM 2

배터리 충전속도 기술 보유 현황

기술	기업	현황
초고속 충전기술	포르세	타이칸에 탑재
	현대차, 기아	아이오닉5, EV6에 탑재
	GM	올해 탑재 예정
	폴스타	2024년 탑재 예정

출처 : 조선경제, RFS TEAM 2

동사의 기술 발전은 여기에서 그치지 않는다. 동사는 전기차 부품의 내재화 및 전동화 발전을 위한 중장기 계획을 실행 중이다. 바이든 미 대통령의 방한 시기에 맞춰 대미 투자 발표 소식을 전하면서 전기차 공급이 원활하게 이뤄질 것으로 예상된다. 해당 미국 조지아주 70억 달러 (9조원 규모) 전기차 공장 건설계획은 조지아주로부터 인센티브를 제공받을 예정이다. 또한, 인근에 위치한 기아차 공장의 부품 협력과 미국 전기

차 판매과정의 효율화를 기대할 수 있다. 당사는 '2025 중장기 전략'에서 전기차 수요 집중 지역 내 생산 확대, 차세대 배터리 기술 개발을 포함한 배터리 종합 전략 추진, EV 상품성 강화 등의 추진 계획을 공개했다. 2030년까지 17종의 전기차 라인업을 확보함과 동시에 올해 전동화·친환경 사업에 16조2,000억원을 투자하고 전기차 전용공장을 신설할 예정이다. 자율주행·AI 사업 부문에는 8조9,000억, 내연기관 상품성 향상에도 38조를 투자할 계획으로 기존 2025 전략에 비해 미래사업 부문 투자가 증가했다. 투자를 통해 2030년 전세계 전기차 시장 점유율 12%를 목표로 하고 있다.

현대자동차 2025년까지 투자 전략 (단위: 조원)

	기존	변경 후
기존 사업	41.1	38
미래사업	20	25
(전동화, 수소)	10.4	16.2
총 투자액	61.1	63

출처: 현대자동차, 이투데이, RFS TEAM 2

미국 내 현대자동차 공장 현황



출처: 현대자동차, 중앙일보, RFS TEAM 2

+) 권역별 트렌드

당사는 SUV 및 제네시스 중심의 믹스개선, 전기차(이하 EV) 전환 등을 통해 매출 증대를 꾀하고 있다. 매출 전략의 기본 골자는 동일하나 권역별 상이한 특징을 짚고자 한다.

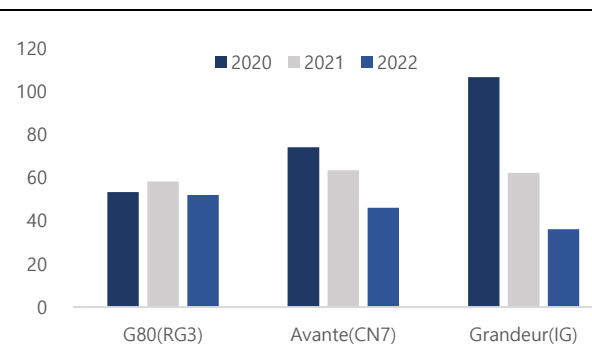
국내: 안정적인 PC, 급변하는 RV

형태에 따른 분류: PC와 RV

PC(Passenger Car): 흔히 말하는 승용차. 초소형차, 세단, 쿠페, 컨버터블, 해치백, 리무진이 이에 해당함

RV(Recreational Vehicle): 레저용 차량. 통상 SUV를 일컬으며 이외에도 MPV(다목적차량), 왜건, CUV로 구분함. 당사의 투싼, 싼타페, 팰리세이드, 스타벅스가 대표적임.

국내 PC 상위실적 모델 판매추이(단위: 천)



*주: 22년은 4월까지의 누적치를 바탕으로 연 환산

출처: RFS Team 2

국내 RV 실적 및 순위 변동

	22년 4월	2021년	2020년
1위	팰리세이드(LX2)	팰리세이드(LX2)	팰리세이드(LX2)
판매대수	17,164	52,338	64,791
2위	캐스퍼(AX)	제네시스70 (JK)	싼타페(TM)
판매대수	14,397	40,994	57,578
3위	아이오닉5(NE)	투싼(NX4)	투싼(TL)
판매대수	10,542	32,804	22,179

*주: 22년 4월은 22년 1월부터의 누적치임

출처: RFS Team 2

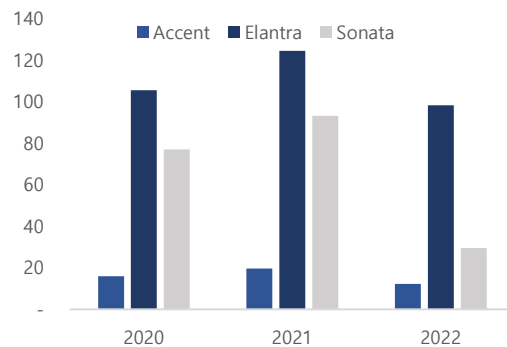
20년부터 3개년간 국내 승용차(이하 PC) 판매 실적은 **아반떼(CN7)**, **그랜저(IG)**가 1,2위를 다투고 있다. 특징적인 것은 **제네시스**가 고급화 전략을 내세우고 있음에도 판매실적 3위를 꾸준히 기록하고 있다는 것이다. 동사는 쏘나타 개발 중지와 더불어 그랜저 신모델 출시를 예고 하였는데, PC부문의 안정된 선호를 바탕으로 해당 모델에 대한 **집중 투자**가 이루어질 것으로 보인다.

국내 PC는 선호모델(그랜저)에 집중, RV는 신모델 출시

국내 레저용 차량(이하 RV)에서는 **팰리세이드**가 '19년부터 꾸준히 1위를 차지했으며, 후순위는 지속적으로 변동이 있었다. 이는 RV차량 수요의 급증에 따라 **신모델을 지속적으로 출시**해왔기 때문이다. 21년 4월 출시된 **아이오닉5**는 동년도 22,671대, 21년 9월 출시된 **캐스퍼**는 약 1분기만에 10,806대 실적을 기록했다. 이 추세는 판매실적에도 반영되어 두 모델은 22년 4월 기준 판매 실적 2, 3위에 나란히 오른다. 주목해야 할 점은 아이오닉5가 전기차라는 것인데, 국내 전기차 시장의 급격한 성장의 예고로 해석될 수 있다.

북미: 고객에게 최고의 가치를!

