

산업분석

자동차

2019. 5. 27

Overweight

전기차 플랫폼 전쟁

새로운 경쟁의 시작과 변화, 그리고 기회

- Part I 전기차 플랫폼 전쟁
- Part II Cost-Down의 핵심: 배터리, 그리고 모터
- Part III 현대차그룹 파워트레인의 변화, 그리고 기회
- Part IV 종목별 투자의견



이베스트투자증권 **유지웅** 입니다.

2019년 들어 시장에서 자동차 업종에 대한 인식이 긍정적으로 변하고 있습니다. 연초이후 대형 SUV의 판매실적이 예상치를 웃돌기 시작했고, 제네시스 신차 기대감 등으로 현대차 그룹에 대한 부정적 인식이 점차 사라지기 시작했습니다. 하지만 현 시점에서 추가로 주가 re-rating에 성공하기 위해서는 몇가지 선결조건이 있습니다. 중국이 회복되면 좋겠지만, 대외변수의 영향이 너무 큼니다. 따라서 반등의 조건일 수는 있겠지만, 최우선 선결조건은 아니라고 생각합니다.

자동차 회사들은 기존에 내놓은 계획안에 따라 2019년부터 전기차 전용 플랫폼 개발에 적극 참여하는 것으로 나타나고 있습니다. 폭스바겐, 현대차, 토요타 등이 친환경차 플랫폼을 소개하거나 개발현황을 공식적으로 공개하고 있습니다. Early-Mover Advantage를 노리기 위해 자동차 회사들은 전기차 플랫폼을 적극적으로 활용하고 홍보하기 까지 하며 양산시 발생하는 고정비를 최소화하고자 하는 전략들을 펼치고 있습니다. 현대차그룹은 **오는 2020년부터 친환경차 조기 가동전략의 성공으로 기업 가치 상승의 실마리가 나타날 것**으로 판단합니다.

전세계에서 가장 성숙되고 가장 대규모의 자동차 시장이 열리는 미국에서는 현재 약 60%의 산업 수요가 SUV로 이뤄져 있습니다. 이 수치는 앞으로도 계속 올라가게 되어 있습니다. (과거 40년간 이 수치는 금융위기 두개 구간을 제외하고는 계속 상승해 왔습니다) 이 수요를 미국에서는 EV로 대응하는 데에는 한계가 있습니다. HEV가 오히려 궁극적인 답입니다. 현대차의 경우, HEV 파워트레인 기술이 유럽 업체들에 비해 상대적으로 앞서 있어, 2020년부터는 HEV기반 SUV의 투입으로 경쟁구도에서 우위를 선점할 수 있을 것으로 예상됩니다.

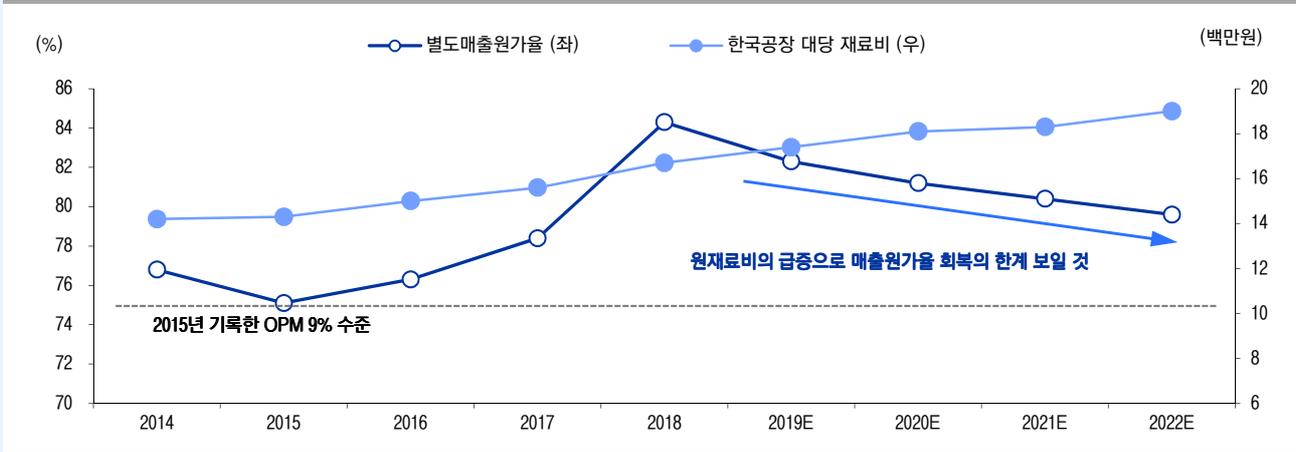
저는 **대한민국 자동차**, 2019년을 기점으로 회복국면에 접어든 것으로 판단합니다. Top Picks로는 현대모비스, 현대위아를 추천드립니다.

자동차/타이어
Analyst **유지웅**
02 3779 8886
jwy00@ebestsec.co.kr



Key Charts

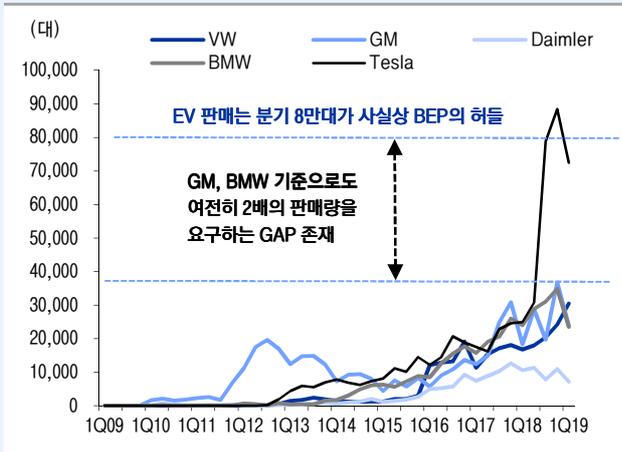
현대차의 원가율과 재료비: 신차개발로 인한 재료비 확대로 원가율 개선은 제한적인 속도로 개선



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

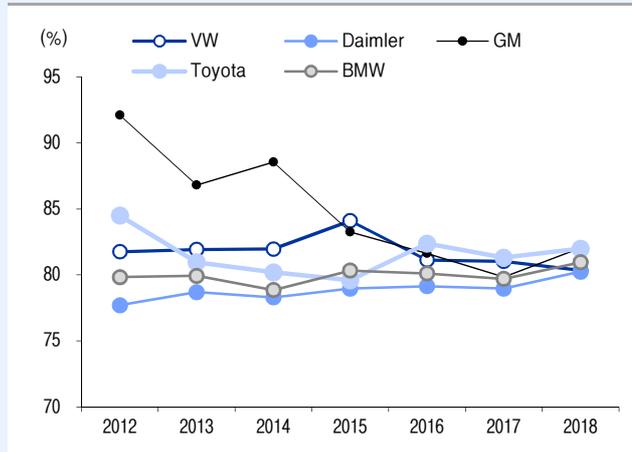
- 2021년까지 완성차는 SUV 빅 Cycle로 인해 이익 반등이 나타날 것
- 그러나 이후부터는 친환경차 비중의 급증으로 원가율 회복에 대한 우려도 공존

대형 OEM 들은 EV 판매를 끌어올리지 못하고 있음



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 OEM 별 원가율: 상승추이가 18년부터 본격화

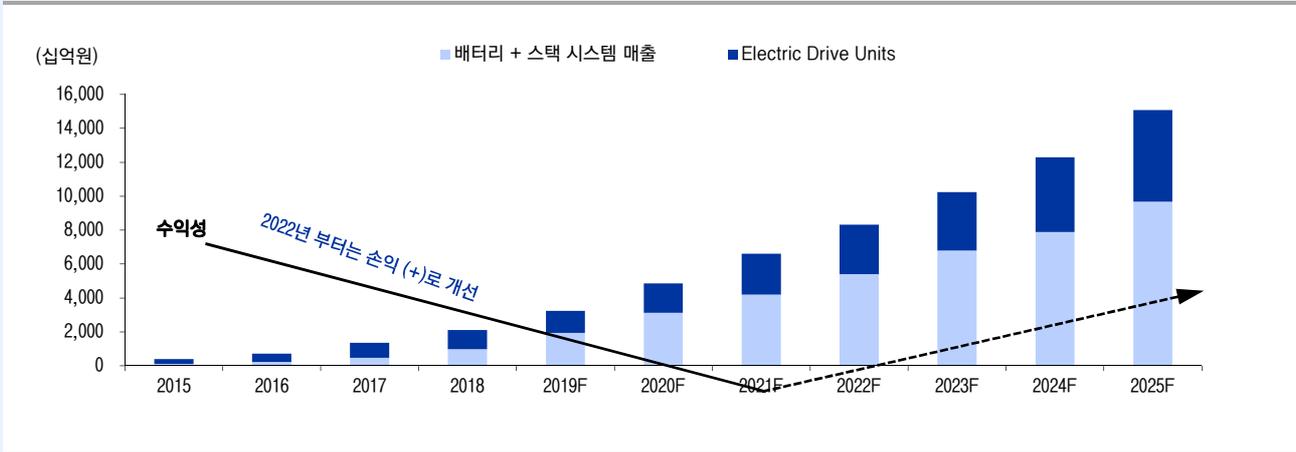


자료: 삼성전자, 이베스트투자증권 리서치센터

- 이익 확보에 성공한 Tesla와는 다르게 대형 OEM 들의 EV 판매량은 아직 본격화 전
- OEM 들의 원가율은 상승하기 시작: EV 플랫폼 전략이 향후 Key 성장 동력

Key Charts

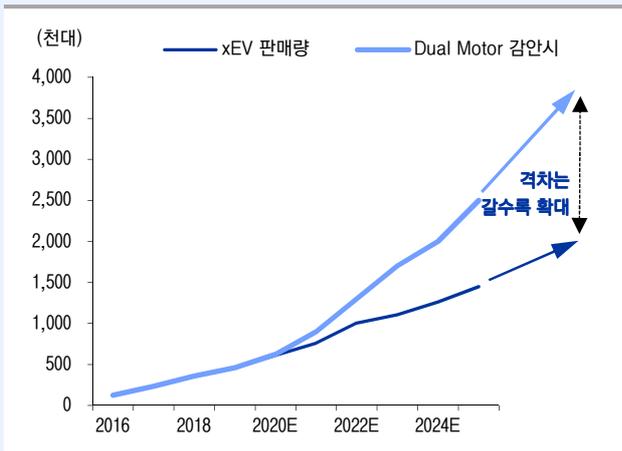
현대모비스 전동화부문 매출액 및 손익: 배터리는 cell cost 증가 요인까지 더해지게 되며 부담요인으로 작용. 제조사는 eDrive Unit 에서 cost-down 을 극대화 하는 전략 필요



