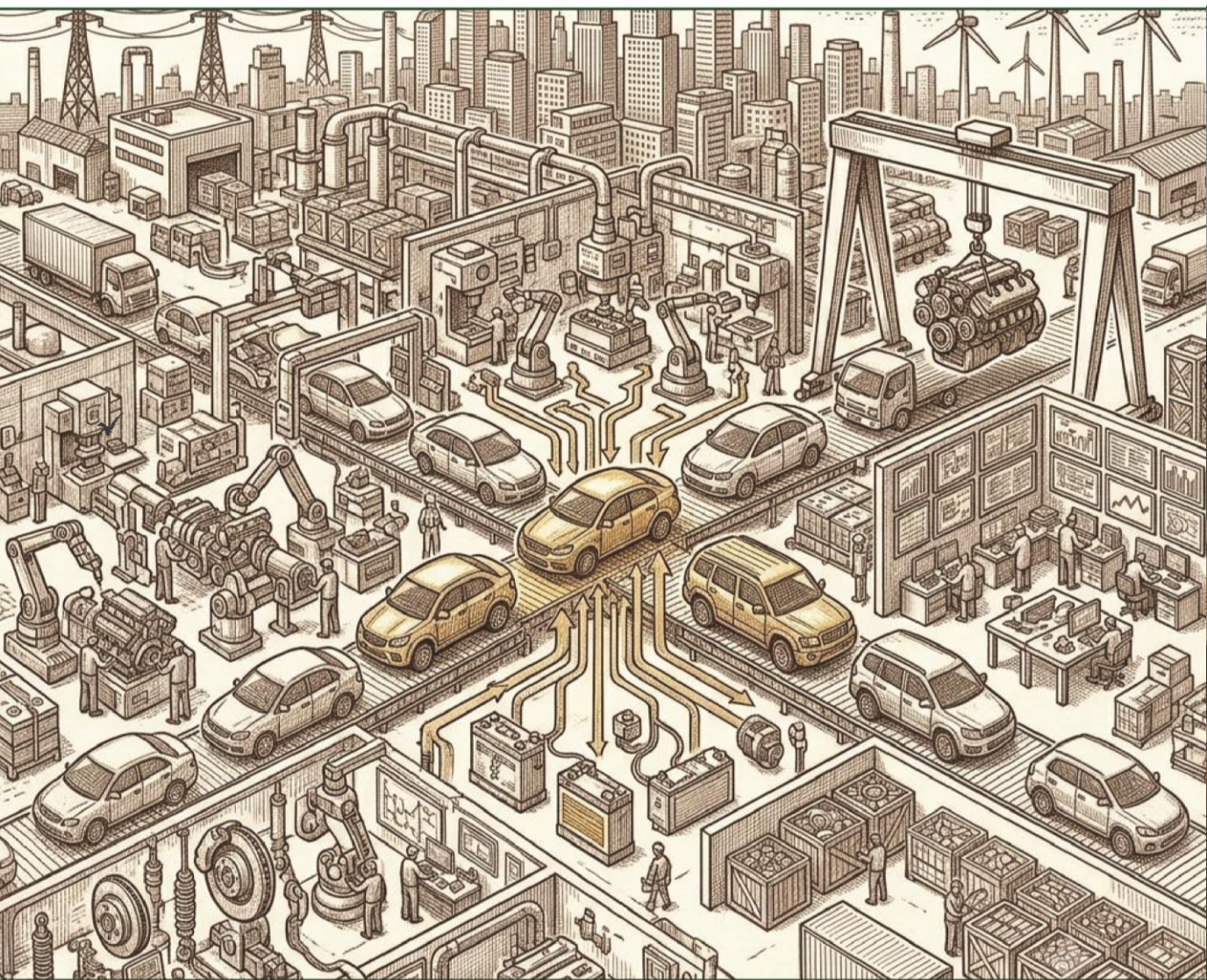




자동차/부품 (비중확대/유지)

중소 자동차 부품 업체의 활로 모색 6

중소형주 Top Pick : 에스엘(005850.KS)

Contents

I. 중국, 유럽 수요 동반 부진이 촉발한 변화	5
중국 신차 시장 위축이 야기한 중국 시장 경쟁 심화	5
중국 신차 시장 위축이 야기한 유럽 시장 경쟁 심화	8
II. 가동률 개선을 위한 위탁 생산	12
손익분기점 판매량 감축에 착수한 Volkswagen과 Toyota	12
Ford, Nissan, Stellantis의 공여지책	18
III. 우리나라에서도 시작된 위탁 생산	23
Chery의 KG모빌리티 전환사채 1천억원 투자	23
가동률 개선을 위해 필요한 위탁 생산	27
KG모빌리티가 20만대 물량을 확보할 수 있다면	39
IV. 기업 분석	41
에스엘(005850.KS) / 매수(유지) / TP 80,000원(하향)	42
SNT모티브(064960.KS) / 매수(유지) / TP 38,000원(하향)	46
화신(010690.KS) / 매수(유지) / TP 11,000원(유지)	51
현대공업(170030.KQ) / 매수(유지) / TP 7,000원(유지)	55
KG모빌리티(003620.KS) / Not Rated	59
한국단자(025540.KS) / Not Rated	64
세방전지(004490.KS) / Not Rated	69

Summary

중국과 유럽 신차 시장의 동반 회복 지연으로 미국을 제외한 주요 시장에서 중국 자동차 업체와 주요 글로벌 업체들의 경쟁이 심화 중임. 특히 중국 업체들이 해외 공장 건립을 통해 해외 진출을 확대하고 있어 주요 완성차 업체들은 고정비 절감과 손익분기점 판매량을 낮추기 위한 작업에 착수한 상태임. 이에 지난 2년간 생산능력을 2백만대 축소한 Volkswagen은 추가적으로 5만명을 감원하고, 최대 1백만대 캐파 축소를 고려 중이며, 유럽 공장은 방위산업 등 다른 산업으로의 용도 전환 등 다양한 옵션을 고려할 계획임. NISSAN은 연결 기준 연간 생산능력을 350만대에서 250만~300만대까지 낮추고, 글로벌 인력을 2만명 감원하여 가동률을 70%에서 100%까지 끌어올릴 계획임. 이러한 계획의 일환으로 NISSAN은 선더랜드 공장에서는 영국 시장 점유율이 7%까지 올라온 Chery 위탁 생산을 통해 가동률을 끌어올릴 계획임. 현재 유럽 공장 가동률이 60%에 불과한 Stellantis도 공장 폐쇄와 위탁 생산을 병행하여 2030년까지 유럽 가동률을 80%까지 개선시킬 계획으로 마드리드, 사라고사 공장 등에서 LeapMotor 모델을 위탁 생산하고, 프랑스 렌에서는 동풍기차 모델을 생산할 예정임. Ford는 가동률이 50%까지 낮아진 스페인 발렌시아 공장에서 Geely 모델 공동 생산을 통해 유럽 공장 고정비를 낮추고, 유럽 시장 가격 경쟁력을 강화할 계획임.

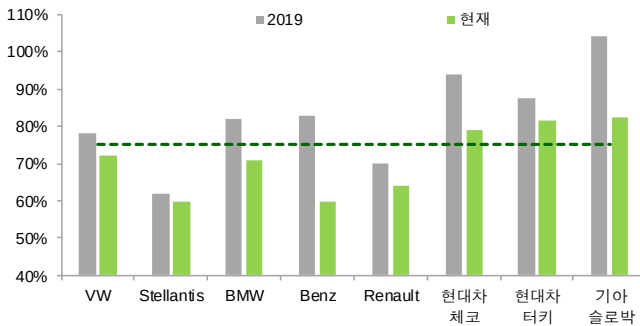
우리나라에서도 가동률 개선을 위한 위탁 생산이 시작됨. 서방 국가 대비 인건비는 상대적으로 저렴하고, 폭넓은 FTA로 인해 관세 이점도 누릴 수 있기 때문임. Renault Korea 2대 주주로 등극한 Geely도 Renault 부산 공장에 Poletar4를 위탁 생산을 맡김. 한국 내수 판매 감소 속에 GM은 한국공장을 수출 거점으로 활용하고 있는데, 한국 GM은 생산량의 97%를 북미로 수출 중이며, 2025년까지 4년 연속 영업흑자를 지속 중임.

지난 8월 2일, Chery는 전환사채를 통해 KG모빌리티에 1천억원을 투자함. 2022년 KG그룹으로 인수된 KG모빌리티는 흑자전환에는 성공했으나, 70% 대의 낮은 가동률로 인해 영업이익률이 아직은 1% 수준에 불과하여 재건에 성공했다고 보기에는 시기상조임. KG모빌리티는 현재 위탁 생산 계획이 없다고 밝혔으나 KG모빌리티와 Chery 모두 위탁 생산 필요성 존재함. 감원에도 불구하고 70%~80%대의 낮은 가동률 때문에 KG모빌리티의 2025년 인건비 부담은 13% 수준으로 Volkswagen 보다는 낮지만 현대차 대비로는 5%p, 기아 대비로는 6%p 높은 수준임. 즉, 낮은 가동률로 인해, 인건비와 감가상각비 부담 측면에서 현대차와 기아 대비 KG모빌리티 수익성은 현재 6%~7%p 열위에 있을 수밖에 없는 상황임. 따라서 수익성 개선을 위해서는 물량 확보가 필수적인 상황임. 반면 Chery는 해외 진출 확대를 위해 최근 NISSAN 남아공 공장을 인수하고, 영국에서는 NISSAN과 위탁생산 양해각서(MoU)를 체결하는 등 해외 생산 거점을 모색 중임. 한국 위탁생산까지는 해결해야 할 과제가 산적해 있을 것이나, 현재 10만대 수준인 KG모빌리티가 Chery와의 제휴를 통해 2030년까지 7개의 신차를 출시하고, 20만대 물량을 확보한다면 영업이익률을 현재 대비 4%p 개선시키는 것도 이론적으로 충분히 가능함. 이에 Chery와 협력 확대를 지켜볼 필요가 크다고 판단함.

이외에 과거 '중소 부품업체의 활로모색' 시리즈에서 다루었던 세방전지, 북미 매출 감소세가 터널을 지나고 있는 한국단자, 미국 법인을 통해 신규 성장 동력을 발굴한 현대공업 등 중소형 업체를 보고서에서 다루었음.

Key Chart

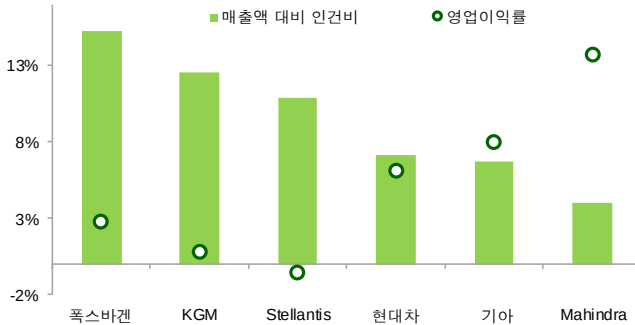
2019년과 현재의 주요 완성차 업체들의 유럽 공장 가동률



자료 : Bloomberg, 각 사, 신영증권 리서치센터 / 현대차&기아의 '현재' 가동률은 2026년 상반기 기준, 그 외는 2025년 기준

중국 업체들의 유럽 점유율이 11%까지 확대됨에 따라 주요 업체들의 유럽 가동률이 하락했으며, 가동률 개선을 위한 위탁 생산도 확대 추세

주요 완성차 업체들의 영업이익률과 인건비 부담



자료 : 각 사, 신영증권 리서치센터 / 연결 기준

70% 대의 낮은 가동률로 인해 KG모빌리티는 현대차, 기아 대비 영업이익률이 6%~7%p 낮은 상황

Chery의 KG모빌리티 전환사채 투자 관련 내용

구 분	내 용
발행주체	KG모빌리티
투자자	Chery Global Innovations (Hong Kong)
발행규모	1,081억4,250만원
발행 종류	전환사채
표면 이자율	0%
만기 이자율	1%
미전환 시 상환	2029년 8월 11일 103.0415% 상환
전환청구기간	2027/08/11~2029/07/11
전환가액	2,760원
전환에 따라 발행할 주식	KG모빌리티 보통주
전환에 따라 발행할 주식수	39,182,065주
주식총수 대비 비율(%)	16.22%
기발행 미상환 사채권	14.8% (신영증권 추정)
모두 전환될 경우 Chery 지분	

자료 : KG모빌리티, 신영증권 리서치센터

Renault Korea 2대 주주에 등극한 Geely에 이어 Chery가 KG모빌리티 2대 주주에 등극할 가능성 존재

물량이 필요한 KG모빌리티와 해외 생산 거점이 필요한 Chery의 협력 지켜봐야할 것

중국, 유럽 수요 동반 부진이 촉발한 변화

중국 신차 시장 위축이 야기한 중국 시장 경쟁 심화

2026년 글로벌
신차 수요는
전년 동기 대비
4% 감소 중

2026년 7월 누계, 글로벌 신차 수요는 전년 대비 4% 감소한 4천999만대를 기록 중이다. 당초 업계는 2026년 글로벌 신차 수요가 2025년과 유사, 또는 소폭 증가할 것으로 예상했으나 세계 양대 시장인 미국과 중국 신차 수요가 각각 3%, 20% 감소했으며, 이에 7월까지 글로벌 신차 수요는 9개월 연속 역성장상을 보이고 있다.

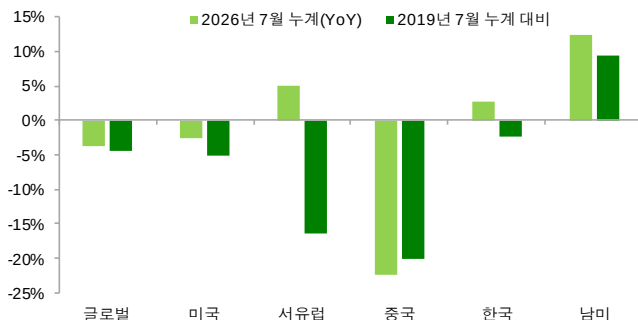
2019년 동기간
대비 중국 시장은
20% 감소,
유럽은 16% 감소한 상태

팬데믹 직전인 2019년과 비교해서도 글로벌 신차 수요는 감소세를 보이고 있는데 특히 유럽(EU+EFTA+영국 기준)과 중국 시장 수요 부진 영향이 크다. 유럽 신차 수요가 2025년 대비로는 증가세를 보이고 있지만 이는 기저 효과가 크며, 2019년 동기간 대비로는 유럽 신차 수요가 16% 감소한 상태이다. 중국 신차 수요 부진이 친환경차 세제 혜택과 보조금 축소 영향인 반면 유럽의 경우 신차 가격 부담 확대 속에 소비자들의 구매력 약화 영향이 큰 것으로 판단한다.

수요 회복 지연 속에
중국 업체들의
해외 진출 확대가 맞물리며
주요 신차 시장의
경쟁은 심화 중

급감하는 수요 여파로 중국 신차 시장 경쟁은 더욱 심해지고 있다. 2025년에만 중국 신차 평균 가격은 전년 대비 8% 하락했는데, NEV 차량 평균 가격은 무려 11% 감소했다. 중국 소비자들의 수요가 저가 차량에서 중저가 차량으로, 소형차에서 중대형 차종과 SUV로 이동하고 있는 점을 고려하면 이러한 신차 가격 감소는 비정상적이다. 출혈 경쟁을 자제하기 위해 국가 차원의 개입이 시도되었음에도 업체들의 가격 경쟁은 지속 중에 있다. 2024년 7월 중국 공업신식화부 주도하에 Tesla를 포함한 16개 완성차 업체들이 출혈 경쟁을 지양하기로 합의했다. 그러나 이러한 가격 전쟁 휴전은 오래가지 못했다. 과잉 캐파로 인해 가격 인하를 해서라도 업체들이 판매량을 보존해야 하기 때문이다.

도표 1. 2026년 7월 누계 글로벌 신차 수요: 전년 동기 대비와 2019년 동기 대비



자료 : Marklines, 신영증권 리서치센터

2026년 상반기
150여개의 업체들이
중국 시장에
500여개의 신차 출시

글로벌 업체들의
중국 시장
점유율은
2011년 71%에서
현재 34.4%까지 감소

2026년 상반기에는 150여개의 업체들이 중국 시장에 무려 500여개의 신모델을 출시하며 경쟁을 지속했다. 이러한 경쟁 심화 여파로, 중국 승용차협회에 따르면, 2017년 7.8%였던 중국 자동차 제조업 평균 영업이익률은 2025년에는 4.1%까지 낮아졌고, 2026년 상반기에는 약 3.4% 수준까지 떨어졌다.

수요 급감 속 중국 시장에서 경쟁이 심화되는 가운데 글로벌 업체들의 중국 시장 입지는 지속적으로 줄어들고 있다. 2011년 중국 신차 시장에서 중국 브랜드의 점유율은 29.2%에 불과했다. 그러나 팬데믹을 기점으로 중국 시장에서 NEV 수요가 급증하기 시작했으며, 전기차 시장으로 전환을 계기로 뛰어난 가성비를 갖춘 중국 브랜드의 점유율이 2020년 35.7%에서 2026년(7월 누계) 65.6%까지 증가했다.

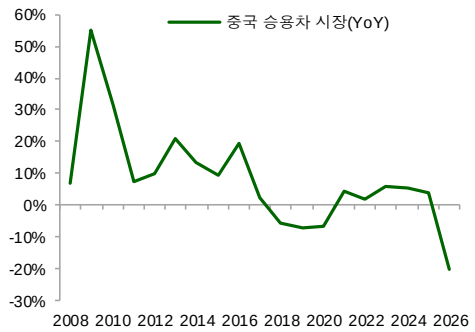
중국 업체들의 중국 시장 지배력 확대는 글로벌 자동차 업체들의 입지 축소로 이어졌다. 2011년 71%였던 글로벌 브랜드의 중국 시장 점유율은 현재 34.4%까지 감소했으며, 중국 시장 1위를 장기 집권해 온 Volkswagen 중국 판매는 2018년 410만대에서 2025년에는 256만대까지 줄어들었으며, 이에 서브프라임 사태 이후 수성해 온 중국 시장 왕좌를 BYD에게 내주고 말았다.

도표 2. 월별 글로벌 신차 수요 증가율(전년 동기 대비)



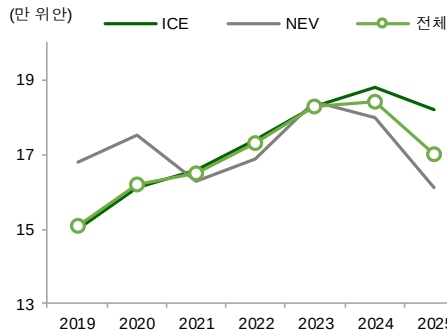
자료 : Marklines, 신영증권 리서치센터 / 음영은 수요가 감소한 월

도표 3. 중국 승용차 시장 전년 동기 대비 성장률 추이



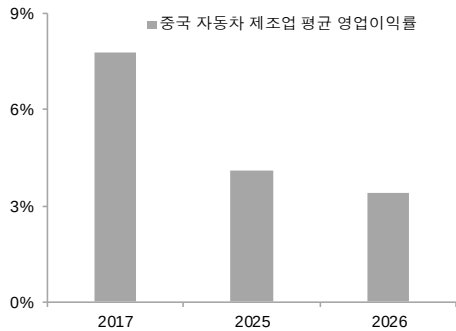
자료 : 중국승용차협회, 신영증권 리서치센터 / '26년은 7월 누계

도표 4. 중국 승용차 시장 평균 판매 가격 추이



자료 : 중국승용차협회, 신영증권 리서치센터

도표 5. 중국 자동차 제조업 평균 영업이익률



자료 : 중국자동차제조협회, 신영증권 리서치센터 / '26년은 5월 누계

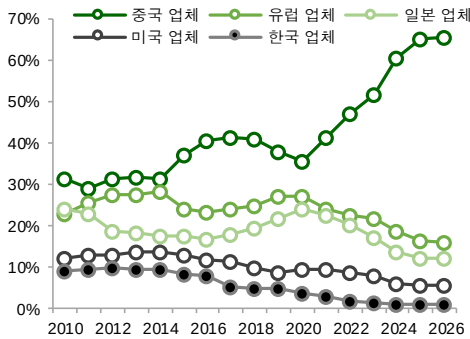
VW은
2030년 중국 판매
목표를 400만대에서
320만대로 하향

2025년까지만 하더라도 Volkswagen은 2030년 중국 점유율 15% 회복을 자신했다. 그러나 경쟁 심화 여파로 2026년 들어서 Volkswagen은 2030년 중국 판매 목표를 기존 400만대에서 최대 320만대로 낮추고, 중국 목표 영업 이익률도 4%~6%로 하향했다. 북미와 중국 양대 시장에 집중하는 전략으로 선회했던 GM도 중국에서 고전을 면치 못하고 있다. 2017년 404만대(점유율 14.3%)까지 증가했던 GM 중국 판매량은 2025년 188만대(점유율 7.1%)까지 축소되었고, 2026년 중국 판매량은 150만대를 밑돌 것으로 예상된다.

현대기아
중국 점유율은
2012년 9.6%에서
현재 0.9%까지 감소

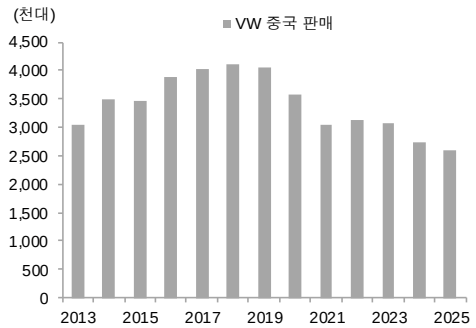
현대/기아의 중국 상황은 더 좋지 않다. 2012년 현대/기아 중국 시장 점유율을 9.6%까지 늘어났었으나, 현재 중국 시장 입지는 0.9%까지 감소했다. 2026년 CEO 인베스터 데이를 통해 현대차가 2030년 중국 판매를 50만대, 지난해 판매 대비 390% 늘리겠다고 밝히긴 했지만, 판매 부진 장기화에 따른 현대차/기아의 중국 딜러망 약화와 경쟁 심화 여파로 이러한 공격적인 중국 회복 목표 달성은 어려울 것으로 판단한다.

도표 6. 중국 자동차 시장 국가별 점유율



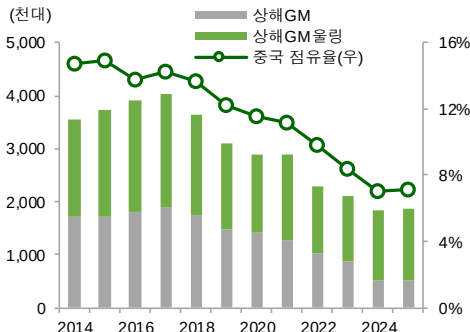
자료 : 중국승용차협회, 신영증권 리서치센터 / '26년은 7월 누계

도표 7. Volkswagen 중국 판매 추이



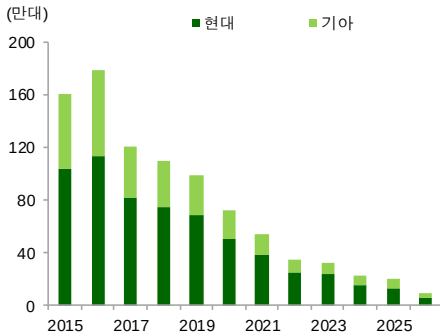
자료 : Volkswagen, 신영증권 리서치센터

도표 8. GM 중국 판매 추이



자료 : GM, 신영증권 리서치센터

도표 9. 현대차/기아 중국 판매



자료 : 현대차, 기아, 신영증권 리서치센터 / '26년은 7월 누계 기준

중국 자동차 수출은
2020년 108만대에서
2026년 1천만대
이상으로 증가할 전망

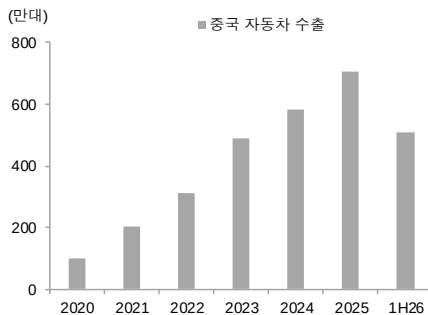
2026년 상반기
글로벌 판매 상위 10개
업체에 중국 업체가 3곳

중국 신차 시장 위축이 야기한 유럽 시장 경쟁 심화

중국 시장 경쟁 심화에 따라 중국 자동차 업체들은 해외로 눈을 돌리기 시작했다. 중국 자동차 수출은 2022년 독일 제치고 자동차 수출 세계 2위 등극했으며 Chery 자동차는 2024년 중국 업체 최초로 연간 수출 1백만대를 돌파했다. 그 뒤를 이어 BYD, 상해기차, 장안기차, Geely, 장성기차가 중국 수출 상위권에 포진해 있다. **2026년 상반기 중국 자동차 수출은 전년 동기 대비 65% 늘어난 510만대를 기록 중이며, 올해 연간 자동차 수출은 1천만대를 돌파할 전망이다.** 과거와 달라진 점은 시장 다변화이다. 2023년까지만 해도 중국산 자동차의 주요 수출처는 러시아와 중앙아시아였다. 그러나 2026년 상반기, 러시아 & 중앙아시아 비중은 15%로 2023년 대비 10%p 줄어들었고, 유럽, 중남미, 아시아, 아프리카/중동 비중이 그만큼 늘어났다.

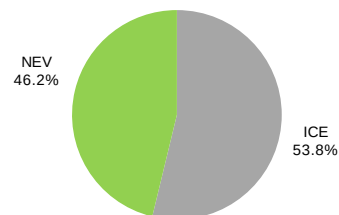
이처럼 중국 업체들의 해외 진출 확대에 따라 세계 시장에서도 경쟁 구도가 바뀌고 있다. **2026년 상반기 Toyota가 글로벌 1위를 수성하고 있으나, 상위 10개 기업에 무려 3곳의 중국 업체가 이름을 올렸다.** 2020년까지만하더라도 상위 10개 기업에 중국 업체는 단 한 곳도 없었다. 그러나 팬데믹 이후 카플레이션 속에서 세계 최대 시장으로 부상한 중국 시장 지배력 확대와 유럽, 남미, 아세안으로 진출을 확대하는데 힘입어 BYD, Geely, Chery가 상위 10개 업체에 진입했으며, 상하이 자동차는 11위로 Ford를 추월하기 직전이다.

도표 10. 중국 자동차 수출 추이



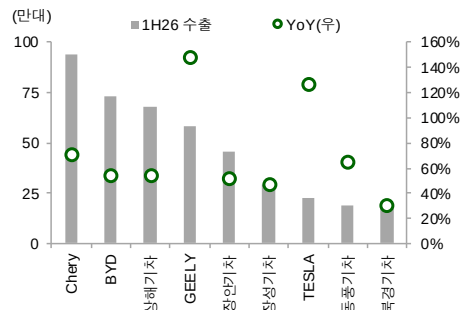
자료 : ECG, 신영증권 리서치센터

도표 11. 2026년 상반기 중국 자동차 수출 차종별 구성



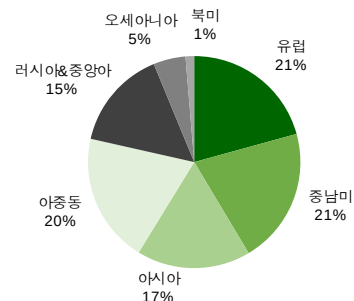
자료 : ECG, 신영증권 리서치센터

도표 12. 2026년 상반기 업체별 중국 수출



자료 : ECG, 신영증권 리서치센터

도표 13. 2026년 상반기 중국 자동차 수출 국가별 구성



자료 : ECG, 신영증권 리서치센터

중국 자동차 업체들의
유럽 시장 점유율은
2023년 2% 미만에서
7월에는 11%까지 확대

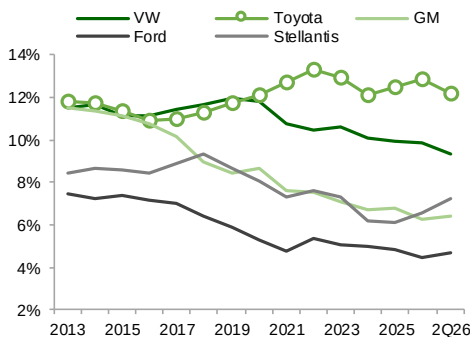
이러한 중국 업체들의 해외 시장 진출 확대에 따라 Volkswagen, Toyota, GM, 현대차 등 전통 업체들의 글로벌 점유율은 하락하고 있다. 글로벌 상위 10위 내에 있는 전통 자동차 업체 중에서 팬데믹 이전보다 글로벌 점유율이 상승한 업체는 인도 시장 진출을 통해 신시장을 개척한 기아와 글로벌 HEV 시장을 지배하고 있는 Toyota 뿐이다.

중국 시장에 이어 세계 3대 시장 중 중국 업체들의 입지가 빠르게 확대 중인 곳은 유럽 신차 시장이다. 유럽 신차 시장 수요는 계속해서 팬데믹 이전 수준을 회복하지 못하고 있는데, 신차 가격 상승 속 소비자의 구매력 약화가 주요 원인으로 꼽히고 있다.

중국 자동차 업체들의
독일, 영국 시장 점유율은
현대/기아를 따라잡거나
추월

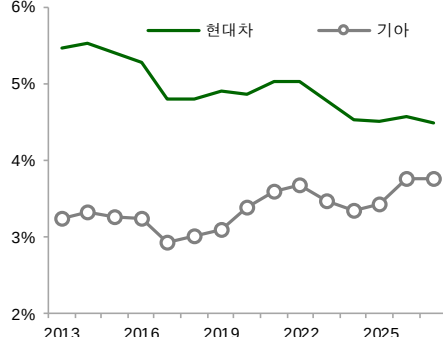
이러한 유럽 소비자들의 구매력 약화를 가성비가 뛰어난 중국 업체들이 공략해 나가고 있으며, 중국 업체들의 유럽 신차 시장 점유율은 2023년 2% 미만에서 지난 7월에는 11%를 뛰어넘었다. 과거에는 동유럽 시장에서 입지가 강했다면 최근에는 중국 업체들이 서유럽으로 지배력을 확대 중이고 2026년 들어서는 영국, 독일, 스페인 등 주요 유럽 시장에서 중국 브랜드의 점유율이 현대/기아 점유율을 추월하거나, 턱밀까지 쫓아왔다.

도표 14. VW, Toyota, GM 글로벌 점유율



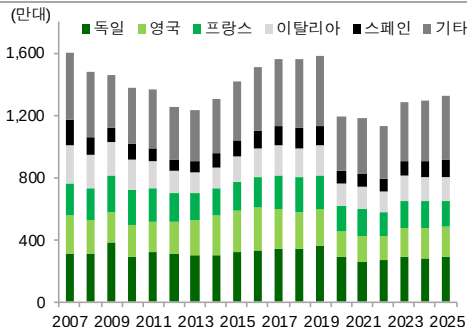
자료 : 각 사, 신영증권 리서치센터

도표 15. 현대차, 기아 글로벌 점유율 추이



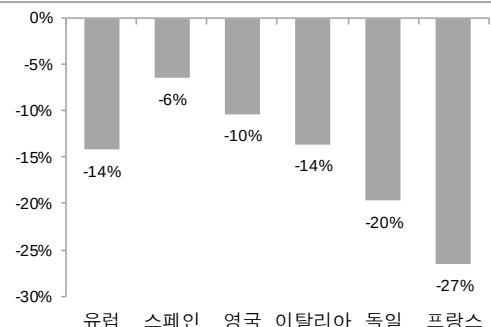
자료 : 각 사, 신영증권 리서치센터

도표 16. 연도별 유럽 신차 수요 추이



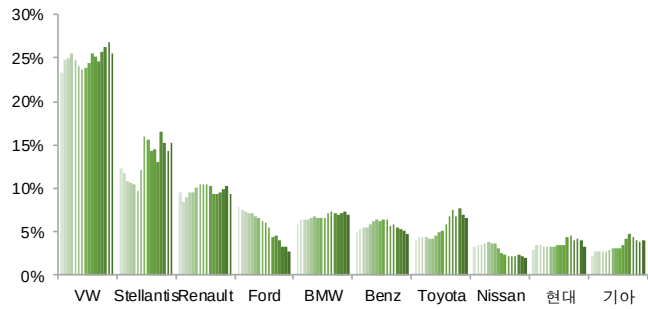
자료 : ACEA, 신영증권 리서치센터

도표 17. 2019년 상반기 대비 2026년 상반기 신차 수요



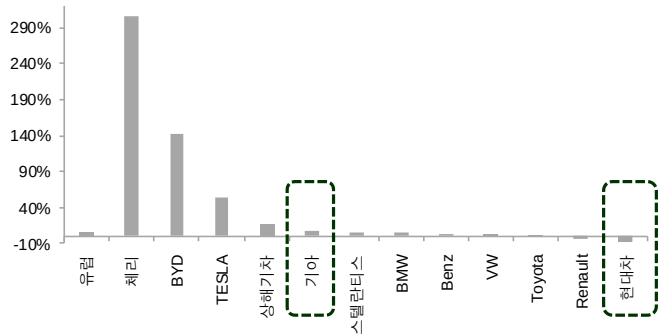
자료 : ACEA, 신영증권 리서치센터

도표 18. 주요 완성차 업체들의 유럽 신차 시장 점유: 2011~1H2026



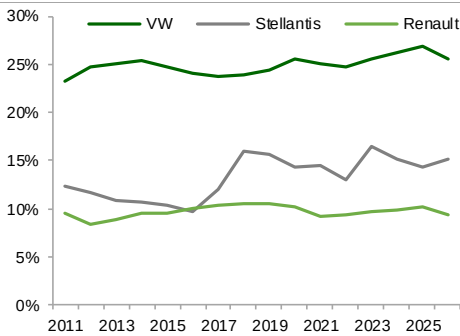
자료 : ACEA, 신영증권 리서치센터

도표 19. 2026년 상반기 주요 업체들이 유럽 신차 등록 증가율 (전년 동기 대비)



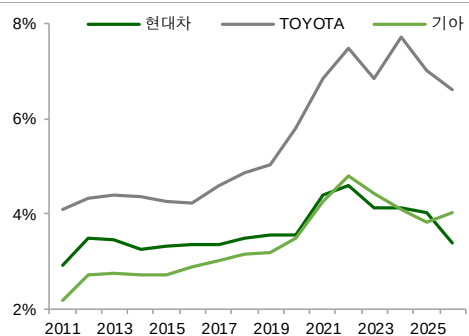
자료 : ACEA, 신영증권 리서치센터 / 유럽은 EU+EFTA+영국 기준

도표 20. 유럽 자동차 업체들의 유럽 신차 시장 점유율



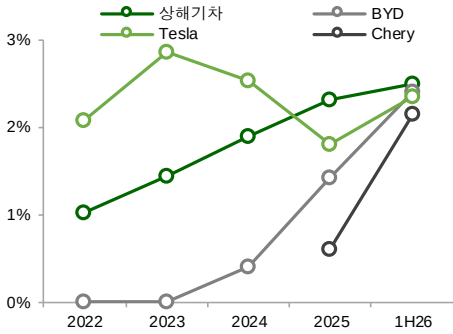
자료 : ACEA, 신영증권 리서치센터

도표 21. 현대차&기아, TOYOTA 유럽 신차 시장 점유율



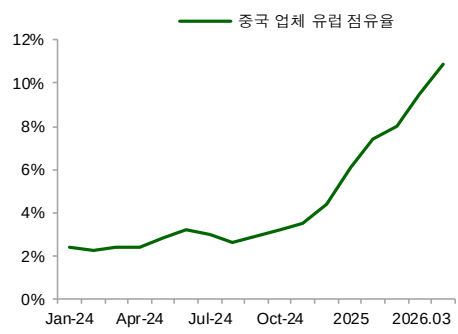
자료 : ACEA, 신영증권 리서치센터

도표 22. TESLA, 중국 주요 업체들의 유럽 신차 시장 점유율



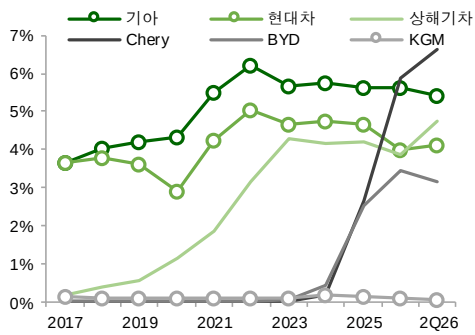
자료 : ACEA, 신영증권 리서치센터

도표 23. 중국 자동차 업체들의 유럽 시장 점유율



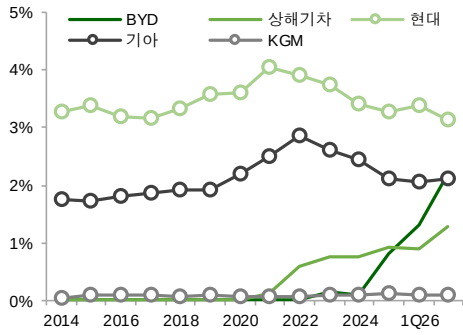
자료 : JATO, 신영증권 리서치센터

도표 24. 영국 신차 시장 점유율 추이



자료 : Marklines, 신영증권 리서치센터

도표 25. 독일 신차 시장 점유율 추이



자료 : Marklines, 신영증권 리서치센터

가동률 개선을 위한 위탁생산

손익분기점 판매량 감축에 착수한 Volkswagen과 Toyota

VW은 중국 업체들의
유럽 시장 공세가 격화될
것으로 예상

유럽 시장 1위 업체인 Volkswagen은 유럽 현지 공장 가동에 따라 중국 업체들의 유럽 공세가 향후 더 격화될 것으로 예상하며, 이에 구조적인 비용 절감이 필수적으로 보고 있다. 이러한 비용 절감 계획의 일환으로 Volkswagen은 2024년 독일에서 5만명을 감원하는 계획을 수립했고, 현재까지 약 2.1만명의 근로자가 퇴사했다.

