

현대엘리베이터 017800

내리실 분 안 계시면, 계속 올라가겠습니다

수익 가치 최소 3.4조원 + 비핵심 자산 1.39조원으로 평가

투자 의견 '매수', 목표주가 94,000원으로 커버리지 개시한다. 수익 창출 능력에 기반한 적정 기업 가치는 최소 3.4조원이다. 우리가 최소 적정 기업가치라고 표현하는 이유는 비핵심 자산은 가치 평가에 반영하지 않았기 때문이다.

비핵심 자산은 반얀트리 호텔, 블룸비스타 호텔, 용산 나진 상가, 연지동 사옥 등 총 1.4조원에 달한다. 우리는 이 중 용산 나진 상가 혹은 연지동 사옥의 매각 가능성을 높게 평가한다. 그리고 이 자금은 주주 배당으로 활용될 전망이다.

턴어라운드 초입 + 10% 배당 수익률은 하방 지지

3년간 핵심 원재료 가격은 41% 하락한 반면 판가는 50% 상승했다. 판가 전가가 시작됐고 턴어라운드 초입에 진입했다. 향후 2년 내 역대 최대 수준의 수익성에 도달할 전망이다.

전방인 부동산 시장은 부진하다. 하지만 승강기 노후화 규제 강화로 25년부터 15만대의 잠재 교체 수요가 발생한다. 매출 기준 2.8조원 이상 규모로 작년 리모델링 매출의 5배에 달한다. 전방 부진은 신규 설치 대비 마진이 3배 높은 유지보수의 성장(25F +14% YoY)으로 상쇄하고도 남는다. 연간 200억 넘는 손실을 보는 중국 내수 사업을 중단했다. 24~26년까지 중국 법인은 오히려 연간 40~50억원의 순이익으로 돌아선다.

모회사인 현대홀딩스와 사모펀드 H&Q와의 자금 거래 구조상 유일한 자회사인 동사의 고배당 정책은 향후 수년간 지속될 전망이다. 현재 주가 기준 배당 수익률은 10%다. 향후 대규모 일회성 이익까지 배당 재원으로 활용할 전망이다.

대북 사업도 업사이드 요인

자회사인 현대아산은 금강산 관광 독점권, 개성공단 개발권, 백두산 관광 및 동해선·경의선 연결 등 7개 분야에 대한 포괄적 사업권을 갖고 있다. 트럼프 대통령과 김정은 위원장 간의 외교 관계 개선 가능성과 한국의 대북 정책 변화 여부에 따라 현대 아산의 독점적 대북사업에 대한 재평가도 기대할 수 있다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,129	2,602	2,885	2,865	2,954
영업이익	43	83	226	275	310
영업이익률(%)	2.0	3.2	7.8	9.6	10.5
세전이익	110	402	258	286	354
지배주주지분순이익	78	319	183	201	245
EPS(원)	1,920	8,159	4,686	5,554	6,791
증감률(%)	-30.7	325.0	-42.6	18.5	22.3
ROE(%)	6.9	26.1	14.4	16.8	21.5
PER(배)	14.7	5.4	11.2	11.3	9.2
PBR(배)	1.0	1.3	1.6	2.2	2.1
EV/EBITDA(배)	18.4	17.1	9.3	9.4	8.4

자료: 현대엘리베이터, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장
02-709-2650
seankim@ds-sec.co.kr

강태호 연구원
02-709-2666
kth@ds-sec.co.kr

2025.04.14

매수(신규)

목표주가(신규)	94,000원
현재주가(04/11)	62,800원
상승여력	49.7%

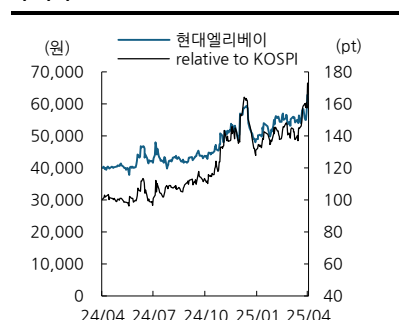
Stock Data

KOSPI	2,432.7pt
시가총액(보통주)	2,455십억원
발행주식수	39,092천주
액면가	5,000원
자본금	212십억원
60일 평균거래량	153천주
60일 평균거래대금	8,366백만원
외국인 지분율	28.69%
52주 최고가	63,900원
52주 최저가	37,550원
주요주주	
현대홀딩스컴퍼니(외 14인)	27.0%
SchindlerHoldingAG(외 1인)	9.9%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	18.0	22.2
3M	27.9	31.2
6M	43.1	49.4

주가차트



투자의견 ‘매수’, 수익가치만 최소 3.4조원으로 평가 (+50% upside)

투자의견 ‘매수’ 목표주가
94,000원 커버리지 개시

현대엘리베이터에 대한 투자의견 ‘매수’, 목표주가 94,000원으로 커버리지를 개시한다. 수익 가치 기반의 최소 적정 기업 가치는 3.4조원으로 추정된다. 수익가치는 25년 예상 지배주주 순이익 2,010억원에 Target P/E 17배를 적용했다.

Target P/E는 선들러, 오
티스, KONE, 미쓰비시 전
기 25F 평균 P/E에서
20% 할인한 17배

Target P/E 17배는 글로벌 주요 승강기 업체인 선들러, 오티스, KONE, 미쓰비시 전기 등의 25F 평균 P/E 22배에서 20% 할인된 수치다. 20% 할인의 근거는 상대적으로 낮은 영업이익률에 있다. 글로벌 Peer의 24년 평균 영업이익률 10.9%인 반면 동사의 영업 이익률은 7.8%였다. 다만 글로벌 3위 승강기 시장인 국내에서 압도적인 1위 사업자인 동시에 22년을 기점으로 26년까지 이익 개선 사이클에 진입한 만큼 수익가치 산정 기준은 적절하다고 판단된다.

표1 현대엘리베이터 목표주가 산정방식

(십억원, 배, 주)	배수/ 금액	비고
25F 지배주주순이익	201	
Target P/E	17	선들러, 오티스, KONE, 미쓰비시전기 P/E 20% 할인
Target 기업가치	3,409	
유통주식수	36,105,062	자사주 7.6% 제외
목표 주가 (원)	94,000	
전일 종가 (원)	62,800	
Upside (%)	49.7	

자료: Dart, Bloomberg, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 Peer group PER 비교

(배)	미쓰비시전기	선들러	KONE	오티스	평균
25F	16.78	23.04	26.67	23.01	22.4
26F	15.91	20.89	24.64	20.83	20.6

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

비핵심 자산 약 1조 3,900억원, 이 중 일부 매각 가능

용산 나진상가(1,500억
원), 연지동 사옥(4,000억
원)은 잠재적 매각 대상

수익 가치 외에 비핵심 자산 가치는 약 1.39조원이며 연결 순차입금은 5,000억원 수준이다. 주요 자산의 추정 가치는 반얀트리 호텔 5,000억원, 블룸비스타 1,200억원 (장부가), 용산 나진상가 1,500억원, 연지동 사옥 4,000억원 및 상장 자회사 현대 무브스 지분 2,200억원이다. 우리는 이 중 비영업용 자산인 용산 나진상가와 연지동 사옥은 잠재적 매각 대상으로 판단한다.

표3 현대엘리베이터 비핵심자산 가치 평가

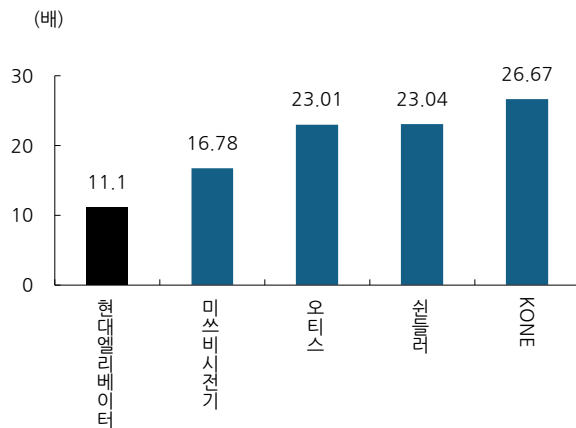
(십억원)	추정 가치	비고	매각가능성
비핵심자산 가치	1,390		
반안트리호텔	500	감정가액	X
블룸비스타	120	장부가	X
나진상가	150	비영업용	O
연지동 사옥	400	비영업용	O
현대무백스	220	지분가치	X

자료: Dart, 언론보도 종합, DS투자증권 리서치센터 추정

글로벌 경쟁사 대비 저평가

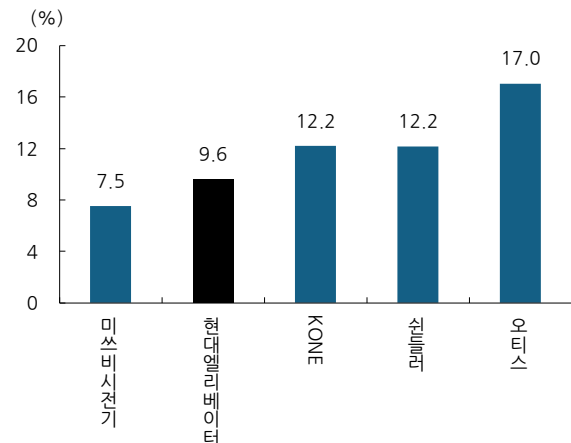
주요 글로벌 경쟁사 대비 벨류에이션 메리트가 높다. 동사가 상대적으로 영업이익률에서 우위에 있는 미쓰비시 전기 대비로도 P/E가 낮다.

