

The Last Global Challenger

- 현대차그룹, 점유율과 이익의 재성장 시작된다 -



CONTENTS

03 I. 글로벌 자동차, 다시 시작된 점유율 전쟁

- I-1. 저 PBR 자동차 OEM들의 리레이팅 조건은 이익 사이클 전환
- I-2. 새로운 강자의 등장 이후, 산업의 기준은 항상 높아졌다
- I-3. 글로벌 자동차 M/S, 10년만의 변곡점

13 II. 중국 자동차, 해외판매 이후가 진짜 시험대

- II-1. 이구환신 다음은 없다: 부작용이 나타나기 시작
- II-2. 해외로 나간 중국 자동차
- II-3. EU의 반격: 그런데, 반격이 가능할까?

21 III. 일본에서 확인한 글로벌 OEM의 조건

- III-1. HEV: 과도기를 넘어 주류로
- III-2. 토요타: RAV4가 없어서 못판다
- III-3. 혼다: 북미에서 찾는 성장의 해법
- III-4. 닛산: 바닥을 지나, 다시 Volume으로

35 IV. HMG: The Last Global Challenger

- IV-1. 700만대 이후, 다시 시작되는 Volume Cycle
- IV-2. 20년 만에 뒤집힌 미국 자동차의 승부처
- IV-3. Volume의 회복, Earnings의 재성장으로

45 V. 완성차 P/E 7배, 시장은 비싼 주식이라 부른다

- V-1. 토요타의 지배구조 개편 선진사례 / 현대차그룹 지배구조
- V-2. 현대차의 옵션 가치: BD의 밸류에이션 현실화 임박

53 VI. 종목별 투자의견

- 54 현대차 (005380)
- 59 기아 (000270)
- 64 현대모비스 (012330)
- 69 현대위아 (011210)
- 74 HL만도 (204320)
- 79 에스엘 (005850)

I. 글로벌 자동차, 다시 시작된 점유율 전쟁

- 저 PBR 자동차 OEM들의 리레이팅 조건은 이익 사이클 전환
- 새로운 강자의 등장 이후, 산업의 기준은 항상 높아졌다
- 글로벌 자동차 M/S, 10년만의 변곡점

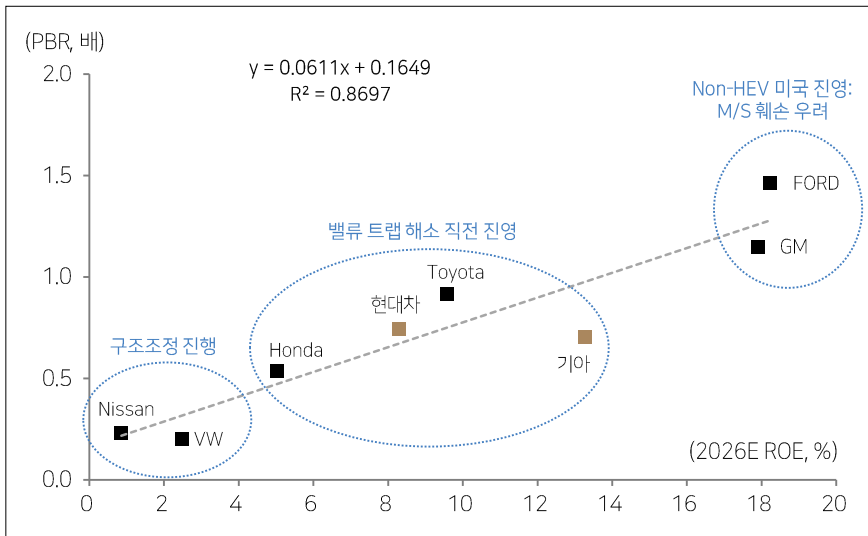


I-1. 저 PBR 자동차 OEM들의 리레이팅 조건은 이익 사이클 전환

저 PBR 자동차 OEM들의 Next Catalyst: EV-HEV 전환 시작

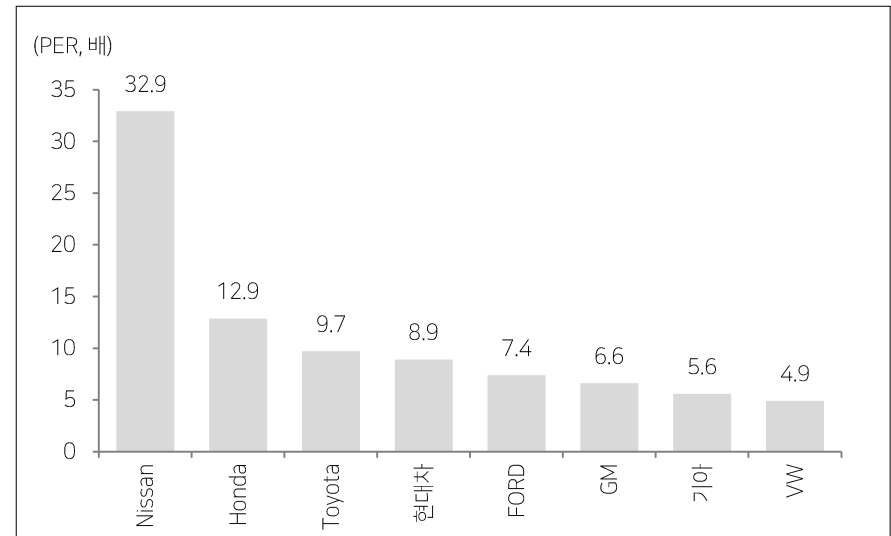
- 글로벌 전통 OEM진영의 장기화된 저PBR 밸류에이션 트랩은 EV → HEV로 믹스 전환 가속화가 이뤄지며 해소되기 시작할 것
- 2026년 기준 현대/기아는 합산 평균 ROE가 10%를 상회하고 있으나, 이익 지속 가시성에 비해 저평가 상태가 지속되어 왔음(현재 PBR 0.6배)
 - 1) 이익창출의 기반이 ICE → HEV로 완전하게 전환되고 있고, C~E SUV 세그먼트에서 판매강세를 보이는 현대차그룹, 일본 OEM들의 재평가를 예상
 - 2) 2026년 Toyota와 Honda, 그리고 현대기아의 미국내 HEV 시스템 생산능력이 비약적으로 증가하며, 이익 창출의 핵심 배경이 될 전망
 - 3) 2026년 하반기 투자포인트는 HEV판매 급증에 따른 구조적 이익 사이클의 시작. 현대/기아 모두 현저한 저평가 상태로 판단하며, 2H26 이익모멘텀이 상대적으로 기대되는 기아(BUY, TP 240,000원)에 대한 Top Pick 의견 지속

글로벌 자동차 Peer의 ROE-PBR



Source: Bloomberg, 다올투자증권

글로벌 자동차 Peer집단 P/E 배수 (2026년 기준)



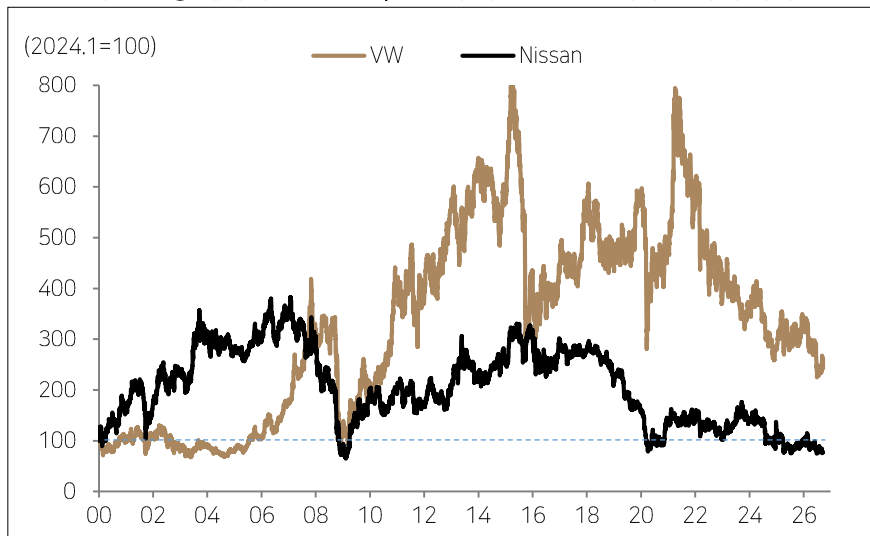
Source: Bloomberg, 다올투자증권

I-1. 저 PBR 자동차 OEM들의 리레이팅 조건은 이익 사이클 전환

저 PBR 자동차 OEM들의 Next Catalyst: EV-HEV 전환 시작

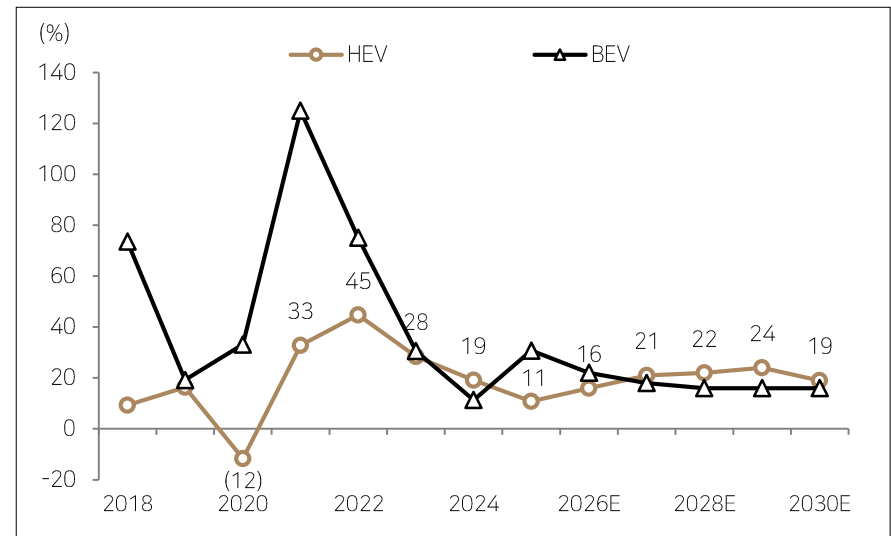
- 초저평가 OEM들의 부상: VW그룹 구조조정 본격화 후, 밸류에이션 정상화 노력 지속. Re:Nissan 이후 HEV 투입 및 이익 개선 시도. 하반기 Nissan Rogue의 E-Power 시스템 도입시 이익 턴어라운드 본격화를 기대. 반면 PBR 0.2배에서 거래되고 있어, 업종 반등의 강력한 선행지표로 작용
- 2027~2028년에 글로벌 HEV 시장 성장률이 BEV 시장 성장률을 상회할 것으로 예상
 - 1) 2026년 이후, 2027년 SUV 중대형급 시장에서의 HEV 판매증가가 큰 폭으로 상승 예상
 - 2) BEV 시장 증가세 둔화는 2027년까지도 지속 → HEV의 시장 성장률은 2027년 약 21%로 BEV 증가세를 넘어서기 시작할 것으로 추정
 - 3) 완성차(현대/기아) 기준으로, 현재 파워트레인 별 수익성은 HEV>ICE>BEV 순서로, 2024년 이후 대대적으로 HEV 파워트레인의 믹스 기여도 급증

구조조정 막바지인 Nissan, VW 주가: PBR 0.2배 수준까지 하락



Source: Bloomberg, 다올투자증권

2027~2028년 글로벌 HEV시장 성장률이 BEV 시장 성장률을 상회 예상



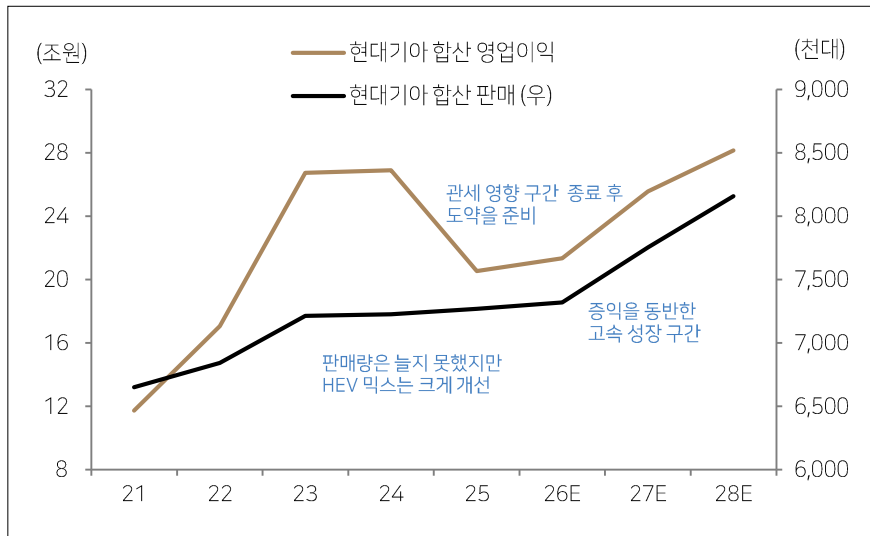
Source: 다올투자증권

I-1. 저 PBR 자동차 OEM들의 리레이팅 조건은 이익 사이클 전환

저 PBR 자동차 OEM들의 Next Catalyst: EV-HEV 전환 시작

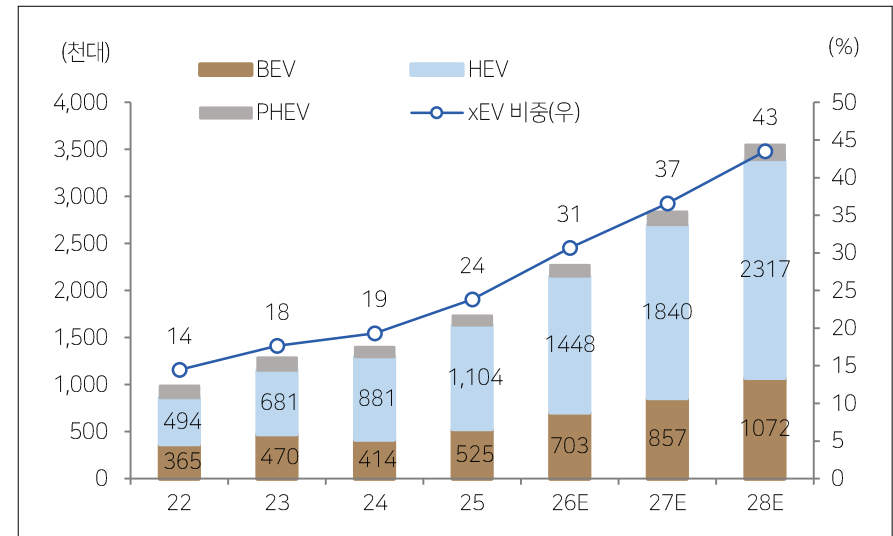
- 현대/기아 합산 영업이익은 2025년 20.5조원 → 2026년 21.4조원으로 반등이 예상되며, 2H26 어닝케이에 주목할 필요. 4Q26에 모멘텀이 집중
- 2027년 양산 실적 합산은 미국의 자동차 관세 영향(25년 11월부터 25% → 15%로 전환) 반영 전인 2024년 수준에 육박할 것으로 기대
 - 1) xEV 판매량 비중이 2027년에는 전사 판매비중이 37% 수준으로 증가. 특히 HEV판매량이 그룹사 기준 40만대 이상 증가하며,
 - 2) 대부분 증분이 고마진 차종인 팰리세이드, 텔룰라이드, 스포티지, 투싼에서 발생하는 구조
 - 3) 이미 미국에서는 HEV 차종이 인센티브 이후 기준 EV차종대비 높은 ATP(실구매가)에 판매되기 시작. HEV SUV차종의 지속적인 ASP 상승을 시사

현대기아 합산 영업이익 vs 합산 판매량: 27~28년을 고속성장을 기대



Source: 다올투자증권

현대기아 합산 xEV 판매: 27년부터 대중모델 HEV판매 증가 본격화



Source: 다올투자증권

I-1. 저 PBR 자동차 OEM들의 리레이팅 조건은 이익 사이클 전환

글로벌 자동차 Peer Table: 2027년도 대체로 OPM 상승이 예고: 수익성 감안시 기아의 절대 저평가구간 확인

		Tesla	BYD	Toyota	Honda	Nissan	VW	FORD	GM	HMC	Kia
Mkt Value (Bil \$)		1,446	107	279	49	7	47	54	76	54	34
Stock Price (\$)		366	13	19	11	2	93	14	87	266	88
Sales (Bil \$)	26E	106.1	133.6	345.2	153.4	82.6	372.2	181.3	185.4	139.7	90.4
	27E	120.1	149.1	354.9	157.8	84.8	378.7	184.7	188.1	145.8	94.1
OP (Bil \$)	26E	4.0	7.0	25.1	5.0	1.3	15.1	10.6	14.9	8.3	7.3
	27E	6.3	8.9	28.8	7.9	1.8	18.2	11.2	15.9	9.4	7.9
OPM (%)	26E	3.7	5.2	7.3	3.3	1.5	4.1	5.9	8.1	5.9	8.1
	27E	5.3	6.0	8.1	5.0	2.1	4.8	6.1	8.4	6.5	8.4
Net Income	26E	3.8	5.8	24.0	3.4	0.2	9.7	3.4	10.3	7.2	6.1
	27E	5.2	7.4	26.2	5.4	1.0	12.4	7.2	12.3	8.1	6.7
ROE (%)	26E	5.5	14.5	9.6	4.7	0.9	4.3	18.2	17.9	8.2	13.3
	27E	6.5	16.5	10.2	6.8	3.2	5.4	20.2	18.4	8.6	13.1
EV/EBITDA (x)	26E	101.5	6.2	6.3	11.0	1.1	0.9	3.5	3.3	14.7	2.0
	27E	80.2	5.4	5.7	8.1	0.9	0.8	3.3	3.1	13.1	1.8
PER (x)	26E	221.8	19.5	9.7	12.9	32.9	4.9	7.4	6.6	8.9	5.6
	27E	164.4	14.9	8.7	8.0	7.8	3.8	7.0	5.9	7.8	5.1
PBR (x)	26E	14.2	2.8	0.9	0.5	0.2	0.2	1.5	1.2	0.7	0.7
	27E	13.1	2.4	0.9	0.5	0.2	0.2	1.3	1.0	0.7	0.6
EPS (USD)	26E	1.7	0.7	2.0	0.8	0.1	19.0	1.8	13.1	30.1	15.9
	27E	2.2	0.9	2.2	1.4	0.3	24.6	1.9	14.7	34.3	17.3

Source: Bloomberg, 다올투자증권

I-2. 새로운 강자의 등장 이후, 산업의 기준은 항상 높아졌다

기준을 높여왔던 신흥강자들은 보조금의 축소/공급망의 한계로 장기 Test-Bed구간에 진입

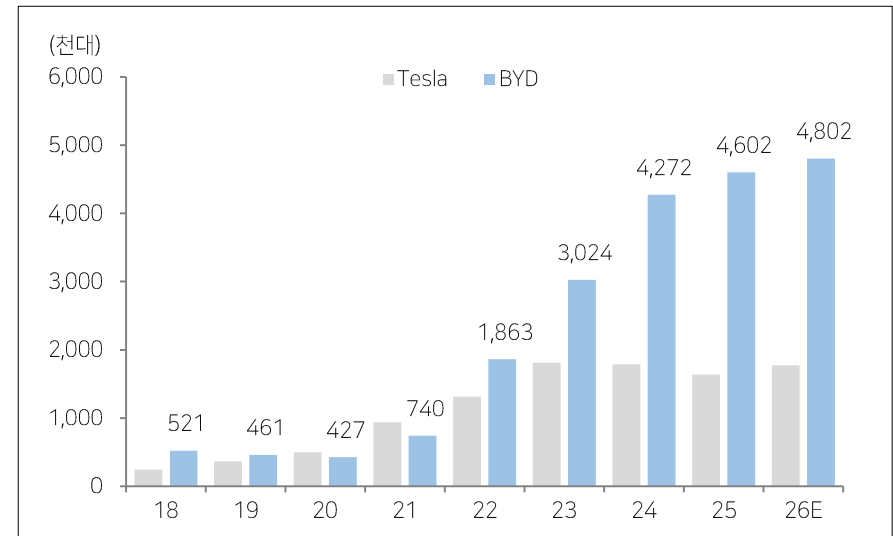
- 2026년초 이후 형성된 물가상승 기조는 1)EV보조금 축소 2)일방적 신차수요 증가에 압박을 주기시작: BYD의 판매 반등에 제약이 걸리기 시작
- BYD의 해외생산이 4Q26에 시작되며 글로벌 판매량 증가세 둔화와 비용 급증 수반이 본격화될 것으로 예상
 - 1) 연초 BYD 경영진은 연간 판매목표로 500만~550만대를 제시. 상반기 판매량은 반면 229만대에 그쳐, 가이드선 대비로도 낮은 컨센서스 미달 가능성이 높아짐
 - 2) 최근 급증한 해외판매로 수익성 악화 가능성 상존. 영업이익률 5% 하회 가능성이 2H26에 높아지고 있어, 잠재적으로 생산량 축소 → M/S 대전환의 계기를 설명
 - 3) Tesla의 경우 2023년 이후 자동차의 양적 성장 제동 → 로보택시/FSD/로봇/에너지로 포트폴리오 다변화 급가속. Non-Auto 밸류가 현재 시총 상당부분을 설명

높은 물가와, 고금리 구간 진입: HEV/소형 세그먼트에 대한 수요 부각



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Tesla와 BYD의 연간 글로벌 판매량 추이: 고성장의 한계에 직면



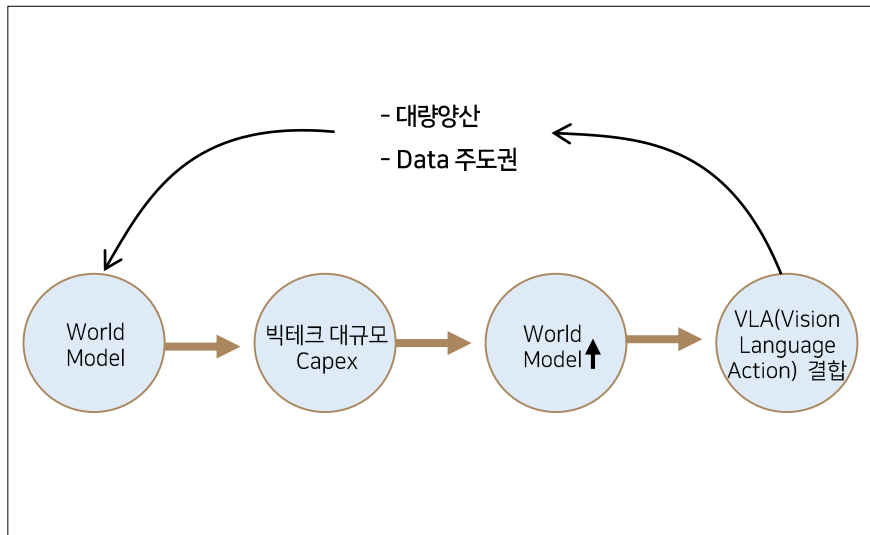
Source: Bloomberg, 다올투자증권

I-2. 새로운 강자의 등장 이후, 산업의 기준은 항상 높아졌다

Tesla와 BYD가 높여놓은 산업의 기준: 로봇과 자율주행. 이제 추가 진입은 사실상 불가능

- Tesla를 시작으로 BYD를 포함한 중국 자동차 산업은 휴머노이드 로봇시장 진입에 높은 진입장벽을 구축: World Model - VLA - 부품 공급망 확보로 신규 진입 사실상 어려움. End-To-End 자율주행에서도 마찬가지로 Resource를 보유하고 있어, 중장기 차별화 가치는 선명
- 기존 진영은 토요타-현대가 AI 반도체 생태계를 유일하게 확보. 신규업체 및 후발진영은 로봇/자율주행 설계 내재화 사실상 불가능
 - 1) 현대차는 42Dot, 현대모비스를 통해 자율주행 칩 내재화 가속화. Atria AI(28년 가동)에서는 소프트웨어의 완전내재화까지 예정
 - 2) 현대로보틱스랩-딥엑스 등 현대차의 칩 설계 내재화 활동 가속화(2나노 파운드리 공정 생산)
 - 3) 토요타-덴소의 합작사인 미라이스(Mirise) 테크놀로지는 옛지 자율주행칩 개발 시작, 2030년 양산 목표 현실화. 유럽 OEM의 유일한 자율주행 독자노력인 CARIAD는 현재 칩설계 및 통합 소프트웨어 개발전략 완전 포기 단계

World Model 고도화 투자 → 로봇 밸류체인의 폭발적인 기업가치를 주도



Source: 다올투자증권

주요 업체별 자율주행 데이터 확보 및 OTA 적용 현황

업체	데이터/OTA 연결 차량 규모	실제 주행 데이터 규모	현재 배포 상태
Tesla	FSD 활성화 구독 128만대 누적 판매 920만대	북미 HW4 FSD 약 19.1억 miles	고객차 OTA 상시
BYD	God's Eye 315만대+	2억 km+/월	God's Eye 5.0 OTA
XPeng	정확한 활성화 차량 수 미공개	VLA 2.0 적용 후 주행거리의 50% + assisted driving	VLA 2.0 양산/OTA
현대/기아	현재 전용 수집차 약 40대	미공개	Atria AI 테스트 단계
Toyota/ Woven	Arene: 신형 RAV4 + Lexus ES부터	fleet 데이터량 미공개	Arene OTA/Data 확대 초기
Waymo	2025년 공개 1,500대+, +2,000대 증설 계획	2.2억 autonomous miles+	L4 fleet 직접 업데이트

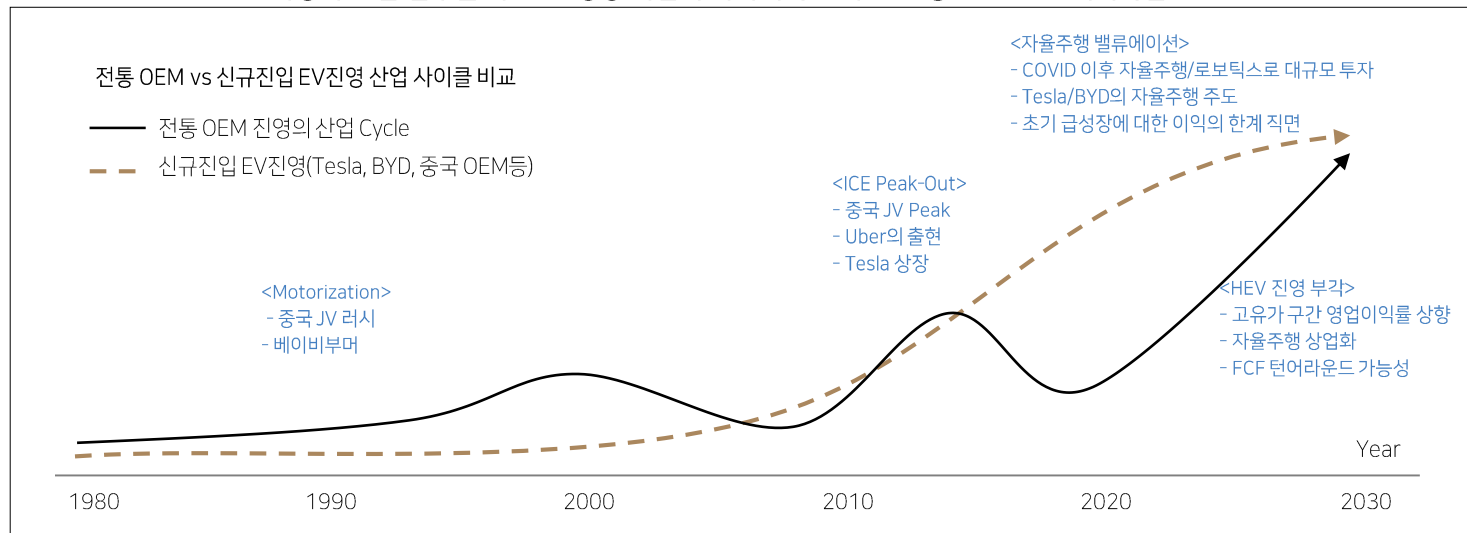
Source: 각 사, 다올투자증권

I-2. 새로운 강자의 등장 이후, 산업의 기준은 항상 높아졌다

BYD, Tesla의 이익한계 직면 → 다음 사이클은 전통OEM이 선별적으로 확대

- 자동차 산업은 지속적인 사이클 변화에 노출: 2010년 전후 현대차의 급속팽창 → 2020년 전후 Tesla/BYD의 급성장 → 2026년 이후 패권은 수익성 동반상승을 요구
- 2026~2027년은 고물가, 고유가, 고임금을 모두 직면: 1H26에 이어 3Q26까지도 환율급상승 등 투심악화 기간 동안, 현대차그룹은 HEV판매 급등 준비를 마쳤다
 - 8월 텔룰라이드 HEV기반 연 18만대 양산캐파 상승, 팰리세이드 미국생산 확정 및 스포티지 HEV의 메타플랜트 가동으로, 토요타에 이어 글로벌 HEV 2위 확정
 - 연간 HEV 시스템 생산능력이 2026년말 기준 200만대 체제로 증가 예정으로, 현재 12%에 도달한 미국 M/S를 추가로 확대시킬 수 있는 대표 근거
 - 현시점 글로벌 M/S 확대의 근거는 크게 미국 HEV, 유럽 EV 시장 장악으로 귀결

자동차 산업 침투율 곡선: 고성장 기업의 이익체력 한계 → 전통 OEM으로 패러다임 전환



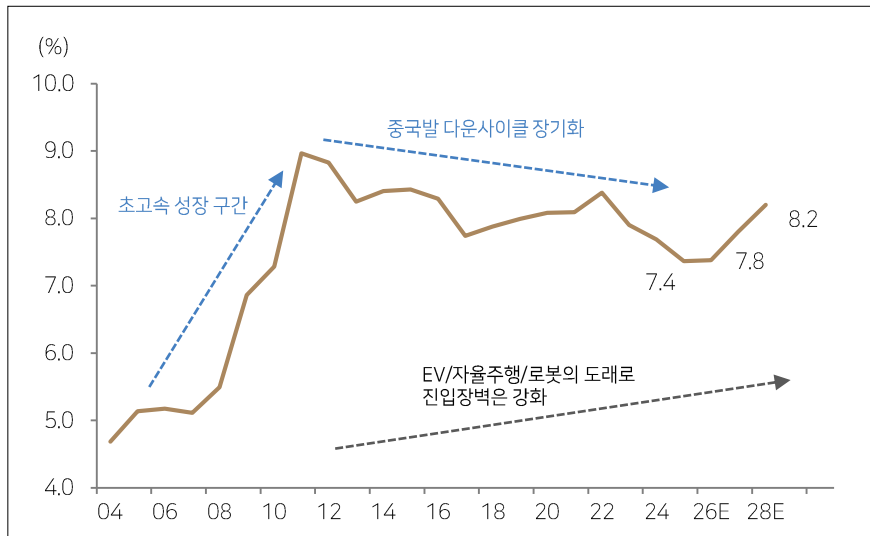
Source: 다올투자증권

I-3. 글로벌 자동차 M/S, 10년만의 변곡점

다음 Cycle의 승자: Toyota에서 확인된 HEV수요, HMG-현대모비스의 기업가치 반등을 시사

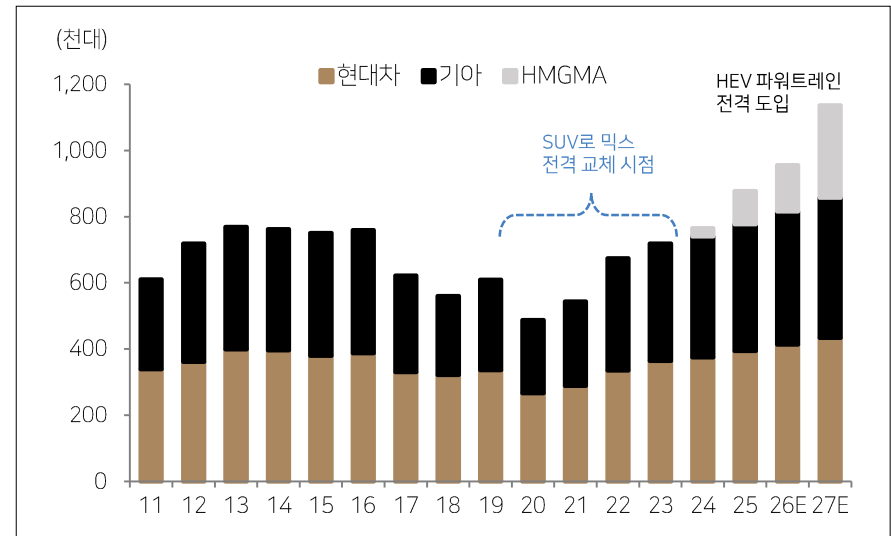
- 현대차그룹의 글로벌 M/S 반등 사이클에 주목할 필요: 8월 스포티지 메타 양산 - 9월 EV3 멕시코 양산 - 10월 현대차 파업만회 특근 재개로 연말 가동률 상승 임박
- 2026년 현대차 도매판매 402만대 예상 + 2028년 북미 추가 생산분 30만대
 - 1) 현대차의 유럽 지역을 제외시, 인도/미국/유럽(기아)의 전지역 판매회복 가능성에 무게. 특히 11월 미국 중간선거 이후, 중동전쟁 파급력 약화 감안시, 기타지역 판매 회복 가세도 가능
 - 2) 하이브리드 미국 수요는 최근 일본 3사 미팅을 통해서 확인: 토요타 RAV4 HEV의 재고일수는 사실상 2일에 불과하나, HEV용 배터리/시스템 양산이 공통적인 병목
 - 3) 토요타 공장의 태생적 설계 차이, 현대차그룹의 대용량 EV생산 선투자가 HEV생산능력 비교우위 핵심 레버리지로 작용

현대차 그룹 글로벌 M/S



Source: 다올투자증권

현대기아 미국 생산량 추이: 25년을 기점으로 본격 상승



Source: Marklines, 다올투자증권

이 페이지는 편집상 공백입니다.