VW은 2030년
영업이익률
8%~10% 목표.
이를 위해 비용 절감
추진 중

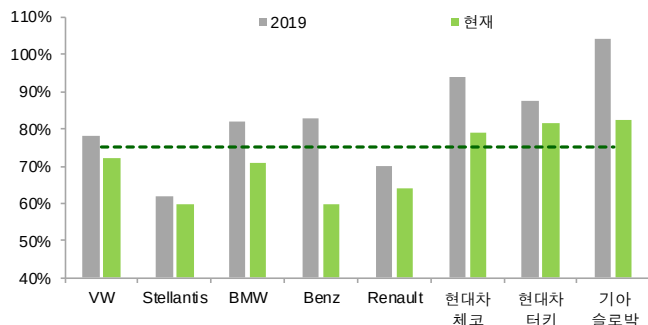
그럼에도 불구하고 복잡한 조직 구조로 인해 Volkswagen의 간접비는 경쟁 업체 대비 여전히 30% 높은 수준이다. VW은 간접비 비율을 현재 16%(차량 사업부 기준)에서 2030년 12%까지 낮추어 영업이익률을 8%~10%까지 개선하는 것을 목표로 하고있다. 이러한 간접비의 60%를 인건비가 차지하기 때문에 Volkswagen은 기존 독일에서 5만명 감원시키기로 한 데 이어 글로벌 사무직 직원을 약 5만명 추가 감원하는 것을 목표로 하고있다.

VW은 글로벌 캐파를
1,200만대에서 900만대
로 축소하고 손익분기점
판매량을 800만대
이하로 낮추는 중

이러한 감원에 맞추어 글로벌 자동차 생산능력 감축도 병행하고 있다. 과거 Volkswagen은 연 1,200만대 생산능력에 맞추어 투자를 집행해 왔다. 문제는 팬데믹 이전 1천1백만대에 육박했던 글로벌 판매량이 2020년 이후 1천만대를 지속 밀돌고 있다는 것이다. 이에 Volkswagen은 지난 2년 동안 7개의 공장을 폐쇄하며 생산능력을 200만대 줄여왔다.

이에 지난 10년 동안 각고의 노력에도 달성하지 못했던 독일 공장 20% 비용 절감을 2025년에 달성하고 만다. 그럼에도 독일 공장의 대당 생산 비용은 여전히 4,500 유로 수준으로 경쟁사 대비 높은 편이고, 하노버 공장은 체코 공장 대비 무려 5배 이상 높은 수준이다.

도표 26. 2019년과 현재의 주요 완성차 업체들의 유럽 공장 가동률



자료 : Bloomberg, 각 사, 신영증권 리서치센터 / 현대차&기아의 '현재' 가동률은 2026년 상반기 기준, 그 외는 2025년 기준

중국 업체들의
유럽 자동차 생산은
2030년 150만대까지
늘어날 전망

Volkswagen은 이러한 높은 비용 구조로는 중국 업체들의 유럽 현지화 확대
공세에 대응할 수 없다고 보고 있다. 2026년 전후 BYD, Chery 등 주요 중국
업체들은 헝가리, 스페인 등에서 유럽 현지 공장 가동 개시를 추진 중이다.

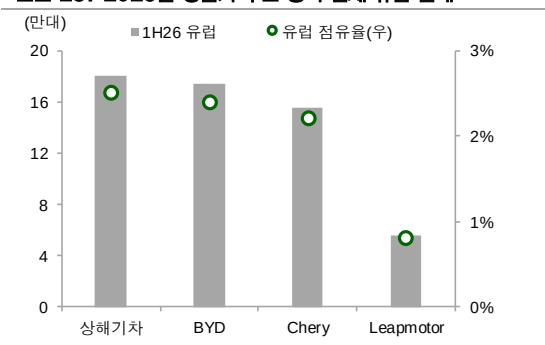
이러한 유럽 현지 공장 가동에 따라 중국 업체들의 유럽 생산량이 2030년
100만대, 2030년에는 무려 150만대까지 증가할 것으로 예상되기 때문에
Volkswagen은 구조조정과 캐파 감축을 서둘러야 한다는 입장이다.

도표 27. 주요 중국 자동차 업체들의 유럽 완성차 공장

업체	국가	내 용
상하이 자동차	스페인	* 유럽 내 중국 브랜드 중 최다 판매량을 기록 중 * 상하이 자동차는 스페인 갈리시아에 공장을 건립하여 2028년 양산 개시 목표 * 이는 상하이 자동차의 첫 번째 유럽 공장 * 6월 발표를 통해 스페인 공장 생산능력은 연간 12만 대 규모라고 밝힘
BYD	헝가리, 스페인	* 유럽 내 중국 브랜드 중 판매 2위를 기록 중인 BYD는 2028년까지 유럽용 전기차 전체를 현지에서 생산하는 것을 목표로 함 * BYD는 유럽에 대규모 생산 공장을 건설한 최초의 중국 브랜드 * 4Q26 가동 개시 예정인 BYD의 첫 번째 유럽 공장, 헝가리 공장은 연간 30만 대의 잠재적 생산 능력은 연 30만대 * BYD는 스페인을 유력 후보지로 하여 유럽 2공장 부지를 물색 중 * 5월 기준, 헝가리 공장 양산 개시 외에도, BYD는 가동률이 저하된 공장을 인수하기 위해 Stellantis 및 기타 유럽 완성차 업체들과 협상 중
Chery	스페인, 영국	* Jaecoo, Lepas, Omoda 등을 통해 유럽에 진출한 Chery는 중국 브랜드 중 유럽 3위 업체 * Ebro와의 합작 스페인 공장 지분 40%를 보유 * 바르셀로나 공장에서 반제품(CKD/KD) 조립 방식으로 차량을 생산 * Nissan 영국 선더랜드 공장에서도 2027년 생산 개시 예정
Geely	스페인	* Ford와 스페인 합작공장 설립 (Geely 지분 34%) * 1H27 운영 개시 예정이며, 1H28부터 친환경차 출고 개시 예정

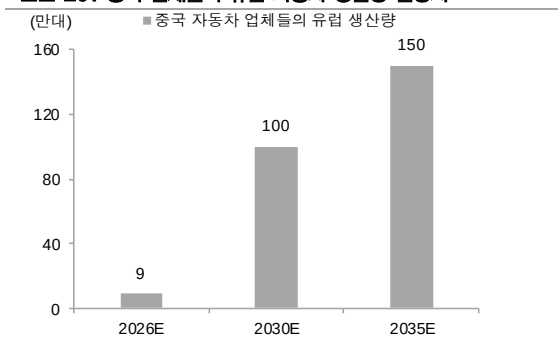
자료: 각 사, 언론 보도 종합, 신영증권 리서치센터

도표 28. 2026년 상반기 주요 중국 업체 유럽 판매



자료: ACEA, 신영증권 리서치센터

도표 29. 중국 업체들의 유럽 자동차 생산량 전망치



자료: Mobility Global, 신영증권 리서치센터

VW은
추가 1백만대
캐파 축소 검토 중

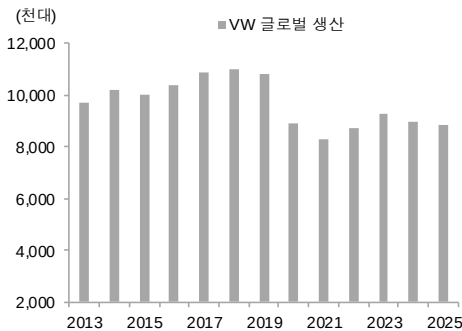
중국 업체와
경쟁 심화를 대비해
유럽 제조원가
절감 추진

이에 이미 글로벌 생산 능력을 이미 200만대 줄였지만, Volkswagen은 2030년까지 중국과 유럽에서 각각 50만대를 줄여 글로벌 캐파를 900만대까지 추가 축소하고, 손익분기점 판매량을 800만대로 낮추는 원가구조 개편을 추진하고 있다.

추가적인 구조조정과 체질 개선을 통해 독일 공장의 공장별 대당 제조원가를 궁극적으로 3천유로까지 낮추는 것이 목표이다. 상대적으로 인건비 부담이 낮은 스페인, 헝가리 등 남유럽과 동유럽에 공장을 건설하며 중국 업체들이 유럽 진출을 확대하고 있기 때문에 가동률이 떨어지는 공장으로는 경쟁하기 어렵다고 판단했기 때문이다.

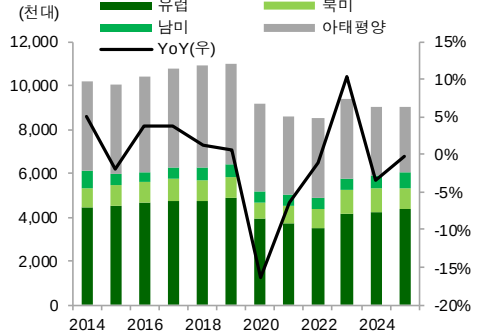
2분기 실적 발표에서 Volkswagen은 아직 유럽 50만대 캐파 추가 축소가 최종 결정된 것은 아니라고 밝혔다. 방산 등 다른 산업으로의 용도 전환과 중국에서 개발된 VW 그룹의 모델을 생산하는 방안 등 여러가지 유럽 공장 활용 방안을 열어두고 있는 상태이다. 다만 대안 활용방안을 찾지 못한다면 유럽에서 생산 능력 50만대 감축은 불가피할 것으로 판단한다.

도표 30. Volkswagen 글로벌 생산량 추이



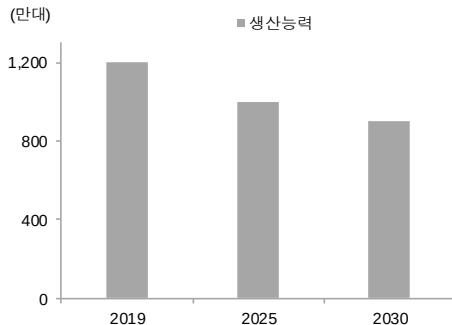
자료 : Volkswagen, 신영증권 리서치센터

도표 31. Volkswagen 글로벌 판매 추이



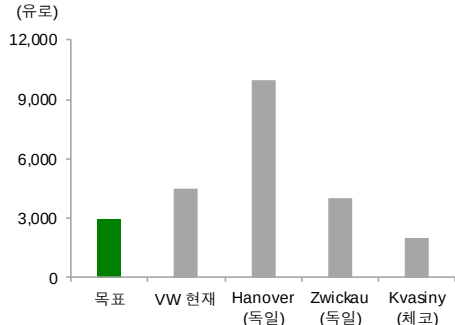
자료 : Volkswagen, 신영증권 리서치센터

도표 32. Volkswagen 글로벌 생산능력 감축 계획



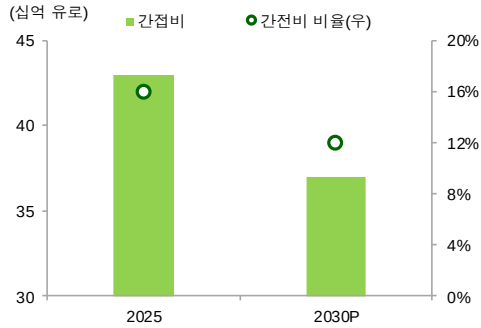
자료 : Volkswagen, 신영증권 리서치센터

도표 33. Volkswagen 공장별 대당 제조원가와 목표



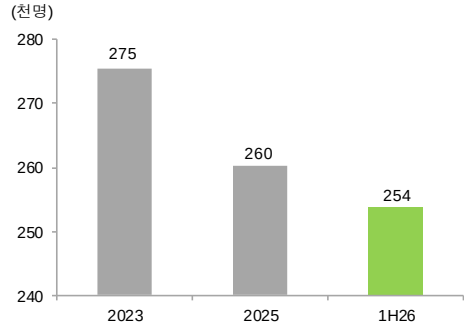
자료 : Volkswagen, 신영증권 리서치센터

도표 34. Volkswagen의 간접비 절감 목표



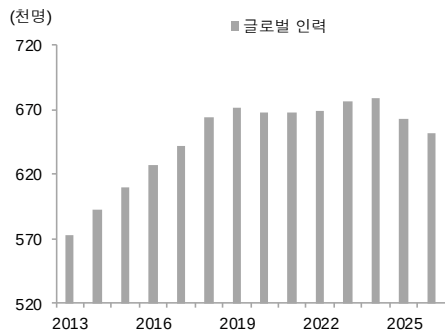
자료 : Volkswagen, 신영증권 리서치센터

도표 35. Volkswagen 그룹의 독일 근로자 추이



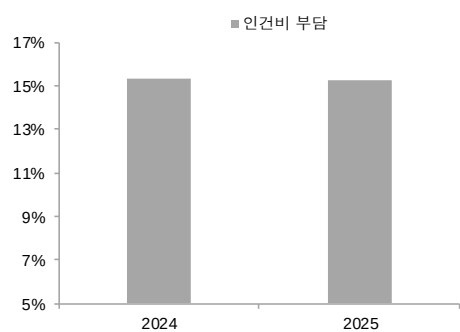
자료 : Volkswagen, 신영증권 리서치센터

도표 36. Volkswagen의 직원수 추이



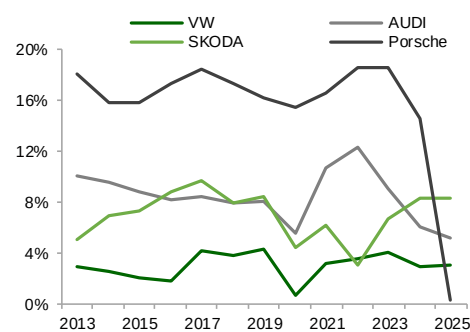
자료 : Volkswagen, 신영증권 리서치센터 / 2026년은 상반기 기준

도표 37. Volkswagen 인건비 부담



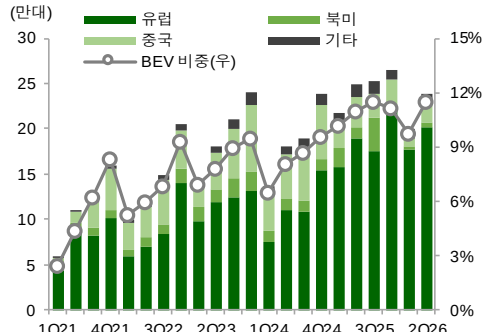
자료 : Volkswagen, 신영증권 리서치센터

도표 38. Volkswagen의 주요 브랜드 영업이익률



자료 : Volkswagen, 신영증권 리서치센터

도표 39. Volkswagen 글로벌 BEV 판매 추이



자료 : Volkswagen, 신영증권 리서치센터

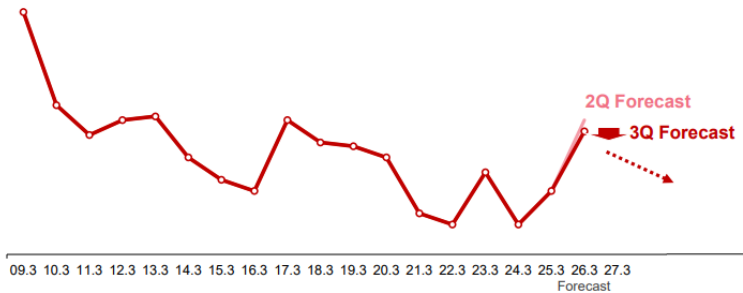
TOYOTA는
손익분기점 판매량을
낮추기 위해
인력, 제품 믹스 등
전차 차원 점검 계획

Volkswagen처럼 구체적인 글로벌 캐파 조정 목표를 수립하지는 않았지만, 글로벌 판매 1위 왕좌를 수성하고 있는 Toyota 역시 손익분기점 판매량을 낮추기 위해 노력하고 있다. 지난 4월 새롭게 취임한 Toyota의 곤 겐타 CEO는 보호무역주의 확대, 지정학적 리스크 등 대외 환경 불확실성이 커지는 상황 속에서 손익 구조 방어를 위해서는 손익분기점 판매량을 낮추는 것이 필수적이라고 보고 있다. 서브프라임 사태 당시의 800만대 이상만큼은 아니지만 미국의 관세와 비용 증가 여파로 최근 들어서 손익분기점 달성을 위해 필요로 하는 판매량이 증가 추세에 있기 때문이다.

이에 Toyota는 2026년 회계연도(2025년 4월~2026년 3월)에 역대 최대 연결 판매 실적을 기록했음에도 2년 연속 감익에서 벗어나지 못했고, 영업이익률은 2024년 회계연도 11.9%에서 2026년 회계연도에는 7.4%까지 낮아졌다. 2026년 회계연도에만 비용 부담이 전년 대비 약 2조엔 증가했기 때문이다. 이러한 비용 부담과 증가 추세에 있는 손익분기점 판매량을 다시 낮추기 위해 Toyota는 인력, 제품 믹스 등 전차 차원의 점검을 실행할 계획이다.

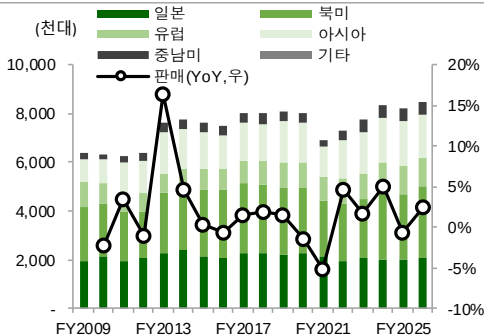
도표 40. Toyota의 손익분기점 판매량 추이

Trend of break-even volume



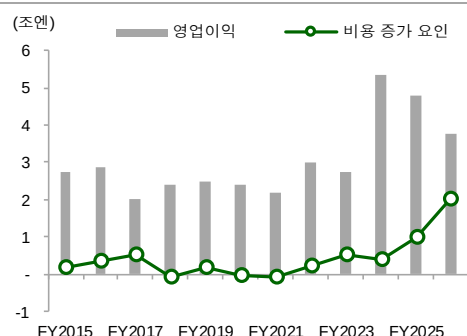
자료 : TOYOTA, 신영증권 리서치센터

도표 41. TOYOTA 글로벌 생산량



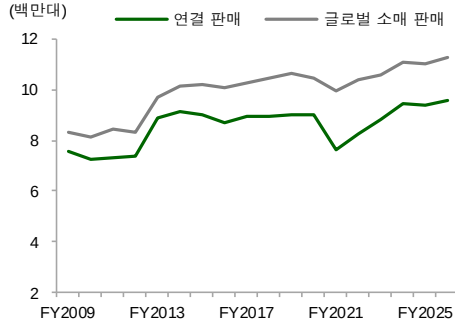
자료 : TOYOTA, 신영증권 리서치센터 / 연결 기준

도표 42. TOYOTA 영업이익과 연간 비용 증가 요인



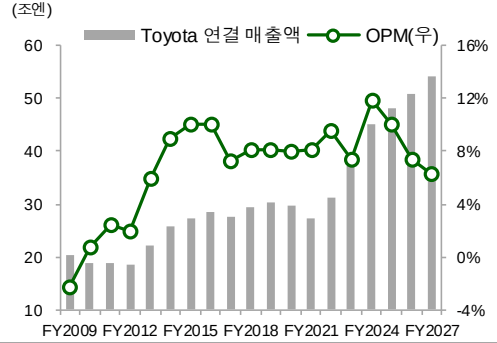
자료 : TOYOTA, 신영증권 리서치센터 / 연결 기준

도표 43. TOYOTA 글로벌 판매량



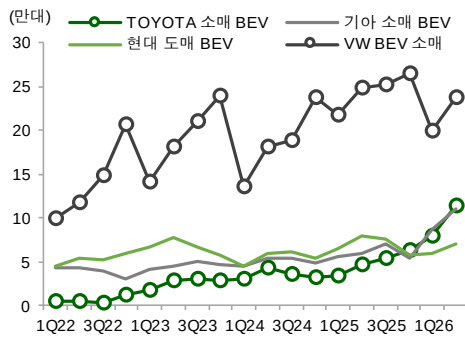
자료 : TOYOTA, 신영증권 리서치센터

도표 44. TOYOTA 매출액과 영업이익률



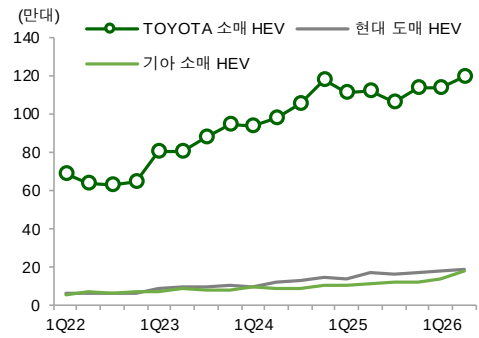
자료 : TOYOTA, 신영증권 리서치센터 / FY2027은 가이던스

도표 45. TOYOTA 글로벌 BEV 소매 판매



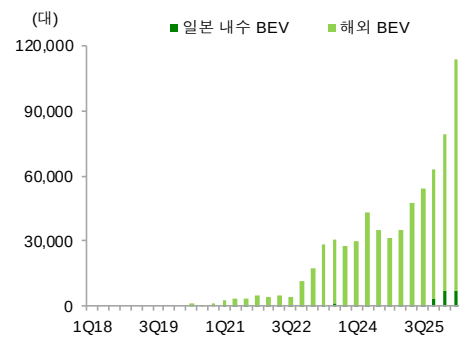
자료 : 각 사, 신영증권 리서치센터 / 현대차는 도매 기준

도표 46. TOYOTA 글로벌 HEV 소매 판매 추이



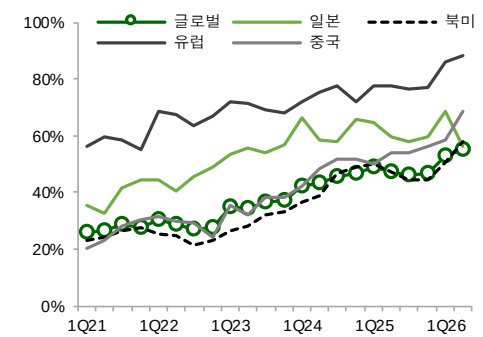
자료 : 각 사, 신영증권 리서치센터 / 현대차는 도매 판매 기준

도표 47. TOYOTA 일본 & 해외 BEV 소매 판매 추이



자료 : TOYOTA, 신영증권 리서치센터

도표 48. TOYOTA 지역별 판매 중 친환경차 비중



자료 : TOYOTA, 신영증권 리서치센터 / FY2027은 가이던스

Ford, Nissan, Stellantis의 공여지책

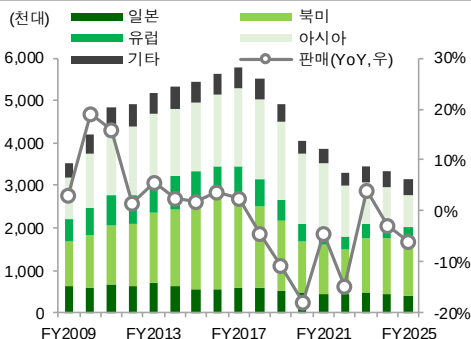
실적 부진 장기화 여파로
NISSAN 순현금은
1.8조원에서
9,692억까지 감소

실적 부진 장기화 여파로 글로벌 업체 중 NISSAN은 특히나 어려운 상황에 부닥쳐있다. 지난 FY1Q26(26년 4월~6월)에 2년 만에 첫 분기 순익 흑자를 기록하긴 했지만 FY2017 회계연도 557만대에 달했던 NISSAN 글로벌 판매는 지난 회계연도에 315만대까지 줄어들었으며, 지난 2년간의 누적 순적자는 무려 1.2조원에 달한다. FY2025까지 2년 연속으로 자동차 사업부가 영업적자에 벗어나지 못하고 있는 가운데 연간 5천억원 규모의 CAPEX와 6천억원 규모의 R&D 부담까지 맞물리며 NISSAN의 자동차 사업 Free cash flow는 2년 연속 마이너스를 기록 중이며, FY2017 1.8조원에 달했던 NISSAN 차량사업부 순현금은 현재 9,692억까지 줄어들었다.

NISSAN은
총 5천억원 규모의
비용 절감 추진

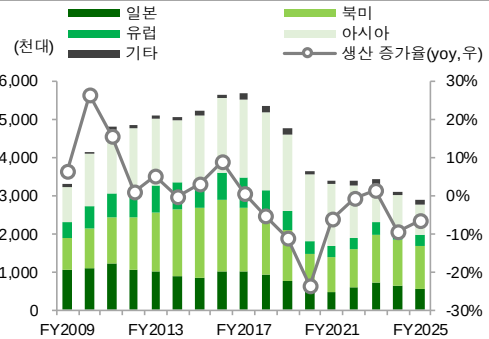
판매 감소 속 재무구조 악화에 따라 2026~2027년 NISSAN은 체질 개선을 위해 전사적인 조직 개편, 비용 절감을 추진하고 있다. FY2025년까지 지난 10년 중 5년이나 자동차 사업부가 영업 적자를 기록한 NISSAN은 결국 요코하마 글로벌 본사를 매각했으며, FY2026 회계연도 말까지 고정비 2,500억원, 변동비 2,500억원 등 총 5천억원 규모의 비용 절감을 달성한다는 체질 개선 목표를 수립했다.

도표 49. NISSAN 글로벌 판매 추이



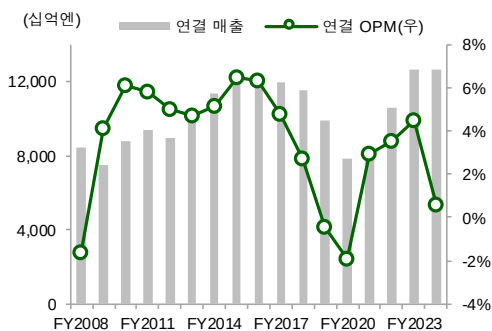
자료 : NISSAN, 신영증권 리서치센터

도표 50. NISSAN 글로벌 생산 추이



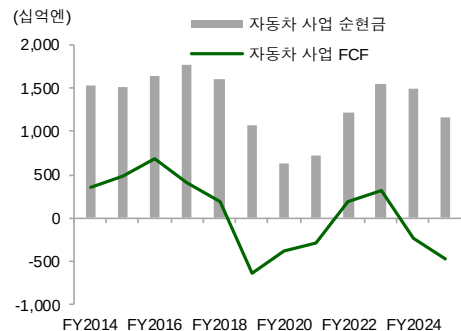
자료 : NISSAN, 신영증권 리서치센터

도표 51. NISSAN 자동차 사업부 매출과 영업이익률



자료 : NISSAN, 신영증권 리서치센터

도표 52. NISSAN 차량사업부 잉여현금흐름과 순현금



자료 : NISSAN, 신영증권 리서치센터

NISSAN
연결 캐파를
350만대에서
250~300만대로
감축하고,
2만명 감원 계획

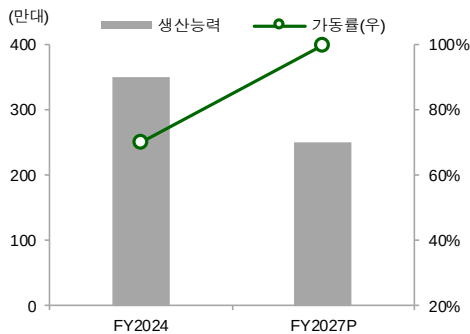
이러한 체질 개선 계획 달성을 위해 NISSAN은 2028년 3월까지 글로벌 생산 거점을 17곳에서 10개로 통폐합하여 연결 기준 연간 생산능력을 350만대에서 250만~300만대까지 낮추고, 글로벌 인력을 2만명 감원할 계획이다. 이를 통해 연결 기준 가동률을 현재 70% 수준에서 100%까지 끌어올려 2년 연속 영업적자를 지속 중인 차량 사업부 수익성을 개선하겠다는 것이다.

NISSAN
남아공 공장을
Chery에게 매각

이러한 NISSAN의 글로벌 캐파 통폐합 작업에서 Chery와의 협력이 눈에 띄는 부문이다. 올해 1월 NISSAN은 남아프리카 공장을 Chery에 매각하는 데 합의했다. NISSAN의 기타 지역 판매가 FY2014 52.6만대에서 FY2025에는 37만 대까지 줄어든 영향이 컸을 것이다.

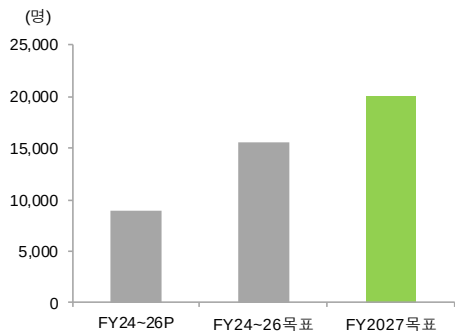
반면 중국 자동차 업체들의 남아공 시장 점유율은 2025년 16.8%까지 늘어났으며, 장성기차 등 다수의 중국 업체가 아프리카 현지 생산을 모색해 왔다. 결국 Chery는 지난 7월 NISSAN 남아공 공장을 최종 인수했으며, 개보수 작업을 완료한 이후인 2027년부터 가동할 예정이다.

도표 53. NISSAN 자동차 생산능력 감축 계획과 가동률



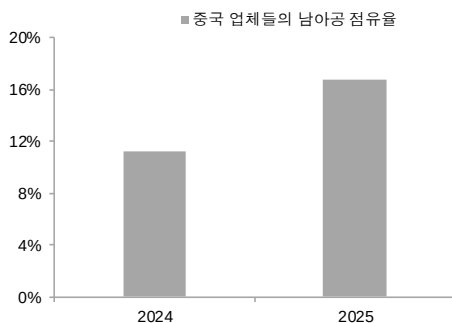
자료 : NISSAN, 신영증권 리서치센터 / 연결 기준

도표 54. NISSAN 감원 목표 변화 추이



자료 : NISSAN, 신영증권 리서치센터

도표 55. 중국 업체들의 남아프리카 공화국 신차 점유율



자료 : Reuters, 신영증권 리서치센터

도표 56. NISSAN, 남아공 공장을 Chery에 매각



자료 : Africa World, 신영증권 리서치센터

NISSAN
유럽 입지 축소에 따라
영국 선더랜드 공장
가동률이 50%까지 하락

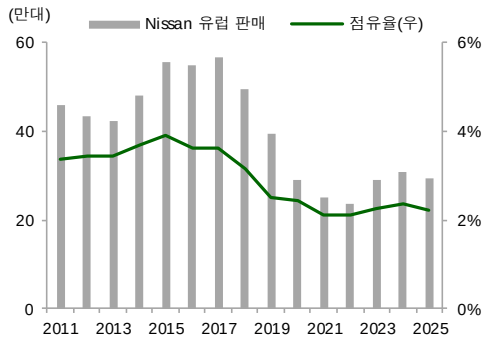
남아공에 이어 영국에서도 NISSAN과 Chery는 협력 방안을 찾아냈다. 2016년 51만대에 달했던 NISSAN 영국 생산량은 2025년 27만대까지 감소했으며, NISSAN 영국 선더랜드 공장 가동률은 50%수준까지 떨어졌다. 2014년 4%에 달했던 NISSAN 유럽 점유율이 최근 2%까지 줄어들었기 때문이다.

반면 Chery는 유럽 2대 시장인 영국에서 올해 7월 누적 기준 점유율을 6.4%(+4.8%p)까지 끌어올린 싹쓸이 강자이다. 올해 Chery 영국 판매량은 10만대를 아주 가볍게 넘길 전망이다, 영국 시장 지배력 강화를 위해서 Chery는 현지 생산을 검토하고 있던 상황이었다.

NISSAN
선더랜드 공장에서
2027년부터
Chery 차량
위탁 생산 계약 체결

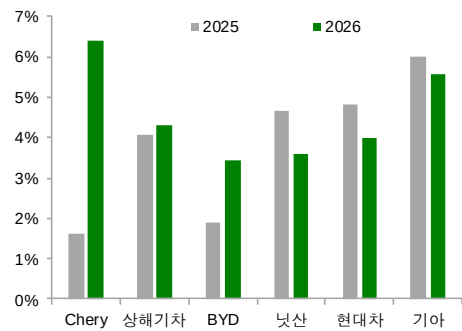
BREXIT 여파로 영국 공장의 활용도가 떨어진 가운데 중국 업체들의 공세로 유럽 입지가 구조적으로 감소하자 NISSAN은 궁여지책을 꺼내 들었다. 바로 영국 선더랜드 공장에서 2027년부터 Chery 자동차를 위탁 생산하는 양해각서(MoU)를 체결한 것이다. Chery 위탁 생산을 통해 영국 선더랜드 공장 고정비 부담을 낮추려는 방안이다.

도표 57. NISSAN 유럽 판매량 추이



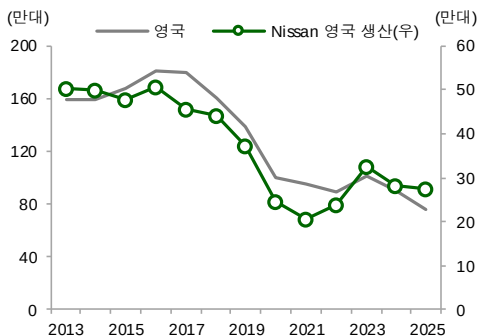
자료 : NISSAN, 신영증권 리서치센터

도표 58. 2025 & 2026년 영국 신차 시장 점유율



자료 : SMMT, 신영증권 리서치센터 / 7월 누적 기준

도표 59. 영국과 NISSAN 영국 생산량 추이



자료 : SMMT, NISSAN, 신영증권 리서치센터

도표 60. NISSAN, 영국 선더랜드 공장 Chery 생산 예정



자료 : EWWire, 신영증권 리서치센터

가동률이 50% 미만인 Ford 발렌시아 공장에서는 Geely 차량 생산 예정

NISSAN과 Chery의 영국 생산 협력처럼 Ford는 Geely와 스페인 생산 협력 체제를 구축했다. 유럽 시장 입지 축소 여파로 2024년 독일과 영국 등 유럽에서 4천명 감원 계획을 발표한 바 있는 Ford는 지난해 독일에서 1천명 추가 감원을 시사했다. 그럼에도 불구하고 Ford 역시 여전히 유럽 고정비 절감과 가동률 개선에 어려움을 겪고 있다. 연간 최대 50만대를 생산할 수 있는 Ford의 스페인 발렌시아 공장 가동률은 50% 미만을 밀돌아 온 것으로 알려져 있는데, 이에 Ford는 지난 7월 Geely와 발렌시아 공장을 공동으로 사용하기로 했다.

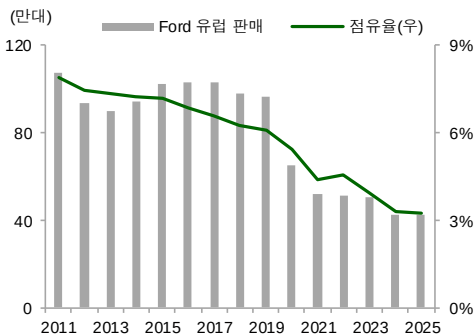
발렌시아 합작법인에 대한 Ford와 Geely의 지분율은 각각 66%, 34%이며 Ford의 Kuga, Bronco와 신모델, 그리고 Geely의 EV 모델 2종을 2028년 상반기부터 본격적으로 생산할 계획이다. 이러한 공장 공유를 통해 Ford는 유럽 시장 원가 경쟁력을 강화하고 2029년까지 5개 신모델을 출시하여 유럽 시장 입지 회복을 추진할 계획이다.