그림1 Peer group 25F PER 비교



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 25F Peer group 영업이익률 비교



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터 추정/ peer group은 Bloomberg 컨센스

투자포인트 1. 원재료 가격 하락↓ & 평가 상승↑

코로나 팬데믹으로 인해 원가 부담 ↑ → 수익성 ↓

동사의 원재료 구성은 철강이 약 88.6%를 차지한다. 철강 가격 변동에 따른 수익성 민감도가 높은 구조다. 20년 코로나 팬데믹으로 인한 글로벌 공급망 혼란은 21년 철강 가격 급등 (전년 대비 +91%)으로 이어졌다. 이에 따른 원가 부담 증가로 수익성이 일시적으로 크게 훼손되었다.

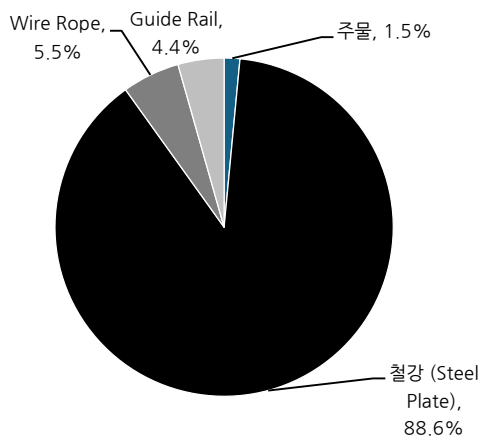
22년 평가 인상 돌입 → 원가 상승분을 상쇄하고도 남는 수준

동사 제품의 특성상 수주에서 납품까지 리드타임이 평균 1~2년에 달한다. 원재료 가격 상승 분이 최종 판매 단가에 반영되기까지 약 1년의 시차가 존재한다. 이로 인해 원가 급등이 즉각적으로 가격에 전가되기 어려웠다. 하지만 2022년부터는 본격적인 평가 인상 국면에 진입했다. 동사는 총 세 차례에 걸쳐 내수 승강기 판매가를 인상하였으며 이는 원가 상승 분을 상쇄하고도 남는 수준이 됐다.

25F 승강기 내수 판매가
약 +9%, 철강 가격 약
-10% 전망
→ 수익성 개선 구간 진입

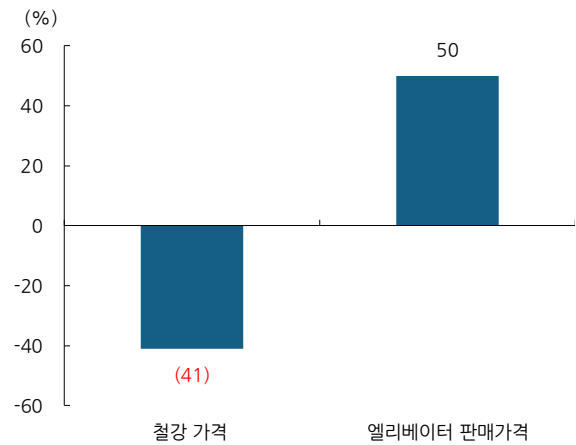
실제로 2021년 대비 2024년 기준 철강 가격은 약 41% 하락한 데 비해 승강기 내수 판매가는 50% 상승하여 원가율 개선이 뚜렷하게 나타나고 있다. 최근 철강 가격의 하향 안정화 흐름까지 더해져 본격적인 수익성 개선 구간에 진입했다. 우리는 25년 예상 내수 판매가 상승을 약 9% 내외로 전망하며 미국 관세 영향 등 국내 철강 가격은 10% 내외 하락을 예상한다.

그림3 원재료 구성 비중



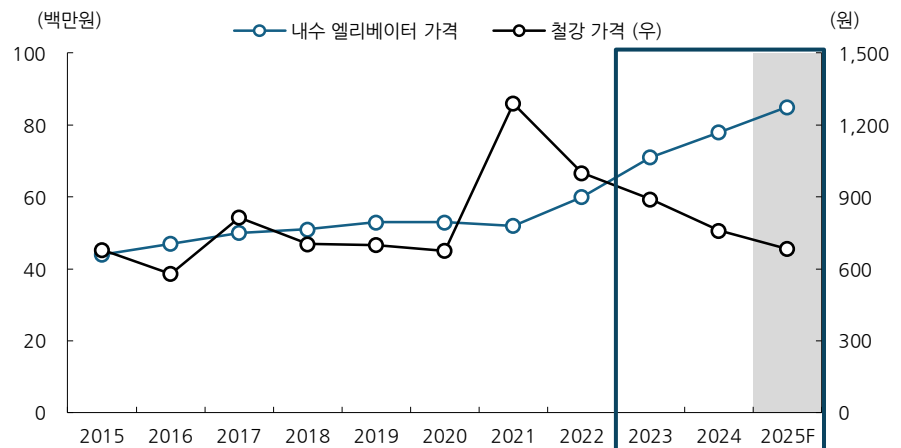
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 21년 이후 엘리베이터 판매가 & 철강 가격 증감율



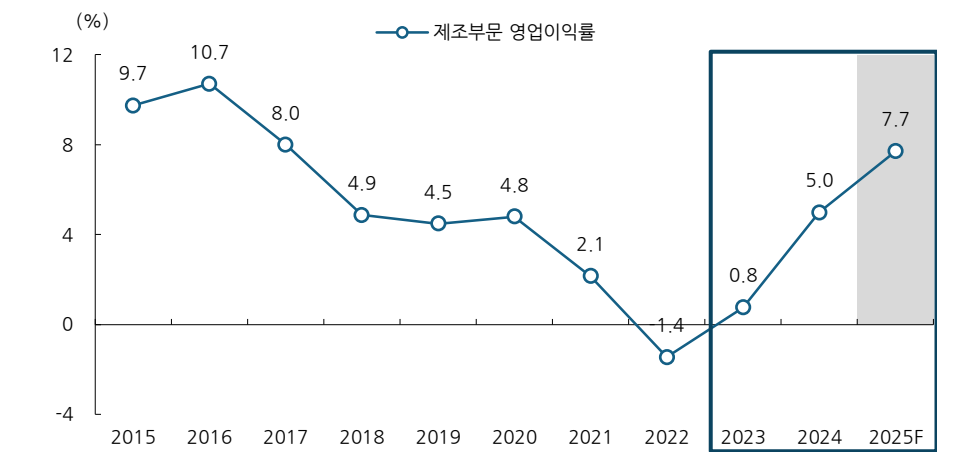
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림5 내수 엘리베이터 가격과 철강(원재료) 가격 비교 추이 및 전망



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

그림6 현대엘리베이터 제조부문 영업이익률 추이 및 전망



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

투자포인트 2. 승강기 노후화 규제 강화로 교체 매출 2.8조원의 기회

3차 정밀검사(21년 경과 승강기 대상)은 7대 안전 부품 적용 의무화 → 적용 어려워 사실상 교체 수요

승강기안전관리법 전부 개정에 따라 설치 후 15년이 경과된 승강기에 대해서 3년마다 정밀 검사가 의무화됐다. 그리고 첫 정밀 검사 후 6년이 지난 3차 정밀 검사에서는 7대 안전부품 적용이 의무화다. 하지만 해당 승강기들이 이미 연차가 21년이 넘은 상당히 노후화된 상태이기 때문에 해당 7대 안전 부품 적용에 어려움이 있다. 사실상 이들이 교체 수요로 이어질 수 있다.

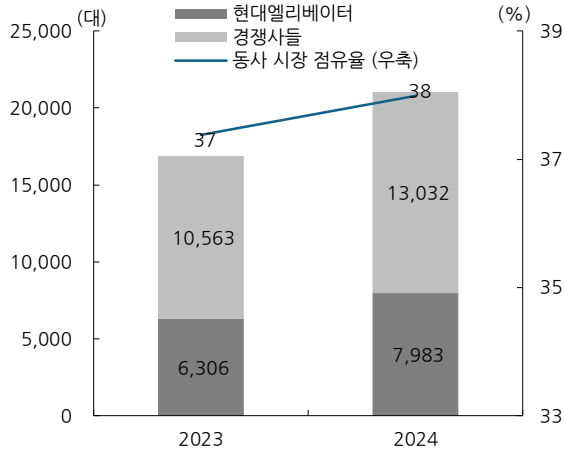
우리는 이 부분에서 매출 기준 최소 2.8조원에 달하는 기회 요인이 발생한다고 판단한다. 그 이유는 다음과 같다.

잠재적 교체 대상 (약 5만 7,000대) * 해당 단가 (약 5천만원) = 최대 2조 8,500억원

3차 정밀 검사 대상인 21년차 승강기, 즉 2004년 이전에 설치된 국내 승강기 대수는 약 15만대로 추산된다. 15만대가 25년부터 잠재적 교체 수요다. 교체 승강기는 ‘리모델링’으로 분류된다. 동사의 국내 승강기 리모델링 점유율은 38%이다. 즉 15만대 중 38%인 5만 7,000대가 동사의 잠재적 교체 영업 대상이다. 리모델링 해당 단가를 약 5천만원 내외로 가정 (신규설치보다 낮은 금액)할 경우 매출 기준 최대 2조 8,500억원에 달한다. 이는 24년 동사의 리모델링 매출 4,500억원의 5배에 달하는 규모다.

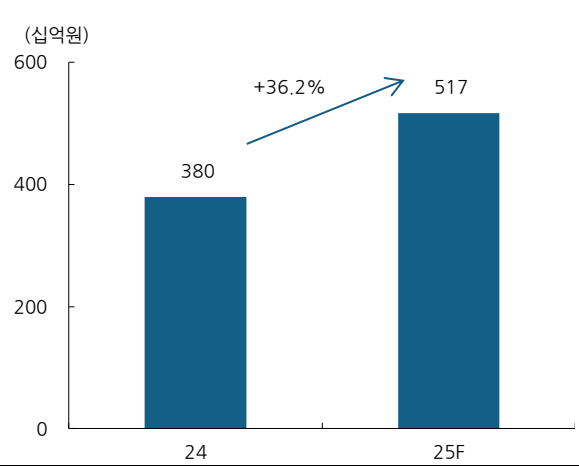
실제 동사의 리모델링 수주 가이드는 25년 5,174억원으로 24년 3,800억원 대비 36.2%의 높은 성장을 목표 중이다.