II . 중국 자동차, 해외판매 이후가 진짜 시험대

- 이구환신 다음은 없다: 부작용이 나타나기 시작
- 해외로 나간 중국 자동차
- EU의 반격: 그런데, 반격이 가능할까?

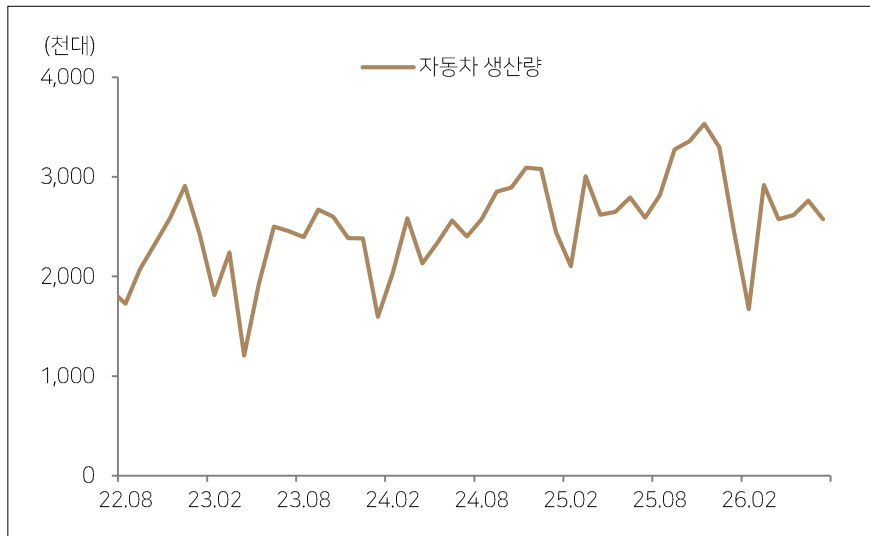


II-1. 이구환신 다음은 없다: 부작용이 나타나기 시작

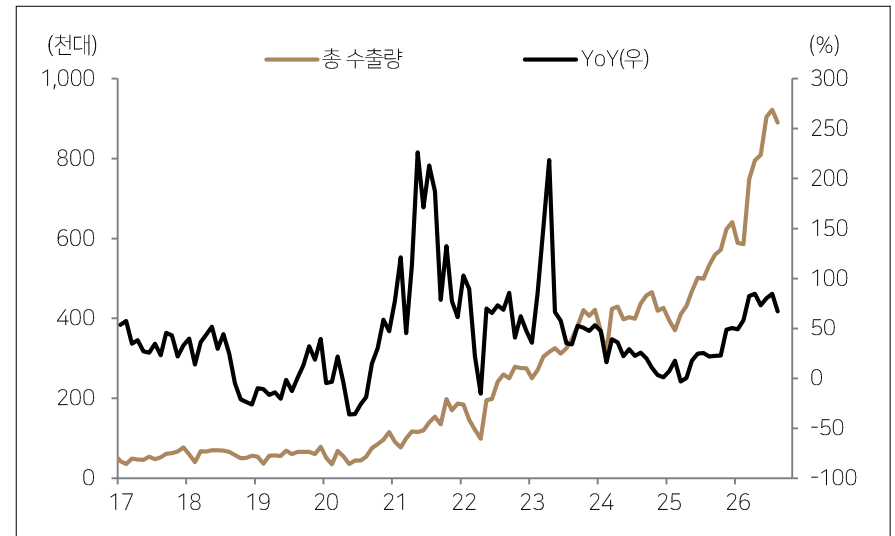
중국의 자동차 생산 감소가 나타나기 시작

- 8월 중국 자동차 생산 감소세 재확인. 2024년부터 시작된 이구환신 정책은 한계에 도달
- 중국 자동차산업 가동률을 지탱해 왔던 수출량이 7월을 기점으로 Peak-Out 했을 것으로 판단
 - 1) 지난 8월 중국 자동차 수출대수는 89만대(YoY +62%)를 기록. 중국 수출량은 2025년 내수부진 시작 이후 기하급수적으로 증가하기 시작했으나
 - 2) 2H26 시작된 고유가, 고물가 여파 확산으로 판매부진이 시작된 것으로 판단. 대표적으로 BYD의 한국판매는 7월을 기점으로 보조금 지급지위 탈락
 - 3) 2023년부터 본격화된 중국의 해외수출 물량전쟁 막바지 구간에 돌입. 실제로 BYD는 올해 초 판매목표인 500~550만대 하회가 불가피

중국 월별 자동차 생산량 추이: 생산증가의 한계에 직면



중국 월별 자동차 수출량 추이도 이구환신 축소와 함께 증가세 둔화

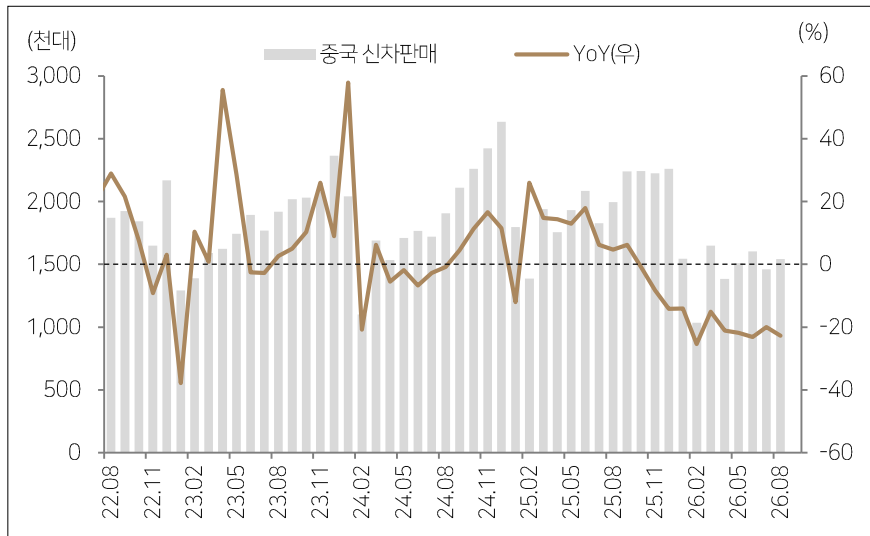


II-1. 이구환신 다음은 없다: 부작용이 나타나기 시작

이구환신 이후, 수요절벽이 나타났다

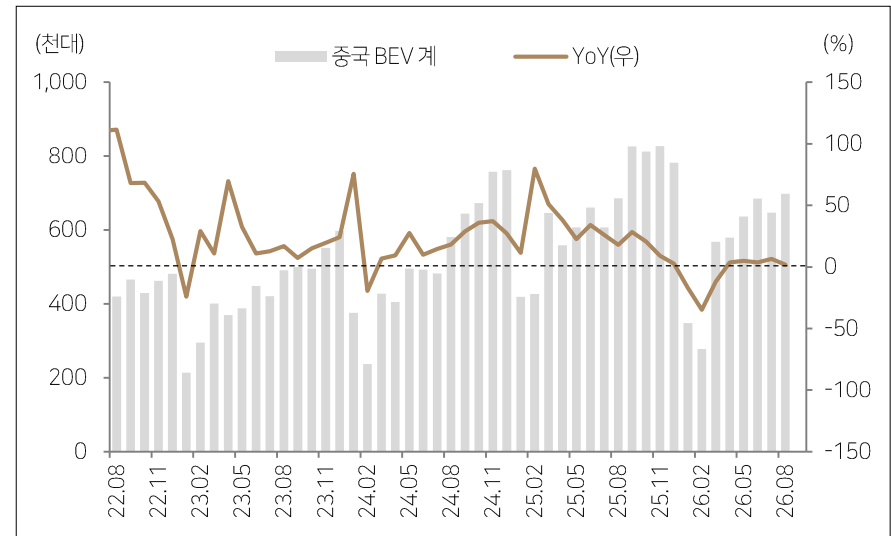
- 중국 내수 소매판매: 금융위기에 가까운 소매판매 실적 기록(8월 154만대, YoY -23%). BEV 수요는 상대적으로 견조하나, 자동차 산업 전반의 Consolidation 불가피
- 중국 내수 OEM 업체뿐 아니라, JV판매볼륨이 높은 글로벌 OEM의 높은 현지리스크 확인 필요
 - 1) VW, Toyota를 포함한 글로벌 OEM의 중국내 판매볼륨은 내수 경쟁심화에 노출될 가능성이 가장 높음(독일 200만대, 일본 300만대가 사실상 캐퍼 축소 불가피)
 - 2) 현대차의 경우 중국 로컬업체와의 전면 경쟁은 사실상 2017년 이후 중단: 수출 전문 기지로 활용하고 있어 내수시장 부진 타격에서는 독립적인 위치
 - 3) 2026년부터 개편된 이구환신 제도의 전환 가능성은 낮은 한편, 중국 MIIT(공신부)에서는 개발기간 단축에 대한 통제를 지난 7월부터 실시하고 있어, 특히 2026년 연말까지도 판매부진이 사실상 확정

중국 자동차 소매판매 추이



Source: CPCA, 다올투자증권

중국 BEV 소매판매 추이



Source: CPCA, 다올투자증권

II -1. 이구환신 다음은 없다: 부작용이 나타나기 시작

이구환신 이후, 수요절벽이 나타났다

- 2Q26에 들어서며, 휴머노이드 로봇 시장의 개화가 선명하게 나타나기 시작. 로봇/부품 공급망 업체들의 기업가치 상승에 대한 재가속이 나타날 전망
- 중국의 보조금에 의존한 지난 6년간의 거대 트렌드가 종료 중. 유럽-미국-중국의 EV에 대한 일방적 보조금 지급이 정리 완료
 - 1) 중국외 시장에서는 사실상 보조금 지급 종료에 따른 리스크가 대부분 소화: 미국의 경우 2030년 이후로 수요회복 지연이 확정
 - 2) 현재의 중국 자동차 산업은 대부분의 차량이 구매시 1~1.5만원 가량에 해당되는 보조금 지급 종료
 - 3) 문제는 현재 중국의 자동차 생산능력이 연산 5천만대에 육박하고 있다는 점 - 대부분의 자동차 회사들이 2026년 하반기에도 축소된 보조금을 자체할인으로 충당하는 현상 불가피: 2027년부터 본격적인 업종내 Consolidation 불가피

2025년 vs 2026년 이구환신 효과 비교

NEV 신차가격	2025 폐차 이구환신	2026 폐차 이구환신	YoY
RMB 50k	RMB 20k	RMB 6k	-70%
RMB 80k	RMB 20k	RMB 9.6k	-52%
RMB 100k	RMB 20k	RMB 12k	-40%
RMB 120k	RMB 20k	RMB 14.4k	-28%
RMB 150k	RMB 20k	RMB 18k	-10%
RMB 167k 이상	RMB 20k	RMB 20k(max)	0%

Source: 언론종합, 다올투자증권

중국 자동차 보조금 정책 정리

연도	정책 변화	구매보조금	이구환신 / 취득세
2020	NEV 중앙 구매보조금	BEV 22,500 PHEV 8,500	취득세 면제
2021	NEV 중앙 구매보조금	BEV 18,000 PHEV 6,800	취득세 면제
2022	NEV 중앙 구매보조금	BEV 12,600 PHEV 4,800	취득세 면제
2023	구매세 중심	-	취득세 100% 면제
2024~25	이구환신 도입 / 전면 확대	-	NEV 최대 20,000 취득세 100% 면제
2026~27	가격비례제 전환 / 세제 축소	-	NEV 12%, 최대 20,000 취득세 50% 감면

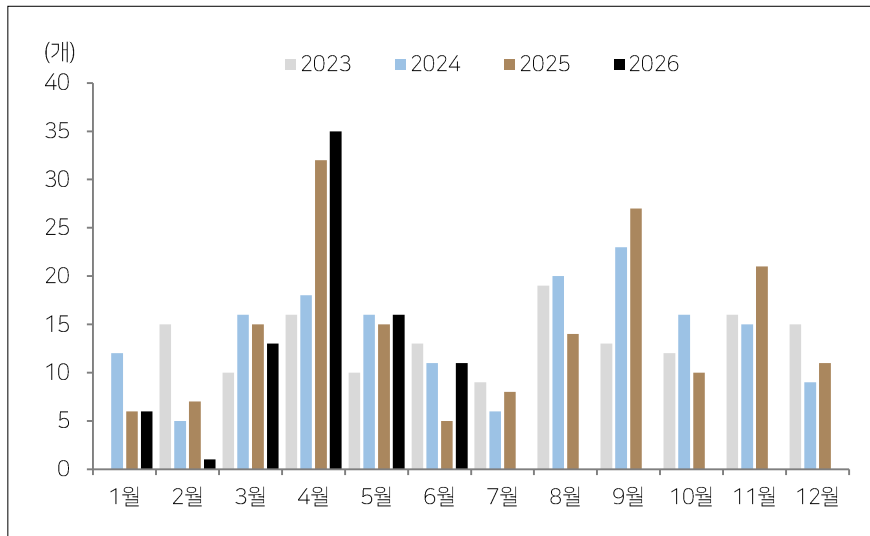
Source: 언론종합, 다올투자증권

II-1. 이구환신 다음은 없다: 부작용이 나타나기 시작

이구환신 이후, 수요절벽이 나타났다

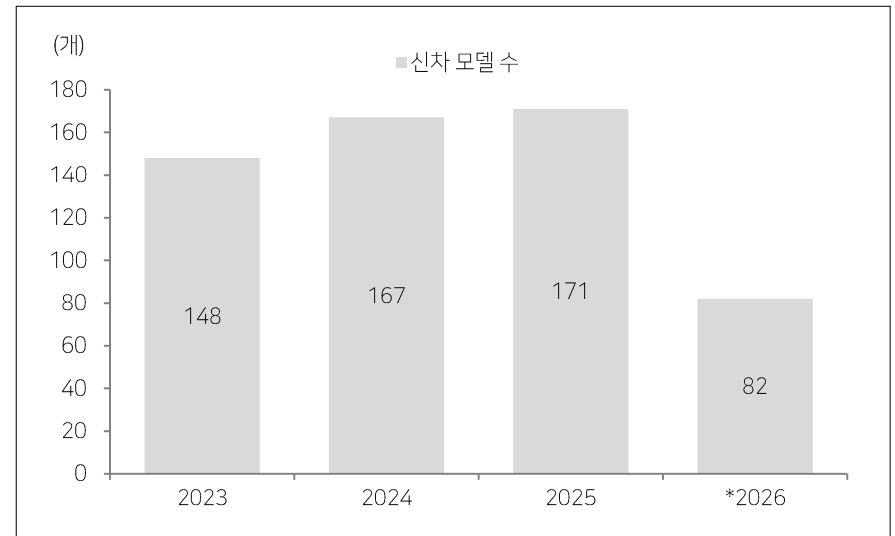
- 지난 7월, 중국 공신부(MIIT),公安部, 市场监管总局 등 4개 부처가 공동으로 신차 생산에 대해 강력한 규제 발표
- 최근 공신부의 발표사례를 감안시 신차개발기간이 대폭 늘어날 가능성이 높으며, 중국 자동차 업체의 생산위축이 다음 수준
 - 1) 이구환신이 시작된 2024년을 시작으로 중국의 신차출시가 급가속 하는 양상을 보이기 시작. 4월을 기준으로 23~24년 월 15대 출시가, 26년에는 35대로 급증
 - 2) 샤오펑, 지리, BYD를 중심으로 BEV 차종들의 배터리 규격 및 용량 불일치 사례들이 대거 적발되기 시작
 - 3) 이구환신 이후 중국은 신차개발기간을 통상적인 4년 대신 1.5년으로 단축시키면서 품질저하 사례들이 불가피하게 나타나기 시작

중국 월별 신차 출시 모델 수: 2026년을 기점으로 Peak-Out



Source: CPCA, 다올투자증권

중국 연간 신차 출시 모델 수: 24~25년에 급가속



Source: CPCA, 다올투자증권

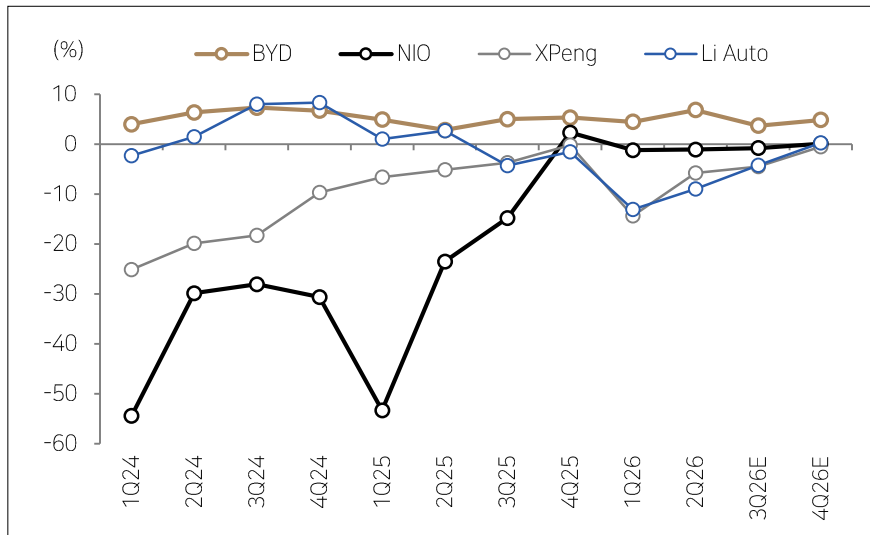
*2026년은 6월까지의 수치

II-2. 해외로 나간 중국 자동차

BYD가 아닌 후발 중국 EV진영은 사실상 현금흐름 문제에 직면

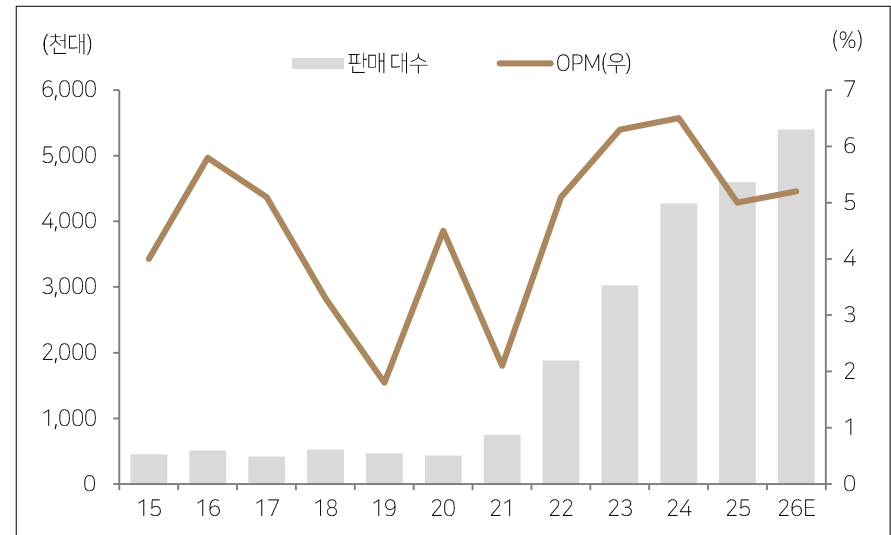
- 신차 개발기간이 2년 → 4년으로 정상화 되면, Tier2~3 자동차 업체들의 현금흐름 문제 직면 불가피
- 신차 개발기간 정상화와 해외 판매망 확대라는 이중고: BYD의 첫 해외 대량생산 공장인 헝가리 공장의 4Q26 가동을 기점으로 대규모 비용상승이 임박
 - 1) Chery, Geely, Xpeng등이 유럽내 기존 자동차 공장 인수에 나서고 있지만, 현지부품 조달률(IAA에서는 50% 이상을 주장)과, 높은 임금 등 뚜렷한 성공 저해요인이 공존하고 있음
 - 2) BYD를 제외한 Nio, Xpeng, Li Auto등 대부분의 중국내 신흥 자동차 회사들은 R&D 비용 축소 불구하고, 영업적자 상태가 지속되고 있음
 - 3) 현재의 영업이익률 예상치인 5%인 BYD의 경우, R&D 기간 정상화는 사실상 영업이익률이 2~3%로 내려오는 현상을 의미

중국 EV 4사 OPM 추이: 2026년 Peak-Out 가능성 추가 확인 중



Source: Bloomberg, 다올투자증권

BYD 글로벌 판매 vs OPM



Source: BYD, 다올투자증권

II-3. EU의 반격: 그런데, 반격이 가능할까?

유럽도 드디어, 중국산 자동차에 대한 제재를 시작

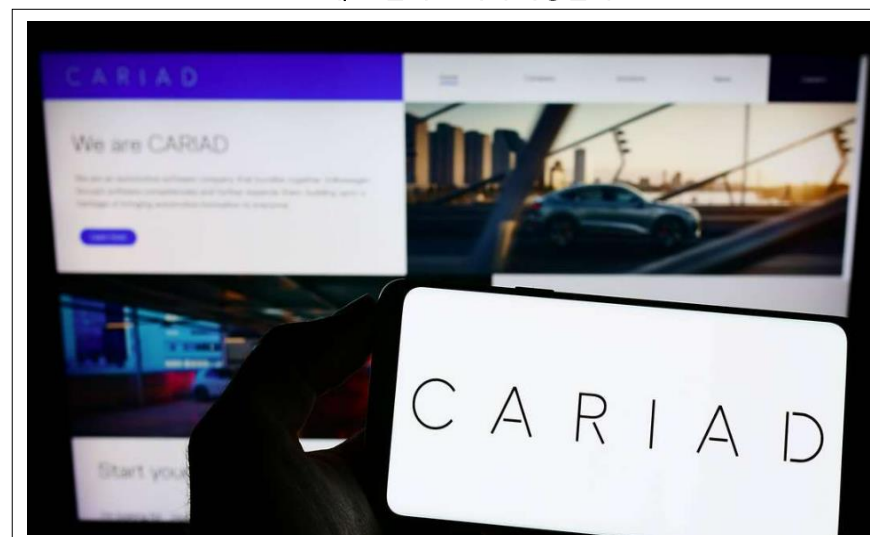
- 지난 7월 유럽내 중국산 자동차의 M/S가 11.7%에 도달해, YoY 기준 2배 증가. 지난 8월 독일 메르츠 총리는 한편 독일 VDA(자동차협회)를 시작으로, 중국산 자동차에 대한 제재가 본격화 될 것임을 예고함
- 우리는 다만 VW 등 독일 빅3 자동차 업체의 대응이 파격적이기는 힘들다고 보이며, 지난 5년간 VW그룹의 소프트웨어 유닛인 CARIAD의 실패가 이를 설명
 - 1) EU는 연초 BEV차량에 대해 MIP(최저수입가격 제도)를 도입했고, 9월부터는 PHEV 차량에 대해 15% 시장 점유율을 유지하라는 자율제도를 요구한 상태
 - 2) 그러나 실질적으로 수입을 제한하는 시점은 IAA가 도입되는 시점인 12월 이후가 될 것으로 예상
 - 3) 소형 세그먼트에서의 중국산과의 경쟁은 다만 당분간 치열한 상태 지속으로 독일 3사의 판매부진이 2027년에도 불가피하게 이어질 것으로 전망

독일 Merz 총리는 중국산 수입차 무혈입성에 대해 강경한 조치 예고



Source: Reuters, 다올투자증권

그런데, 유럽의 반격이 가능할까?



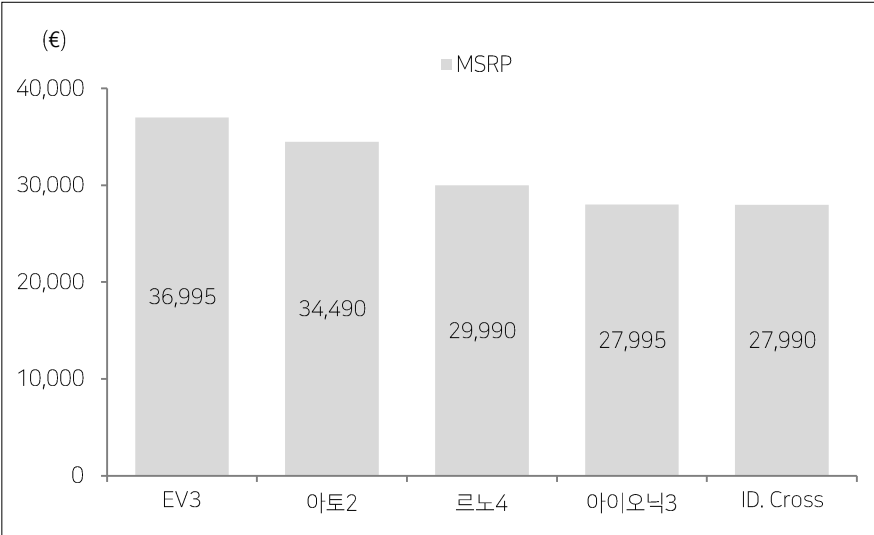
Source: 언론, 다올투자증권

II-3. EU의 반격: 그런데, 반격이 가능할까?

중국과 현대차의 주 경쟁지역은 유럽: 기아의 반격은 이미 시작

- 유럽내 M/S 경쟁은 B-SUV 시장이 가장 치열. EV2~EV4까지 기아는 대거 포진 상태. 연말 아이오닉3 투입으로 현대차 M/S 확대기조를 예상
- IAA 적용으로 유럽내 배터리/부품 현지조달, 차량 현지조립이 요구되기 시작. 26년 말까지는 수입산 중국산 차량 할인 공세 가능성 공존
 - 1) 기아의 유럽내 M/S 확대전략 → 2027년부터는 IAA 도입에 따른 인센티브 비용 축소를 예상
 - 2) 현대차의 아이오닉3는 터키생산으로, 터키공장의 IAA적용 여부 확정시 즉각적인 생산능력 증강 예고. 현재 기준 엔트리급 B-SUV시장에서 아이오닉3 가격/상품성이 가장 높은것으로 평가되고 있음
 - 3) 유럽 현지 OEM들의 엔트리급 EV시장 진입은 상대적으로 어려움 부각. 특히, VW의 최근 구조조정 사례는 소프트웨어부터 전반적인 차량 상품성에서 경쟁우위를 확보하기 어려워지고 있음을 시사

B-SUV 엔트리급 차종 가격 비교



Source: 각 사, 다올투자증권

IAA(Industrial Accelerator Act) 주요 규제 및 적용 기준

항목	주요 내용
Made in EU	자동차 부품 등 전략산업의 공공조달/공적지원에 EU산 및 저탄소 요건 도입
적용 산업	자동차/배터리/철강/알루미늄/넷제로 기술 등 전략산업
FDI 적용기준	글로벌 생산능력 40% 초과를 지배하는 비EU 국가 기업의 €100mn 이상 투자
현지고용	적용 대상 FDI의 EU 근로자 고용비중 최소 50% 요구
Local Content	적용 대상 FDI에 EU 역내 조달/현지생산 요건 부과
기술/R&D	기술/지식 이전, EU 내 R&D 활동 등 현지 부가가치 창출 요구

Source: European Commission, 다올투자증권

III. 일본에서 확인한 글로벌 OEM의 조건

- HEV: 과도기를 넘어 주류로
- 토요타: RAV4가 없어서 못판다
- 혼다: 북미에서 찾는 성장의 해법
- 닛산: 바닥을 지나, 다시 Volume으로

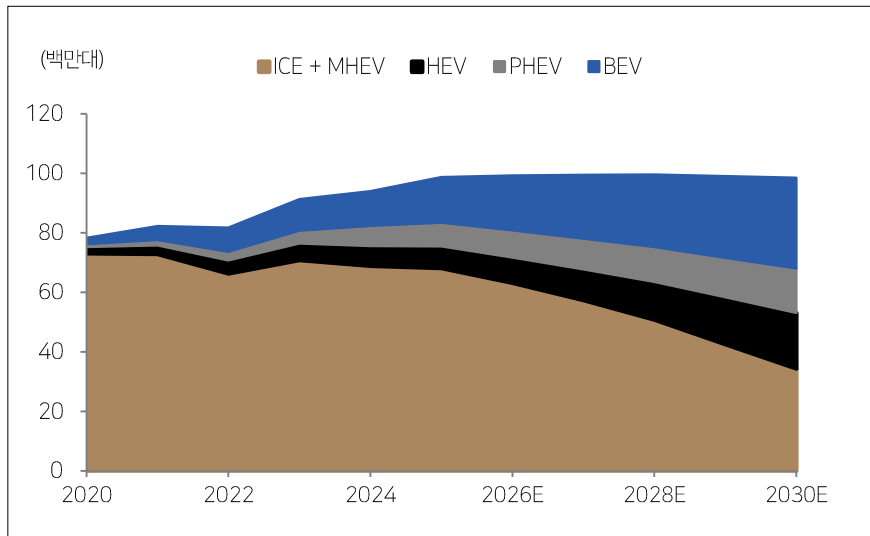


III-1. HEV: 과도기를 넘어 주류로

다시 찾아온 고유가 시대: 세계는 HEV를 탄다

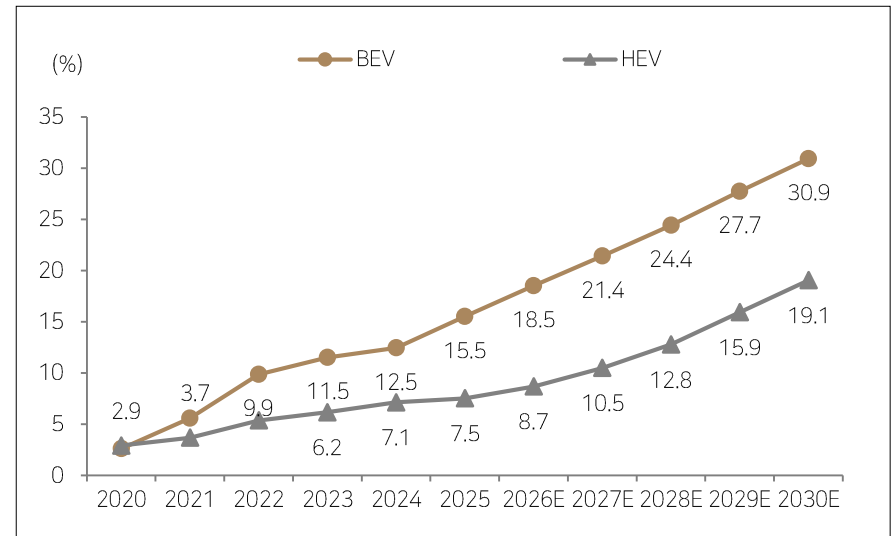
- Full HEV 파워트레인은 2027년 들어서는 글로벌 주력 파워트레인으로 급부상 예정
- 일본 OEM 3사 + 현대차그룹을 주축으로 HEV 파워트레인 공급이 본격화 예고
 - 1) 2027년기준 글로벌 시장에서 Ex-China BEV 침투율과 HEV 침투율은 동일해 지기 시작. 특히 미국시장의 경우 이미 2026년 기준 HEV M/S가 BEV 대비 3배 수준
 - 2) 현재 북미는 전체 파워트레인 중 HEV가 15.5%를 초과하기 시작했고, 유럽의 경우도 시장은 BEV + Full HEV로 전환이 가속화
 - 3) 유럽의 경우도 Full-HEV(공식은 미집계)는 사실상 전체 파워트레인 믹스에서 10%를 초과한 것으로 추정