Stellantis도 Leapmotor등 위탁생산 통해 유럽 가동률 60%에서 80%까지 개선 계획

현재 유럽 공장 가동률이 60%에 불과한 Stellantis도 공장 폐쇄와 위탁 생산을 병행하여 2030년까지 유럽 가동률을 80%까지 개선시킬 계획이다. 이를 위해 2026년 5월, Stellantis는 중국 LeapMotor와 전략적 파트너십을 강화한다고 발표했다. 우선 LeapMotor의 B10 모델을 스페인 사라고사 공장에서 생산하고, 유럽 친환경차 경쟁력 강화를 위해 LeapMotor의 부품과 친환경차 공급망을 활용할 계획이다.

아울러 2028년 단산 예정인 씨트로엥 C4를 대신하기 위해 2028년 상반기부터 마드리드 공장에 LeapMotor의 모델을 투입하고, 공장 소유권도 이전하는 방안을 검토할 것이라고 밝혔다. LeapMotor 외에 동풍자동차와도 협력을 추진 중에 있는데 Stellantis는 현재 단 1개의 SUV 모델만을 생산 중인 프랑스 렌 공장에서 동풍자동차 모델을 위탁 생산할 예정이다.

도표 61. Ford 유럽 판매량과 점유율 추이



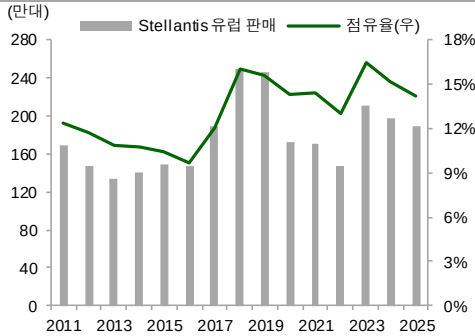
자료 : Ford, 신영증권 리서치센터

도표 62. Ford, 발렌시아 공장을 Geely와 합작으로 전환



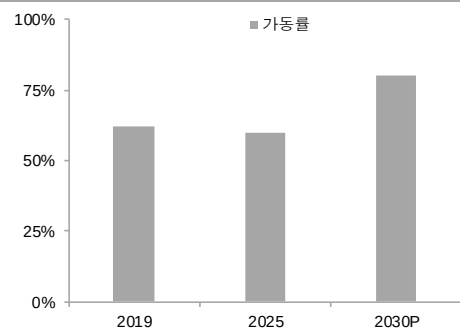
자료 : Ford, 신영증권 리서치센터

도표 63. Stellantis 유럽 판매량과 점유율 추이



자료 : Stellantis, 신영증권 리서치센터

도표 64. Stellantis 유럽 가동률 추이와 목표



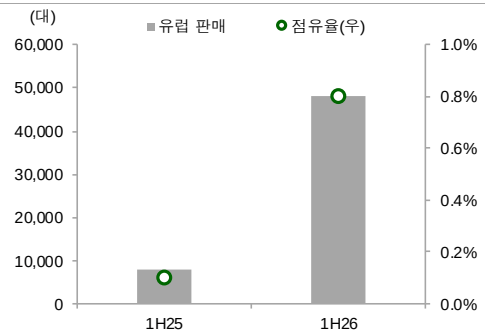
자료 : Stellantis, 신영증권 리서치센터

도표 65. Stellantis 유럽에서 중국 LeapMotor 생산



자료 : Stellantis, 신영증권 리서치센터

도표 66. LeapMotor 상반기 유럽 판매와 유럽 점유율



자료 : ACEA, 신영증권 리서치센터

도표 67. 글로벌 업체들의 유럽에서 중국 차량 생산 계획

업체	내 용
FORD	* 스페인 발렌시아 공장을 활용해서 Geely와 합작법인 설립 (지분 Ford 66%, Geely 34%) * 공동 생산으로 차량 제조원가 낮추고, 유럽 가격 경쟁력 강화 예정 * 1H27 운영 개시 예정으로 Ford 모델 3개, Geely Geely의 EV 2종 생산 계획 * 이를 통해 Ford는 경쟁 심화 중인 유럽에 2029년까지 5개 신차 출시해서 원가 & 상품 경쟁력 강화 계획
NISSAN	* 영국 선더랜드 공장에서 중국 Chery의 완성차를 위탁 생산하는 계약(MoU)을 체결 * 2027년부터 선더랜드 공장에서 Chery 차량 생산 개시 목표
Stellantis	1) 프랑스에서 동풍기차 모델 위탁 생산 예정 * Citroen SUV 단 1개 모델만 생산 중인 프랑스 렌 공장에서 동풍자동차의 프리미엄 브랜드 Voyah 차량을 위탁 생산할 예정 2) 스페인 공장에서 Leap Motor 위탁 생산 예정 * 사라고사 공장을 활용할 예정이며, 마드리드 공장 지분을 넘기는 방안도 검토 * 중국 기업들과의 파트너십에 대해 Stellantis는 유럽 시장에서 생산 물량과 성장을 동시에 확보할 수 있는 기회라고 밝힘
Volkswagen	* 공장 폐쇄는 최후의 수단이지만 유럽에서 추가적으로 생산능력을 50만대 감축 방안을 검토 중 * 향후 중국에서 생산되는 Volkswagen 모델 일부를 유럽 공장으로 가져와 생산하는 방안 등도 고려할 것 * 완성차 공장을 다른 산업 용도로 전환하는 방안 등 다각도로 검토할 것

자료: 각 사, 신영증권 리서치센터

우리나라에서도 시작된 위탁 생산

Chery,
1천억원 전환사채를
통해 KG모빌리티에
투자

Chery의 KG모빌리티 전환사채 1천억원 투자

2026년 8월 2일, Chery Global Innovations(Hong Kong)는 KG모빌리티에 1,081억원(\$7,500만)을 전환사채 형태로 투자한다고 발표했다. 표면 이자율 0%, 만기 이자율 1%로 발행된 전환사채의 전환청구기간은 2027년 8월 11일부터 2029년 7월 11일까지이며 전환 가액은 2,760원이다.

이번 전환사채 투자는 3년간 지속돼 온 KG모빌리티와 Chery의 협력이 확대됨을 뜻한다. 2024년 10월, KG모빌리티는 Chery와 전략적 파트너십과 플랫폼 라이선스 계약을 체결한 바 있다. KG그룹은 쌍용차를 인수한 후 KG모빌리티의 브랜드 전략을 “실용적 창의성”으로 천명한 바 있는데 Chery와 파트너십도 파워트레인, 플랫폼, 자율주행 기술 등 개발 비용 부담을 실용적으로 낮추기 위한 것이었다. 2025년 4월에는 KG모빌리티는 Chery와 글로벌 시장 공략을 위한 중·대형급 SUV 공동 개발 협약을 체결하고, Chery의 글로벌 플랫폼과 친환경 차까지도 협력 분야를 확대하기로 한다.

위탁 생산을 통한
고정비 절감과
수익성 개선 기회

1997년 설립되어 2001년에 첫 독자 모델을 출시한 후발 주자임에도 Chery는 중국 시장 3위이자, 자동차 수출 1위 기업으로 등극했으며, 2026년 7월에는 누적 글로벌 판매 2천만대를 돌파했다. 연 10만대 소규모 자동차 업체인 KG모빌리티가 이러한 파트너십을 통해 친환경차, SDV 부담을 낮출 수 있다는 것도 기대 요인이지만, 이번 전환사채 투자를 계기로 Chery 자동차 생산을 통한 고정비 절감과 수익성 개선 가능성이 커졌다는 것에 주목해야 할 것이다.

도표 68. KG모빌리티와 Chery 자동차의 제휴

일시	전략적 파트너십 및 협력 분야
2024.10	전략적 파트너십 및 플랫폼 라이선스 계약 체결 Chery 자동차와의 파트너십 및 기술협력을 통해 보다 다양한 모델을 개발하고, 신차 개발 기간을 단축할 계획
2025.04	중·대형급 SUV 공동 개발 협약 - 국내에 물론 글로벌 시장 공략을 위한 중·대형급 SUV를 공동 개발 - 자율 주행 및 최첨단 SDV(Software Defined Vehicle) 기반의 E/E 아키텍처(전기/전자 하드웨어 및 소프트웨어 등) 등 다양한 분야에서도 협력을 강화 방침 - 전략적 파트너십 분야를 Chery자동차의 글로벌 플랫폼, 내연기관뿐만 아니라 친환경 라인업까지 확대
2026.08	글로벌 동반성장을 위한 전략적 투자 계약 체결(\$7,500만 투자) - 양사는 KGM의 상품기획, 디자인, 차량 개발 노하우와 체리자동차의 친환경 파워트레인 및 글로벌 플랫폼 기술을 결합해 신차 개발에 속도를 낼 계획 - 프로젝트 ‘SE10’에 이은 두 번째 공동개발 프로젝트를 추진 - 글로벌 생산시설과 공급망, 판매 및 서비스 네트워크를 상호 활용하고, 사업성이 확인된 해외 전략 시장에 대해서는 구체적인 투자 방식과 협력모델을 검토

자료: KG모빌리티, 신영증권 리서치센터

도표 69. KG모빌리티의 전환사채 발행 관련 내용 (2026년 8월 3일)

구 분	내 용
발행주체	KG모빌리티
투자자	Chery Global Innovations (Hong Kong)
발행규모	1,081억4,250만원
발행 종류	전환사채
표면 이자율	0%
만기 이자율	1%
미전환 시 상환	2029년 8월 11일 103.0415% 상환
전환청구기간	2027/08/11~2029/07/11
전환가액	2,760원
전환에 따라 발행할 주식	KG모빌리티 보통주
전환에 따라 발행할 주식수	39,182,065주
주식총수 대비 비율(%)	16.22%
기발행 미상환 사채권이 모두 전환될 경우 Chery 지분	14.8% (신영증권 추정)

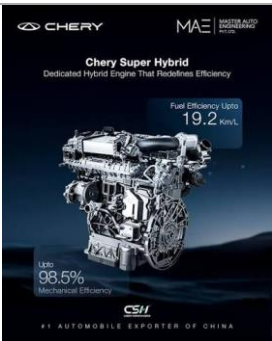
자료: KG모빌리티, 신영증권 리서치센터

도표 70. Chery T2X 플랫폼 기반의 KGM SE10



자료 : Autobuff, 신영증권 리서치센터

도표 71. Chery Super Hybrid(CSH) 엔진



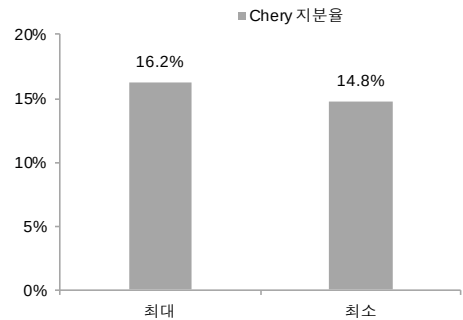
자료 : Chery, 신영증권 리서치센터

도표 72. Chery, KG모빌리티에 1천억원(전환사채) 투자



자료 : KG모빌리티, 신영증권 리서치센터

도표 73. Chery 최소 & 최대 지분을 추정



자료 : 신영증권 리서치센터

도표 74. Chery 자동차 동향

시점	내 용
2025.03	- Chery, 스마트 드라이빙 시스템 'Falcon' 공개 (Falcon 500, 700, 900) - Falcon 500은 Navigation-on-pilot 지원, 900은 VLA 모델을 활용하여 Level 3 자율주행 지원
2025.08	Huawei와 Chery는 합작 브랜드 'Luxeed'를 '2.0 단계'로 격상하기 위한 새로운 협력 계약을 체결
2025.10	- Chery는 600Wh/kg의 셀 에너지 밀도의 전고체 배터리 공개 2026년 시험 운영과 2027년 출시 계획 재확인 - Exeed의 Liefeng에 업계 최초로 전고체 배터리를 탑재할 계획
2026.01	Chery가 토론토 사무실을 개설하며 캐나다 시장 진출 준비에 착수
2026.03	2025년, Chery가 중국 업계 최초로 누적 수출 600만대를 돌파 - 전 세계 130여개의 국가에 진출하여 판매 중 - Chery, 주행거리 1,500km를 초과하는 전고체 배터리 공개 - 폴리머계 고체 전해질과 리튬이 풍부한 망간 기반 양극재를 채택한 600Wh/kg급 전고체 배터리는 1,500km 이상의 주행거리 제공 2027년 'Exeed ES8' 모델에 탑재 예정
2026.04	NVIDIA와 아를 활용한 Lv3~Lv4 자율주행, 휴머노이드 분야에서 파트너십 체결
2026.06	- 인도 Tata 자동차가 Chery 플랫폼을 라이선스 방식으로 도입하기로 결정 - 차세대 프리미엄 EV에 활용할 계획 - Nissan이 영국 선더랜드 공장에서 Chery 자동차를 위탁 생산하는 계약을 체결 50% 수준에 머물러 있는 Nissan 영국 공장 가동률을 개선시키기 위한 전략의 일환 - Chery, 네덜란드에서 UN/ECE R171 안전관리시스템 인증 획득 - UN/ECE R171은 운전자 지원 시스템에 대한 세계 최초의 통일된 기술 - 규정이며, 네덜란드의 인증으로 EU 전역에서 인정됨
2026.07	- Chery가 말레이시아에서 iCar V23 생산 개시 - Chery 말레이시아 조립 공장 생산 능력은 연 10만대, 향후 최대 30만대까지 증설 가능 - Chery 자동차가 Nissan 남아공 공장을 인수 2027년 중반 개시를 위해 신규 설비를 도입해 공장을 업그레이드 할 계획 5월 누계, Chery는 남아공 시장 2위에 등극 - Chery가 중국 업체로는 최초로 월 수출 20만대를 돌파 2026년 7월 판매량은 276,820대(YoY +23.3%)로 역대 최대치이며, 7월 수출은 202,533대(YoY +70.1%) 기록 7월 누계 판매량은 163만대(YoY +10.1%)
2026.08	Chery 산하 휴머노이드 업체 AiMOGA Robotics(지분 77%보유)가 IPO 추진할 계획이라고 밝힘

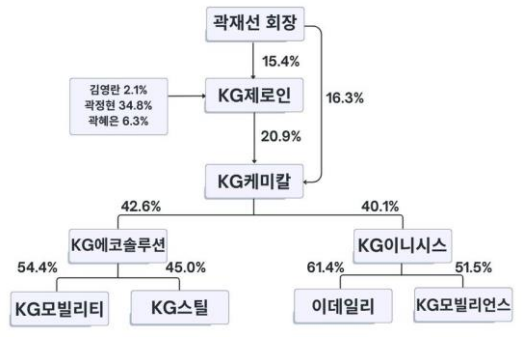
자료: Chery, 언론 보도, 신영증권 리서치센터

이번 투자유치로 인해 KG모빌리티가 재무적으로나, 기술적으로 Chery에 종속 되는 것이 아니냐 하는 우려도 존재하는 듯하다. 과거 쌍용차 시절 상하이자동차의 토사구팽 논란도 있었기 때문에, 일리 있는 우려이긴 하지만 **현재의 글로벌 자동차 산업은 '종속'보다 '생존'을 우선시해야 하는 상황이다.**

2022년 KG그룹은 쌍용차를 인수했다. 2003년 법정관리에 있던 경기화학(현재 KG케미칼)과 2019년 워크아웃 상태였던 동부제철(현재 KG스틸)을 인수하여 턴어라운드 성공시키며 2022년 당시 공정 자산 총액 5.3조원으로 재계 71 위까지 도약하며 KG그룹은 재건 실력을 보여줬다. 그러나 실적 부진 장기화에 팬데믹까지 겹치며 자본 잠식에 처했던 쌍용차를 인수하여, 성공적으로 재건시키는 것은 상당한 도전적인 과제이다.

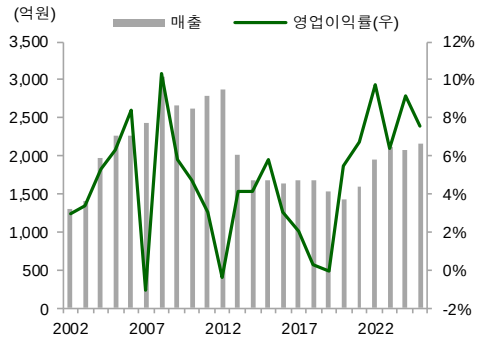
KG그룹으로 인수된 직후인 2023년 KG모빌리티가 영업 흑자 전환에 성공하기는 했지만 지난 3년간 연간 영업이익률은 아직 1% 수준이고, 지금은 기술 패러다임 변화 속에 전통 글로벌 업체들과 Tesla와 같은 신생 업체, 그리고 중국 업체들이 미래 자동차 시장 패권을 두고 각축전을 벌이는 춘추전국시대이기 때문이다.

도표 75. KG그룹 지분 구조



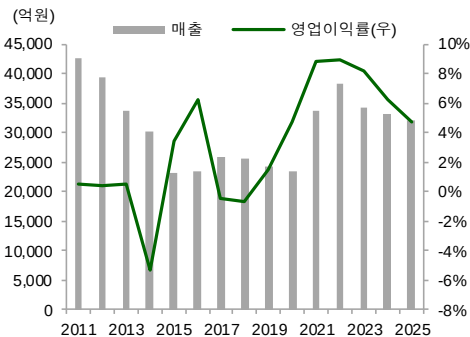
자료 : 한스경제, 신영증권 리서치센터

도표 76. KG케미칼 별도 매출액과 영업이익률



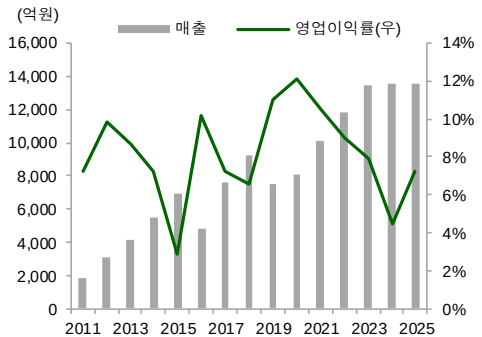
자료 : Quantwise, 신영증권 리서치센터 / 2003년 인수

도표 77. KG스틸 연결 매출액과 영업이익률



자료 : Quantwise, 신영증권 리서치센터 / 2019년 인수

도표 78. KG이니시스 연결 매출액과 영업이익률



자료 : Quantwise, 신영증권 리서치센터 / 2011년 인수

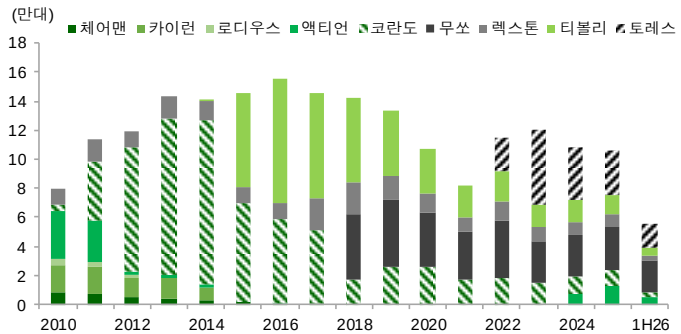
가동을 개선을 위해 필요한 위탁 생산

중국 업체에 대한 종속 우려와 그리고 쌍용차 시절 상하이 자동차와의 시너지 창출 실패 우려를 경계해서 그런지, 언론을 통해 KG모빌리티는 Chery 경영권 참여도 없고, Chery 자동차 위탁 생산 계획도 없다고 밝혔다. 그러나 필자는 KG모빌리티가 Chery 자동차를 위탁생산 한다면, 이를 레버리지로 활용해 영업이익률을 5% 내외까지 개선시킬 가능성이 커질 수 있다고 판단한다. 또한 중국에 대한 주요 시장의 관세/비관세 장벽이 커지고 있는 국제 정세 속에서 Chery 자동차도 KG모빌리티의 한국공장을 활용할 니즈가 충분할 것이다.

KG모빌리티
실적 개선은
판매 증가 보다는
2천만원 중반에서
3천만원 중반까지 상승한
ASP에 기인

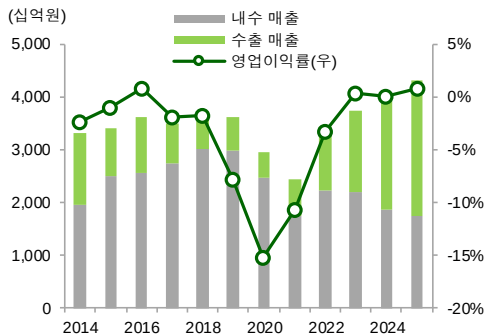
우선 KG모빌리티 관점에서 위탁생산 효과를 살펴본다. 2022년 매출 3.4조원, 영업적자 1,120억원(영업이익률 -3.3%)을 기록했던 KG모빌리티가 2025년에는 매출 4.3조원, 영업이익 362억원(영업이익률 0.8%)을 기록했다. 2025년 글로벌 판매가 11만대로 2022년 보다 3% 감소했으나 ASP 상승이 2022년 대비 26% 증가한 매출을 견인했다. 팬데믹 이후 카플레이션 속에서 토레스, 액티언, 무쏘 등의 신차와 친환경차 라인업 확대에 따라 KG모빌리티의 평균 판매 가격은 2천만원 중후반 수준에서 최근에는 3천만원 중반까지 상승했다.

도표 79. KG모빌리티 모델별 생산량 추이



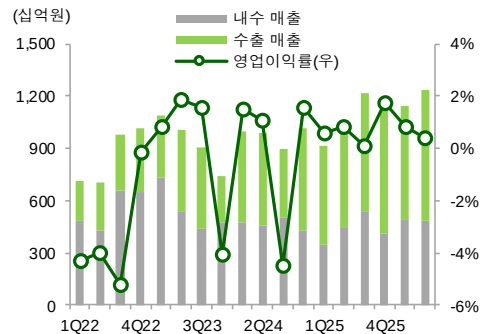
자료 : KG모빌리티, 신영증권 리서치센터

도표 80. KG모빌리티 연간 매출과 영업이익률



자료 : KG모빌리티, 신영증권 리서치센터

도표 81. KG모빌리티 분기 매출과 영업이익률



자료 : KG모빌리티, 신영증권 리서치센터

이처럼 신모델과 판가 상승 효과가 견인한 매출 증가 속에 원재료 부담과 감가 상각비, 판매수수료 등 주요 비용 부담이 낮아지며 KG모빌리티는 2025년까지 3년 연속 영업 흑자를 유지 중이다. 단, 영업이익률이 1% 내외를 벗어나지 못하고 있기 때문에 KG모빌리티가 확실하게 턴어라운드를 했다고 보기에는 시기 상조이다.

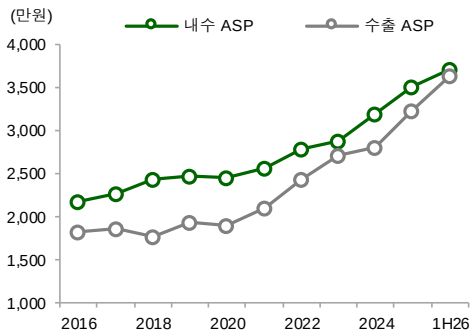
그러나 70% 수준의 낮은 가동률 때문에 영업이익률은 1% 수준

이처럼 수익성이 낮은 주요 이유는 70% 수준의 저조한 가동률 때문이다. KG모빌리티의 디자인 캐파는 최대 25만대 생산이 가능하지만, 현재 연 15만대로 생산능력을 유지 중이다. 그러나 실제 연간 생산량은 2018년 이후 단 한번도 14만대를 넘지 못했다. 지난 6년간 연평균 생산량은 10만 수준이며, 이에 가동률은 70%대에 머물러 있다. 모델 라인업이 다양하지 못하고, 국내외 경쟁도 심해지고 있어서 신차 효과 기간이 짧고, 연간 글로벌 판매량이 10만대 내외에 정체되어 있기 때문이다.

업계 대비 고정비와 간접비 부담이 상대적으로 큰 상황

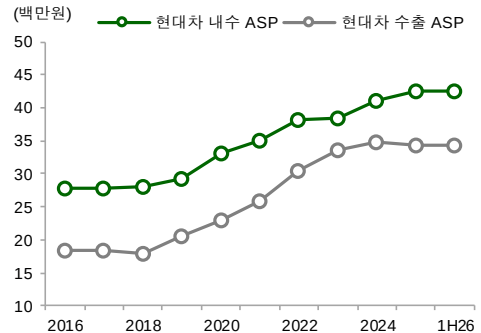
이에 2019년 평택공장 2라인이 폐쇄되었음에도 KG모빌리티의 가동률은 70%~80% 수준을 벗어나지 못하고 있다. 이에 동종 업계 대비 고정비와 간접비 부담이 상대적으로 크다는 것이 KG모빌리티의 낮은 수익성 배경이다.

도표 82. KG모빌리티 내수와 수출 ASP 추이



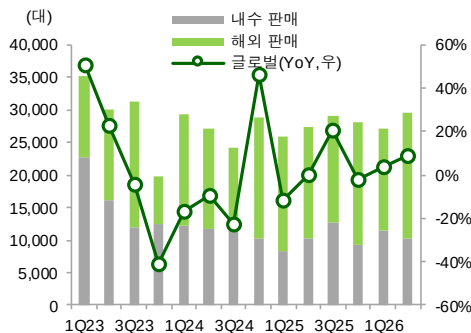
자료 : KG모빌리티, 신영증권 리서치센터

도표 83. 현대차 내수와 수출 ASP 추이



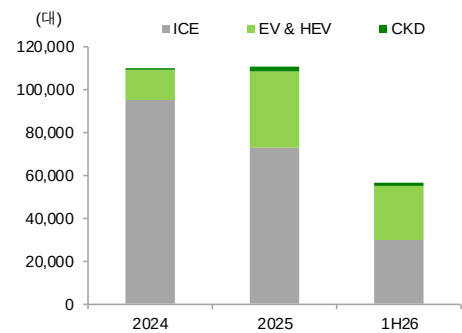
자료 : 현대차, 신영증권 리서치센터

도표 84. KG모빌리티 분기 판매량 추이



자료 : KG모빌리티, 신영증권 리서치센터

도표 85. KG모빌리티 판매 중 친환경차 비중



자료 : KG모빌리티, 신영증권 리서치센터

KG모빌리티의
1인당 급여는
현대기아의 75% 수준

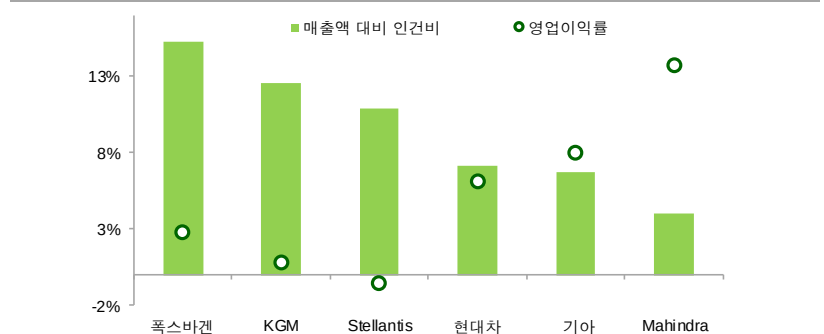
그러나 낮은 가동률 때문에
KG모빌리티의
인건비 부담은
현대차 대비 5%p,
기아 대비 6%p 높음

KG모빌리티의 1인당 국내 인건비는 현대/기아 국내 인건비의 75% 수준으로 상대적으로 낮고, 2018년 대비 9% 증가한 수준에 불과하므로 추가적인 인건비 절감은 여의치 않을 것이다.

2018년 5천명에 달했던 국내 직원 수도 현재는 4천여명 초반으로 약 18% 줄어 들었다. 이처럼 인건비 상승 수준이 제한적이었고, 직원 수가 줄어들었음에도 70%~80%대의 낮은 가동률 때문에 2025년 KG모빌리티의 인건비 부담은 13% 수준으로 독일의 Volkswagen 보다는 낮지만 현대차 대비로는 5%p, 기아 대비로는 6%p 높다.

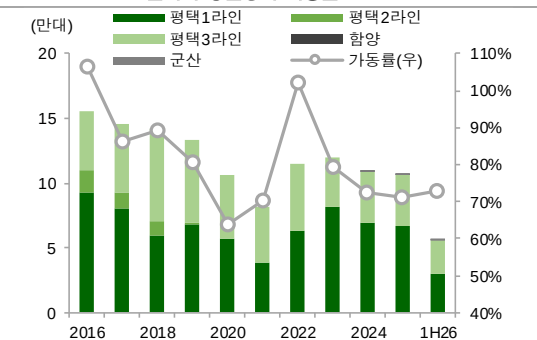
생산능력 효율화를 통해 현재 감가상각비 부담도 2021년 대비 절반으로 낮추었지만 여전히 현대차, 기아 대비로는 약 1%p 내외 높은 수준이다. 즉, 낮은 가동률로 인해, 인건비와 감가상각비 부담 측면에서 현대차와 기아 대비 KG모빌리티 수익성은 현재 6%~7%p 열위에 있을 수 밖에 없는 상황이다.

도표 86. 주요 업체별 인건비 부담 수준과 영업이익률



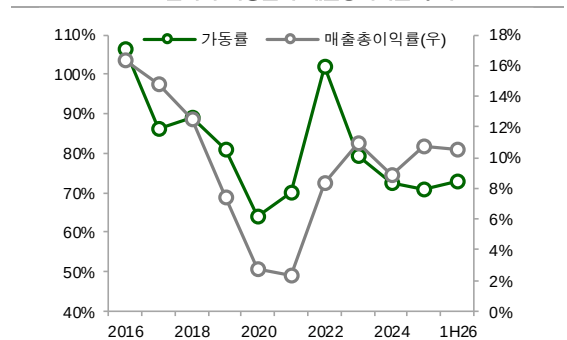
자료 : 각 사, 신영증권 리서치센터 / 연결 기준

도표 87. KG모빌리티 생산량과 가동률



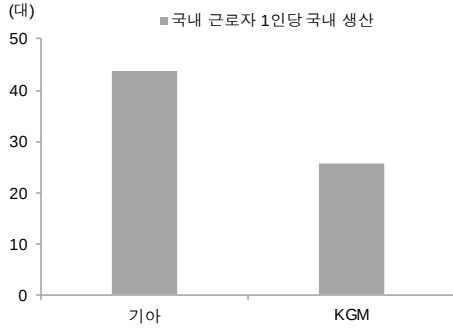
자료 : KG모빌리티, 신영증권 리서치센터

도표 88. KG모빌리티 가동률과 매출총이익률 추이



자료 : KG모빌리티, 신영증권 리서치센터

도표 89. KG모빌리티와 기아 한국 인력 1인당 생산량



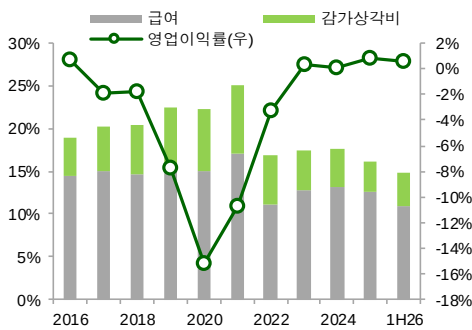
자료 : KG모빌리티, 기아, 신영증권 리서치센터 / 2025년 기준

도표 90. 국내 3사 한국공장 가동률 추이



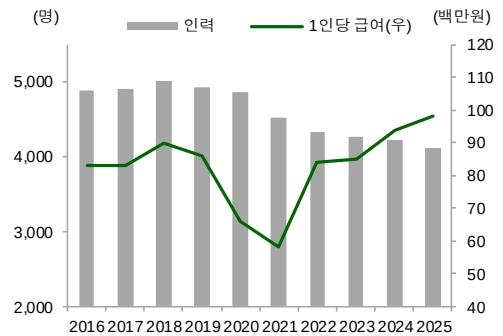
자료 : 각 사, 신영증권 리서치센터

도표 91. KG모빌리티 영업이익률과 주요 비용



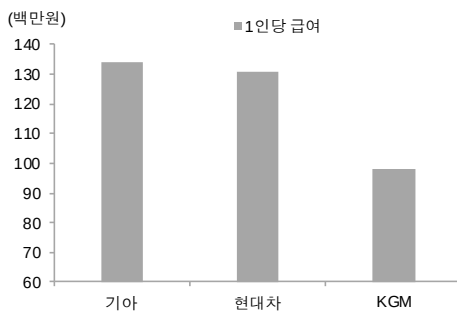
자료 : KG모빌리티, 신영증권 리서치센터

도표 92. KG모빌리티 인력과 1인당 급여 추이



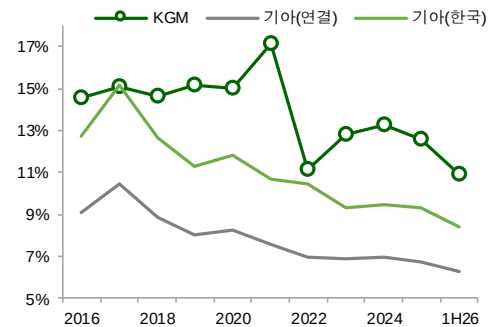
자료 : KG모빌리티, 신영증권 리서치센터

도표 93. 국내 자동차 3사의 한국 근로자 1인당 평균 급여



자료 : 각 사, 신영증권 리서치센터

도표 94. KG모빌리티와 기아 인건비 부담 추이



자료 : 각 사, 신영증권 리서치센터

KG모빌리티
내수 판매는 과거
연 10만대 수준에서
최근 4만대까지 감소

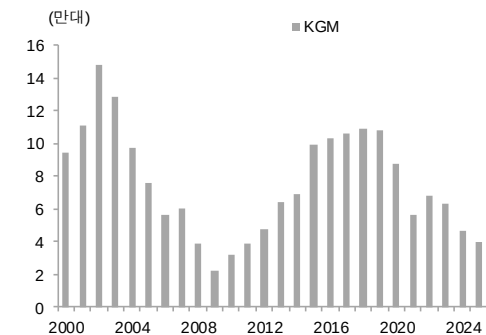
인기 차종을 많이 출시해 판매량을 늘리면 비용 부담을 낮출 수 있겠지만 제한된 인적, 재정 자원 속에서 연 10만대 규모의 업체가 라인업을 확대하는 것은 말처럼 쉽지도 않고, 경쟁 심화로 인해 규모의 경제를 확보하는 데도 불리하다.

KG모빌리티 판매의 38%를 차지하는 내수 시장이 인구 감소 여파로 구조적인 성장을 기대하기 어려울 뿐만 아니라, 올해 수입차 점유율은 사상 처음으로 25%를 넘어서고 있기 때문이다.

2030년까지 출시될
7개 신모델이
내수 물량을
얼마나 회복시키는지가
관건

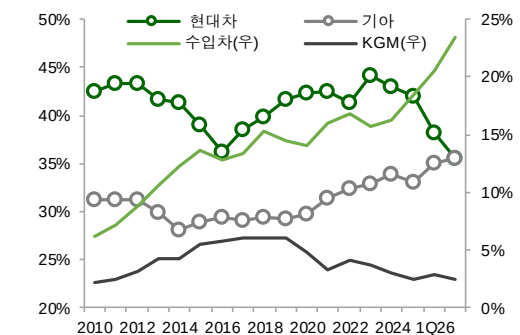
KG모빌리티는 쌍용차 시절 티볼리 출시를 통해 내수 판매를 2015년 10만대 목전까지 늘렸고, 2016년에는 티볼리 Air를 통해 2003년 이후 첫 내수 판매 10만대 돌파와 9년만의 흑자전환에 성공한 바 있다. 2018년에는 렉스턴 스포츠 판매 호조에 힘입어 내수 판매가 10.9만대까지 늘어났으나 이후 볼룸 모델 후속타가 터지지 않으며 KG모빌리티의 내수 판매는 2025년에 4만대까지 줄어든다고 말했다. 4만대 중 코란도 무쏘 계열 내수 판매가 1.5만대이며, 그다음 주력 차종인 토레스 계열 내수 판매량은 약 0.86만대 수준이다. 이러한 상황에서 2027년 SE10을 시작으로 2030년까지 출시될 7개의 신모델이 KG모빌리티 내수 판매량을 얼마나 끌어 올려주느냐가 첫 번째 관건이 될 것이다.