그림7 리모델링 시장 (교체수요)에서 동사의 시장 점유율



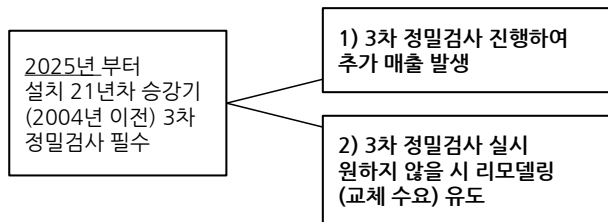
자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

그림8 리모델링 수주 가이드선



자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

그림9 3차 정밀검사 실시에 따른 매출 발생 시나리오



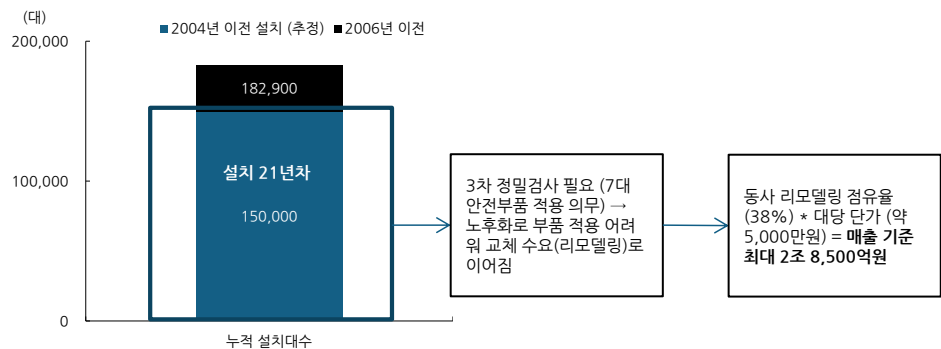
자료: 한국승강기안전공단, DS투자증권 리서치센터

그림10 엘리베이터 3차 정밀검사 필수 적용 부품 목록

엘리베이터 3차 정밀검사	안전부품 7가지 필수적용
- 정전 시 자동구출운전 - 손끼임방지 - 상승과속방지장치 - 개문발차	- 비상가이드 - 도어 이탈 방지장치 - 이중 브레이크

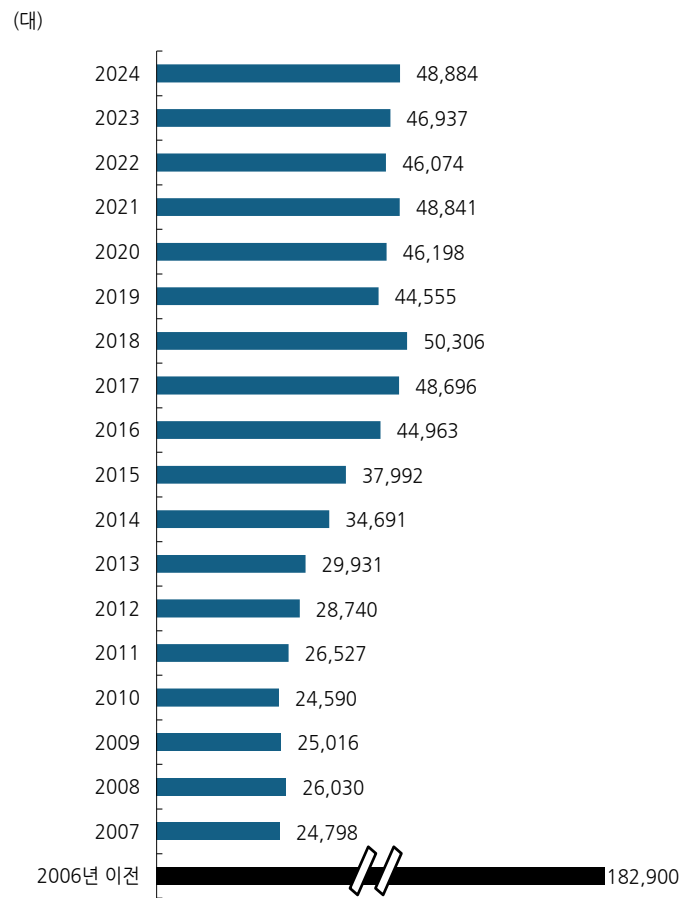
자료: 한국승강기안전공단, DS투자증권 리서치센터

그림11 3차 정밀검사 시행에 따른 예상 리모델링 수요 계산



자료: 한국승강기안전공단, DS투자증권 리서치센터 추정

그림12 연도별 국내 승강기 설치대수



자료: 한국승강기안전공단, DS투자증권 리서치센터

투자포인트 3. 마진이 높은 서비스 (유지보수) 매출 비중 확대 추세

서비스 부문 별도 영업 이익률 20% 이상

동사의 연결 매출은 크게 1) 제조 부문 (신규 설치, 리모델링), 2) 서비스 부문 (유지보수), 3) 기타 자회사 (물류자동화 등)으로 구분된다. 연결 기준 영업 이익률은 제조 부문 5%, 서비스 부문 15%으로 서비스 부문의 이익률이 압도적으로 높다. 서비스 부문의 별도 영업 이익률은 20%를 넘어선다.

유지보수는 800개가 넘는 중소기업체들이 난립하고 진입장벽도 낮아 경쟁이 심화되어 왔다. 동사의 유지보수 시장 점유율이 23.2%(10년 연속 점유율 1위)로 신규 설치 점유율 37.4% 대비 낮은 이유기도 하다.

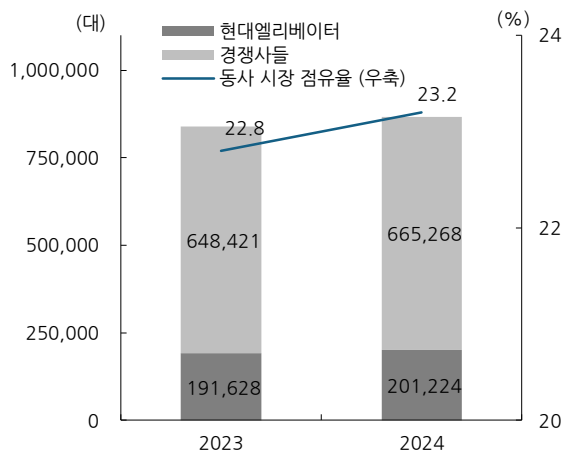
유지보수 시장에서 진입장벽을 강화하는 중

하지만 안전과 서비스 품질에서 여러 문제가 발생하면서 행정 제재를 받는 중소기업체 늘어나고 있다. 또한 승강기 기능의 고도화로 인해 유지보수 시장의 진입 장벽이 높아지고 있다.

25년 서비스 매출액은 6,768억원 (+14% YoY)의 높은 성장이 예상된다. 서비스 매출액 비중은 24년 20.5%에서 25년 23.6%로 증가할 전망이다.

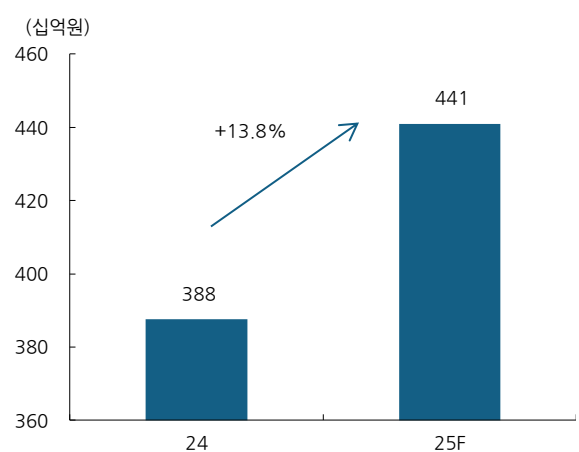
사측이 제시한 25년 유지보수 수주 가이드스는 4,410억원으로 24년 3,880억원 대비 13.8% 성장을 목표로 하고 있다.