글로벌 파워트레인별 자동차 판매량 추이



Source: Marklines, 다올투자증권

글로벌 시장 BEV/HEV 침투율



Source: Marklines, 다올투자증권

III-1. HEV: 과도기를 넘어 주류로

다시 찾아온 고유가 시대: 세계는 HEV를 탄다

- 글로벌 친환경차 시장은 2028년 들어 BEV 2.4천만대, HEV 1.3천만대 추정. 중국을 제외시 HEV 시장이 BEV 시장을 2027년부터 상회하기 시작할 전망
- 글로벌 M/S 확대전략은 따라서 소형 EV로 유럽시장 대응 + 미국시장 주력 SUV에서의 HEV 전환에 의존

글로벌 판매/친환경차 판매량 추이 및 전망: 2027년부터, HEV수요가 ex-China BEV 수요를 능가하기 시작

	세부 구분	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
xEV	HEV	2,279	3,027	4,383	5,629	6,704	7,427	8,615	10,425	12,718
	PHEV	887	1,818	2,948	4,309	6,743	7,903	9,088	10,361	11,708
	BEV Total	2,044	4,599	8,053	10,515	11,705	15,307	18,368	21,307	24,290
	Europe	719	1,188	1,556	2,022	2,007	2,585	3,464	4,434	5,409
	China	995	2,724	5,029	6,238	7,109	9,597	11,420	13,248	14,837
	U.S.	260	490	812	1,194	1,254	1,279	1,445	1,720	2,046
	S. Korea	44	97	144	139	143	163	204	240	267
	ROW	26	100	512	921	1,193	1,683	1,835	1,666	1,731
	xEV Total	5,210	9,444	15,384	20,454	25,152	30,637	36,072	42,093	48,716
ICE		72,998	72,780	66,294	70,828	68,850	68,066	63,124	57,302	50,778
Auto Sales	Auto Total	78,208	82,224	81,678	91,282	94,002	98,703	99,197	99,395	99,494
	YoY (우)	-13.1	5.1	-0.7	11.8	3.0	5.0	0.5	0.2	0.1
Auto Sales /Region	China	25,311	26,275	26,864	30,094	31,436	32,725	34,001	35,225	36,458
	Europe	11,959	11,775	11,288	12,846	12,966	13,070	13,305	13,571	13,870
	US	14,991	15,545	14,384	16,125	16,458	16,293	16,701	17,035	17,375
	ROW	25,947	28,629	29,142	32,218	33,142	36,615	35,190	33,564	31,791
Penetration	xEV (%)	6.7	11.5	18.8	22.4	26.8	31.0	36.4	42.3	49.0
	BEV	2.6	5.6	9.9	11.5	12.5	15.5	18.5	21.4	24.4
	PHEV	1.1	2.2	3.6	4.7	7.2	8.0	9.2	10.4	11.8
	HEV	2.9	3.7	5.4	6.2	7.1	7.5	8.7	10.5	12.8

Source: Marklines, 다올투자증권

III-1. HEV: 과도기를 넘어 주류로

100% Electrified 차종이 속출

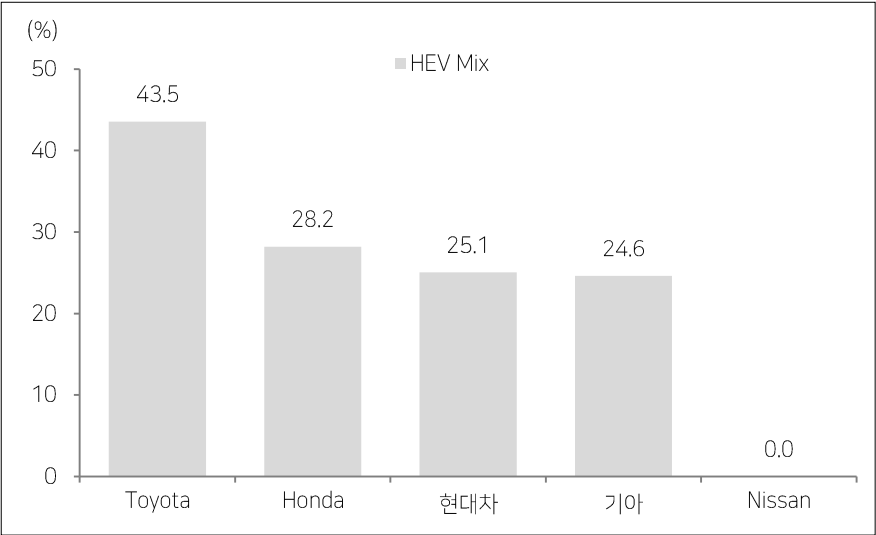
- 토요타부터, 100% 전동화 사례들이 공개되기 시작. 유럽향 RAV4 2019 MY 부터 ICE차종은 단종사례 발생 시작. 2026MY부터는 미국도 100% 전동화 전환
- 현재 미국 시장에서 HEV 믹스 상승이 ASP 및 볼륨상승의 핵심변수로 부각되기 시작
 - 1) 현대차는 최근 CEO Investor Day를 통해 HEV차량 마진이 전 차량 중 가장 높은 두자릿수 마진 기록이 이뤄지고 있음을 공개
 - 2) 현대차그룹이 2026년부터 본격 탑재하고 있는 TMED-II 하이브리드 시스템은 P1 + P2 모터 방식으로, 사실상 직병렬 하이브리드 시스템을 구현
 - 3) GM/Ford 진영의 경우 Full-HEV 시스템 도입이 필요한 세그먼트 부족으로, 개발 검토가 지속적으로 지연

일본 3사 주력 차종의 100% HEV 전환 사례

메이커	차종	ICE-only 중단	현재 파워트레인 / 특징
Toyota	RAV4	2026MY	HEV Only, 9세대부터 미국에서 ICE 삭제
Toyota	Corolla 계열	2023MY(유럽)	HEV only
Toyota	Prius	해당사항 없음	HEV / PHEV. 현 세대 ICE-only 없음
Toyota	Crown 계열	2023 MY	HEV / PHEV / FCEV
Toyota	Camry	2025 MY	HEV Only, 9세대부터 미국에서 ICE 삭제
Nissan	Rogue	미정	Series hybrid, 일본/유럽에는 2세대 적용
Honda	Prelude	2026 MY	2026 MY 재출시, HEV Only
Lexus	UX	2024 MY	HEV / BEV, UX200 가솔린 종료

Source: 각 사, 다올투자증권

일본 3사 + HMG의 미국내 HEV 판매믹스 비교 (1H26)



Source: Marklines, 다올투자증권
*Nissan은 미국 내 HEV 라인업 부재

III-1. HEV: 과도기를 넘어 주류로

100% Electrified 차종이 속출

- GV80 HEV도입으로 2027년 제네시스 판매볼륨 우상향 추이를 기대: 잠재적으로 e-AWD 도입 가능성 존재
- 토요타의 경우, THS외에 대형 세그먼트에서는 i-FORCE MAX 하이브리드 시스템 도입해 사실상 전차종 하이브리드 시스템이 도입
- 닛산과 혼다의 경우 전통 직렬식(Series) 방식의 하이브리드 시스템 구현: 대형 차종으로의 확장 가능성이 상대적으로 불리

업체별 HEV 방식: 큰 범주로 엔진의 1)동력/발전 배분 2)동력/발전 전환 방식. 후발주자는 진입하기 상당히 까다로운 형태

구분	Toyota THS	Hyundai/Kia TMED	Honda e:HEV	Nissan e-POWER
HEV 타입	Power-split 직병렬	병렬형	Series 중심 직병렬	순수 Series
엔진-바퀴 연결	직접 연결 가능	직접 연결 가능	특정 영역에서 직접 연결	직접 연결 없음
주 구동원	엔진+모터 조합	엔진 구동+모터 보조	저·중속 모터 중심	전 영역 모터
엔진 역할	구동+발전 최적 배분	직접 구동 중심, 발전·구동 보조	저·중속 발전 / 고속 직접 구동	발전 전용
모터 구성	MG1 + MG2	P1 + P2	발전모터 + 구동모터	발전모터 + 구동모터
변속 구조	유성기어 기반 e-CVT	다단 AT 기반	감속기 + 직결 클러치	단일 감속기
도심 특성	엔진/모터 최적 조합	EV주행+엔진 구동 병행	모터 주행 중심	EV와 가장 유사
고속 특성	엔진 기계동력 활용	AT 기어비+엔진 직접구동	엔진 직접구동 활용	발전→모터 변환 지속
대형차 확장성	높음	높음	중형 중심	현재 미국 대형차 적용 제한
2025 미국 HEV 판매	약 100만대	33.1만대	약 39만대	0대
미국 HEV 판매비중	약 40%	18.0%	약 30%	0.0%
최근 대표차종	RAV4, Camry, Grand Highlander	Palisade, Telluride, Tucson	CR-V, Accord, Civic	Qashqai, X-Trail, Rogue(2027MY)
기술 특징	엔진·모터 동력을 최적으로 분배	AT 기반으로 엔진·모터 적극 활용	모터 중심 + 필요시 엔진 직결	엔진은 발전만, 모터로만 주행

Source: 다올투자증권

III-1. HEV: 과도기를 넘어 주류로

Toyota 실적 추이: 기아와 더불어 전세계 최대수준 마진 기록중

구분	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
매출액 (조엔)	11.44	12.39	12.36	12.25	12.38	13.46	12.60	13.53
매출액 증가율 (YoY)	+0.1%	+2.9%	+11.6%	+3.5%	+8.2%	+8.6%	+1.9%	+10.4%
영업이익 (조엔)	1.16	1.22	1.12	1.17	0.83	1.20	0.57	1.06
영업이익률	10.1%	9.8%	9.1%	9.6%	6.7%	8.9%	4.5%	7.8%
순이익 (조엔)	0.57	2.19	0.66	0.84	0.93	1.26	0.82	1.48

Honda 실적 추이: 하반기 가이드는 전기차 사업 대규모 충당금 반영

구분	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
매출액 (조엔)	5.39	5.54	5.35	5.34	5.29	5.34	5.82	6.06
매출액 증가율 (YoY)	+8.2%	+2.9%	-1.6%	-1.2%	-1.8%	-3.6%	+8.7%	+13.5%
영업이익 (조엔)	0.26	0.40	0.07	0.24	0.19	0.15	-1.01	0.53
영업이익률	4.8%	7.2%	1.3%	4.5%	3.6%	2.8%	-17.4%	8.7%
순이익 (조엔)	0.10	0.31	0.03	0.20	0.12	0.15	-0.89	0.45

Nissan 실적 추이: Re:NISSAN 프로그램 효과 발생

구분	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
매출액 (조엔)	2.99	3.16	3.49	2.71	2.87	3.00	3.43	2.96
매출액 증가율 (YoY)	-5.1%	+1.6%	-0.7%	-9.7%	-3.8%	-5.1%	-1.7%	+9.5%
영업이익 (조엔)	0.03	0.03	0.01	-0.08	0.05	0.02	0.07	0.08
영업이익률	1.1%	1.0%	0.2%	-2.9%	1.8%	0.6%	2.0%	2.6%
순이익 (조엔)	-0.01	-0.01	-0.68	-0.12	-0.11	-0.03	-0.28	0.04

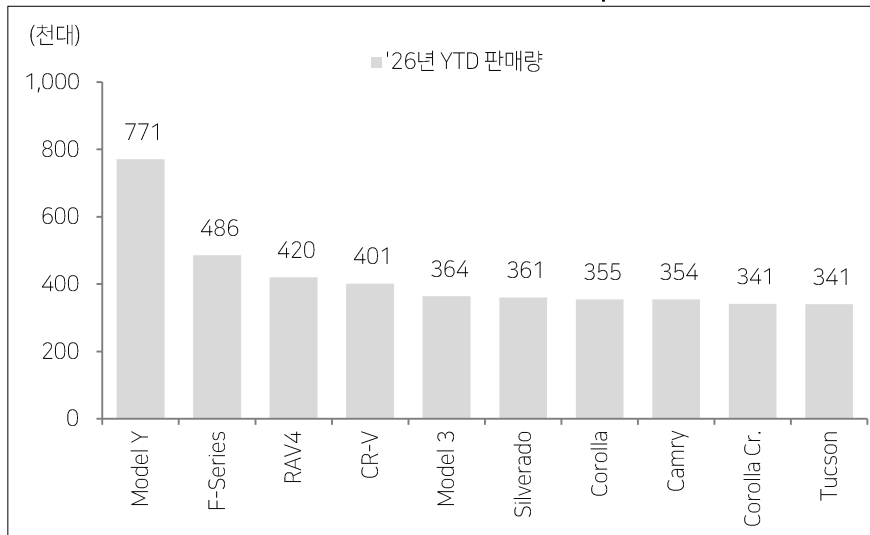
Source: Bloomberg, 다올투자증권

III-2. 토요타: RAV4가 없어서 못판다

HEV 수요 대비 공급 병목이 발생 중

- 토요타는 현재 미국시장내 HEV 판매믹스가 43%에 도달. HEV 시스템을 구성하는 부품 공급망 형성 지연
- 2025년말 차세대 RAV4의 하이브리드 전환과 함께 모터, Transaxle 라인 증설 → 2026년 부터 West Virginia 공장 가동으로 공급망 확대
 - 1) 2025년 NC 배터리 플랜트 가동 → 2026년 WV Transaxle 라인 증설 → 2027년 WV, 켄터키 대규모 부품 추가증설 계획
 - 2) RAV4, Corolla, Camry 모두 미국 볼류 탑10으로, 2028년까지 HEV 공급량이 집중적으로 증가하기 시작
 - 3) 현대차그룹의 미국내 HEV 공급 핵심 병목은 현대모비스, 현대위아(미국내 axle 공장 보유)로 귀결

RAV 4 HEV 전차종 전환: 현재 토요타의 최대 과제
(2026년 글로벌 차종별 판매량 Top 10)



Source: Marklines, 다올투자증권
*2026년 8월까지의 YTD 합산 판매량

Toyota RAV4 HEV (6세대 풀체인지)



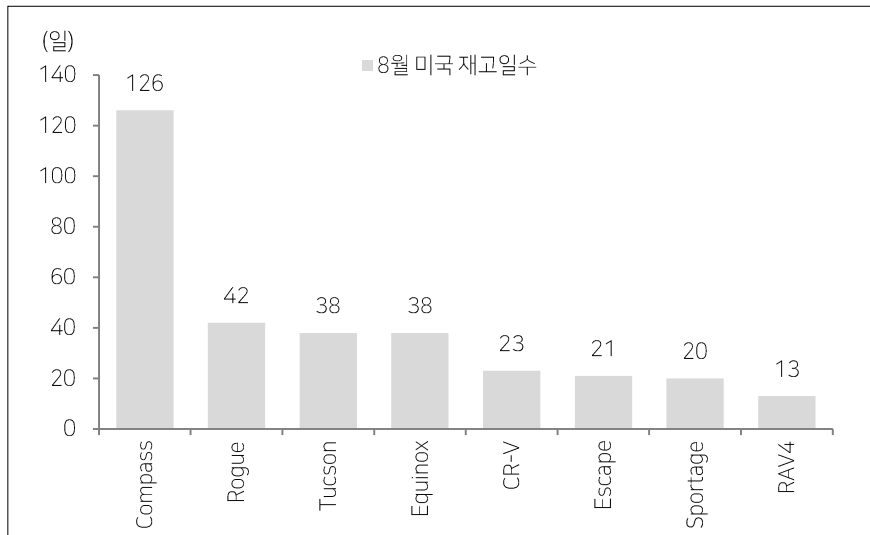
Source: Toyota, 다올투자증권

III-2. 토요타: RAV4가 없어서 못판다

팔 차가 없다고 한다: RAV4 하이브리드 미국 재고 2일

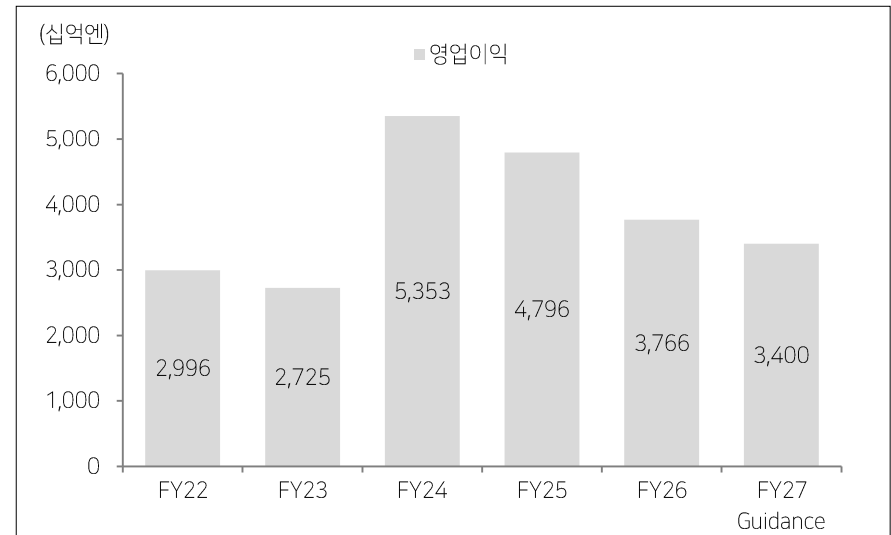
- 26MY 풀체인지 RAV4 출시 이후 글로벌 램프업까지는 약 9개월 가량 소요. West Virginia 공장의 Transaxle 공장 가동시점과 맞물려 RAV4 하이브리드 차량의 생산증가가 본격화
- 회사의 설명에 따르면, 현재 RAV4 및 캠리, 코롤라 하이브리드 차종들의 실제 재고는 2일~5일 수준에 불과
 - 1) Markline 자료에도 실제 Compact SUV 세그먼트에서 최다 판매차종인 RAV4의 재고일수가 최저수준인 것으로 확인
 - 2) 토요타 주가는 현재 2Q26(6월말 기준)에 발표한 연간 가이드언스 부족치로 인해 연초 2월 대비 약 30% 약세. 하반기 RAV4 생산분을 보수적으로 반영
 - 3) NC공장 HEV배터리 캐퍼 80만대 가동으로 2027년도 M/S 상승의 근거가 될 수 있음

C-SUV 세그먼트 차종별 재고일수



Source: Marklines, 다올투자증권

토요타 영업이익 가이드언스. FY 2027은 RAV4 생산 병목을 반영



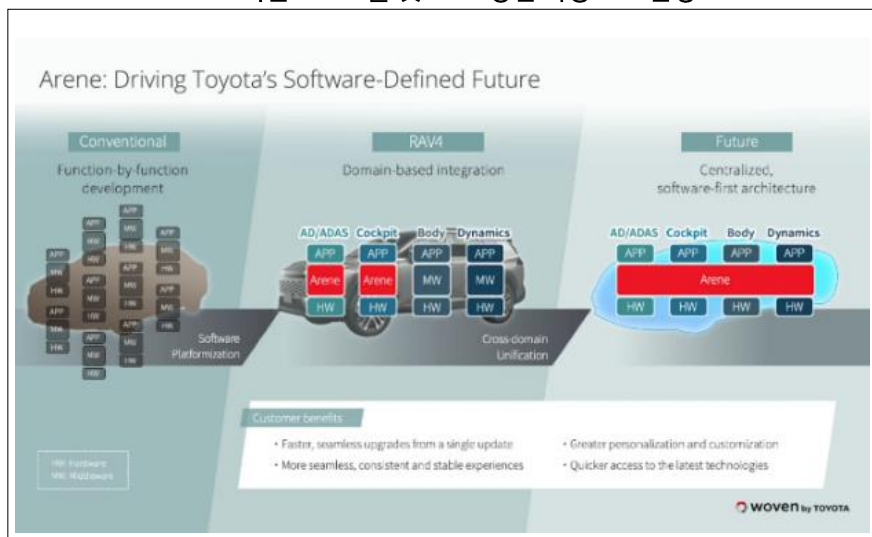
Source: Toyota, 다올투자증권

III-2. 토요타: RAV4가 없어서 못판다

2026 RAV4, Toyota 최초 Arene 적용 – SDV 전환의 시작

- 현대차의 PleOS와 유사한 개념인 소프트웨어 개발플랫폼 Arene의 첫 적용차량이 RAV4 6세대 차량
- 현대차의 PleOS는 다만 ADAS와는 별도의 아키텍처인 반면, Arene은 ADAS 개발을 위한 Arene SDK를 적용한 상태임
 - 1) Arene은 RAV4에 첫 탑재되며 SDK, Simulation Tools, Data feedback loophole을 만들기 시작. 특히 토요타가 수년전부터 알고리즘 형성을 위해 대규모로 투자해 놓은 Woven City에서의 역할이 금번 TSS 4.0(토요타의 최신 ADAS 버전)의 상업화에 기여
 - 2) 압축하면, Arene은 SDK, Simulaiton, Data 확보로 ADAS 개발/검증 cycle을 단축시키는데 성공한 것으로 보여짐
 - 3) 현대차가 금년 AVP 사업부와 42Dot과의 조직간 수평통합과 함께 도입중인 Nvidia Hyperion 아키텍처를 토요타는 Arene-HW로 수직통합에 성공

토요타는 RAV4를 첫 SDV 양산 차종으로 선정



Source: 다올투자증권

Toyota Woven City: Arene 기반 SDV 형성의 중추적인 역할



Source: 토요타, 다올투자증권

III-2. 토요타: RAV4가 없어서 못판다

RAV4 신형을 통해 이미 Data Flywheel 시작

- 현재 글로벌 OEM들이 launching한 SDV(Software Defined Vehicle) 아키텍처에서 실질적으로 ADAS 성능개선에 개입하는 사례는 Toyota와 Benz가 유일
- 현대/GM이 대표적으로 SDV 기반의 ADAS 성능 개발에 2028년부터 참여할 것을 공개
 - 1) 벤츠의 경우도 실제로 ADAS가 MB.OS와 Nvidia의 Drive Thor가 결합한 상태로 알려짐
 - 2) Data-Flywheel이 실제로 RAV4 차량부터 토요타는 선제적으로 시작. 현재 후속 차종에 TSS 4.0이 탑재되면서 SDV SDK → ADAS 개발 → Fleet Data → OTA로 업데이트 되는 Data Flywheel 체제가 가속화 될 수 있음
 - 3) 토요타의 TSS 4.0은 잠재적으로 Sequoia, Highlander 등으로 확대(27~28년 SOP). TSS 4.0은 현재 3개 차선 및 앞앞 차량까지 센서 인식범위 확대구현해 Consumer Report에서도 기존 버전인 TSS 2.5대비 압도적인 개선이 있었다는 평가를 공유

토요타 Arene 및 경쟁구도

	Toyota RAV4 / Arene	Hyundai / Pleos (현)	Hyundai Next-gen	Nissan Next-gen ProPILOT	GM 2세대 SDV
Status	Production	Production	2028 SOP 예정	FY2027 SOP 예정	2028 SOP 예정
대표 차량	2026 RAV4	Grandeur / Avante 등 Pleos Connect	SDV Pace → Full-stack SDV	양산차 TBD / Ariya prototype	Cadillac Escalade IQ부터
SW Platform	Arene	Pleos Connect	Pleos / SDV OS	Wayve AI Driver + ProPILOT	GM unified SW platform / DriveOS
개발환경 / SDK	Arene SDK + Tools + Data	Pleos SDK + Playground + App Market	Pleos + Vehicle API + Data platform	Wayve AI development stack	NVIDIA DRIVE + GM SW stack
E/E Architecture	Domain-based	기존 E/E + Pleos Connect	HPVC + 3× Zone Controller	ADAS domain 중심	Central Compute + 3× Zone Aggregator
AD SoC / Compute	Renesas R-Car V4H	Qualcomm SA8255P	AD SoC 200 TOPS	미공개	NVIDIA DRIVE AGX Thor 계열
AI Compute	34 TOPS	미공개	AD 200 + App 20 TOPS	미공개	~1,000 INT8 TOPS급
AI / AD 접근 방식	TSS + data-driven ADAS	Gleo AI / Connected UX	E2E AD + on-device LLM	Wayve Embodied AI / E2E	AD + in-cabin AI

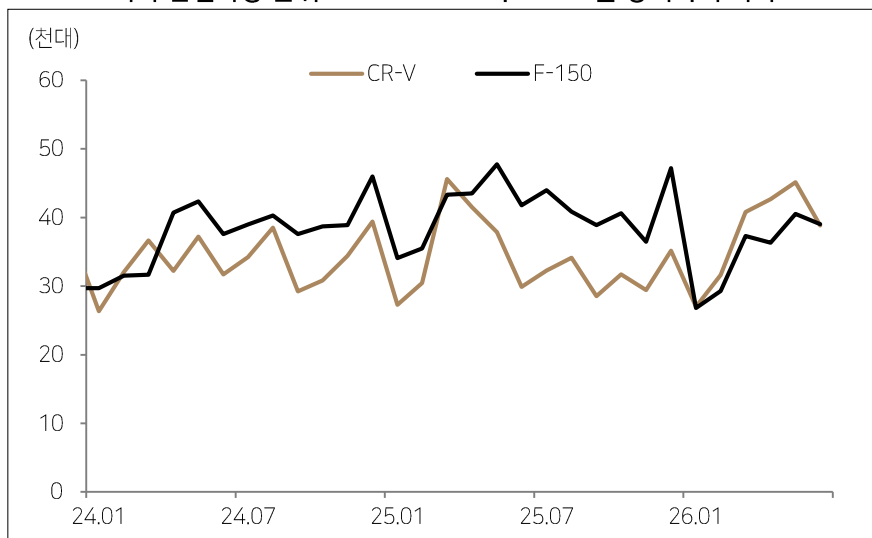
Source: 각 사, 다올투자증권

III-3. 혼다: 북미에서 찾는 성장의 해법

CR-V, 상반기 북미 1등 차량 등극

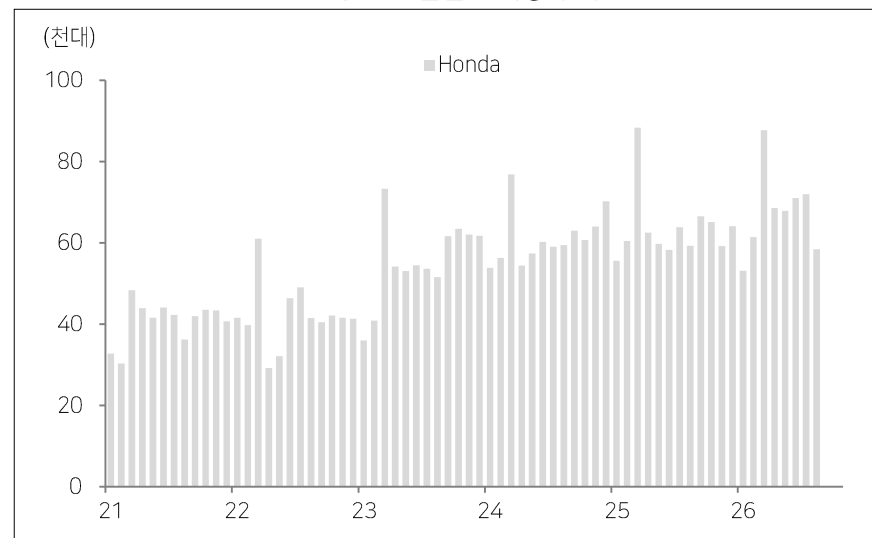
- 1H26 미국 판매차종 중 혼다의 경우 CR-V 판매량이 RAV4, F-150을 넘어서기 시작
- 상대적으로 토요타 대비 HEV 조립 캐퍼 활용이 용이해 1H26에 특히 판매량 증가가 가능
 - 1) 전통적으로 혼다는 미국내 2-motor 하이브리드 시스템 조립 능력을 확대해 왔음. 현재 하이브리드 시스템을 공급하는 Russell Point 공장의 공급은 2023년 19.8만대 → 2026년 50만대까지 확대된 상태
 - 2) 1H26의 경우, Civic/Accord/CR-V로만 단일 형성이 되어있는 라인업이 최소 10개 이상 라인업을 가지고 있는 토요타 대비 생산확대가 용이
 - 3) 현대/기아의 경우 미국 HEV생산이 스포티지/투싼/텔룰라이드에 집중. 플랫폼 기준으로는 2개 세그먼트에 해당되어, 높은 경쟁우위가 예상

미국 단일차종 순위: Honda CR-V가 F-150을 상회하기 시작



Source: Marklines, 다올투자증권

혼다 HEV 월별 판매량 추이



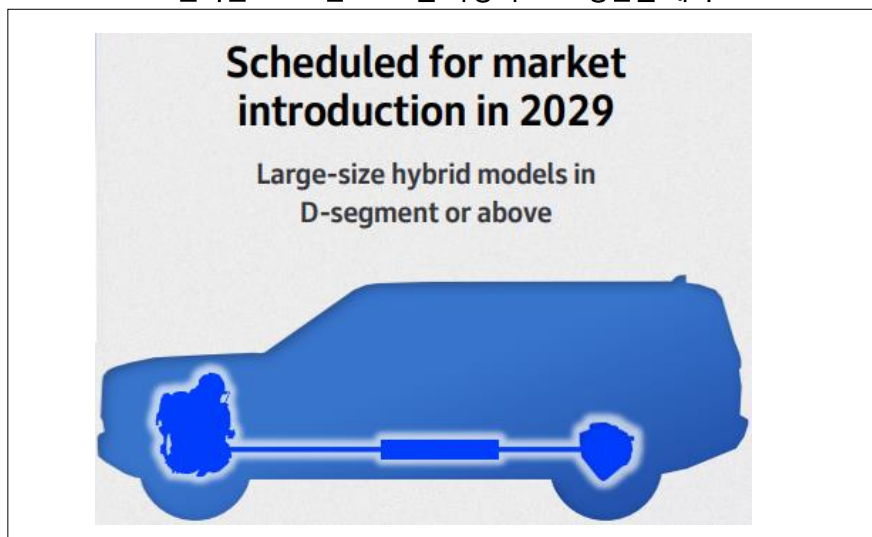
Source: Marklines, 다올투자증권

III-3. 혼다: 북미에서 찾는 성장의 해법

2026년 5월, 미국 HEV 확대를 위한 공급망 개편 발표

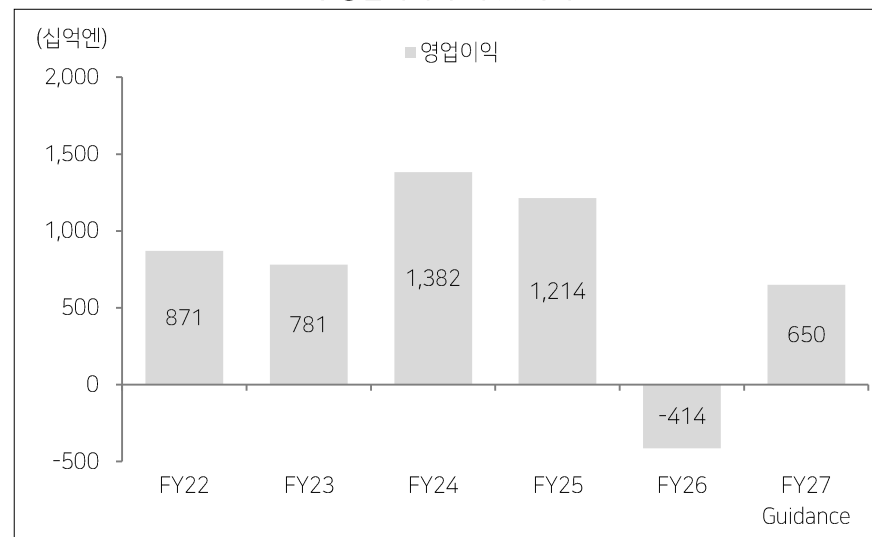
- 혼다는 지난 5월 미국내 HEV생산 확대를 위한 공급망 개편안을 발표
- 결국에는 현재 50만대 규모의 미주내 HEV 시스템 생산능력을, 70~80만대까지 끌어올릴 수 있음
 - 1) 2029년 대형 SUV의 하이브리드 모델 대응을 위한 신규 HEV 시스템(모터, 배터리팩)의 신규 양산 거점 발표가 기대
 - 2) 이미 HEV 시스템 현 생산법인 거점은 연 생산능력 50만대에 육박해 추가 사용여지는 크지 않아 보임
 - 3) FY27에 대한 가이드는 6,500억엔으로, 1Q27FY 실적을 감안시, 하반기에는 기존 EV플랜의 충당금 비용 발생이 예정