도표 95. KG모빌리티 내수 판매 추이



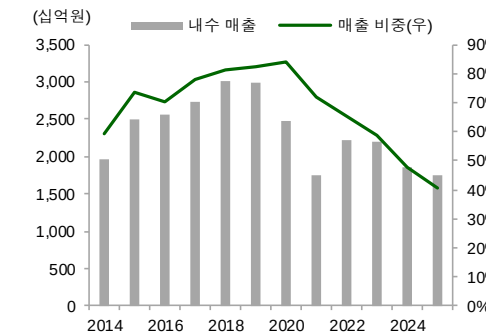
자료 : KAMA, 신영증권 리서치센터

도표 96. 한국 시장 점유율 추이



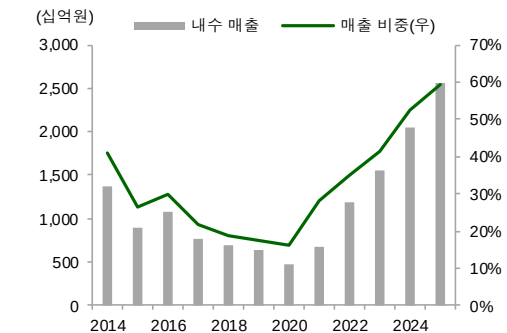
자료 : 신영증권 리서치센터

도표 97. KG모빌리티 내수 매출과 비중 추이



자료 : KG모빌리티, 신영증권 리서치센터

도표 98. KG모빌리티 수출 매출과 비중 추이



자료 : KG모빌리티, 신영증권 리서치센터

KG모빌리티의
수출은 7만대 수준

주요 시장은
튀르키예와 유럽,
중동, 그리고 호주

중국 업체와 경쟁이
불가피한 시장

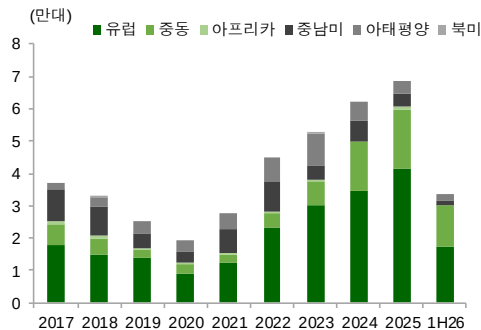
수출 물량은 내수 보다 양호한 상황이다. KG모빌리티의 수출은 2019년 2.5만 대였으나 2025년에는 6.8만대까지 증가하며, 4만대까지 줄어든 내수보다 더 커졌다. 2026년 상반기 기준, KG모빌리티 글로벌 판매 중 해외 판매가 62%를 차지한다. 주요 시장은 터키, 영국, 독일, 스페인 등 유럽과 중동, 그리고 호주 등인데 해당 지역은 모두 중국 업체들이 지배력을 빠르게 확대 중인 곳이다.

최대 시장인 튀르키예에서 KG모빌리티가 상당히 선전하고 있지만 유럽 5대 시장인 독일, 영국, 스페인에서는 중국 업체들의 입지가 이미 빠르게 확대되고 있어 KG모빌리티의 입지 확대가 만만하지 않을 것으로 보인다. 영국 시장에서는 Chery 자동차가 현대/기아 마저 추월했으며, 독일에서는 BYD가 기아를 따라 잡았다. 스페인에서도 BYD, 상해기차, Chery의 합산 점유율이 11%로 현대/기아 합산 스페인 점유율 10%를 이미 넘어섰기 때문이다.

중국 업체들이 본격적으로 해외 진출을 시작하기 이전이었다면 독자 기술을 바탕으로 한 KG모빌리티의 해외 진출 성공 가능성이 지금보다는 높았을 것이다. 그러나 현재 중국 업체들은 BEV/PHEV/HEV 등 다양한 파워트레인과 뛰어난 가성비를 무기로 미국 등 일부 시장을 제외한 주요 신차 시장에 진출하고 있다. 이러한 상황 속에서 독자 기술을 바탕으로는 규모의 경제 측면에서 승산이 낮아 졌다. KG모빌리티의과 중국 업체들의 주요 해외 시장과 고객층이 상당히 겹치기 때문이다.

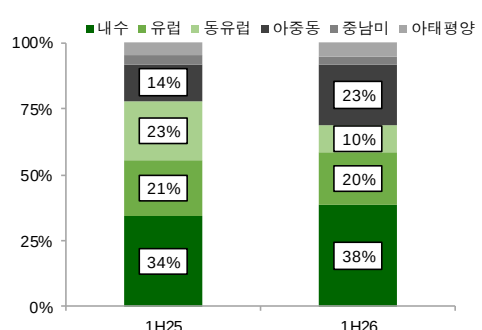
2026년 상반기 KG모빌리티의 연결 영업이익은 148억원으로 별도 영업이익(305억원)의 절반에 그쳤다. 이는 유럽, 호주 등 주요 해외 시장의 경쟁 심화 여파로 해외 판매 법인 손익이 악화되었기 때문이다. 이러한 상황을 감안할 때 KG모빌리티가 중국 Chery와 전략적 파트너십을 확대한 것은 턴어라운드와 생존을 위해서 선택할 수 밖에 없던 결정이었을 것이다.

도표 99. KGM 지역별 수출 추이



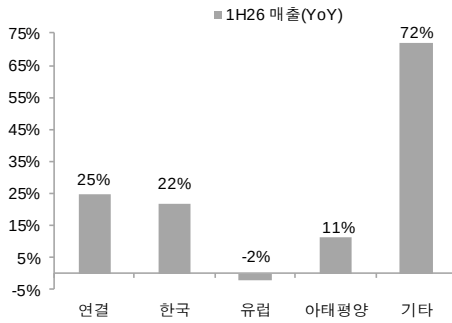
자료 : KGM, 신영증권 리서치센터 / 2026년은 상반기 기준

도표 100. KGM 지역별 판매 비중



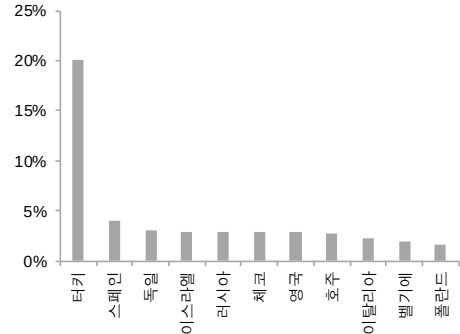
자료 : KAMA, 신영증권 리서치센터, 2026년 상반기 기준

도표 101. KGM 지역별 매출 증가율(전년 동기 대비)



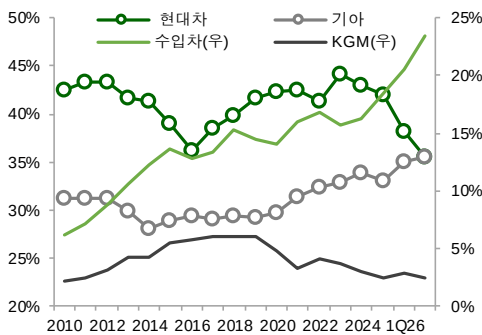
자료 : KAMA, 신영증권 리서치센터 / 연결 조정 전 기준

도표 102. KGM 지역별 판매 비중



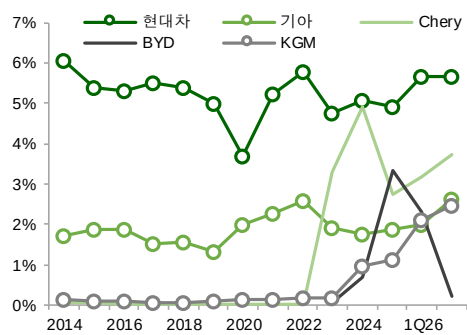
자료 : Marklines, 신영증권 리서치센터/ 2026년 상반기 기준

도표 103. 한국 신차 시장 점유율 추이



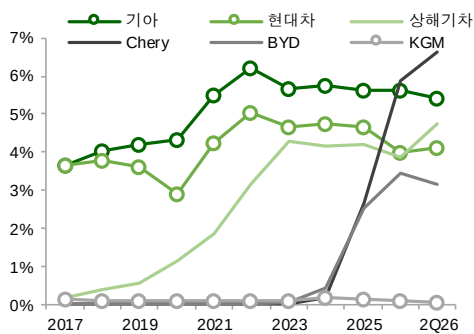
자료 : Marklines, 신영증권 리서치센터

도표 104. 튀르키예 신차 시장 점유율 추이



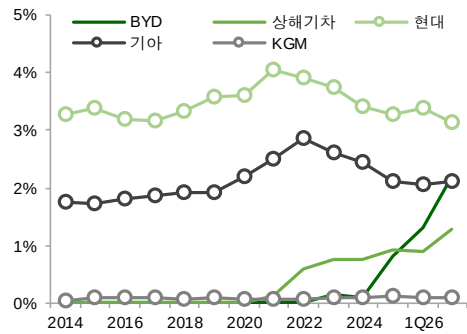
자료 : Marklines, 신영증권 리서치센터

도표 105. 영국 신차 시장 점유율 추이



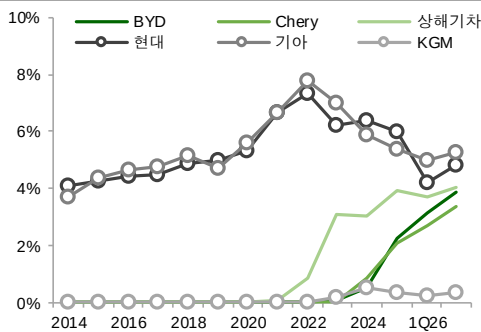
자료 : Marklines, 신영증권 리서치센터

도표 106. 독일 신차 시장 점유율 추이



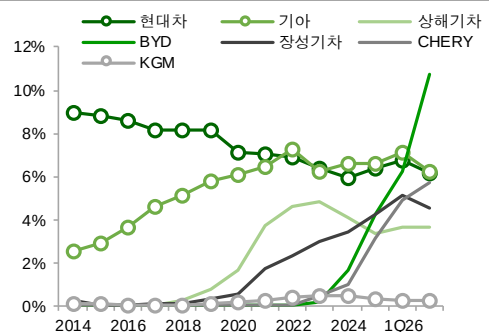
자료 : Marklines, 신영증권 리서치센터

도표 107. 스페인 신차 시장 점유율 추이



자료 : Marklines, 신영증권 리서치센터

도표 108. 호주 신차 시장 점유율 추이



자료 : Marklines, 신영증권 리서치센터

Chery는
Tata, KG모빌리티
등으로
플랫폼 공유 확대 중

폭 넓은 FTA를
활용할 수 있는
KG모빌리티의 한국 공장도
Chery에게는 잠재적 기회

단, 한국산 원산지
충족 여부와
이를 달성하기 위한
투자 등은 변수

Chery 입장에서 KG모빌리티와 협력을 통해서 얻을 이점이 있다. Chery는 최근 인도 Tata 자동차의 차세대 프리미엄 EV에 라이선싱 방식으로 플랫폼을 제공하기로 했다. KG모빌리티, Tata 등 Chery 그룹사 브랜드 밖으로도 플랫폼, 파워트레인 등을 공급하면 Chery는 친환경차 등 미래 기술 분야에서 더 빠르게 규모의 경제를 확대할 수 있을 것이다.

한국 공장을 활용하는 방안도 Chery에게 매력적인 옵션일 것이다. 중국 자동차 수출 1위 기업 Chery는 해외 생산 확대를 추진하고 있다. 단, 스페인, 베트남, 남아공 등 주요 공장의 현재 생산능력은 모두 연 10만대 미만이다. 이러한 상황에서 KG모빌리티의 한국 공장을 활용할 수 있다면, 투자 부담을 낮추는 것과 더불어 우리나라의 FTA가 제공하는 다양한 관세 이점을 누릴 수도 있다.

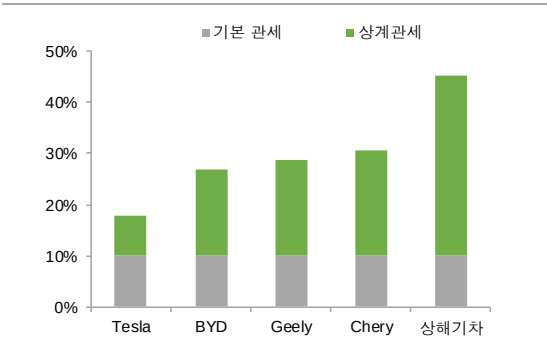
EU는 중국산 Chery BEV에 관세 30.7%를 부과하고 있다. 만약 Chery가 한국산 기준을 충족하여 위탁 생산을 한다면 관세를 0%로 낮출 수 있기 때문이다. 물론 관련 협정이 요구하는 부가가치 비율(RVC) 충족 여부 등에 따라 적용 관세율이 달라지고, 단순 조립이 아니라 수출 차량이 한국산 차량이라는 것이 입증되어야 때문에 0% 관세 적용 가능성은 매우 매우 낮겠지만, Chery에게 한국 공장이 옵션이 될 수 있다.

도표 109. 우리나라와 주요 교역 파트너국의 승용 전기차 관세율 (HS 8703.80 기준)

무역협정	대상국가	FTA 관세	MFN 관세
한-EU FTA	EU 27개국	0%	10%
한-영 FTA	영국	0%	10%
한-EFTA	스위스, 노르웨이, 아이슬란드, 리히텐슈타인	0%	0%
한-터키 FTA	터키	0%	10%
한-캐나다 FTA	캐나다	0%	5%
한-호주 FTA	호주	0%	6.1%

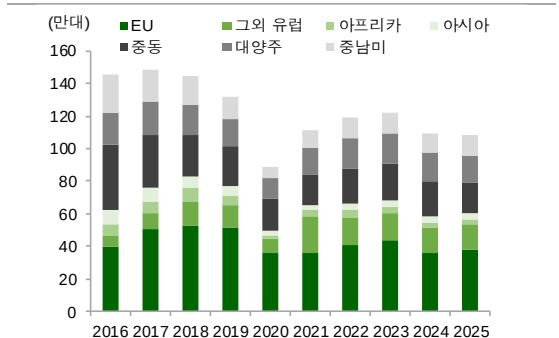
자료: 관세청, 신영증권 리서치센터 / 세부 차종, HS 코드, 원산지율(RVC)에 따라 관세 변동

도표 110. 중국산 BEV에 대한 EU의 관세



자료: 언론 보도, 신영증권 리서치센터

도표 111. 우리나라 자동차 수출 (북미 미포함)



자료: KG모빌리티, 신영증권 리서치센터

한국산으로 인정받아 FTA 관세를 적용받기 위해서는 역내 부가가치비율 (Regional Value Content) 등 원산지 기준을 충족 받아야 할 것이다. 이러한 요건을 충족시키지 못할 경우 단순 중국산 제품 조립 제품으로 분류되어 FTA, 또는 최혜국 대우 관세 혜택을 누리지 못할 수도 있다는 점은 지켜봐야 할 변수이다. 단, 최근 들어 주요 자동차 업체들이 한국 공장을 수출 거점으로 활용하는 사례가 나타나고 있기 때문에 Chery 자동차도 KG모빌리티 공장을 활용할 가능성은 충분히 있다고 판단한다.

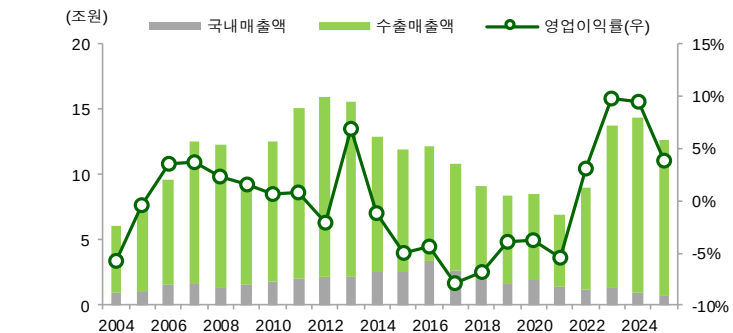
GM은
한국 공장을
수출 거점으로 활용.
한국 GM 매출의
95% 수출

GM은 한국 공장을 사실상 수출 공장으로서 활용하고 있다. 2025년 한국GM은 매출 12.6조원을 기록했는데, 이 중 95%가 수출이었다. 미국의 품목별 관세 시행 속에 2025년 수출 매출이 11% 감소하긴 했지만, 수출은 사실상 한국 GM을 유지해 주는 마지막 보루이다. 2015년 18만대까지 증가했던 한국 GM 내수 판매가 2025년에는 1.5만대까지 감소했지만, 수출 물량이 최근 연평균 45만대를 유지하고 있기 때문이다.

수출 덕에
한국GM은
4년 연속
영업 흑자

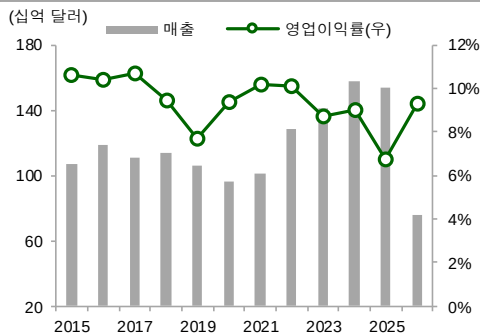
물론 2007년 81만대 수출 실적과 비교해서 현재 수출량은 절반 가까이 줄어든 수준이지만, 수출 덕에 내수 판매 감소에도 불구하고 한국GM은 2025년까지 4년 연속 영업 흑자를 유지할 수 있었다.

도표 112. 한국 GM 매출과 영업이익률 추이



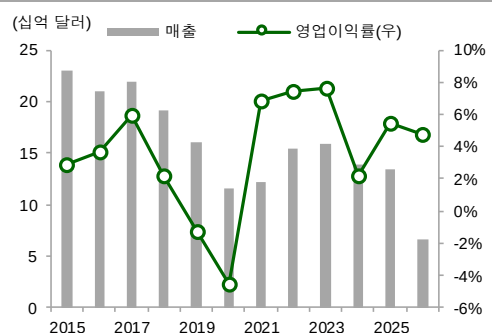
자료 : GM, 신영증권 리서치센터

도표 113. GM 북미 매출과 영업이익률



자료 : GM, 신영증권 리서치센터 / '26년은 상반기 기준

도표 114. GM International 매출과 영업이익률



자료 : GM, 신영증권 리서치센터 / '26년은 상반기 기준

GM은 한국공장 생산 차량의 97%를 북미로 보내며 북미 시장을 위한 수출 거점으로 활용하고 있다. 북미 대비 저렴한 인건비와 원화 약세 기조 덕에 Trax, Trailblazer와 같은 소형차를 만들어 미국으로 보내도 수익성이 있기 때문이다. 관세 시행 전인 2023년과 2024년 한국GM의 영업이익률은 각각 10%와 9%에 달했으며, 2025년에도 4%로 팬데믹 이전보다는 높은 수준을 유지했다.

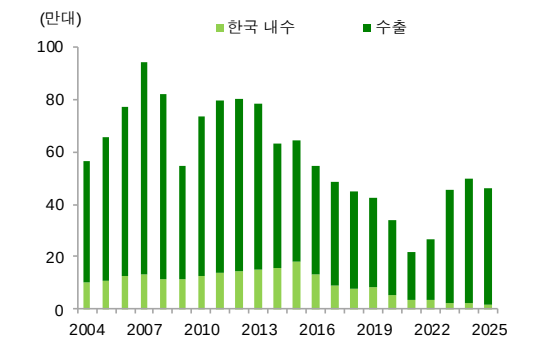
르노 코리아 2대 주주로
등극한 Geely는
Polestar를 르노 한국
공장에서 생산

1H26 Polestar의
14%가 한국에서 생산

물량이 크지는 않지만 중국 Geely 자동차도 한국 공장을 수출 거점으로 활용하기 시작했다. 2022년 Geely는 Renault Korea 지분 34.02%를 확보하며 2대 주주가 되었는데, 2025년부터 Renault 부산 공장을 Polestar 수출 거점으로 활용하기 시작했다. Renault 입장에서 한국 생산량이 2022년 16.8만대에서 2024년 11만대까지 급감했기에, Polestar4를 위탁 생산하는 것이 Geely와 상생하는 결정이었을 것이다.

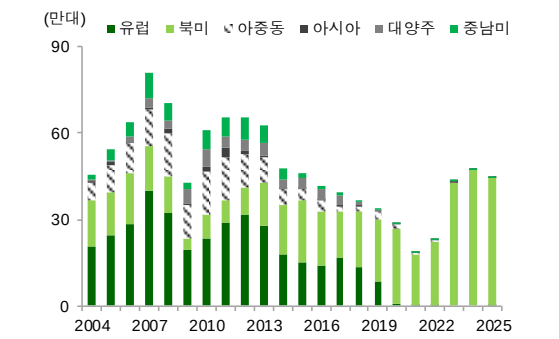
2025년부터 Renault 한국공장에서 Polestar 4가 생산 개시되었으며, 2026년 상반기에 총 4,163대가 생산되어 3,955대가 수출되었다. 2026년 상반기 Polestar 글로벌 판매가 30,423대였다는 점을 고려하면, 약 14%가 한국에서 위탁 생산된 것이다.

도표 115. 한국 GM 한국 생산량 추이



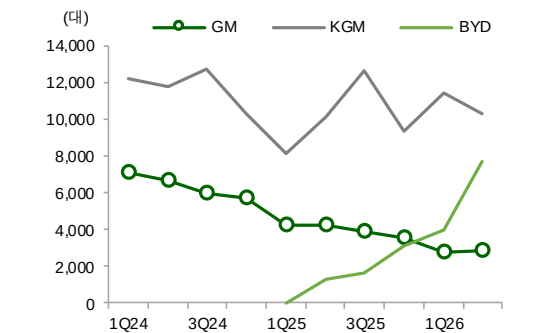
자료 : KAMA, 신영증권 리서치센터

도표 116. 한국 GM 지역별 수출 추이



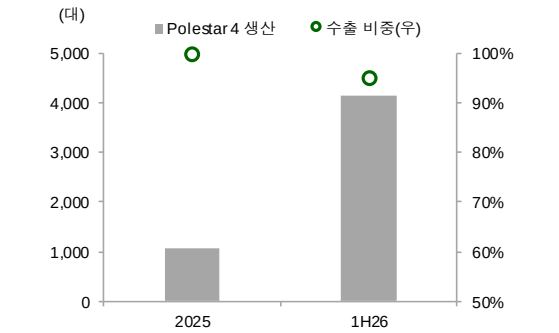
자료 : KAMA, 신영증권 리서치센터

도표 117. GM, BYD, KG모빌리티 한국 내수 판매



자료 : KAMA, 신영증권 리서치센터

도표 118. 르노는 Polestar4를 한국에서 위탁 생산 중



자료 : Renault, 신영증권 리서치센터

Chery가 KG모빌리티에 전환사채로 투자하기로 한 금액도 이러한 수출 가능성을 염두에 둔 것일 수도 있다. 현재의 KG모빌리티 주식 수가 유지된다면, 이번 전환사채로 인한 Chery의 잠재적인 지분은 16.22%이며, Chery는 KG모빌리티의 2대 주주로 등극하게 된다.

미국은 중국계 지분이
지분 15%를 초과할 경우
미국 판매를 금지하는
법안을 추진 중

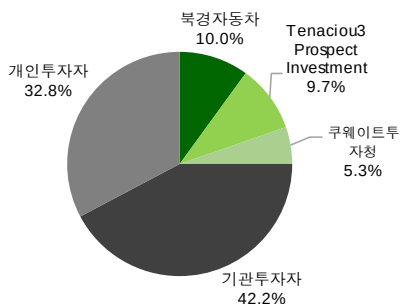
만약 이미 발행된 미상환 사채권이 모두 전환될 경우 Chery의 지분율은 14.8%로 낮아지게 되는데, 15%보다 살짝 적은 지분을 보유하는 게, 보호무역주의가 심화되는 국면에서 각종 규제를 회피하는데 Chery와 KG모빌리티 양측에게 유리할 수도 있다고 판단한다. 최근에는 이러한 지분율을 기준으로 중국에 대한 비관세장벽을 높이거나, 시장 진출을 막아버리는 사례가 생기기 때문이다.

Chery 지분은
최대 16.22%,
최소 14.8% 추정됨

지난 4월, 미국 Moreno의원원과 Slotkin의원이 발의한 “미국의 2026년 커넥티브 차량 보안법”으로 인해 북경 자동차 등 중국계가 지분 19.7%를 보유 중인 Benz의 미국 시장 퇴출 우려가 대두된 바 있다. 법안이 최종 통과될 경우 중국이 15%를 초과하는 지분을 보유한 완성차 업체는 2030년부터 미국 시장 판매가 금지될 수 있기 때문이다. EU 역시 유럽 제조업 경쟁력 강화를 위해 ‘산업 가속화법(IAA: Industrial Accelerator Act)’ 제정을 추진하고 있는데, 여기에도 중국의 지분을 특정 수준 미만으로 제한하는 방안이 논의 중인 것으로 알려져 있다.

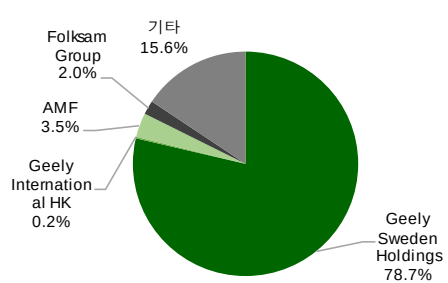
현재 KG모빌리티와 Chery는 미국 시장에 차를 팔고 있지 않다. 하지만 이처럼 지분을 제한이 주요 시장의 새로운 비관세 장벽으로 활용될 가능성이 커지고 있다는 점은 부담 요인이다. 하지만 최대 16.22%에 이를 수 있는 Chery의 KG모빌리티 지분율이 15%보다 낮은 14.8%까지 낮아질 가능성도 있기에, 이러한 지분율 규제는 현재 큰 문제가 아닌 것으로 판단한다.

도표 119. Mercedes Benz 주주 구성



자료 : Mercedes Benz, 신영증권 리서치센터

도표 120. Volvo Car 주주 구성



자료 : Volvo car, 신영증권 리서치센터

도표 121. 미국의 2026 커넥티드 차량 보안법

구분	주요 내용
법안명	Connected Vehicle Security Act of 2026
발의일	2026년 4월 29일
발의자	Mr. Moreno, Ms. Slotkin 의원
진행 상태	• 26/4/29 발의 • 26/7/22 소관 상임위에서 법안 내용을 본회의 안건에 올리기로 결정
입법 배경 및 목적	1) 국가 안보 위협 대응 • 안보 우려국이 소유, 지배 또는 개발한 커넥티드 차량 기술(S/W 및 H/W)은 미국 내 중요 인프라, 운전자의 개인정보, 도로 교통망에 심각한 사이버 안보 및 국가 안보적 위협을 가할 수 있음 2) 원격 제어 및 데이터 유출 위험: • 우려국 주체가 제공하는 통신-제어 시스템은 차량 외부에서 원격으로 차량 작동을 방해하거나, 미국 거주자의 위치 및 영상 데이터를 무단 수집·전송할 위험이 존재 3) 공급망 안정성 확보: • 미국 자동차 산업 및 공급망 내에서 우려국의 기술적 지배력을 단계적으로 배제하고, 신뢰할 수 있는 국가 및 국내 제조 기반을 강화하는 것이 필수적
커넥티드카 정의	450MHz 이상의 주파수를 활용하여 외부 시스템, 다른 차량, 인프라 또는 셀룰러/위성 네트워크와 데이터를 주고받을 수 있는 무선 통신 장비를 탑재한 온로드(On-road) 모터차량(승용차, 상용차, 트럭, 버스)
주요 대상 국가	북한, 러시아, 중국, 이란
단계별 단계적 금지 조항	1. 2027년 1월 1일부터 커넥티드 차량 수입, 판매 금지 • 커넥티드 차량의 원산지가 안보 우려국이거나 안보 우려국 내에서 설계된 경우 • 커넥티드 차량 제조사가 합작회사, 자회사 또는 기타 주체로서, 안보 우려국의 법률에 따라 설립되었거나 안보 우려국에 주된 사업장을 둔 주체(단일 또는 복수 주체의 결합)에 의해 지분, 의결권, 이사회 구성권 등 15%를 초과하여 직접적 또는 간접적으로 소유되거나 제어되는 경우 2. 2027년 1월 1일부터 규제 대상 소프트웨어(COVERED SOFTWARE) 수입, 제조, 판매 금지 • 커넥티드 차량에 규제 대상 소프트웨어를 통합하는 행위는 다음 각 호에 해당하는 경우 금지 (A) 규제 대상 소프트웨어의 원산지가 안보 우려국인 경우, 또는 (B) S/W 개발자가 (i) 안보 우려국의 법률에 따라 설립되었거나 안보 우려국에 주된 사업장을 두고 있는 경우, 또는 (ii) (i)절에 기술된 주체(단일 또는 복수 주체의 결합)에 의해 지분, 의결권, 이사회 구성권 또는 25%를 초과하여 직접적 또는 간접적으로 소유되거나 제어되는 합작회사, 자회사 또는 기타 주체 3. 2030년 1월 1일부터 커넥티드 차량 H/W 미국 수입, 제조, 판매 금지 (i) 하드웨어의 원산지가 안보 우려국인 경우; 또는 (ii) 하드웨어 제조사가: 안보 우려국의 법률에 따라 설립되었거나 안보 우려국에 주된 사업장을 두고 있는 경우; 또는 단일 또는 복수 주체의 결합에 의해 지분, 의결권, 이사회 구성권 또는 기타 제어의 표지의 25%를 초과하여 직접적 또는 간접적으로 소유되거나 제어되는 합작회사, 자회사 또는 기타 주체인 경우.
위반 시 민사 벌칙	• 건당 \$150만 또는 해당 거래 금액의 5배 중 큰 금액 부과 • 위반 행위가 속되는 경우 매 하루를 별개의 독립된 위반 행위로 산정

자료: 미국의회, 신영증권 리서치센터

KG모빌리티가 20만대 물량을 확보할 수 있다면

Chery가 정말로 KG모빌리티 한국 공장을 정말 활용할지, 또는 활용한다고 하더라도 얼마만큼 위탁 생산을 할지 알려진 바 없으며, KG모빌리티도 현재 위탁 생산 계획이 없다고 밝혔다. 다만 가동률 개선이 시급한 KG모빌리티와 해외 시장 개척을 위해 해외 공장이 필요한 Chery의 요구가 서로 맞아떨어질 수 있다는 것이 중요하기에, 가정에 가정을 더해 위탁 생산 효과를 추정하고자 한다.

KG모빌리티는 Chery 파트너십의 첫 번째 결과물 신차 SE10(프로젝트명)을 2027년 초 출시 예정이다. Chery의 T2X 플랫폼을 기반으로 한 렉스턴급 SUV로 PHEV와 가솔린 트림이 출시될 예정이다. 2025년 7월, KG모빌리티는 2030년까지 7개의 신차를 출시하겠다고 밝혔는데, SE10 이후에도 Chery와의 파트너십을 활용한 추가 신모델이 나올 것으로 예상된다.

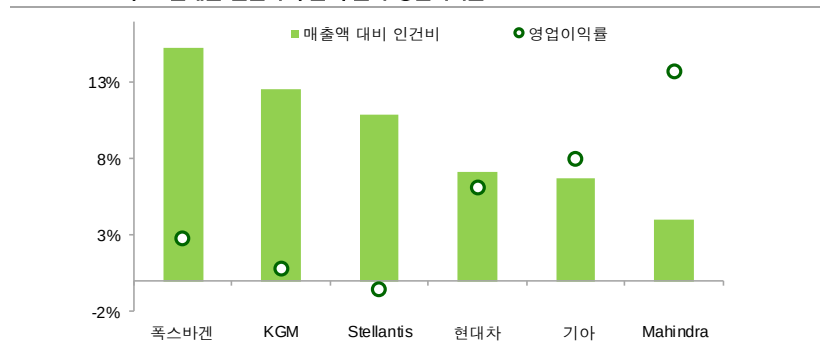
물량 20만대
확보 시
매출 7조원은
충분히 가능할 것

2019년 10.8만대에 달했던 KG 모빌리티 내수 판매는 2025년 4만대까지 감소한 상태이다. 반면 수출은 2019년 2.5만대에서 지난해 6.9만대까지 증가했다. 2030년까지의 신차 라인업 확대를 통해 KG모빌리티가 현재 연간 4만대 수준까지 떨어진 내수 판매를 8만대(2020년8.8만)까지 회복시키고, 위탁 생산과 자체 모델 수출 물량을 도합 12만대 확보한다면 내수와 수출 ASP 상승이 전혀 없어도 최소한 7.3조원 규모의 연간 매출을 확보할 수 있다.

감가상각비,
인건비 부담은
약 4%p
낮아질 수 있을 것

자체 모델과 위탁 생산을 합쳐 2030년 20만대 판매와 매출 7.3조원을 확보할 수만 있다면, 2030년까지 감가상각비와 인건비가 매년 4%씩 증가한다고 해도 KG모빌리티의 인건비 부담과 감가상각비 부담은 2025년 대비 약 4%p 낮아질 수 있다. 원재료 등 다른 주요 비용 부담이 현재 수준에서 크게 달라지지 않는다면, 고정비 부담 완화에 따라 현재 1% 수준인 KG모빌리티의 영업이익률이 5% 수준까지 개선되는 것도 이론적으로 불가능하지 않다.

도표 122. 주요 업체별 인건비 부담 수준과 영업이익률



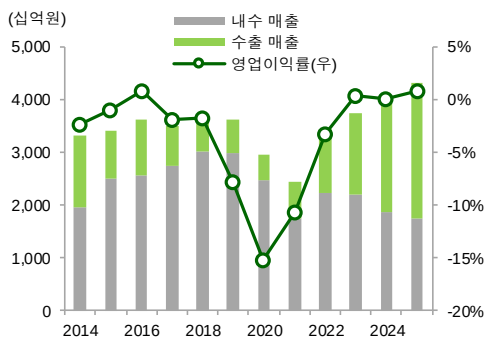
자료 : 각 사, 신영증권 리서치센터 / 연결 기준

미래의 영업외손익과 법인세 등은 변수가 많아 추정이 무의미할 수 있으나, 매출 7.3조원과, 영업이익률 5% 하에서 세전이익이 영업이익의 85%에 달하고, 법인세율 25%를 단순 가정한다면 순익은 234십억원에 달하게 된다. 또한 개발된 전환사채, 신주인수권부 전환 여부에 따라 달라지겠지만, 모두 주식으로 전환된다고 가정할 경우 주식수는 26,491만주로 현재 대비 31% 증가하게 되며, 이에 따른 주당순이익은 약 882원으로 계산할 수 있다. (2025년 주당순이익 232원)

위탁생산까지는
변수가 많기에
시간을 갖고
지켜봐야 할 것

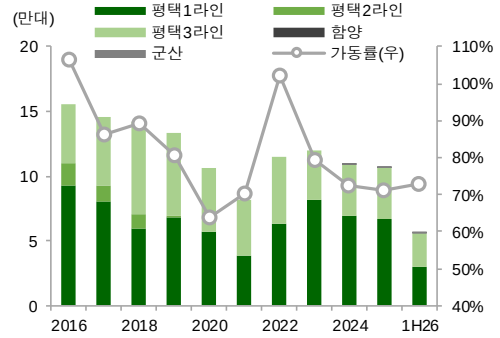
KG모빌리티와 Chery의 각각의 이해 관계와 주요 시장의 관세 및 비관세 장벽, 그리고 한국산 인정 여부 등 위탁 생산을 위해서는 풀어야 할 과제가 산적해 있을 것이다. 다만 고정비 부담 완화가 수익성 개선을 위해서 필수적인만큼 KG모빌리티와 Chery의 협력이 앞으로 어떻게 진행될지 시간을 갖고 관심있게 지켜볼 필요가 있다고 판단한다.