그림13 유지보수 시장 점유율



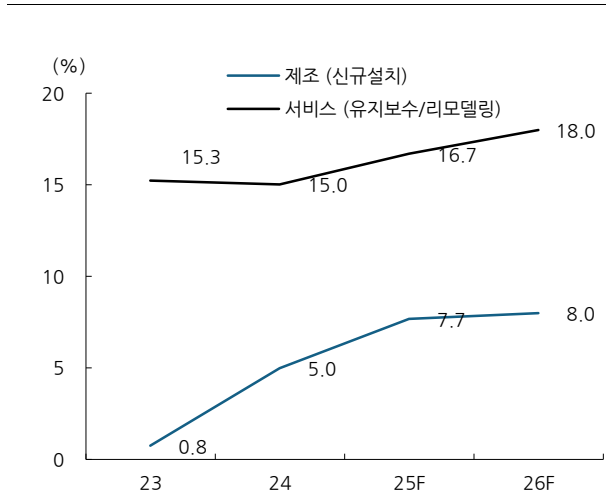
자료: 현대엘리베이터, DS투자증권 리서치센터

그림14 유지보수 수주 가이드스



자료: 현대엘리베이터, DS투자증권 리서치센터

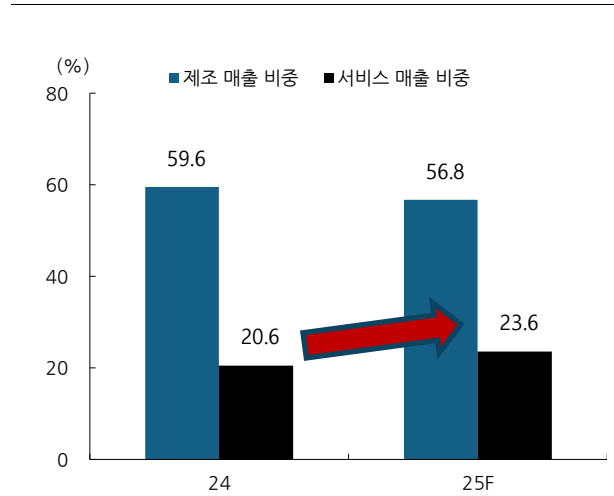
그림15 사업부별 영업이익률 비교



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

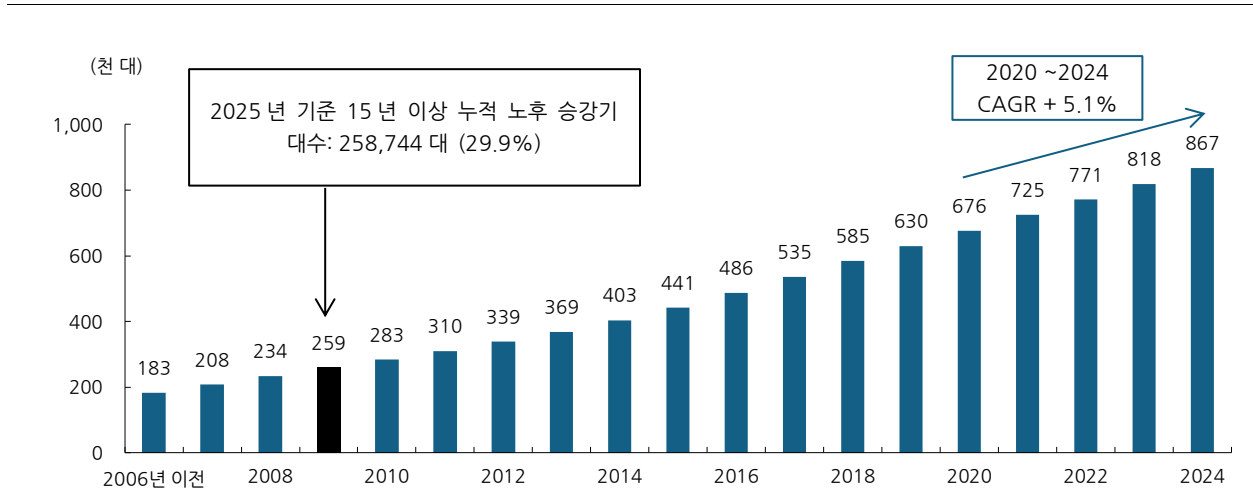
주: 연결 실적 기준

그림16 서비스 부문 매출 비중 변화



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

그림17 유지보수 대상 국내 승강기 대수 추이



자료: 한국승강기안전공단, DS투자증권 리서치센터

투자포인트 4. 중국 적자 사업 중단으로 손익 구조 개선

2022년 중국 법인 적자 규모 273억까지 증가

동사는 중국 상해에 생산 기지를 보유 중이다. 상해 법인은 동사의 해외 수출 승강기와 중국 내수용 승강기를 생산한다. 한때 중국 내수 시장 공략을 위해 중국 전역에 20개 이상의 지점을 운영했다. 하지만 중국 승강기 업체들의 가격 경쟁력과 중국 건설업 부진으로 인해 중국 법인의 적자 규모는 273억원까지 증가했다.

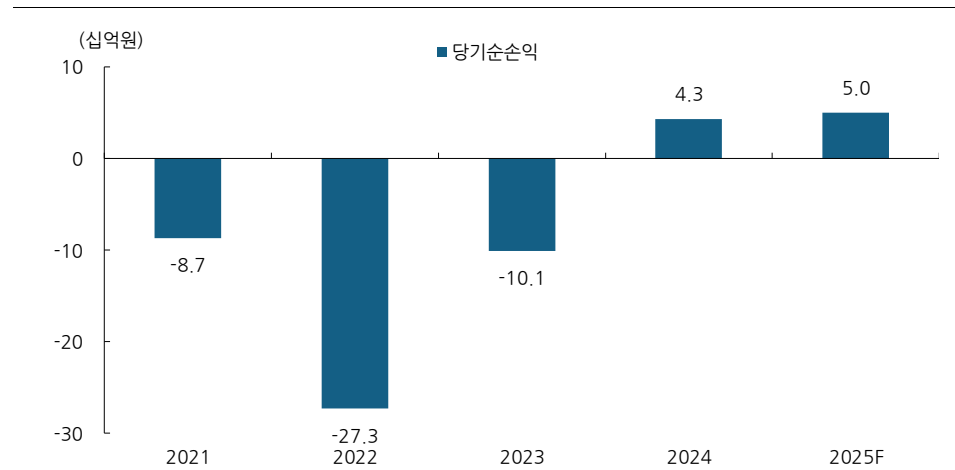
중국 내수 사업 중단으로
슬림화 단행 → 24년 순이익 43억원 흑자 전환, 25년 50억원 내외 예상

24년을 기점으로 중국 내수 사업을 중단했다. 중국 전역의 20개가 넘는 점포는 모두 폐쇄했다. 조직 슬림화를 단행했고 그 결과 24년 중국 법인의 순이익은 43억원으로 흑자 전환했다. 25년에도 약 50억원 내외의 순이익을 기록할 전망이다. 중국 내수 적자 사업 중단을 통해 연결 실적 기준 연간 200억원 이상의 순이익 증가 효과를 기대할 수 있게 됐다.

중국 법인은 해외 생산 기지 역할 하며 안정적 흑자 기조 마련 전망

현재 중국 법인은 동사의 제 3국 수출을 위한 생산 기지 역할을 하고 있다. 베트남, 튀르키예, 인도네시아, 말레이시아가 그 대상이다. 베트남과 튀르키예 각각 1,000대, 4,000대 이상의 승강기가 설치되어 있어 유지보수를 통해 흑자 기반을 마련했다. 인도네시아는 유지보수만 영위하고 있으며 말레이시아는 판매 위주지만 싱가포르까지 시장을 확대하여 안정적 흑자 기조를 마련할 전망이다.

그림18 상해법인(현대전체유한공사) 당기순손익 추이



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

투자포인트 5. 비핵심 자산 현금화 가능성과 이를 통한 배당 확대

나진 상가 재건축으로 현재 대비 두 배 이상 가치 재평가 가능

현재 보유 중인 비핵심 자산은 1)반얀트리 호텔, 2)양평 블룸비스타 호텔, 2) 용산 나진상가, 4) 연지동 사옥이 있다. 나진 상가는 2022년 1,050억원에 취득했으며 현재 감정가는 약 1,500억원 이상으로 추정된다. 나진 상가는 재건축 인허가를 26년에 받아 착공에 들어갈 전망이다. 30층 규모로 지어질 전망이다. 현재 가치 대비 두 배 이상 평가될 가능성이 높다.

연지동 사옥은 2017년 11월에 매입했으며 현재 감정가는 약 4,000억원으로 추정된다. 나진 상가 재건축 이후 사옥을 연지동에서 용산으로 옮기는 방법도 검토 될 수 있다. 이 경우 연지동 사옥을 매각할 것으로 예상된다.

연지동 사옥 or 나진 상가
매각 가능 → 일회성 이익
배당한다고 밝힌 바 있어
배당 증가 가능 전망

우리는 비핵심 자산인 연지동 사옥 혹은 나진 상가를 매각할 수 있다고 판단한다.
동사는 비핵심 자산 매각을 통한 일회성 이익에 대해서도 배당할 수 있다고 밝힌 바
있다. 비핵심 자산 중 일부에 대해서 매각 가능성 매우 높다고 판단되며 이를 통한
배당 증가가 가능할 전망이다.

그림19 나진전자월드 상가



취득가액 1,050 억원
취득일 2022-02-03

자료: 언론보도, DS투자증권 리서치센터

그림20 종로 연지동 사옥



취득가액 2,450 억원
취득일 2017-11-01

자료: 언론보도, DS투자증권 리서치센터

표4 현대엘리베이터 비핵심자산 가치 평가

(십억원)	추정 가치	비고	매각가능성
비핵심자산 가치	1,390		
반얀트리호텔	500	감정가액	-
블루비스타	120	장부가	-
나진상가	150	비영업용	O
연지동 사옥	400	비영업용	O
현대무백스	220	지분가치	X

자료: Dart, 언론보도 종합, DS투자증권 리서치센터 추정

그림21 현대엘리베이터 일회성 이익 배당 관련 내용

일회성 이익의 일정 비율 현금배당 또는 자기주식 취득/소각



2Q24 에 전기 일회성이익(주주대표소송 관련 손해배상금 수 취분 반영)의 배당지급 후 잔액 중 일부인 542억원(주당 1,500원) 책정해 지급

자료: 현대엘리베이터, DS투자증권 리서치센터

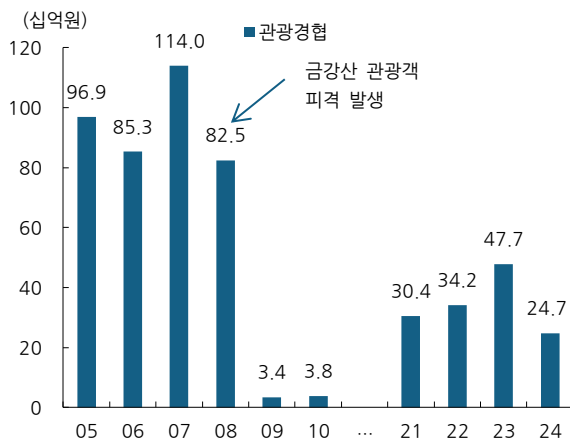
투자포인트 6. 국내 유일 대북 사업권

국내 기업 중 가장 포괄적
점적 대북 사업권 보유

동사의 자회사인 현대아산은 국내 기업 중 가장 포괄적이고 독점적인 대북 사업권을 보유하고 있다. 1998년 금강산 관광 독점권, 2000년 개성공단 개발권을 확보했다. 백두산 관광, 동해선·경의선 연결 등 7개 분야에 대한 포괄적 사업권을 갖고 있다. 여기에는 미국 트럼프 대통령이 개발에 관심을 갖고 있던 원산 리조트 단지도 포함된다. 이 권리는 단순 참여가 아닌 기획부터 운영까지 포함하는 독점적 권한이다.