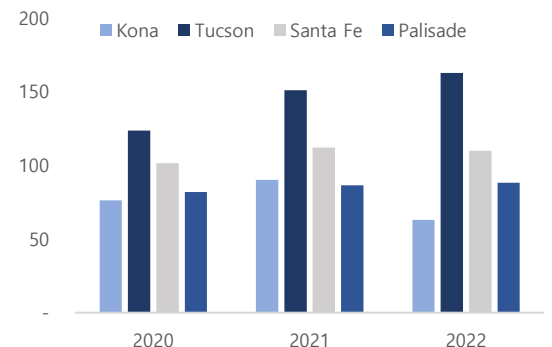
미국 PC 상위실적 모델 판매 추이(단위: 천)



*주: 22년은 4월까지의 누적치를 바탕으로 연 환산

출처: RFS Team 2

미국 RV 상위실적 모델 판매 추이(단위: 천)



*주: 22년은 4월까지의 누적치를 바탕으로 연 환산

출처: RFS Team 2

동사의 모델 중 미국 PC 부문에서 **엘란트라**, **쏘나타**가 가장 높은 판매량을 기록했다. RV 부문에서는 순위의 변동은 있으나 **투싼**, **싼타페**의 판매량이 가장 많았다. 이 모델들은 경쟁사에 비해 **가격 대비 성능이 좋**다는 공통점을 가지고 있으며 이를 인정받아 현지(2022 최고의 고객가치상)을 수상했다.

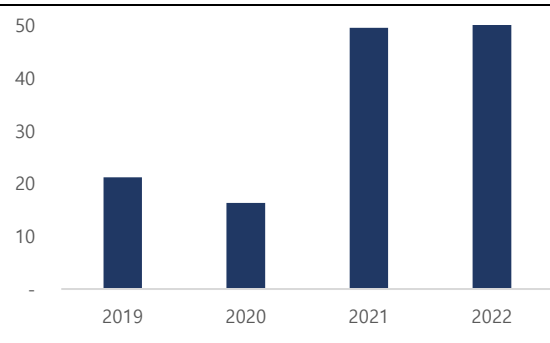
북미에서는 가격 대비 성능, 엘란트라와 투싼.

아이오닉5의 매출 기대

북미 지역에서 전기차 실적은 아직 부진한 편이나, 최근 현지에 **전기차 공장 증설**을 위한 투자 계획을 잇따라 발표하고 있다. '21년 12월부터 현지 판매되고 있는 전기차 **아이오닉5**는 꾸준히 판매실적을 내고 있으며 공장 증설계획과 함께 폭발적으로 성장할 것으로 예상된다. 출시이후 '22년 4월까지 해당 모델은 9,074대 판매되었다.

제네시스, 먹힌다...

미국 제네시스 판매추이(단위: 천)



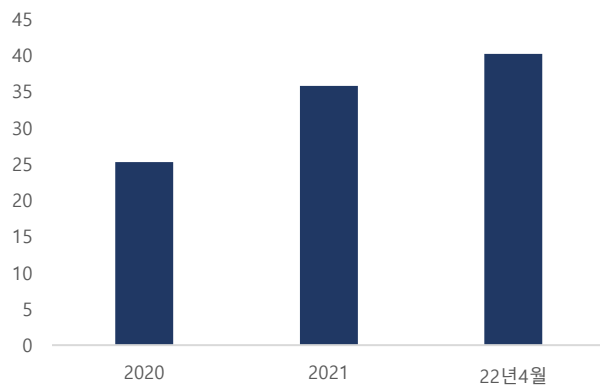
*주: 22년은 4월까지의 누적치를 바탕으로 연 환산

출처: RFS Team 2

국내에서의 호평과 탄탄한 수요를 바탕으로 동사는 본격적으로 제네시스의 해외시장 확장에 나서고 있다. '20년도 판매량은 소폭 감소하였으나 이는 G80(RG3) 신형 모델 출시 예고로 인한 수요지연으로 해석된다. 이에 '21년도 판매량은 전년도 대비 약 3배 성장한 49,621대를 기록했다. 이러한 추세는 단발성에 그치지 않을 것으로 보이는데 브랜드 이미지 제고가 그 이유이다. 제네시스는 콤비네이션 브랜드에서 단독브랜드로, 준고급차 시장에서 고급차 시장으로 포지셔닝 하려는 움직임을 보이고 있다. 또한 출시 6년이라는 짧은 브랜드 역사에 비해 실적은 우상향 그래프를 그리고 있어 추후 실적을 기대해볼 만하다.

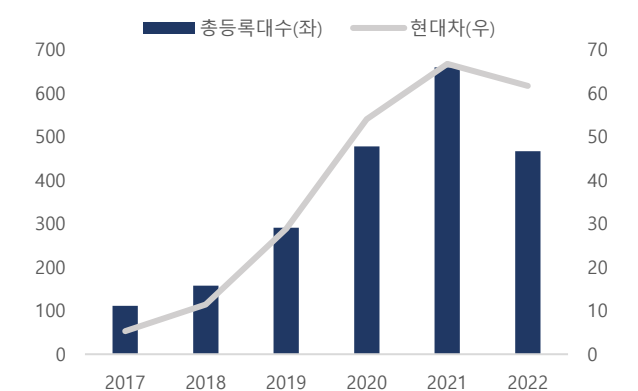
유럽: 실용성과 미래를 생각하는 곳

유럽 판매차량 중 전기차 비중



출처: 현대차, RFS Team 2

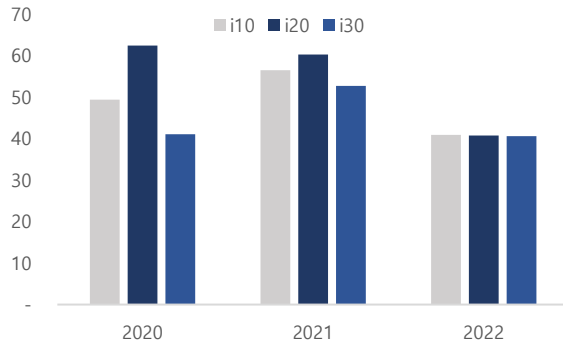
배터리전기차량(BEV) 등록 차량수(단위: 천)