혼다는 2029년 Pilot 급 차량의 HEV 생산을 계획



Source: Honda, 다올투자증권

혼다 영업이익 추이 및 가이드스

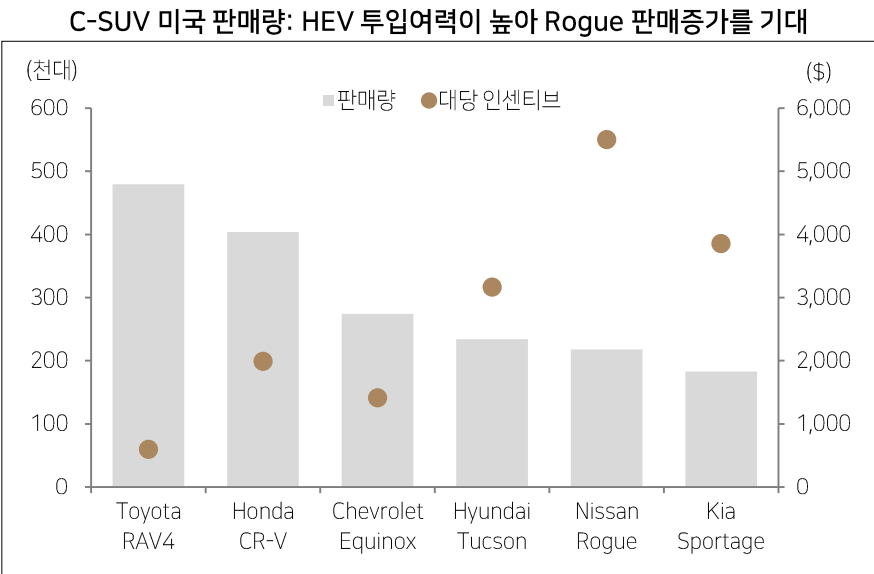


Source: Honda, 다올투자증권

III-4. 닛산: 바닥을 지나, 다시 Volume으로

구조조정 진행하며 닛산도 C-SUV HEV에 베팅

- 닛산은 2025년부터 경영진 교체, 대규모 고정비 절감(약 3조원 비용절감) 후, 미국에 대규모 HEV 파워트레인을 투입하는 Re:Nissan 프로그램 가동 중
- 구조조정 프로그램에서 유일하게 판매량을 늘리는 건 미국향 Rogue e-Power(하이브리드)
 - 1) Re:Nissan 프로그램은 글로벌 생산거점을 17곳에서 10곳으로 줄이고, 글로벌 차종 9개 축소, 인력 2만명을 감축하는 고강도 프로그램
 - 2) Rogue 4세대 차종은 2027MY부터 해당. 2026년 중순부터 Rogue HEV 버전이 미국에 첫 출시
 - 3) 2026년 말부터는 일본3사 및 현대/기아의 C-SUV HEV가 본격 경쟁에 들어가는 구조이나, 그만큼 HEV 수요가 선명함을 반증



Source: Motor Intelligence, 다올투자증권
*대당 인센티브는 2026년 8월 수치

Re:Nissan 세부사항: FY2026을 마지막으로 구조조정 종료	
Restructuring	Product / Revenue Recovery
생산거점 17 → 10개	글로벌 차종 56 → 45개
인력 20,000명 감축	개발을 3개 product family에 집중 → 판매량 80%+ 커버
FY26까지 고정비 ¥250bn 절감	미국 핵심 = Rogue e-POWER
Oppama 생산 FY27 종료 → Kyushu 통합	Rogue Hybrid 2026년 말 미국 출시
공급업체 수 축소 / volume 집중	3세대 e-POWER, 미국 주력 C-SUV에 HEV 투입
목표: FY26 Auto OP·FCF 흑자	미국 FY30 100만대 판매 목표

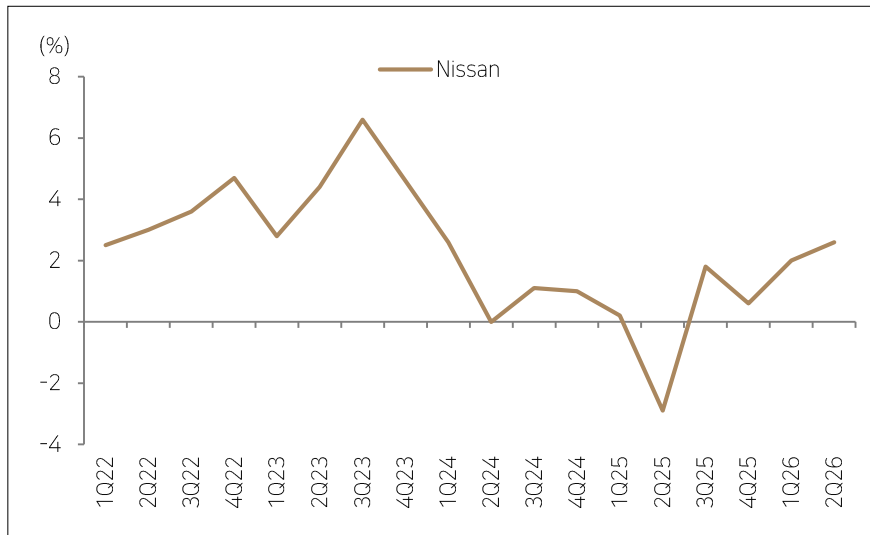
Source: 다올투자증권

III-4. 닛산: 바닥을 지나, 다시 Volume으로

구조조정 진행하며 닛산도 C-SUV HEV에 베팅

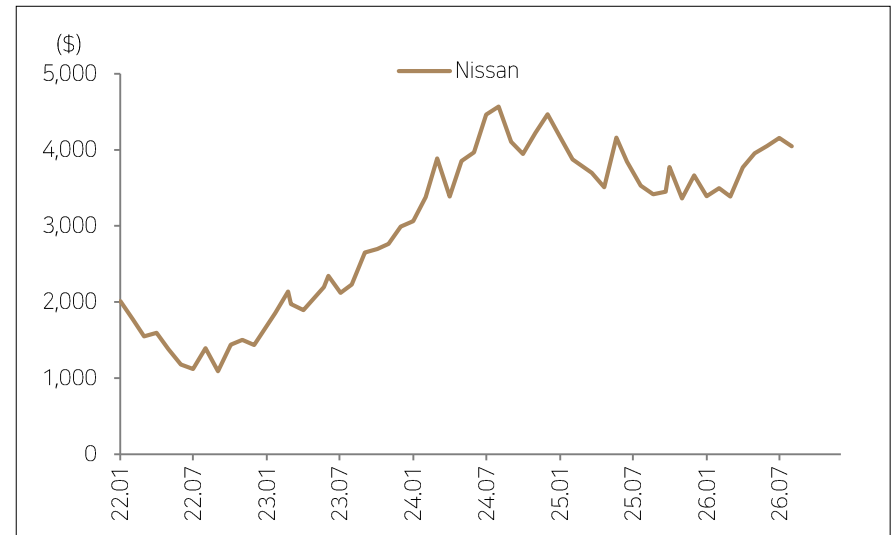
- 닛산은 한편 최근 2Q26에 영업이익률 2%대를 기록하며, 장기간 구조적 영업이익 하락세에서 벗어난 양상
- 일본 3사는 공통적으로 HEV수요가 당분간 매우 강할 것을 언급
 - 1) 닛산은 HEV파워트레인인 e-POWER 전략은 유럽/일본에 공급 해왔으나, 그만큼 미국에 투입할 배터리/부품 공급 shortage가 지속 발생해 왔음
 - 2) 닛산은 2025년 물량 축소 → 2026년 하이브리드 파워트레인 투입 전략. 최근 인센티브 반등은 Rogue 3세대 소진에서 나타난 현상으로 해석
 - 3) 최근 센트라(인센티브 \$1,300대로 하락)/인피니티(QX65투입)등 비주력 세그먼트에서는 충분한 인센티브 하향 기조가 나타난 것을 확인

닛산 분기별 영업이익률 추이



Source: Nissan, 다올투자증권

닛산 미국 인센티브 추이



Source: Motor Intelligence, 다올투자증권

IV. HMG: The Last Global Challenger

- 700만대 이후, 다시 시작되는 Volume Cycle
- 20년 만에 뒤집힌 미국 자동차의 승부처
- Volume의 회복, Earnings의 재성장으로

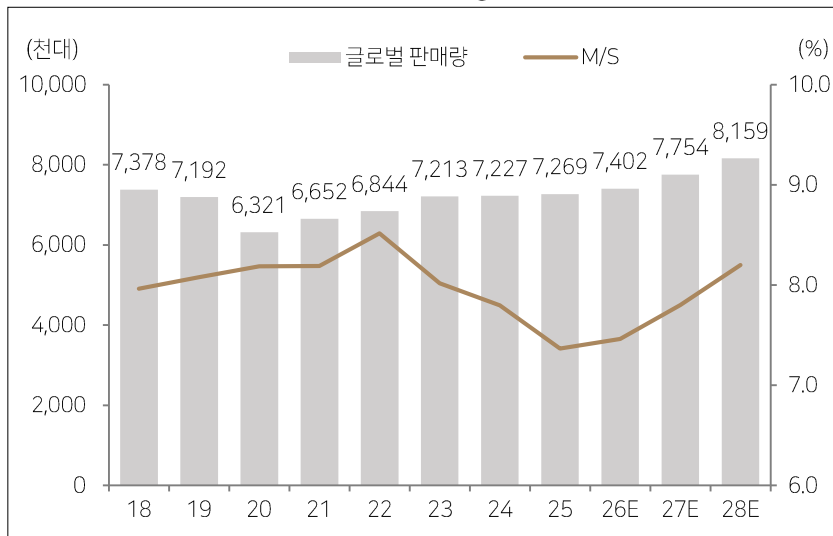


IV-1. 700만대 이후, 다시 시작되는 Volume Cycle

2026년이 현대차그룹 글로벌 판매량의 바닥

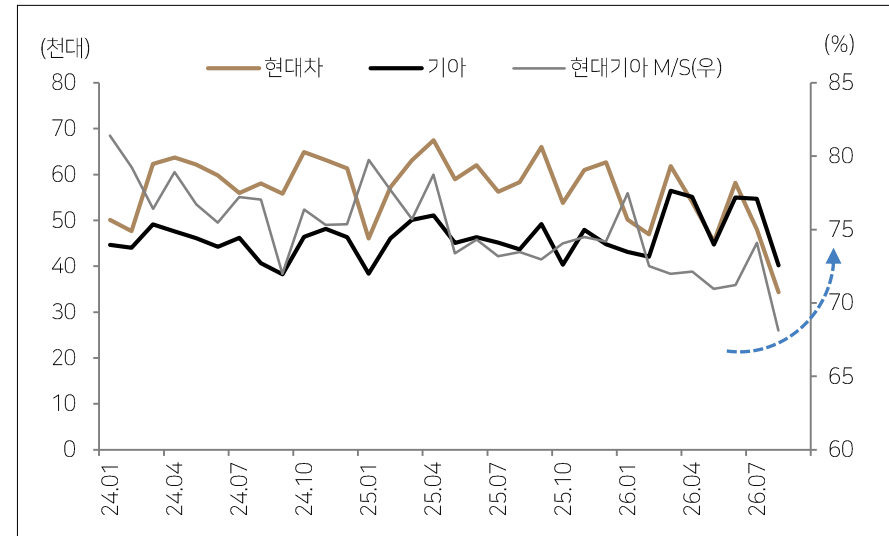
- 2026년 그룹사 판매량 7백만대를 저점으로, 2027년부터 반등 예상
- 최근 지목되고 있는 한국의 생산부진은 9월부터는 반등 예상. 3~8월에 걸쳐 생산차질 이슈가 반복적으로 발생
 - 1) 현대차의 전면파업 후 임단협 타결(8월말): 10월부터 특근 집중으로 내수/수출 물량 회복 기대. 10월부터 투싼 5세대 신차 효과와 동시 발생
 - 2) 1H26에는 안전공업 화재, 현대모비스 인도공장 화재까지 겹치기 시작 → 현 시점 모두 해소, 4Q26부터는 해당 이익 완전 정상화
 - 3) 6월까지 집중된 BYD의 내수 공세 종료. 7월 이후 전기차 보급사업 수행자 평가 탈락으로 1년간 한국에서는 국가/지방 보조금 모두 지급 중단. 11~12월 들어서는 전체 전기차 수요 급감으로 현대/기아의 내수 M/S 급반등 예상

현대차그룹 글로벌 판매량 및 M/S 추이



Source: Marklines, 다올투자증권

현대기아 내수 판매량 및 M/S 추이: 10월부터 급반등 예상



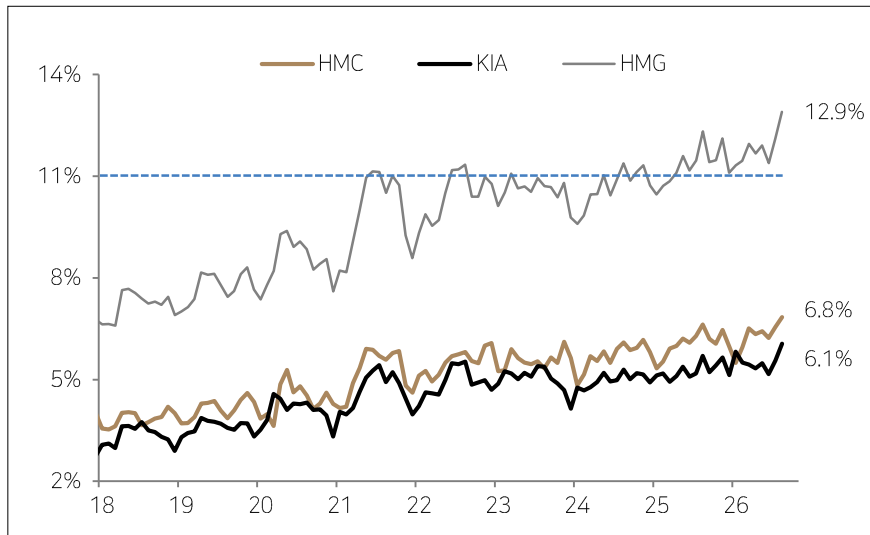
Source: Marklines, 다올투자증권

IV-2. 20년 만에 뒤집힌 미국 자동차의 승부처

현대/기아의 합산 미국 M/S 12.9%: 강력한 시장 지배력 시사

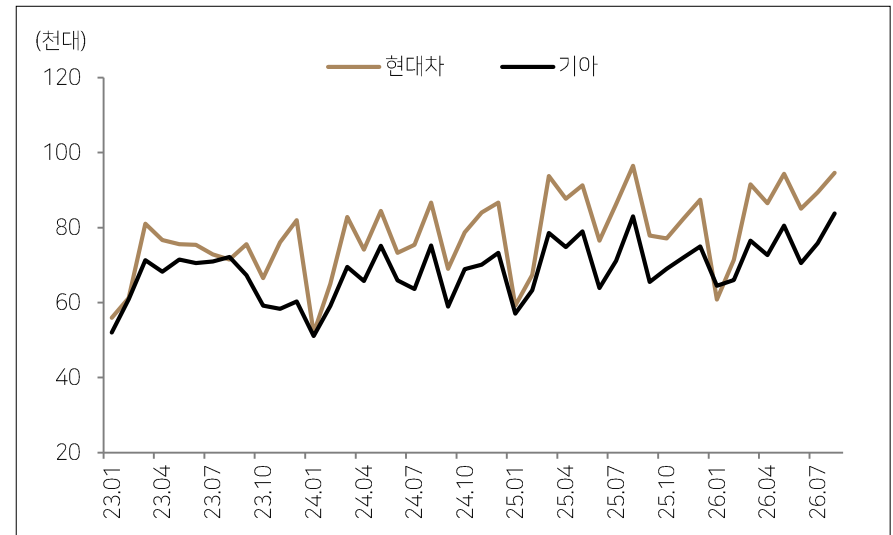
- 8월 들어 현대/기아의 미국 합산 M/S가 12.9%에 도달. 미드사이즈 SUV 차종 물량증가 효과에 기인
- 미국 시장의 중요도가 글로벌 M/S에서 중요도가 확대: 유럽도 HEV를 늘린다면?
 - 글로벌 OEM들 중 현재 일본3사 및 현대/기아만 빠르게 미국에서 HEV 파워트레인을 늘리기 시작 → GM/Ford/Stellantis의 잠재 부진을 시사
 - 2026년 하반기 들어서 고물가, 고유가 상태가 심화: 2000년대 중반과 매우 유사. 핵심 차종 증산을 통한 M/S 확대 스토리가 재현이 가능해짐
 - 스포티지/텔룰라이드가 선제적으로 현지생산 물량 증산에 나서기 시작. 특히 스포티지는 HMGMA 가동을 통해 연 10만대, 투싼도 28MY부터는 HMGMA에서 연 10만대 증산 계획. 미드사이즈급 SUV에서도 혼다/닛산 대비 HEV 물량 투입 시작

현대차그룹 미국 M/S추이



Source: Marklines, 다올투자증권

현대차그룹 미국 HEV 판매 추이



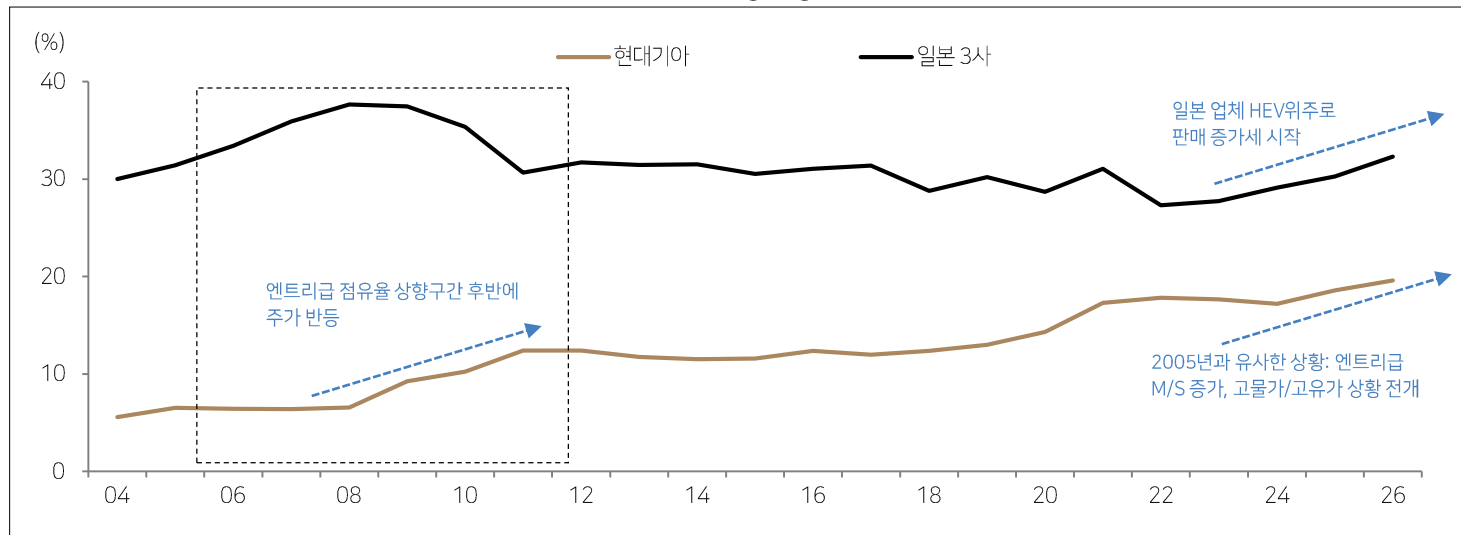
Source: Marklines, 다올투자증권

IV-2. 20년 만에 뒤집힌 미국 자동차의 승부처

중소형 세그먼트에서의 승리가 확인되고 있다

- 중소형 세그먼트에서의 판매확대는 결국 경기 부진구간에서 브랜드 충성도를 높일 수 있는 명백한 전략
- 현대기아는 과거 2000년 초입에 엔트리급 점유율을 크게 늘리며 세그먼트 상향에 성공 한 케이스. 2026년에 유사한 현상이 확인
 - 현대기아는 세단 및 엔트리급 SUV(~C SUV) 세그먼트에서 최근 M/S가 20%대까지 확대. 동시에 전통 강자인 일본 3사도 32%까지 확대
 - 2000년대 초중반과 유사한 현상이 나타나고 있음. 자동차 구매패턴이 대형 픽업 → 저가 차종으로 넘어가기 시작
 - 엔트리급 차종의 마진은 상대적으로 적은 편이나, 브랜드 잔존가치 상승의 Catalyst로 작용. 최근 일본3사와 현대기아에서 나타나기 시작

현대차그룹의 미국내 중소형 세그먼트 M/S



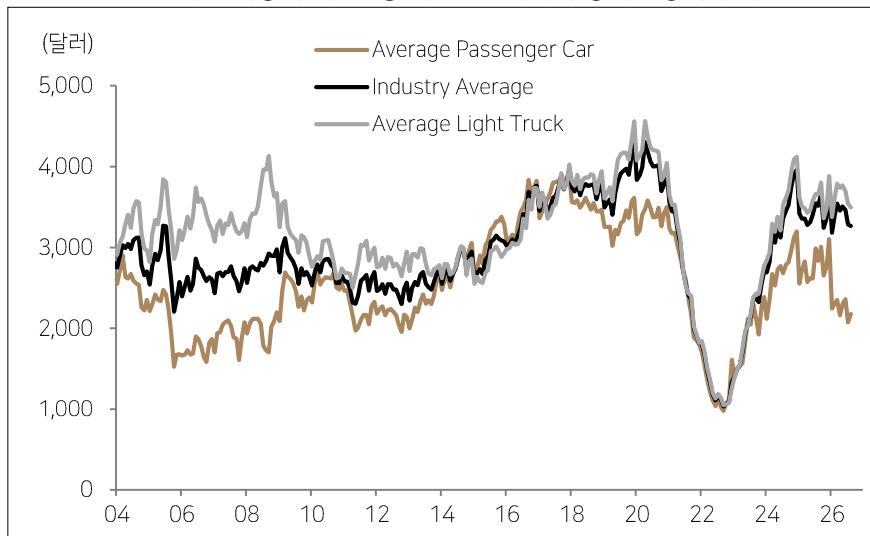
Source: Marklines, 다올투자증권

IV-2. 20년 만에 뒤집힌 미국 자동차의 승부처

중소형 세그먼트에서의 승리가 확인되고 있다

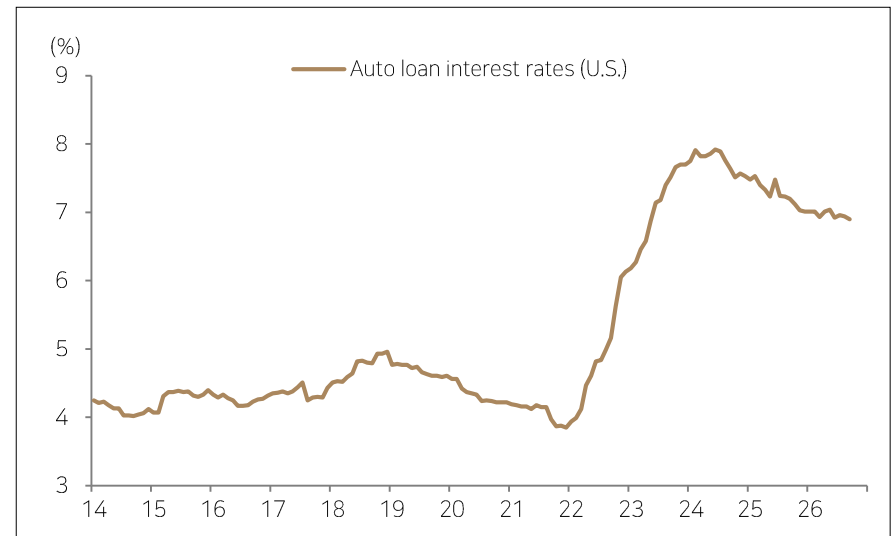
- 2024년 이후, 소형 세그먼트에서의 인센티브 비용 하락추세가 나타나기 시작. 소형차 라인업 유무가 OEM 전사 평균 잔존가치에 영향을 주기 시작
- 2025년 \$3천 → 2026년 현재 \$2천으로 세단 세그먼트의 평균 인센티브는 약 50% 하락 → 2026년 들어 소형차 선호현상이 명확해 짐을 시사
 - 1) 미국 할부금리 8%에서 Peak 이후 3년 소요 → 수요가 완전히 소형으로 돌아오기 시작
 - 2) 자동차 진영에서의 휴머노이드 도입발표가 빠르게 확산: Toyota, BMW 등 전통 OEM의 로봇도입 → 미국 타 OEM의 로봇투입 고려 임박
 - 3) 현대차 기준 차종별 인센티브 비용/MSRP는 베뉴 2.7%, 쏘나타 6%, 코나 8%, 엘란트라 10% 수준. 토요타 RAV4의 경우도 2% 수준에 불과한 경우. 현대차의 경우, 투싼 신형 출시 시점부터 베뉴 → 코나 → 투싼으로 이어지는 인센티브 방어라인을 예상

인센티브 비용 추이: 소형 세그먼트에서의 승리진영에 주목



Source: Motor Intelligence, 다올투자증권

미국 자동차 할부금리 추이



Source: Bankrate, 다올투자증권

IV-2. 20년 만에 뒤집힌 미국 자동차의 승부처

HEV가 이미 EV 가격을 능가하기 시작

- 한편 현대기아의 HEV 차량이 동일 세그먼트 EV 가격을 능가하기 시작. 이는 이미 HEV가 완전히 EV 수요를 대체하기 시작했다는 것을 의미
- 현재 EV9 및 아이오닉9의 미국 인센티브 비용이 \$18,000 수준임을 감안시, \$53K 수준인 텔룰라이드 HEV의 가격이 이를 능가하기 시작
 - 1) 동일 세그먼트에서 나타나는 현상으로, HEV수요가 뚜렷하게 증가하기 시작했음을 의미
 - 2) 텔룰라이드, 팰리세이드의 HEV 판매비중 증가는(현재 40%에 육박) 현대/기아의 주력 세그먼트 차종 중 하나가 미국 자동차산업 평균 MSRP인 \$40k를 넘어서기 시작했음을 시사
 - 3) 미드사이즈 EV SUV차량의 경우, 현재의 \$18,000수준 자체 인센티브로 인해 가격 저점 형성되었음을 시사 → 2027년 후반 회복세를 기대

기아 텔룰라이드 미국 HEV판매편트림

Choose from 5 Trims

SX
Advanced with modern tech & interior.



\$51,490
Starting MSRP*

32/34/33 MPG
EPA-est. City/Hwy/Comb.*

- Dual Sunroofs (rear fixed glass)
- Blind-Spot & 360° Surround View Monitor*
- Driver's Memory Seat, 2nd-row Captain's Chairs
- Meridian™ Premium Audio System w/ 14 Speakers*

[View Features >](#) [Build Yours >](#)

X-Line SX
Advanced with dynamic & rugged styling.



\$54,490
Starting MSRP*

30/32/31 MPG
EPA-est. City/Hwy/Comb.*

- 21-in. Wheels, High-Utility Roof Rails*
- X-Line Exclusive Design: Interior & Exterior
- LED Projector Fog Lights
- All-Wheel Drive w/ Terrain Mode*

[View Features >](#) [Build Yours >](#)

SX Prestige
Luxury with exclusive interior & tech.



\$56,590
Starting MSRP*

30/32/31 MPG
EPA-est. City/Hwy/Comb.*

- Digital Rearview Mirror w/ HomeLink®*
- Power Tilt & Telescopic Steering Wheel
- Heated & Ventilated Outboard 2nd-row Seats*
- 12-in. Head-Up Display, Digital Key 2.0*

[View Features >](#) [Build Yours >](#)

Source: 기아, 다올투자증권

기아 EV9 미국 판매트림

Choose your trim.