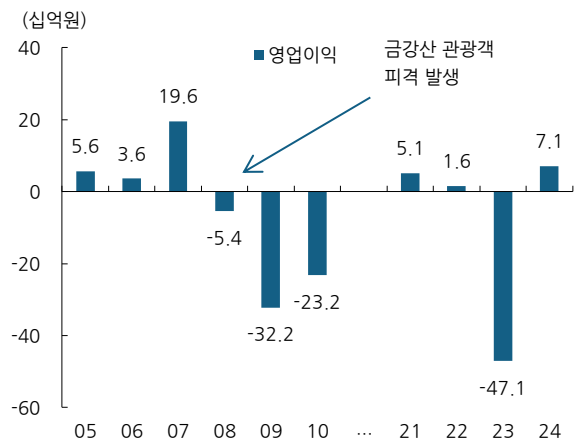
2008년 금강산 관광 중단 이후 대북 사업이 전부 중단 상태이다. 다만 트럼프 대통령과 김정은 위원장 간의 외교 관계 개선 가능성과 한국의 대북 정책 변화 여부에 따라 향후 금강산 관광, 개성공단 등 주요 대북 프로젝트 재개 가능성도 거론될 수 있다. 현대 아산의 독점적 대북사업에 대한 재평가가 예상되는 부분이다.

그림22 현대아산 관광경협 매출액 추이



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림23 현대아산 영업이익 추이



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림24 미 트럼프 대통령 1기 시절부터 원산-갈마 리조트 관심

"북한 원산-갈마에 대형 관광리조트 건설... 해안도시 큰 잠재력"

입력 2018.06.27 16:50 수정 2018.06.27 16:50

이에 앞서 도널드 트럼프 미국 대통령은 23일(현지시간) 한 케이블 방송에 출연해 "그들(북한)은 입지(location)라는 측면에서 엄청난 잠재력이 있다.

놀라운 부동산을, 믿을 수 없을 정도로 자연의 잠재력을 갖고 있다"고 평가했다.

트럼프 대통령은 그러면서 '북한 해변에 콘도를 지을 수도 있느냐'는 사회자의 질문에 "그렇게 될 것으로 확신한다"고 덧붙였다.

자료: 언론보도, DS투자증권 리서치센터

그림25 트럼프 김정은 관련 최근 코멘트

트럼프 "김정은과 무언가 할 것...좋은 관계로 소통 중"

트럼프 대통령은 이날 백악관에서 기자들과 만나 김 위원장에게 연락할 계획이 있느냐는 질문에 "그렇다"며 이렇게 밝혔다. 그는 "여러분이 듣기 싫을지 모르지만, 나는 김정은과 좋은 관계를 맺고 있다"며 "그와 매우 잘 지냈다. 이는 아주 중요하다"라고 강조했다.

그는 집권 1기인 2017년 초 김 위원장을 '리틀 로켓맨'이라 부르던 때를 언급하며 "그러다 어느 날 그들이 만나고 싶다는 연락을 해왔다. 우리는 만났고 좋은 관계를 이어갔다"라고 회상했다.

자료: 언론보도, DS투자증권 리서치센터

투자포인트 7. 수익률 10%의 높은 배당 지속할 수 밖에 없는 이유

당사가 발간한 23년 11월 보고서 '경영권 분쟁의 모든 것'에서 우리는 현대 엘리베이터의 배당 규모가 향후 최소 4배 이상 증가할 것이라고 전망했다. 그 근거로 동사의 모회사인 현대 홀딩스가 H&Q로부터 조달한 자금의 상환과 이자 지급 때문이라고 분석한 바 있다.

그 이후 실제 동사의 배당 규모는 우리의 예상치를 크게 초과하는 10배 규모로 증가했다. 22년 주당 500원에서 24년 5,500원으로 증가했다.

배당 정책 지속 및 비핵심 자산 매각에 따른 일회성 이익 배당 활용 가능성 ↑

우리는 이러한 배당 정책이 향후에도 지속될 것으로 판단한다. 또한 앞서 주장한 비핵심 자산 매각에 따른 일회성 이익도 배당 재원으로 활용될 가능성이 높다고 판단한다. 이는 현대홀딩스가 보유한 유일한 계열사가 현대엘리베이터이며 자금 상환을 위해 배당 의존도가 높기 때문이다.

현대 홀딩스가 H&Q로부터 조달한 자금은 3,188억원으로 3개의 트랜치로 구성된다. 1)RCPS 1,058억원, 2) CB 1,330억원, 3) EB 800억원이다. 이 중 RCPS와 CB는 현대홀딩스 주식이 전환 대상인 반면 EB는 현대엘리베이터 주식이 교환 대상이다.

1) 현대 홀딩스가 CB와 EB에 대해 H&Q에 지급해야 하는 쿠폰 이자가 연간 130억원에 달하며, 2) 만기 보장 수익률이 10%에 달하기 때문에 1,058억원의 RCPS 콜 행사 (2025년 9월부터 순차적 가능)를 위한 자금이 필요하며, 3) CB또한 26년부터 콜 행사가 가능하기 때문에 대규모 자금이 필요하다.

상당 기간 고배당 정책 유지 가능성 높다고 판단

현대 엘리베이터에 대한 현대 홀딩스의 지분율이 19.3%에 불과하여 현대 엘리베이터는 상당 기간 현재의 고배당 정책을 유지할 가능성이 높다고 판단된다. 25년 중간 배당을 포함하여 최소 주당 6,000원의 배당이 예상되며 전일 종가 기준 배당 수익률은 9.6%이다.

표5 현대홀딩스컴퍼니 - H&Q코리아 SPA 계약 내역

구분	내용	비고
투자금액	약 3,188억원	
투자방식	CB, EB, RCPS	
주식근질권 설정	현대홀딩스컴퍼니가 보유한 현대엘리베이터 보통주 전량	752만 7,380주
발행규모	RCPS 1,058억원, CB 1,330억원, EB 800억원,	
EB 교환 대상 주식	현대엘리베이터 보통주 4.87%	190만 주
Coupon rate	CB 연 8.5%, EB 연 2%	연 금리로 환산 시 6% 안팎
IRR	12~20%	
만기보장수익률	9%	

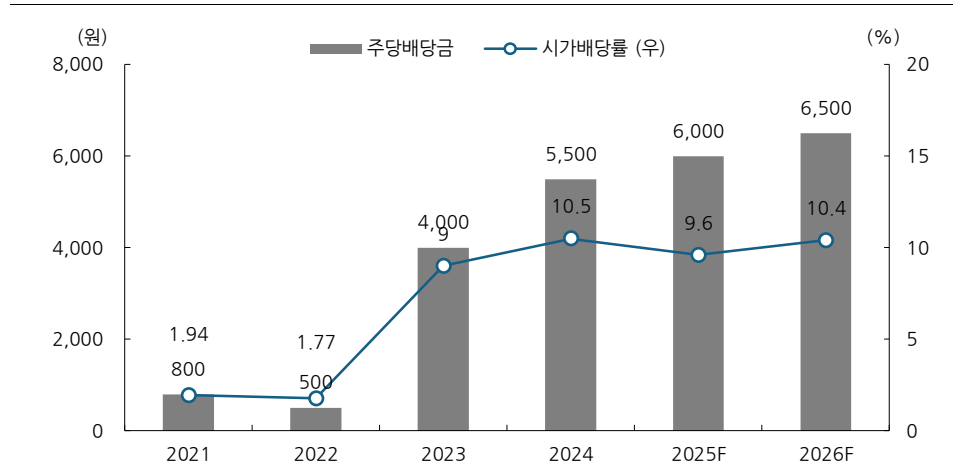
자료: 언론보도, 업계 자료, DS투자증권 리서치센터

표6 현대홀딩스컴퍼니 교환사채 및 전환사채 발행 내용 정리

구분	내용
교환사채 (EB)	
발행가액 (십억원)	80
액면이자율	2%
만기상환금액	168.80%
교환권 행사가격	42,000원
교환권 행사 시 발행주식종류	현대엘리베이터 보통주 1,904,761주 (발행주식수의 4.87%)
콜옵션 기간	2029-11-16 ~ 2029-12-16
전환사채 (CB)	
발행가액 (십억원)	133
액면이자율	8.50%
상환보장수익률	12%
전환가액	46,287원
전환청구기간	2024-11-16 ~ 2053-11-16
콜옵션 기간	2026-11-16 ~ 2028-03-16
전환상환우선주(RCPS)	
발행가액 (십억원)	105.8
발행주식수	2,295,420
전환청구기간	2024-09-11 ~ 2054-09-11
콜옵션 기간	1차: 2025-09-11 ~ 2027-03-11 2차: 2026-09-11 ~ 2028-02-11