자료: 삼성전자, 이베스트투자증권 리서치센터

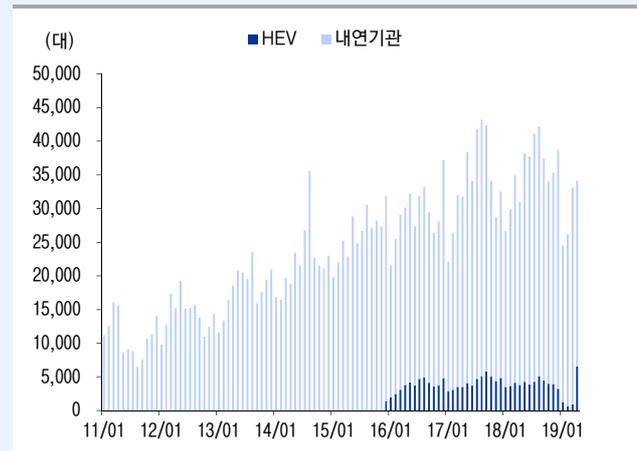
- 현대차그룹의 xEV 시스템 비용은 2019년 2조원. 2021년경부터 수익성 회복이 가능해질 것
- 불확실한 배터리 부문 수익성 vs 전동화 Unit 수익성 개선

기아차의 xEV 예상 판매량과 Dual Motor 를 감안한 구동모터 수요: 2025년부터는 기하급수적으로 증가



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Toyota RAV4의 미국 판매대수: 신차판매가 시작된 4월부터 HEV 판매량 급증하기 시작



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- 현대기아차그룹사내 구동모터 공급은 2020년부터 기하급수적으로 증가하기 시작
- Toyota의 신형 RAV4의 HEV 트림이 본격적으로 비중이 증가. 4WD HEV의 시대 개화

자동차 Overweight

전기차 플랫폼 전쟁

새로운 경쟁의 시작과 변화, 그리고 기회

Contents

Part I	전기차 플랫폼 전쟁	7
Part II	Cost-Down 의 핵심: 배터리, 그리고 모터	15
Part III	현대차그룹 파워트레인의 변화, 그리고 기회	31
Part IV	종목별 투자 의견	43

기업분석

현대모비스 (012330)	48
현대차 (005380)	53
기아차 (000270)	56
현대위아 (011210)	59
S&T모티브 (064960)	63

Part I

전기차 플랫폼 전쟁

대형 OEM들의 플랫폼 경쟁 본격화

대형 OEM 들이 전기차 양산에 들어가며 비용문제가 부각되기 시작했습니다. 2019~2020 년은 순수 EV 모델들, 즉 2 세대 전기차 양산이 본격화 되는 구간입니다. 대형 업체들은 대부분 플랫폼을 전략적으로 이용해 고정비를 최대한 낮추려는 전략을 도입하고 있습니다.

폭스바겐은 MEB 플랫폼을 경쟁사들에게 license-out해 공급하기로 결정했고, Toyota의 경우 역시 자사 하이브리드 시스템의 특허 2.4만개를 외부로 공개한 바 있습니다. EV 픽업트럭 메이커이자 스타트업 업체인 미국의 Rivian 역시 자체 개발한 Flexible Skateboard Platform을 Ford와 공유하기로 결정했습니다.

현대차그룹의 경우 E-GMP(Global Modular Platform)를 기반으로 2021년부터 전기차의 대량양산에 들어갈 계획입니다. 해당 시스템을 공급하는 현대모비스는 또한 자체개발에 들어간 친환경차 시스템 매출이 그룹사 외부로 발생할 가능성도 점쳐지고 있습니다.

전기차 플랫폼 전쟁

Cost의 증가, 자동차 업체간 원가경쟁을 유발

친환경차 판매의 시작, 그리고 2~3년후 벌어질 원가 전쟁의 서막

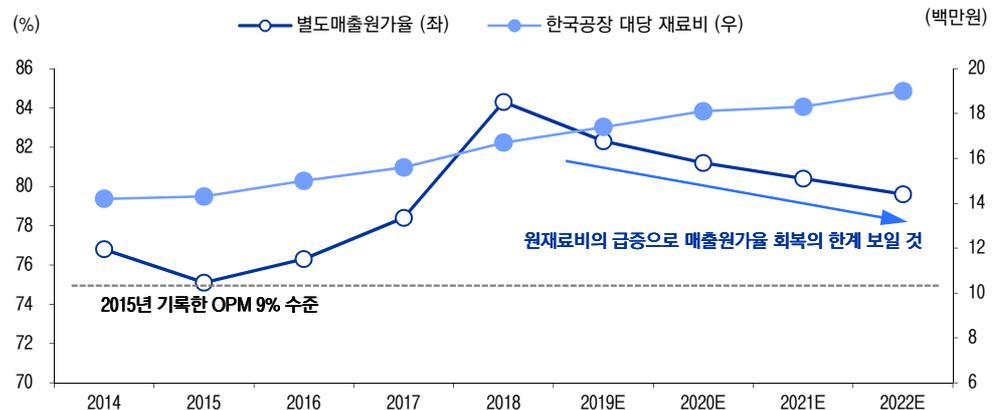
디젤게이트가 발생한지 4년차에 접어들며 대형 자동차 회사들은 친환경차 판매량을 늘리기 시작했다. 특히 2019년은 NEV, ZEV, WLTP 등 전년대비 강화된 환경규제 하에 EV차량들의 출시가 시작되고 있는 상황이기도 하다. 이 과정에서 완성차 업체들은 일괄적으로 원가 압박에 직면하게 되어 사실상 패러다임 변화의 초기인 향후 2~3년간은 비용에 대한 문제가 대두될 수 밖에 없어 보인다.

현대차의 경우, 이익의 핵심인 별도기준 재무제표를 분석시 1Q19의 원가율이 전년동기 대비 개선되지 못했다. 별도 재무제표 대상 판매대수(내수, 수출)는 증가했으나 친환경차 비중이 증가하며 원가율 상승폭은 제한된 것으로 나타났다. 17~18년 평균 대당 15~16백만원에 머물던 대당 원재료비가 1Q19에는 18백만원까지 상승했는데, 친환경차 중 순수EV의 수출비율이 시작되면서 나타난 현상이다.

원가율 상승현상은 안정적으로 연간 EV 생산량이 20~30만대 가량을 초과하는 국면까지 지속될 것으로 보이는데, 자동차 회사들은 이 구간을 최소화 시기 위해 친환경차 전용 플랫폼을 개발/공개하기 시작했다. 일례로 폭스바겐의 MEB와 현대차의 E-GMP가 그 대표적인 경우다. 전세계적으로 현재 폭스바겐이 이러한 플랫폼 전략에서 가장 선두적인 위치에 위치한 것으로 보이고, 현대차 역시 선두권에 위치해 있어 경쟁 대형 OEM 보다는 높은 상대적 우위에 선 상태다.

이와 같은 플랫폼 전략을 통해 완성차간의 원가를 둘러싼 경쟁이 시작된 것으로 보이고, 부품업체들은 해당 부품의 선행개발 및 공급 전략을 통해 규모의 경제를 이루려는 전략들이 나타날 것이다.

그림1 현대차의 원가율과 재료비: 신차개발로 인한 재료비 확대로 원가율 개선은 제한적인 속도로 개선



자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 현대차 별도기준 원가분석: 대당 원재료비용은 1Q19에 뚜렷하게 증가

구분	2016	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2019E
별도 매출액 (십억원)	41,714	41,607	9,673	10,988	10,085	12,416	43,161	11,277	11,880	11,078	13,437	47,673
별도매출원가	31,821	32,621	8,059	9,075	8,750	10,519	36,403	9,365	9,742	9,128	11,018	39,254
국내출하 (천대)	1,671	1,652	387	435	409	504	1,735	404	455	428	519	1,806
내수	659	687	169	188	171	209	737	180	191	176	215	762
수출	1,012	964	218	247	238	295	998	224	264	252	304	1,044
별도 성격별 분류 (십억원)	33,480	34,397	8,505	9,421	8,904	10,828	37,658	9,551	10,427	9,964	11,611	41,553
원재료 및 상품 사용액	25,001	25,828	6,466	7,346	6,673	8,541	29,025	7,387	8,186	7,711	9,344	32,628
per 출하대수(백만원)	15.0	15.6	16.7	16.9	16.3	16.9	16.7	18.3	18.0	18.0	18.0	18.1
급여	6,265	6,266	1,432	1,454	1,600	1,641	6,127	1,563	1,565	1,565	1,565	6,258
감가상각비	1,177	1,218	312	318	322	354	1,305	340	334	338	371	1,384
무형자산 상각비	1,037	1,086	296	303	310	292	1,201	261	342	350	331	1,283
주요 영업비용/매출액(%)	80	83	88	86	88	87	87	85	88	90	86	87
별도매출원가(%)	76.3	78.4	83.3	82.6	86.8	84.7	84.3	83.0	82.0	82.4	82.0	82.3
xEV 출하량 (천대)	62.4	107.4	30.7	31.0	30.9	56.7	149.3	38.7	42.0	40.0	48.0	168.7
BEV 출하량 (천대)	5.7	17.3	5.5	6.9	10.7	20.6	43.8	14.3	18.0	21.0	21.0	74.3

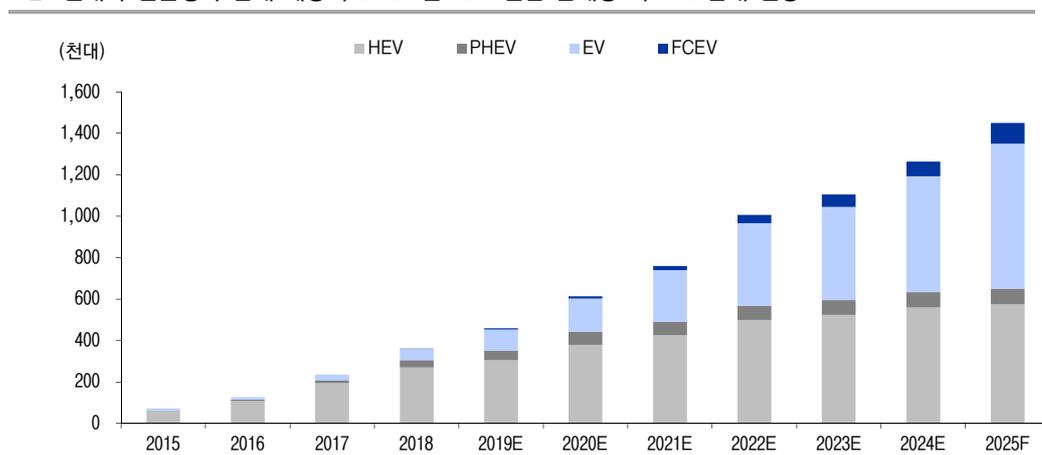
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 친환경차 공급량 증가가 원재료 비용 급증에 대한 핵심 원인으로 지목

(단위: 천대)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2025F
HEV	61	109	194	270	305	380	425	575
내수	30	45	70	102	135	175		
수출	31	64	124	168	170	205		
PHEV	1	5	14	35	47	63	65	75
내수		2	4	10	12	18		
수출		3	10	25	35	45		
EV	11	14	28	54	102	160	250	700
내수		4	10	34	47	85		
수출		9	18	20	55	75		
FCEV				1	5	10	20	100
xEV 계	73	128	236	360	459	613	760	1,450

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 현대차 친환경차 판매 예상치: 2025년 xEV 연간 판매량 약 145만대 전망