Light Long Range RWD
\$57,900
Starting MSRP*



Added to / in place of Standard Light RWD trim features:

- EPA-est. Range of 305 Miles w/ 99.8 kWh Battery *
- Single Power Sunroof
- Auto-Dimming Rearview Mirror w/ HomeLink® *
- Available 6-Passenger Seating w/ 2nd-row Captain's Chairs

Wind AWD
\$63,900
Starting MSRP*



Added to / in place of Standard Light Long Range RWD trim features:

- EPA-est. Range of 283 Miles w/ 99.8 kWh Battery *
- 7-Passenger Seating w/ 2nd-row Bench
- 379 hp & 443 lb.-ft. of torque w/ Dual Motor e-AWD & Terrain Mode *

Land AWD
\$68,900
Starting MSRP*



Added to / in place of Standard Wind AWD trim features:

- 6-Passenger Seating w/ 2nd-row Captain's Chairs
- 20-in. Alloy Wheels w/ Black & Machined Finish
- Full Display Digital Rearview Mirror *
- LED Cube Projector Headlights

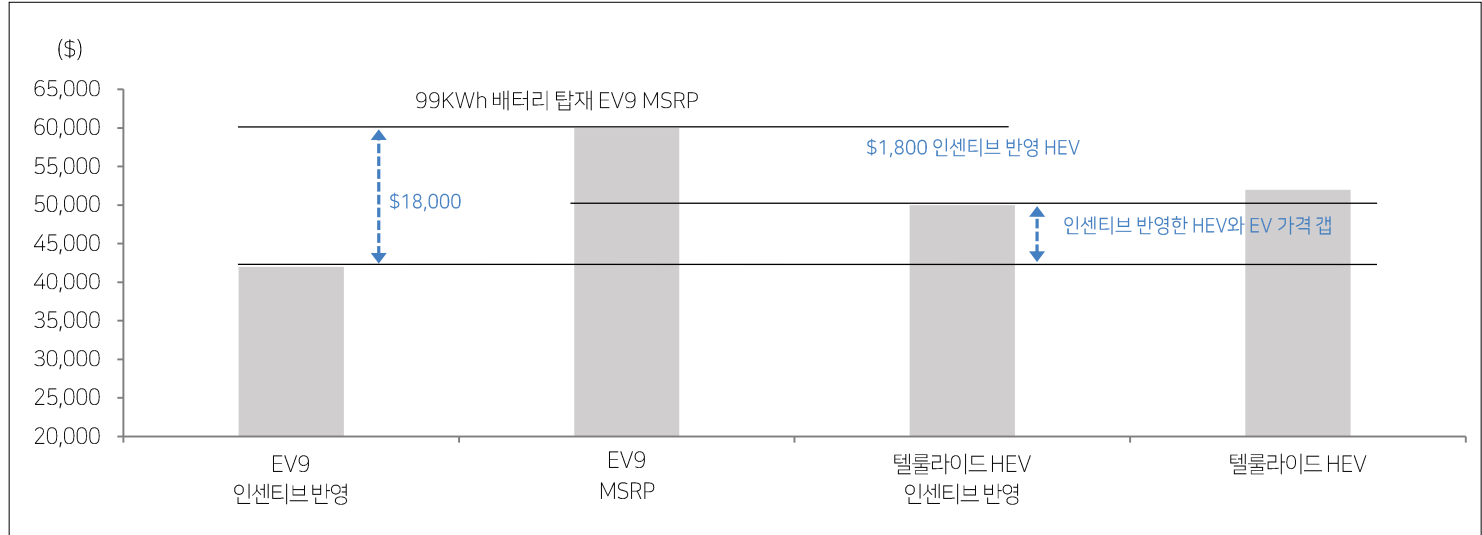
Source: 기아, 다올투자증권

IV-2. 20년 만에 뒤집힌 미국 자동차의 승부처

HEV가 이미 EV 가격을 능가하기 시작

- 텔루라이드와 팰리세이드는 현대/기아 브랜드 가치가 중소형 SUV에서 완전히 중대형으로 넘어가기 시작했음을 알리는 대표 케이스로, 2026년까지의 미국내 M/S 확대에 있어 주력 차종에 해당
- 텔루라이드 연 18만대 규모, 팰리세이드 연 20만대 수준에서 미국 현지생산 전환 결정
 - 1) 현대차의 경우 2027년 상반기부터, 팰리세이드의 HMGMA 미국 현지생산 예정. 최근 수요를 감안시, 단순 생산지 전환이 아닌 증산에 해당
 - 2) 텔루라이드는 연초 생산능력 12만대 → 5월 15만대 → 8월 18만대로 증산. 토요타와는 다르게 현대모비스의 전동화 사업 분업을 통해 병목이 사실상 나타나지 않고 있어, 일본 3사대비 빠른 램프업을 기대
 - 3) 현재 미국내 텔루라이드/팰리세이드와 동일한 파워트레인으로 경쟁하는 차종은 토요타의 그랜드 하이랜더에 불과

인센티브 반영한 EV9과 Telluride간의 가격 갭 형성



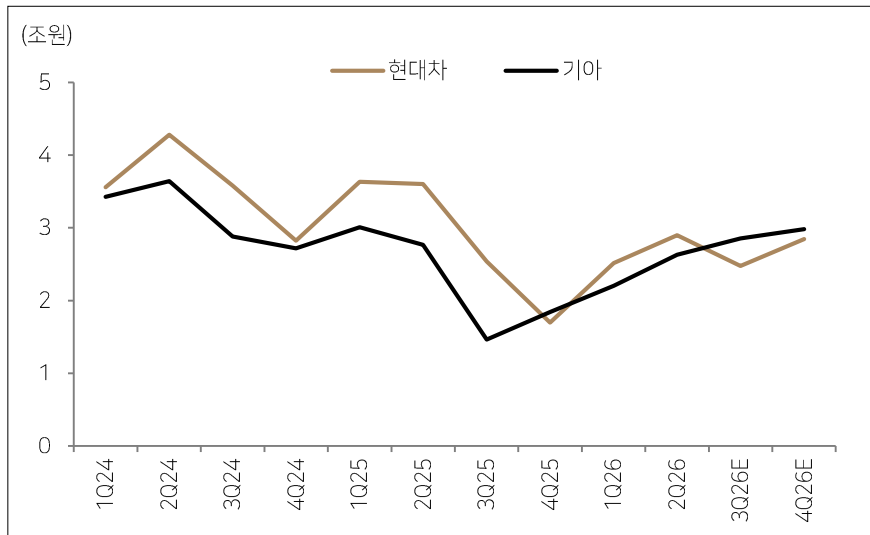
Source: 기아, 다올투자증권

IV-3. Volume의 회복, Earnings의 재성장으로

현대기아 연간 영업이익 추이

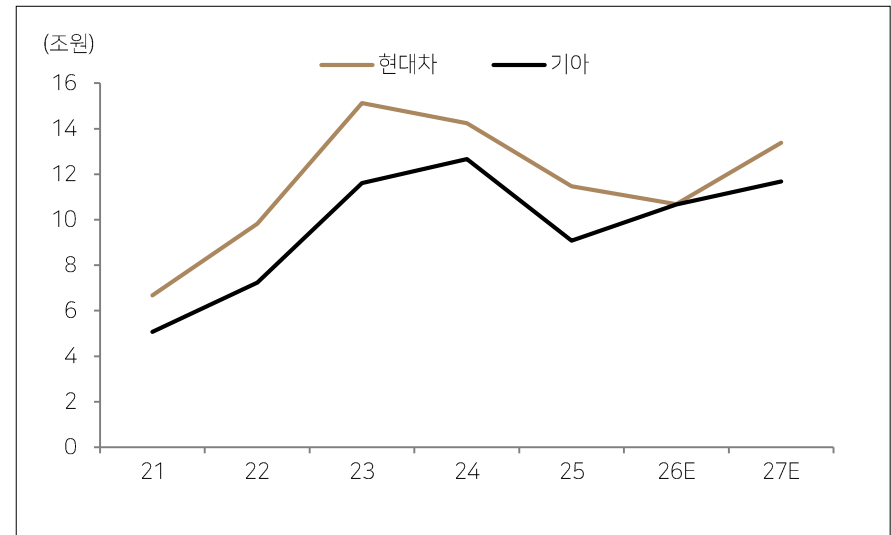
- 3Q26은 이미 지난 이익 → 4Q26의 숫자를 시장은 반영하기 시작할 것. 원화 초강세 구간에서의 현대차 전면 파업은 현 주가에 기반영
- 3Q26은 현대차 영업이익 2.5조원, 기아 2.8조원 예상. 판매추이가 양사가 벌어지기 시작하며, 2H26 전반으로 기아가 현대차를 넘어서는 영업이익 예상
 - 2Q26을 기점으로 전년 3월부터 반영되기 시작한 미국향 수출관세 영향은 Fully 반영. 3Q26부터는 전년대비 기저효과가 본격적으로 발생
 - 2026년 기준 현대차, 기아 영업이익은 모두 10.7조원으로, 기아는 볼륨 개선(YoY +6% 예상)에 따른 이익 개선이 선행해서 나타나고 있음
 - HEV트림 확대에 따른 자연 가격 상승 및 마진 상승으로 2027년 영업이익 규모는 미국향 무관세 구간이던 2024년 수준의 영업이익으로 원복 예상. 2027년 현대차, 기아 영업이익은 각각 13.4조, 11.7조원 예상

현대기아 분기별 영업이익 추이 및 전망



Source: 각 사, 다올투자증권

현대기아 연간 영업이익 추이 및 전망



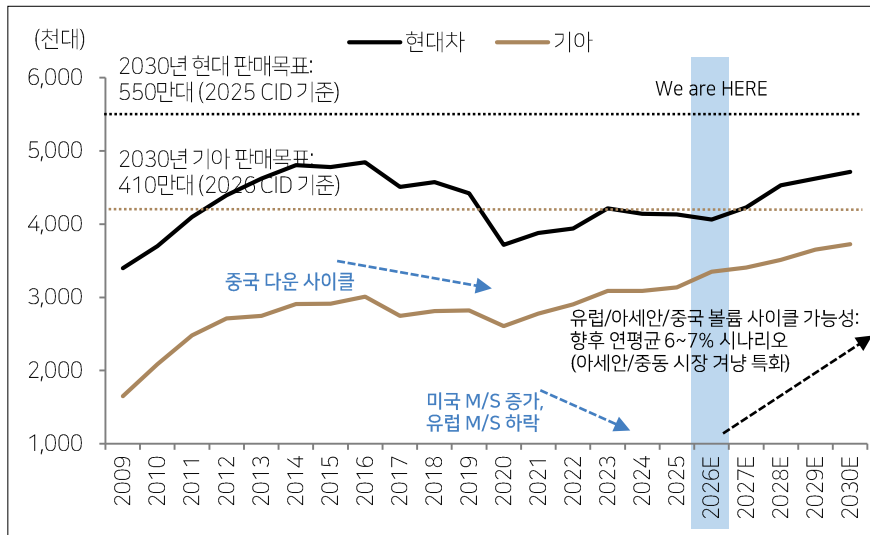
Source: 각 사, 다올투자증권

IV-3. Volume의 회복, Earnings의 재성장으로

북미를 중심으로 한 생산량 증가 로드맵 유효

- 현대차그룹은 2030년까지 현재의 700만대 대비 약 260만대 높은 판매 청사진을 제시 중: 중국 내수판매를 제외하고 있어, 지역별 M/S 확대를 가정
- 북미 판매량은 2030년까지 최소 30만대 증가. 북미-인도가 향후 볼륨상승의 최대 전진기지
 - 1) 2025~2026년 Flat한 판매증가율 → 2027년에는 뚜렷한 기저효과와 ASP상승흐름 동반을 기대
 - 2) 1H26 안전공업 화재 및 현대모비스 인도공장 화재로 생산차질 4만대, 8월 현대차 전면파업 손실 5만대 등 1~8월에 집중적으로 일회성 생산차질이 발생. 반면 북미 신공장, 인도 푸네공장 및 유럽공장 EV 라인업 신규 투입으로 2027년 판매반등을 기대
 - 3) 셀토스, 베뉴 등 저가 차종에서의 인센티브 하향이 선명하게 나타나기 시작 → 중장기 판매체력이 돌아오기 시작했음을 시사

현대기아 글로벌 판매 추이 및 전망(CID 기반)



Source: 각 사, 다올투자증권

현대차그룹 지역별 판매 증가분 전망(~2030 당사 추정)

지역 (단위: 만대)	현대차	기아	HMG	증가분 비중	주요 근거
북미	+17	+13	+30	34%	HMG MA 램프업, HEV 현지생산, 중소형 3열 SUV 신차
인도	+7	+12	+19	21%	현대차 Pune, 기아 M/S 5.8% → 7%대 목표
한국	+4.5	+4.5	+9	10%	내수 정상화, HEV/신차 효과
중남미/중동/ 아태/CKD	+7	+14	+21	24%	브라질/중동/아태 성장, CKD 확대, 인도발 수출
유럽	+2	+5	+7	8%	소형 EV/HEV, 기아 유럽 판매 기반
중국	+2	+1	+3	3%	현지 신차/낮은 기저, 보수적 반영
합계	+39.5	+49.5	+89	100%	726.9만대 → 815.9만대

Source: 다올투자증권

IV-3. Volume의 회복, Earnings의 재성장으로

2030년 현대차그룹 도매판매 853만대 예상

- 현대기아 HEV 판매 강세로 전체 도매판매 수치 상승하는 구조. 2027년 기준 HEV판매믹스가 24%에 도달
- 현재 파워트레인 별 마진은 HEV>ICE>EV 구조로 전환 중: 북미 메타플랜트 가동률 70% 가동 시점까지는 HEV 믹스상승 = 마진 상승에 해당

글로벌 판매/친환경차 판매량 추이 및 전망

(전대)	세부 구분	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
총 판매량	현대차	3,719	3,877	3,941	4,217	4,140	4,134	4,021	4,313	4,529	4,619	4,712
	기아	2,602	2,775	2,903	2,996	3,087	3,135	3,300	3,441	3,630	3,739	3,814
	합산	6,321	6,652	6,844	7,213	7,227	7,269	7,321	7,754	8,159	8,358	8,526
HEV	현대차	144	233	239	369	497	637	771	932	1,128	1,365	1,652
	기아	112	135	254	312	385	467	677	908	1,189	1,486	1,858
	합산	256	368	493	681	882	1,104	1,448	1,840	2,317	2,851	3,509
HEV(%)	현대차	3.9	6.0	6.1	8.8	12.0	15.4	19.2	21.6	24.9	29.6	35.1
	기아	4.3	4.9	8.7	10.4	12.5	14.9	20.5	26.4	32.8	39.7	48.7
	합산 평균	4.0	5.5	7.2	9.4	12.2	15.2	19.8	23.7	28.4	34.1	41.2
BEV	현대차	137	144	208	271	220	277	319	373	466	559	671
	기아	69	115	159	198	194	248	384	484	606	757	946
	합산	206	259	367	469	414	525	703	857	1,072	1,316	1,618
BEV(%)	현대차	3.7	3.7	5.3	6.4	5.3	6.7	7.9	8.6	10.3	12.1	14.2
	기아	2.6	4.1	5.5	6.6	6.3	7.9	11.7	14.1	16.7	20.2	24.8
	합산 평균	3.3	3.9	5.4	6.5	5.7	7.2	9.6	11.1	13.1	15.7	19.0
YoY(%)												
총 판매량	현대차	-15.9	4.2	1.7	7.0	-1.8	-0.1	-2.7	7.3	5.0	2.0	2.0
	기아	-6.1	6.6	4.6	3.2	3.0	1.6	5.3	4.3	5.5	3.0	2.0
	합산	-12.1	5.2	2.9	5.4	0.2	0.6	0.7	5.9	5.2	2.4	2.0
HEV	현대차	21.4	61.5	2.6	54.4	34.7	28.1	21.0	21.0	21.0	21.0	21.0
	기아	6.3	20.6	88.4	22.8	23.4	21.3	45.0	34.0	31.0	25.0	25.0
	합산	14.3	43.7	34.0	38.1	29.5	25.2	31.2	27.1	25.9	23.1	23.1
BEV	현대차	104.5	4.8	44.4	30.3	-18.8	26.0	15.0	17.0	25.0	20.0	20.0
	기아	97.1	67.7	38.3	24.5	-2.0	27.9	55.0	26.0	25.0	25.0	25.0
	합산	102.0	25.7	41.7	27.8	-11.7	26.9	33.9	21.9	25.0	22.8	22.9

Source: 각 사, 다올투자증권

V. 완성차 P/E 7배, 시장은 비싼 주식이라 부른다

- Top Pick: 기아, 현대모비스
- 토요타의 지배구조 개편 선진사례 / 현대차그룹 지배구조
- 현대차의 옵션 가치: BD의 밸류에이션 현실화 임박



Top Pick: 기아, 현대모비스

현대차 Valuation: 적정주가 640,000원 유지

	구분	단위	신규 적용가치	기존 적용가치	변동률(%)	비고
현대차 BUY 64만원	지배주주순익	(십억원)	12,037	12,380	-2.8	2027년 유지
	수정 EPS	(원)	56,354	58,055	-2.9	(2027 지배주주순익-우선주 배당금)/유효주식수
	적정 P/E	(배)	11.2	11.0	1.8	2027년 가능한 이익 우상향 트렌드 조기 반영
	적정주가	(원)	640,000	640,000	0.0	적정 P/E x 2027년 수정 EPS
	현재주가	(원)	353,500			
	Upside	(%)	81.0			

기아 Valuation: 적정주가 240,000원 유지

	구분	단위	신규 적용가치	기존 적용가치	변동률(%)	비고
기아 BUY 24만원	지배주주순익	(십억원)	10,030	10,030	0.0	2027년 기준
	EPS	(원)	25,691	25,691	0.0	2027년 기준
	적정 P/E	(배)	9.5	9.5	0.0	
	적정주가	(원)	240,000	240,000	0.0	적정 P/E x 2027년 EPS
	현재주가	(원)	115,400			
	Upside	(%)	108.0			

현대모비스 Valuation: 적정주가 770,000원으로 하향

	구분	단위	신규 적용가치	기존 적용가치	변동률(%)	비고
현대모비스 BUY 77만원	지배주주순익	(십억원)	4,614	4,647	-0.7	2027년 기준
	EPS	(원)	50,857	51,213	-0.7	2027년 기준
	적정 P/E	(배)	15.2	16.0	-5.0	밸류에이션 재평가 기간 지연 반영
	적정주가	(원)	770,000	820,000	-6.1	적정 P/E x 2027년 EPS
	현재주가	(원)	367,500			
	Upside	(%)	109.5			

Source: 다올투자증권

Top Pick: 기아, 현대모비스

현대위아 Valuation: 적정주가 77,000원으로 하향

	구분	단위	신규 적용가치	기존 적용가치	변동률(%)	비고
현대위아 BUY 7.7만원	지배주주순익	(십억원)	200	135	48.4	2027년 기준
	EPS	(원)	7,345	4,951	48.4	2027년 기준
	적정 P/E	(배)	10.5	18.8	-44.1	부품업체 정상 밸류에이션 최상단 가정
	적정주가	(원)	77,000	93,000	-17	적정 P/E x 2027년 EPS
	현재주가	(원)	52,500			
	Upside	(%)	46.7			

HL만도 Valuation: 적정주가 75,000원으로 하향

	구분	단위	신규 적용가치	기존 적용가치	변동률(%)	비고
HL만도 BUY 7.5만원	지배주주순익	(십억원)	293	232	26.1	2027년 기준으로 변경
	EPS	(원)	6,237	4,947	26.1	2027년 기준으로 변경
	적정 P/E	(배)	12.0	17.0	-29.4	자동차 부품업체 밸류에이션 최상단 적용
	적정주가	(원)	75,000	84,000	-10.7	적정 P/E x 2027년 EPS
	현재주가	(원)	45,500			
	Upside	(%)	64.8			

에스엘 Valuation: 적정주가 90,000원으로 하향

	구분	단위	신규 적용가치	기존 적용가치	변동률(%)	비고
에스엘 BUY 9만원	지배주주순익	(십억원)	446	409	9.0	2027년으로 전환
	EPS	(원)	9,596	8,811	8.9	2027년으로 전환
	적정 P/E	(배)	9.3	13.0	-28.5	로봇 프리미엄 축소 반영
	적정주가	(원)	90,000	110,000	-18.2	적정 P/E x 2027년 EPS
	현재주가	(원)	48,300			
	Upside	(%)	86.3			

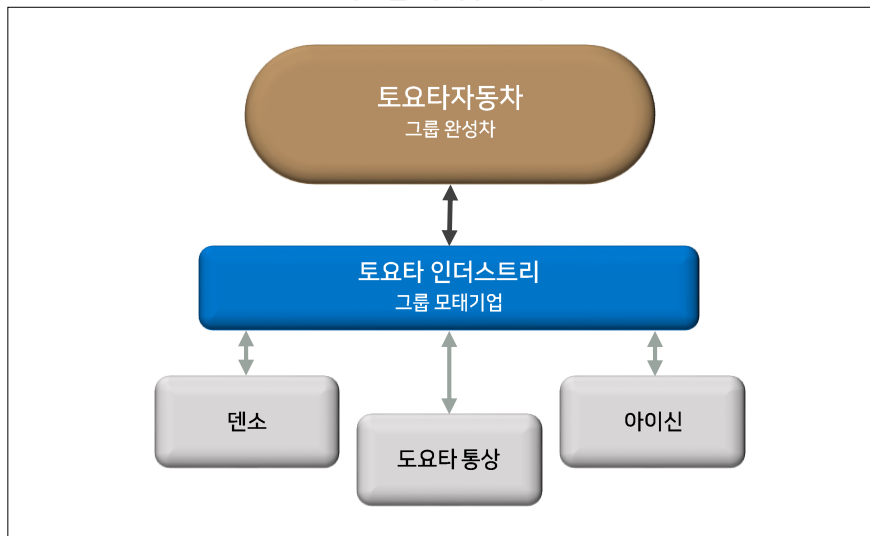
Source: 다올투자증권

V-1. 토요타의 지배구조 개편 선진사례

그룹내 상호출자 해소로 지배구조 개편

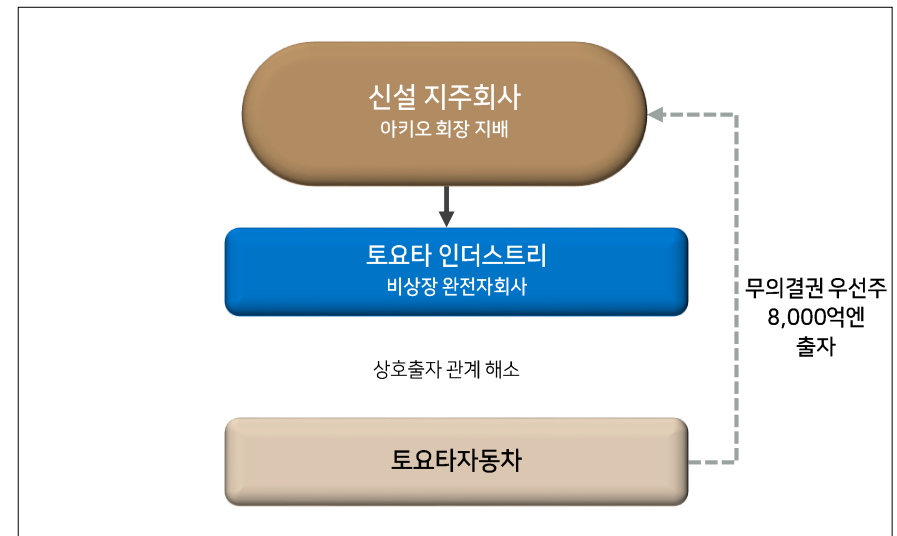
- 지난 2026년 5월을 기점으로, 토요타 그룹은 토요타 인더스트리의 비상장 전환을 마지막으로 3년간 지속되어 온 지배구조 개편을 마무리
- 토요타-토요타자동차, 토요타자동차-부품 자회사들간의 상호출자 전부해소해, ROE와 자본효율 불일치 개선을 현실화 하며 지배력은 상승
 - 1) 토요타 자동차의 경우, 자동차기와의 상호출자해소 과정에서 자사주 31조원 규모/발행주식의 7.6%를 매입 소각 발표
 - 2) 그동안 서로간 안정주주 역할을 해 왔던 구조가 종료됨에 따라, 독립적인 자본배분 판단이 지연
 - 3) 한편, 토요타 통상은 토요타자동차 11.2%를 모두 매입소각 함에 따라, 대주주인 토요타의 지배력이 올라가는 효과. 기타 자회사도 이 방식을 일괄 적용해, 토요타는 오히려 핵심 계열사들에 대한 지배력 상승으로 이어짐(ex. 통상에 대한 지배력이 21% → 24%로 상승)

토요타그룹 지배구조 개편 전



Source: 다올투자증권

토요타그룹 지배구조 개편 후



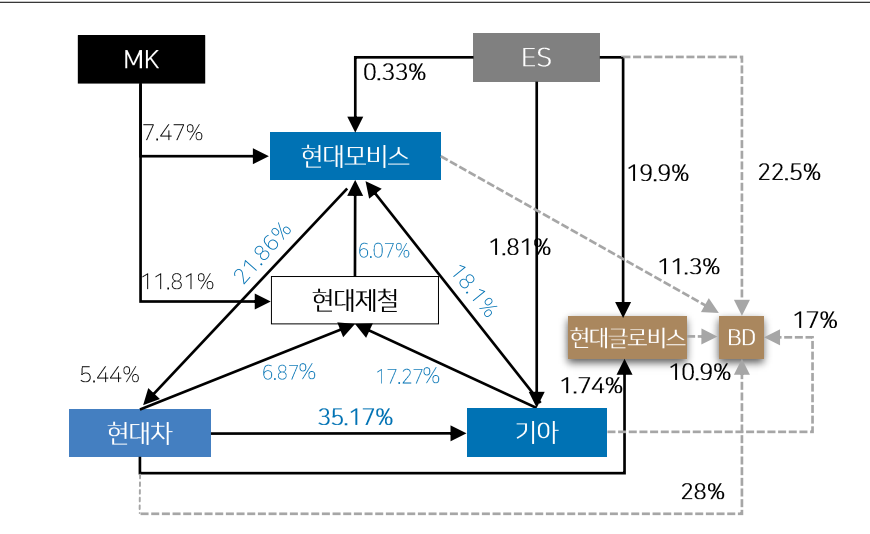
Source: 다올투자증권

V-1. 현대차그룹 지배구조

그룹사내 자본효율 개선 움직임은 시작: 개편가능 시나리오 감안시, P/E 7배 밸류에이션 극복 가능

- 현대모비스를 중심으로 하는 지배구조 개편은 기본적으로 부품사→완성차로 이어지는 지배구조로 이해상충 여지가 공존. 다만 이를 해소하기 위해 장기적으로는 현대모비스를 HoldCo와 사업회사로 분할하며 동시에 진행될 가능성이 큼
- 현대차그룹이 현재 시행중인 TSR/TPR 30~35% 이상 정책은 기본적으로 자본배치 효율 개선을 위한 안전장치
 - 1) 토요타의 방식을 착안해 보면, 분할 후 모비스인 HoldCo와 사업회사는 각 기아의 현재 현대모비스 지분을 매입소각 하는 방향으로 갈 수 있음
 - 2) 중장기적으로, 현재의 투자전문 회사인(BD 지분 보유) HMG글로벌과 모비스 HoldCo와의 합병이 이뤄질 경우, 순환출자해소 가속화가 가능
 - 3) 현재 시가 기준으로 기아가 보유한 현대모비스 주식 가치는 약 6조원 규모에 해당. 결론적으로 이 연결고리 해소를 위해서는 HMG 글로벌, 또는 핵심 투자회사인 BD의 지분가치 상승이 핵심 변수

현대차그룹 지배구조 개편 전



Source: 다올투자증권

현대차그룹 지배구조 개편 진행 상황

시점	주요 내용
2000~2001년	현대그룹 계열분리 및 현대차그룹 출범 현대모비스→현대차→기아→현대모비스 구조 형성
2015년 2월	정몽구/정의선 회장, 현대글로비스 지분 13.4% 블록딜 매각
2018년 3월	현대모비스의 모듈/AS부품 사업을 분할해 현대글로비스와 합병하는 개편안 발표
2018년 5월	엘리엇/ISS/글래스루이스 등 반대 이후 개편안 철회
2020년 10월	정의선 회장 취임
2022년 1월	정몽구/정의선 회장, 현대글로비스 지분 10%를 칼라일에 매각
2023~2025년	현대차/기아/모비스의 자사주 매입/소각 및 주주환원 확대
2026년 현재	신규 지배구조 개편안은 공식화되지 않음

Source: 다올투자증권

V-2. 현대차의 옵션 가치: BD의 밸류에이션 현실화 임박

BD(Boston Dynamics)의 중장기 기업가치 여전히 80조원 이상

- BD의 휴머노이드 로봇 사업가치는 중장기적으로 80조원 이상이 될 것으로 기대. 대량양산/RMAC 훈련시설 확대 언급으로 IPO 시점이 2027년 안에는 구체화 될 가능성이 높아지고 있음
- RMAC(Robot Metaplant Application Center)의 가동으로, 아틀라스 양산형의 생산 시작: 2027년 하반기에는 대량양산을 의미
 - 1) RMAC 사이즈를 10배 늘리기로 한 2H27전후에는 대규모 시설자금/개발비 수요 발생시점으로 추정 → 2028년에는 IPO 가능성이 상당히 높아짐
 - 2) 2031년 기준 연 3만대 휴머노이드 출하를 가정시, 연 매출액 5조원 추정. 초 고성장 산업을 가정해, 영구기업가치 산정시 $g=5\%$ 를 사용

Boston Dynamics의 휴머노이드 사업가치 추정: 86조원 중장기 사업가치를 기대

(십억원)	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
원/달러 환율	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
ASP (달러)	350,000	300,000	250,000	200,000	150,000	130,000	130,000	120,000	120,000	120,000
ASP (백만원)	490	420	350	280	210	182	182	168	168	168
생산/판매 대수	100	500	1,000	5,000	25,000	30,000	35,000	50,000	100,000	160,000
매출액 (십억원)	49	210	350	1,400	5,250	5,460	6,370	8,400	16,800	26,880
EBITDA(%)	-	-	-	-	20	25	35	50	60	70
EBITDA	-	-	-	-	1,050	1,365	2,230	4,200	10,080	18,816
FCF	-	-	-	-	788	1,024	1,672	3,150	7,560	14,112
$FCF/(1+t)^n$	-	-	-	-	579	697	1,054	1,838	4,084	7,060
PV of FCF	8,252	G=5%, WACC = 9%								
Terminal Value	185,312									
PV of Terminal Value	78,278									
Equity Value	86,530									

Source: 현대모비스, 다올투자증권

V-2. 현대차의 옵션 가치: BD의 밸류에이션 현실화 임박

지배구조 개편의 시나리오 부각시마다 현대모비스의 밸류 동반상승 불가피

- BD사의 밸류에이션 산정 근거로 현대모비스의 공급망 확보가 핵심 배경으로 작용. Gemini와는 다르게, 현대모비스의 공급망 확보는 BD가 실제 대량양산 단계에 진입했음을 뚜렷하게 시사
- 현대모비스는 대부분 미국 공급을 우선. 액츄에이터 Capacity 1만대 확보 → 2027년 이후 추가 확보가 예상되고 있음
 - 1) 아틀라스에 탑재되는 액츄에이터부터, 인지/전장, 열관리, 그리퍼, 배터리팩 등 BOM 70% 이상을 현대모비스에서 공급
 - 2) 액츄에이터의 경우 ASP 100만원 전후 예상되나, 장기적으로 우하향 기조

현대모비스 휴머노이드 로봇 부품 매출 추정

(주 단위: 십억원)	2029	2031	2033	2035	2040
대수 가정	10,000	30,000	50,000	100,000	200,000
액츄에이터(십억원)	465	1,395	1,550	3,100	6,200
ASP(천원)	1,500	1,500	1,000	1,000	1,000
대당 개수	31	31	31	31	31
대당 ASP (천원)	46,500	46,500	31,000	31,000	31,000
Head/센서(십억원)	100	300	400	800	1,600
ASP(천원)	10,000	10,000	8,000	8,000	8,000
Power Stack(배터리, 냉각, 배선, 십억원)	100	300	400	800	1600
ASP(천원)	10,000	10,000	8,000	8,000	8,000
현대모비스의 대당 매출 (백만원)	67	67	47	47	47
현대모비스의 총 매출 (십억원)	665	1,995	2,350	4,700	9,400

Source: 현대모비스, 다올투자증권

이 페이지는 편집상 공백입니다.