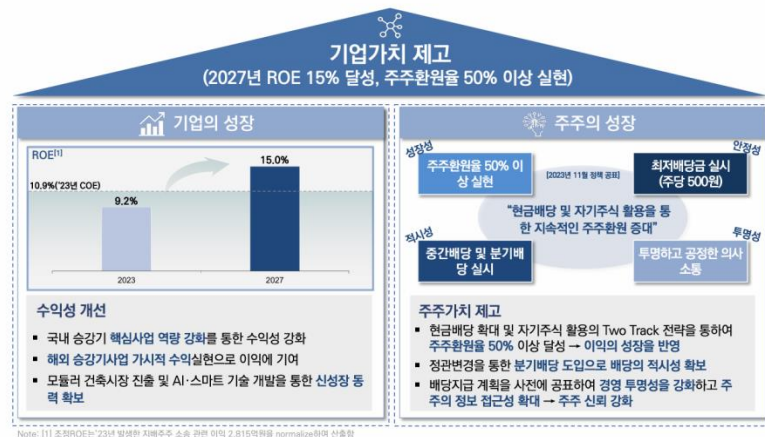
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림26 주당배당금 및 시가배당을 추이 및 전망



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림27 현대엘리베이터 기업가치 제고 방안



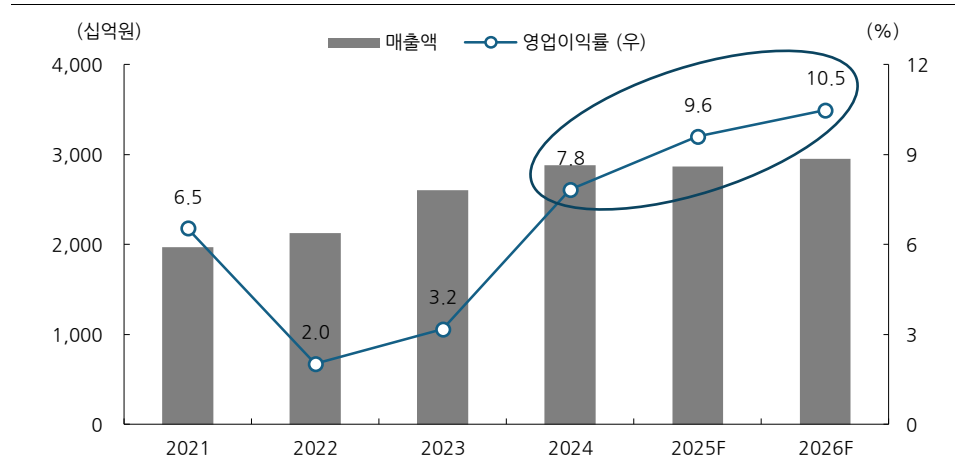
자료: 현대엘리베이터, DS투자증권 리서치센터

실적 전망 - 25년 영업이익 +21.8% YoY

25년 연결 매출액은 2.86조원 (-0.7% YoY), 영업이익 2,750억원 (+21.8% YoY, OPM 9.6%), 지배주주 순이익 2,005억원을 전망한다. 교체 수요(리모델링)와 유지보수의 성장에도 불구하고 전방 산업인 건설과 부동산 시장 부진으로 신규 설치 시장의 수요가 감소하여 전체 매출은 전년 수준에 그치겠다. 부문 별로는 제조 매출은 -5.5% YoY 감소하겠으나 마진이 높은 서비스 매출은 14% YoY 성장할 전망이다.

다만 마진이 높은 유지보수 (서비스) 매출 비중이 증가하고 제조 원가율이 개선되면서 영업이익은 전년 대비 +21.8%의 성장이 예상된다.

그림28 현대엘리베이터 매출액 및 영업이익률 추이



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

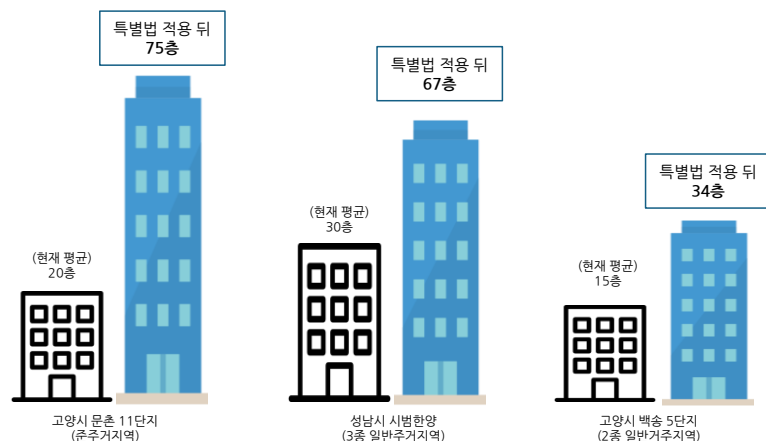
25년 신규 설치 수주 잔고 10% 증가 → 26년 매출에 반영 시작

약 3만 5천여 가구 재건축
예정으로 다수의 고부가가
치 엘리베이터 수주 기대

다만 26년부터는 매출 증가가 기대되는데 그 이유는 1기 신도시 재건축에 따른 발주 물량 증가에 기인한다. 총 13개 구역에서 3만 5,897가구의 재건축이 예정되어 있다. 과거 15~30층 높이 건물이 34~75층으로 높아지면서 대당 단가가 높은 고부가가치 고속 엘리베이터 수주가 기대된다.

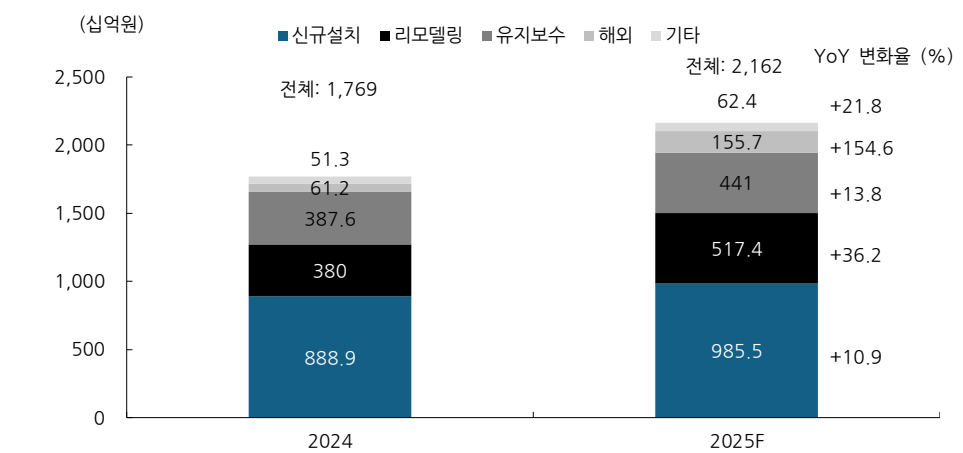
회사가 목표로 제시하는 25년 신규 설치 수주 규모는 약 9,855억원으로 24년 8,889억 대비 10.9% 성장할 전망이다. 리드타임 1년~2년을 감안하면 수주 증가가 매출에 반영되는 시기는 26~27년으로 예상된다. 전체 수주 규모도 25년 2.16조원으로 24년 1.77조원 대비 +22% YoY 증가할 전망이다.

그림29 1기 신도시 재건축 특별법 적용 시 대표 단지 층수 변화



자료: 언론보도 종합, DS투자증권 리서치센터/ 주: 향후 지자체 계획 등 통해 변경 가능

그림30 현대엘리베이터 별도 기준 24, 25F 사업부문별 수주잔고 및 변화율



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

표7 현대엘리베이터 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,973.4	2,129.3	2,602.1	2,885.3	2,864.9	2,954.0
YoY	8.4	7.9	22.2	10.9	-0.7	3.1
제조 매출	1,399.1	1,501.8	1,643.4	1,720.4	1,625.8	1,658.3
YoY	14.0	7.3	9.4	4.7	-5.5	2.0
서비스 매출	419.4	427.9	549.9	593.7	676.8	771.6
YoY	-14.5	2.0	28.5	8.0	14.0	14.0
기타(물류자동화, 관광 등)	385.4	396.9	635.4	802.3	762.2	724.1
YoY	48.9	3.0	60.1	26.3	-5.0	-5.0
영업이익	129.0	43.0	82.6	225.7	275.0	309.6
YoY	-14.0	-66.7	92.1	173.2	21.8	12.6
제조 영업이익	30.1	-21.7	12.5	85.8	125.2	132.7
서비스 영업이익	71.4	78.1	83.9	89.2	113.0	138.9
기타 영업이익	32.1	-6.1	-8.2	42.3	45.7	47.1
영업이익률	6.5	2.0	3.2	7.8	9.6	10.5
제조	2.1	-1.4	0.8	5.0	7.7	8.0
서비스	17.0	18.3	15.3	15.0	16.7	18.0
기타	8.3	-1.5	-1.3	5.3	6.0	6.5
당기순이익	112.4	78.2	309.9	193.9	214.9	265.9
당기 순이익률	5.7	3.7	11.9	6.7	7.5	9.0
지배주주순이익	113.1	78.4	318.9	183.2	200.5	245.2
지배주주순이익률	5.7	3.7	12.3	6.3	7.0	8.3
연결조정	-230.4	-197.3	-226.6	-231.2	-200.0	-200.0
연결조정	-4.5	-7.2	-5.6	8.4	9.0	9.0