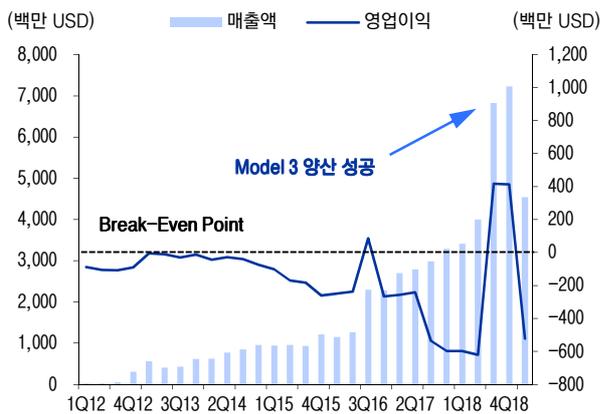
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Tesla와의 비교: Break-Even의 허들, 대형 OEM들은 이제 시작단계

완성차 업체 중에서는 Tesla가 지난 3Q18에 영업이익률 약 6%를 달성하며 순수 EV 판매 실적을 기반으로 BEP를 넘어섰다. 이 당시 Model 3 대량 양산에 성공하며 분기 판매량은 8만대를 넘어섰는데, 이를 통해 연간 환산 기준으로는 약 30~35만대 수준이 각각의 차이는 있겠지만 대부분 OEM들 에게도 현실적인 손익 분기점으로 추정된다. 폭스바겐과 현대차그룹의 경우 2018년 각각 7만대, 5만대 판매가 이뤄졌고, 현재 공개된 수치 대로라면 약 2020년, 2021년에 이와 같은 수치에 도달하는 것으로 알려졌다.

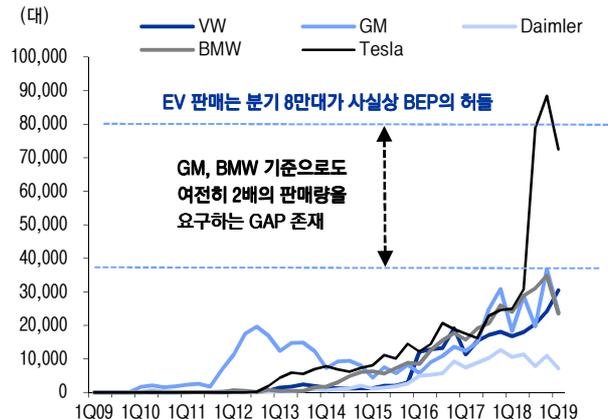
그러나 일반적으로 Tesla와는 다르게 VW, 현대차 등의 대형 완성차 업체들은 B/C-segment 기반의 차량으로 EV공급을 계획하고 있어 현재 회사가 내놓은 가이드스를 달성시에도 수익성 창출이 가능할지의 여부는 여전히 불확실한 상황이다. 특히 기존의 완성차들은 EV 자체로서의 브랜드력이 Tesla 대비 압도적으로 떨어지고 있음이 최근 폭스바겐의 EV ID 3 사전계약대수에서 고스란히 나타났고, 반면 동일한 수준의 배터리 용량이 사용되면 고스란히 제조사에게 돌아가는 판매마진은 제한될 수 밖에 없다. 따라서 이러한 현상을 최대한 줄이고 손익분기점 돌파를 위해 대형 OEM들은 고정비를 최대한 줄일 수 있는 플랫폼 전략을 가속화 시킬 것으로 예상된다.

그림3 Tesla의 경우 BEP 돌파에 성공했으나...



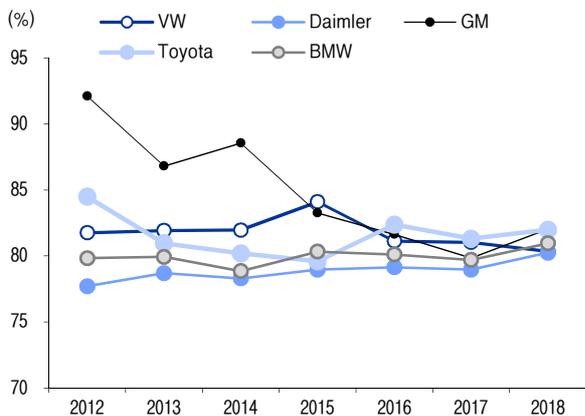
자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 대형 OEM은 EV 판매를 끌어올리지 못하고 있음



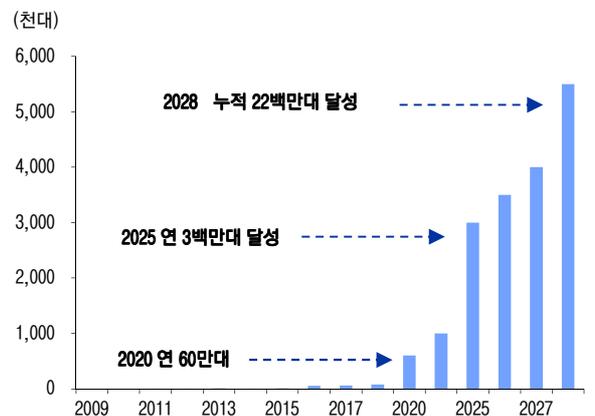
자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 주요 OEM 별 원가율: 19년은 상승후이 지속될 수 있음



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 VW의 EV 판매계획: 2028년 누적 22백만대 목표



자료: 언론종합, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 Tesla Model3와 VW ID3의 주요 스펙 비교: 브랜드력, 파워트레인에서 모두 열위

	Tesla Model 3		VW ID3		
배터리 용량	50	62	45	58	77
주행거리	335km	496 km	330 ~ 550 km		
Price	\$31,850	\$41,850	3만 유로부터 시작		
출시 첫 24시간	23만대		1만대		

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 Tesla Model3와 VW ID3의 주요 Cost 분석: 파워트레인 Cost는 거의 동일. 결국 관건은 고정비를 줄일 수 있는 플랫폼전략을 극대화 시키는 방법이 유일

	Tesla Model 3		VW ID3		
배터리 용량 (kwh)	50	62	45	58	77
kwh당 Cell Cost	\$150	\$150	\$150	\$150	\$150
배터리 Cell	\$7,500	\$9,300	\$6,750	\$8,700	\$11,550
배터리 시스템	\$9,000	\$11,160	\$8,100	\$10,440	\$13,860
Drive Unit	\$5,000	\$5,000	\$5,000	\$5,000	\$5,000
EV 시스템 추정 Cost	\$14,000	\$16,160	\$13,100	\$15,440	\$18,860

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표5 자동차 업체들의 EV와 관련된 향후 가이던스 언급 내용

OEM 구분	연도별 EV 계획과 관련된 주요 내용들
VW	2019년: I.D.3 (해치백 형)선주문 시작. 24시간 내 10,000대 선주문 2020년: 신차의 1/4 전기차로 채울 예정. MEB 이용해 연 60만대 EV 생산 발표 <ul style="list-style-type: none"> ▪ Golf 사이즈 I.D. 모델이 첫 대중적 EV 될 것으로 예상 ▪ 연생산 600,000대 생산 가능한 MEB 플랫폼 전기차 공장 2군데 생산 2022년: EV 모델 20개, 100만대 판매 목표, \$340억 투자 예정(~2022년) <ul style="list-style-type: none"> ▪ 세단, 크로스오버 미니 버스형 I.D. 생산 예정 ▪ 8개 공장, 3개 대륙에서 전기차 생산 예정. (MEB 플랫폼 기반) ▪ Chattanooga와 Tennessee (미국) 공장에 \$8억 투자 예정 2023년: T-roc 사이즈 모델 출시 예정. 가격 \$23,000 미만 2025년: BEV 50개 모델 포함, EV 차량 80종 계획. 연간 300만대 생산 목표 2028년: MEB 기반 EV 1차 판매모델 70개, 2,200만대 2030년: \$840억 투자, 300개 전기차 모델 계획
GM	2019년: 1월 Hybrid 정책에서 BEV 정책으로 바꿀 것 발표 Bolt EV 기반, 새로운 Chevrolet EV 출시위해 \$3억 투자 발표 (미시간 공장) EV 픽업트럭 출시 계획 발표 2021년: EV3 단계 진입 예정 2023년: 전기차 및 수소차 최소 20종 생산 계획 발표
Dimler-BMW	2026년: 전기차 연 100만대 판매 목표

자료: 각사, 이베스트투자증권 리서치센터

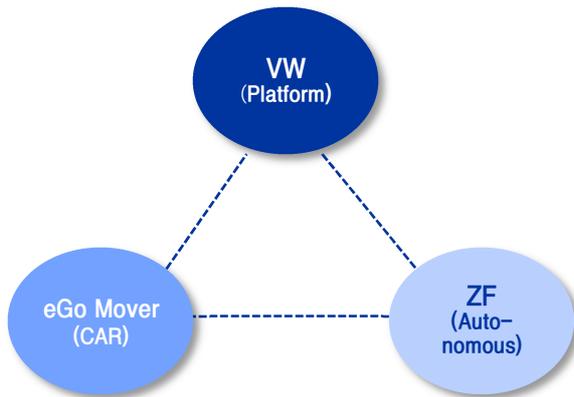
생존을 위한 동맹: 나의 플랫폼을 외부로

전기차 플랫폼의 License-Out: 선택이 아닌 필수

폭스바겐은 지난 3월 자사의 전기차 전용 플랫폼인 MEB를 외부 업체에게 License-out, 즉 플랫폼을 공급할 계획임을 언급했다. 즉, 현재 Tier-1 supplier인 Magna International이 하고 있는 비즈니스와 동일한 'contract manufacturing' 을 선언한 것이다. 경쟁업체에게 자사의 architecture를 공개하지만 한편으로는 조기 대량생산을 통해 고정비를 커버하려는 전략이다. 현재 전기차 가격의 약 30% 이상에 육박하는 배터리 Cell 가격을 제외하고는 모든 제조비를 줄이는데 주 목적이다.

폭스바겐과 같은 기존의 대형 OEM 외에도 EV 전용 스타트업 업체들도 마찬가지로 동일한 전략을 구사하고 있는 것으로 나타난다. 미국의 EV 픽업트럭 전용 스타트업 업체인 Rivian의 경우 최근 전용 플랫폼인 'Flexible Skateboard Platform'을 공개하고 이 플랫폼을 Ford에게 공급하기로 결정했다. EV 픽업트럭시장은 양산이 시작되는 2020년부터 GM, Ford-Rivian, Tesla 등이 참여한 대립을 보이기 시작할 전망이다.