*주: 22년은 4월까지의 누적치를 바탕으로 연 환산

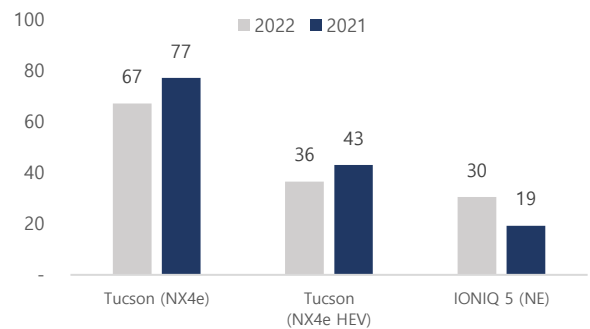
출처: EU-EVs, RFS Team 2

유럽 PC 상위실적 모델 판매 추이(단위: 천)



출처: 현대차, RFS Team 2

유럽 RV 상위실적 모델 판매 추이(단위: 천)



*주: 22년은 4월까지의 누적치를 바탕으로 연 환산

출처: 현대차, RFS Team 2

유럽 시장의 가장 큰 특징은 단연 **전기차 판매 비중**이 크다는 것이다. '22년 4월 기준 유럽에서 판매되는 차량 중 전기차는 약 40%에 달하며, '22년 동사는 유럽 전기차 시장에서 MS 약 7%를 차지하고 있다. 전기차는 RV 부문에 편중되어 있는데 **투싼과 아이오닉5**가 가장 대표적인 모델이다. '21년 기준 두 모델은 각각 4만3천대, 약 2만대 판매되었다. PC 부문에서는 **i10, i20, i30**가 우세했으며 이 세 모델 모두 A세그먼트 해치백이라는 점에 의의가 있다. 오래된 건물이 많고, 좁고 울퉁불퉁한 도로가 널린 유럽의 지리적 특성과 실용성을 염두에 두고 있는 동사의 전략을 찾아볼 수 있으며 현재 유럽에서만 판매되고 있다. 판매 초기에는 현지에서 현대차의 인식을 끌어올려 판매를 견인하기도 했다.

준비된 수소차, 수소 모빌리티 기업으로 성장

동사는 유럽에서 수소 인프라 구축이 가장 빠르게 이루어지고 있다. 수소충전 인프라 대비 국내 수소차 보급률 충전소당 180 대인 반면, 독일의 경우 9 대에 불과하다. 동사는 수소차 넥쏘(FE)를 '18 년도에 출시하여 '21 년도까지 누적 1,241 대를 유럽지역에 판매하였다. 또한 동사는 2025 년까지 세계 최초 수소전기트럭 엑시언트 1600 대를 인도할 예정이며, 21 년 기준 50 여대가 현지에서 지금까지 총 150 만 km 를 주행했다. '21 년 기준 전세계 시장에서 동사의 수소차 판매량은 9,620 대로 MS 55%, 3 년 연속 전세계 수소차 판매 시장 1 위를 차지했다.

또한 동사는 수소 자동차 넥소(NEXO) 판매 증가세에 따라 점유율 1위를 차지하고 있다. 동사의 장기적 목표는 수소 자동차 판매 기업에서 **수소 모빌리티 기업으로의 성장**이다. 동사는 2030년까지 판매 라인 증설에 7조 6,000억원을 투자하여 50만대의 수소차를 생산할 예정이다. '수소에너지 대중화 계획'에서 수소연료전지시스템 개발과 수소차 관련 솔루션 브랜드 HTWO를 통한 **수소 비즈니스 기회 확대**를 강조한 바 있다. 동사가 보유한 과 2030년 전세계 수소 사업 투자 규모 5,000억 달러 시장의 시너지를 고려할 때 수소 발전 시장에서의 성장을 기대할 수 있다.

III. 중고차시장 진입 및 금융업

1) 중고차 시장에 진입한 진짜 목적

현대자동차의 중고차 시장 진입은 중고차 시장에 새로운 흐름을 줄 것이다. 현대자동차는 완성차 업체로 타 중고차 업체와 달리 대한민국 신차 점유율 1위인 기업이다. 그렇기 때문에 편파적인 중고차 시장에서의 경쟁보다 신차 판매와의 시너지를 목표로 두는 것이 타 업체와의 차별점이다.

배기량에 따른 분류
세그먼트 / 분류

- A: 경차
- B: 소형차
- C: 준중형차
- D: 중형차
- J: SUV

중고차 시장은 대표적인 '레몬마켓'이라고 불릴 정도로 품질이 떨어지고 허위 매물이 많은 시장이었다. 하지만 최근 온라인, 비대면 거래 활성화로 중고차 매매 시장이 투명해지고 신차와 달리 대기 기간이 필요 없어 중고차 수요가 증가하고 있다. 한국의 중고차 시장 규모는 신차 시장 규모의 2배인데 반해 미국, 유럽 연합 등 선진국은 이미 신차 대비 중고차 규모가 3배에 달하는 것을 고려하면 중고차 시장 여력은 매우 크다. 이런 점을 염두에 두고 중소벤처기업부는 1Q22에 중고차 판매업에 대한 생계형 적합업종 심의위원회를 열고 중고차 판매업을 '생계형 적합업종'으로 지정하지 않기로 결정했다. 현대차그룹은 이전부터 중고차 시장 진출을 준비해왔다. 2022년 3월 7일 현대자동차는 중고차 시장 진출을 발표했다. 현대차의 인증중고차 사업은 소비자입장에서 정보 비대칭성 해소의 효과를 가져와 중고차 시장의 규모가 더 커질 시발점이 될 것이다.

현대차 중고차 소매 시장 진출 계획 세부 내역

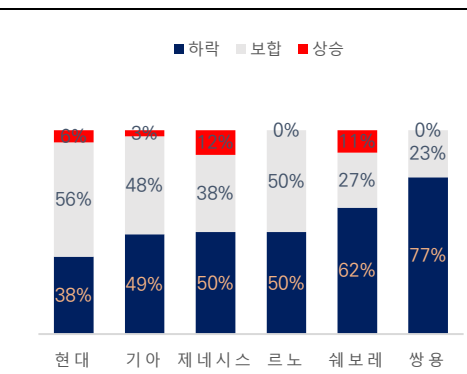
내용	현대차 시장 진출 내역
시장 점유율	3년간 단계적 진입 : 22년 2.5%, 23년 3.6%, 24년 5.1%
대상 차량	5년 이하, 10만km 이하 중고차, 인증 중고차 방식
점유율 기준	중고차 총 거래대수, 사업자거래대수 산술평균
매입 방식	매입 대상 차량 제한 없음 인증 중고차 이외 차량은 경매를 통해 판매
판매 방식	온라인 어플리케이션 위주, 오프라인 딜리버리 타워 구축 계획