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

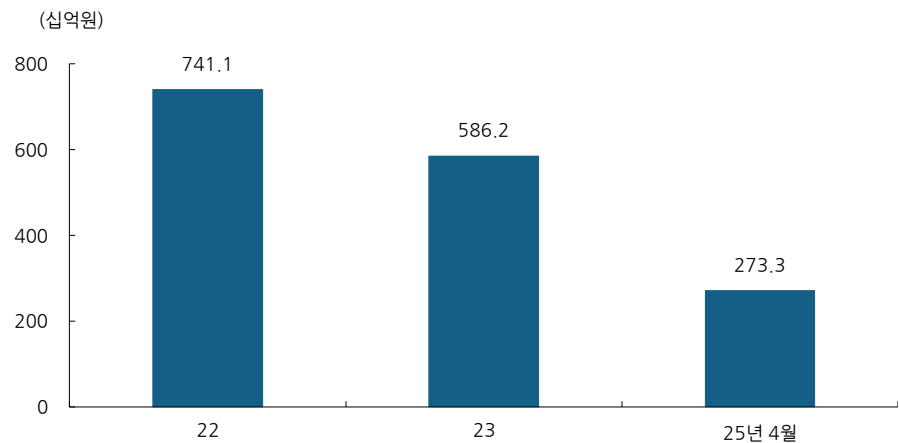
주요 Check Point

1. 현대 아산에 대한 책임준공 이행 보증

채무보증 및 채무인수 규모 감소 추세

현대엘리베이터는 자회사 현대아산의 건축사업과 관련해 책임준공 이행을 보증해왔다. 이는 현대아산이 국내 건설업계에서 상대적으로 인지도가 낮기 때문이며 신뢰 제고를 위한 조치였다. 다만 지금까지 해당 보증이 현대엘리베이터에 실질적인 재무적 부담을 초래한 사례는 없다. 대부분의 프로젝트가 기한 내 준공되면서 우발채무 규모도 꾸준히 감소하고 있다. 아울러 책임준공 이행 보증 기준 역시 점차 강화되는 추세다. 실제로 관련 채무보증 및 채무인수 규모는 2024년 5,862억원에서 2025년 현재 약 2,733억원으로 크게 줄어든 것으로 추정된다.

그림31 책임준공 미이행시 채무 인수



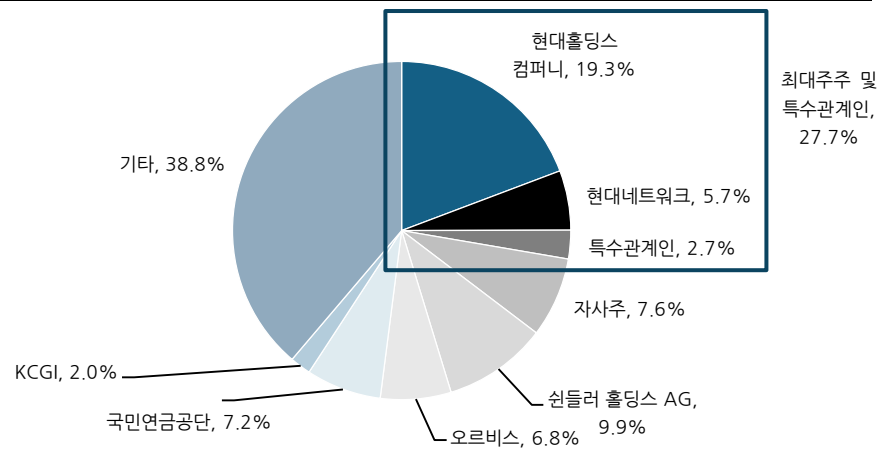
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

2. 2대 주주 쉐들러의 Exit 여부

2대 주주 쉐들러 추가 지분 매각 가능성 존재

과거 주주대표소송을 제기했던 2대 주주 쉐들러는 2023년 6월부터 기존 12%였던 지분을 일부 매각해 현재는 9.9% 수준까지 낮춘 상태다. 쉐들러 측은 지분 매각이 투자 회수 목적일 뿐이라며 지분 10% 이상을 유지하며 주요 주주로 남을 의사를 밝힌 바 있다. 실제로 주주총회에 대리인을 출석시키는 등 주주로서의 역할도 지속하고 있다. 다만 과거 주주 대표 소송을 통한 대주주와의 갈등 그리고 국내 승강기 시장 내에서 입지가 약화된 점을 고려하면 지분 보유의 명분은 크게 줄어들었다. 향후 추가 지분 매각 가능성도 배제할 수 없다.

그림32 현대엘리베이 지분 구조 현황

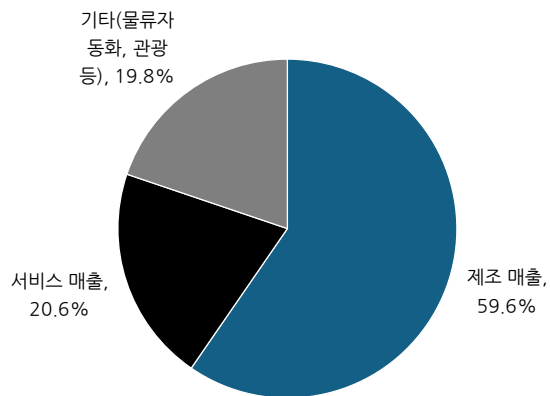


자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

Appendix: 기업개요

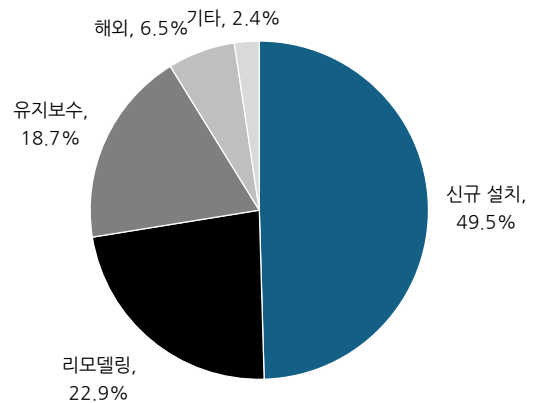
현대엘리베이터는 에스컬레이터, 무빙워크 등 생산, 판매, 설치 및 유지보수 사업을 영위하고 있다. 24년 연결 매출액 기준 기준 승강기 제조 판매 59.6%, 설치 및 유지보수가 20.6%이며 별도 기준으로는 신규 설치 49.5%, 리모델링 22.9%, 유지보수 18.7%로 구분한다. 주요 종속회사로는 물류자동화(현대무백스), 반얀트리 (현대엘엔알), 대북 사업 및 건설업(현대아산) 등을 영위하고 있다. 최대주주는 현대홀딩스컴퍼니(지분 19.26%)이다.

그림33 현대엘리베이터 24년 연결 기준 사업부별 매출 비중



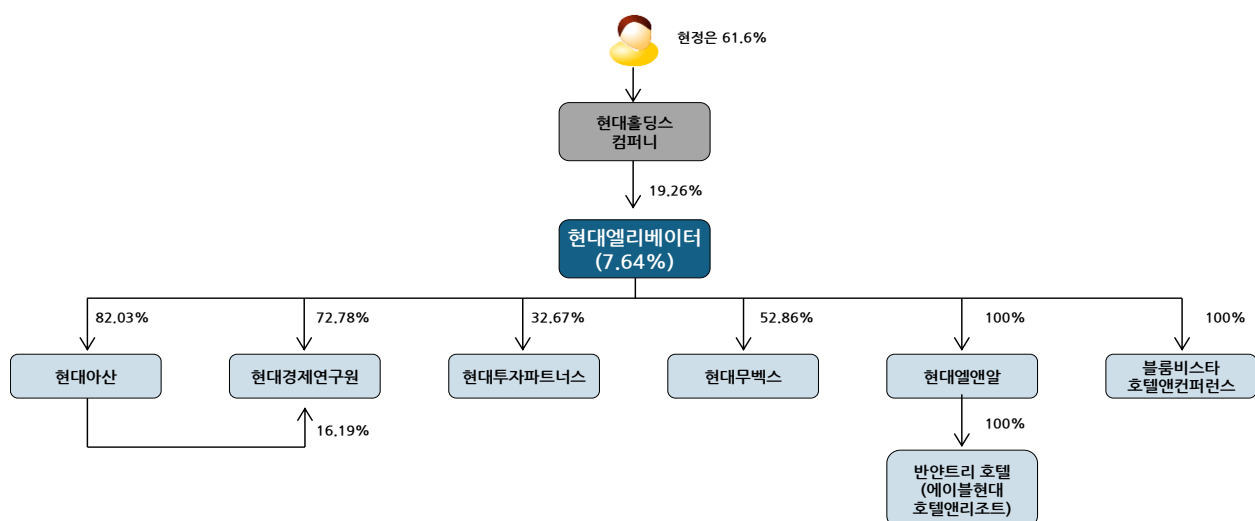
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림34 현대엘리베이터 24년 별도 기준 사업부별 매출 비중



자료: 현대엘리베이, DS투자증권 리서치센터

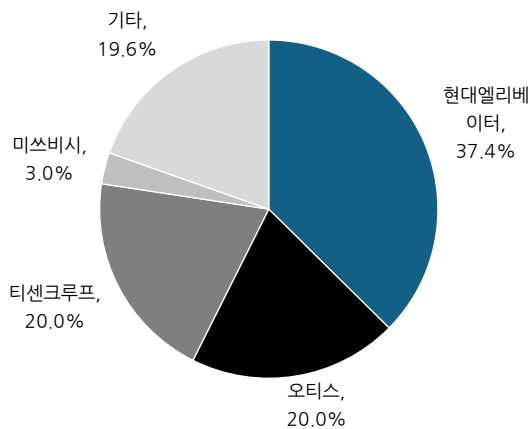
그림35 현대엘리베이 지분구조도



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

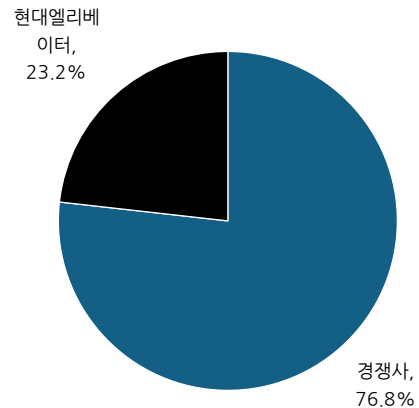
동사는 국내 승강기 판매/설치 대수 18년 연속 M/S 1위(24년 37.4%)를 유지하고 있으며 유지관리 대수에서도 10년 연속 M/S 1위(24년 23.2%)이다. 판매/설치 기준 주요 경쟁사는 오티스(20%), 티센크루프(20%), 미쓰비시(3%)등으로 동사는 경쟁사 대비 높은 점유율을 확보하고 있다. 영업이익 규모에서도 차이가 난다.