도표 123. KG모빌리티 연간 매출과 영업이익률



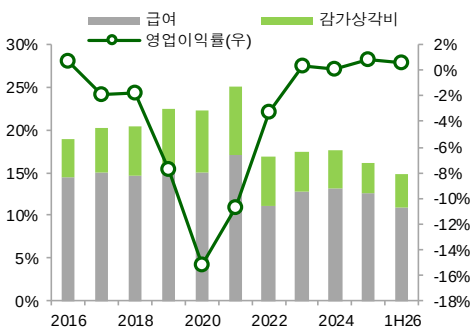
자료 : KG모빌리티, 신영증권 리서치센터

도표 124. KG모빌리티 생산량과 가동률



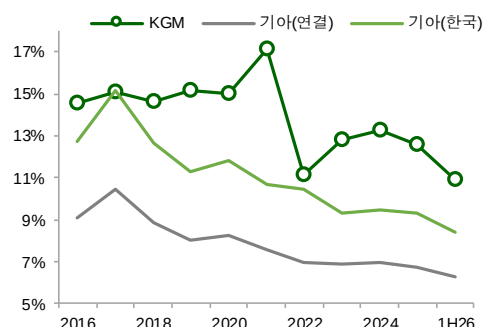
자료 : KG모빌리티, 신영증권 리서치센터

도표 125. KG모빌리티 영업이익률과 주요 비용



자료 : KG모빌리티, 신영증권 리서치센터

도표 126. KG모빌리티와 기아 인건비 부담 추이



자료 : KG모빌리티, 기아, 신영증권 리서치센터

기업분석

종목명	투자의견	목표주가
에스엘(005850.KS)	매수(유지)	80,000원(하향)
SNT모티브(064960.KS)	매수(유지)	38,000원(하향)
화신(010690.KS)	매수(유지)	11,000원(유지)
현대공업(170030.KQ)	매수(유지)	7,000원(유지)
KG모빌리티(003620.KS)	Not Rated	-
한국단자(025540.KS)	Not Rated	-
세방전지(004490.KS)	Not Rated	-

매수(유지)

목표주가(12M,하향) 80,000원

현재주가(8/28) 52,400원

상승여력 53%

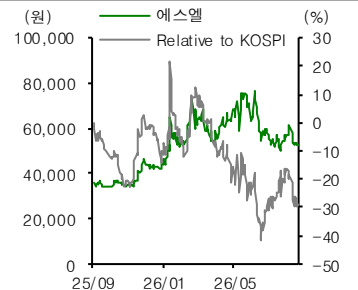
Key Data (기준일: 2026. 8. 28)

KOSPI(pt)	6788.88
KOSDAQ(pt)	838.41
액면가(원)	500
시가총액(억원)	24,339
발행주식수(천주)	46,449
평균거래량(3M, 주)	125,632
평균거래대금(3M, 백만원)	7,604
52주 최고/최저	76,200 / 33,300
52주 일간Beta	0.7
배당수익률(26F,%)	5.9
외국인지분율(%)	15.9
주요주주 지분율(%)	
이성업 외 9 인	62.9 %
국민연금공단	8.3 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.6	-30.7	-28.6	54.3
KOSPI대비상대수익률	-9.9	-16.4	-34.3	-27.3

Company vs KOSPI composite



에스엘(005850.KS)

현대/기아의 미국 생산 확대에 따른 수혜

하반기 북미와 인도 매출 성장세 개선 기대

상반기 동사 연결 매출은 9% 증가했는데, 상반기 11% 증가한 한국이 전사 매출 성장을 견인한 반면 동사의 핵심 해외 시장인 북미와 인도 매출 성장은 각각 5%, 3% 증가하는데 그치며 한국, 중국, 그리고 유럽 대비 성장이 둔화된 모습을 보였음. 지난 2월 각각 3.2개월, 2.9개월까지 증가했던 현대차와 기아 미국 재고는 7월에 모두 2.7개월까지 낮아지며 재고 부담이 완화되었으며, 하반기 테슬라리드 HEV, 스포티지 HEV 생산 확대와 신형 투싼 투입에 따라 2분기 0.2% 감소했던 동사 북미 매출도 다시 성장세를 보일 것으로 기대함. 현대모비스 인도 공장 화재 여파로 2분기 현대차 인도 생산 차질이 발생했으나, 3분기 생산 정상화에 따라 하반기 인도 매출 성장세도 개선될 것으로 판단함.

램프 사업부 수익성 개선에 이어 전동화 사업부 수익성 개선도 기대

LED 램프 탑재율 확대, 미국과 인도 생산 증가에 힘입어 2017년~2022년 1%~4% 수준이었던 램프 사업부 영업이익률은 최근 3년 연속 연간 8% 이상을 유지 중임. 반면 품질 비용, 관세, 그리고 BMS, SBCM 등 신규 아이템 개시에 따른 초기 고정비 부담 비용 여파로 지난 5년간 사시 사업부 연간 영업이익률은 -0.4%에서 5.6%까지 변동성이 큰 상황임. 최근 전장 제품의 원재료 부담 확대는 불확실성 요인이지만 품질 비용 안정화와 신규 제품의 규모의 경제 확대에 힘입어 전동화 수익성 변동도 점차 안정화될 것으로 판단함.

현대/기아의 미국, 인도 생산 확대에 따른 구조적 수혜

인건비 등 비용 부담 확대에 따른 하반기 실적 둔화는 올해도 불가피하겠지만 현대/기아의 미국, 인도 생산 확대에 따른 수혜 포인트는 여전히 유효하며, 로봇 부품 등 신규 성장 동력도 중장기 기대 요인임. 목표주가를 8만5천원에서 8만원('26년 지배주당순이익의 10배)로 조정하나 투자 의견 매수를 유지함.

결산기(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	4,973	5,240	5,587	5,894	6,179
영업이익(십억원)	395	407	439	466	492
계속사업세전손익(십억원)	487	446	534	565	595
지배주주지분순이익(십억원)	368	311	373	395	416
EPS(원)	7,930	6,692	8,031	8,499	8,947
증감율(%)	9.8	-15.6	20.0	5.8	5.3
ROE(%)	17.4	12.8	14.0	13.7	13.3
PER(배)	3.8	6.4	6.5	6.2	5.9
PBR(배)	0.6	0.8	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	2.4	3.1	3.1	2.8	2.6

도표 1. 에스엘 실적 추이

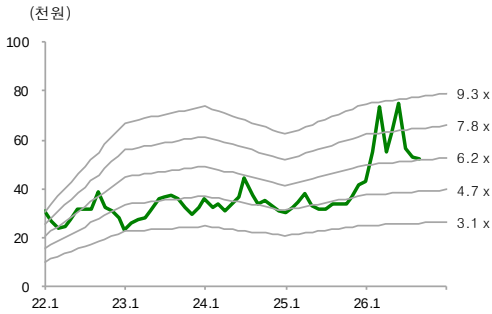
(단위 :십억원, %)

구 분	2025A				2026F				연간		
	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	3Q26F	4Q26F	2025A	2026F	2027F
매출액	1,234	1,295	1,303	1,409	1,388	1,367	1,310	1,521	5,240	5,587	5,894
매출총이익	192	180	150	211	225	213	162	192	733	792	835
매출총이익률	15.6%	13.9%	11.5%	15.0%	16.2%	15.6%	12.4%	12.6%	14.0%	14.2%	14.2%
판매비	73	74	81	97	81	87	86	99	326	353	370
판매비율	5.9%	5.7%	6.2%	6.9%	5.8%	6.4%	6.6%	6.5%	6.2%	6.3%	6.3%
영업이익	119	106	68	114	144	126	76	94	407	439	466
영업이익률	9.7%	8.2%	5.2%	8.1%	10.4%	9.2%	5.8%	6.2%	7.8%	7.9%	7.9%
세전이익	137	92	94	124	181	161	93	99	446	534	565
순익(지배)	100	69	68	73	132	107	65	69	311	373	395
순이익률	8.1%	5.3%	5.2%	5.2%	9.5%	7.8%	5.0%	4.5%	5.9%	6.7%	6.7%
매출(YoY)	-1%	0%	9%	14%	13%	6%	1%	8%	5%	7%	5%
매출총이익(YoY)	-7%	-16%	4%	72%	17%	18%	8%	-9%	6%	8%	6%
판매비(YoY)	7%	10%	6%	19%	11%	18%	6%	1%	11%	8%	5%
영업이익(YoY)	-14%	-28%	1%	178%	21%	19%	11%	-17%	3%	8%	6%
지배순익(YoY)	-14%	-42%	22%	-5%	32%	55%	-5%	-7%	-16%	20%	6%
연결 매출	1,234	1,295	1,303	1,409	1,388	1,367	1,310	1,521	5,240	5,587	5,894
한국 매출	572	640	625	804	663	684	621	846	2,641	2,813	2,924
북미 매출	408	410	421	315	446	409	425	393	1,555	1,673	1,817
중국 매출	59	54	55	81	57	67	54	65	249	243	244
인도 매출	158	139	137	160	160	146	143	168	594	617	645
유럽 매출	23	28	29	20	32	28	31	21	100	112	122
기타 매출	14	24	36	28	29	34	37	29	102	129	142
연결 매출 (YoY)	-1%	0%	9%	14%	13%	6%	1%	8%	5%	7%	5%
한국 매출 (YoY)	2%	5%	23%	31%	16%	7%	-1%	5%	15%	7%	4%
북미 매출 (YoY)	-4%	-4%	-4%	-23%	9%	0%	1%	25%	-9%	8%	9%
중국 매출 (YoY)	5%	-3%	11%	16%	-2%	24%	-2%	-20%	8%	-2%	0%
인도 매출 (YoY)	-3%	-11%	-16%	54%	1%	5%	5%	5%	1%	4%	5%
유럽 매출 (YoY)	-20%	-18%	44%	-22%	38%	3%	5%	5%	-8%	12%	9%
기타 매출 (YoY)	5%	48%	146%	135%	113%	41%	5%	1%	82%	27%	10%
연결 매출	1,234	1,295	1,303	1,409	1,388	1,367	1,310	1,521	5,240	5,587	5,894
램프매출	943	1,043	1,080	1,035	1,088	1,053	1,090	1,127	4,100	4,358	4,597
샤시 매출	173	134	163	167	178	198	169	176	638	721	775
기타 사업 매출	118	117	60	207	121	117	51	219	502	508	521
연결 영업이익	119	106	68	114	144	126	76	94	407	439	466
램프 영업이익	98	89	67	105	127	92	65	82	359	367	389
샤시 영업이익	13	3	-1	-9	12	23	7	-3	5	39	43
기타 영업이익	8	14	3	17	4	10	4	15	42	33	34
연결 영업이익률	9.7%	8.2%	5.2%	8.1%	10.4%	9.2%	5.8%	6.2%	7.8%	7.9%	7.9%
램프 영업이익률	10.4%	8.6%	6.2%	10.1%	11.7%	8.8%	6.0%	7.3%	8.8%	8.4%	8.5%
샤시 영업이익률	7.5%	2.0%	-0.9%	-5.1%	6.8%	11.9%	4.2%	-1.9%	0.9%	5.4%	5.5%
기타 영업이익률	6.9%	11.8%	5.5%	8.3%	3.7%	8.6%	6.9%	6.8%	8.5%	6.5%	6.5%

자료 : 에스엘, 신영증권 리서치센터

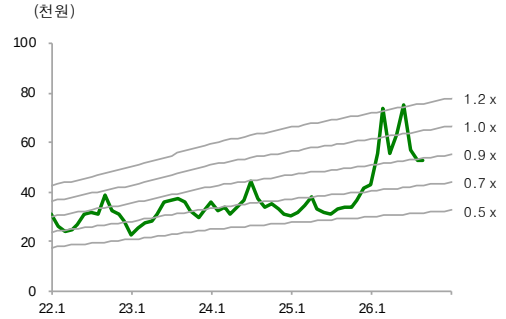
산업분석

도표 2. PER 밸류에이션



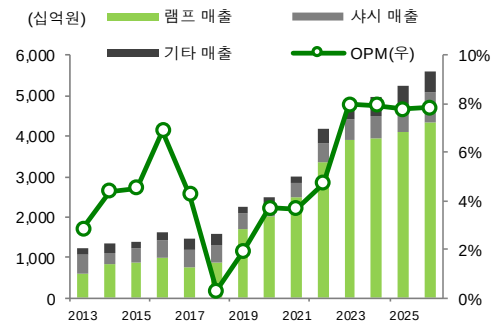
자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 3. PBR 밸류에이션



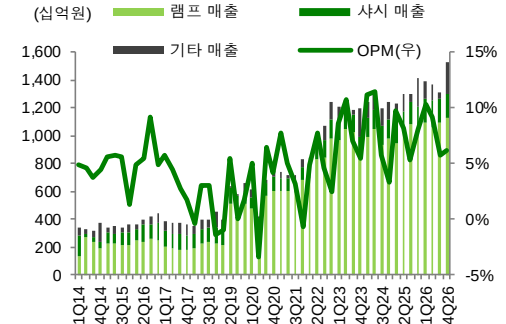
자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 4. 연간 매출액과 영업이익률 추이



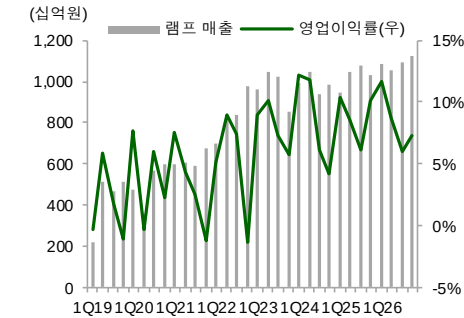
자료 : 에스엘, 신영증권 리서치센터

도표 5. 분기 매출액과 영업이익률 추이



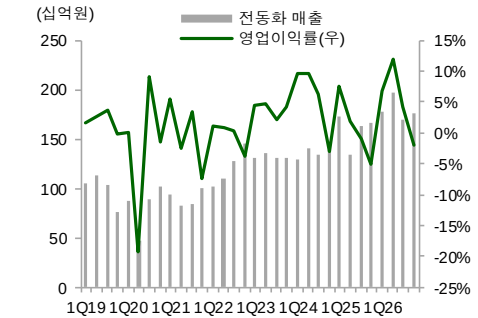
자료 : 에스엘, 신영증권 리서치센터

도표 6. 분기 램프 사업 매출액과 영업이익률 추이



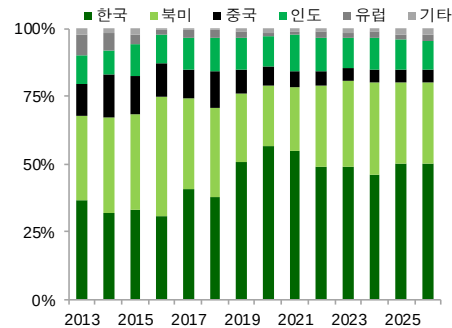
자료 : 에스엘, 신영증권 리서치센터

도표 7. 분기 전동화 사업 매출액과 영업이익률 추이



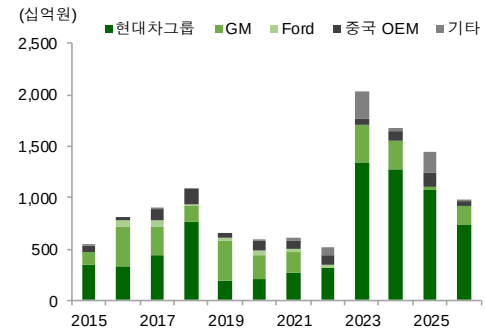
자료 : 에스엘, 신영증권 리서치센터

도표 8. 지역별 매출 비중



자료 : 에스엘, 신영증권 리서치센터

도표 9. 고객별 신규 수주 추이



자료 : 에스엘, 신영증권 리서치센터 / 2026년은 상반기 기준

에스엘(005850.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	49,733	52,399	55,869	58,935	61,787
증가율(%)	2.8	5.4	6.6	5.5	4.8
매출원가	42,846	45,073	47,951	50,581	53,006
원가율(%)	86.2	86.0	85.8	85.8	85.8
매출총이익	6,887	7,326	7,918	8,354	8,781
매출총이익률(%)	13.8	14.0	14.2	14.2	14.2
판매비와 관리비 등	2,935	3,255	3,528	3,695	3,858
판매비율(%)	5.9	6.2	6.3	6.3	6.2
영업이익	3,952	4,071	4,389	4,659	4,922
증가율(%)	2.3	3.0	7.8	6.2	5.6
영업이익률(%)	7.9	7.8	7.9	7.9	8.0
EBITDA	5,589	5,700	6,201	6,541	6,979
EBITDA마진(%)	11.2	10.9	11.1	11.1	11.3
순금융손익	120	195	252	283	308
이자손익	117	145	251	281	307
외환관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	630	15	510	510	510
종속및관계기업 관련손익	168	177	190	200	210
법인세차감전계속사업이익	4,870	4,457	5,341	5,652	5,951
계속사업손익법인세비용	1,050	1,249	1,496	1,583	1,666
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,820	3,208	3,846	4,070	4,284
증가율(%)	9.4	-16.0	19.9	5.8	5.3
순이익률(%)	7.7	6.1	6.9	6.9	6.9
지배주주지분 당기순이익	3,684	3,108	3,730	3,947	4,156
증가율(%)	9.8	-15.6	20.0	5.8	5.3
기타포괄이익	476	-58	-95	-95	-95
총포괄이익	4,296	3,150	3,750	3,974	4,189

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	23,461	26,336	27,927	29,198	30,327
현금및현금성자산	3,483	4,777	4,979	5,047	4,959
매출채권 및 기타채권	10,006	10,725	11,723	12,411	13,120
재고자산	4,161	4,359	4,542	4,791	5,023
비유동자산	13,528	13,634	14,162	15,208	16,479
유형자산	8,613	8,706	9,113	9,948	11,009
무형자산	372	405	396	400	393
투자자산	2,333	2,454	2,652	2,859	3,077
기타 금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	36,989	39,971	42,089	44,406	46,806
유동부채	11,422	11,704	11,306	11,169	10,992
단기차입금	2,746	2,611	2,211	1,711	1,211
매입채무및기타채무	6,679	7,417	7,459	7,821	8,164
유동성장기부채	397	387	347	347	347
비유동부채	1,594	1,750	1,944	1,944	1,944
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	13,016	13,454	13,250	13,112	12,935
지배주주지분	22,998	25,525	27,733	30,065	32,513
자본금	232	232	232	232	232
자본잉여금	4,597	4,597	4,597	4,597	4,597
기타포괄이익누계액	458	366	270	175	79
이익잉여금	17,830	20,449	22,752	25,180	27,724
비지배주주지분	975	991	1,107	1,229	1,357
자본총계	23,972	26,517	28,839	31,293	33,870
총차입금	3,243	3,082	2,642	2,142	1,622
순차입금	-1,650	-3,106	-6,374	-7,075	-7,644

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	4,820	5,085	4,243	4,952	5,301
당기순이익	3,820	3,208	3,846	4,070	4,284
현금유출이없는비용및수익	2,995	3,876	2,866	2,983	3,206
유형자산감가상각비	1,531	1,510	1,692	1,765	1,939
무형자산상각비	106	119	119	116	117
영업활동관련자산부채변동	-1,216	-1,568	-1,224	-799	-830
매출채권의감소(증가)	-93	-248	-998	-688	-710
재고자산의감소(증가)	-78	-196	-184	-249	-232
매입채무의증가(감소)	-316	507	42	363	343
투자활동으로인한현금흐름	-3,339	-2,961	-3,344	-4,188	-4,898
투자자산의 감소(증가)	191	55	-8	-8	-8
유형자산의 감소	246	78	0	0	0
CAPEX	-2,381	-1,884	-2,100	-2,600	-3,000
단기금융자산의감소(증가)	12	14	0	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-1,265	-809	-1,738	-1,950	-2,042
장기차입금의증가(감소)	-776	-186	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	129	-21	1,040	1,253	1,550
현금의 증가	345	1,294	202	68	-88
기초현금	3,138	3,483	4,777	4,979	5,047
기말현금	3,483	4,777	4,979	5,047	4,959

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Per Share (원)					
EPS	7,930	6,692	8,031	8,499	8,947
BPS	49,612	55,055	59,806	64,827	70,099
DPS	1,200	2,770	3,100	3,300	3,500
Multiples (배)					
PER	3.8	6.4	6.5	6.2	5.9
PBR	0.6	0.8	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	2.4	3.1	3.1	2.8	2.6
Financial Ratio					
12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	9.8%	-15.6%	20.0%	5.8%	5.3%
EBITDA(발표기준) 증가율	3.6%	2.0%	8.8%	5.5%	6.7%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	17.3%	12.7%	13.9%	13.5%	13.1%
ROE(지배순이익 기준)	17.4%	12.8%	14.0%	13.7%	13.3%
ROIC	17.5%	17.6%	16.0%	15.5%	15.2%
WACC	8.4%	8.5%	8.7%	8.8%	8.9%
안전성(%)					
부채비율	54.3%	50.7%	45.9%	41.9%	38.2%
순차입금비율	-6.9%	-11.7%	-22.1%	-22.6%	-22.6%
이자보상배율	21.7	29.3	36.8	48.2	67.3

매수(유지)

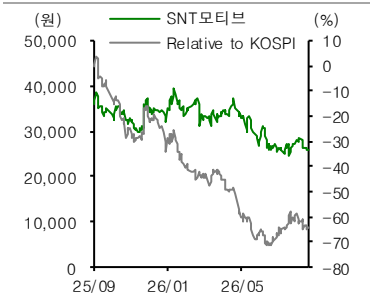
목표주가(12M,하향)	38,000원
현재주가(8/28)	25,850원
상승여력	47%

Key Data (기준일: 2026. 8. 28)	
KOSPI(pt)	6788.88
KOSDAQ(pt)	838.41
액면가(원)	5,000
시가총액(억원)	6,861
발행주식수(천주)	26,540
평균거래량(3M, 주)	65,793
평균거래대금(3M, 백만원)	1,783
52주 최고/최저	39,450 / 24,650
52주 일간Beta	0.3
배당수익률(26F, %)	6.7
외국인지분율(%)	12.8
주요주주 지분율(%)	
SNT홀딩스 외 1인	46.3 %
국민연금공단	8.4 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.4	-16.1	-30.6	-24.9
KOSPI대비상대수익률	-10.1	1.2	-36.2	-64.6

Company vs KOSPI composite



SNT모티브(064960.KS)

중장기 성장 동력을 육성 중

방산 수출은 시간이 해결해 줄 문제, HSC모터 매출은 예상되었던 일상반기 연결 매출은 전년 동기 대비 2% 감소하고, 영업이익은 5% 줄어들었는데, 이란 사태에 따른 수출 차질로 47% 감소한 방산 매출(내수, 수출 각각 -40%, -54%)과 현대/기아향 HEV/EV 모터 매출 감소(-8%) 영향과 운반비, 인건비, 감가비, 연구개발비 부담 확대 영향이 컸음. 이러한 두 제품 매출 감소를 반도체 호황에 따른 기대 이상의 SCMC 매출 증가(+38%)가 만회한 구조였음. 정확한 시점 예단은 어렵지만, 이란 사태 안정화 시 방산 수출 매출은 정상화될 수 있을 것으로 기대함. 현대차그룹의 차세대 HEV 시스템(P1+P2 병렬 구조 HEV) 출시에 따라 과거처럼 두 자릿수 HEV/EV 모터 성장률을 기대하기는 어렵지만 기존 HEV 시스템(P0+P2)도 여전히 쓰이는 만큼 연간 2천억원 중반 규모의 HEV/EV 관련 모터 매출은 유지될 수 있을 것으로 판단함.

연 매출이 1조원에 머물러 있었으나 중장기 성장 요인을 육성 중

그동안 동사 사업은 국내 생산에 집중되어 있어 현대차/기아 미국 & 인도 생산 확대 수혜를 누리는 데 한계가 있었음. 그러나 MDPS 모터를 시작으로 인도 사업이 개시되었고, 단기적으로는 이관에 따른 관세 부담 완화 성격이 크지만, 루이지애나 신규 법인을 활용한 현지화 확대는 미국 주주 경쟁력 강화 요인임. 상반기 연결 영업이익률이 0.3%p 하락했는데 신규 법인 안정화 이후에는 감가비, 인건비, 운반비 부담 완화에 따른 수익성 개선 기대할 수 있을 것임.

중동 사태 안정화 시, 방산 수출과 EV 구동시스템 가시성 확대

이란 사태로 인한 방산 수출 불확실성에 따라 목표주가를 4만1천원에서 3만8천원으로 하향함. 중동 사태 안정화 시 방산 수출 회복과 더불어 2027년 사우디 EV업체형 구동시스템 사업 가시성도 커질 수 있을 것임. 또한 6% 후반에 이르는 기대 배당수익률로 주가 하방은 제한적일 것이며, 100% 자회사가 된 SNT로봇틱스와 액츄에이터 모터 등 로봇 부품 신사업은 중장기 기대 요인임.

결산기(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	969	1,006	1,036	1,151	1,235
영업이익(십억원)	98	103	103	110	122
계속사업세전손익(십억원)	132	94	121	131	146
지배주주지분순이익(십억원)	104	70	91	99	110
EPS(원)	3,932	2,623	3,416	3,716	4,145
증감율(%)	20.0	-33.3	30.2	8.8	11.6
ROE(%)	10.8	7.0	8.7	9.0	9.5
PER(배)	5.6	13.2	7.6	7.0	6.2
PBR(배)	0.5	0.8	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	-0.3	2.5	3.2	3.0	2.7

도표 1. SNT모티브 실적 추이

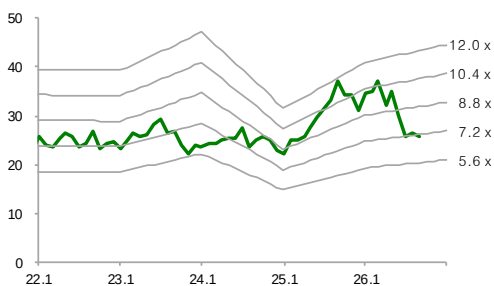
(단위 :십억원, %)

구 분	2025A				2026F				연간		
	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	3Q26F	4Q26F	2025A	2026F	2027F
매출액	226	258	231	292	216	258	247	315	1,006	1,036	1,151
영업이익	23	27	22	31	22	26	23	33	103	103	110
영업이익률	10.2%	10.3%	9.5%	10.6%	10.0%	10.0%	9.1%	10.4%	10.2%	9.9%	9.6%
세전이익	28	19	29	18	33	32	26	30	94	121	131
순익(지배)	21	14	21	13	25	24	19	23	70	91	99
순이익률	9.4%	5.5%	9.2%	4.4%	11.5%	9.2%	7.8%	7.2%	6.9%	8.8%	8.6%
YoY											
매출액	2%	7%	5%	2%	-5%	0%	7%	8%	4%	3%	11%
영업이익	5%	6%	0%	6%	-6%	-3%	2%	6%	5%	0%	7%
영업이익률	0.3%	-0.1%	-0.5%	0.4%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.1%	0.1%	-0.3%	-0.3%
순이익(지배)	-21%	-48%	25%	-61%	17%	68%	-10%	77%	-33%	30%	9%
제품별 매출											
차량부품	204	213	193	200	188	214	204	229	810	834	927
전장부품	8	7	8	7	11	9	8	9	31	38	40
모터	125	133	121	112	106	135	128	138	491	508	581
Drive Unit	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1
엔진부품	54	53	51	62	50	49	50	60	220	210	225
현가장치	16	19	13	19	20	21	17	21	67	79	81
에어백	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
기타	28	59	42	96	31	48	48	106	225	233	259
SCMC	19	19	16	22	21	32	28	32	76	113	124
기타(방산)	10	40	26	74	10	16	20	74	149	121	136
연결 매출액	226	258	231	292	216	258	247	315	1,006	1,036	1,151
제품별 영업이익											
차량부품	21	21	17	18	16	17	16	18	77	68	73
기타	2	6	5	13	5	8	6	14	26	34	37
제품별 OPM											
차량부품	10.2%	9.7%	8.9%	9.0%	8.6%	8.0%	7.8%	8.0%	9.5%	8.1%	7.9%
기타	7.7%	10.4%	11.3%	13.8%	16.9%	16.5%	13.2%	13.5%	11.7%	14.5%	14.3%

자료 : SNT모티브, 신영증권 리서치센터

도표 2. PER 밴드 차트

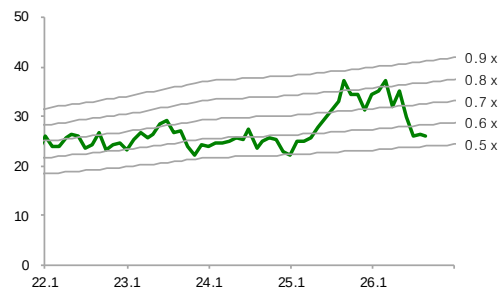
(천원)



자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 3. PBR 밴드 차트

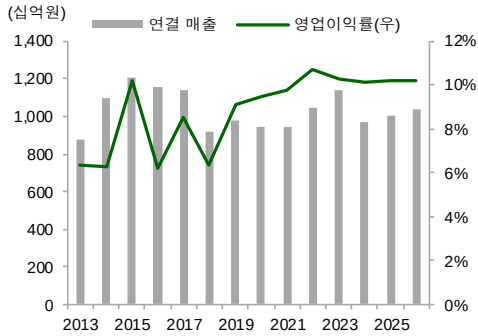
(천원)



자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

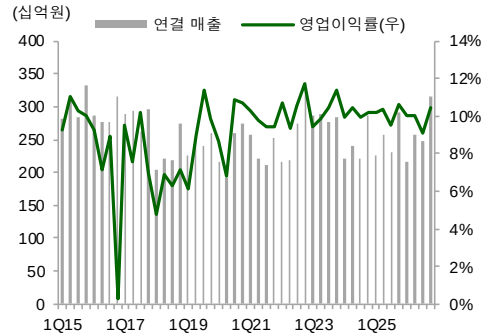
산업분석

도표 4. 연간 매출액과 영업이익률 추이



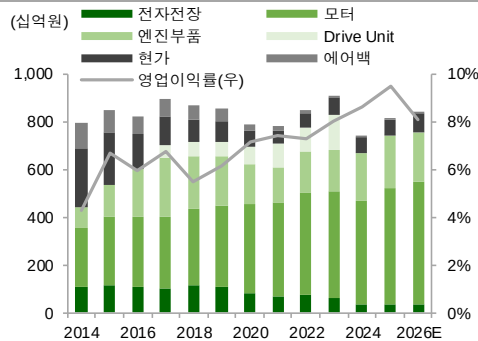
자료 : SNT모티브, 신영증권 리서치센터

도표 5. 분기 매출액과 영업이익률 추이



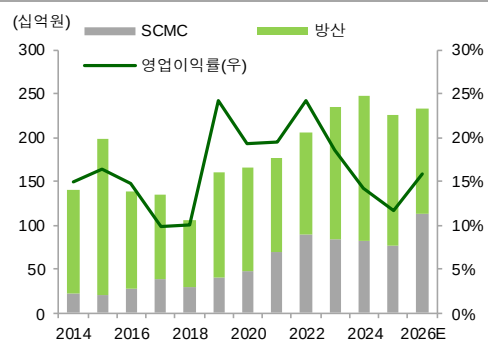
자료 : SNT모티브, 신영증권 리서치센터

도표 6. 자동차 부품 사업 매출과 영업이익률



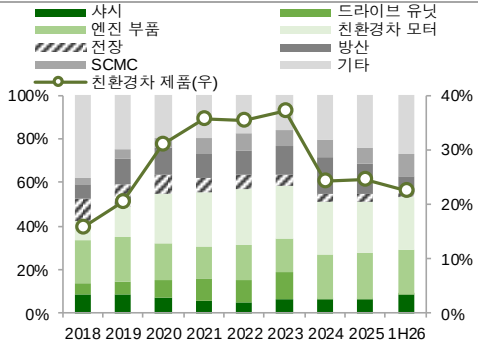
자료 : SNT모티브, 신영증권 리서치센터 / 연결조정 전 기준

도표 7. 기타 사업 매출액과 영업이익률 추이



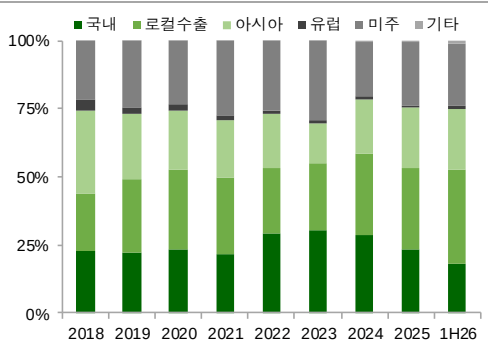
자료 : SNT모티브, 신영증권 리서치센터

도표 8. 제품별 매출 비중 추이



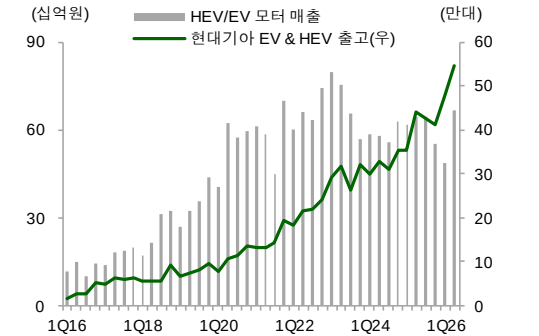
자료 : SNT모티브, 신영증권 리서치센터

도표 9. 지역별 매출 비중



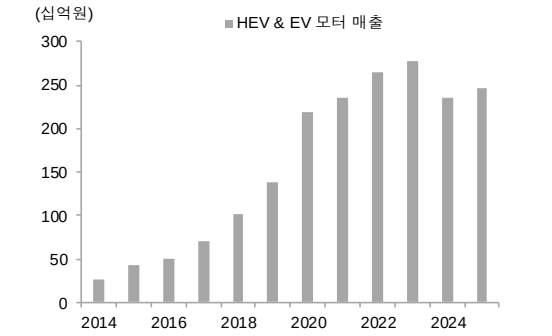
자료 : SNT모티브, 신영증권 리서치센터

도표 10. HEV & EV 관련 모터 분기 매출 추이



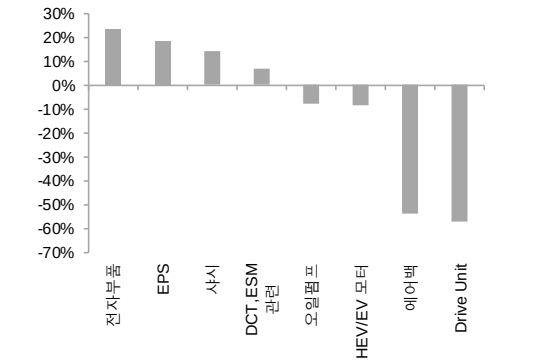
자료 : SNT모티브, 신영증권 리서치센터

도표 11. HEV & EV 관련 모터 연간 매출 추이



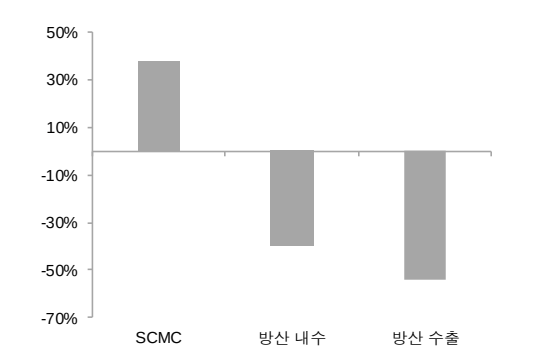
자료 : SNT모티브, 신영증권 리서치센터

도표 12. 상반기 자동차 부품 매출 증가율(전년 동기 대비)



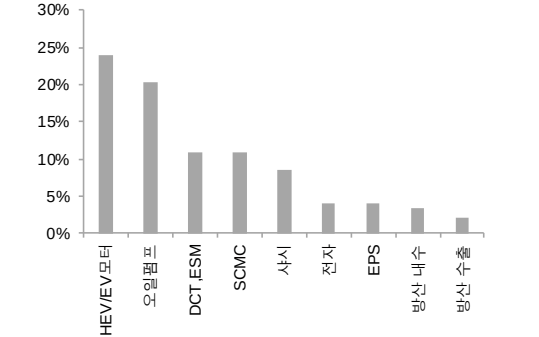
자료 : SNT모티브, 신영증권 리서치센터

도표 13. 상반기 기타 부문 매출 증가율(전년 동기 대비)