출처 : 현대자동차, RFS Team 2

하지만 중고차 시장에 진입한 목적은 단순히 중고차 시장의 점유율에 국한된 것이 아니다. 현대차는 초기 중고차 시장 점유율을 2022년 2.5%, 2023년 3.6%, 2024년 5.1%로 자체 제한할 계획이다. 즉, **현대차의 주목적은 단순히 중고차 시장의 점유율을 높이는 것 아니라 리셀 밸류 방어를 통한 신차 판매 촉진이다.** 중고차 가격은 신차 가격과 밀접하게 연관이 있다. 최근 몇몇 차종은 중고차 가격이 신차 가격을 웃도는 상황이 있었다. 이 사례는 앞으로도 중고차는 신차를 대체할 수 있음을 보여주었다. 현대차 컨퍼런스에 따르면 올 하반기에 신차의 공급차질이 해소될 것으로 보는데 원활한 공급으로 신차의 단점인 오랜 거래기간이 해소된다면 신차의 수요는 증가하고 중고차 가격을 통해 신차 가격을 방어할 것으로 전망한다.

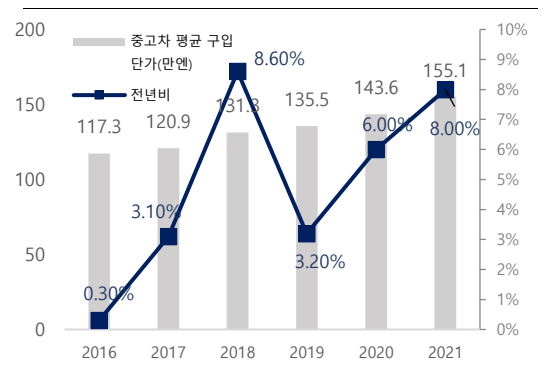
세계 중고차 시장은 신차 공급이 지연되면서 중고차 수요가 증가한 추세이다. 특히 한국과 일본의 중고차 가격은 지난 2년간 급격하게 상승했다. 높아진 차량 가격이 소비심리를 위축시켜 시장이 정체됨에 따라 시세가 조정될 전망이다. 하지만 이는 경제위기를 제외 시, 가격 폭락이 없던 것과 일본 중고차 평균 구입단가 추이를 고려하면 단기적인 조정이다. 미국 중고차 시장의 가격 조정 또한 일시적인 것이다. 미국 중고차 가격은 올해 5월에 들어 소폭 하락하였다. 하지만 반도체 공급 정상화에 시간이 소요되고 지난 27년간 중고차 가격은 6회 하락하였는데 경제 위기 시기를 제외하면 1%대 하락률에 그쳤다. 게다가 미국 중고차 시장은 장기간 호황이고 아직 공급 대비 수요가 큰 상태임으로 하락 폭은 제한적일 것이다. 결국 중장기적으로 중고차 가격은 증가할 것이고 리셀 밸류 상승을 통해 신차 판매를 원활할 것이다.

케이카 중고차 가격 5월 전망



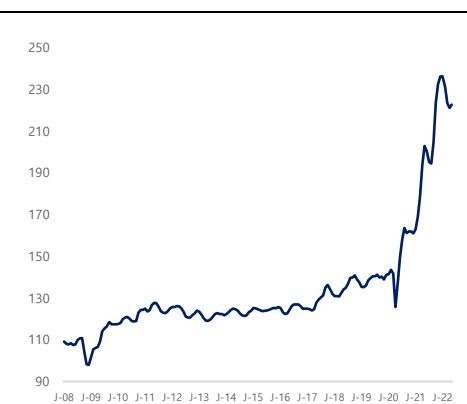
출처: RFSTEAM2, 케이카

일본 중고차 평균 구입 단가



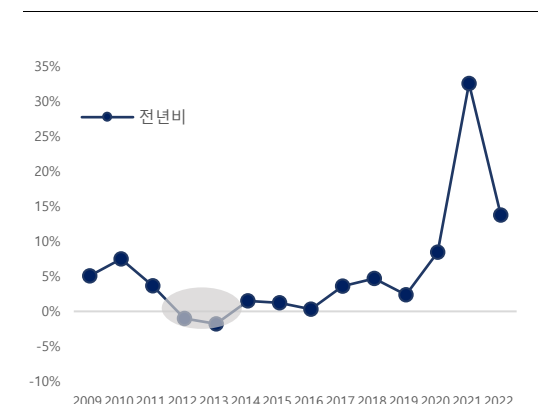
출처: RFSTEAM2, 리쿠르트

미국 맨하임 중고차 가격 지수



출처: RFSTEAM2, Manheim

미국 맨하임 중고차 지수 변화율



출처: RFSTEAM2, Manheim

이외에도 현대자동차의 중고차 진입은 현대 계열사에게 성과의 기회를 주었다. 현대캐피탈은 중고차 판매 사업을 하고 현대 글로비스는 중고차 경매사업을 한다. 위 계열사 모두 '현대자동차'라는 안정적인 판로를 확보할 수 있기 때문에 현대 글로비스는 현대차가 매입한 양질의 중고차를 공급받고 현대 캐피탈을 통한 중고차 금융도 활용하여 계열사 간 시너지가 더 커질 것으로 예측한다.

2) 현대자동차 금융업

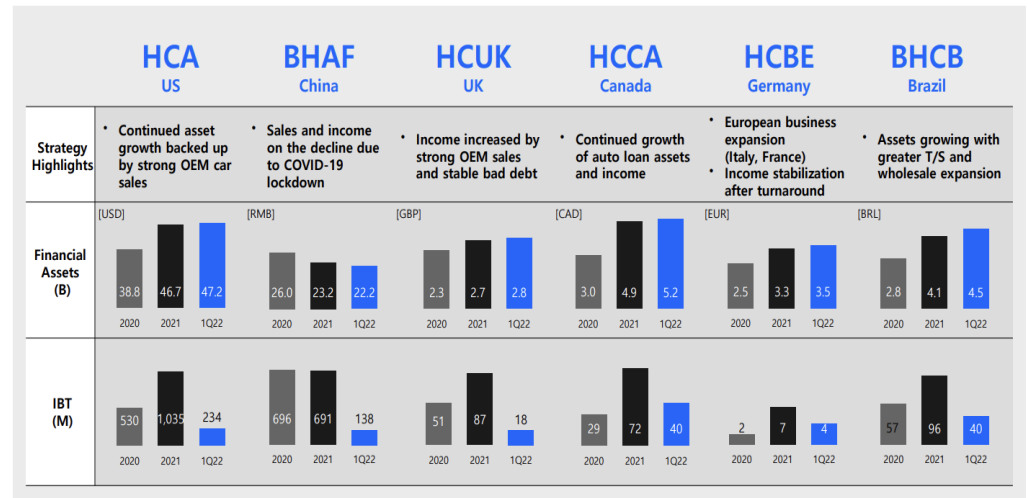
현대자동차의 연결종속회사 중 대표적인 금융기업은 현대캐피탈과 현대카드다. 현대자동차 금융 부문 매출액은 전체 매출비중 중 12%로 유의미한 부분을 갖는다. 1Q22 매출액은 4조 3,720억원 (YoY +2.0%)로 미국 시장 점유율 증가로 매출이 상승하여 1Q21 매출액 4조 2,880억 대비 840억원 증가했다. 자동차 부문 외 금융 부문에서도 안정적인 성장세를 보여주고 있다.