그림7 VW MEB 플랫폼을 사용하기로 한 E.go Mover



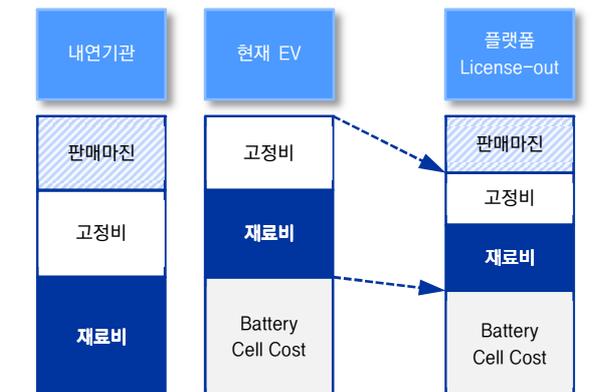
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 중국 파트너사 JAC와 EV 생산을 결정한 VW



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 파워트레인 별 내연기관과 EV의 Cost Structure 비교



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 Ford는 Rivian을 플랫폼을 공유하기로 결정



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Toyota의 하이브리드 플랫폼도 외부로 공개

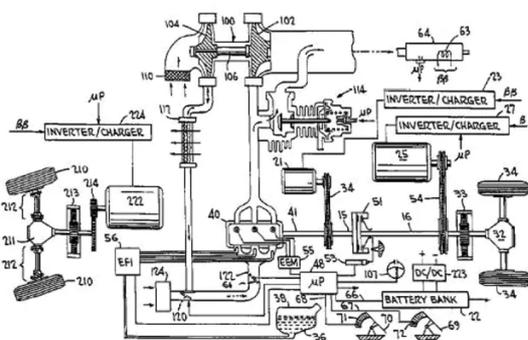
한편 HEV를 주력 파워트레인으로 생산하고 있는 Toyota의 경우에도 플랫폼을 최근 외부로 확장하기로 결정했다. 지난 4월 Toyota는 자사의 하이브리드 특허 2.4만개를 공개했다. 경쟁사들이 자사의 하이브리드 시스템을 대량으로 사용하고, Aisin Seiki등 부품사로부터 공급받는 원가를 크게 줄이는 전략인 것으로 보인다. 특허 공개와 동시에 Toyota는 HEV 비중을 현재 약 130만대, 13% 수준에서 25% 수준까지 끌어올릴 방침도 갖고 있음을 발표했다.

실제로 현재 Toyota는 자사 하이브리드 시스템을 두개의 일본 OEM - 스바루와 미쓰비시에 공급 중이거나 공급 예정에 있다. 특히 스즈키의 경우 RAV4와 Corolla의 HEV 라인업을 영국에서 공급해주고 인도에서도 2개의 compact sedan을 HEV 라인업으로 공급해 주기로 결정된 바 있다. 한편 중국 업체 중에서는 지리자동차 산하 부품사인 Hunan Corun과도 하이브리드 시스템 공급에 대해 논의 중인 것으로 알려졌다.

Toyota의 Hybrid 시스템 cost 절감을 위한 전략은 최근 미국에 출시한 SUV 차량인 RAV4 에서도 여지없이 드러난다. 2019MY 부터 Rav4 HEV는 내연기관 트림과 가격 갭이 \$2,200 수준까지 하락했기 때문이다. 풀체인지 전 모델인 2018MY의 경우만 하더라도 이 갭은 \$4,000수준에 육박했는데, 금번 변경 모델부터 가격인하가 이뤄졌다.

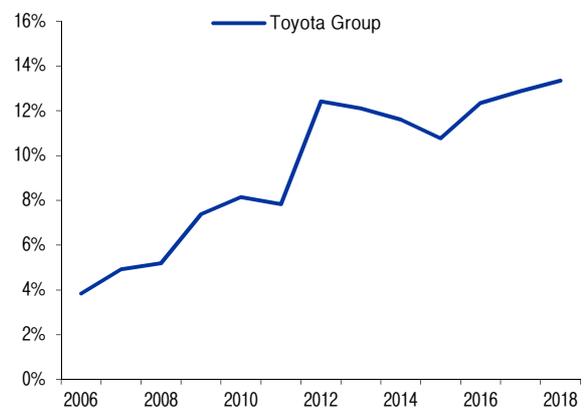
이러한 전략은 기존의 시스템 제조 efficiency가 개선되었을 뿐만 아니라 현재 존재하는 타 경쟁모델 - 현대차, 닛산 등과의 격차를 더욱 확대하고 하이브리드 시장을 지배하겠다는 의지로 해석할 수 있다. 소비자 입장에서는 그동안 HEV를 선택해야 하는 메리트를 찾기 힘들었으나 좁혀진 가격 갭은 이러한 문제를 압도적인 연비와 함께 해결해 주기 때문이다. 현대차의 경우 아직 HEV와 내연기관과의 가격 갭이 \$4,000 수준에 달해 내연기관 대비 평균 22% 가량 높은 뿐만 아니라, SUV의 경우 HEV가 전무한 상태라 빠른 캐치업이 요구된다.

그림11 지난 4월 2.2만개의 하이브리드 특허를 공개한 Toyota: 공개를 통해 원가를 낮추려는 전략



자료: 언론, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 Toyota의 HEV 판매비중 추이: 향후 25%까지 증가시키겠다고 발표



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 현대차 및 Toyota의 주요 차량들의 내연기관-HEV 간의 가격 Gap

차량	내연기관	HEV	차액	가격인상폭(%)
소나타	\$19,750	\$24,250	\$4,500	22.8
K5	\$22,990	\$28,090	\$5,100	22.2
캐리	\$24,095	\$28,400	\$4,305	17.9
코롤라	\$19,500	\$22,950	\$3,450	17.7
Highlander	\$31,680	\$37,320	\$5,640	17.8
RAV4 19MY	\$25,500	\$27,700	\$2,200	8.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표7 Toyota의 Hybrid 시스템 공개 내용

시점	내용
2017	Subaru Crosstrek에 Plug-in Hybrid 시스템 공급을 시작
2019. 01	Geely의 Supplier Hunan Corun이 Toyota Hybrid 시스템 구매 가능성 언급
2019. 03	스즈키 자동차에 글로벌 스케일로 Hybrid 시스템 공급 결정
2019. 04	2.4만개의 HEV 특허 공개

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

Cost-Down 의 핵심: 배터리, 그리고 모터

2021년까지 EV와 관련된 사업은 대부분 적자

EV 생산이 2020년부터는 VW 을 필두로 시작됩니다. 2019년 현재에도 몇몇 EV 프로그램들이 존재하고 있지만, 대부분 적극적인 양산형태를 띄고 있지는 않습니다. 대내외 변수가 확대되고 있는 가운데 배터리를 둘러싼 비용이 워낙 부담요인이기 때문입니다. 이러한 환경의 지속으로, 자동차 업체들은 배터리와 관련된 비즈니스를 내재화 시키기 시작한 것으로 보여집니다.

배터리를 제외한 동력계열의 EV 부품들은 기존의 부품마진이 그대로 보존되는 편입니다. 따라서 해당 부품업체들의 매출액은 급격히 커지고 실적으로 적극 반영될 것으로 예상됩니다. 전기차용 구동모터와 관련된 시스템 부품 업체들의 수혜가 예상됩니다.

Cost-Down 전쟁: 배터리 업체들과의 갈등

자동차 업체-배터리 업체간의 갈등 시작

전동화 시스템의 수익성: 배터리 부분은 2021년경 이익개선 시작

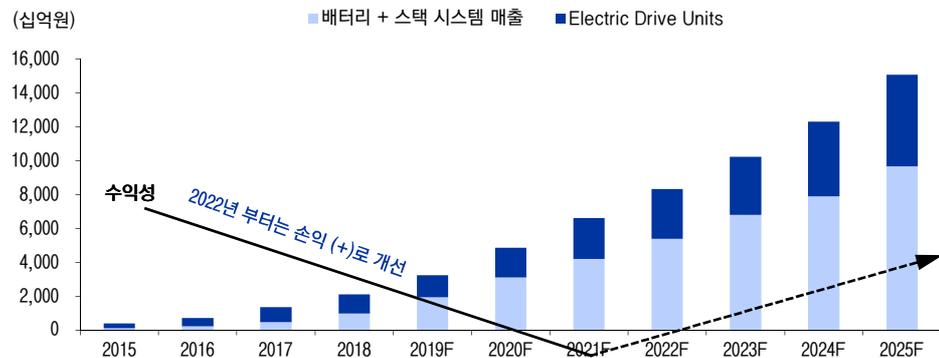
자동차 업체들의 플랫폼 전략에 있어서 최대 난관은 배터리 비용이다. 이 비용은 2~3세대 전기차가 양산이 이뤄지기 시작하며 더욱 커진다. 최근 출시되고 있는 전기차들의 배터리 용량은 사실상 50kwh~70kwh에 육박하고 있어 이 차종들의 대량 양산이 이뤄지는 2021~2022년경까지 완성차는 지속적인 수익성에 압박이 있을 수 있을 것이다.

현대차그룹의 경우, 친환경차 시스템은 현대모비스가 총 매출액을 담당하고 있다. 2018년 약 2조원의 매출을 달성했으나 총 수익성은 흑자전환이 이뤄지지 못한 상태다. 현대차와 기아차는 지난해말부터 코나를 시작으로 EV차량들의 수출이 시작되며 판매볼륨이 EV를 기준으로 약 6만대에 달했는데, 이로 인해 배터리 부분은 오히려 비용이 크게 증가하고, 총 수익성은 적자가 지속된 것으로 나타났다.

현대차그룹의 친환경차 로드맵에 따르면 2020~2021년 중순까지 E-GMP기반의 순수 EV차량 양산이 시작되는데 그전까지는 현대모비스의 전동화 사업부 및 완성차의 수익성에 대해 전반적으로 논란이 지속될 것으로 보인다. 한편 이러한 점을 보완하기 위해 현대모비스는 향후 xEV 시스템을 그룹사가 아닌 외부로도 매출을 일으키는 방안을 강구하고 있으며, 이 또한 2020년도에는 윤곽이 어느정도 드러날 것으로 보여진다.

현대모비스의 최근 수주내용을 보면 기존의 가이던스보다 빠른 속도로 타 OEM향 수주가 이뤄지고 있음을 알 수 있는데, 대부분 EV 고객사를 위주로 진행되고 그룹사의 시스템 볼륨을 담당하고 있음을 감안하면 폭스바겐의 MEB 플랫폼 license-out과 사실상 유사한 전략임을 알 수 있다.