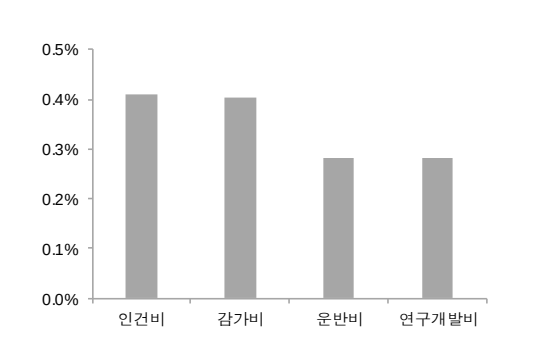
자료 : SNT모티브, 신영증권 리서치센터

도표 14. 상반기 주요 제품별 매출 비중



자료 : SNT모티브, 신영증권 리서치센터 / 연결 조정 전 기준

도표 15. 전년 동기 대비 상반기 주요 비용 부담 증가율



자료 : SNT모티브, 신영증권 리서치센터

SNT모티브(064960.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	9,689	10,064	10,357	11,508	12,350
증가율(%)	-14.7	3.9	2.9	11.1	7.3
매출원가	8,095	8,169	8,432	9,413	10,075
원가율(%)	83.5	81.2	81.4	81.8	81.6
매출총이익	1,594	1,895	1,925	2,096	2,275
매출총이익률(%)	16.5	18.8	18.6	18.2	18.4
판매비와 관리비 등	613	869	897	992	1,060
판매비율(%)	6.3	8.6	8.7	8.6	8.6
영업이익	981	1,026	1,028	1,104	1,215
증가율(%)	-15.9	4.6	0.2	7.4	10.1
영업이익률(%)	10.1	10.2	9.9	9.6	9.8
EBITDA	1,272	1,328	1,381	1,491	1,609
EBITDA 마진(%)	13.1	13.2	13.3	13.0	13.0
순금융손익	353	104	189	209	239
이자손익	160	137	134	134	134
외화관련손익	208	-41	50	70	100
기타영업외손익	-18	-193	-10	0	10
종속및관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
법인세차감전계속사업이익	1,317	936	1,206	1,312	1,464
계속사업손익법인세비용	273	241	302	328	366
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,043	695	905	984	1,098
증가율(%)	19.9	-33.4	30.2	8.7	11.6
순이익률(%)	10.8	6.9	8.7	8.6	8.9
지배주주지분 당기순이익	1,043	696	907	986	1,100
증가율(%)	19.9	-33.3	30.3	8.7	11.6
기타포괄이익	115	41	15	15	15
총포괄이익	1,159	736	920	1,000	1,113

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	1,301	738	1,076	1,037	1,269
당기순이익	1,043	695	905	984	1,098
현금유출이없는비용및수익	423	443	471	511	526
유형자산감가상각비	269	279	330	366	374
무형자산상각비	22	23	23	21	20
영업활동관련자산부채변동	-82	-240	-132	-265	-123
매출채권의감소(증가)	92	-86	17	-210	-31
재고자산의감소(증가)	61	-118	-278	-217	-159
매입채무의증가(감소)	32	212	176	191	144
투자활동으로인한현금흐름	-410	-197	-740	-429	-434
투자자산의 감소(증가)	399	19	3	-30	-30
유형자산의 감소	8	1	0	0	0
CAPEX	-490	-840	-880	-530	-530
단기금융자산의감소(증가)	-294	383	-111	-116	-122
재무활동으로인한현금흐름	-745	-445	-207	-234	-234
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	-3	3	0	0
기타현금흐름	90	7	-373	-377	-347
현금의 증가	236	102	-244	-3	253
기초현금	1,996	2,232	2,334	2,090	2,087
기말현금	2,232	2,334	2,090	2,087	2,341

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	8,464	8,288	8,435	8,985	9,559
현금및현금성자산	2,232	2,334	2,090	2,087	2,341
매출채권 및 기타채권	2,019	1,970	1,953	2,163	2,194
재고자산	1,578	1,676	1,954	2,171	2,330
비유동자산	3,954	4,506	5,049	5,242	5,428
유형자산	3,816	4,375	4,925	5,089	5,245
무형자산	58	46	42	41	41
투자자산	71	53	49	79	109
기타 금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	12,418	12,794	13,485	14,226	14,987
유동부채	2,165	2,184	2,380	2,552	2,675
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	1,667	1,881	2,057	2,248	2,392
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	405	415	415	415	415
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,570	2,600	2,796	2,967	3,091
지배주주지분	9,848	10,138	10,634	11,207	11,846
자본금	731	1,327	1,327	1,327	1,327
자본잉여금	734	135	138	138	138
기타포괄이익누계액	67	82	98	113	128
이익잉여금	9,232	9,510	9,988	10,545	11,168
비지배주주지분	0	56	54	52	50
자본총계	9,848	10,194	10,689	11,259	11,896
총차입금	1	1	1	1	1
순차입금	-6,235	-5,957	-2,799	-2,799	-2,799

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Per Share (원)					
EPS	3,932	2,623	3,416	3,716	4,145
BPS	41,318	42,410	44,281	46,438	48,846
DPS	937	1,700	1,800	1,800	2,000
Multiples (배)					
PER	5.6	13.2	7.6	7.0	6.2
PBR	0.5	0.8	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	-0.3	2.5	3.2	3.0	2.7
Financial Ratio					
12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	20.0%	-33.3%	30.2%	8.8%	11.6%
EBITDA(발표기준) 증가율	-13.5%	4.4%	4.0%	8.0%	7.9%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	10.8%	6.9%	8.7%	9.0%	9.5%
ROE(지배순이익 기준)	10.8%	7.0%	8.7%	9.0%	9.5%
ROIC	14.2%	13.5%	12.2%	12.1%	12.7%
WACC	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
안전성(%)					
부채비율	26.1%	25.5%	26.2%	26.4%	26.0%
순차입금비율	-63.3%	-58.4%	-26.2%	-24.9%	-23.5%
이자보상배율	12,044.7	26,168.1	25,431.7	34,592.7	57,138.3

화신(010690.KS)

하반기 북미 매출 반등 기대

매수(유지)

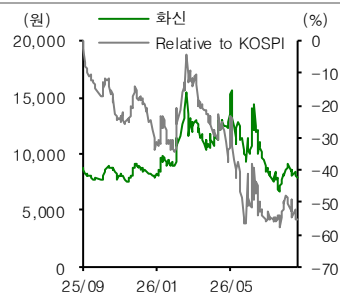
목표주가(12M,유지)	11,000원
현재주가(8/28)	7,920원
상승여력	39%

Key Data	(기준일: 2026. 8. 28)
KOSPI(pt)	6788.88
KOSDAQ(pt)	838.41
액면가(원)	500
시가총액(억원)	2,766
발행주식수(천주)	34,920
평균거래량(3M, 주)	1,045,703
평균거래대금(3M, 백만원)	11,821
52주 최고/최저	15,550 / 6,720
52주 일간Beta	1.1
배당수익률(26F, %)	2.1
외국인지분율(%)	1.4
주요주주 지분율(%)	
글로벌오토트레이딩 외 16 인	50.4 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.1	-29.9	-49.0	-11.3
KOSPI대비상대수익률	-1.4	-15.5	-53.1	-58.2

Company vs KOSPI composite



매출 둔화 속 원재료와 인건비 부담 확대가 상반기 감익 배경

2026년 2분까지 동사의 연결 매출은 7개 분기 연속 증가했으나 영업이익은 2개 분기 연속 감소했고, 2분기 영업이익률은 1.2%(−4.2%P)까지 낮아지며 2021년 4분기 이후 최저치를 기록함. 상반기 중국 매출 감소가 지속(−7%)된 가운데 최대 해외 매출처인 북미 매출(2025년 매출의 36%)마저 6% 감소한 것이 동사 연결 매출 성장률이 작년 15%에서 상반기 4%까지 둔화된 배경임. 이러한 상반기 매출 성장 둔화 속에 원재료와 인건비 부담이 도합 3.3%P 증가한 것이 동사의 상반기 영업이익률이 전년 동기 대비 3.6%P 낮아진 원인임. 조지아 신규 법인 매출은 분기 약 270억원 수준을 유지하고 있으나, 초기 고정비 부담으로 인해 아직까지는 적자를 지속 중이며, 신사업으로 추진되었던 배터리 케이스 매출 비중은 예상 대비 저조한 EV 물량으로 인해 약 3% 수준에 불과해 현재 실적 기여가 제한적인 상황임. 따라서 증익을 위해서는 북미 매출 증가와 원재료 부담 완화가 필요한 상황임.

연초 대비 낮아진 현대차/기아 미국 재고와 4분기 신차가 기대 요인

2분기 한국 매출이 4% 감소한 바 있어 3분기 현대차 임금협상 장기화에 따른 국내 생산 차질이 3분기에도 단기 우려 요인이자, 임금 협상이 타결된 이후 완성차의 생산 차질 만회 가능성이 크며, 지난 2월 3.2개월까지 증가했던 현대차 미국 재고는 7월에 2.7개월까지 낮아졌으며, 동기간 기아 미국 재고도 2.9개월에서 7월에는 2.7개월까지 줄어들며 미국 재고 부담도 완화된 상태임. 6월 기아 스포티지 HEV 미국 생산 개시에 이어 연말에는 신형 투싼 미국 투입 등 신차가 동사 실적 회복을 견인할 수 있을 것으로 판단함. 아울러 로봇틱스 부품과 관련된 중장기 신사업 아이টে모 향후 기대 요인임. 이에 투자 의견 매수와 목표주가 1만1천원을 유지함(‘26년 지배 주당순이익에 Target PER 7배)

결산기(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	1,712	1,962	2,042	2,175	2,290
영업이익(십억원)	65	102	54	74	89
계속사업세전손익(십억원)	76	82	80	80	101
지배주주지분순이익(십억원)	54	67	56	61	77
EPS(원)	1,534	1,910	1,600	1,746	2,200
증감율(%)	-30.7	24.5	-16.2	9.1	25.9
ROE(%)	11.1	12.3	9.4	9.6	11.1
PER(배)	4.5	4.3	4.9	4.5	3.6
PBR(배)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	3.5	3.7	5.6	4.6	4.1

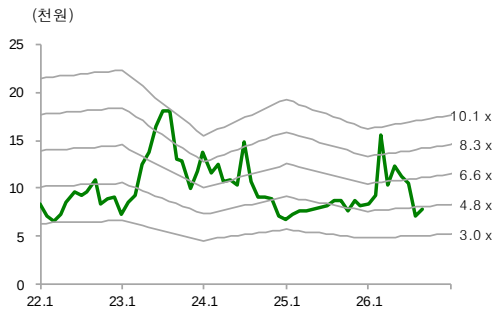
도표 1. 화신 실적 추이

(단위 :십억원, %)

구 분	2025A				2026F				연간		
	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	3Q26F	4Q26F	2025A	2026F	2027F
매출액	473	491	486	512	506	498	483	555	1,962	2,042	2,175
매출총이익	55	52	42	68	47	40	42	55	216	185	216
GPM	11.5%	10.7%	8.6%	13.2%	9.3%	8.0%	8.7%	10.0%	11.0%	9.0%	9.9%
판매비	24	26	30	34	30	34	33	34	114	131	141
판매비율	5.1%	5.3%	6.2%	6.6%	6.0%	6.8%	6.7%	6.1%	5.8%	6.4%	6.5%
영업이익	30	26	12	34	17	6	10	22	102	54	74
OPM	6.4%	5.4%	2.4%	6.6%	3.4%	1.2%	2.0%	3.9%	5.2%	2.6%	3.4%
순익(지배)	29	0	18	19	28	7	11	9	67	56	61
NIM	6.1%	0.1%	3.7%	3.8%	5.6%	1.4%	2.3%	1.7%	3.4%	2.7%	2.8%
매출(YoY)	14%	14%	16%	14%	7%	2%	-1%	8%	15%	4%	7%
매출총이익(YoY)	23%	8%	22%	68%	-14%	-24%	1%	-18%	29%	-15%	17%
판매비(YoY)	3%	7%	8%	26%	25%	32%	8%	0%	11%	15%	8%
영업이익(YoY)	45%	9%	84%	150%	-44%	-78%	-17%	-36%	57%	-47%	37%
지배순익(YoY)	-1%	-98%	적전	5%	-3%	2712%	-37%	-52%	25%	-16%	9%
연결 매출	473	491	486	512	506	498	483	555	1,962	2,042	2,175
한국 매출	164	177	172	185	203	171	170	207	698	750	860
북미 매출	172	176	173	183	161	166	162	193	704	683	696
인도 매출	84	80	80	83	81	87	87	86	326	341	345
중국 매출	18	21	19	20	18	17	15	18	77	68	69
브라질 매출	35	36	42	41	41	56	49	50	154	197	200
기타 매출	1	1	1	1	1	1	1	1	3	3	5
연결 매출 (YoY)	14%	14%	16%	14%	7%	2%	-1%	8%	15%	4%	7%
한국 매출 (YoY)	14%	18%	22%	12%	24%	-4%	-1%	12%	16%	8%	15%
북미 매출 (YoY)	27%	22%	24%	21%	-6%	-6%	-6%	6%	23%	-3%	2%
인도 매출 (YoY)	0%	1%	-6%	13%	-3%	9%	9%	4%	2%	5%	1%
중국 매출 (YoY)	-14%	32%	43%	0%	3%	-16%	-21%	-14%	11%	-13%	2%
브라질 매출 (YoY)	12%	-9%	6%	8%	18%	56%	17%	23%	4%	28%	2%
기타 매출 (YoY)	-7%	21%	30%	-7%	0%	-41%	1%	59%	9%	1%	32%

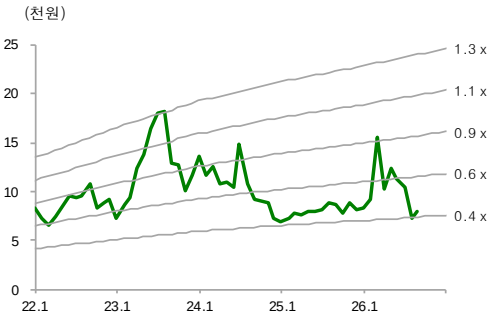
자료 : 화신, 신영증권 리서치센터

도표 2. PER 밴드 추이



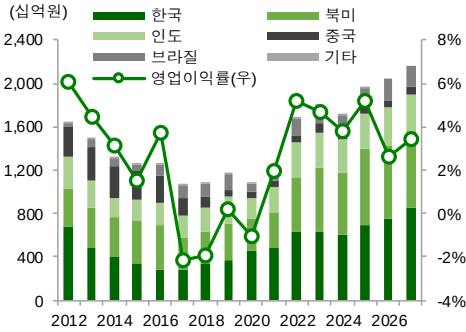
자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 3. PBR 밴드 추이



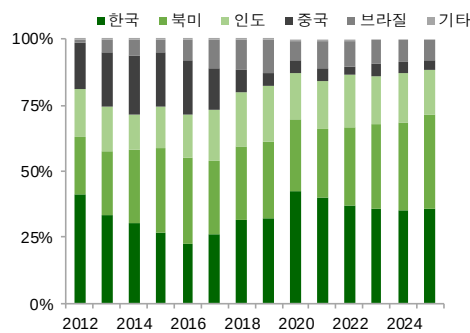
자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 4. 연간 매출액과 영업이익률 추이



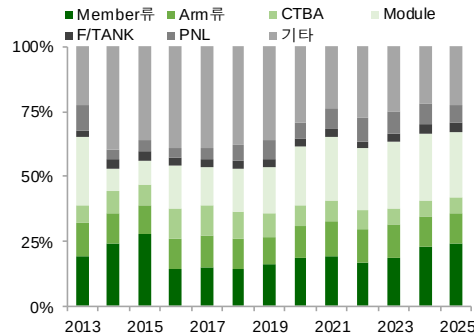
자료 : 화신, 신영증권 리서치센터

도표 6. 지역별 매출 비중 추이



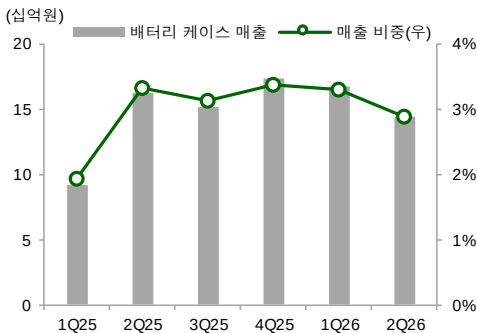
자료 : 화신, 신영증권 리서치센터

도표 8. 제품별 매출 비중 추이



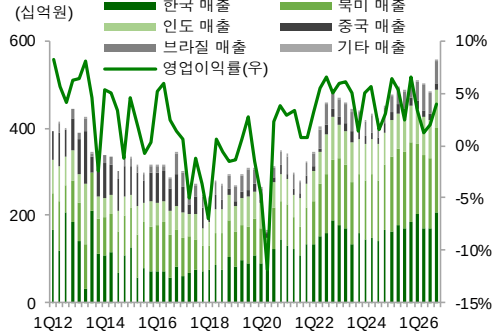
자료 : 화신, 신영증권 리서치센터

도표 10. 배터리 케이스 매출



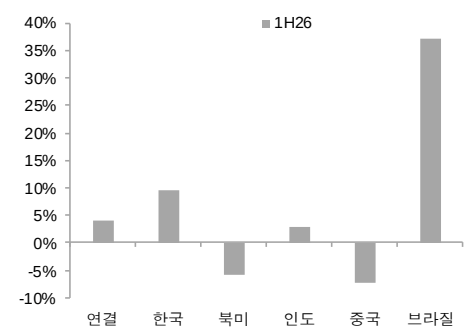
자료 : 화신, 신영증권 리서치센터

도표 5. 분기 매출액과 영업이익률 추이



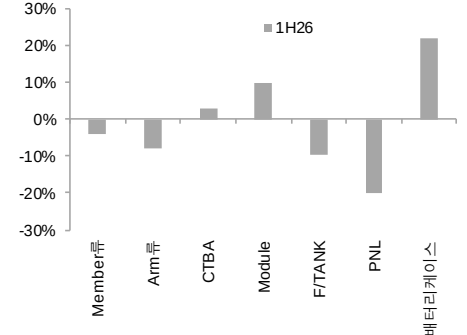
자료 : 화신, 신영증권 리서치센터

도표 7. 2026년 상반기 지역별 매출 증가율



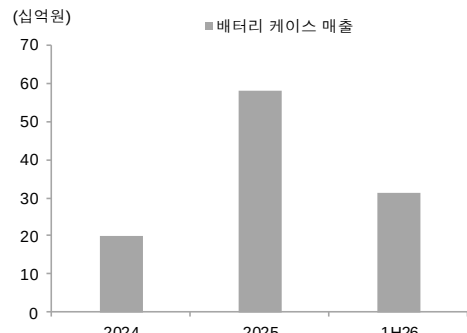
자료 : 화신, 신영증권 리서치센터

도표 9. 2026년 상반기 제품별 매출 증가율



자료 : 화신, 신영증권 리서치센터

도표 11. 배터리 케이스 매출 추이



자료 : 화신, 신영증권 리서치센터

화신(O10690.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	17,123	19,625	20,420	21,748	22,900
증가율(%)	-5.0	14.6	4.1	6.5	5.3
매출원가	15,446	17,462	18,573	19,591	20,496
원가율(%)	90.2	89.0	91.0	90.1	89.5
매출총이익	1,677	2,163	1,847	2,157	2,404
매출총이익률(%)	9.8	11.0	9.0	9.9	10.5
판매비와 관리비 등	1,024	1,138	1,307	1,415	1,512
판매비율(%)	6.0	5.8	6.4	6.5	6.6
영업이익	653	1,024	541	743	892
증가율(%)	-22.0	56.8	-47.2	37.3	20.1
영업이익률(%)	3.8	5.2	2.6	3.4	3.9
EBITDA	1,293	1,707	1,552	1,880	2,080
EBITDA마진(%)	7.6	8.7	7.6	8.6	9.1
순금융손익	71	-126	248	47	105
이자손익	-146	-146	-238	-239	-230
외화관련손익	249	17	506	306	356
기타영업외손익	47	-30	58	60	60
종속및관계기업 관련손익	-13	-47	-47	-47	-47
법인세차감계속사업이익	758	821	798	802	1,010
계속사업손익법인세비용	223	155	239	193	242
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	536	667	559	610	768
증가율(%)	-30.7	24.4	-16.2	9.1	25.9
순이익률(%)	3.1	3.4	2.7	2.8	3.4
지배주주지분 당기순이익	536	667	559	610	768
증가율(%)	-30.7	24.4	-16.2	9.1	25.9
기타포괄이익	240	-76	-76	-76	-76
총포괄이익	776	591	483	534	692

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업외손익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	5,997	7,554	8,591	8,683	8,969
현금및현금성자산	1,663	2,378	2,680	2,399	2,359
매출채권 및 기타채권	2,071	2,189	2,798	2,976	3,130
재고자산	2,095	2,797	2,917	3,107	3,271
비유동자산	7,220	8,037	9,308	9,603	9,847
유형자산	6,191	7,027	8,347	8,692	8,986
무형자산	26	49	47	45	43
투자자산	320	297	250	202	155
기타 금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	13,217	15,591	17,899	18,286	18,816
유동부채	6,688	6,525	8,022	7,973	7,910
단기차입금	2,902	3,594	4,394	4,194	3,994
매입채무및기타채무	2,312	2,267	2,890	3,042	3,179
유동성장기부채	527	497	497	497	497
비유동부채	1,354	3,352	3,739	3,699	3,659
사채	175	660	660	610	560
장기차입금	934	2,421	2,871	2,871	2,871
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	8,042	9,878	11,761	11,673	11,569
지배주주지분	5,175	5,714	6,138	6,613	7,246
자본금	175	175	175	175	175
자본잉여금	256	256	256	256	256
기타포괄이익누계액	193	101	25	-51	-126
이익잉여금	4,554	5,186	5,686	6,237	6,946
비지배주주지분	0	0	0	0	-1
자본총계	5,174	5,713	6,138	6,613	7,246
총차입금	5,225	7,278	8,508	8,258	8,008
순차입금	2,150	3,484	5,819	5,850	5,639

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	1,369	420	1,031	1,278	1,469
당기순이익	536	667	559	610	768
현금유출이없는비용및수익	968	1,090	1,031	1,311	1,352
유형자산감가상각비	637	680	1,009	1,136	1,186
무형자산상각비	2	2	2	2	2
영업활동관련자산부채변동	213	-922	-81	-211	-178
매출채권의감소(증가)	520	-154	-609	-178	-154
재고자산의감소(증가)	83	-676	-121	-190	-165
매입채무의증가(감소)	-545	48	623	152	137
투자활동으로인한현금흐름	-2,244	-1,725	-2,332	-1,482	-1,482
투자자산의 감소(증가)	-47	-24	0	0	0
유형자산의 감소	118	175	0	0	0
CAPEX	-2,334	-1,876	-2,330	-1,480	-1,480
단기금융자산의감소(증가)	9	0	0	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-74	2,043	1,159	-341	-341
장기차입금의증가(감소)	535	1,579	450	0	0
사채의증가(감소)	0	650	0	-50	-50
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	145	-23	444	264	314
현금의 증가	-804	715	302	-281	-40
기초현금	2,467	1,663	2,378	2,680	2,398
기말현금	1,663	2,378	2,680	2,398	2,359

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Per Share (원)					
EPS	1,534	1,910	1,600	1,746	2,200
BPS	14,828	16,372	17,587	18,948	20,761
DPS	150	170	170	170	170
Multiples (배)					
PER	4.5	4.3	4.9	4.5	3.6
PBR	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	3.5	3.7	5.6	4.6	4.1
Financial Ratio					
12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-30.7%	24.5%	-16.2%	9.1%	25.9%
EBITDA(발표기준) 증가율	-10.3%	32.0%	-9.1%	21.1%	10.6%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	11.1%	12.3%	9.4%	9.6%	11.1%
ROE(지배순이익 기준)	11.1%	12.3%	9.4%	9.6%	11.1%
ROIC	6.1%	9.3%	3.1%	4.8%	5.6%
WACC	6.2%	5.5%	5.2%	5.4%	5.4%
안전성(%)					
부채비율	155.4%	172.9%	191.6%	176.5%	159.7%
순차입금비율	41.6%	61.0%	94.8%	88.5%	77.8%
이자보상배율	2.5	4.0	1.6	2.2	2.8

매수(유지)

목표주가(12M,유지) 7,000원

현재주가(8/28) 4,875원

상승여력 44%

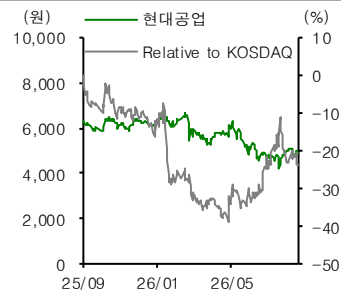
Key Data (기준일: 2026. 8. 28)

KOSPI(pt)	6788.88
KOSDAQ(pt)	838.41
액면가(원)	500
시가총액(억원)	748
발행주식수(천주)	15,340
평균거래량(3M, 주)	35,405
평균거래대금(3M, 백만원)	173
52주 최고/최저	6,680 / 4,240
52주 일간Beta	0.6
배당수익률(26F, %)	6.0
외국인지분율(%)	5.0
주요주주 지분율(%)	
강현석 외 3 인	50.7 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.4	-11.4	-25.9	-23.2
KOSDAQ대비상대수익률	-9.6	16.8	5.4	-26.9

Company vs KOSDAQ composite



현대공업(170030.KQ)

배당 유지만 해도 기대 배당수익률 6%

미국 신규 법인이 전사 실적을 방어 중

동사 상반기 연결 매출은 전년 동기 대비 3% 감소했는데, 한국 매출 감소에도 불구하고 지난해부터 본격 가동된 신규 미국 법인 매출이 75% 증가하며 상반기에만 이미 2025년 수준(186억원)을 기록했기 때문임. 하반기에도 텔룰라이드 HEV 출시에 따라 미국 법인 성장세는 지속될 것이며, 이러한 미국 현지화 확대는 운반비 부담 완화를 통해 상반기 영업이익률 6.6% 달성에 이바지 하였음. 통상적으로 하반기에는 인건비 부담 확대에 따라 상반기 대비 영업이익률이 둔화되는 것이 불가피하지만 상반기 매출 성장을 제한해 온 한국 매출이 신차 출시에 따라 4분기부터 회복될 수 것으로 기대되는 것은 기대 요인임.

Genesis 확대에 따라 한국 매출도 4분기부터 성장 재개 기대

2025년 연결 매출의 91%를 차지하는 동사 한국 매출은 2026년 상반기에 8% 감소하며 전사 실적 개선을 제한하였음. 안전공업 화재에 따른 현대차 국내 생산 차질, 특히 Genesis 국내 생산 부진(상반기 12% 감소)이 동사 상반기 한국 매출에 주요 감소 원인으로 작용했을 것으로 판단함. 4분기부터는 신형 투싼과 더불어 GV90 신차를 시작으로 HEV 라인업 확대에 따른 Genesis 물량 회복과 현대차 생산 차질 만화가 동사 한국 매출 회복을 견인할 것으로 판단함.

전년 수준의 배당 유지할 경우 기대 배당수익률은 6.2%

2분기 말 동사의 순현금은 132억원, 차입금 의존도 6%로 안정적인 재무구조를 유지 중이며, 상반기에도 증익 기초를 유지 중이어서 2026년에 배당 유지여력이 충분하다고 판단함(2025년에는 감액배당을 통해 배당성향을 37.8%까지 확대시킨 바 있음). 2026년 주당배당금 300원이 유지된다고 가정 할 경우 현재 기대배당수익률은 6.2%에 달함. 이에 투자 의견 매수와 목표주가 7천원(2026년 지배주당순이익의 6배)을 유지함.

결산기(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	327	368	370	388	413
영업이익(십억원)	11	12	16	18	20
계속사업세전손익(십억원)	16	17	27	25	28
지배주주지분순이익(십억원)	13	12	18	19	20
EPS(원)	840	772	1,199	1,209	1,334
증감율(%)	-1.8	-8.0	55.3	0.9	10.3
ROE(%)	8.7	7.5	10.9	10.1	10.4
PER(배)	5.9	8.0	4.1	4.0	3.7
PBR(배)	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4

EV/EBITDA(배)

2.0

5.3

3.4

2.6

2.0

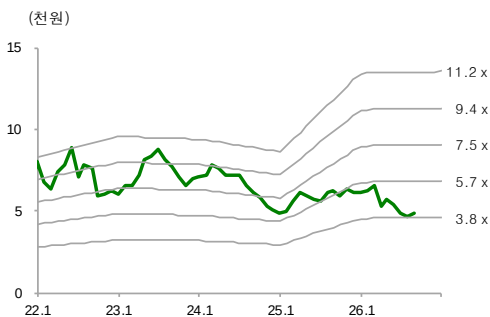
도표 1. 현대공업 실적 추이

(단위 : 억원, %)

구 분	2025A				2026F				연간		
	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	3Q26F	4Q26F	2025A	2026F	2027F
매출액	842	985	864	988	912	855	829	1,101	3,679	3,697	3,882
매출총이익	58	107	85	67	97	108	79	79	317	363	385
매출총이익률	6.9%	10.8%	9.8%	6.8%	10.6%	12.6%	9.5%	7.2%	8.6%	9.8%	9.9%
판매비	50	46	41	56	41	45	47	65	194	198	203
판매비율	6.0%	4.7%	4.7%	5.7%	4.5%	5.3%	5.6%	5.9%	5.3%	5.4%	5.2%
영업이익	8	60	44	11	55	63	33	14	123	164	182
영업이익률	0.9%	6.1%	5.1%	1.1%	6.0%	7.3%	3.9%	1.3%	3.3%	4.4%	4.7%
세전이익	23	41	79	30	77	128	48	14	172	267	251
순익(지배)	14	30	63	11	50	106	26	2	118	184	186
순이익률	1.7%	3.1%	7.3%	1.2%	5.5%	12.4%	3.1%	0.2%	3.2%	5.0%	4.8%
매출(YoY)	3%	17%	16%	14%	8%	-13%	-4%	11%	13%	0%	5%
매출총이익(YoY)	-31%	66%	23%	1%	66%	1%	-7%	18%	12%	14%	6%
판매비(YoY)	45%	40%	1%	-17%	-18%	-2%	14%	15%	11%	2%	2%
영업이익(YoY)	-84%	92%	52%	흑자전환	595%	4%	-26%	31%	13%	33%	11%
지배순익(YoY)	-67%	-36%	355%	-54%	258%	253%	-59%	-83%	-8%	55%	1%
지역별 매출											
한국	842	985	864	988	912	855	829	1,101	3,357	3,175	3,274
중국	784	877	793	903	798	723	701	953	136	121	149
미국	23	37	37	39	22	37	29	32	186	401	460
지역별 매출(YoY)											
한국	-1%	8%	11%	5%	2%	-18%	-12%	6%	5%	-5%	3%
중국	-22%	51%	28%	-860%	-5%	2%	-20%	-17%	75%	-11%	23%
미국					164%	33%	190%	152%	3181%	116%	15%

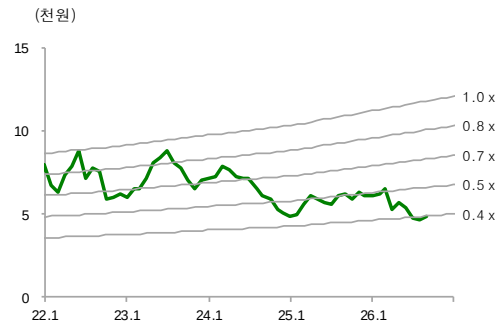
자료 : 현대공업, 신영증권 리서치센터

도표 2. PER 밴드 추이



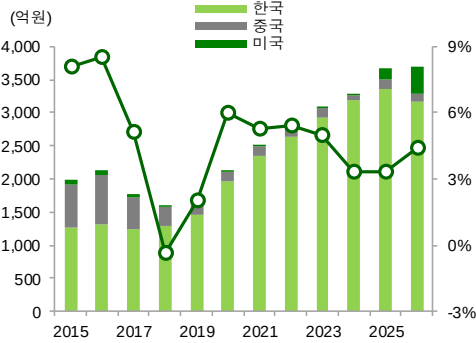
자료 : Valuwise, 신영증권 리서치센터

도표 3. PBR 밴드 추이



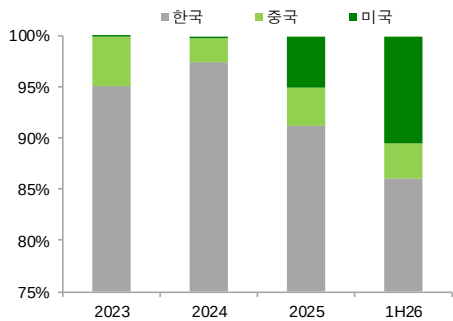
자료 : Valuwise, 신영증권 리서치센터

도표 4. 연간 매출액과 영업이익률 추이



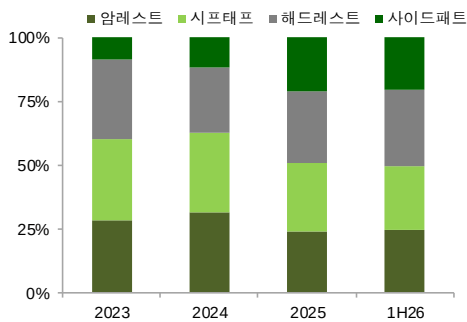
자료 : 현대공업, 신영증권 리서치센터

도표 6. 지역별 매출 비중 추이



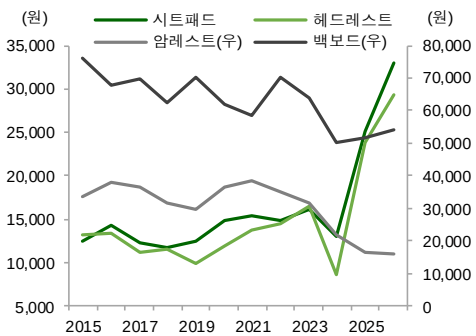
자료 : 현대공업, 신영증권 리서치센터

도표 8. 제품별 매출 비중 추이



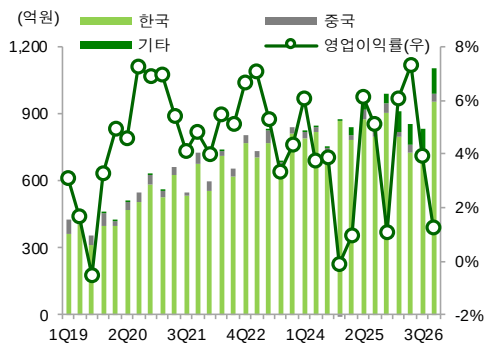
자료 : 현대공업, 신영증권 리서치센터

도표 10. 제품별 ASP 추이



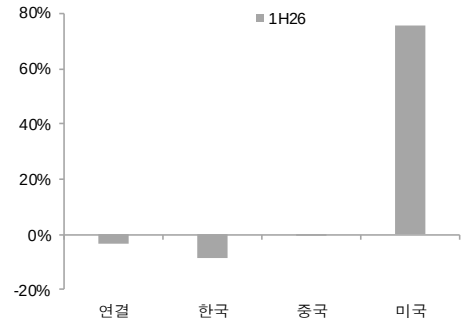
자료 : 현대공업, 신영증권 리서치센터

도표 5. 분기 매출액과 영업이익률 추이



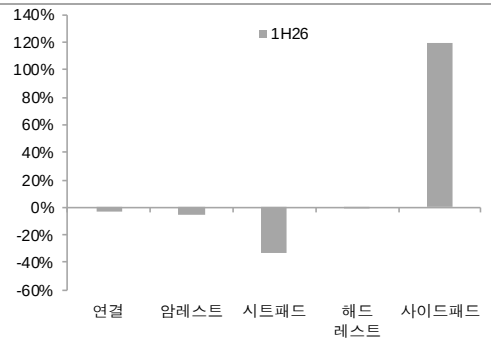
자료 : 현대공업, 신영증권 리서치센터

도표 7. 지역별 2026년 상반기 매출 증가율



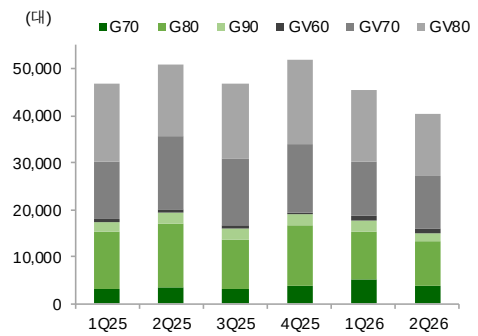
자료 : 현대공업, 신영증권 리서치센터

도표 9. 제품별 2026년 상반기 매출 증가율



자료 : 현대공업, 신영증권 리서치센터

도표 11. Genesis 한국공장 출고 추이



자료 : 현대차, 신영증권 리서치센터

현대공업(170030.KQ) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	3,269	3,679	3,697	3,882	4,131
증가율(%)	6.3	12.5	0.5	5.0	6.4
매출원가	2,984	3,362	3,335	3,498	3,718
원가율(%)	91.3	91.4	90.2	90.1	90.0
매출총이익	284	317	363	385	413
매출총이익률(%)	8.7	8.6	9.8	9.9	10.0
판매비와 관리비 등	176	194	198	203	209
판매비율(%)	5.4	5.3	5.4	5.2	5.1
영업이익	109	123	164	182	204
증가율(%)	-29.2	12.8	33.3	11.0	12.1
영업이익률(%)	3.3	3.3	4.4	4.7	4.9
EBITDA	143	162	214	232	255
EBITDA 마진(%)	4.4	4.4	5.8	6.0	6.2
순금용손익	12	3	1	6	10
이자손익	11	2	1	5	9
외화관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	51	37	101	63	63
종속및관계기업 관련손익	-10	9	0	0	0
법인세차감계속사업이익	162	172	267	251	277
계속사업손익법인세비용	33	54	83	65	72
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	129	118	184	186	205
증가율(%)	-1.5	-8.5	55.9	1.1	10.2
순이익률(%)	3.9	3.2	5.0	4.8	5.0
지배주주지분 당기순이익	129	118	184	186	205
증가율(%)	-1.5	-8.5	55.9	1.1	10.2
기타포괄이익	-7	-10	0	0	0
총포괄이익	122	109	184	186	205