VI. 종목별 투자의견

- 1. 현대차 (005380)
- 2. 기아 (000270)
- 3. 현대모비스 (012330)
- 4. 현대위아 (011210)
- 5. HL만도 (204320)
- 6. 에스엘 (005850)



현대차 (005380) – BUY(유지), TP 64만원(유지)

하반기 주목해야 할 3가지: 자율주행, 로봇, 그리고 투싼

- 투자의견 BUY 및 적정주가 64만원 유지. 적정주가는 2027년 수정 EPS에 P/E 11.2배 적용. 2Q26을 기점으로 생산/판매가 저점을 지난 것으로 판단. 3Q26 실적 자체는 파업 영향으로 부진한 흐름이 불가피 하나, 4Q26 들어 서부터는 투싼, 아반떼 신차를 중심으로 판매회복이 나타날 것으로 전망
- 미국 M/S는 8월 기점으로 사상최대치인 6.8% 를 기록해, 동사는 이미 해외시장에서 충분히 강력한 펀더멘털을 입증. 3Q26까지 부진한 내수/유럽 시장의 YoY 반등이 4Q26부터는 가시화될 전망
- 베뉴-코나-투싼으로 중 소형 SUV라인업에서 인센티브 비용 방어가 이뤄지기 시작. 2027년 TMED-II 기반 투싼 HEV의 미국 투입으로 지속적인 M/S 확대기조가 나타날 것으로 전망
- 3Q26 영업이익은 2.5조원을 예상. 기말환율 강세에 따른 판매보증비용 축소로 인해 평균환율 강세를 상쇄. 파업 영향은 약 5만대/2조원으로 추산하며, 물량 만회는 10월~12월 특근으로 집중될 전망
- BD(Boston Dynamics)의 RMAC(메타플랜트 로봇 훈련센터) 개소로 인해, 연초 CES에서 공개된 아틀라스 양산형 모델이 최초 양산에 들어갔음을 확인. 실제 양산대수가 2027년 하반기부터 빠르게 증가할 전망이며, 로봇사업 내재화에 따른 자동차 사업 밸류에이션 상승의 주요 Catalyst로 작용할 전망

Earnings Forecasts

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	162,664	175,231	186,254	193,284	209,862	235,046	260,901
영업이익	15,127	14,240	11,468	10,685	13,381	15,240	16,341
EBITDA	20,073	18,527	16,484	16,388	19,875	22,222	23,863
지배주주순이익	11,962	12,527	9,446	10,085	12,037	13,948	15,122
순차입금	99,214	130,181	152,184	157,838	162,112	167,990	168,771
매출증가율	14.4	7.7	6.3	3.8	8.6	12.0	11.0
영업이익률	9.3	8.1	6.2	5.5	6.4	6.5	6.3
순이익률	7.4	7.1	5.1	5.2	5.7	5.9	5.8
EPS증가율	64.1	5.8	(22.9)	6.8	19.4	15.9	8.4
ROE	14.0	13.1	9.2	9.0	10.0	10.5	10.4

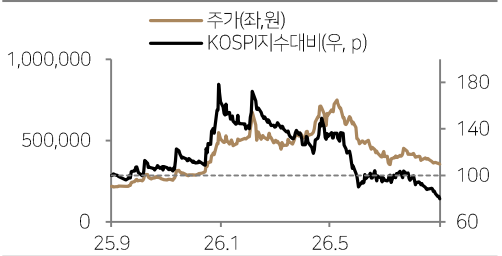
Source: K-IFRS 연결 기준, 다올투자증권

Stock Information

현재가 (9/23)	353,500원
예상 주가상승률	81.0%
시가총액	719,254억원
비중(KOSPI내)	1.23%
발행주식수	203,466천주
52주 최저가/ 최고가	214,500 - 750,000원
3개월 일평균거래대금	3,223억원
외국인 지분율	24.4%
주요주주지분율(%)	
현대모비스 (외 12인)	30.9
국민연금공단 (외 1인)	7.4
현대차우리스주 (외 1인)	2.7

	2025	2026E	2027E	
PER	6.4	7.7	6.4	
PBR	0.7	0.8	0.8	
EV/EBITDA	13.7	15.1	12.6	
배당수익률	3.4	3.2	3.6	
(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	(14.8)	(27.1)	61.4	19.2
KOSPI대비상대수익률	(17.2)	(58.1)	(41.7)	(48.8)

Price Trend



현대차 (005380) – BUY(유지), TP 64만원(유지)

현대차 실적추이 및 전망

(십억원)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	45,939	49,215	47,579	50,552	50,288	53,635	51,185	54,754	186,255	193,284	209,862
자동차	34,539	36,832	36,272	39,388	38,144	40,423	38,959	42,648	145,053	147,031	160,174
금융	8,991	9,504	8,124	7,952	9,530	10,074	8,692	8,509	30,288	34,571	36,806
기타	2,409	2,879	3,183	3,211	2,614	3,138	3,533	3,597	10,914	11,683	12,882
자동차 부분 ASP (백만원)	36.4	37.9	38.1	38.2	38.8	39.1	39.7	39.7	36.2	37.6	39.3
매출원가	37,922	40,479	39,395	41,604	41,387	43,713	41,808	44,340	152,037	159,400	171,247
매출원가율(%)	82.5	82.2	82.8	82.3	82.3	81.5	81.7	81.0	81.6	82.5	81.6
매출 총이익	8,017	8,736	8,184	8,948	8,901	9,923	9,377	10,414	34,218	33,884	38,615
매출총이익률(%)	17.5	17.8	17.2	17.7	17.7	18.5	18.3	19.0	18.4	17.5	18.4
판관비	5,502	5,885	5,709	6,103	6,035	6,329	6,245	6,625	22,749	23,199	25,233
판매보증비	932	956	999	1,062	1,056	1,126	1,075	1,150	4,036	3,949	4,407
판관비율(%)	12.0	12.0	12.0	12.1	12.0	11.8	12.2	12.1	12.2	12.0	12.0
영업이익	2,515	2,851	2,474	2,845	2,866	3,594	3,132	3,789	11,468	10,685	13,381
자동차	1,852	1,993	1,665	2,206	2,136	2,632	2,466	3,028	7,359	7,716	10,262
금융	579	759	666	511	572	806	522	545	2,164	2,515	2,445
기타	148	121	143	128	158	157	144	216	833	541	675
영업이익률(%)	5.5	5.8	5.2	5.6	5.7	6.7	6.1	6.9	6.2	5.5	6.4
자동차	5.4	5.4	4.6	5.6	5.6	6.5	6.3	7.1	5.1	5.2	6.4
금융	6.4	8.0	8.2	6.4	6.0	8.0	6.0	6.4	7.1	7.3	6.6
기타	6.1	4.2	4.5	4.0	6.1	5.0	4.1	6.0	7.6	4.6	5.2
영업외손익	1,007	795	868	858	995	979	878	823	2,373	3,528	3,675
지분법 이익	535	785	695	645	615	903	799	742	2,510	2,660	3,059
세전이익	3,522	3,646	3,342	3,703	3,861	4,573	4,010	4,612	13,842	14,213	17,057
지배주주순익	2,335	2,520	2,471	2,758	2,651	3,260	2,795	3,331	9,446	10,085	12,037

SUSTINVEST

현대차

등급

자산규모

평가시기

섹터

BB

2조이상

2026 상반기

자동차 및 부품

ESG점수

전체순위

섹터내순위

81.2

452/1305

16/58

연도별 성과

2024	B
2025	C
2026	BB

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	기아	DN오토모티브
5천억이상	피에이치에이	명신산업
5천억미만	동일고무벨트	태원물산

ESG 성과

부문	평가항목	점수	섹터평균	가중치	섹터대비
E(환경)		96.1	56.1	25%	▲
	혁신 활동	91.0	59.2	중	▲
	생산 공정	97.0	58.3	중	▲
	친환경 공급망 관리	100.0	52.6	하	▲
	생물다양성	100.0	64.2	하	▲
S(사회)		74.6	59.8	35%	▲
	인적자원 관리	85.4	59.5	상	▲
	공급망 관리	100.0	56.8	하	▲
	고객 관리	72.0	70.1	하	▲
	사회공헌 및 지역사회	100.0	58.9	하	▲
G(지배구조)		62.9	52.5	40%	▲
	주주의 권리	75.3	44.7	상	▲
	정보의 투명성	83.4	60.6	하	▲
	이사회의 구성과 활동	73.8	59.7	상	▲
	이사의 보수	75.1	59.8	하	▲
	관계사 위험	20.0	53.2	중	▼
	ESG경영 인프라	97.1	53.6	하	▲

컨트로버시 이슈 (3개)

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함

- [2025하] 사회, Level5, 완주 도장공장 재하청 노동자 1명 철거작업 중 추락사 (사건발생일: 2025년 10월 4일)
- (현대캐피탈) [2025하] 사회, Level3, 공정위, 하청업체 기술자료 경영업체에 빼돌려 과징금 4.7억 부과
- (현대카드) [2025하] 지배구조, Level2, 금융정보분석원, 고객확인인무 위반으로 과태료 2억 2,800만원 부과

*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타주체들의 반응 유무 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2023	25.1%	14.9%	36.8%
2024	25.1%	14.9%	10.2%
2025	27.7%	16.8%	49.0%

현대차 재무제표-1 K-IFRS 연결 기준

대차대조표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	115,764.3	120,777.4	120,237.5	113,008.0	113,098.3
현금성자산	27,947.1	24,585.2	26,879.4	22,605.7	18,227.6
매출채권	10,320.2	69,693.9	12,110.0	13,201.0	14,785.1
재고자산	19,791.0	20,661.8	21,051.7	19,201.4	21,505.6
비유동자산	224,034.1	248,067.5	271,606.6	286,136.3	300,153.8
투자자산	171,817.5	190,049.5	204,939.2	213,260.6	221,919.8
유형자산	44,533.9	48,749.8	56,024.4	61,036.9	65,226.1
무형자산	7,682.7	9,268.1	10,643.0	11,838.8	13,007.8
자산총계	339,798.4	368,844.8	391,844.2	399,144.3	413,252.1
유동부채	79,509.6	88,579.3	98,308.8	95,972.9	98,862.9
매입채무	30,057.3	32,426.1	35,455.1	33,002.4	34,274.5
유동성이자부채	36,641.1	44,597.9	51,182.9	51,182.9	52,682.9
비유동부채	140,012.9	152,617.3	156,112.4	157,011.3	157,946.7
비유동이자부채	121,487.4	132,171.7	133,534.7	133,534.7	133,534.7
부채총계	219,522.5	241,196.6	254,421.2	252,984.2	256,809.6
자본금	1,489.0	1,489.0	1,489.0	1,489.0	1,489.0
자본잉여금	7,656.3	7,780.5	7,763.8	7,763.8	7,763.8
이익잉여금	96,595.7	101,311.8	108,746.2	117,483.4	127,765.8
자본조정	3,362.4	4,865.3	6,809.8	6,809.8	6,809.8
자기주식	(850.4)	(374.6)	(583.2)	(583.2)	(583.2)
자본총계	120,275.9	127,648.2	137,422.9	146,160.1	156,442.5
투자자본	133,818.8	235,154.7	164,872.1	172,588.7	183,239.8
순차입금	130,181.4	152,184.3	157,838.2	162,111.9	167,989.9
ROA	4.3	2.9	2.9	3.3	3.6
ROE	13.1	9.2	9.0	10.0	10.5
ROIC	11.1	4.7	4.1	6.0	6.6

Source: K-IFRS 연결 기준, 다올투자증권

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	175,231.2	186,254.5	193,284.1	209,862.2	235,045.6
증가율(Y-Y,%)	7.7	6.3	3.8	8.6	12.0
영업이익	14,239.6	11,467.9	10,684.8	13,381.5	15,239.6
증가율(Y-Y,%)	(5.9)	(19.5)	(6.8)	25.2	13.9
EBITDA	18,526.6	16,484.3	16,387.7	19,875.1	22,221.8
영업외손익	3,541.8	2,374.1	3,528.1	3,675.2	3,740.9
순이자수익	617.4	385.6	289.4	306.2	414.2
외화관련손익	295.0	28.4	356.1	0.0	0.0
지분법손익	3,114.0	2,510.1	2,660.0	3,059.0	3,326.7
세전계속사업손익	17,781.4	13,841.9	14,212.9	17,056.6	18,980.5
당기순이익	13,229.9	10,364.8	10,860.8	12,964.6	14,562.4
지배기업당기순이익	12,526.7	9,446.0	10,084.7	12,036.7	13,948.1
증가율(Y-Y,%)	7.8	(21.7)	4.8	19.4	12.3
NOPLAT	10,850.2	8,587.1	8,164.8	10,171.1	11,692.3
(+)Dep	4,287.0	5,016.5	5,702.8	6,493.6	6,982.3
(-)운전자본투자	52,106.3	7,262.1	(5,978.5)	(619.8)	3,078.3
(-)Capex	8,061.3	8,366.8	12,834.9	9,903.1	9,401.8
OpFCF	(45,030.4)	(2,025.3)	7,011.3	7,381.4	6,194.4
3 Yr CAGR& Margins					
매출증가율(3Yr)	14.2	9.4	5.9	6.2	8.1
영업이익증가율(3Yr)	28.7	5.3	(10.9)	(2.1)	9.9
EBITDA증가율(3Yr)	18.1	3.5	(6.5)	2.4	10.5
순이익증가율(3Yr)	32.5	9.1	(4.0)	(0.7)	12.0
영업이익률(%)	8.1	6.2	5.5	6.4	6.5
EBITDA마진(%)	10.6	8.9	8.5	9.5	9.5
순이익률(%)	7.5	5.6	5.6	6.2	6.2

현대차 재무제표-2 K-IFRS 연결 기준

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	(5,661.6)	(5,991.3)	22,511.4	16,990.0	15,460.8
당기순이익	13,229.9	10,364.8	10,860.8	12,964.6	14,562.4
자산상각비	4,287.0	5,016.5	5,702.8	6,493.6	6,982.3
운전자본증감	(35,159.6)	(34,325.5)	4,867.1	619.8	(3,078.3)
매출채권감소(증가)	(590.0)	(2,547.9)	3,694.9	(1,091.0)	(1,584.1)
재고자산감소(증가)	(1,159.4)	(466.4)	441.8	1,850.3	(2,304.2)
매입채무증가(감소)	833.5	(370.3)	3,062.4	(2,452.7)	1,272.1
투자현금	(14,623.5)	(10,347.1)	(20,289.7)	(18,258.1)	(17,978.8)
단기투자자산감소	(733.0)	3,442.8	(593.8)	(293.8)	(305.8)
장기투자증권감소	(2,222.0)	(2,213.6)	(1,946.7)	(2,235.3)	(2,182.6)
설비투자	(8,061.3)	(8,366.8)	(12,834.9)	(9,903.1)	(9,401.8)
유무형자산감소	(2,008.5)	(2,428.0)	(2,587.3)	(2,798.8)	(2,938.7)
재무현금	19,493.3	15,424.8	(1,296.8)	(3,299.5)	(2,165.7)
차입금증가	19,040.8	19,717.6	813.6	0.0	1,500.0
자본증가	(4,145.4)	(4,394.0)	(4,797.2)	(3,299.5)	(3,665.7)
배당금지급	3,913.3	3,688.9	4,588.2	3,299.5	3,665.7
현금증감	(151.7)	(654.4)	1,282.6	(4,567.5)	(4,683.8)
총현금흐름	37,179.8	36,285.1	19,677.9	16,370.2	18,539.1
(-)운전자본증가(감소)	52,106.3	7,262.1	(5,978.5)	(619.8)	3,078.3
(-)설비투자	8,061.3	8,366.8	12,834.9	9,903.1	9,401.8
(+)자산매각	(2,008.5)	(2,428.0)	(2,587.3)	(2,798.8)	(2,938.7)
FreeCash Flow	(12,603.3)	(8,387.5)	4,255.3	(1,268.1)	(2,518.1)
(-)기타투자	2,222.0	2,213.6	1,946.7	2,235.3	2,182.6
잉여현금	(14,825.4)	(10,601.2)	2,308.6	(3,503.4)	(4,700.7)

Source: K-IFRS 연결 기준, 다올투자증권

주요투자지표

(원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	59,817	46,132	46,053	55,295	64,630
BPS	373,656	400,084	430,181	458,598	492,937
DPS	12,000	10,000	11,400	12,800	14,300
Multiples(x,%)					
PER	3.5	6.4	7.7	6.4	5.5
PBR	0.6	0.7	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	9.9	13.7	15.1	12.6	11.6
배당수익율	5.7	3.4	3.2	3.6	4.0
PCR	1.5	2.2	4.8	5.7	5.1
PSR	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4
재무건전성(%)					
부채비율	182.5	189.0	185.1	173.1	164.2
Net debt/Equity	108.2	119.2	114.9	110.9	107.4
Net debt/EBITDA	702.7	923.2	963.2	815.7	756.0
유동비율	145.6	136.3	122.3	117.7	114.4
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
자산구조					
투자자본(%)	40.1	52.3	41.6	42.3	43.3
현금+투자자산(%)	59.9	47.7	58.4	57.7	56.7
자본구조					
차입금(%)	56.8	58.1	57.3	55.8	54.3
자기자본(%)	43.2	41.9	42.7	44.2	45.7

기아 (000270) – BUY(유지), TP 24만원(유지)

주도주로 가는 길: 하반기 Top Pick

- 투자의견 BUY 및 적정주가 24만원 유지. 적정주가는 2027년 EPS에 P/E 9.5배 적용치를 유지. 상반기 EV중심의 판매믹스 우려가 하반기로 가면서 HEV 주도 판매믹스로 전환되며 이익 안정성에 대한 밸류에이션 상승 변수로 작용할 것
- 3Q26 판매볼륨은 YoY +7% 기대. 유럽/미국 HEV 믹스 증가가 핵심 배경이며, 특히 미국의 경우 스포티지-텔룰라이드 HEV 신규 투입이 증가했고, 4Q26 들어서는 셀토스 HEV까지 투입되며 전사 인센티브 우하향 기조가 선명하게 나타날 것으로 기대
- 유럽의 경우 EV2/PV5 등 LFP 배터리 탑재 차량투입으로 인해 YoY +20%대 총 판매 증가세가 지속. 하반기 전반으로 HEV 믹스증가, EV의 높은 볼륨수준 유지로, 상반기 대비 높은 이익 가시성이 예상
- HEV투입으로 텔룰라이드의 현지 MSRP는 \$5만 달러를 돌파하기 시작한 것으로 추정. 이에 따라 인센티브를 포함한 EV9대비 (\$4만 중반까지 하락) 높은 티커 프라이스를 보유했다
- 현대기아 특성상, HEV 동력계열 부품의 협력사 분업화가 일본 OEM대비 높음. HEV 라인업 배치 속도가 일본 OEM 대비 우위에 있어, 2027년에도 지속적인 HEV 판매 가속화를 기대

Earnings Forecasts

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	99,808	107,449	114,141	126,637	140,631	152,584	165,554
영업이익	11,608	12,667	9,078	10,668	11,687	12,368	14,120
EBITDA	13,961	15,216	11,792	13,996	15,450	16,591	18,816
지배주주순이익	8,777	9,773	7,561	9,185	10,030	10,669	12,086
순차입금	(12,718)	(15,303)	(19,162)	(28,681)	(31,789)	(35,182)	(39,672)
매출증가율	15.3	7.7	6.2	10.9	11.0	8.5	8.5
영업이익률	11.6	11.8	8.0	8.4	8.3	8.1	8.5
순이익률	8.8	9.1	6.6	7.3	7.1	7.0	7.3
EPS증가율	63.6	12.6	(21.2)	21.5	9.2	6.4	13.3
ROE	20.4	19.1	12.9	14.1	13.8	13.3	13.7

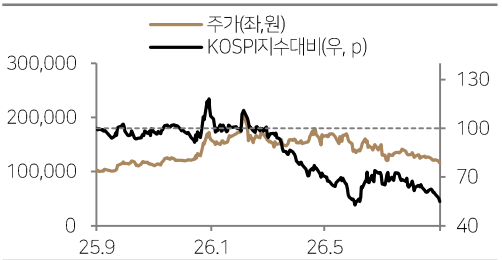
Source: K-IFRS 연결 기준, 다올투자증권

Stock Information

현재가 (9/23)	115,400원
예상 주가상승률	108.0%
시가총액	450,537억원
비중(KOSPI내)	0.77%
발행주식수	390,413천주
52주 최저가 / 최고가	100,200 - 206,000원
3개월 일평균거래대금	1,248억원
외국인 지분율	39.2%
주요주주지분율(%)	
현대자동차 (외 6인)	37.0
국민연금공단 (외 1인)	6.8
기아차우리사주 (외 1인)	2.3

	2025	2026E	2027E	
PER	6.3	4.9	4.5	
PBR	0.8	0.7	0.6	
EV/EBITDA	2.4	1.2	0.9	
배당수익률	5.3	6.1	6.5	
(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	(11.8)	(28.6)	12.3	(5.3)
KOSPI대비상대수익률	(14.3)	(59.6)	(90.9)	(73.3)

Price Trend



기아 (000270) – BUY(유지), TP 24만원(유지)

기아 실적추이 및 전망

(십억원)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	29,502	33,037	31,711	32,388	33,116	36,362	35,149	36,004	114,141	126,638	140,631
ASP (백만원)	39.0	39.8	38.6	40.0	41.1	41.1	40.5	42.4	37.4	39.4	41.3
매출원가	23,698	26,994	25,242	25,586	26,658	29,053	28,049	28,767	91,633	101,520	112,528
매출원가율(%)	80.3	81.7	79.6	79.0	80.5	79.9	79.8	79.9	80.3	80.2	80.0
매출총이익	5,804	6,043	6,469	6,801	6,458	7,309	7,100	7,237	22,508	25,117	28,103
매출총이익률	19.7	18.3	20.4	21.0	19.5	20.1	20.2	20.1	19.7	19.8	20.0
판관비	3,599	3,414	3,615	3,822	3,908	4,254	4,077	4,176	13,429	14,450	16,416
판매보증비	1,210	991	761	842	828	909	879	936	4,105	3,804	3,552
판관비율(%)	12.2	10.3	11.4	11.8	11.8	11.7	11.6	11.6	11.8	11.4	11.7
영업이익	2,205	2,629	2,854	2,980	2,550	3,054	3,023	3,060	9,078	10,668	11,687
영업이익률(%)	7.5	8.0	9.0	9.2	7.7	8.4	8.6	8.5	8.0	8.4	8.3
영업외손익	430	439	520	579	495	558	549	641	1,163	1,968	2,243
기타손익 + 금융손익	302	209	308	336	274	310	320	379	676	1,155	1,283
관계기업투자손익	128	230	212	243	221	248	229	262	487	813	961
세전이익	2,635	3,068	3,374	3,558	3,045	3,612	3,572	3,702	10,241	12,635	13,931
지배주주순익	1,831	2,328	2,446	2,580	2,193	2,601	2,572	2,665	7,561	9,185	10,030

SUSTINVEST

기아

등급

자산규모

평가시기

섹터

A

2조이상

2026 상반기

자동차 및 부품

ESG점수

전체순위

섹터내순위

88.7

266/1305

6/58

연도별 성과

2024	BB
2025	BB
2026	A

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	기아	DN오토모티브
5천억이상	피에이치에이	명신산업
5천억미만	동일고무벨트	태원물산

ESG 성과

부문	평가항목	점수	섹터평균	가중치	섹터대비
E(환경)		94.3	56.1	25%	▲
	혁신 활동	85.0	59.2	중	▲
	생산 공정	97.0	58.3	중	▲
	친환경 공급망 관리	100.0	52.6	하	▲
	생물다양성	100.0	64.2	하	▲
S(사회)		79.3	59.8	35%	▲
	인적자원 관리	89.3	59.5	상	▲
	공급망 관리	100.0	56.8	하	▲
	고객 관리	72.0	70.1	하	▲
	사회공헌 및 지역사회	100.0	58.9	하	▲
G(지배구조)		68.4	52.5	40%	▲
	주주의 권리	71.7	44.7	상	▲
	정보의 투명성	68.4	60.6	하	▲
	이사회 의 구성과 활동	74.0	59.7	상	▲
	이사의 보수	49.3	59.8	하	▼
	관계사 위험	87.5	53.2	중	▲
	ESG경영 인프라	97.1	53.6	하	▲

컨트로버시 이슈 (1개)

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함

- [2026상] 사회, Level5, 화성공장에서 작업자 1명 차량에 치어 사망 (사건발생일: 2025년 12월 4일)

*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가려운 파장과 다양한 이해관계자들과 기타주체들의 반응 유무 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2023	25.0%	14.9%	68.6%
2024	26.2%	14.9%	5.4%
2025	35.0%	16.8%	29.1%

기아 재무제표-1 K-IFRS 연결 기준

대차대조표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	41,797.5	44,425.9	52,940.3	57,766.5	63,122.6
현금성자산	18,942.6	21,913.9	31,363.4	33,871.3	37,264.0
매출채권	6,841.9	6,962.7	8,262.1	9,184.6	9,965.2
재고자산	12,419.1	14,666.2	12,422.7	13,809.7	14,983.5
비유동자산	50,958.4	54,553.1	58,938.7	63,894.5	68,978.5
투자자산	28,936.3	29,813.0	30,977.7	32,235.5	33,544.4
유형자산	17,928.2	19,934.4	22,783.1	26,088.5	29,520.2
무형자산	4,093.9	4,805.7	5,178.0	5,570.6	5,913.9
자산총계	92,755.9	98,979.1	111,879.0	121,661.0	132,101.1
유동부채	26,977.4	28,378.3	33,300.1	36,003.8	38,305.2
매입채무	17,274.9	18,981.8	23,497.1	26,120.4	28,340.7
유동성이자부채	1,149.1	1,435.9	1,762.7	1,762.7	1,762.7
비유동부채	9,938.2	9,410.3	9,760.6	9,489.2	9,831.2
비유동이자부채	2,490.1	1,316.1	919.7	319.7	319.7
부채총계	36,915.6	37,788.6	43,060.6	45,493.0	48,136.4
자본금	2,139.3	2,139.3	2,139.3	2,139.3	2,139.3
자본잉여금	1,760.1	1,771.0	1,771.0	1,771.0	1,771.0
이익잉여금	50,241.1	54,519.6	61,139.7	68,489.4	76,286.1
자본조정	1,690.6	2,758.0	3,766.9	3,766.9	3,766.9
자기주식	(348.3)	(173.2)	(173.2)	(173.2)	(173.2)
자본총계	55,840.3	61,190.5	68,818.4	76,168.1	83,964.8
투하자본	16,021.5	15,987.2	13,208.6	16,357.0	19,623.2
순차입금	(15,303.4)	(19,161.9)	(28,681.0)	(31,788.9)	(35,181.6)
ROA	11.3	7.9	8.7	8.6	8.4
ROE	19.1	12.9	14.1	13.8	13.3
ROIC	64.5	41.8	53.1	56.9	49.5

Source: K-IFRS 연결 기준, 다올투자증권

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	107,448.8	114,140.9	126,637.4	140,630.8	152,584.4
증가율(Y-Y,%)	7.7	6.2	10.9	11.0	8.5
영업이익	12,667.1	9,078.1	10,667.7	11,687.5	12,368.0
증가율(Y-Y,%)	9.1	(28.3)	17.5	9.6	5.8
EBITDA	15,216.4	11,792.1	13,995.6	15,450.1	16,591.4
영업외손익	833.1	1,163.2	1,967.8	2,243.3	2,449.6
순이자수익	922.2	878.3	1,114.8	1,349.6	1,479.7
외화관련손익	31.9	(97.6)	137.2	0.0	0.0
지분법손익	395.4	415.0	813.0	960.8	1,037.7
세전계속사업손익	13,500.2	10,241.4	12,635.5	13,930.8	14,817.6
당기순이익	9,775.0	7,554.2	9,183.9	10,030.2	10,668.7
지배기업당기순이익	9,773.0	7,561.0	9,185.0	10,030.2	10,668.7
증가율(Y-Y,%)	11.4	(22.7)	21.6	9.2	6.4
NOPLAT	9,171.8	6,696.2	7,753.6	8,415.0	8,904.9
(+)Dep	2,549.3	2,713.9	3,327.8	3,762.6	4,223.4
(-)운전자본투자	934.5	(1,457.0)	(5,530.0)	(385.4)	(337.9)
(-)Capex	3,485.1	3,764.5	5,170.9	6,328.4	6,866.3
OpFCF	7,301.5	7,102.6	11,440.6	6,234.6	6,600.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출증가율(3Yr)	15.4	9.7	8.3	9.4	10.2
영업이익증가율(3Yr)	35.7	7.9	(2.8)	(2.6)	10.9
EBITDA증가율(3Yr)	27.8	6.9	0.1	0.5	12.1
순이익증가율(3Yr)	27.1	11.8	1.5	0.9	12.2
영업이익률(%)	11.8	8.0	8.4	8.3	8.1
EBITDA마진(%)	14.2	10.3	11.1	11.0	10.9
순이익률(%)	9.1	6.6	7.3	7.1	7.0

기아 재무제표-2 K-IFRS 연결 기준

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	12,564.4	9,054.1	17,887.1	13,546.0	14,534.3
당기순이익	9,775.0	7,554.2	9,183.8	10,030.2	10,668.7
자산상각비	2,549.3	2,713.9	3,327.8	3,762.6	4,223.4
운전자본증감	(4,286.5)	(4,327.7)	3,296.7	385.4	337.9
매출채권감소(증가)	(1,073.4)	395.0	(385.5)	(922.4)	(780.7)
재고자산감소(증가)	(1,496.6)	(2,642.7)	2,123.6	(1,386.9)	(1,173.8)
매입채무증가(감소)	789.6	879.0	894.8	2,623.3	2,220.2
투자현금	(10,152.8)	(4,959.9)	(6,607.7)	(8,065.9)	(8,590.5)
단기투자자산감소	(1,377.0)	3,975.3	303.1	(308.3)	(320.8)
장기투자증권감소	(1,493.0)	(1,064.9)	(336.6)	(132.6)	(100.1)
설비투자	(3,485.1)	(3,764.5)	(5,170.9)	(6,328.4)	(6,866.3)
유형자산감소	(1,130.9)	(1,054.6)	(1,126.0)	(1,132.2)	(1,132.2)
재무현금	(3,570.0)	(4,175.5)	(1,506.8)	(3,280.5)	(2,872.0)
차입금증가	(922.5)	(840.6)	(199.8)	(600.0)	0.0
자본증가	(2,694.3)	(3,259.1)	(1,307.0)	(2,680.5)	(2,872.0)
배당금지급	2,194.3	2,559.0	2,489.1	2,680.5	2,872.0
현금증감	(786.6)	431.5	9,772.6	2,199.6	3,071.8
총현금흐름	19,440.6	16,008.9	14,590.4	13,160.6	14,196.4
(-)운전자본증가(감소)	934.5	(1,457.0)	(5,530.0)	(385.4)	(337.9)
(-)설비투자	3,485.1	3,764.5	5,170.9	6,328.4	6,866.3
(+)자산매각	(1,130.9)	(1,054.6)	(1,126.0)	(1,132.2)	(1,132.2)
FreeCash Flow	5,001.2	6,721.3	11,279.4	5,480.2	5,943.8
(-)기타투자	1,493.0	1,064.9	336.6	132.6	100.1
잉여현금	3,508.2	5,656.4	10,942.7	5,347.5	5,843.7

Source: K-IFRS 연결 기준, 다올투자증권

주요투자지표

(원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	24,575	19,367	23,526	25,691	27,327
BPS	130,100	144,417	163,004	180,824	199,915
DPS	6,500	6,500	7,000	7,500	8,000
Multiples(x,%)					
PER	4.1	6.3	4.9	4.5	4.2
PBR	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	1.6	2.4	1.2	0.9	0.6
배당수익율	6.5	5.3	6.1	6.5	6.9
PCR	2.1	3.0	3.1	3.4	3.2
PSR	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
재무건전성(%)					
부채비율	66.1	61.8	62.6	59.7	57.3
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	154.9	156.5	159.0	160.4	164.8
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
자산구조					
투자자본(%)	25.1	23.6	17.5	19.8	21.7
현금+투자자산(%)	74.9	76.4	82.5	80.2	78.3
자본구조					
차입금(%)	6.1	4.3	3.8	2.7	2.4
자기자본(%)	93.9	95.7	96.2	97.3	97.6

현대모비스 (012330) – BUY(유지), TP 77만원(하향)

누가 로봇을 만드는가

- 투자의견 BUY를 유지하며, 적정주가는 77만원으로 하향. 적정주가는 2027년 EPS에 P/E 15.2배를 반영. 3Q26을 지나며 일회성 손실이 대폭 감소하며 이익 정상화 구간으로 진입. 동사의 낮은 마진은 2027년 전동화 사업부 매출이 급격하게 증가할 것을 예상. BD(Boston Dynamics)의 양산에 따라 현대차그룹 3사 중 주가상으로는 최대 레버리지 효과 기대
- 자동차 부품사업부 영업이익은 2026년 기준 1,080억원 → 2027년 3,240억원 예상. 2026년의 경우, 인도공장 화재에 따른 영업손실 1,020억원을 제거시 실질적으로 약 2천억원대 영업이익이 발생하는 구조
- 3Q26의 경우 영업이익 9,030억원 예상. 자동차 부품사업의 경우 완성차 전면파업 영향이 크나, 유럽/미국 등 해외사업의 판매증가에 따라 영업이익은 약 200억원 수준에서 방어가 가능할 것으로 예상
- BD의 RMAC(메타플랜트 로봇훈련센터) 개소에 따른 휴머노이드 로봇 양산이 시작됨. 동사의 경우, 아틀라스 대당 BOM이 약 70%를 넘어서는 것으로 추정되며, 연 3만대 생산 도달시에는 약 2조원 규모의 신규 제조매출이 발생하는 것으로 추정

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %, 배)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	59,254	57,237	61,118	65,384	71,626	79,956	90,540
영업이익	2,295	3,073	3,357	3,785	4,057	4,704	5,622
EBITDA	3,221	4,058	4,525	5,096	5,543	6,354	7,433
지배주주순이익	3,423	4,056	3,656	4,060	4,614	5,258	6,126
순차입금	(2,394)	(1,236)	(1,256)	(1,469)	(1,296)	(1,936)	(2,785)
매출증가율	14.2	(3.4)	6.8	7.0	9.5	11.6	13.2
영업이익률	3.9	5.4	5.5	5.8	5.7	5.9	6.2
순이익률	5.8	7.1	6.0	6.2	6.4	6.6	6.8
EPS증가율	38.6	19.3	(7.6)	11.1	13.7	14.0	16.5
ROE	8.7	9.4	7.7	7.9	8.3	8.8	9.5

Source: K-IFRS 연결 기준, 다올투자증권

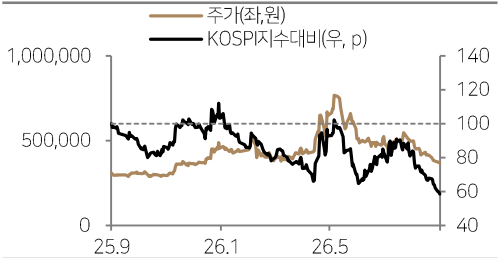
Stock Information

현재가 (9/23)	367,500원
예상 주가상승률	109.5%
시가총액	330,091억원
비중(KOSPI내)	0.56%
발행주식수	89,821천주
52주 최저가 / 최고가	288,000 - 768,000원
3개월 일평균거래대금	1,597억원
외국인 지분율	37.8%
주요주주지분율(%)	

기아 (외 9인)	33.0
국민연금공단 (외 1인)	9.6
미래에셋자산운용 (외 10인)	5.4

	2025	2026E	2027E	
PER	9.3	8.2	7.2	
PBR	0.7	0.6	0.6	
EV/EBITDA	7.2	6.2	5.7	
배당수익률	1.7	1.9	2.0	
(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	(25.9)	(3.5)	17.8	(1.5)
KOSPI대비상대수익률	(28.3)	(34.5)	(85.3)	(69.5)

Price Trend



현대모비스 (012330) – BUY(유지), TP 77만원(하향)

현대모비스 실적추이 및 전망

(십억원)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	15,561	16,325	16,456	17,043	16,638	17,806	18,263	18,918	61,118	65,384	71,626
모듈	12,042	12,894	13,056	13,452	13,014	14,342	14,660	15,225	47,900	51,444	57,241
전동화	1,287	1,419	1,585	1,619	1,596	1,873	2,124	2,008	5,355	5,910	7,601
부품제조	3,605	3,954	3,870	4,005	3,839	4,270	4,326	4,686	14,313	15,433	17,122
모듈조립	7,149	7,521	7,602	7,828	7,578	8,198	8,210	8,532	28,232	30,100	32,518
A/S부품	3,519	3,430	3,399	3,592	3,625	3,465	3,603	3,692	13,290	13,941	14,385
매출원가	13,411	13,919	14,203	14,439	14,293	15,288	15,741	16,156	52,288	55,972	61,477
매출원가율(%)	86.2	85.3	86.3	84.7	85.9	85.9	86.2	85.4	85.6	85.6	85.8
매출총이익	2,149	2,406	2,253	2,604	2,346	2,518	2,522	2,762	8,830	9,412	10,148
매출총이익률(%)	13.8	14.7	13.7	15.3	14.1	14.1	13.8	14.6	14.4	14.4	14.2
판관비	1,347	1,431	1,349	1,500	1,398	1,531	1,498	1,665	5,473	5,627	6,091
판관비율(%)	8.7	8.8	8.2	8.8	8.4	8.6	8.2	8.8	9.0	8.6	8.5
영업이익	803	975	903	1,104	948	987	1,025	1,097	3,358	3,785	4,057
모듈	-121.3	22	20	188	13	86	88	137	76	108	324
A/S부품	923.9	953	884	916	935	901	937	960	3,282	3,677	3,733
영업이익률	5.2	6.0	5.5	6.5	5.7	5.5	5.6	5.8	5.5	5.8	5.7
모듈	-1.0	0.2	0.2	1.4	0.1	0.6	0.6	0.9	0.2	0.2	0.6
A/S부품	26.3	27.8	26.0	25.5	25.8	26.0	26.0	26.0	24.7	26.4	25.9
지배주주순익	882	1,058	928	1,193	986	1,123	1,228	1,277	3,656	4,060	4,614