캡티브 금융사

모기업의 위험을 인수하여 자회사 형태로 설립된 금융기업

금융업 중 국내 현대캐피탈은 2022년 12월 9일 기아는 특수목적법인(SPC)으로부터 지분을 취득하여 기존 현대캐피탈 지분을 20.1%에서 40.1%로 늘려 현대차 그룹의 현대캐피탈 지분이 99.8%가 되었다. 경영권 지배구조에 따라 캡티브 금융사로서의 역할을 더욱 강화 중이다. 현대캐피탈은 반도체 공급 차질에도 불구하고 국내에선 고가 차량 중심의 리스상품 수요 확대에 따라 리스수익이 1Q21대비 18.3% 증가했다.

Global Hyundai Capital Strategy Highlights 및 상품자산 (단위 : 십억)과 세전이익 (단위 : 백만)



출처 : 현대자동차, RFS Team 2

해외법인의 경우 2021년 말 기준 역대 최대 실적을 내며 현대캐피탈 해외법인의 자산 총액은 74조원으로 국내 자산 32조원의 2배를 넘었다. 이에 대한 원인은 포트폴리오 내 프라임 자산 비중의 지속적 증가이다. 리스 전문 법인인 독일 '얼라인', 중국 '북경기차현대리싱(BHL)' 성과가 안 좋았다. HCA도 자산 확대에 인한 리스 감가상각이 동반되면서 1Q22 영업이익은 9% 감소했으나 환율변동효과 감안 시 전년 대비 1.9% 소폭 감소하였다. 그래서 **국내와 달리 포트폴리오 내 리스 금융 비중은 줄이고 프라임 자산 비중을 증가시켜 대손비용 안정화로 수익성을 견고히 할 전망이다.**

ESG 경영에도 적극적이다. 2016년 현대캐피탈은 전세계 자동차금융사 최초로 '그린본드'를 발행했다. 2022년 1월까지 총 11차례, 누적금액 약 3조 4,600억원 규모이다. 이 채권으로 조달한 금액은 현대차그룹의 전기차, 수소차 등 친환경 차량의 할부, 리스, 렌트 등의 금융 서비스 제공과 UAM, 자율주행, 로봇틱스 사업과 같은 신사업을 지원하는 금융 상품 개발에 활용되어 현대자동차 그룹의 미래 먹거리와 연계된 금융 생태계를 준비중이다.

PLCC

상업자 표시 신용카드의 약자로 카드회사와 해당업체가 기획단계부터 협력하여 만든 신용카드

현대카드는 현대차 그룹 내 전업 카드사로 브랜드 가치를 공유하고 그룹 연계 영업 채널을 통해 회원 규모를 확대한다. 성숙기에 진입한 카드업은 최근 DSR 규제 강화 및 가맹점 수수료를 인하 등으로 인해 비우호적인 환경에 있지만 **현대카드는 독보적인 Private Labeled 신용카드(PLCC) 전략을 통해 타 카드업과 차별적으로 성과를 내고 있다.**

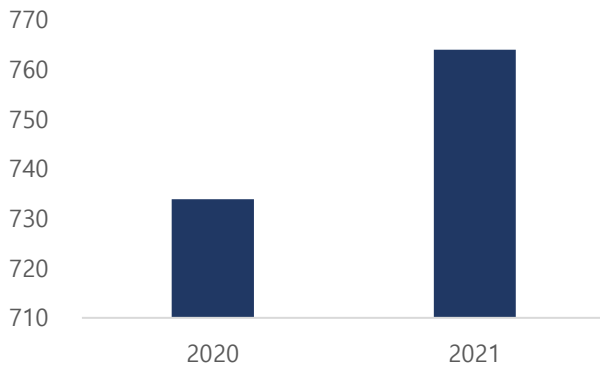
개인 카드 1,000만 회원 달성하면서 업계 1위 중심으로 PLCC 제휴사를 확대하면서 양적으로도 질적으로도 성장을 지속하고 있다. PLCC의 탈회율은 2019년 0.77%, 2020년 0.73%, 2021년 0.61%로 낮아지고 채널을 온라인/PLCC 중심으로 모집을 효율적으로 하여 카드회원이 증가함에 따라 카드론 금융자산이 2019년 3.9조원, 2020년 4.4조원, 2021년 4.7조원으로 증가하고 할부 서비스 금융자산은 2019년 6.3조원, 2020년 6.3조원, 2021년 7.2조원으로 증가했다. 이러한 회원성장에 힘입어 이자수익도 증가하여 2021년 영업수익은 2조 5,372억원 (YoY +7.6%)으로 2020년 영업수익 2조 3,574억 대비 1,798억원 증가하였다. 꾸준한 회원의 증가와 낮아지는 탈회율로 2022년도 2021년처럼 안정된 성장세를 보일 것이다.