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,353	1,581	1,585	1,745	1,918
현금및현금성자산	258	77	183	291	399
매출채권 및 기타채권	470	695	611	641	681
재고자산	122	179	168	176	188
비유동자산	879	1,013	1,033	1,044	1,055
유형자산	599	735	750	760	769
무형자산	16	16	18	19	21
투자자산	202	203	212	212	212
기타 금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,233	2,594	2,618	2,789	2,973
유동부채	670	951	836	866	905
단기차입금	54	115	115	115	115
매입채무및기타채무	563	681	583	612	650
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	36	23	22	22	22
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	705	974	858	889	927
지배주주지분	1,528	1,620	1,759	1,900	2,046
자본금	77	77	77	77	77
자본잉여금	176	130	130	130	130
기타포괄이익누계액	4	-2	-1	-1	0
이익잉여금	1,242	1,440	1,579	1,719	1,864
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,528	1,620	1,759	1,900	2,046
총차입금	58	150	150	150	150
순차입금	-474	-80	-45	-153	-262

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	-2	-90	201	215	215
당기순이익	129	118	184	186	205
현금유출이없는비영및수익	51	87	132	111	115
유형자산감가상각비	34	39	50	51	51
무형자산상각비	0	0	0	0	0
영업활동관련자산부채변동	-263	-282	-33	-22	-41
매출채권의감소(증가)	3	-180	84	-31	-40
재고자산의감소(증가)	-33	-62	11	-8	-11
매입채무의증가(감소)	-159	51	-98	29	38
투자활동으로인한현금흐름	-106	-150	-167	-154	-154
투자자산의 감소(증가)	-7	-1	-9	0	0
유형자산의 감소	1	1	0	0	0
CAPEX	-94	-177	-65	-60	-60
단기금융자산의감소(증가)	-40	122	0	0	-1
재무활동으로인한현금흐름	-59	60	-40	-40	-40
장기차입금의증가(감소)	0	58	0	0	0
사채의증가(감소)	0	27	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금 흐름	-44	0	111	88	87
현금의 증가	-212	-180	105	109	108
기초현금	469	258	77	183	291
기말현금	258	77	183	291	399

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Per Share (원)					
EPS	840	772	1,199	1,209	1,334
BPS	10,120	10,719	11,629	12,549	13,496
DPS	200	300	300	300	400
Multiples (배)					
PER	5.9	8.0	4.1	4.0	3.7
PBR	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	2.0	5.3	3.4	2.6	2.0
Financial Ratio					
12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-1.8%	-8.0%	55.3%	0.9%	10.3%
EBITDA(발표기준) 증가율	-21.9%	13.3%	32.1%	8.4%	9.9%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	8.7%	7.5%	10.9%	10.1%	10.4%
ROE(지배순이익 기준)	8.7%	7.5%	10.9%	10.1%	10.4%
ROIC	14.0%	10.0%	10.4%	11.9%	12.9%
WACC	7.1%	6.7%	6.5%	6.6%	6.6%
안전성(%)					
무채비율	46.2%	60.1%	48.8%	46.8%	45.3%
순차입금비율	-31.0%	-4.9%	-2.6%	-8.1%	-12.8%
이자보상배율	34.4	20.9	28.1	31.1	34.8

KG모빌리티(003620.KS)

관심있게 지켜봐야 할 Chery와 파트너쉽

Not Rated

현재주가(8/28)

2,690원

Key Data

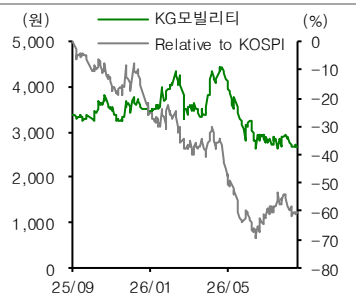
(기준일: 2026. 8. 28)

KOSPI(pt)	6788.88
KOSDAQ(pt)	838.41
액면가(원)	1,000
시가총액(억원)	5,444
발행주식수(천주)	202,375
평균거래량(3M, 주)	585,051
평균거래대금(3M, 백만원)	1,691
52주 최고/최저	4,440 / 2,625
52주 일간Beta	0.3
배당수익률(25A, %)	0.0
외국인지분율(%)	18.0
주요주주 지분율(%)	
케이지에코솔루션 외 3 인	54.4 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.9	-21.5	-33.5	-17.7
KOSPI대비상대수익률	-9.6	-5.3	-38.8	-61.3

Company vs KOSPI composite



판매 회복에도 해외 시장 경쟁 심화가 수익성 개선을 제한

상반기 7% 증가한 글로벌 판매와 ASP 상승(내수 +7%, 수출 +21%)에 힘입어 동사 연결 매출은 전년 동기 대비 25% 증가함. 그럼에도 불구하고 영업이익률은 0.6%로 지난해 상반기 대비 0.1% 하락했는데 친환경차 판매 증가에 따른 품질 비용 부담 확대와 원재료 부담이 수익성 개선을 제한하였음. 아울러 2분기 연결 영업이익은 52억원(-25%)으로 별도 영업이익(88억원)을 하회했는데, 이는 호주, 유럽 등 주요 시장에서 중국 자동차 업체와 경쟁 확대에 따른 해외 법인 실적 악화 영향으로 판단함.

고정비 부담 지속 완화 중이나, 추가적인 가동률 개선 필요

판매 증가에 따라 상반기 가동률은 73%로 2023년(79%) 이후 최고치를 회복했으며, 이에 인건비 부담은 2016년 이래 최저치까지 낮아졌고, 감가상각비 부담 역시 지난해 상반기 대비 0.3%p 완화되었음. 단 2030년 5% 이상의 영업이익률 달성을 위해서는 추가적인 가동률 개선과 고정비 부담 완화가 필요한 상황임. 따라서 연간 글로벌 6만대 판매를 목표로 하는 2027년 신모델 SE10 출시와 Chery와 전략적 협업 확대는 중장기 기대 요인임

Chery 자동차 위탁 생산 시 목표 영업이익률 5% 달성 가능할 것

2024년부터 협력해 온 Chery는 지난 8월 동사에 전환사채 형태로 \$7,500만 달러를 투자하며 전략적 파트너십을 강화함. 시점을 예단할 수 없지만, Geely나 GM처럼 Chery가 서방 국가 대비 인건비 경쟁력과 중국 대비 주요 시장과의 관세 경쟁력 우위를 갖춘 한국 공장을 수출 거점으로 활용한다면 현재 73% 수준인 동사의 공장 가동률 개선과 이에 따른 추가적인 인건비, 고정비 부담 완화가 가능할 것이며, 이에 동사가 제시한 바 있는 2030년 5% 이상 영업이익률 달성 가능성도 커질 수 있을 것으로 판단함.

계산기(12월)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
매출액(십억원)	2,429	3,423	3,736	3,905	4,304
영업이익(십억원)	-261	-112	13	1	36
계속사업세전손익(십억원)	-266	-62	-3	35	37
지배주주지분순이익(십억원)	-266	-60	9	34	47
EPS(원)	-17,223	-1,071	48	175	232
증감율(%)	적지	적지	흑전	265.6	32.9
ROE(%)	284.2	-12.1	0.8	2.7	3.2
PER(배)	na	na	181.8	21.6	15.1
PBR(배)	-2.2	2.4	1.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	na	13.9	9.1	5.5	5.6

산업분석

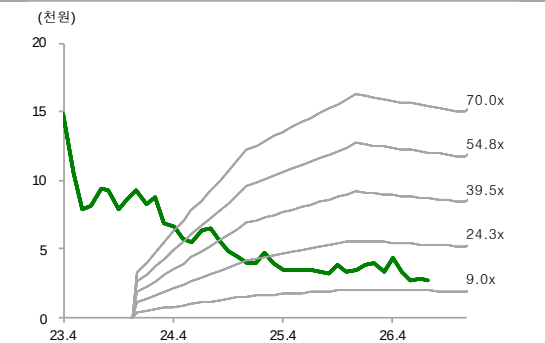
도표 1. KG모빌리티 실적 추이

(단위 :십억원, %)

구 분	2025				2026		연간				
	1Q25 A	2Q25 A	3Q25 A	4Q25 A	1Q26A	2Q26A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
매출액	917	986	1,217	1,183	1,141	1,234	2,429	3,423	3,736	3,905	4,304
매출총이익	96	105	124	136	127	124	58	287	407	346	461
GPM	10.5%	10.7%	10.2%	11.5%	11.1%	10.0%	2.4%	8.4%	10.9%	8.9%	10.7%
판매비	90	97	123	115	117	119	319	399	395	344	425
판매비율	9.8%	9.9%	10.1%	9.7%	10.3%	9.6%	13.1%	11.7%	10.6%	8.8%	9.9%
영업이익	6	8	1	21	10	5	-261	-112	13	1	36
OPM	0.6%	0.8%	0.1%	1.8%	0.8%	0.4%	-10.8%	-3.3%	0.3%	0.0%	0.8%
금융손익	-10	-6	-7	3	-6	-7	-12	19	-18	43	-20
기타손익	8	-9	14	9	21	15	6	31	2	-9	21
지분법이익	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0
세전이익	3	-8	9	33	25	13	-266	-62	-3	35	37
순익(지배)	3	-8	8	43	27	15	-266	-60	9	34	47
순이익률	0.3%	-0.8%	0.7%	3.6%	2.4%	1.2%	-10.9%	-1.8%	0.2%	0.9%	1.1%
매출(YoY)	-9%	0%	35%	16%	25%	25%	-33%	41%	9%	5%	10%
매출총이익(YoY)	-5%	21%	128%	32%	33%	18%	-78%	397%	42%	-15%	33%
판매비(YoY)	5%	27%	30%	32%	30%	22%	-42%	25%	-1%	-13%	23%
영업이익(YoY)	-62%	-24%	흑전	34%	69%	-35%	적지	적지	흑전	-89%	2429%
지배순익(YoY)	-94%	적전	흑전	흑전	810%	흑전	적지	적지	흑전	279%	38%
판매량(대)											
내수	8,184	10,137	12,611	9,317	11,469	10,337	56,363	68,666	63,345	47,046	40,249
수출	17,405	16,476	16,390	18,290	14,963	18,623	27,743	44,994	52,574	62,318	68,561
CKD	420	650	115	540	645	722	390	300	180	60	1,725
글로벌	26,009	27,263	29,116	28,147	27,077	29,682	84,496	113,960	116,099	109,424	110,535
판매량(YoY)											
내수	-33%	-14%	-1%	-10%	40%	2%	-36%	22%	-8%	-26%	-14%
수출	2%	6%	45%	-1%	-14%	13%	43%	62%	17%	19%	10%
CKD			92%		54%	11%	324%	-23%	-40%	-67%	2775%
글로벌	-11.3%	0.1%	20.9%	-2.2%	4.1%	8.9%	-21.3%	34.9%	1.9%	-5.7%	1.0%

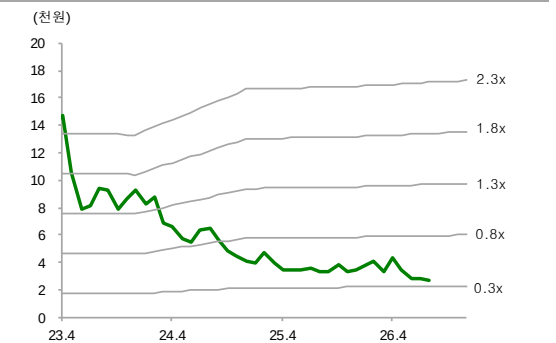
자료 : KG모빌리티, 신영증권 리서치센터

도표 2. Trailing PER 밴드 추이



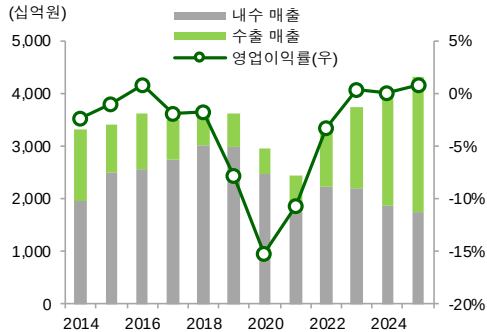
자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 3. Trailing PBR 밴드 추이



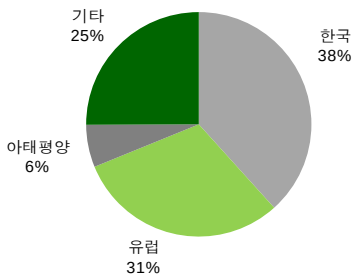
자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 4. 연간 매출액과 영업이익률 추이



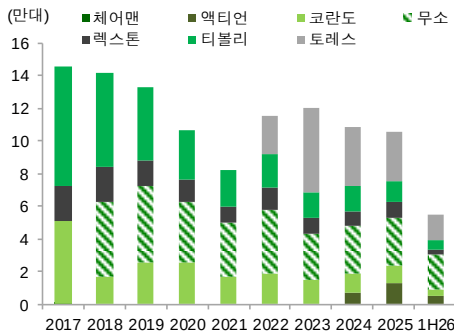
자료 : KG모빌리티, 신영증권 리서치센터

도표 6. 지역별 매출 비중 (2026년 상반기 기준)



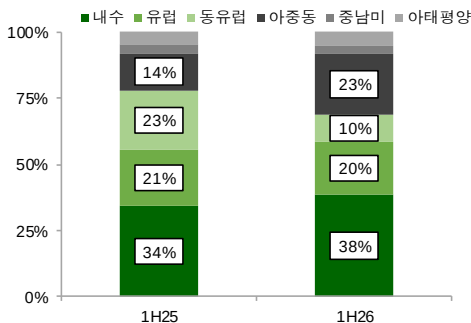
자료 : KG모빌리티, 신영증권 리서치센터/ 연결조정 전 기준

도표 8. 글로벌 모델별 판매량 추이



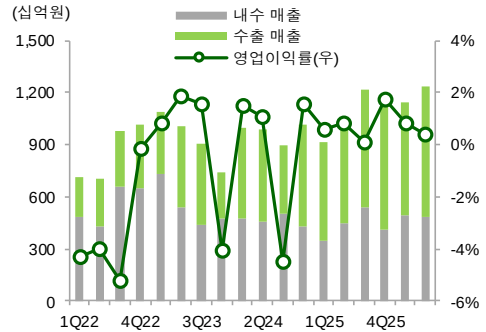
자료 : KG모빌리티, 신영증권 리서치센터

도표 10. 지역별 판매 비중



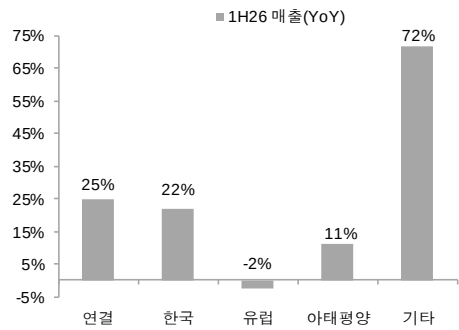
자료 : KG모빌리티, 신영증권 리서치센터

도표 5. 분기 매출액과 영업이익률 추이



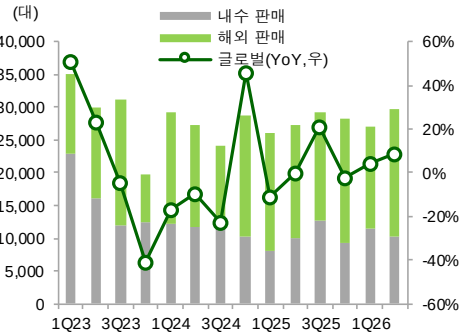
자료 : KG모빌리티, 신영증권 리서치센터

도표 7. 지역별 매출 증가율 (2026년 상반기)



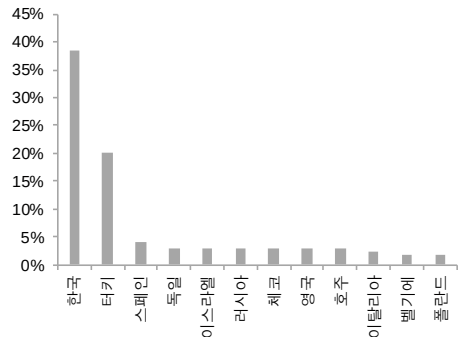
자료 : KG모빌리티, 신영증권 리서치센터 / 연결조정 전 기준

도표 9. 분기별 판매 추이



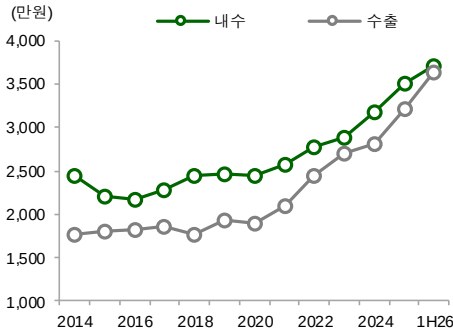
자료 : KG모빌리티, 신영증권 리서치센터

도표 11. 2026년 상반기 국가별 판매 비중



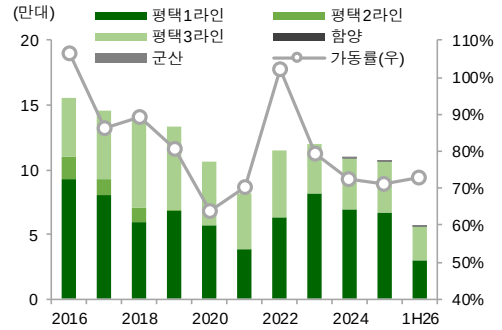
자료 : Marklines, 신영증권 리서치센터

도표 12. 평균 판매 가격 추이



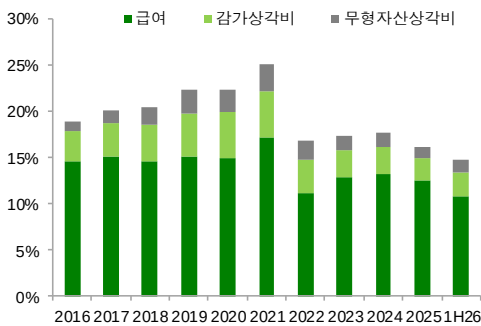
자료 : KG모빌리티, 신영증권 리서치센터

도표 13. 생산량과 가동률 추이



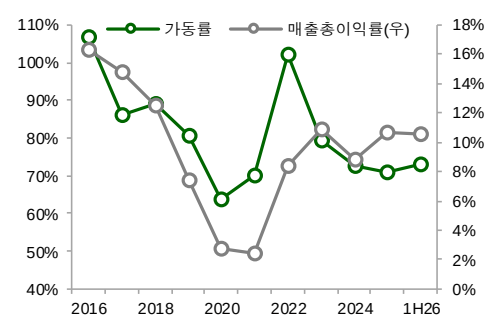
자료 : KG모빌리티, 신영증권 리서치센터

도표 14. 주요 비용 부담 추이



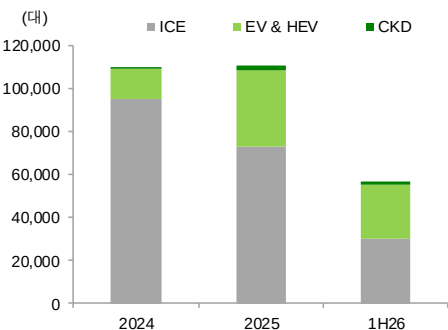
자료 : KG모빌리티, 신영증권 리서치센터

도표 15. 가동률과 매출총이익률 추이



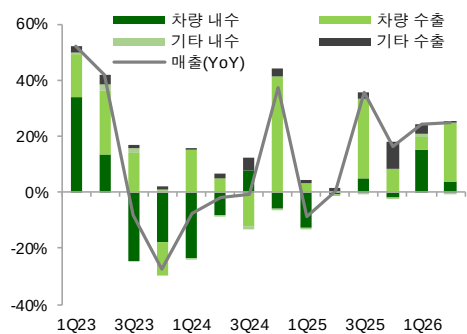
자료 : KG모빌리티, 신영증권 리서치센터

도표 16. KGM 글로벌 판매 추이 (파워트레인별)



자료 : KG모빌리티, 신영증권 리서치센터

도표 17. 분기 매출 성장률에 대한 내수, 수출 기여도



자료 : KG모빌리티, 신영증권 리서치센터

KG모빌리티(003620.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
매출액	24,293	34,233	37,364	39,051	43,036
증가율(%)	-17.7	40.9	9.1	4.5	10.2
매출원가	23,715	31,363	33,289	35,594	38,427
원가율(%)	97.6	91.6	89.1	91.1	89.3
매출총이익	578	2,871	4,075	3,457	4,609
매출총이익률(%)	2.4	8.4	10.9	8.9	10.7
판매비와 관리비 등	3,191	3,990	3,949	3,443	4,248
판매비율(%)	13.1	11.7	10.6	8.8	9.9
영업이익	-2,613	-1,120	125	14	362
증가율(%)	적지	적지	흑전	-88.8	2,485.7
영업이익률(%)	-10.8	-3.3	0.3	0.0	0.8
EBITDA	-584	966	1,933	1,793	1,979
EBITDA 마진(%)	-2.4	2.8	5.2	4.6	4.6
순금융손익	-121	192	-185	428	-204
이자손익	-142	-90	49	-179	-336
외환관련손익	19	-37	9	-7	8
기타영업외손익	65	306	24	-93	212
종속및관계기업 관련손익	9	2	5	0	0
법인세차감전계속사업이익	-2,659	-619	-30	349	370
계속사업손익법인세비용	0	-17	-119	11	-96
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-2,660	-601	89	338	466
증가율(%)	적지	적지	흑전	279.8	37.9
순이익률(%)	-10.9	-1.8	0.2	0.9	1.1
지배주주지분 당기순이익	-2,660	-601	89	338	466
증가율(%)	적지	적지	흑전	279.8	37.9
기타포괄이익	2,560	925	-373	2,588	-66
총포괄이익	-100	324	-284	2,927	400

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
유동자산	4,394	6,272	11,396	11,720	12,768
현금및현금성자산	547	1,050	580	926	726
매출채권 및 기타채권	1,365	1,752	2,712	4,240	5,098
재고자산	1,557	2,533	5,659	5,376	5,656
비유동자산	14,156	13,747	14,965	19,325	20,924
유형자산	11,916	11,497	12,456	16,917	17,437
무형자산	1,677	1,641	1,913	1,946	2,912
투자자산	226	230	79	80	81
기타 금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	18,549	20,019	26,361	31,045	33,692
유동부채	13,461	4,020	8,857	10,174	10,369
단기차입금	800	0	453	1,398	3,002
매입채무및기타채무	9,274	3,072	5,037	5,086	6,026
유동성장기부채	2,401	50	53	37	47
비유동부채	6,079	5,070	6,676	6,665	8,477
사채	0	0	898	0	0
장기차입금	400	0	0	0	1,400
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	19,540	9,090	15,534	16,839	18,847
지배주주지분	-991	10,929	10,827	14,205	14,845
자본금	7,492	9,348	9,348	9,820	2,024
자본잉여금	772	10,701	10,935	10,833	18,819
기타포괄이익누계액	2,241	2,239	2,238	5,115	5,145
이익잉여금	-11,496	-11,170	-11,454	-11,403	-11,029
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	-991	10,929	10,827	14,205	14,845
총차입금	3,642	89	3,210	3,508	4,865
순차입금	2,742	-1,160	1,328	2,433	3,919

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
영업활동으로인한현금흐름	149	-2,513	111	1,318	1,173
당기순이익	-2,660	-601	89	338	466
현금유출이없는비용및수익	3,054	2,217	2,668	1,905	2,919
유형자산감가상각비	1,310	1,370	1,170	1,183	1,114
무형자산상각비	719	715	638	596	503
영업활동관련자산부채변동	-251	-3,803	-2,675	-915	-2,143
매출채권의감소(증가)	-36	-410	-981	-1,339	-1,197
재고자산의감소(증가)	429	-926	-2,723	274	-288
매입채무의증가(감소)	483	-1,608	1,366	380	489
투자활동으로인한현금흐름	-1,530	-1,471	-3,482	-1,892	-2,726
투자자산의 감소(증가)	-10	-4	157	-1	-2
유형자산의 감소	11	37	46	40	147
CAPEX	-960	-904	-1,101	-2,226	-1,607
단기금융자산의감소(증가)	-213	155	-1,100	1,150	-71
재무활동으로인한현금흐름	63	4,487	2,899	916	1,344
장기차입금의증가(감소)	0	-2,290	449	937	3,009
사채의증가(감소)	0	0	2,590	0	-1,604
자본의 증가(감소)	0	6,710	0	0	0
기타현금흐름	5	0	3	4	9
현금의 증가	-1,313	503	-469	345	-200
기초현금	1,860	547	1,050	580	926
기말현금	547	1,050	580	926	726

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
Per Share (원)					
EPS	-17,223	-1,071	48	175	232
BPS	-6,414	5,846	5,791	7,233	7,336
DPS	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER	na	na	181.8	21.6	15.1
PBR	na	2.4	1.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	-11.8	13.9	9.1	5.5	5.6
Financial Ratio					
12월 결산(억원)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	적지	적지	흑전	265.6%	32.9%
EBITDA(발표기준) 증가율	-74.3%	-265.4%	100.1%	-7.2%	10.4%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	284.2%	-12.1%	0.8%	2.7%	3.2%
ROE(지배순이익 기준)	284.2%	-12.1%	0.8%	2.7%	3.2%
ROIC	-28.9%	-9.0%	-3.7%	3.7%	1.0%
WACC	5.8%	7.9%	5.6%	6.9%	8.1%
안전성(%)					
부채비율	-1972.7%	83.2%	143.5%	118.5%	127.0%
순차입금비율	-276.7%	-10.6%	12.3%	17.1%	26.4%
이자보상배율	-16.9	-8.9	6.2	0.1	1.0

한국단자(025540.KS)

북미 매출 감소 터널을 지나가는 중

Not Rated

현재주가(8/28)

55,700원

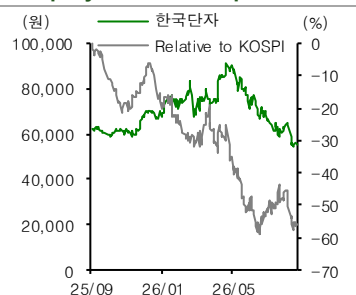
Key Data (기준일: 2026. 8. 28)

KOSPI(pt)	6788.88
KOSDAQ(pt)	838.41
액면가(원)	500
시가총액(억원)	5,634
발행주식수(천주)	10,115
평균거래량(3M, 주)	24,901
평균거래대금(3M, 백만원)	1,634
52주 최고/최저	91,400 / 54,500
52주 일간Beta	0.4
배당수익률(25A, %)	4.8
외국인지분율(%)	28.7
주요주주 지분율(%)	
이창원 외 10 인	34.3 %
Yazaki	7.2 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.2	-30.3	-31.0	-11.4
KOSPI대비상대수익률	-17.6	-15.9	-36.5	-58.3

Company vs KOSPI composite



2025년에 이어 2026년 상반기도 감익 중

케.이.티 인터네셔널 편입 효과에 따라 전년 동기 대비 12% 증가한 한국 매출 성장에 힘입어 동사 2분기 연결 매출액은 4% 증가하며 2025년 1분기 이후 첫 매출 성장을 기록함. 그러나 인건비 상승과 원재료 부담 확대 여파로 영업 이익은 52% 감소하며 2개 분기 연속 감익을 지속함.

최악의 상황에서 벗어나고 있는 북미 법인

해외 매출 증가에 힘입어 동사 연결 매출액은 2019년 7천7백억원에서 2024년 1.5조원까지 구조적 성장세를 지속한 바 있음. 그러나 미국 법인 매출 감소(-48%) 여파로 2025년 연결 매출이 4.4% 감소한데 이어 2026년 상반기 연결 매출도 1% 감소하였음. 미국 IRA EV 보조금 폐지 속 GM 등 주요 고객사의 EV 생산 부진 여파로 2분기에도 동사 미국 법인 매출이 전년 동기 대비 27% 감소했기 때문임. 여전히 미국 매출이 전년 대비 감소 중이나 1분기 대비로는 92% 증가하며 2024년 2분기 이후 처음으로 직전 분기 대비 매출 성장을 기록하였음. GM이 2분기 실적 발표를 통해 북미 EV 생산 재개를 밝힌 만큼 미국, 멕시코 법인은 최악의 상황에서 벗어나고 있는 것으로 판단함.

구리 가격 안정화 시 수익성 회복 기대

상반기 차량용 ASP는 3% 상승했고, 전자용 ASP는 1% 상승했으나 동기간 36.7% 상승한 구리 가격 여파로 상반기 원재료율은 58.6%로 3.9% 상승했고, 2분기 원재료율은 60.2%(+4.2%P)로 2022년(62.8%) 이후 최고치까지 상승한 상태임. 3분기 판가 인상에 따라 원재료 부담이 일부 낮아질 것으로 예상하나, 증익을 위해서는 구조적인 구리 가격 안정화가 필요한 상황임. 2천4백원에 이르는 순현금 등 안정적인 재무 여건과 배당 여력 그리고 친환경차 부품에 이어 ESS 및 휴머노이드 부품 등으로 확대는 중장기 기대 요인임.

결산기(12월)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
매출액(십억원)	962	1,168	1,297	1,510	1,443
영업이익(십억원)	76	64	112	171	139
계속사업세전손익(십억원)	86	70	100	201	136
지배주주지분순이익(십억원)	63	49	73	142	106
EPS(원)	6,041	4,677	7,000	13,654	10,383
증감율(%)	8.8	-22.6	49.7	95.1	-24.0
ROE(%)	7.8	5.7	8.1	14.2	9.5
PER(배)	12.6	11.1	10.7	4.9	6.5
PBR(배)	0.9	0.6	0.8	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	5.8	4.1	4.4	2.5	2.3

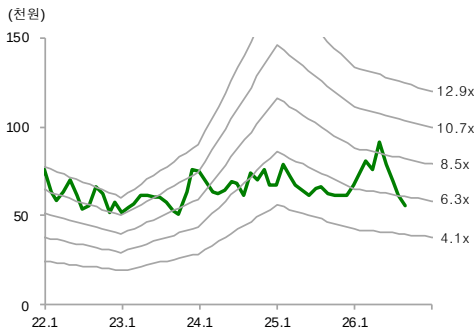
도표 1. 한국단자 실적 추이

(단위 : 억원, %)

구 분	2025				2026		연간				
	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
매출액	3,575	3,803	3,680	3,370	3,374	3,951	9,622	11,681	12,969	15,098	14,429
매출총이익	569	644	680	653	550	492	1,502	1,463	2,048	2,893	2,546
GPM	15.9%	16.9%	18.5%	19.4%	16.3%	12.4%	15.6%	12.5%	15.8%	19.2%	17.6%
판매비	282	275	275	321	292	313	740	820	931	1,180	1,153
판매비율	7.9%	7.2%	7.5%	9.5%	8.7%	7.9%	7.7%	7.0%	7.2%	7.8%	8.0%
영업이익	287	369	405	331	258	178	762	643	1,117	1,713	1,393
OPM	8.0%	9.7%	11.0%	9.8%	7.7%	4.5%	7.9%	5.5%	8.6%	11.3%	9.7%
금융손익	24	-4	-2	-6	46	8	22	25	-17	-12	11
영업외손익	52	-170	124	-68	146	111	76	25	-106	302	-62
지분법이익	3	5	4	11	6	3	4	3	5	9	22
지배순익	271	176	385	229	353	252	629	487	729	1,422	1,060
순이익률	7.6%	4.6%	10.5%	6.8%	10.5%	6.4%	6.5%	4.2%	5.6%	9.4%	7.3%
매출(YoY)	2%	-3%	-3%	-13%	-6%	4%	20%	21%	11%	16%	-4%
매출총이익(YoY)	-7%	-25%	-13%	3%	-3%	-24%	9%	-3%	40%	41%	-12%
판매비(YoY)	8%	-6%	-8%	-1%	4%	14%	26%	11%	13%	27%	-2%
영업이익(YoY)	-17%	-35%	-16%	6%	-10%	-52%	-3%	-16%	74%	53%	-19%
지배순익(YoY)	-20%	-63%	14%	-17%	30%	44%	9%	-23%	50%	95%	-25%
제품별 매출											
자동차용	3,620	3,762	3,912	3,240	3,135	3,906	8,908	10,674	12,750	16,342	14,534
전자용	313	272	247	280	284	292	1,038	912	931	1,160	1,113
기타	841	856	923	956	965	1,065	2,169	3,258	3,332	3,234	3,576
제품별 매출(YoY)											
자동차용	1%	-24%	9%	-23%	-13%	4%	16%	20%	19%	28%	-11%
전자용	9%	-13%	-14%	4%	-9%	7%	0%	-12%	2%	25%	-4%
기타	13%	222%	-32%	10%	15%	24%	120%	50%	2%	-3%	11%

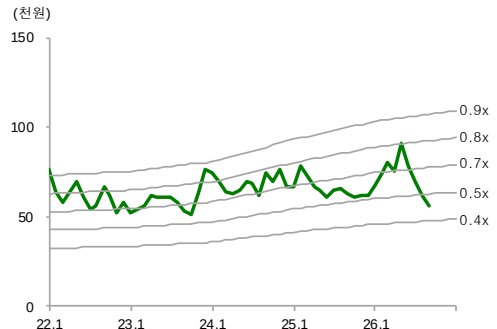
자료 : 한국단자, 신영증권 리서치센터

도표 2. Trailing PER 밴드 차트



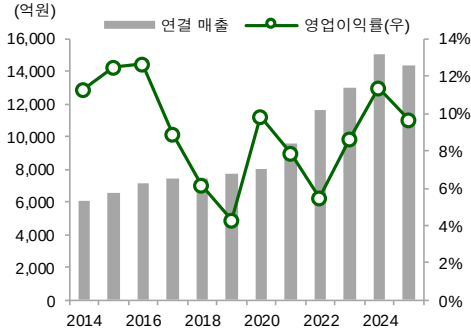
자료 : Valuwis, 신영증권 리서치센터

도표 3. Trailing PBR 밴드 차트



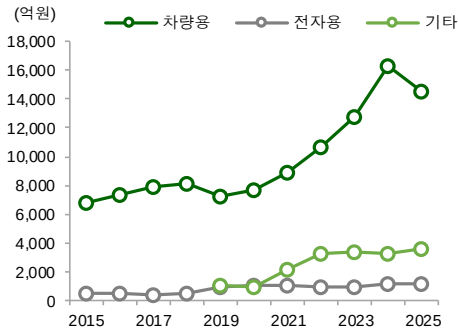
자료 : Valuwis, 신영증권 리서치센터

도표 4. 연간 매출액과 영업이익률 추이



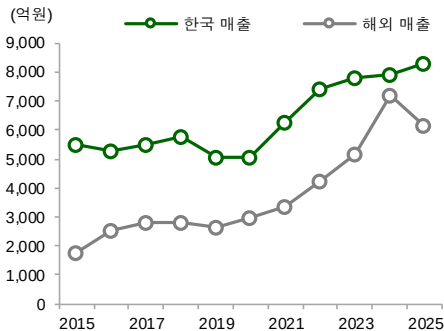
자료 : 한국단자공업, 신영증권 리서치센터

도표 6. 부분별 연간 매출 추이



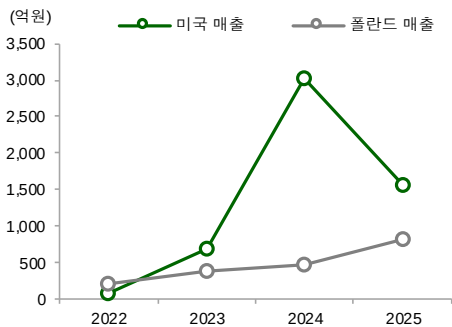
자료 : 한국단자공업, 신영증권 리서치센터/ 연결조정 전 기준

도표 8. 지역별 연간 매출 추이



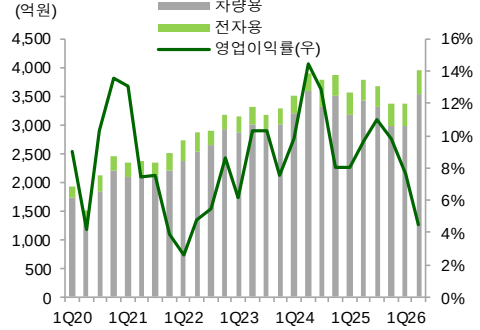
자료 : 한국단자공업, 신영증권 리서치센터/ 2018년까지는 연결조정 전 기준