SUSTINVEST

현대모비스

등급	자산규모	평가시기	섹터
A	2조이상	2026 상반기	자동차 및 부품
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	88.3	274/1305	7/58

연도별 성과

2024	A
2025	A
2026	A

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	기아	DN오토모티브
5천억이상	피에이치에이	명신산업
5천억미만	동일고무벨트	태원물산

ESG 성과

부문	평가항목	점수	섹터평균	가중치	섹터대비
E(환경)	혁신 활동	89.1	56.1	25%	▲
	생산 공정	86.0	59.2	중	▲
	친환경 공급망 관리	83.3	58.3	중	▲
	생물다양성	100.0	52.6	하	▲
		100.0	64.2	하	▲
S(사회)	인적자원 관리	89.3	59.8	35%	▲
	공급망 관리	83.7	59.5	상	▲
	고객 관리	100.0	56.8	하	▲
	사회공헌 및 지역사회	92.0	70.1	하	▲
		100.0	58.9	하	▲
G(지배구조)	주주의 권리	62.5	52.5	40%	▲
	정보의 투명성	76.7	44.7	상	▲
	이사회 의 구성과 활동	60.1	60.6	하	▼
	이사의 보수	63.3	59.7	상	▲
	관계사 위험	88.0	59.8	하	▲
	ESG경영 인프라	32.5	53.2	중	▼
		97.1	53.6	하	▲

컨트로버시 이슈 (없음) ※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함

• 해당사항 없음

*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가려운 파장과 다양한 이해관계자들과 기타주체들의 반응 유무 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2023	11.9%	14.9%	18.7%
2024	13.4%	14.9%	1.5%
2025	15.9%	16.8%	61.5%

현대모비스 재무제표-1 K-IFRS 연결 기준

대차대조표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	28,424.1	30,366.4	33,321.5	35,460.5	39,052.0
현금성자산	4,790.3	4,924.1	5,281.8	5,109.3	5,749.5
매출채권	10,396.1	10,931.1	12,685.8	14,081.0	15,875.3
재고자산	6,762.9	6,861.8	7,628.1	8,467.1	9,546.1
비유동자산	38,172.8	40,034.1	43,710.9	47,048.4	49,885.4
투자자산	25,002.2	26,421.9	28,342.3	29,493.1	30,690.7
유형자산	12,003.5	12,346.6	14,104.8	16,303.9	17,954.7
무형자산	1,167.2	1,265.6	1,263.8	1,251.4	1,240.0
자산총계	66,596.9	70,400.5	77,032.4	82,508.9	88,937.4
유동부채	12,745.2	13,058.0	14,590.5	15,808.4	17,367.5
매입채무	8,888.1	9,172.4	10,836.7	12,028.6	13,561.3
유동성이자부채	1,217.0	1,306.7	1,149.1	1,149.1	1,149.1
비유동부채	7,733.5	8,129.8	8,969.8	9,223.1	9,486.6
비유동이자부채	2,337.4	2,361.4	2,664.1	2,664.1	2,664.1
부채총계	20,478.7	21,187.7	23,560.3	25,031.4	26,854.1
자본금	491.1	491.1	491.1	491.1	491.1
자본잉여금	1,367.3	1,377.2	1,377.7	1,377.7	1,377.7
이익잉여금	42,911.2	45,224.6	48,930.5	52,935.9	57,541.8
자본조정	1,311.3	2,074.8	2,625.8	2,625.8	2,625.8
자기주식	(571.9)	(355.3)	(354.4)	(354.4)	(354.4)
자본총계	46,118.2	49,212.8	53,472.1	57,477.4	62,083.3
투하자본	21,447.5	23,169.8	25,488.0	28,589.2	31,434.5
순차입금	(1,235.8)	(1,256.0)	(1,468.6)	(1,296.1)	(1,936.3)
ROA	6.5	5.4	5.5	5.8	6.1
ROE	9.4	7.7	7.9	8.3	8.8
ROIC	11.9	10.8	11.3	10.6	11.1

Source: K-IFRS 연결 기준, 다올투자증권

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	57,237.0	61,118.1	65,384.0	71,625.5	79,956.0
증가율(Y-Y,%)	(3.4)	6.8	7.0	9.5	11.6
영업이익	3,073.5	3,357.5	3,785.5	4,056.9	4,703.6
증가율(Y-Y,%)	33.9	9.2	12.7	7.2	15.9
EBITDA	4,058.1	4,525.3	5,096.5	5,542.8	6,353.8
영업외손익	2,191.0	1,757.7	1,800.3	2,503.3	2,702.6
순이자수익	324.5	243.9	277.4	328.4	384.7
외화관련손익	111.6	40.9	56.8	65.0	0.0
지분법손익	1,787.7	1,400.0	1,752.3	1,874.0	2,080.1
세전계속사업손익	5,264.5	5,115.2	5,585.8	6,560.2	7,406.2
당기순이익	4,060.2	3,664.7	4,072.0	4,619.5	5,258.4
지배기업당기순이익	4,055.6	3,655.8	4,060.1	4,614.4	5,258.4
증가율(Y-Y,%)	18.6	(9.7)	11.1	13.4	13.8
NOPLAT	2,370.4	2,405.4	2,759.6	2,856.7	3,339.6
(+)Dep	984.6	1,167.9	1,311.0	1,486.0	1,650.2
(-)운전자본투자	2,072.6	1,585.3	907.3	1,093.5	1,392.2
(-)Capex	2,204.1	1,347.8	2,859.6	3,581.3	3,198.2
OpFCF	(921.6)	640.2	303.6	(332.2)	399.3
3 Yr CAGR& Margins					
매출증가율(3Yr)	11.1	5.6	3.3	7.8	9.4
영업이익증가율(3Yr)	14.6	18.3	18.1	9.7	11.9
EBITDA증가율(3Yr)	12.1	15.7	16.5	11.0	12.0
순이익증가율(3Yr)	19.8	13.8	6.0	4.4	12.8
영업이익률(%)	5.4	5.5	5.8	5.7	5.9
EBITDA마진(%)	7.1	7.4	7.8	7.7	7.9
순이익률(%)	7.1	6.0	6.2	6.4	6.6

현대모비스 재무제표-2 K-IFRS 연결 기준

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	4,252.7	4,472.5	2,794.7	3,386.1	3,699.8
당기순이익	4,060.2	3,664.7	4,072.0	4,619.5	5,258.4
자산상각비	984.6	1,167.9	1,311.0	1,486.0	1,650.2
운전자본증감	(821.8)	(707.6)	(891.6)	(1,093.5)	(1,392.2)
매출채권감소(증가)	334.6	(281.0)	(1,152.5)	(1,395.2)	(1,794.3)
재고자산감소(증가)	(1,056.6)	39.0	(531.3)	(839.0)	(1,079.0)
매입채무증가(감소)	(254.5)	(110.6)	1,043.6	1,191.9	1,532.8
투자현금	(4,589.1)	(3,233.7)	(2,471.5)	(2,949.6)	(2,407.2)
단기투자자산감소	(1,775.6)	(1,293.4)	(46.7)	(0.1)	(0.1)
장기투자증권감소	(839.3)	(476.3)	571.6	797.3	959.7
설비투자	(2,204.1)	(1,347.8)	(2,859.6)	(3,581.3)	(3,198.2)
유무형자산감소	(40.9)	(96.6)	(90.6)	(91.4)	(91.4)
재무현금	(255.0)	(1,204.7)	(151.4)	(609.0)	(652.5)
차입금증가	314.2	(206.8)	(151.4)	0.0	0.0
자본증가	(569.2)	(997.9)	(579.8)	(609.0)	(652.5)
배당금지급	406.2	583.4	579.8	609.0	652.5
현금증감	(290.9)	133.9	357.2	(172.6)	640.1
총현금흐름	4,684.9	5,506.1	3,880.9	4,479.6	5,092.0
(-)운전자본증가(감소)	2,072.6	1,585.3	907.3	1,093.5	1,392.2
(-)설비투자	2,204.1	1,347.8	2,859.6	3,581.3	3,198.2
(+)자산매각	(40.9)	(96.6)	(90.6)	(91.4)	(91.4)
FreeCash Flow	(726.0)	1,564.9	517.8	436.5	1,292.6
(-)기타투자	839.3	476.3	(571.6)	(797.3)	(959.7)
잉여현금	(1,565.3)	1,088.5	1,089.4	1,233.8	2,252.4

Source: K-IFRS 연결 기준, 다올투자증권

주요투자지표

(원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	43,611	40,292	44,747	50,857	57,955
BPS	482,948	527,923	574,866	619,145	670,031
DPS	6,000	6,500	7,000	7,500	8,000
Multiples(x,%)					
PER	5.4	9.3	8.2	7.2	6.3
PBR	0.5	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	5.1	7.2	6.2	5.7	4.9
배당수익율	2.5	1.7	1.9	2.0	2.2
PCR	4.7	6.1	8.6	7.4	6.5
PSR	0.4	0.6	0.5	0.5	0.4
재무건전성(%)					
부채비율	44.4	43.1	44.1	43.6	43.3
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	223.0	232.6	228.4	224.3	224.9
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2
자산구조					
투자자본(%)	41.9	42.5	43.1	45.2	46.3
현금+투자자산(%)	58.1	57.5	56.9	54.8	53.7
자본구조					
차입금(%)	7.2	6.9	6.7	6.2	5.8
자기자본(%)	92.8	93.1	93.3	93.8	94.2

현대위아 (011210) – BUY(유지), TP 77,000원(하향)

꺼지지 않는 불꽃: HEV로 엔진 재점화

- 투자 의견 BUY를 유지하며, 적정주가는 77,000원으로 하향. 적정주가는 2027년 EPS에 P/E 10.5배를 적용. 로 봇 옵션에 해당되는 밸류에이션이 아닌, 전통 자동차 부품업체 최상단 P/E 멀티플을 적용. 2027년 들어서는 HEV 전용 엔진 매출 증가와 열관리 사업부가 매출 견인의 핵심 변수로 부각 예상
- 4Q26을 시작으로 동사는 멕시코 HEV엔진 매출이 급격하게 증가하기 시작. 장기적으로 9월부터 시작하는 스포티 지향 감마엔진 출하를 시작으로, 2H27에는 투싼용으로 공급. ASP 200만 원을 가정시, 2028년 기준 연간 4천 억 원에 해당하는 신규매출원이 시작된 상태
- 또한 하이브리드용 PTU, Axle, CVJ, Coupling 등 총 ASP가 100만 원을 상회하는 동력계 매출원이 구조적으로 증가 시작. 이는 북미 HEV생산뿐 아니라, 셀토스 등 국내 HEV생산량 증가와 동행
- 3Q26 영업이익은 492억 원으로 전분기와 유사한 수준을 기대. 완성차 전면 파업 불구, 해외 CVJ 생산 확대 및 HEV 엔진 생산 시작 등이 완충 요인으로 작용
- 주가 차원에서는 P/B 0.4배에서 거래되고 있어, 현대차그룹 자동차 계열사 중 가장 저평가 상태. HEV 믹스 기반 완성차 이익 개선세가 입증되며, 동사의 전략적 중요도가 밸류에이션 상승으로 나타날 전망

Earnings Forecasts

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	8,166	8,181	8,482	8,945	9,763	10,837	12,137
영업이익	233	219	204	216	293	329	378
EBITDA	517	484	478	495	571	608	659
지배주주순이익	91	120	99	149	200	226	267
순차입금	346	7	(466)	(383)	(473)	(357)	(385)
매출증가율	(0.5)	0.2	3.7	5.5	9.1	11.0	12.0
영업이익률	2.9	2.7	2.4	2.4	3.0	3.0	3.1
순이익률	1.1	1.5	1.2	1.7	2.0	2.1	2.2
EPS증가율	39.8	31.7	(17.8)	50.8	33.7	12.9	18.4
ROE	1.6	3.7	3.2	4.2	5.4	5.7	6.4

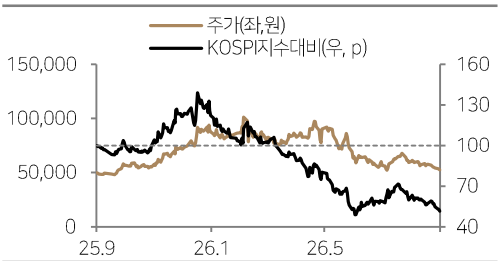
Source: K-IFRS 연결 기준, 다올투자증권

Stock Information

현재가 (9/23)	52,500원
예상 주가상승률	46.7%
시가총액	14,277억 원
비중(KOSPI내)	0.02%
발행주식수	27,195천주
52주 최저가/최고가	47,950 - 101,300원
3개월 일평균거래대금	50억 원
외국인 지분율	19.2%
주요주주지분율(%)	
현대자동차 (외 5인)	40.7
국민연금공단 (외 1인)	7.3
자사주 (외 1인)	2.2

	2025	2026E	2027E	
PER	20.8	9.6	7.1	
PBR	0.6	0.4	0.4	
EV/EBITDA	3.3	2.1	1.7	
배당수익률	1.6	2.3	2.3	
(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	(11.6)	(34.2)	3.8	(30.6)
KOSPI대비상대수익률	(14.0)	(65.2)	(99.4)	(98.7)

Price Trend



현대위아 (011210) – BUY(유지), TP 77,000원(하향)

현대위아 실적추이 및 전망

(십억원)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	2,179	2,354	2,102	2,310	2,414	2,542	2,290	2,517	8,482	8,945	9,763
자동차부품	1,994	2,180	1,929	2,149	2,213	2,354	2,102	2,342	7,832	8,251	9,012
기타	185	174	174	161	201	188	188	175	649	694	751
매출원가	2,042	2,195	1,967	2,148	2,250	2,362	2,126	2,332	8,006	8,352	9,069
매출원가율(%)	94	93	92	92	93	93	93	93	94	93	93
매출총이익	137	159	135	162	164	181	164	185	475	594	694
매출총이익률(%)	6.3	6.7	6.4	7.0	6.8	7.1	7.1	7.3	5.6	6.6	7.1
판관비	86	108	86	97	101	107	92	101	271	377	400
판관비율(%)	3.9	4.6	4.1	4.2	4.2	4.2	4.0	4.0	3.2	4.2	4.1
영업이익	51.6	50.4	49.2	65.0	62.9	73.9	72.0	84.2	204.4	216.2	293.1
자동차부품	31.5	33.1	37.0	47.3	50.9	58.9	58.9	70.3	158	149	239
기타	20.1	17.3	12.1	17.8	12.0	15.1	13.1	14.0	46.7	67.3	54.2
영업이익률(%)	2.4	2.1	2.3	2.8	2.6	2.9	3.1	3.3	2.4	2.4	3.0
자동차부품	1.6	1.3	1.9	2.2	2.3	2.5	2.8	3.0	2.0	1.8	2.7
기타	10.8	9.0	7.0	11.0	6.0	8.0	7.0	8.0	7.2	9.7	7.2
지배주주순이익	31.7	49.6	31.9	36.2	40.2	54.0	49.3	56.2	99.0	149.3	199.7

SUSTINVEST

현대위아

등급

자산규모

평가기기

섹터

BB

2조이상

2026 상반기

자동차 및 부품

ESG점수

전체순위

섹터내순위

85.7

344/1305

11/58

연도별 성과

2024	BB
2025	A
2026	BB

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	기아	DN오토모티브
5천억이상	피에이치에이	명신산업
5천억미만	동일고무벨트	태원물산

ESG 성과

부문	평가항목	점수	섹터평균	가중치	섹터대비
E(환경)		94.1	56.1	25%	▲
	혁신 활동	85.0	59.2	중	▲
	생산 공정	96.5	58.3	중	▲
	친환경 공급망 관리	100.0	52.6	하	▲
	생물다양성	100.0	64.2	하	▲
S(사회)		85.5	59.8	35%	▲
	인적자원 관리	78.3	59.5	상	▲
	공급망 관리	100.0	56.8	하	▲
	고객 관리	92.0	70.1	하	▲
	사회공헌 및 지역사회	93.6	58.9	하	▲
G(지배구조)		61.2	52.5	40%	▲
	주주의 권리	77.5	44.7	상	▲
	정보의 투명성	61.9	60.6	하	▲
	이사회 의 구성과 활동	64.7	59.7	상	▲
	이사의 보수	88.0	59.8	하	▲
	관계사 위험	20.0	53.2	중	▼
	ESG경영 인프라	92.9	53.6	하	▲

컨트로버시 이슈 (없음) ※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함

• 해당사항 없음

*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가려운 파장과 다양한 이해관계자들과 기타주체들의 반응 유무 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2023	24.8%	14.9%	31.7%
2024	24.3%	14.9%	-41.1%
2025	32.2%	16.8%	100.3%

현대위아 재무제표-1 K-IFRS 연결 기준

대차대조표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	3,966.9	3,879.5	4,024.6	4,320.2	4,659.7
현금성자산	1,236.9	1,688.9	1,657.0	1,746.3	1,631.0
매출채권	1,608.9	1,532.0	1,649.6	1,797.2	2,173.5
재고자산	680.5	589.9	648.7	706.7	784.4
비유동자산	3,109.1	3,145.6	3,167.3	3,178.6	3,216.7
투자자산	349.8	468.9	466.1	485.0	504.7
유형자산	2,642.7	2,537.6	2,560.1	2,552.0	2,570.0
무형자산	116.6	139.2	141.1	141.6	142.0
자산총계	7,076.0	7,025.1	7,191.9	7,498.8	7,876.3
유동부채	2,400.1	2,050.5	2,149.7	2,281.6	2,458.1
매입채무	1,437.9	1,480.7	1,465.2	1,596.3	1,771.9
유동성이자부채	770.0	483.0	596.7	596.7	596.7
비유동부채	649.6	909.1	858.9	866.1	873.5
비유동이자부채	474.2	739.7	676.9	676.9	676.9
부채총계	3,049.7	2,959.7	3,008.6	3,147.7	3,331.6
자본금	136.0	136.0	136.0	136.0	136.0
자본잉여금	489.9	475.5	475.5	475.5	475.5
이익잉여금	2,861.7	2,924.1	3,041.3	3,209.1	3,402.7
자본조정	110.1	75.1	40.6	40.6	40.6
자기주식	(98.2)	(81.4)	(81.4)	(81.4)	(81.4)
자본총계	4,026.3	4,065.4	4,183.3	4,351.1	4,544.7
투하자본	3,848.5	3,412.0	3,608.2	3,679.0	3,979.8
순차입금	7.3	(466.3)	(383.5)	(472.7)	(357.4)
ROA	1.9	1.7	2.2	2.8	2.9
ROE	3.7	3.2	4.2	5.4	5.7
ROIC	3.4	5.0	4.2	6.0	6.5

Source: K-IFRS 연결 기준, 다올투자증권

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	8,180.9	8,481.6	8,945.2	9,762.8	10,836.7
증가율(Y-Y,%)	0.2	3.7	5.5	9.1	11.0
영업이익	218.8	204.4	216.2	293.1	329.3
증가율(Y-Y,%)	(6.0)	(6.6)	5.8	35.6	12.4
EBITDA	484.4	477.9	494.6	570.8	607.9
영업외손익	(41.4)	(23.1)	9.4	(20.5)	(28.6)
순이자수익	(23.4)	(9.0)	2.4	7.5	19.8
외화관련손익	4.6	56.1	1.0	0.0	0.0
지분법손익	4.6	3.9	(0.4)	(0.4)	(0.4)
세전계속사업손익	177.5	181.3	225.6	272.6	300.7
당기순이익	129.5	116.9	154.0	204.5	225.5
지배기업당기순이익	120.4	99.0	149.3	199.7	225.5
증가율(Y-Y,%)	146.4	(9.7)	31.7	32.7	10.3
NOPLAT	131.3	180.9	147.6	219.8	247.0
(+)Dep	265.6	273.5	278.4	277.7	278.6
(-)운전자본투자	(59.1)	(476.9)	191.6	74.3	278.3
(-)Capex	241.0	211.8	250.8	243.8	270.6
OpFCF	214.9	719.5	(16.4)	179.4	(23.3)
3 Yr CAGR& Margins					
매출증가율(3Yr)	2.8	1.1	3.1	6.1	8.5
영업이익증가율(3Yr)	28.7	(1.2)	(2.4)	10.2	17.2
EBITDA증가율(3Yr)	4.8	(3.6)	(1.5)	5.6	8.4
순이익증가율(3Yr)	32.2	39.1	43.1	16.5	24.5
영업이익률(%)	2.7	2.4	2.4	3.0	3.0
EBITDA마진(%)	5.9	5.6	5.5	5.8	5.6
순이익률(%)	1.6	1.4	1.7	2.1	2.1

현대위아 재무제표-2 K-IFRS 연결 기준

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	592.0	404.1	204.8	410.7	233.7
당기순이익	129.5	116.9	154.0	204.5	225.5
자산상각비	265.6	273.5	278.4	277.7	278.6
운전자본증감	124.0	(8.5)	(167.8)	(74.3)	(278.3)
매출채권감소(증가)	84.5	20.3	(59.1)	(147.5)	(376.3)
재고자산감소(증가)	26.3	34.2	(42.0)	(58.0)	(77.7)
매입채무증가(감소)	103.6	17.5	209.7	131.1	175.6
투자현금	(30.4)	(0.4)	(537.8)	(323.3)	(352.2)
단기투자자산감소	166.3	(91.8)	(248.1)	(33.8)	(35.2)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(6.0)	(8.2)	(8.5)
설비투자	(241.0)	(211.8)	(250.8)	(243.8)	(270.6)
유무형자산감소	11.5	(34.6)	(25.7)	(26.3)	(26.3)
재무현금	(250.1)	(122.7)	16.2	(31.9)	(31.9)
차입금증가	(226.7)	(85.3)	16.2	0.0	0.0
자본증가	(23.3)	(37.4)	(31.9)	(31.9)	(31.9)
배당금지급	22.6	29.3	31.9	31.9	31.9
현금증감	286.6	294.2	(291.6)	55.5	(150.5)
총현금흐름	533.5	533.4	379.6	485.0	512.0
(-)운전자본증가(감소)	(59.1)	(476.9)	191.6	74.3	278.3
(-)설비투자	241.0	211.8	250.8	243.8	270.6
(+)자산매각	11.5	(34.6)	(25.7)	(26.3)	(26.3)
FreeCash Flow	627.1	524.5	(326.0)	87.4	(118.5)
(-)기타투자	0.0	0.0	6.0	8.2	8.5
잉여현금	627.1	524.5	(331.9)	79.2	(127.1)

주요투자지표

(원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	4,429	3,641	5,492	7,345	8,293
BPS	128,003	127,651	130,619	136,772	143,877
DPS	1,100	1,200	1,200	1,200	1,200
Multiples(x,%)					
PER	8.5	20.8	9.6	7.1	6.3
PBR	0.3	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	2.1	3.3	2.1	1.7	1.8
배당수익율	2.9	1.6	2.3	2.3	2.3
PCR	1.9	3.9	3.8	2.9	2.8
PSR	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1
재무건전성(%)					
부채비율	75.7	72.8	71.9	72.3	73.3
Net debt/Equity	0.2	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	1.5	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	165.3	189.2	187.2	189.3	189.6
이자보상배율	9.3	22.8	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
자산구조					
투자자본(%)	70.8	61.3	63.0	62.2	65.1
현금+투자자산(%)	29.2	38.7	37.0	37.8	34.9
자본구조					
차입금(%)	23.6	23.1	23.3	22.6	21.9
자기자본(%)	76.4	76.9	76.7	77.4	78.1

Source: K-IFRS 연결 기준, 다올투자증권

HL만도 (204320) – BUY(유지), TP 75,000원(하향)

순항하고 있다

- 투자의견 BUY를 유지하며, 적정주가는 75,000원으로 하향. 2027년 EPS에 P/E 12배 적용. 상반기 이익 서프라이즈에도 불구하고, 주가는 횡보 중. 다만 현 주가는 로봇사업에 대한 기대감이 반영되고 있어, 밸류에이션 상승을 위해서는 주 고객사의 구조적인 매출 파이프라인이 뚜렷해 질 필요가 있음
- 3Q26 영업이익은 1,024억원을 예상. 국내 완성차 생산부진을 인도/유럽 시장에서 만회하는 양상이 2Q26에 이어 3Q26에도 이어질 것으로 기대함. 특히 유럽의 경우 고객사인 T사 생산능력 향상 및 VW향 물량 증가 등이 공존하고 있어, 국내발 Top line 감소를 상쇄할 전망
- 중국사업은 내수 자동차시장 부진등으로 부정적 요인이 공존하나, 중국 테크기업향 전장 신규매출 등 매출원 다변화가 가속화 되고 있어 충분한 완충요인으로 작용 예상
- 현대/기아의 미국 HMGMA 생산물량 증가에서 직접적인 수혜. 미주의 제동/조향 대부분은 동사가 공급하고 있어, 4Q26부터 시작되는 스포티지, 그리고 멕시코 EV3 물량증가가 동사 외형성장을 주도 예상

Earnings Forecasts		(단위: 십억원, %, 배)						
	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	
매출액	8,393	8,848	9,455	10,033	10,969	11,298	11,637	
영업이익	279	359	357	415	466	666	728	
EBITDA	601	694	718	800	860	1,068	1,131	
지배주주순이익	136	130	100	232	293	458	489	
순차입금	1,486	1,585	1,218	1,202	1,109	805	414	
매출증가율	11.7	5.4	6.9	6.1	9.3	3.0	3.0	
영업이익률	3.3	4.1	3.8	4.1	4.2	5.9	6.3	
순이익률	1.6	1.5	1.1	2.3	2.7	4.1	4.2	
EPS증가율	37.9	(4.2)	(23.0)	132.1	26.2	56.3	6.8	
ROE	7.0	6.7	4.7	8.9	9.8	13.9	13.2	

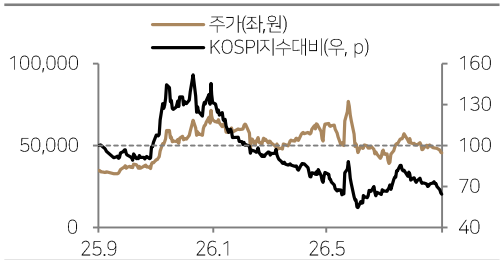
Source: K-IFRS 연결 기준, 다올투자증권

Stock Information

현재가 (9/23)	45,500원
예상 주가상승률	64.8%
시가총액	21,365억원
비중(KOSPI내)	0.04%
발행주식수	46,957천주
52주 최저가 / 최고가	32,850 - 76,900원
3개월 일평균거래대금	268억원
외국인 지분율	18.9%
주요주주지분율(%)	
에이치엘홀딩스 (외 4인)	30.3
국민연금공단 (외 1인)	10.6
만도우리사주 (외 1인)	1.4

	2025	2026E	2027E	
PER	27.6	9.2	7.3	
PBR	1.1	0.8	0.7	
EV/EBITDA	5.5	4.2	3.8	
배당수익률	1.3	1.6	2.0	
(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	(11.7)	(11.7)	29.1	(22.5)
KOSPI대비상대수익률	(14.1)	(42.6)	(74.0)	(90.5)

Price Trend



HL만도 (204320) – BUY(유지), TP 75,000원(하향)

HL만도 실적추이 및 전망

(십억원)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	2,312	2,495	2,560	2,665	2,495	2,737	2,846	2,890	9,455	10,033	10,969
한국	749	803	831	887	764	851	864	932	3,165	3,270	3,411
중국	462	534	568	610	485	583	644	641	2,048	2,174	2,353
북미	620	656	651	649	700	728	755	721	2,538	2,575	2,903
기타	481	503	511	519	546	576	583	597	1,704	2,014	2,302
매출원가	1,951	2,088	2,194	2,247	2,128	2,321	2,422	2,483	8,011	8,480	9,354
매출원가율(%)	84.4	83.7	85.7	84.3	85.3	84.8	85.1	85.9	84.7	84.5	85.3
매출총이익	360.7	407.1	366.1	418.5	366.8	416.0	424.1	407.5	1,443.6	1,552.4	1,614.4
매출총이익률(%)	15.6	16.3	14.3	15.7	14.7	15.2	14.9	14.1	15.3	15.5	14.7
판관비	267	300	264	307	262	290	307	289	1,086	1,137	1,149
판관비율(%)	11.6	12.0	10.3	11.5	10.5	10.6	10.8	10.0	11.5	11.3	10.5
영업이익	93.6	107.0	102.4	111.9	104.8	125.9	116.7	118.5	357.2	415.0	465.9
영업이익률(%)	4.0	4.3	4.0	4.2	4.2	4.6	4.1	4.1	3.8	4.1	4.2
당기순이익	53.1	58.8	70.3	71.9	66.3	83.2	78.4	80.4	122.8	254.1	308.3
지배주주순이익	47.8	53.6	66.1	64.7	63.0	79.0	74.5	76.4	100.0	232.1	292.9

SUSTINVEST

HL만도

등급

자산규모

평가시기

섹터

BB

2조이상

2026 상반기

자동차 및 부품

ESG점수

전체순위

섹터내순위

80.3

472/1305

19/58

연도별 성과

2024	BB
2025	B
2026	BB

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	기아	DN오토모티브
5천억이상	피에이치에이	명신산업
5천억미만	동일고무벨트	태원물산

ESG 성과

부문	평가항목	점수	섹터평균	가중치	섹터대비
E(환경)		91.2	56.1	25%	▲
	혁신 활동	89.0	59.2	중	▲
	생산 공정	86.3	58.3	중	▲
	친환경 공급망 관리	100.0	52.6	하	▲
	생물다양성	100.0	64.2	하	▲
S(사회)		90.2	59.8	35%	▲
	인적자원 관리	91.0	59.5	상	▲
	공급망 관리	79.2	56.8	하	▲
	고객 관리	92.0	70.1	하	▲
	사회공헌 및 지역사회	100.0	58.9	하	▲
G(지배구조)		53.3	52.5	40%	▲
	주주의 권리	53.7	44.7	상	▲
	정보의 투명성	66.7	60.6	하	▲
	이사회 의 구성과 활동	61.7	59.7	상	▲
	이사의 보수	86.0	59.8	하	▲
	관계사 위험	32.5	53.2	중	▼
	ESG경영 인프라	80.0	53.6	하	▲

컨트로버시 이슈 (없음)

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함

• 해당사항 없음

*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가려운 파장과 다양한 이해관계자들과 기타주체들의 반응 유무 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2023	20.8%	14.9%	-0.8%
2024	25.3%	14.9%	3.3%
2025	35.2%	16.8%	46.9%

HL만도 재무제표-1 K-IFRS 연결 기준

대차대조표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	3,676.9	3,719.3	4,246.2	4,416.0	4,577.2
현금성자산	582.1	819.3	865.2	758.3	812.2
매출채권	2,151.9	1,978.2	2,307.5	2,502.3	2,577.4
재고자산	838.4	804.5	955.0	1,035.7	1,066.8
비유동자산	3,375.2	3,417.3	3,495.1	3,570.4	3,651.8
투자자산	745.1	628.3	655.7	682.4	710.1
유형자산	2,410.1	2,560.2	2,604.3	2,650.1	2,701.3
무형자산	219.9	228.8	235.0	238.0	240.4
자산총계	7,052.0	7,136.6	7,741.3	7,986.4	8,228.9
유동부채	2,900.5	3,047.1	3,530.1	3,512.2	3,583.5
매입채무	1,884.0	1,880.1	2,136.0	2,316.4	2,385.9
유동성이자부채	884.5	988.8	1,214.1	1,014.1	1,014.1
비유동부채	1,478.8	1,213.7	1,027.9	1,033.3	788.9
비유동이자부채	1,282.1	1,048.8	853.6	853.6	603.6
부채총계	4,379.3	4,260.8	4,558.0	4,545.5	4,372.4
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	603.3	603.4	603.4	603.4	603.4
이익잉여금	1,236.9	1,311.0	1,496.3	1,753.9	2,169.5
자본조정	631.3	752.4	864.4	864.4	864.4
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,672.8	2,875.8	3,183.3	3,440.9	3,856.5
투하자본	4,056.5	3,905.5	4,178.1	4,334.1	4,437.1
순차입금	1,584.5	1,218.3	1,202.4	1,109.3	805.5
ROA	2.4	1.7	3.4	3.9	5.9
ROE	6.7	4.7	8.9	9.8	13.9
ROIC	5.6	5.1	7.1	8.3	11.7