그림13 현대모비스 전동화부문 매출액 및 손익: 배터리는 cell cost 증가 요인까지 더해지게 되며 부담요인으로 작용. 제조사는 eDrive Unit에서 cost-down 을 극대화 하는 전략 필요



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표8 현대모비스의 전동화 사업부 매출액 구분: 크게 배터리와 전동화 유닛으로 구분

(단위: 십억원)	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2025F
배터리 + 스택 시스템 매출	124	234	478	976	1,935	3,122	9,675
Electric Drive Units	274	479	885	1,134	1,308	1,747	3,524
총 매출액 계	398	713	1,363	2,110	3,243	4,869	13,198

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표9 현대모비스 전동화 사업부내 배터리 매출액 추정

(단위: 십억원)	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2025F
배터리업체로부터 매입원가 계	63	145	297	641	1,234	1,975	5,515
HEV	56	44	72	83	110	129	115
PHEV	7	11	32	65	169	214	150
EV	0	90	193	492	955	1,632	5,250
HL그린파워 매출 (배터리 팩)	107	204	416	833	1,604	2,568	7,170
현대모비스의 매출	124	234	478	958	1,844	2,953	8,245
주요 가정							
kwh당 가격(천원)	585	250	230	190	180	170	100.0
HEV 배터리 용량 (kwh)	1.6	1.6	1.6	1.6	2.0	2.0	2.0
PHEV 배터리 용량(kwh)	9	9	9.8	9.8	20	20	20
EV 배터리 용량(kwh)		30	30	48	52	60	75

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표10 현대모비스 전동화 사업부내 Drive unit 부분 Cost

(단위: 십억원)	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2025F
Electric Drive Units (천원)							
모터	1,500	1,500	1,500	1,400	1,200	1,200	1,000
BMS	1,500	1,500	1,500	1,000	1,000	1,000	800
DC/DC 컨버터	100	100	100	100	100	100	90
DC/AC 인버터	150	150	150	150	150	150	140
기타(파워 모듈, OBC 등)	500	500	500	500	400	400	400
대당 계	3,750	3,750	3,750	3,150	2,850	2,850	2,430
기타부품 매출 계 (십억원)	274	479	885	1,134	1,308	1,747	3,524

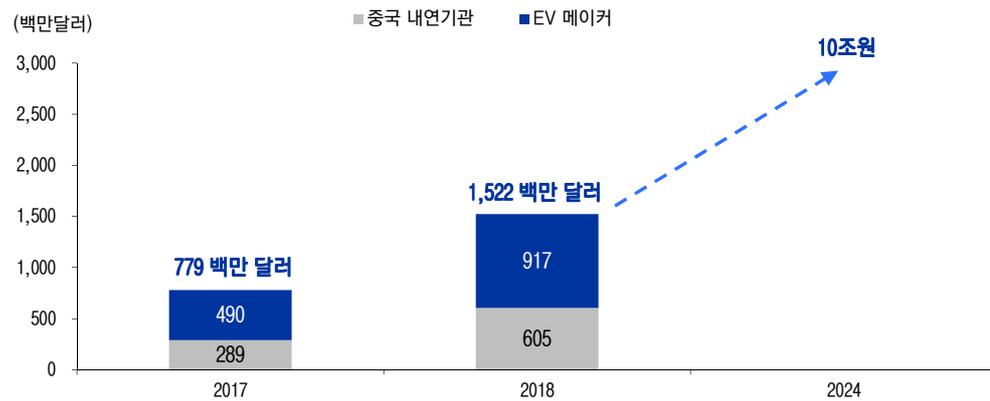
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 현대차와 기아차의 배터리 공급 Flow: HL그린파워가 배터리 팩, 현대모비스가 배터리 시스템 및 총 EV 용 파워트레인 시스템을 공급하는 구조



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 현대모비스의 타 OEM 향 수주. EV 업체 위주로 수주 진행, 2020~2021 년부터는 Non-Captive 고객사 로부터도 시스템 매출 발생 가능해 질 것



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

배터리 자체투자를 결정하는 자동차 회사들: VW은 자체 배터리 투자 시작

EV의 대량 양산에 들어가며 자동차 업체들은 대부분 지난해까지 Tesla가 Model3 양산에 들어가며 겪었던 어려움을 겪고 있다. 이는 UPH를 끌어올리면서 외부에서 조달되는 부품 클러스터인 배터리 모듈을 조합해 생산하는 과정에서 일어나는데, 배터리 cell 생산업체와의 의견불일치에서 나타나고 Tesla의 경우 이를 최소화 시키기 위해 파나소닉을 끌어들었다. 순수하게 outside 벤더를 사용하는 아우디의 경우 첫번째 순수 EV인 E-tron의 생산 일정이 6개월간 delay 되는 현상이 나타났다.

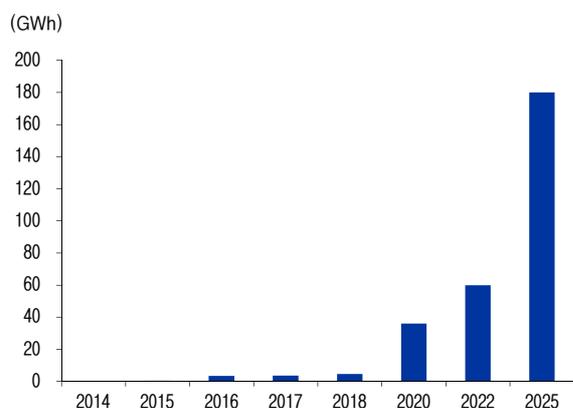
폭스바겐 그룹은 한편 이번 달 10억 유로 규모의 배터리 Cell 자체투자를 결정했다. 이러한 배경에는 결국 기존의 내연기관 부품 공급체제에서 벗어나 있는 배터리 cell 업체들과의 다른 지향점이 작용한 것으로 생각된다. 금번 결정은 Audi와 LG화학간의 이슈가 붙어진 직후 결정된 사안으로, 자동차 제조사 입장에서는 in-house에서 배터리 공급을 통해 생산의 완성도를 높이려는 수순으로 해석된다.

폭스바겐의 2025년 배터리 Cell 필요량은 약 30조원에 육박

한편 VW을 기준으로 추정해 보면, 2025년경에는 약 300만대의 EV판매가 예정되어 있어 사실상 그룹사에서 연간 필요로 하는 배터리 Cell 용량이 무려 180Gwh에 달할 것으로 예상된다. 따라서 방대한 양의 배터리 공급체제에 있어 risk를 최소화 시키기 위해 장기적으로 자체개발 및 공급량을 늘리려는 전략이다. 180Gwh의 경우 Cell cost만 대략 30조원에 달하기 때문에 외부업체의 의존을 낮추는 건 당연한 수순이다.

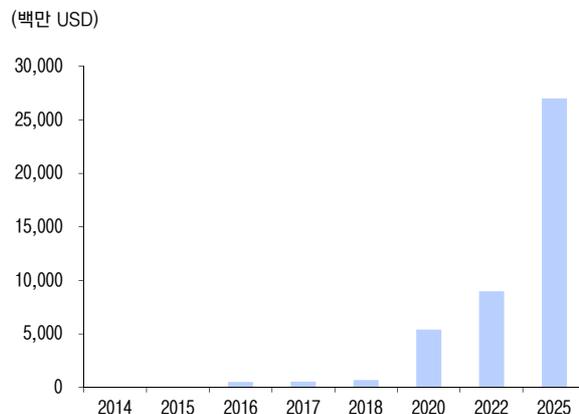
한편 완성차 업체들은 최근 재활용 배터리를 활용한 ESS 사업에도 진출해 배터리로 인한 재무적 부담을 낮추는데 활용하고 있다. 현대차그룹의 지난해 핀란드의 종합 에너지 솔루션 기업인 바르질라와 파트너십을 맺었고, 폭스바겐의 경우 자체적으로 이동식 에너지 저장장치를 생산할 계획을 밝혔다. 폭스바겐은 2020년부터 연간 배터리 3천개에 해당하는 용량인 약 1,200톤의 배터리를 재활용할 예정이다. 폐배터리는 초기 용량의 70~80% 수준에서도 10년이상 연장해 사용 가능해 다양한 용도에서 활용할 수 있다.

그림16 VW 그룹의 예상 배터리 Cell 사용량



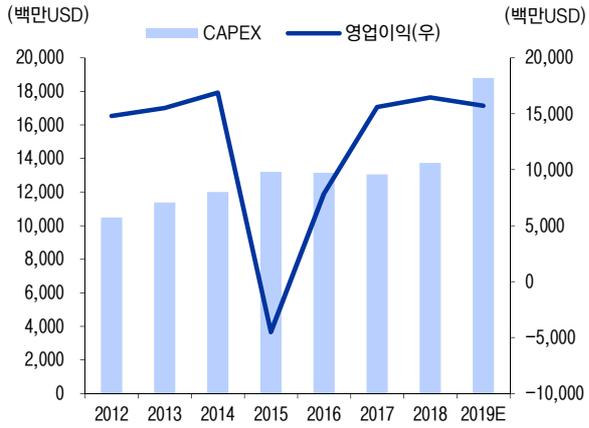
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 VW 그룹의 예상 배터리 Cell 사용금액(백만달러)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 VW의 Capex vs 영업이익 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 아우디 E-Tron: 배터리 이슈로 Delivery Delay



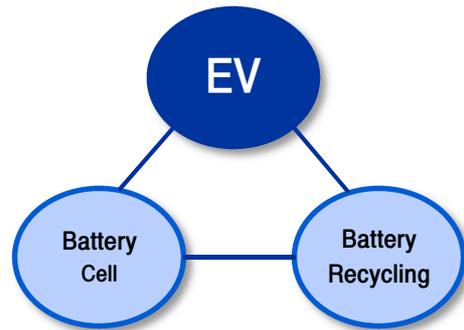
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 VW 그룹의 배터리 재활용 전략: 배터리의 in-house 생산 이후 재활용을 하는 방향으로 선회



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 VW 과 현대차를 포함한 자동차 회사들은 EV 제조-Cell 생산-Recycling 생태계 구축에 나서고 있음



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표11 글로벌 전기차 배터리 Cell 공급량(중국 포함, 단위 Mwh)

순위	제조사명	2018	2017	성장률	2018점유율
1	CATL	21,259	10,782	97.2	21.9
2	파나소닉	20,746	10,004	107.4	21.4
3	BYD	11,601	6,415	80.8	12.0
4	LG화학	7,390	5,033	46.8	7.6
5	AESC	3,680	1,767	108.3	3.8
6	Farasis	3,343	739	352.6	3.4
7	Guoxuan	3,206	1,892	69.5	3.3
8	삼성SDI	2,697	2,320	16.2	2.8
9	Lishen	2,756	1,194	131.0	2.8
10	EVE	1,869	831	125.0	1.9
	기타	18,478	18,180		
	합계	97,025	59,155	64.0	100.0

자료: SNE리서치, 이베스트투자증권 리서치센터

표12 글로벌 전기차 배터리 Cell 공급량(중국시장 제외, , 단위 Mwh)

순위	제조사명	2018	2017	성장률	2018점유율
1	파나소닉	19,725	8,256	138.9	52.8
2	LG화학	7,252	4,969	45.9	19.4
3	AESC	3,668	1,747	109.9	9.8
4	삼성SDI	2,848	2,200	29.5	7.6
5	PEVE	1,698	1,651	2.9	4.5
6	SK이노베이션	747	299	149.5	2.0
7	LEJ	679	428	58.6	1.8
8	BEC	209	188	10.8	0.6
9	JCI	165	162	1.9	0.4
10	BYD	124	40	206.2	0.3
	기타	224	468		
	합계	37,339	20,409	82.9	100.0