IV. 고질적인 리스크의 개선 전망

1) 반도체 & 원자재 수급

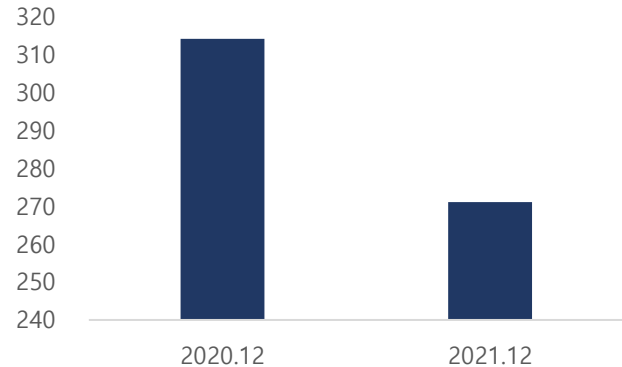
산업통상자원부가 올해 1월에 발표한 '자동차 산업 동향'에 따르면 지난달 국내 자동차 생산은 27만1054대로 전년동기대비 13.7% 감소했다. 생산 감소는 판매 실적 감소로 이어졌는데, **생산 감소의 근본적인 원인은 차량용 반도체 수급난**에 있다. 차량용 반도체 공급 부족 사태는 작년부터 전 세계에서 계속된 문제다. 지난해 전 세계 자동차 판매량은 7,640만대로 전년 대비 4.1% 증가하는 데 머물렀다. 이는 예상치 9%를 하회한 수치로 코로나19 이전인 2019년(8,683만대) 판매 수준에도 못 미치는 수준이다. 업계에선 내년이 되어야 코로나19 이전 수준으로 판매가 회복될 것으로 보고 있다. 차량용 반도체 확보에 어려움을 겪자 글로벌 완성차 업체들은 몇 가지 차량 옵션을 뺀 차량들을 시장에 내놓고 있다. 동사는 원격 스마트 주차 보조 기능 등 옵션을 제외해 출고를 앞당기고 있는 상황이다.

전세계 자동차 판매량 (단위 : 십만 대)



출처 : 산업통상자원부 RFS Team 2

국내 자동차 생산량 (단위 : 천 대)



출처 : 산업통상자원부, RFS Team 2

반도체 공급업체의 선호도 IT 반도체 >> 자동차반도체

차량용 반도체 공급이 더딘 이유는 타 반도체 품목 대비 낮은 수익성이 가장 크다. 스마트폰, PC 등 비교적 수익성이 높은 IT 제품 반도체들의 수요가 견조한 상황에서 반도체 생산 업체들은 굳이 수익성이 낮은 차량용 반도체에 관심을 기울일 이유가 없다. 차량 1대에는 내연기관차 기준으로 약 100~300여개의 반도체 부품들이 탑재된다. 하지만 이 부품들은 단순 작동을 제어하는 반도체 부품이 대부분이며, 비교적 공정이 단순해 수익성이 낮다. 반면 스마트폰, 노트북, 서버용 PC 등에 탑재되는 IT 반도체는 고사양 제품으로, 수익성이 높고 수요도 많다. 현재 자동차 외에도 반도체 시장 전반이 호황인 상황에서 차량용 반도체에 관심을 가질 이유가 없는 것이다.

수요는 늘어나지만 공급처는 말썽입니다

다른 반도체 대비 교체 주기가 긴 것도 주된 이유 중 하나다. 2~4년에 한 번씩 찾아오는 IT제품 반도체 호황과 달리 차량용 반도체의 호황 주기는 7~10년이다. 수익성도 낮은 데다 주기도 더 기니 반도체 업체 입장에서 이 시장에 대한 매력도가 떨어질 수밖에 없다. 개발 과정보다 까다롭다. 차량용 반도체가 운전자의 안전과도 직결돼 있어 개발 과정, 공정 등이 더 엄격하다. 차량용 반도체를 하나 개발하는데 2~3년이 소요되고 테스트 기간 역시 다른 반도체보다 더 길며 엔진에서 발생하는 열, 충돌 등 다양한 변수에도 품질이 변하지 않을 정도의 내구성도 갖춰야 하는 특성상 반도체 공급자의 입장에서 차량용 반도체를 선호하기는 어렵다.

현재 수급 차질이 가장 큰 품목은 전장 시스템 제어를 수행하는 MCU(Micro Control Unit)이다. 현재 대만의 TSMC에서 글로벌 MCU 생산량의 70%를 담당하고 있는데, 공급처가 한정적인 만큼 물량이 한 쪽에

몰려 있는 상황이다. '반도체 설계→생산→모듈·시스템 제작→완성차 양산'으로 이어지는 벨류 체인 중 '생산'에서 병목 현상이 발생한 것이다.

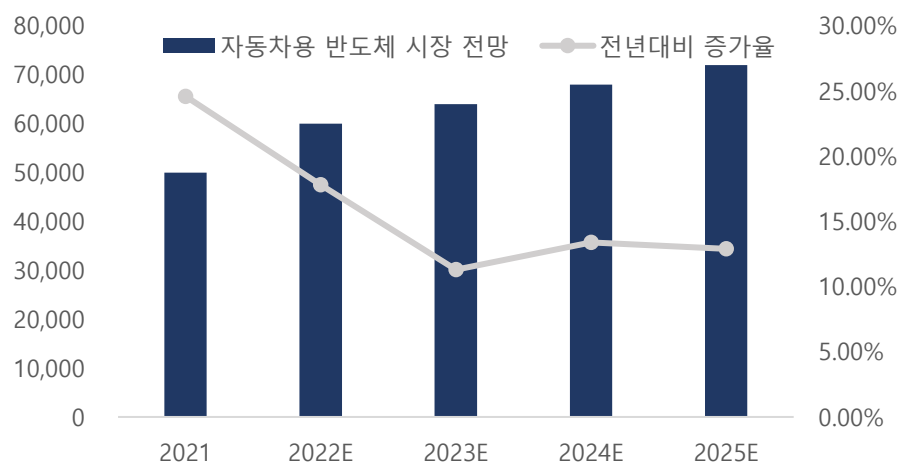
이와 더불어 TSMC 공장이 있는 대만은 2021년에 사상 최악의 가뭄을 겪었다. 이 때문에 반도체 공정에 필수적인 물 부족 현상도 심각해 생산에 차질을 빚었다. 대만 정부는 6년 만에 물 부족 적색경보를 발령하고 특히 중부 타이중의 산업단지에 대한 물 공급을 15% 줄였다. 타이중에는 TSMC와 마이크론 등 주요 반도체 공장들이 있다. 또한 전력난도 심각한 상황이었다. 가뭄과 폭염으로 전기소비량이 폭증하자 정전이 발생하는 곳이 속출했다. 실제 지난 3월 신주 과학단지 내에 있던 TSMC 공장에서 누전으로 인한 화재가 발생하기도 했다. 반도체 최대 공급처가 생산에 어려움을 겪으면서 자동차 반도체의 공급 문제는 불가피하게 되었다.