도표 10. 미국, 폴란드 법인 연간 매출 추이



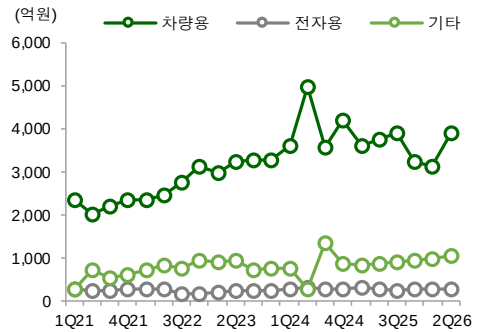
자료 : 한국단자공업, 신영증권 리서치센터

도표 5. 분기 매출액과 영업이익률 추이



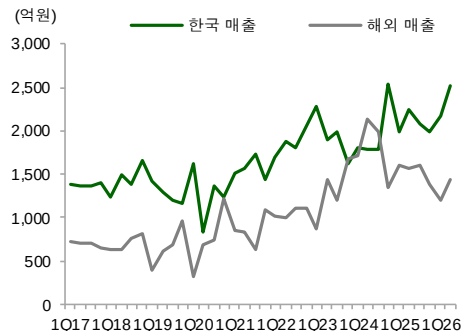
자료 : 한국단자공업, 신영증권 리서치센터

도표 7. 부분별 분기 매출 추이



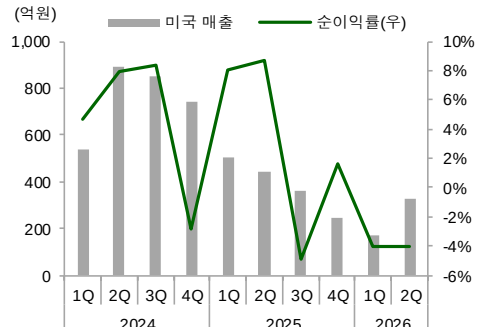
자료 : 한국단자공업, 신영증권 리서치센터 / 연결조정 전 기준

도표 9. 지역별 분기 매출 추이



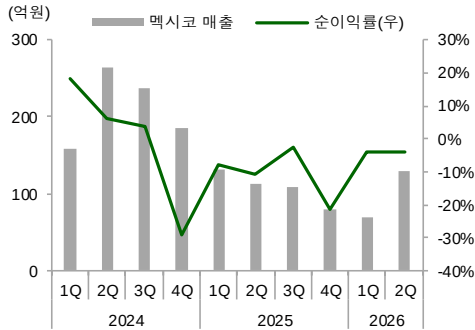
자료 : 한국단자공업, 신영증권 리서치센터

도표 11. 미국 법인 매출 추이



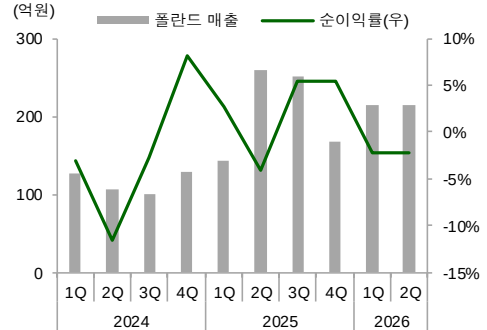
자료 : 한국단자공업, 신영증권 리서치센터

도표 12. 멕시코 법인 연간 매출 추이



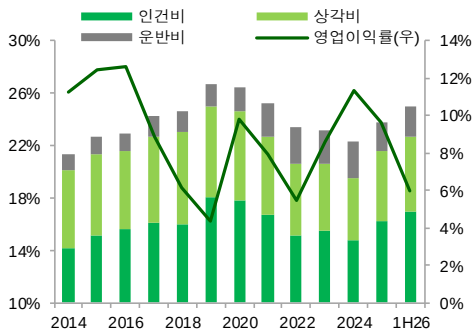
자료 : 한국단자공업, 신영증권 리서치센터

도표 13. 폴란드 법인 매출 추이



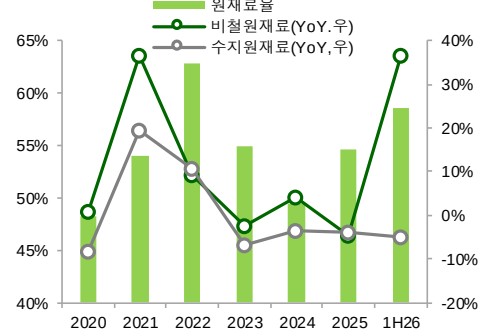
자료 : 한국단자공업, 신영증권 리서치센터

도표 14. 영업이익률과 주요 비용 부담 추이



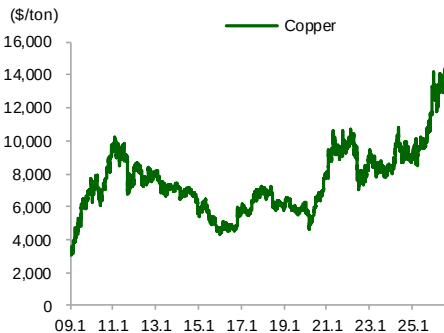
자료 : 한국단자공업, 신영증권 리서치센터

도표 15. 주요 원재료 가격 증가율(YoY)과 원재료를 추이



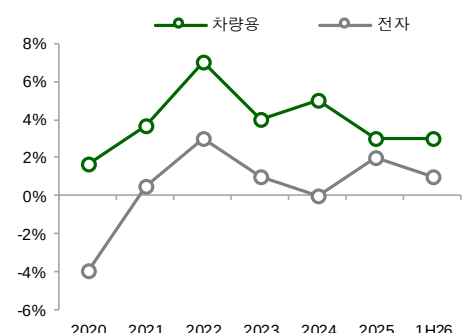
자료 : 한국단자공업, 신영증권 리서치센터

도표 16. 구리 가격 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 17. 평균 판매 가격 증감율(전년 동기 대비)



자료 : 한국단자공업, 신영증권 리서치센터

한국단자(O25540.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
매출액	9,622	11,681	12,969	15,098	14,428
증가율(%)	19.9	21.4	11.0	16.4	-4.4
매출원가	8,120	10,219	10,921	12,205	11,883
원가율(%)	84.4	87.5	84.2	80.8	82.4
매출총이익	1,502	1,463	2,048	2,893	2,546
매출총이익률(%)	15.6	12.5	15.8	19.2	17.6
판매비와 관리비 등	740	820	931	1,180	1,153
판매비율(%)	7.7	7.0	7.2	7.8	8.0
영업이익	762	643	1,117	1,713	1,393
증가율(%)	-3.5	-15.6	73.7	53.4	-18.7
영업이익률(%)	7.9	5.5	8.6	11.3	9.7
EBITDA	1,331	1,278	1,782	2,438	2,172
EBITDA 마진(%)	13.8	10.9	13.7	16.1	15.1
순금융손익	22	25	-17	-12	11
이자손익	10	1	-38	-40	-21
외화관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	76	25	-106	302	-62
종속및관계기업 관련손익	4	3	5	9	22
법인세차감전계속사업이익	864	696	1,000	2,012	1,364
계속사업손익법인세비용	235	209	272	587	302
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	629	486	729	1,425	1,062
증가율(%)	9.0	-22.7	50.0	95.5	-25.5
순이익률(%)	6.5	4.2	5.6	9.4	7.4
지배주주지분 당기순이익	629	487	729	1,422	1,060
증가율(%)	8.8	-22.6	49.7	95.1	-25.5
기타포괄이익	223	-133	-42	94	198
총포괄이익	852	353	687	1,519	1,260

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
영업활동으로인한현금흐름	296	522	1,363	1,994	2,192
당기순이익	629	486	729	1,425	1,062
현금유출이없는비용및수익	949	1,077	1,218	1,428	1,561
유형자산감가상각비	549	616	647	708	766
무형자산상각비	20	19	18	16	14
영업활동관련자산부채변동	-1,051	-852	-399	-574	-10
매출채권의감소(증가)	-53	-664	-12	-239	59
재고자산의감소(증가)	-947	-771	-110	-328	-71
매입채무의증가(감소)	145	777	-147	149	-294
투자활동으로인한현금흐름	-924	-683	-1,251	-967	-841
투자자산의 감소(증가)	-246	279	-31	-24	-223
유형자산의 감소	69	121	171	27	90
CAPEX	-892	-1,247	-1,008	-975	-581
단기금융자산의증가(감소)	0	-4	-477	8	-170
재무활동으로인한현금흐름	302	428	42	-355	-1,045
장기차입금의증가(감소)	245	21	7	-1	-16
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	20	2	-8	42	-25
현금의 증가	-306	268	146	713	281
기초현금	872	566	833	979	1,693
기말현금	566	833	979	1,693	1,973

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
유동자산	5,514	6,662	7,477	8,772	8,526
현금및현금성자산	566	833	979	1,693	1,973
매출채권 및 기타채권	2,085	2,517	2,608	2,915	2,623
재고자산	1,704	2,470	2,560	2,913	2,959
비유동자산	5,738	6,236	6,773	6,870	7,055
유형자산	4,653	5,344	5,616	5,739	5,670
무형자산	92	93	91	94	119
투자자산	807	531	568	601	846
기타 금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	11,252	12,898	14,251	15,643	15,580
유동부채	1,948	3,471	3,942	3,916	2,943
단기차입금	111	468	1,214	1,150	715
매입채무및기타채무	1,620	2,634	2,255	2,184	1,865
유동성장기부채	2	138	79	63	24
비유동부채	882	724	991	964	1,020
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	333	233	177	148	128
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,830	4,195	4,933	4,880	3,963
자배주주지분	8,422	8,704	9,319	10,761	11,615
자본금	52	52	52	52	52
자본잉여금	257	257	257	265	293
기타포괄이익누계액	262	64	118	200	422
이익잉여금	7,882	8,362	8,924	10,274	10,848
비지배주주지분	0	-1	-2	1	3
자본총계	8,422	8,703	9,318	10,762	11,618
총차입금	456	846	1,647	1,467	982
순차입금	-253	-134	44	-843	-1,781

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
Per Share (원)					
EPS	6,041	4,677	7,000	13,654	10,383
BPS	81,164	83,872	89,779	103,622	114,828
DPS	700	700	700	2,200	3,200
Multiples (배)					
PER	12.6	11.1	10.7	4.9	6.5
PBR	0.9	0.6	0.8	0.6	0.6
EV/EBITDA	5.8	4.1	4.4	2.5	2.3
Financial Ratio					
12월 결산(억원)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	8.8%	-22.6%	49.7%	95.1%	-24.0%
EBITDA(발표기준) 증가율	-0.2%	-4.0%	39.4%	36.8%	-10.9%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	7.8%	5.7%	8.1%	14.2%	9.5%
ROE(지배순이익 기준)	7.8%	5.7%	8.1%	14.2%	9.5%
ROIC	9.1%	5.2%	8.7%	12.7%	11.1%
WACC	6.9%	6.5%	6.6%	6.6%	6.8%
안전성(%)					
부채비율	33.6%	48.2%	52.9%	45.3%	34.1%
순차입금비율	-3.0%	-1.5%	0.5%	-7.8%	-15.3%
이자보상배율	441.1	43.6	16.1	24.4	31.6

세방전지(004490.KS)

2026년보다 기대되는 2027년

Not Rated

현재주가(8/28)

66,300원

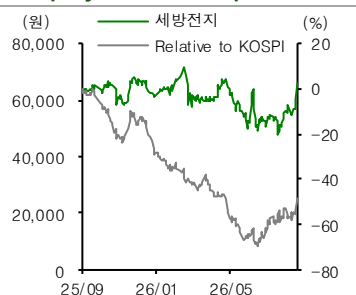
Key Data (기준일: 2026. 8. 28)

KOSPI(pt)	6788.88
KOSDAQ(pt)	838.41
액면가(원)	500
시가총액(억원)	9,189
발행주식수(천주)	13,860
평균거래량(3M, 주)	59,818
평균거래대금(3M, 백만원)	3,338
52주 최고/최저	71,600 / 47,700
52주 일간Beta	0.4
배당수익률(25F, %)	0.8
외국인지분율(%)	24.5
주요주주 지분율(%)	
세방 외 4 인	40.2 %
GS Yuasa International Ltd	16.2 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	33.7	18.2	-3.8	5.6
KOSPI대비상대수익률	18.6	42.5	-11.5	-50.3

Company vs KOSPI composite



원재료 부담과 물량 감소에 따른 감가상각비 부담이 상반기 부진 원인
2분기 매출은 전년 동기 대비 4% 감소하며 3개 분기 연속 감소했으며, 영업이익은 2% 감소하며 2개 분기 감익을 지속함. 상반기 동사 연결 매출이 2% 감소하고, 영업이익이 21% 감소한 가장 큰 원인은 물량 감소와 이에 감가상각비 부담과 황산 등 주요 원재료 부담과 맞물렸기 때문으로 판단함.

재고 소진 이후 판매량 회복 기대

동사의 차량용 배터리 판매량은 팬데믹 이전 연 1천9백만대 수준에서 2024년 2천6백만대까지 증가했으나 교체 수요 둔화 여파로 2025년에 2천4백만개까지 감소했으며, 이란 사태 영향으로 올해 2분기 판매량은 548만개(전년 동기 대비 14% 감소)에 그침. 판매 감소 속 재고 관리에 따라 2분기 납품전지 가동률은 89%(-10%p)로 3년이래 최저치를 기록했으며, 이에 감가상각비 부담, 원재료 부담이 확대되며 수익성 개선을 저해하였음. 2분기 말 재고자산이 289십억원으로 역대 최대 수준의 95%까지 증가한 만큼 추가적인 재고 조정은 불가피할 것으로 판단함. 단, 상반기 판가 상승(차량용 +7%, 산업용 +5%)을 고려할 때 재고 조정 이후에는 물량 회복에 따른 비용 부담 완화와 수익성 개선을 기대할 수 있을 것으로 판단함.

세방리튬이온배터리는 2027년 성장 재개 기대

2025년 3천3백억원 매출을 기록했던 세방리튬배터리(SLB)의 상반기 매출은 1천6백억원으로 전년과 유사한 수준을 유지 중이며, 감가상각비 부담 확대 여파로 상반기 영업이익률은 -6.2%로 전년 동기 대비 3.5%p 하락하였음. 이처럼 아직까지 실적 기여도는 제한적이지만 2027년부터는 북미 ESS 배터리 모듈 & 팩 사업에 힘입어 SLB 외형 성장이 재개되며 신사업 확대에 따른 밸류에이션 재평가도 나타날 수 있을 것으로 판단함.

결산기(12월)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
매출액(십억원)	1,473	1,685	1,927	2,204	2,520
영업이익(십억원)	81	130	150	174	200
계속사업세전손익(십억원)	70	141	151	180	216
지배주주지분순이익(십억원)	43	117	126	150	179
EPS(원)	3,059	8,348	8,977	10,705	12,811
증감율(%)	-49.2	172.9	7.5	19.3	19.7
ROE(%)	3.6	9.3	9.2	10.1	11.0
PER(배)	13.8	7.0	7.4	6.2	5.2
PBR(배)	0.5	0.6	0.9	0.8	0.7

EV/EBITDA(배)

4.4

3.7

5.7

4.5

2.9

도표 1. 세방전지 실적 추이

(단위 :십억원, %)

구 분	2025				2026		연간				
	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
매출액	527	552	528	535	525	530	1,352	1,473	1,685	2,060	2,142
매출총이익	91	82	73	90	79	82	212	209	264	344	335
GPM	17.2%	14.8%	13.8%	16.8%	15.0%	15.4%	15.7%	14.2%	15.7%	16.7%	15.7%
판매비	40	46	46	50	45	46	112	128	134	164	182
판매비율	7.6%	8.3%	8.8%	9.3%	8.6%	8.8%	8.3%	8.7%	8.0%	8.0%	8.5%
영업이익	51	36	27	40	33	35	100	81	130	180	154
OPM	9.6%	6.6%	5.1%	7.5%	6.3%	6.7%	7.4%	5.5%	7.7%	8.7%	7.2%
세전이익	61	33	41	56	48	48	119	70	141	220	190
순익(지배)	47	24	30	40	37	36	84	43	117	169	141
NIM	9.0%	4.3%	5.6%	7.5%	7.0%	6.8%	6.2%	2.9%	6.9%	8.2%	6.6%
매출(YoY)	13%	6%	4%	-6%	0%	-4%	8%	9%	14%	22%	4%
매출총이익(YoY)	5%	-14%	-3%	2%	-13%	0%	13%	-1%	26%	30%	-2%
판매비(YoY)	0%	28%	16%	2%	13%	2%	11%	14%	5%	22%	11%
영업이익(YoY)	10%	-39%	-24%	2%	-34%	-2%	15%	-19%	60%	38%	-14%
지배순익(YoY)	12%	-57%	-26%	26%	-23%	52%	27%	-49%	173%	45%	-17%
제품별 매출											
차량용	443	466	441	439	446	440	1,083	1,110	1,356	1,724	1,788
산업용	43	48	50	57	47	55	203	240	207	185	198
재생연	32	28	27	31	28	30	64	122	121	113	118
가정용	4	5	4	3	0	2	0	0	0	16	17
격리판	5	5	5	5	4	4	0	0	0	19	19
이론용	0	0	1	0	0	0	1	2	1	1	2
제품별 매출(YoY)											
차량용	14%	6%	6%	-9%	1%	-6%	17%	2%	22%	27%	4%
산업용	3%	6%	3%	15%	9%	14%	-5%	18%	-14%	-10%	7%
재생연	8%	-12%	4%	22%	-12%	7%	-42%	89%	-1%	-7%	5%
가정용	44%	4%	-5%	-23%	-100%	-56%					2%
격리판	5%	-	-51%	-8%	-11%	-27%					-1%
이론용	-24%	22%	81%	49%	4%	-2%	-38%	40%	-18%	19%	20%

자료 : 세방전지, 신영증권 리서치센터

도표 2. Trailing PER 밴드

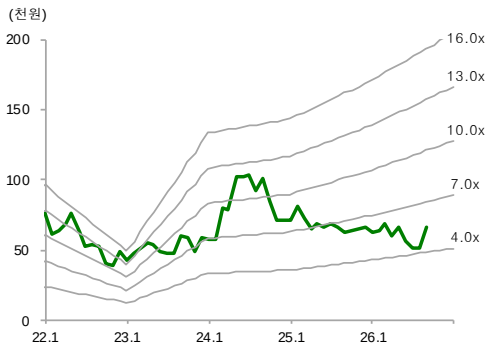
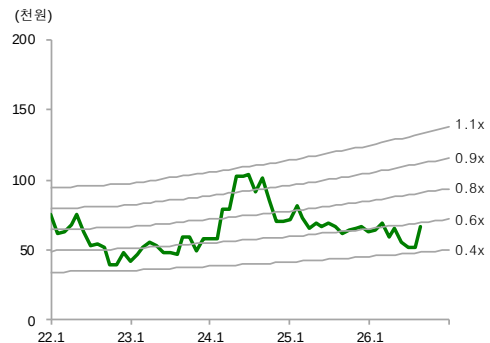
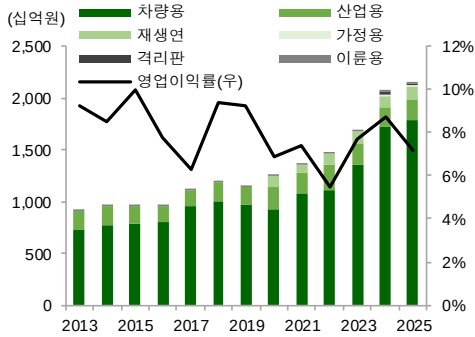


도표 3. Trailing PBR 밴드



자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

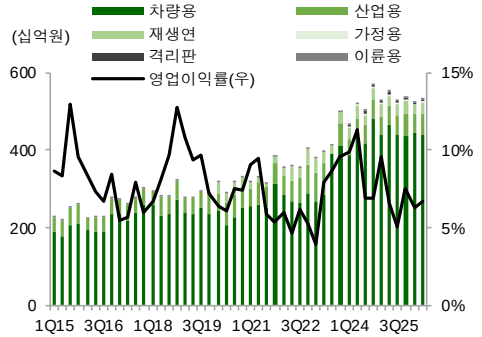
도표 4. 연간 매출액과 영업이익률 추이



자료 : 세방전지, 신영증권 리서치센터

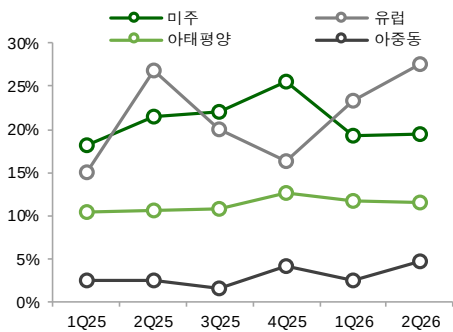
자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 5. 분기 매출액과 영업이익률 추이



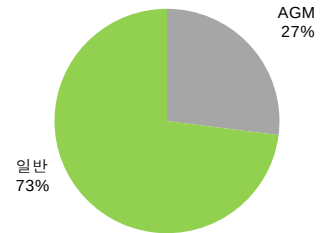
자료 : 세방전지, 신영증권 리서치센터

도표 6. 지역별 AM 매출 중 AGM 비중



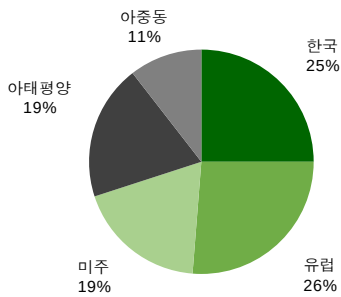
자료 : 세방전지, 신영증권 리서치센터

도표 7. AGM, 일반 매출 비중 (2025)



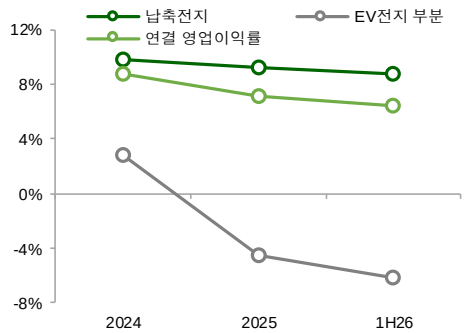
자료 : 세방전지, 신영증권 리서치센터

도표 8. 지역별 매출 비중 (2026년 상반기 기준)



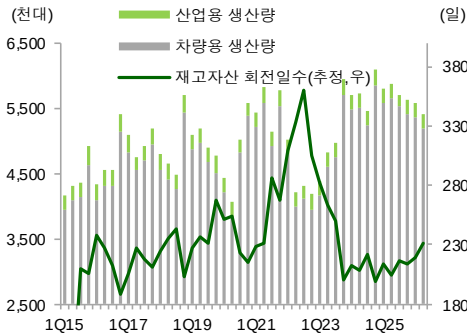
자료 : 세방전지, 신영증권 리서치센터

도표 9. 부분별 영업이익률 추이



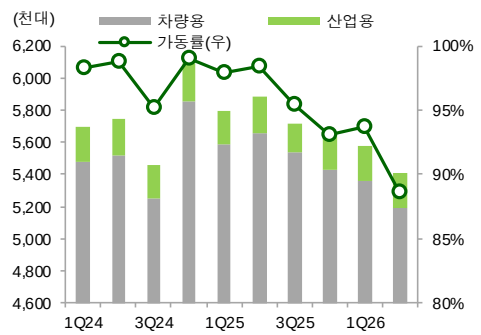
자료 : 세방전지, 신영증권 리서치센터

도표 10. 재고자산 회전일수와 차량용, 산업용 납축전지 생산



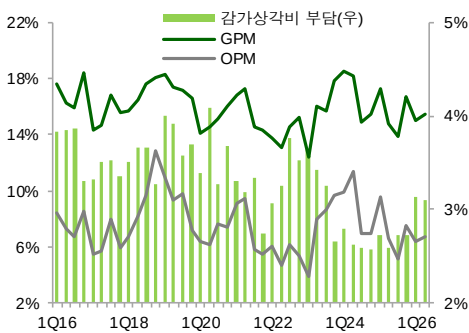
자료 : 세방전지, 신영증권 리서치센터

도표 11. 납축전지 부분 가동률 추이



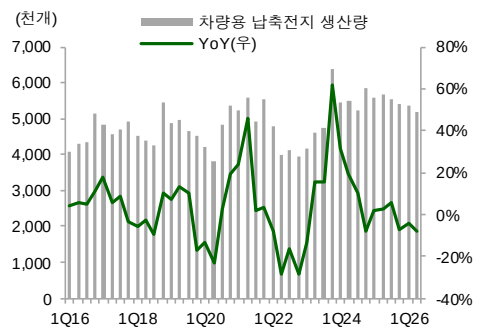
자료 : 세방전지, 신영증권 리서치센터

도표 12. 감가상각비 부담과 매출총이익률, 영업이익률



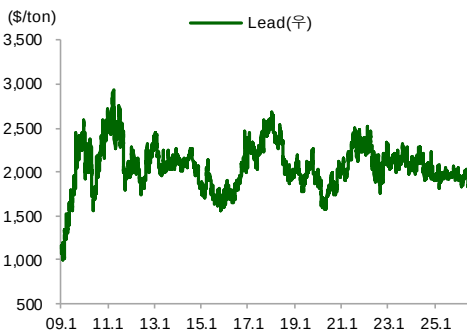
자료 : 세방전지, 신영증권 리서치센터

도표 13. 차량용 납축전지 생산량 추이



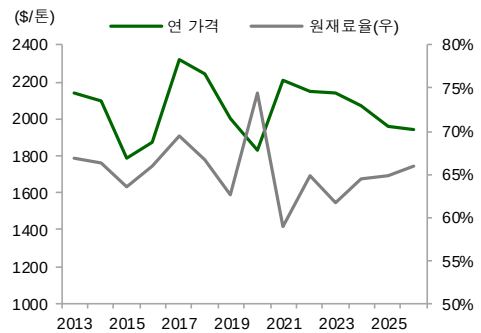
자료 : 세방전지, 신영증권 리서치센터

도표 14. 연 가격 추이



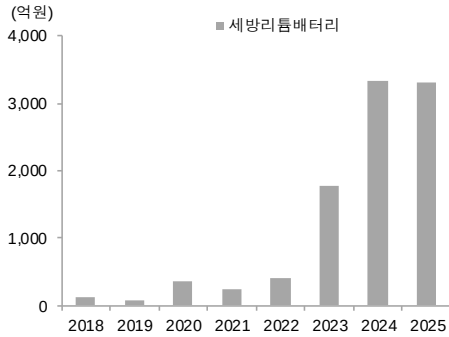
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 15. 연 가격과 원재료를 추이



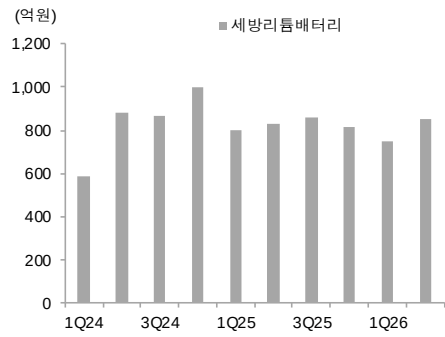
자료 : 세방전지, 신영증권 리서치센터

도표 16. 세방리튬배터리 연간 매출 추이



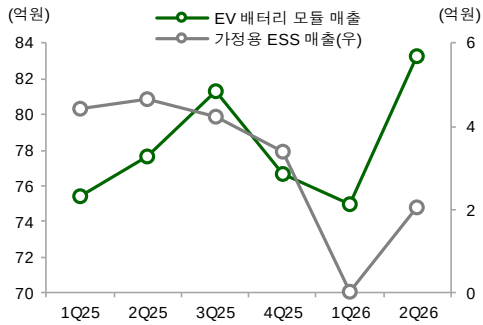
자료 : 세방전지, 신영증권 리서치센터

도표 17. 세방리튬배터리 분기 매출 추이



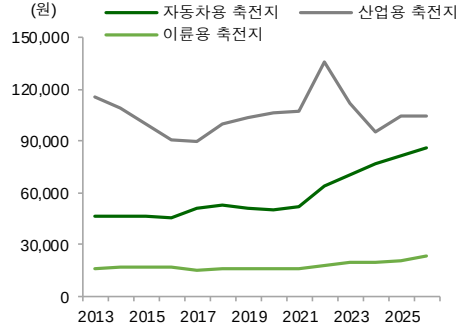
자료 : 세방전지, 신영증권 리서치센터

도표 18. EV 배터리 모듈 매출, 가정용 ESS 매출 추이



자료 : 세방전지, 신영증권 리서치센터

도표 19. 부분별 ASP 추이



자료 : 세방전지, 신영증권 리서치센터

세방전지(004490.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	14,731	16,848	19,269	22,038	25,204
증가율(%)	9.0	14.4	14.4	14.4	14.4
매출원가	12,640	14,206	16,247	18,581	21,251
원가율(%)	85.8	84.3	84.3	84.3	84.3
매출총이익	2,091	2,643	3,022	3,456	3,953
매출총이익률(%)	14.2	15.7	15.7	15.7	15.7
판매비와 관리비 등	1,280	1,343	1,522	1,720	1,950
판매비율(%)	8.7	8.0	7.9	7.8	7.7
영업이익	811	1,299	1,500	1,737	2,004
증가율(%)	-18.7	60.2	15.5	15.8	15.4
영업이익률(%)	5.5	7.7	7.8	7.9	8.0
EBITDA	1,312	1,838	1,999	2,139	2,328
EBITDA 마진(%)	8.9	10.9	10.4	9.7	9.2
순금융손익	-91	152	36	90	178
이자손익	-32	13	7	62	149
외환관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-15	-46	-25	-25	-25
종속및관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
법인세차감전계속사업이익	704	1,405	1,511	1,802	2,156
계속사업손익법인세비용	278	221	238	284	339
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	427	1,184	1,273	1,518	1,817
증가율(%)	-49.9	177.3	7.5	19.2	19.7
순이익률(%)	2.9	7.0	6.6	6.9	7.2
지배주주지분 당기순이익	428	1,169	1,257	1,499	1,793
증가율(%)	-49.2	173.1	7.5	19.3	19.6
기타포괄이익	68	-109	-64	-64	-64
총포괄이익	495	1,075	1,209	1,454	1,753

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업외손익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,378	10,252	16,328	81,236	780,553
현금및현금성자산	1,299	1,506	0	0	0
매출채권 및 기타채권	2,782	3,816	9,512	72,031	767,746
재고자산	2,672	2,128	2,745	3,139	3,590
비유동자산	7,392	8,158	7,659	7,257	6,933
유형자산	3,383	3,530	3,055	2,672	2,364
무형자산	323	324	301	282	265
투자자산	1,685	2,220	2,220	2,220	2,220
기타 금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	16,770	18,410	23,987	88,493	787,485
유동부채	4,165	4,636	6,324	9,917	17,497
단기차입금	1,495	966	966	966	966
매입채무및기타채무	1,766	2,594	4,282	7,875	15,455
유동성장기부채	512	649	649	649	649
비유동부채	145	351	351	351	351
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	4,310	4,988	6,675	10,268	17,848
지배주주지분	12,124	13,043	14,144	15,487	17,124
자본금	70	70	70	70	70
자본잉여금	527	555	555	555	555
기타포괄이익누계액	32	-10	-74	-138	-202
이익잉여금	11,801	12,824	13,989	15,395	17,097
비지배주주지분	336	379	395	415	438
자본총계	12,460	13,422	14,539	15,901	17,562
총차입금	2,095	1,726	1,726	1,726	1,726
순차입금	-479	-1,751	-1,570	-3,386	-6,319

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	613	1,834	-2,998	-57,578	-686,663
당기순이익	427	1,184	1,273	1,518	1,817
현금유출이없는비용및수익	1,072	764	729	624	515
유형자산감가상각비	483	516	475	383	308
무형자산상각비	18	23	23	19	17
영업활동관련자산부채변동	-526	119	-4,770	-59,499	-688,805
매출채권의감소(증가)	-396	-1,037	-5,696	-62,519	-695,715
재고자산의감소(증가)	-445	234	-617	-394	-451
매입채무의증가(감소)	380	645	1,688	3,593	7,580
투자활동으로인한현금흐름	-67	-1,097	-596	-1,288	-2,404
투자자산의 감소(증가)	-875	-535	0	0	0
유형자산의 감소	1	4	0	0	0
CAPEX	-644	-564	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	246	-550	-1,125	-1,816	-2,932
재무활동으로인한현금흐름	-195	-537	-68	-68	-68
장기차입금의증가(감소)	260	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-16	7	0	0	0
현금의 증가	335	208	-3,663	-58,934	-689,136
기초현금	964	1,299	1,506	-2,157	-61,091
기말현금	1,299	1,506	-2,157	-61,091	-750,227

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Per Share (원)					
EPS	3,059	8,348	8,977	10,705	12,811
BPS	88,677	95,799	103,661	113,251	124,947
DPS	600	700	700	700	700
Multiples (배)					
PER	13.8	7.0	7.4	6.2	5.2
PBR	0.5	0.6	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.4	3.7	5.7	4.5	2.9
Financial Ratio					
12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-49.2%	172.9%	7.5%	19.3%	19.7%
EBITDA(발표기준) 증가율	-7.5%	40.1%	8.8%	7.0%	8.8%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	3.5%	9.1%	9.1%	10.0%	10.9%
ROE(지배순이익 기준)	3.6%	9.3%	9.2%	10.1%	11.0%
ROIC	5.8%	13.4%	12.8%	3.5%	0.4%
WACC	8.1%	9.3%	9.6%	9.6%	9.6%
안전성(%)					
부채비율	34.6%	37.2%	45.9%	64.6%	101.6%
순차입금비율	-3.8%	-13.0%	-10.8%	-21.3%	-36.0%
이자보상배율	11.8	14.2	16.4	19.0	22.0

Compliance Notice

투자등급

기업분석

매수 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우

중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 $\pm 10\%$ 이내의 등락이 예상되는 경우

매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업분석

비중확대 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천

중립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천

비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소책에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율			
기준일 (20260630)	매수 : 90.45%	중립 : 9.55%	매도 : 0%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)		시장조성자		1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
에스엘	-	-	-	-	-	-	-	-
화신	-	-	-	-	-	-	-	-
KG모빌리티	-	O	-	-	-	-	-	-
세방전지	-	-	-	-	-	-	-	-
SNT모티브	-	O	-	-	-	-	-	-
현대공업	-	-	-	-	-	-	-	-
한국단자	-	O	-	-	-	-	-	-

에스엘 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역				추천일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
							평균주가	최고(저) 주가
				2026-09-01	매수	80000		
				2026-05-18	매수	85000	-29.5	-10.35
				2025-09-04	매수	44000	11.41	66.82
				2025-05-26	매수	41000	-20.27	-11.22
				2024-11-27	매수	50000	-35.38	-20.60

화신 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역				추천일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
							평균주가	최고(저) 주가
				2026-09-01	매수	11000		
				2024-11-27	매수	11000	-27.65	-13.91

SNT모티브 : 과거 2년간 투자조건 및 목표주가 변동내역	추천일자	투자조건	목표주가(원)	과리율(%)	
				평균주가	최고(저) 주가



2026-09-01	매수	38000		
2026-05-18	매수	41000	-32.6	-18.54
2025-05-26	매수	35500	-4.67	11.13
2024-11-27	매수	50000	-6.77	13.62

현대공업 : 과거 2년간 투자조건 및 목표주가 변동내역	추천일자	투자조건	목표주가(원)	과리율(%)	
				평균주가	최고(저) 주가



2026-09-01	매수	7000		
2025-05-26	매수	7000	-13.61	-2.43
2024-11-27	매수	9000	-38.7	-15.56