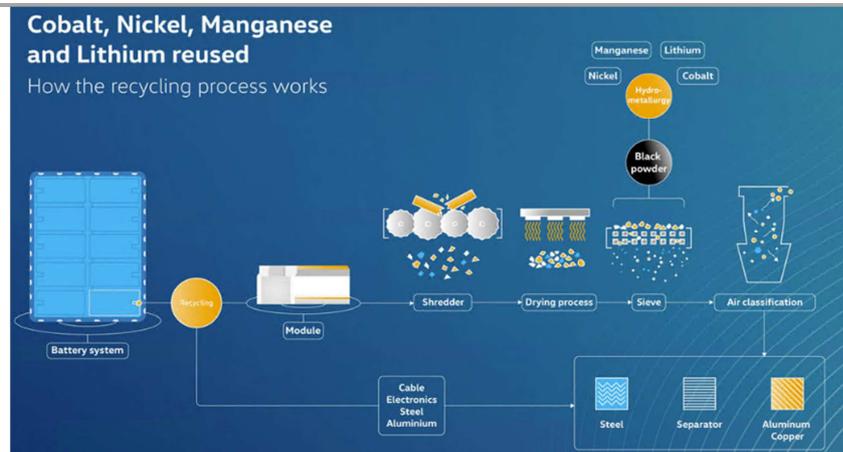
자료: SNE리서치, 이베스트투자증권 리서치센터

표13 자동차 회사별 전기차 배터리 Recycle 계획

OEM	배터리 Recycle 계획
현대차	2021년 까지 재활용 배터리 활용한 에너지 저장장치(ESS)개발 위해 바르질라와 파트너십 협약.
VW	2020년부터 전기차 폐배터리 활용한 이동형 전기차 충전기 생산. 재활용률 현재 53% → 97% 계획 독일 잘츠가터에 배터리 재활용 공장 건립. 연간 처리 가능한 배터리 팩은 약 1,200톤(약 3,000대의 전기차에서 나오는 배터리 양).
Toyota	프리우스 하이브리드에서 나온 배터리를 세븐일레븐 편의점 외부에 설치할 예정.
Nissan	원전사고 있었던 후쿠시마 나미에 시에 Leaf 폐배터리 재활용해 개발한 ESS 제작 및 설치.
Daimler	2016년도부터 배터리 재활용 위해 The Mobility house, Getec, Remondis 사와 협력중

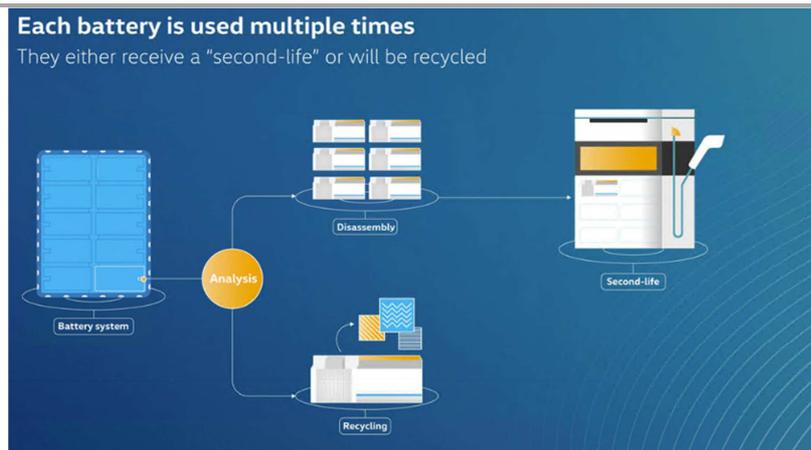
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 VW의 배터리팩/소재 재활용: 재활용 비율 97%까지 끌어올릴 계획



자료: 폭스바겐, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 VW 그룹: 전기차 배터리 재사용: 충전 인프라, ESS로 재사용



자료: 폭스바겐, 이베스트투자증권 리서치센터

부품업체의 변신은 필연: 모터를 사라

변화하는 패러다임의 핵심 부품: 전기차용 구동 모터

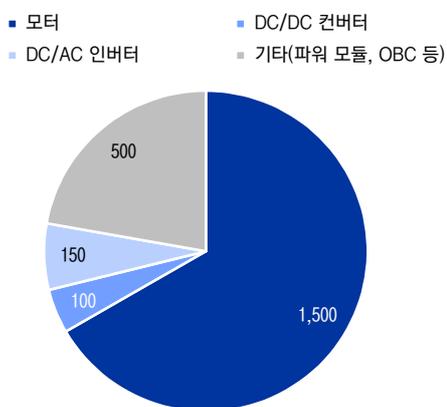
패러다임의 변화: 전기차 Traction Motor 업체에 주목

친환경차 시스템에서 배터리 시스템을 제외하고 가장 중요한 부분은 동력계열, 즉 Drive Unit이다. 이 시스템은 크게 고효율 구동모터(Traction Motor)와 인버터, 컨버터 등을 포함하는 Power electronics로 나뉘는데, 배터리에서 발생하는 에너지를 모터를 통해 바퀴로 전달하는 역할을 한다. 순수 EV에는 엔진과 변속기가 없고 감속기만 존재하기 때문에 사실상 배터리를 제외하고는 가장 고가의 부품이다.

글로벌 부품업체들은 최근 전기차용 구동모터를 포트폴리오에 확대시키는 모습이다. 미국의 파워트레인 전문 부품업체인 Borgwarner는 2015년 모터 전문업체이자 기존 GM의 모터사업부가 분사된 Remy를 인수해 친환경 부품으로 스펙트럼이 크게 확대된 바 있다. 일본에서는 가전제품용 모터 전문업체였던 Nidec이 자동차용 구동모터까지 스펙트럼을 크게 넓히며 최근 3년간은 기업가치 역시 크게 재평가 된 것으로 나타난다.

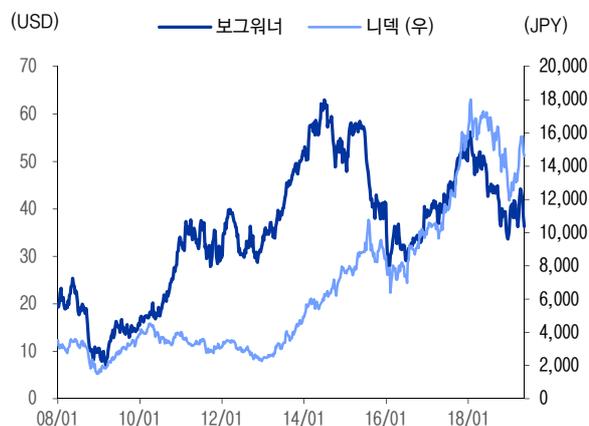
한국에서는 현재 현대모비스가 현대기아차로 공급되는 Traction Motor 및 power electronics 전량을 공급하고 있다. 친환경차 전 라인업에 대한 모터와 보조 모터를 공급하고 있고, 4륜 바탕의 'in-wheel, 인휠' 구동모터까지 개발이 완료된 상태다. 'in-wheel, 인휠'의 경우 구동모터가 각각의 바퀴에 포함되어 있다. 이러한 구조로 인해 배터리로부터 발생하는 에너지가 차량 중앙에 위치한 구동모터를 통해 다시 바퀴로 재배분되는 방식에 비해 energy loss가 줄어들 뿐만 아니라 사시설계 자체가 현격하게 단순화되며 퍼포먼스와 주행거리를 늘릴 수 있는 장점이 있다. 그러나 아직까지 이러한 방식은 정교한 에너지 배분의 난이도로 인해 아직 양산에 도달하지 못했고, 현재의 모든 친환경차는 전륜, 후륜, 또는 전륜/후륜 Dual motor 방식 기반으로 설계되고 있다.

그림24 배터리를 제외한 친환경차 시스템의 Cost(천원)



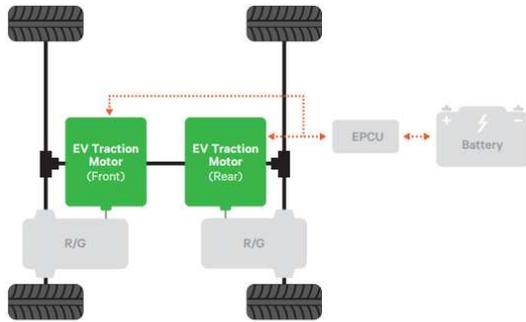
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 모터업체 Borgwarner와 Nidec의 주가



자료: Thomson Reuters, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 EV 용 Traction Motor: 전륜, 후륜, 4륜 형태로 존재. 최근에는 4륜 형태 위주로 개발 시작



자료: 현대모비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 In-Wheel 구동모터: 에너지 loss 를 줄이는 대신 각각의 시스템 제어의 제한 존재로 양산 지연



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 현대모비스의 친환경차 전용 모터 라인업: 친환경차 Type 별로 모두 개발 완료

Vehicle	E-Machine			
	Traction Motor	HSG	BSG	In-Wheel Motor System
HEV	✓		✓	✓
PHEV	✓		✓	✓
EV		✓		✓
FCEV		✓		✓
Commercial HEV	✓			✓
48V Mild HEV	✓		✓	✓

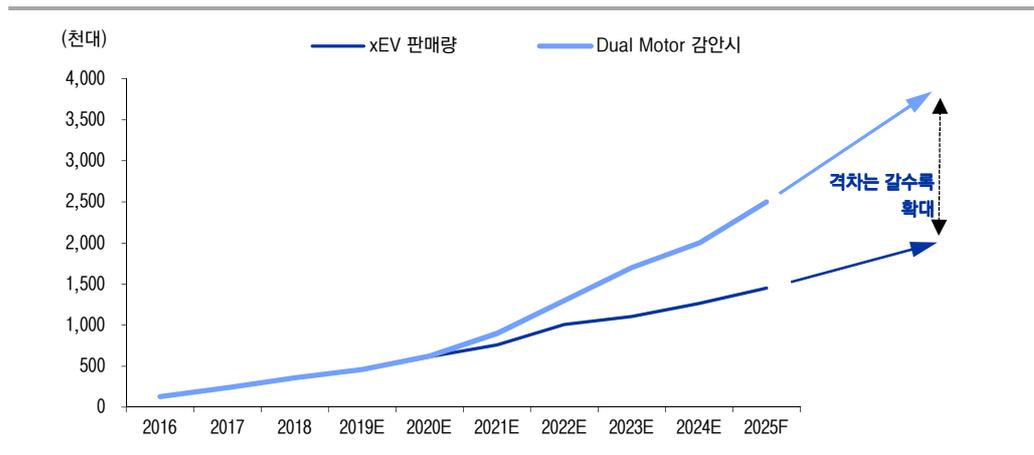
자료: 현대모비스, 이베스트투자증권 리서치센터

E-4WD의 확산으로 구동모터 수요가 급증할 것: 2020년부터 현대차는 4WD 친환경차 공급

앞서 언급한 전기차용 구동모터는 한편 Full-Hybrid 차량에도 동일하게 적용된다. 특히 SUV의 경우 Toyota를 중심으로 4륜구동 시스템을 2015년경부터 도입하기 시작했는데, 전륜 모터 기반의 HEV 시스템으로는 기존 내연기관과의 Torque 격차가 너무 크기 때문이다. 따라서 오늘날의 SUV HEV는 대부분 4WD 방식을 택하고 있고, 뒷바퀴 굴림을 위해 보조 Traction Motor가 후륜 축에 장착된다.