Source: K-IFRS 연결 기준, 다올투자증권

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	8,848.2	9,454.8	10,032.6	10,968.6	11,297.6
증가율(Y-Y,%)	5.4	6.9	6.1	9.3	3.0
영업이익	358.8	357.1	414.9	465.9	666.5
증가율(Y-Y,%)	28.5	(0.5)	16.2	12.3	43.1
EBITDA	694.2	718.4	800.0	860.3	1,067.9
영업외손익	(93.3)	(139.4)	(49.2)	(60.3)	(42.5)
순이자수익	(83.6)	(84.1)	(24.5)	(57.5)	(34.5)
외화관련손익	99.4	90.7	0.0	0.0	0.0
지분법손익	25.2	(3.2)	(2.2)	(2.7)	(8.0)
세전계속사업손익	265.5	217.8	365.8	405.6	624.0
당기순이익	158.2	122.8	254.1	308.3	482.0
지배기업당기순이익	129.9	100.0	232.1	292.9	457.9
증가율(Y-Y,%)	2.4	(22.4)	106.9	21.3	56.3
NOPLAT	213.9	201.4	288.3	354.1	514.8
(+)Dep	335.4	361.3	385.0	394.4	401.4
(-)운전자본투자	115.5	(237.0)	223.3	94.5	36.0
(-)Capex	309.5	343.8	319.6	398.9	410.9
OpFCF	124.3	455.9	130.5	255.0	469.3
3 Yr CAGR& Margins					
매출증가율(3Yr)	12.9	7.9	6.1	7.4	6.1
영업이익증가율(3Yr)	15.6	12.9	14.1	9.1	23.1
EBITDA증가율(3Yr)	7.5	7.0	10.0	7.4	14.1
순이익증가율(3Yr)	(4.0)	1.3	18.0	24.9	57.7
영업이익률(%)	4.1	3.8	4.1	4.2	5.9
EBITDA마진(%)	7.8	7.6	8.0	7.8	9.5
순이익률(%)	1.8	1.3	2.5	2.8	4.3

HL만도 재무제표-2 K-IFRS 연결 기준

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	434.7	720.9	454.5	600.8	836.9
당기순이익	158.2	122.8	254.1	308.3	482.0
자산상각비	335.4	361.3	385.0	394.4	401.4
운전자본증감	(163.5)	67.2	(189.9)	(94.5)	(36.0)
매출채권감소(증가)	(201.6)	154.5	(297.8)	(194.8)	(75.1)
재고자산감소(증가)	(40.5)	35.7	(128.4)	(80.6)	(31.1)
매입채무증가(감소)	240.6	(39.9)	399.4	180.4	69.5
투자현금	(396.8)	(363.7)	(441.5)	(473.2)	(491.5)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(2.9)	(0.7)	(0.8)
장기투자증권감소	(1.5)	(9.1)	(30.1)	(11.2)	(16.8)
설비투자	(309.5)	(343.8)	(319.6)	(398.9)	(410.9)
유무형자산감소	(47.1)	(33.1)	(40.3)	(44.2)	(44.2)
재무현금	(176.9)	(95.6)	(3.3)	(235.2)	(292.3)
차입금증가	(126.9)	(134.4)	0.0	(200.0)	(250.0)
자본증가	(51.4)	(52.1)	(35.2)	(35.2)	(42.3)
배당금지급	51.4	52.1	35.2	35.2	42.3
현금증감	(79.3)	264.1	47.5	(107.6)	53.1
총현금흐름	690.2	755.1	660.9	695.3	872.9
(-)운전자본증가(감소)	115.5	(237.0)	223.3	94.5	36.0
(-)설비투자	309.5	343.8	319.6	398.9	410.9
(+)자산매각	(47.1)	(33.1)	(40.3)	(44.2)	(44.2)
FreeCash Flow	129.9	458.5	29.5	127.6	345.3
(-)기타투자	1.5	9.1	30.1	11.2	16.8
잉여현금	128.4	449.5	(0.6)	116.5	328.5

주요투자지표

(원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	2,767	2,130	4,944	6,237	9,751
BPS	48,951	52,920	59,119	64,543	73,341
DPS	700	750	750	900	1,000
Multiples(x,%)					
PER	14.7	27.6	9.2	7.3	4.7
PBR	0.8	1.1	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	5.0	5.5	4.2	3.8	2.8
배당수익율	1.7	1.3	1.6	2.0	2.2
PCR	2.8	3.7	3.2	3.1	2.4
PSR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
재무건전성(%)					
부채비율	163.8	148.2	143.2	132.1	113.4
Net debt/Equity	59.3	42.4	37.8	32.2	20.9
Net debt/EBITDA	228.3	169.6	150.3	128.9	75.4
유동비율	126.8	122.1	120.3	125.7	127.7
이자보상배율	4.3	4.2	16.9	8.1	19.3
이자비용/매출	1.3	1.1	0.5	0.8	0.6
자산구조					
투자자본(%)	75.3	73.0	73.3	75.1	74.5
현금+투자자산(%)	24.7	27.0	26.7	24.9	25.5
자본구조					
차입금(%)	44.8	41.5	39.4	35.2	29.6
자기자본(%)	55.2	58.5	60.6	64.8	70.4

Source: K-IFRS 연결 기준, 다올투자증권

에스엘 (005850) – BUY(유지), TP 9만원(하향)

글로벌 OEM향 헤드램프 사업 본격화

- 투자 의견 BUY를 유지하며, 적정주가는 9만원으로 하향. 3Q26까지도 이익모멘텀이 다소 둔화될 가능성이 존재하나, 4Q26을 기점으로 이익의 우상향 궤도 진입을 예상. 밸류에이션에 적용한 P/E 배수는 9.3배로, 동사의 연간 이익 창출능력을 감안시 보수적 수준
- 북미시장을 거점으로 이익 레버리지가 발생하는 구조. 현대차그룹의 HMGMA물량을 동사가 대부분 공급하고 있으며, 최근 50만대 수준까지 증설이 발표되어 동사의 구조적 수혜를 기대할 필요
- 일반 부품업체에서 나타나지 않는 드라마틱한 ASP 상승 스토리가 진행 중. 현대차그룹이 최근 고사양 차량에 채택하고 있는 MLA 방식은 기존 일반 LED 방식 대비로도 50~70% 이상의 가격상승이 나타나고 있고, 특히 최근 디자인 방향인 센터램프의 경우 실제 턴 시그널 등 주요 function을 포함하기 시작해, 해당 총 램프가격이 빠르게 상승하기 시작함
- 한편 BMW향 헤드램프 공급이 2026년 12월부터 시작. 테네시를 시작으로, 아태 지역에서 X5 차세대 모델 공급이 시작. 2028년 기준 BMW향 매출액 비중이 최소 5% 이상까지 급상승 기대

Earnings Forecasts

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	4,839	4,973	5,240	5,501	5,986	6,655	7,359
영업이익	386	395	407	488	527	638	692
EBITDA	539	559	570	667	728	862	941
지배주주순이익	336	368	311	411	446	552	599
순차입금	50	(24)	(170)	(488)	(533)	(636)	(729)
매출증가율	15.9	2.8	5.4	5.0	8.8	11.2	10.6
영업이익률	8.0	7.9	7.8	8.9	8.8	9.6	9.4
순이익률	6.9	7.4	5.9	7.5	7.4	8.3	8.1
EPS증가율	116.8	9.8	(15.6)	32.1	8.5	23.7	8.6
ROE	19.6	18.1	13.2	15.7	15.2	16.4	16.1

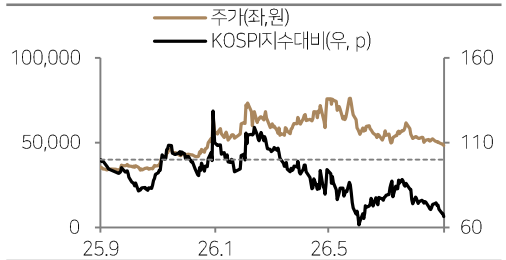
Source: K-IFRS 연결 기준, 다올투자증권

Stock Information

현재가 (9/23)	48,300원
예상 주가상승률	86.3%
시가총액	22,435억원
비중(KOSPI내)	0.04%
발행주식수	46,449천주
52주 최저가 / 최고가	33,750 - 76,200원
3개월 일평균거래대금	51억원
외국인 지분율	15.8%
주요주주지분율(%)	
이성열 (외 10인)	62.9
국민연금공단 (외 1인)	8.3
Stanley Electric (외 1인)	7.0

	2025	2026E	2027E	
PER	6.4	5.5	5.0	
PBR	0.8	0.8	0.7	
EV/EBITDA	3.2	2.6	2.4	
배당수익률	6.5	7.7	8.3	
(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	(7.8)	(17.9)	32.1	12.7
KOSPI대비상대수익률	(10.3)	(48.8)	(71.0)	(55.3)

Price Trend



에스엘 (005850) – BUY(유지), TP 9만원(하향)

에스엘 실적추이 및 전망

(십억원)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	1,388	1,367	1,301	1,445	1,455	1,451	1,455	1,625	5,240	5,501	5,986
에스엘(주)	738	765	735	854	782	819	801	922	2,969	3,091	3,324
에스엘 America	442	407	421	403	495	459	501	499	1,567	1,672	1,954
에스엘 Lumax+AP(인도)	168	160	152	181	188	179	169	207	612	661	742
에스엘 이태(연태)	36	44	36	59	37	46	37	62	165	174	183
에스엘 미러텍	83	78	77	80	87	81	80	83	309	319	332
매출원가	1,164	1,154	1,126	1,228	1,244	1,233	1,259	1,381	4,507	4,671	5,117
매출원가율(%)	83.8	84.4	86.5	85.0	85.5	85.0	86.5	85.0	86.0	84.9	85.5
판관비	81	87	85	90	73	75	93	101	326	342	342
판관비율(%)	5.8	6.4	6.5	6.2	5.0	5.2	6.4	6.2	6.2	6.2	5.7
영업이익	143.8	125.8	91.1	127.1	138.2	142.2	103.3	143.0	407.1	487.8	526.7
OPM(%)	10.4	9.2	7.0	8.8	9.5	9.8	7.1	8.8	7.8	8.9	8.8
지분법이익	5.8	8.9	6.0	1.8	6.1	9.4	6.9	6.5	17.7	22.5	28.9
세전이익	181	161	105	139	158	163	117	157	446	586	596
지배주주순이익	132.2	107.3	73.9	97.3	112.7	120.8	88.8	123.5	310.8	410.7	445.7

SUSTINVEST

에스엘

등급

자산규모

평가기기

섹터

BB

2조이상

2026 상반기

자동차 및 부품

ESG점수

전체순위

섹터내순위

84.7

360/1305

12/58

연도별 성과

2024	BB
2025	BB
2026	BB

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	기아	DN오토모티브
5천억이상	피에이치에이	명신산업
5천억미만	동일고무벨트	태원물산

ESG 성과

부문	평가항목	점수	섹터평균	가중치	섹터대비
E(환경)		77.8	56.1	25%	▲
	혁신 활동	85.0	59.2	중	▲
	생산 공정	85.8	58.3	중	▲
	친환경 공급망 관리	50.0	52.6	하	▼
	생물다양성	80.0	64.2	하	▲
S(사회)		82.1	59.8	35%	▲
	인적자원 관리	82.0	59.5	상	▲
	공급망 관리	88.7	56.8	하	▲
	고객 관리	92.0	70.1	하	▲
	사회공헌 및 지역사회	56.3	58.9	하	▼
G(지배구조)		63.6	52.5	40%	▲
	주주의 권리	41.2	44.7	상	▼
	정보의 투명성	68.7	60.6	하	▲
	이사회 의 구성과 활동	81.7	59.7	상	▲
	이사의 보수	86.0	59.8	하	▲
	관계사 위험	45.0	53.2	중	▼
	ESG경영 인프라	92.9	53.6	하	▲

컨트로버시 이슈 (없음) ※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함

• 해당사항 없음

*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가려운 파장과 다양한 이해관계자들과 기타주체들의 반응 유무 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2023	12.4%	14.9%	59.6%
2024	15.0%	14.9%	-12.2%
2025	41.0%	16.8%	42.1%

에스엘 재무제표-1 K-IFRS 연결 기준

대차대조표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	2,346.1	2,633.6	3,239.4	3,424.9	3,798.3
현금성자산	348.3	477.7	866.1	830.8	933.8
매출채권	1,000.6	1,072.5	1,216.1	1,367.7	1,554.3
재고자산	416.1	435.9	503.2	565.9	643.1
비유동자산	1,352.8	1,363.4	1,425.5	1,561.7	1,709.1
투자자산	454.3	452.3	432.5	450.0	468.3
유형자산	861.3	870.6	944.8	1,059.1	1,185.0
무형자산	37.2	40.5	48.3	52.6	55.7
자산총계	3,698.9	3,997.1	4,664.9	4,986.5	5,507.4
유동부채	1,142.2	1,170.4	1,431.7	1,469.2	1,613.5
매입채무	667.9	741.7	932.5	1,048.6	1,191.7
유동성이자부채	318.1	302.7	372.0	292.0	292.0
비유동부채	159.4	175.0	254.8	263.6	272.8
비유동이자부채	6.1	5.5	6.2	6.2	6.2
부채총계	1,301.6	1,345.4	1,686.5	1,732.8	1,886.3
자본금	23.2	23.2	23.2	23.2	23.2
자본잉여금	459.7	459.7	459.7	459.7	459.7
이익잉여금	1,783.0	2,044.9	2,314.9	2,590.2	2,957.5
자본조정	33.9	24.7	74.7	74.7	74.7
자기주식	(4.7)	(4.7)	(4.7)	(4.7)	(4.7)
자본총계	2,397.2	2,651.7	2,978.5	3,253.8	3,621.1
투하자본	2,140.0	2,236.7	2,234.8	2,455.1	2,708.5
순차입금	(24.0)	(169.6)	(488.0)	(532.7)	(635.7)
ROA	11.0	8.3	9.8	9.5	10.4
ROE	18.1	13.2	15.7	15.2	16.4
ROIC	15.6	13.4	15.9	17.2	19.3

Source: K-IFRS 연결 기준, 다올투자증권

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	4,973.3	5,239.9	5,501.2	5,985.7	6,655.2
증가율(Y-Y,%)	2.8	5.4	5.0	8.8	11.2
영업이익	395.2	407.1	487.8	526.7	638.4
증가율(Y-Y,%)	2.3	3.0	19.8	8.0	21.2
EBITDA	558.9	570.0	667.4	727.9	862.5
영업외손익	91.8	38.6	98.0	68.9	63.8
순이자수익	12.2	16.7	23.9	28.8	33.5
외화관련손익	41.4	(2.8)	57.8	0.0	0.0
지분법손익	16.8	17.7	22.5	28.9	30.3
세전계속사업손익	487.0	445.7	585.7	595.6	702.2
당기순이익	382.0	320.8	425.8	456.5	547.7
지배기업당기순이익	368.4	310.8	410.7	445.7	551.5
증가율(Y-Y,%)	9.4	(16.0)	32.7	7.2	20.0
NOPLAT	310.0	293.0	354.6	403.7	497.9
(+)Dep	163.7	162.9	179.6	201.2	224.1
(-)운전자본투자	175.8	114.5	25.4	103.3	126.0
(-)Capex	238.1	188.4	246.2	299.3	332.8
OpFCF	59.8	153.0	262.6	202.3	263.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출증가율(3Yr)	18.3	7.9	4.4	6.4	8.3
영업이익증가율(3Yr)	52.9	27.2	8.1	10.1	16.2
EBITDA증가율(3Yr)	33.4	19.2	7.4	9.2	14.8
순이익증가율(3Yr)	58.3	24.6	6.8	6.1	19.5
영업이익률(%)	7.9	7.8	8.9	8.8	9.6
EBITDA마진(%)	11.2	10.9	12.1	12.2	13.0
순이익률(%)	7.7	6.1	7.7	7.6	8.2

에스엘 재무제표-2 K-IFRS 연결 기준

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	482.0	508.5	928.1	523.5	628.5
당기순이익	382.0	320.8	425.8	456.5	547.7
자산상각비	163.7	162.9	179.6	201.2	224.1
운전자본증감	(121.6)	(156.8)	243.2	(103.3)	(126.0)
매출채권감소(증가)	(9.3)	(24.8)	(99.1)	(151.5)	(186.6)
재고자산감소(증가)	(7.8)	(19.6)	(47.6)	(62.7)	(77.2)
매입채무증가(감소)	(31.6)	50.7	202.1	116.2	143.1
투자현금	(333.9)	(296.1)	(467.8)	(308.4)	(341.2)
단기투자자산감소	(100.1)	(78.0)	(208.3)	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.0	(0.8)	2.8	18.5	19.5
설비투자	(238.1)	(188.4)	(246.2)	(299.3)	(332.8)
유무형자산감소	18.7	(4.5)	(12.0)	(20.5)	(20.5)
재무현금	(126.5)	(80.9)	(88.4)	(250.4)	(184.2)
차입금증가	(80.5)	(21.6)	42.3	(80.0)	0.0
자본증가	(46.0)	(60.2)	(127.6)	(170.4)	(184.2)
배당금지급	46.0	60.2	127.6	170.4	184.2
현금증감	34.5	129.4	388.3	(35.3)	103.0
총현금흐름	681.5	708.4	691.3	626.8	754.5
(-)운전자본증가(감소)	175.8	114.5	25.4	103.3	126.0
(-)설비투자	238.1	188.4	246.2	299.3	332.8
(+)자산매각	18.7	(4.5)	(12.0)	(20.5)	(20.5)
FreeCash Flow	226.0	255.5	466.7	215.1	287.3
(-)기타투자	0.0	0.8	(2.8)	(18.5)	(19.5)
잉여현금	226.0	254.7	469.5	233.6	306.8

Source: K-IFRS 연결 기준, 다올투자증권

주요투자지표

(원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	7,930	6,692	8,843	9,596	11,874
BPS	48,710	54,081	60,802	66,637	74,477
DPS	1,200	2,770	3,700	4,000	5,000
Multiples(x,%)					
PER	3.8	6.4	5.5	5.0	4.1
PBR	0.6	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	2.5	3.2	2.6	2.4	1.9
배당수익율	4.0	6.5	7.7	8.3	10.4
PCR	2.1	2.8	3.2	3.6	3.0
PSR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
재무건전성(%)					
부채비율	54.3	50.7	56.6	53.3	52.1
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	205.4	225.0	226.3	233.1	235.4
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
자산구조					
투하자본(%)	72.7	70.6	63.2	65.7	65.9
현금+투자자산(%)	27.3	29.4	36.8	34.3	34.1
자본구조					
차입금(%)	11.9	10.4	11.3	8.4	7.6
자기자본(%)	88.1	89.6	88.7	91.6	92.4

▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다.
 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다.
 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.
 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.
 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.
 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

▶ 투자등급 비율

BUY : 93.5% HOLD : 6.5% SELL : 0.0%

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미함.

- BUY: 추천기준일 증가대비 +15%이상~+50%미만.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -15%이상 ~ +15%미만.
- SELL: 추천기준일 증가대비 -15%미만.

당사의 투자의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", SELL는 "매도"에 해당.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음.

동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
 - Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
 - Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우
- 주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

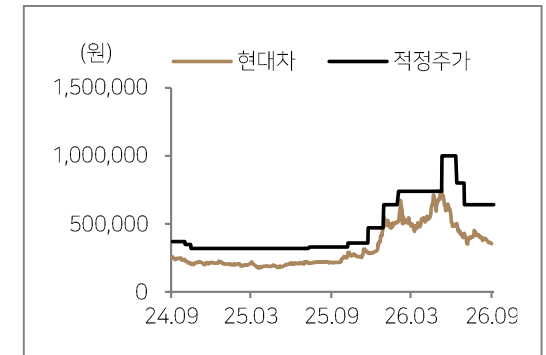
▶ 최근 2년간 투자의견 및 적정주가 변경내용

현대차 (005380)

일자	2024.10.25	2024.11.07	2025.08.04	2025.10.31	2025.12.16	2026.01.20	2026.02.23	2026.06.02	2026.07.06	2026.07.23
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	350,000원	320,000원	330,000원	360,000원	470,000원	640,000원	740,000원	1,000,000원	800,000원	640,000원
일자	적정주가(원)		평균 주가(원)		최고가(원)		평균주가 괴리율		최고가 괴리율	
2024.10.25	350,000원		218,111원		226,500원		-37.7		-35.3	
2024.11.07	320,000원		203,399원		226,000원		-36.4		-29.4	
2025.08.04	330,000원		224,466원		265,000원		-32.0		-19.7	
2025.10.31	360,000원		276,469원		315,500원		-23.2		-12.4	
2025.12.16	470,000원		334,159원		480,000원		-28.9		2.1	
2026.01.20	640,000원		499,643원		549,000원		-21.9		-14.2	
2026.02.23	740,000원		556,799원		750,000원		-24.8		1.4	
2026.06.02	1,000,000원		581,304원		729,000원		-41.9		-27.1	
2026.07.06	800,000원		440,875원		502,000원		-44.9		-37.3	
2026.07.23	640,000원		392,727원		453,000원		-38.6		-29.2	

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2026년 9월 23일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

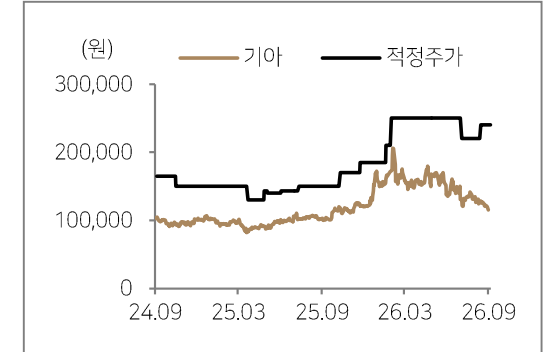


기아 (000270)

일자	2024.11.07	2025.04.14	2025.05.20	2025.05.27	2025.06.26	2025.08.04	2025.08.04	2025.11.03	2025.12.16	2026.02.11
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	150,000원	130,000원	143,000원	140,000원	143,000원	150,000원	150,000원	170,000원	185,000원	210,000원
일자	2026.02.23	2026.07.27	2026.09.07							
투자 의견	BUY	BUY	BUY							
적정주가	250,000원	220,000원	240,000원							
일자	적정주가(원)		평균 주가(원)		최고가(원)		평균주가 괴리율		최고가 괴리율	
2024.11.07	150,000원		96,633원		106,700원		-35.6		-28.9	
2025.04.14	130,000원		88,917원		93,700원		-31.6		-27.9	
2025.05.20	143,000원		89,360원		91,200원		-37.5		-36.2	
2025.05.27	140,000원		95,000원		101,100원		-32.1		-27.8	
2025.06.26	143,000원		101,085원		110,400원		-29.3		-22.8	
2025.08.04	150,000원		105,759원		119,900원		-29.5		-20.1	
2025.11.03	170,000원		116,877원		125,800원		-31.3		-26.0	
2025.12.16	185,000원		140,689원		172,100원		-24.0		-7.0	
2026.02.11	210,000원		166,800원		171,800원		-20.6		-18.2	
2026.02.23	250,000원		158,344원		206,000원		-36.7		-17.6	
2026.07.27	220,000원		130,866원		141,700원		-40.5		-35.6	
2026.09.07	240,000원		122,892원		128,400원		-48.8		-46.5	

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2026년 9월 23일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

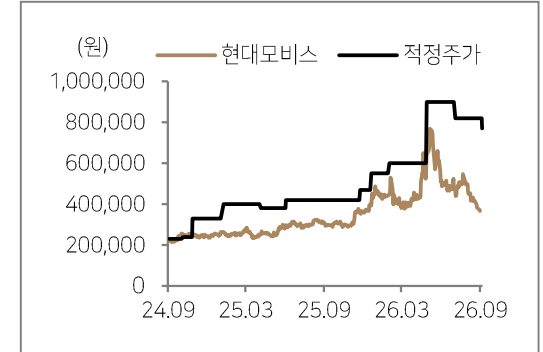


현대모비스 (012330)

일자	2024.10.28	2024.11.19	2025.01.31	2025.04.28	2025.06.26	2025.12.16	2026.01.12	2026.02.23	2026.05.21	2026.07.27
투자의견	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	240,000원	330,000원	400,000원	380,000원	420,000원	470,000원	550,000원	600,000원	900,000원	820,000원
일자	2026.09.28									
투자의견	BUY									
적정주가	770,000원									
일자	적정주가(원)		평균 주가(원)		최고가(원)		평균주가 괴리율		최고가 괴리율	
2024.10.28	240,000원		249,750원		258,500원		4.1		7.7	
2024.11.19	330,000원		247,272원		263,500원		-25.1		-20.2	
2025.01.31	400,000원		253,858원		285,500원		-36.5		-28.6	
2025.04.28	380,000원		264,697원		299,500원		-30.3		-21.2	
2025.06.26	420,000원		306,483원		377,500원		-27.0		-10.1	
2025.12.16	470,000원		369,750원		399,500원		-21.3		-15.0	
2026.01.12	550,000원		445,667원		487,500원		-19.0		-11.4	
2026.02.23	600,000원		444,925원		650,000원		-25.9		8.3	
2026.05.21	900,000원		570,682원		768,000원		-36.6		-14.7	
2026.07.27	820,000원		452,512원		547,000원		-44.8		-33.3	
2026.09.28	770,000원		-		-		-		-	

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 9월 23일)

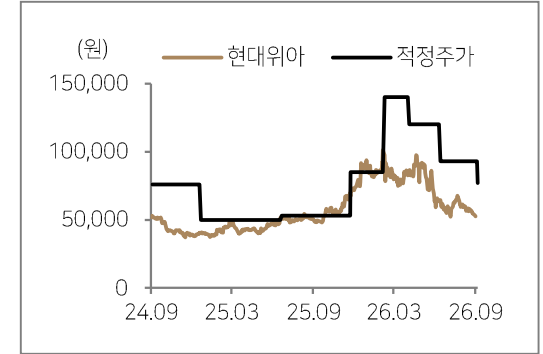
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가



현대위아 (011210)

일자	2025.01.13	2025.07.14	2025.12.16	2026.03.03	2026.04.27	2026.07.06	2026.09.28			
투자의견	BUY	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY			
적정주가	50,000원	53,000원	85,000원	140,000원	120,000원	93,000원	77,000원			
일자	적정주가(원)		평균 주가(원)		최고가(원)		평균주가 괴리율		최고가 괴리율	
2025.01.13	50,000원		43,233원		51,500원		-13.5		3.0	
2025.07.14	53,000원		53,795원		69,700원		1.5		31.5	
2025.12.16	85,000원		83,383원		101,300원		-1.9		19.2	
2026.03.03	140,000원		82,567원		97,600원		-41.0		-30.3	
2026.04.27	120,000원		80,061원		97,500원		-33.3		-18.8	
2026.07.06	93,000원		58,920원		67,800원		-36.7		-27.1	
2026.09.28	77,000원		-		-		-		-	

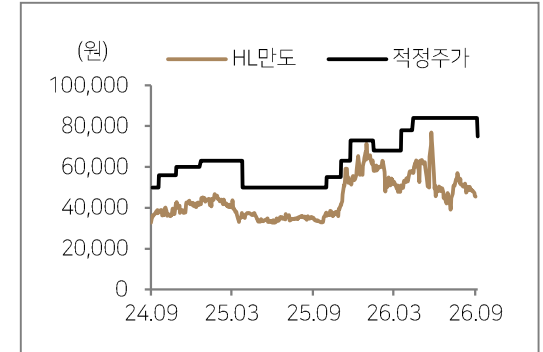
* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2026년 9월 23일) ** 괴리율 적용 산식: (실제주가-적정주가) / 적정주가



HL만도 (204320)

일자	2024.10.11	2024.11.19	2025.01.13	2025.04.17	2025.10.23	2025.11.25	2025.12.16	2026.02.06	2026.04.09	2026.05.06
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	56,000원	60,000원	63,000원	50,000원	55,000원	63,000원	73,000원	68,000원	78,000원	84,000원
일자	적정주가(원)		평균 주가(원)		최고가(원)		평균주가 괴리율		최고가 괴리율	
2024.10.11	56,000원		37,611원		42,050원		-32.8		-24.9	
2024.11.19	60,000원		40,886원		43,500원		-31.9		-27.5	
2025.01.13	63,000원		41,677원		46,650원		-33.9		-26.0	
2025.04.17	50,000원		34,887원		37,600원		-30.2		-24.8	
2025.10.23	55,000원		37,513원		41,400원		-31.8		-24.7	
2025.11.25	63,000원		51,137원		59,200원		-18.8		-6.0	
2025.12.16	73,000원		60,323원		71,400원		-17.4		-2.2	
2026.02.06	68,000원		54,389원		63,100원		-20.0		-7.2	
2026.04.09	78,000원		53,888원		58,000원		-30.9		-25.6	
2026.05.06	84,000원		52,580원		76,900원		-37.4		-8.5	
2026.09.28	75,000원		-		-		-		-	

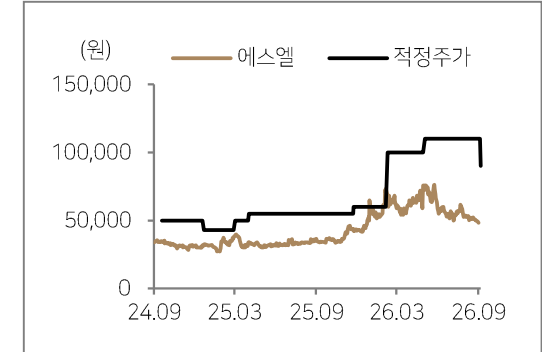
* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2026년 9월 23일) ** 괴리율 적용 산식: (실제주가-적정주가) / 적정주가



에스엘 (005850)

일자	2025.01.13	2025.03.24	2025.04.24	2025.12.16	2026.03.03	2026.05.26	2026.09.28			
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY			
적정주가	43,000원	50,000원	55,000원	60,000원	100,000원	110,000원	90,000원			
일자	적정주가(원)		평균 주가(원)		최고가(원)		평균주가 괴리율		최고가 괴리율	
2025.01.13	43,000원		32,276원		38,000원		-24.9		-11.6	
2025.03.24	50,000원		34,235원		39,700원		-31.5		-20.6	
2025.04.24	55,000원		34,422원		46,200원		-37.4		-16.0	
2025.12.16	60,000원		51,797원		73,400원		-13.7		22.3	
2026.03.03	100,000원		62,533원		75,800원		-37.5		-24.2	
2026.05.26	110,000원		57,754원		76,200원		-47.5		-30.7	
2026.09.28	90,000원		-		-		-		-	

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2026년 9월 23일) ** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가



리서치본부장 김현
hyunkim@daolfn.com

기업분석

조선 · 기계 · 방산
최광식
gs.choie@daolfn.com

반도체 · 소부장
고영민
ym.ko@daolfn.com

엔터테인먼트
임도영
dy.lim@daolfn.com

건설 · 부동산
박영도
ypark@daolfn.com

화장품 · 의료기기
박종현
alex.park@daolfn.com

전기전자
김연미
ym.kim@daolfn.com

자동차 · 이차전지
유지웅
jwyoo@daolfn.com

인터넷 · 게임 · 레저
김혜영
hyyy@daolfn.com

제약 · 바이오
이지수
jislee@daolfn.com

음식료 · 통신
이다연
dayeonlee@daolfn.com

금융
김지원
jiwonkim@daolfn.com

철강
이정우
jungwoo@daolfn.com

투자전략

투자전략
조병현
bhcho@daolfn.com

계량분석
김경훈
aimhigh2027@daolfn.com

채권분석
허정인
jeongin@daolfn.com

최근 3개월간 발간한 In-Depth

2026.07.02	박영도	건설 · 부동산 - CYCLE IS BACK
2026.07.03	박종현	화장품/의료기기 - K-뷰티의 확장
2026.07.09	김지원	금융 2H26 전망 - 보험/은행/증권(Overweight) - Seesaw Game
2026.07.13	이다연	음식료 - 같은 얼굴, 새로운 맛
2026.09.11	이다연	통신서비스 - The Next Horizon: SK텔레콤 AI DC 전략 A to Z 분석
2026.09.15	이지수	제약 · 바이오 - 다음 역은 New Target

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.