차량용 반도체의 부족현상을 가져온 초기원인은 코로나와 기타 공급처의 문제였지만 더 중요한 문제는 **자동차와 반도체 생산시스템의 차이로 인한 괴리가 지속되고** 있다는 것에 있다. 글로벌 완성차업체의 생산 방식은 '토요타 웨이'로도 잘 알려진 'JIT(Just In Time)' 방식이다. 쉽게 말해, 자동차 부품을 적기에 필요한 만큼만 공급한다는 것이다. 이러한 방식은 반도체 산업 속성과는 차이가 있다. 반도체 산업은 규모의 경제가 필수적인 분야로 6개월가량의 생산 간격이 필요하다. 즉, 계약 체결일부터 최종 제품 납기일까지의 생산 리드타임이 길기 때문에 수요에 즉각적으로 반응하기 힘든 구조인 것이다. 코로나로 자동차 수요가 급감할 것으로 보고 완성차 업체가 반도체 주문을 대폭 줄여 놓은 상황에서는 관련 수요가 폭증하더라도 차량용 반도체 제조업체가 딱딱 반도체를 만들어 공급할 수 없는 구조이기 때문에 관련 문제는 쉽게 해결되지 않고 있다.

“그래도 금방 해결될 거예요”

다만 다행인 것은 2021년도에 예상했던 **반도체 수급 해결 시기가 앞당겨 질 전망**이라는 점이다. 지난 4월 25일 현대자동차 2022년 1분기 경영실적 발표 콘퍼런스콜에서 관계자는 아직 불확실성 요인이 남아있지만 이달 초 전망 대비 4월 말 현황을 보면 차질을 예상했던 부분 중 상당수가 만회되었고 차량 제어기 쪽 반도체 이슈는 5월 즈음 정상화, 파워트레인 관련 제어기 반도체 이슈는 3~4분기 즈음이면 문제가 없을 것으로 전망하고 있다. 반도체 이슈로 2분기까지는 차질이 있겠지만 1분기보다는 덜 할 것으로, 하반기에는 물량 계획치를 충분히 따라갈 수 있을 것이라는 긍정적인 전망도 나오고 있다.

차량용 반도체 시장 규모 추이 및 전망 (단위 : 백만달러)



출처 : Gartner, RFS Team 2

원자재

추가적으로 중국발 코로나, 러시아-우크라이나 전쟁 등의 원인으로 원자재가격이 상승한 것도 제품 가격상승으로 이어질 우려가 있다. 그러나 다행인 것은 원자재 가격의 변동성이 확대되더라도 당사 부품 공급 업체로부터 당사로 들어오고 판매되는데 있어 약 3개월~1년 정도가 소요되기 때문에 기존에 보유하고 있는 원자재 물량과 맞물려 가격의 변동성으로 인한 충격은 매우 축소되어 반영된다. 따라서 그 영향은 다소 미미할 것으로 전망된다. 또한 내부적으로도 배터리 원자재, 희토류 등 필수 원자재를 중심으로 모니터링을 지속하는 등 대응방안을 추진하고 있어 **원자재로 인한 수급문제는 크게 우려할 수준이 아닐 것으로 판단된다.**

2) 강성노조, 언제까지 파업할 거니?

현대자동차는 국내 노조들 가운데에서도 가장 강성으로 꼽히는 노조단체가 있는 곳이다.

현대차 노조의 역사

현대차의 창립일인 1967년 12월부터 1985년까지는 내부적으로 제대로 된 노조가 없었다. 사실상 노사협의회가 교섭 기구 노릇을 해왔고, 당시 권위주의 정권의 탄압과 회사 측의 철저한 노사관리로 노조라는 단어도 꺼내기 힘들었던 시절이었다. 이를 보다 못한 노동자 대표 5인은 현대차 내부적으로 ‘독서회’를 만들어 노조를 만들고자 하는 움직임을 보였고 그것이 현대차 노조의 시발점이 되었다. 1987년 6.29 선언이 떨어지고 본격적인 민주화의 바람이 불자, ‘현대차 엔진’노조가 최초로 생겨났고 무노조 신화를 이어나가던 현대그룹 내에서도 노조의 결성이 이뤄졌다. 이후 노조 건립의 선봉자였던 이상범을 필두로 노동자들이 임시 집행부를 만들어 공식적으로 ‘현대차 노조’가 탄생하게 되었다.

현대차 노조는 대한민국 산업 전체를 통틀어도 가장 **최상위권 노조**다. 그러나 너무 많은 추태를 보여주고 있어, 각종 언론사에서 “현대차 파업”의 헤드라인만 보이더라도 지겨워하는 이들이 많이 존재한다. 노조를 옹호하는 것도, 현대차를 옹호하는 것도 아닌 잦은 파업으로 인해 생산라인이 멈춰 예정된 시일에 차량을 못 받는 것은 물론이고 협력업체와 비정규직 등, 다른 노동자들까지 피해를 주는 행위는 오랜 세월 지적되어 오고 비판받아 왔다.

노조의 악행

그렇다고 해서 노조가 진정으로 노동자 모두를 위해 투쟁한 것도 아니었다. 노조로 인해 근로조건이 더욱 악화된 사례도 존재한다. 보통 주된 파업 내용은 ‘임금 인상’이었는데, 이로 인하여 나이가 많은 근로자 혹은 상대적으로 기술력이 부족한 근로자들에게 근로의 기회가 박탈되어 하청업체로 좌천되거나 해고당하는 사례가 빈번했기 때문이다.

여기에 채용 세습으로 일반인들의 입사 기회가 박탈되는 일도 있었다. 동사와 노조 간에는 산업 재해로 인한 질병으로 사망한 경우 정년퇴직 혹은 장기근로자 자녀에 대해 채용 규정을 대폭 완화하는 단체협약이 존재하는데, 취업난이 심화되면서 현대차 노조에 대한 이미지 타격은 물론이고 노조의 이중성이 더욱 부각되는 계기가 되었다.

현재의 노조상황, ‘실리’에서 다시 ‘강성’으로

현대자동차 노조집행부는 **2년 만에 ‘실리’에서 다시 ‘강성’**으로 바뀌게 됐다. 최근 전국금속노동조합 현대자동차지부에서 ‘실리’ 성향의 현 지부장이 아닌 ‘강성’ 성향의 새로운 지부장이 당선됐기 때문이다. 당선자는 1991년 현대자동차와 합병하기 전 옛 현대정공에 입사해 희망퇴직과 구조조정 반대투쟁, 현대자동차

정리하고 반대 연대투쟁, 현대정공 단협사수 투쟁 등을 이끌다 해고되어 강성으로 꼽힌다. 그는 상여금 전액 통상임금 적용, 식사 시간 1시간 유급화, 정년 연장, 일반직과 여성 조합원 처우 개선, 4차 산업혁명 고용 대책 마련 등을 공약으로 내세운 바 있다. 이러한 공약과 당선에 따른 결과는 산업구조 재편이 가속화할 수록 일자리가 줄어든 것이라는 위기의식이 반영된 결과로 보인다.