현대차그룹의 HEV는 아직 이러한 4WD 기반으로 개발되지 않았다. 포트폴리오가 세단 위주로 구성되어 있었기 때문에 친환경차 역시 대부분 2WD/전륜 기반으로 설계되어 있다. 다만 2020년부터는 기존의 SUV차량들의 완전변경이 예정되어 있고, 모든 차량에 대해 전동화 라인업이 포함될 것으로 발표된 점을 감안하면 조만간 4WD기반의 HEV 파워트레인이 공개될 것으로 기대한다. 이와 함께 올초 CES에 공개된 E-GMP 플랫폼 역시 4WD에 기반을 두고 있어 현대차그룹내에서 발생하는 Traction Motor의 수요는 기하급수적으로 증가할 것으로 예상된다.

그림29 현대기아차의 xEV 예상 판매량과 Dual Motor 를 감안한 구동모터 수요 Forecast: 2025년부터는 기하급수적으로 증가



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표14 현대기아차의 xEV 예상 판매량과 Dual Motor 를 감안한 구동모터 수요 Forecast

(단위: 천대)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025F
HEV	61	109	194	270	305	380	425	500	525	560	575
PHEV	1	5	14	35	47	63	65	67	70	73	75
EV	11	14	28	54	102	160	250	400	450	560	700
FCEV				1	5	10	20	40	60	70	100
xEV 계	73	128	236	360	459	613	760	1,007	1,105	1,263	1,450
예상 구동모터 수요	73	128	236	360	459	623	900	1,300	1,700	2,000	2,500

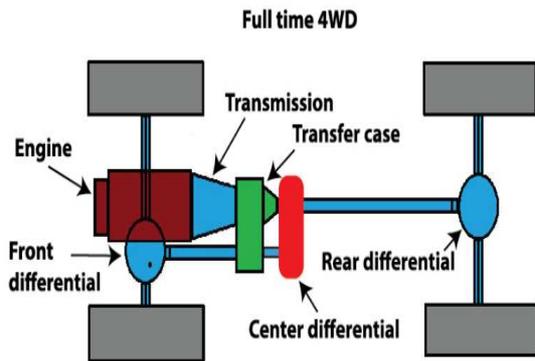
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

E-4WD 가 필요한 또 다른 이유: 미국시장의 강자 Toyota 는 이미 하고 있다

한편 해외 OEM들에게서는 이미 친환경 기반의 4륜구동 시스템인 E-4WD 시스템이 적용된 사례를 찾아볼 수 있는데, 미국내 M/S 2위를 수성하고 있는 Toyota가 이 시스템을 가장 적극적으로 도입하고 있다. 사실상 Toyota는 Lexus를 포함해 소형 SUV인 C-HR을 제외하고는 현재 모든 SUV에 E-4WD 시스템을 도입했고, 미국시장에서는 옵션이 아닌 스탠다드 패키지로 공급하고 있다.

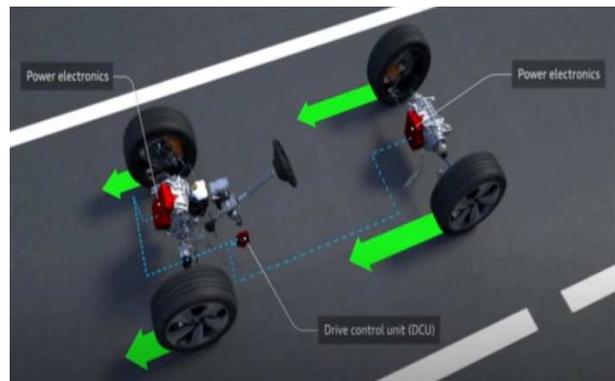
미국시장의 경우 SUV 수요가 가장 뚜렷하므로 E-4WD의 시스템이 구조적으로 필요할 수 밖에 없다. 미국은 전세계에서 SUV에 대한 니즈가 가장 뚜렷한 동시에, 순수 EV가 중국처럼 대량으로 허용되지도 않는 시장이다. 현재 기준으로는 총 판매량이 20만대가 넘어가는 순간부터 정부 보조금 \$7,500이 1년 안에 사라지기 때문이다. 따라서 현재 M/S 78% 를 차지하고 있는 Tesla를 제외한 다른 OEM들은 사실상 미국내 EV 판매 증가시키기 보다는 실제로 산업수요가 증가하고 있는 SUV에 초점이 맞춰져 있다.

그림30 내연기관 4WD 시스템: 물리적으로 연결



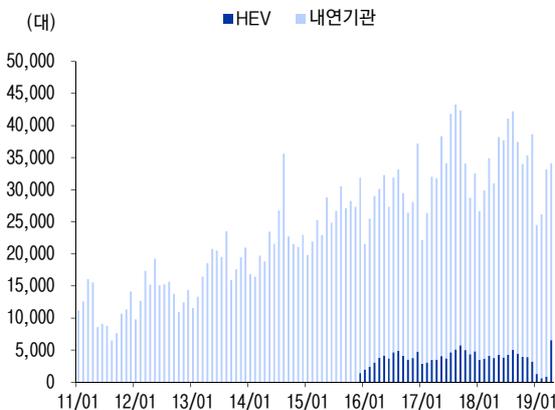
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 친환경 4WD 시스템: 후륜축에 구동모터 탑재



자료: Audi, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 Toyota Rav4 신형 미국 판매 개시: 4 월부터 HEV 비중이 급격하게 증가



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 최근 들어서는 SUV 뿐만 아니라 Prius 에도 AWD-e 시스템을 탑재하기 시작



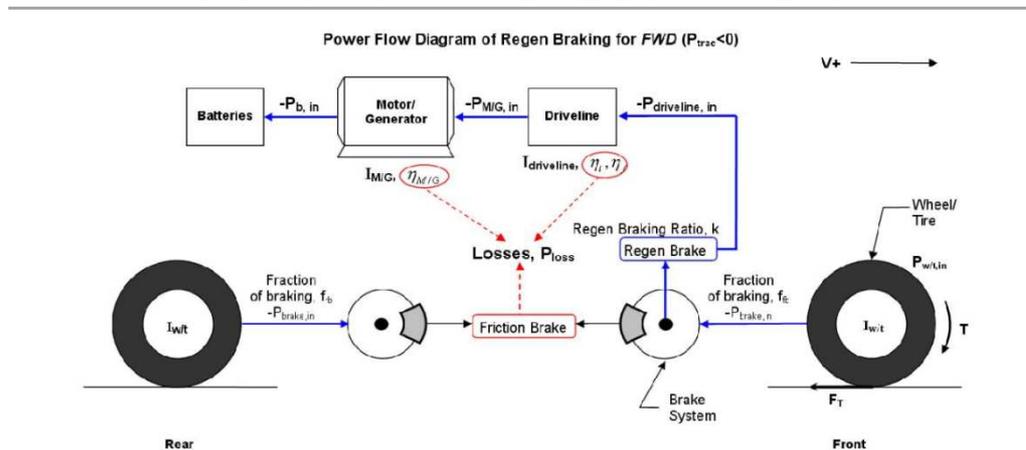
자료: Toyota 이베스트투자증권 리서치센터

E-4WD로 후륜 회생제동 시스템도 발달할 것

오늘날의 대부분 친환경차에는 회생제동 브레이크 시스템(Regenerative Brake System)이 적용된다. 바퀴의 운동에너지가 해당 구동축의 구동모터를 통해 에너지를 배터리까지 역으로 전달하며 에너지를 재충전 시키는 구조인 이 시스템은, E-4WD가 적용되면서 후륜 축의 바퀴도 이러한 에너지 형성에 참여하게 되고 결과적으로 효과적인 연비운용이 가능해 진다.

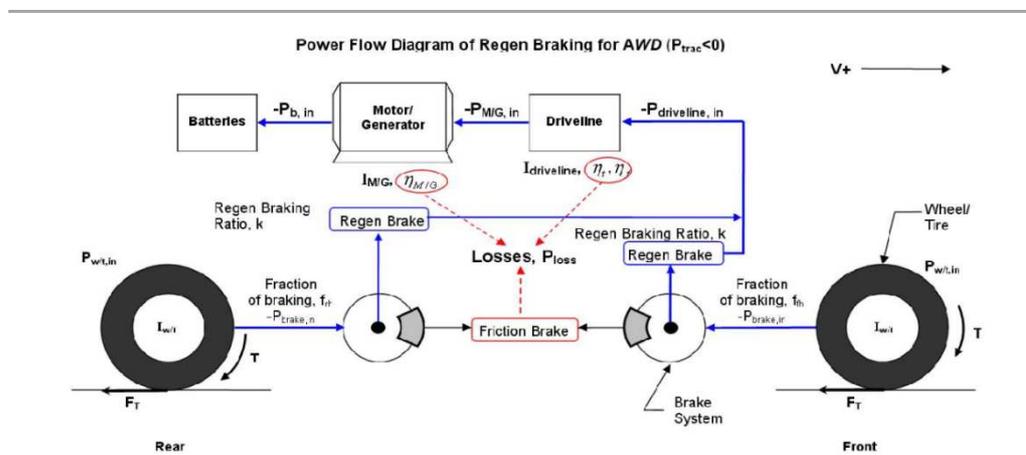
국내에서는 만도와 현대모비스가 각각 회생제동 브레이크 시스템을 자체 개발 및 양산에 들어가 있다. 최근에는 이를 전동식으로 통합제어 하는 형태의 브레이크 시스템을 개발해 공급하고 있으나, 4륜 기반의 친환경차는 아직 고객사에서 적용된 사례가 없기 때문에 양산시 추가 시스템의 탑재를 통해 매출이 배가되는 효과를 얻게 될 것으로 예상된다. 또한 최근 들어서는 해외 EV형 브레이크 시스템 수주가 활발하게 이뤄지고 있어 브레이크 시스템 매출의 중요도가 갈수록 부가될 수 있다.

그림34 전륜기반 회생제동 브레이크 시스템: 전륜 구동모터를 통해서만 에너지를 전달



자료: Semantic Scholar, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 후륜기반 회생제동 브레이크 시스템 에너지 Flow: 전륜 구동축 외에도 후륜 구동축에서도 에너지를 공급하는 시스템이 추가로 탑재



자료: Semantic Scholar, 이베스트투자증권 리서치센터

국내 구동모터 경쟁 구도: 현대모비스와 S&T 모터브가 유일

글로벌 자동차 메이커들 중에서는 상당수가 전기차용 구동모터를 in-house에서 생산하고 있다. 모터는 그만큼 시스템 구성에 있어서 critical한 역할을 하고 있고, 사실상 내연기관 자동차의 엔진과도 같은 역할이기 때문이기도 하다. Tesla와 BMW의 경우가 대표적인 그 예다. 한국의 경우, 구동모터는 대체로 현대모비스를 통해 이뤄지고 있으며, 이중 EV/FCEV의 경우 2차벤더인 S&T 모터브를 통해 공급이 이뤄진다.

한편 국내에는 S&T모터브 외에도 다수의 모터제조업체가 있는데, 사실상 향후 현대기아차의 전기차용 구동모터 공급자로 선정될 가능성은 낮다. 이미 2020년 이후부터 전개될 EV 프로그램들은 볼륨이 급격하게 증가하는 양상을 보이고 있으며, 전기차 전용 플랫폼인 E-GMP만 하더라도 연산 30만대에 달한다. 따라서 신규진입자가 돌출하기 보다는 현재의 공급자들이 당분간 볼륨 상승이 이어질 가능성이 큰 것으로 보인다.