그림36 24년 기준 승강기 판매/설치대수 점유율



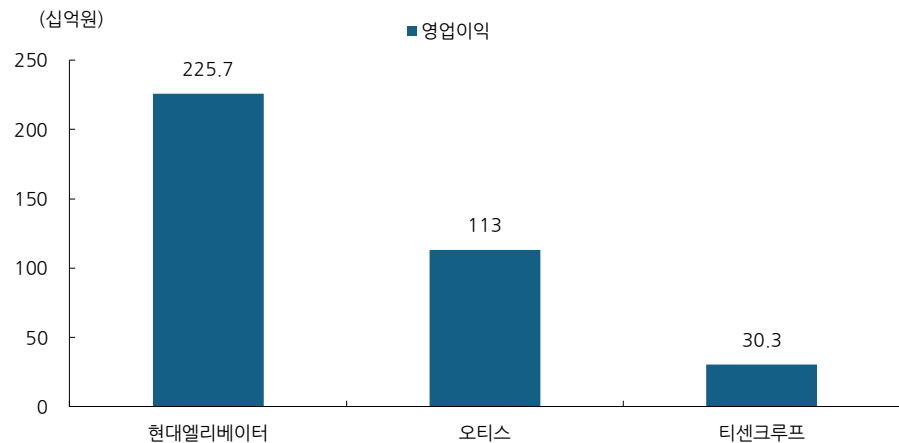
자료: 현대엘리베이터, DS투자증권 리서치센터

그림37 24년 기준 승강기 유지관리대수 점유율



자료: 한국승강기안전공단, DS투자증권 리서치센터

그림38 24년 기준 경쟁사와 영업이익 비교



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

동사가 판매하는 내수용 엘리베이터는 충북 충주에서 생산하고 있으며 수출용은 중국 상해에서 생산한다. 충주 공장의 자동화율은 80%에 달한다. 에스컬레이터는 24년 9월 거창에 케이에스컬레이터라는 자회사를 설립하여 생산하고 있다. 기존에는 상해 법인에서 전량 생산하였지만 에스컬레이터 부품 국산화 비율을 높이고 국내 에스컬레이터 생태계 복원의 차원에서 케이에스컬레이터로 생산 거점을 옮겼다. 케이에스컬레이터는 현대엘리베이터가 지분 51%를, 나머지 49%는 협력 민간업체가 소유한다. 에스컬레이터는 민간 시장 위주로 공급을 진행하고 있다.

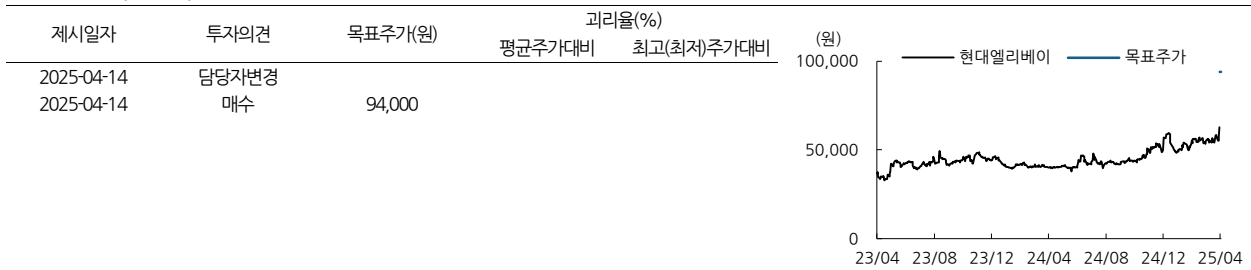
[현대엘리베이 017800]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	1,096	1,346	1,536	1,423	1,479	매출액	2,129	2,602	2,885	2,865	2,954
현금 및 현금성자산	183	388	452	345	388	매출원가	1,814	2,163	2,298	2,231	2,274
매출채권 및 기타채권	290	342	351	344	355	매출총이익	315	439	587	634	680
재고자산	76	74	72	72	75	판매비 및 관리비	272	356	362	359	370
기타	547	542	661	661	661	영업이익	43	83	226	275	310
비유동자산	1,918	2,190	2,038	2,016	2,004	(EBITDA)	84	131	274	325	359
관계기업투자등	404	453	323	321	314	금융손익	-25	-38	-33	-65	-65
유형자산	1,068	1,126	1,155	1,133	1,114	이자비용	29	46	56	65	65
무형자산	92	270	261	265	271	관계기업등 투자손익	-10	78	70	0	0
자산총계	3,014	3,535	3,574	3,439	3,483	기타영업외손익	103	278	-4	76	109
유동부채	1,223	1,334	1,638	1,628	1,642	세전계속사업이익	110	402	258	286	354
매입채무 및 기타채무	417	449	462	452	466	계속사업법인세비용	32	92	64	71	88
단기금융부채	407	473	759	759	759	계속사업이익	78	310	194	215	266
기타유동부채	399	412	417	417	417	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	625	830	593	595	597	당기순이익	78	310	194	215	266
장기금융부채	293	520	275	275	275	지배주주	78	319	183	201	245
기타비유동부채	331	310	319	320	322	총포괄이익	78	308	195	215	266
부채총계	1,848	2,164	2,231	2,223	2,239	매출총이익률 (%)	14.8	16.9	20.4	22.1	23.0
지배주주지분	1,153	1,286	1,255	1,128	1,156	영업이익률 (%)	2.0	3.2	7.8	9.6	10.5
자본금	212	212	212	212	212	EBITDA마진률 (%)	4.0	5.0	9.5	11.3	12.2
자본잉여금	570	574	571	571	571	당기순이익률 (%)	3.7	11.9	6.7	7.5	9.0
이익잉여금	395	622	593	594	623	ROA (%)	2.6	9.7	5.2	5.7	7.1
비지배주주지분(연결)	13	86	88	88	88	ROE (%)	6.9	26.1	14.4	16.8	21.5
자본총계	1,167	1,372	1,342	1,215	1,244	ROIC (%)	3.1	4.9	11.5	13.7	15.5

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-14	49	256	122	288	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	78	310	194	215	266	P/E	14.7	5.4	11.2	11.3	9.2
비현금수익비용가감	53	-22	143	-89	21	P/B	1.0	1.3	1.6	2.2	2.1
유형자산감가상각비	41	49	48	50	49	P/S	0.5	0.7	0.7	0.9	0.8
무형자산상각비	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	18.4	17.1	9.3	9.4	8.4
기타현금수익비용	12	-71	95	-139	-28	P/CF	8.8	6.0	6.1	19.6	8.6
영업활동 자산부채변동	-119	-167	34	-3	1	배당수익률 (%)	1.8	9.0	10.5	9.6	10.4
매출채권 감소(증가)	-32	-57	-7	7	-11	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-16	5	0	0	-2	매출액	7.9	22.2	10.9	-0.7	3.1
매입채무 증가(감소)	0	-37	11	-10	14	영업이익	-66.7	92.1	173.2	21.8	12.6
기타자산, 부채변동	-71	-78	30	0	0	세전이익	-31.4	264.8	-35.7	10.8	23.7
투자활동 현금	-161	33	14	-31	-28	당기순이익	-30.4	296.1	-37.4	10.8	23.7
유형자산처분(취득)	-3	-57	-59	-29	-30	EPS	-30.7	325.0	-42.6	18.5	22.3
무형자산 감소(증가)	-11	-2	-2	-4	-5	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-35	100	73	2	6	부채비율	158.4	157.8	166.2	182.9	180.0
기타투자활동	-112	-8	2	0	0	유동비율	89.6	100.9	93.8	87.4	90.0
재무활동 현금	-5	121	-211	-199	-217	순차입금/자기자본(x)	34.2	37.1	37.3	50.0	45.4
차입금의 증가(감소)	62	232	53	0	0	영업이익/금융비용(x)	1.5	1.8	4.1	4.2	4.8
자본의 증가(감소)	-63	-171	-201	-199	-217	총차입금 (십억원)	700	993	1,034	1,034	1,034
배당금의 지급	33	23	201	199	217	순차입금 (십억원)	399	509	501	608	565
기타재무활동	-4	60	-63	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-178	204	65	-107	43	EPS	1,920	8,159	4,686	5,554	6,791
기초현금	362	183	388	452	345	BPS	28,258	32,896	32,095	28,851	29,581
기말현금	183	388	452	345	388	SPS	52,169	66,563	73,807	73,285	75,565
NOPLAT	31	64	169	206	232	CFPS	3,224	7,359	8,618	3,212	7,336
FCF	-148	154	385	92	259	DPS	500	4,000	5,500	6,000	6,500

자료: 현대엘리베이, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

현대엘리베이 (017800) 투자의견 및 목표주가 변동추이



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2025.03.31

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.