실제로 한국자동차산업협회에 따르면 전기차 비중이 33%에 도달할 경우 자동차 산업에서 약 3만 5,000개의 일자리가 사라질 것으로 예상했다. 이에 따라 현대차그룹 노조는 일자리 사수를 위해서 해외 전기차 투자 계획을 두고 사측과 잦은 갈등을 보일 것으로 예측되었다. 따라서 노조는 모두 국내에서 전기차 생산을 위해서 사측을 압박할 것이며 동사는 **이러한 노조의 주장이 부담으로 작용할 전망이다.**

현재 노조 측은 기본급 월 16만 5,000원 인상(호봉승급분 제외), 순이익의 30% 성과급 지급, 호봉제도 개선과 이종임금제 폐지, 신규인원 총원, 정년연장, 해고자 원직 복귀와 가압류 철회, 미래차 국내 공장 신설과 신규 투자 등을 주장하고 있는 상황이다.

해결되지는 않겠지만 이전부터 꾸준히 있어왔던 문제

다만 한가지 확실한 점은 **현대자동차 노동조합이 파업을 지속해온 것은 하루이틀의 문제가 아니라는 것이다.** 현대자동차 하면 자연스럽게 떠오르는 노동조합에 대한 리스크는 이미 기업의 주가에도 충분히 반영되어 있다고 판단한다.

더욱이 윤정부 출범 이후 **정부에서 노사갈등과 관련하여 불법 행위에 대해 엄정한 대응 입장**을 취하고 있다는 점은 현재의 강한 대처상황을 악화시킬 수 있다는 점에서 현대자동차에게 유리하게 작용한다. 윤 대통령은 앞서 강성노조의 폭력 및 사업장 무단점거 등 불법행위에 대해 엄정 대응할 의지를 밝혔다. 현재 강성으로 분류되는 현대차 노조는 곧 있을 단체교섭과 관련해 강경한 입장을 취하고 있지만 새로운 정부의 등장에 따라 이전보다 지지기반이 약해진 상황이다.

이번 한미 정상회담을 기점으로 발표된 미국 조지아주 전기차 공장 설립의 경우에도 노조의 강한 반발을 마주해야 했다. 그동안 현대차는 해외 공장 설립과 관련해 번번이 노조의 반대를 맞닥뜨렸다. 해외 공장이 늘어나면 국내 일감이 줄어들 가능성이 있기 때문이다. 그러나 최근 현대차는 미국의 자국 우선주의 정책과 더불어 새 정부의 한미 동맹 강화 흐름 속에서 미국 공장 설립의 명분을 얻었다. 해외공장 설립의 공식적인 지지와 노조 세력 약화 조짐은 조지아주에 전기차 생산공장 설립을 검토하고 있는 현대차에게 긍정적인 영향력을 행사할 것으로 보이며 미국 바이든 대통령의 '바이 아메리카' 정책에 힘입어 미국 내 시설투자를 확대할 것으로 예상된다.

VALUATION

1) DCF Valuation Table

동사의 주가 추정 기법으로는 DCF 방식을 채택하였다. 동사는 전형적인 제조업으로서 Bottom-up 방식의 추정이 가능하며 현재 국내 주식시장에 비교할 만한 Peer Group이 없기에 상대가치 평가법인 PER, EV/EVITDA 방식은 사용이 어렵다고 판단하였다. 동사의 매출을 Bottom-up 방식으로 추정한 결과 P에서 3.96%의 Growth Rate을 얻었고 Q의 경우 고급화 중심의 제품믹스 개선과 보수적 추정을 위해 0%의 성장률을 적용하였다. 또한 COGS와 SG&A의 비율은 각각 81%와 13% 수준에서 Stable 함을 가정했다.

KRW in billion	2022	2023	2024	2025	2026	Resi C/F
Sales	121,603	125,754	130,069	134,555	139,219	139,219
COGS	98,498	101,861	105,356	108,990	112,767	112,767
GM	23,104	23,893	24,713	25,565	26,451	26,451
SG&A	15,808	16,348	16,909	17,492	18,098	18,098
EBIT	7,296	7,545	7,804	8,073	8,353	8,353
Tax	- 1,996	- 2,064	- 2,135	- 2,209	- 2,286	- 2,286
NOPLAT	5,300	5,480	5,668	5,863	6,066	6,066
(+)Dep	4,508	4,867	5,243	5,643	6,068	6,068
(-)CE	- 2,029	- 2,161	- 2,313	- 2,485	- 2,674	- 2,674
(-)NWC	- 1,043	- 264	- 275	- 285	- 297	- 297
FCFF	6,735	7,922	8,323	8,735	9,163	9,163

2) Equity Value & Stock Price

동사의 목표주가는 272,380원을 제시하며, 5월 27일 종가(185,500원) 기준으로 상승 여력 46.84%로 투자 의견 BUY를 제시한다. DCF 모델을 통해 추정한 FCFF는 적절한 WACC로 할인해야 되고, 그 도출과정은 다음과 같다. 첫번째로 동사의 타인자본비용의 경우 3년 무보증사채 이자율에 한계세율인 27.5%가량의 할인효과를 적용해 2.65%로 설정하였다. 두번째로 자기자본비용을 추정하기 위해 KOSPI와 동사의 2년간 수익률의 Daily Beta 1.28을 도출하였고, 이를 CAPM 공식에 대입해 자기자본비용을 9.47%로 설정하였다. 마지막으로 이렇게 도출한 자본비용을 동사의 자본비율로 적용해 최종적으로 5.06%라는 할인율을 도출하였다.

KRW in billion	
Total Discrete C/F	40,878
WACC%	5.06%
NPV of Discrete C/F	35,099
Residual C/F	9,163
Long-term Growth Rate	0.00%
NPV of Residual C/F	141,600
(+) NOA	12,795
(-) NOD	131,296
Equity Value(주식가치)	58,198
발행주식수	213,668,187
Stock Price	272,380
Upside Potential	46.84%