LG전자의 경우, VC 사업부에서 자동차 부품에 상당한 드라이브를 걸고 있으며 실제로 GM Bolt의 시스템 supplier 역할을 하고 있다. 여기에는 구동모터가 포함된다. 그러나 현대차의 경우 동일한 역할을 현대모비스가 담당하고 있어 LG전자가 이 역할을 대체하기는 어려울 것으로 보이고 단일부품인 구동모터만 개별적으로 공급될 가능성 역시 낮은 것으로 판단된다.

그림36 국내/외 Traction Motor의 주요 Player: 국내에서는 3사가 유일



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표15 친환경차 핵심 모터별 공급 가능 업체

	S&T모터브	현대모비스	LG이노텍	LG전자	만도브로제	현대위아
구동모터	O	O	X	O	X	X
EPS 모터	O	X	O	X	O	X
HSG	O	X	X	X	X	X
DCT모터	O	X	O	X	X	X
파워일렉트로닉스	X	O	X	O	X	X

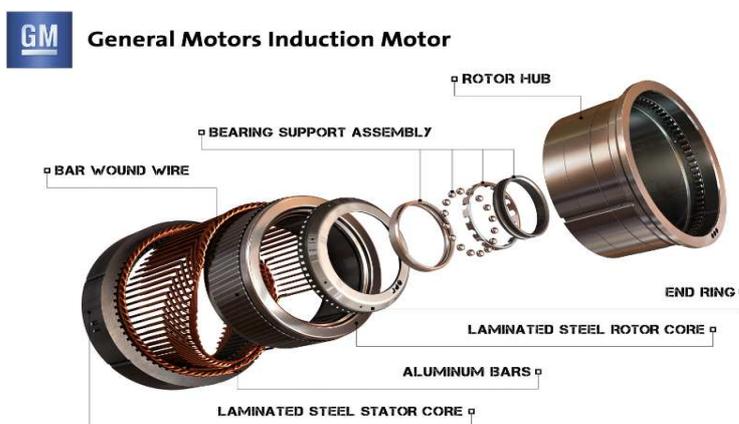
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표16 Traction Motor 공급 Supplier 와 해당 고객 완성차 업체

부품업체	완성차
S&T모티브	현대차그룹
LG전자	GM
BMW	BMW
Tesla	Tesla
Hitachi	Daimler
Magna	Ford
Continental	Renault
Bosch	Daimler

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 GM 의 AC 타입 구동모터: LG 전자가 공급



자료: GM, 이베스트투자증권 리서치센터

표17 LG 전자의 GM Bolt 향 공급부품 11 가지 - Motor 와 인버터는 GM Design 을 사용

제품	디자인 여부
Lithium-ion Battery Cells and Battery Pack	
Battery Heater	
Electric Drive Motor	GM Design
Power Inverter Module for DC-to-AC conversion	GM Design
Onboard Battery Charger	
Electric Compressor for Climate-Control System	
High-Power Distribution Module	
Accessory Low-Power Module	
Power Line Communication Module (for communication with DC quick-charging station)	
Instrument Cluster	
Infotainment System	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표18 글로벌 부품업체 Valuation Table

업체명	DENSO	NIDEC	AISIN SEIKI	컨티넨털	DELPHI	보그워너	MAGNA
시가총액(백만\$)	31,011	39,244	9,874	28,260	18,752	7,449	14,243
증가(\$)	39.4	131.6	33.5	141.3	72.7	35.9	43.8
매출액(백만\$)							
17	41,878	11,094	32,956	49,718	12,884	9,799	36,588
18	48,373	13,696	36,470	52,447	14,435	10,530	40,827
19E	52,760	16,537	39,318	53,342	15,718	10,860	40,922
영업이익(백만\$)							
17	3,058	1,298	2,115	5,099	1,416	1,072	2,841
18	2,852	1,250	1,854	4,776	1,473	1,190	2,830
19E	3,951	2,079	2,222	4,834	1,861	1,324	2,694
영업이익률(%)							
17	7.3	11.7	6.4	10.3	11.0	10.9	7.8
18	5.9	9.1	5.1	9.1	10.2	11.3	6.9
19E	7.5	12.6	5.7	9.1	11.8	12.2	6.6
ROE(%)							
17	8.0	13.9	10.8	19.8	47.5	12.7	20.9
18	7.1	11.5	8.3	17.2	31.6	23.4	21.0
19E	8.5	15.2	8.9	14.3	33.9	18.2	17.8
PER(x)							
17	15.0	28.1	12.3	15.1	19.0	13.1	9.6
18	13.3	38.2	8.9	8.3	12.1	7.8	6.8
19E	9.9	23.4	7.6	8.6	12.5	7.8	6.1
PBR(x)							
17	1.2	3.7	1.2	2.8	6.8	2.9	1.8
18	0.9	4.2	0.7	1.4	4.6	1.7	1.4
19E	0.8	3.4	0.7	1.2	4.0	1.3	1.0
EV/EBITDA(x)							
17	6.0	17.0	4.8	7.1	12.9	8.5	5.7
18	5.6	21.6	4.0	4.2	9.3	5.4	4.5
19E	4.5	13.4	3.3	4.6	9.0	5.1	4.6
EPS(USD)							
17	3.0	3.5	4.1	16.9	5.1	2.1	5.9
18	2.9	3.4	3.7	17.1	4.0	4.5	6.7
19E	4.0	5.6	4.3	16.5	5.8	4.6	7.1
EPS(%)							
17	17.9	37.9	43.9	8.7	10.2	-24.8	13.9
18	-2.4	-2.7	-10.3	1.5	-20.3	113.9	12.5
19E	36.0	65.1	18.0	-3.6	44.1	2.8	7.3

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

현대차그룹 파워트레인의 변화, 그리고 기회

현대차그룹 파워트레인의 변화: 4WD의 시대

현대차그룹내 파워트레인의 변화가 본격화 되고 있습니다. 특히 SUV 생산이 급격하게 증가하면서 두가지 측면에서 큰 변화가 있습니다. 첫째로 PTU(Power Transfer Unit), 내연기관용 4륜 시스템의 공급이 급증하고 있고, 이 변화는 대형 SUV 뿐만 아니라 고급 세단에서도 뚜렷하게 나타나고 있습니다. 두번째는 바로 친환경 4WD 입니다. SUV 는 HEV 기반으로 설계할 경우, 4WD 적용이 불가피 합니다.

2020년부터는 HEV 기반의 SUV, 2021년부터는 EV기반의 SUV가 신차 공급의 대부분을 이루게 됩니다. EV의 경우도, 현대차가 최근 발표한 E-GMP 플랫폼의 경우 4륜 기반으로 설계되었습니다. 따라서 해당 부품 수요의 변화, 그리고 현대차그룹내 시스템 계열사의 포지셔닝 변화에 주목해 볼 필요가 있습니다.

현대차그룹 파워트레인의 변화, 그리고 기회

파워트레인 계열사간 합병, 후속작업도 기대

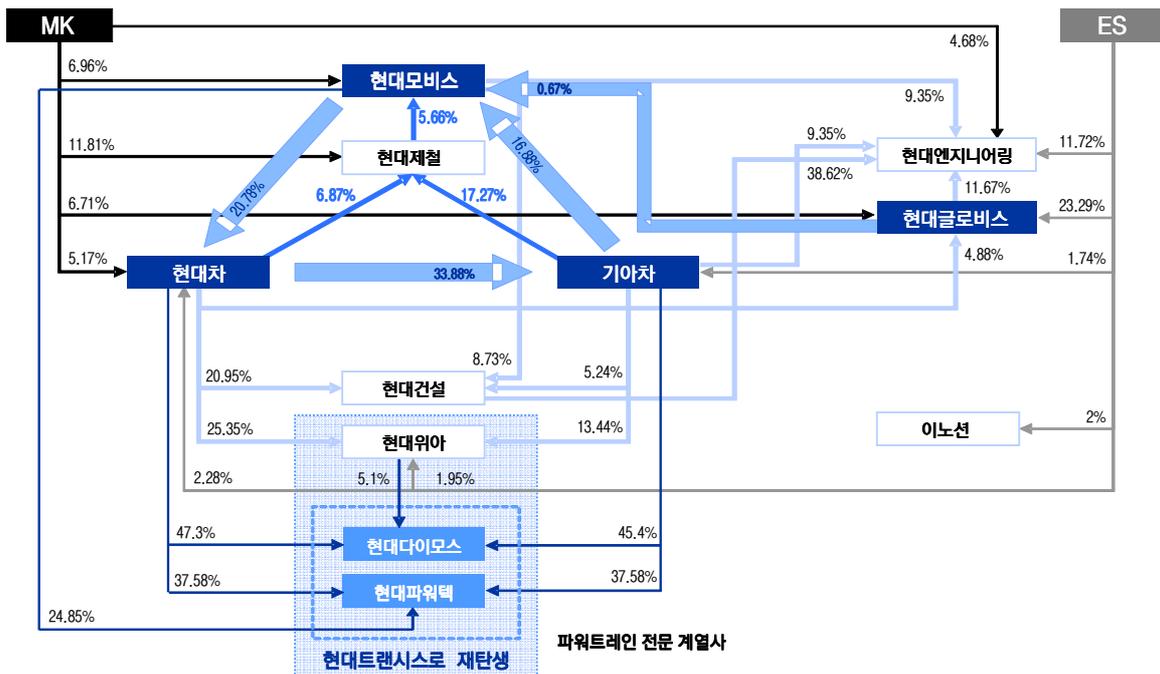
현대트랜시스의 출범으로 1차 계열사 개편 시작

현대차그룹은 지난 10월 파워트레인 전문 계열회사인 현대파워텍과 현대다이모스의 합병을 결정했다. 자동변속기, 수동변속기를 각자개발 하고 있던 시스템이 일원화 되며 발생하는 고정비를 축소시키겠다는 전략이다. 합병법인은 '현대트랜시스'로, 변속기 및 4륜구동 Axle, 씨트를 전문적으로 생산하는 업체로 재탄생 했다.

하지만 현대차그룹 내부적으로는 현대위아와 현대모비스가 여전히 파워트레인 개발 전반에 개입하고 있어 여전히 3개의 계열사에서 파워트레인을 전담하고 있는 형국이다. 이중 현대모비스의 경우 친환경차만 전담으로 시스템을 공급하고 있으며, 현대위아의 경우 엔진과 4륜구동 시스템을 공급하고 있다.

따라서 그룹사 내에는 여전히 총 3개의 파워트레인 시스템 supplier가 존재하는 형국인데, 이중 두개의 업체가 여전히 내연기관에만 집중된 포트폴리오를 보유하고 있어 이는 친환경차로 환경이 크게 바뀌는 현재 형국에서는 효율적이지 못하다. 따라서 장기적으로는 엔진-변속기 및 4륜 구동을 통합적으로 설계하는 법인과 친환경 시스템을 전문으로 공급하는 업체로 이분화 된 공급체계가 이뤄질 필요가 있다.

그림38 현대차그룹 지배구조: 2018 년말, 현대다이모스와 현대파워텍의 합병 발표



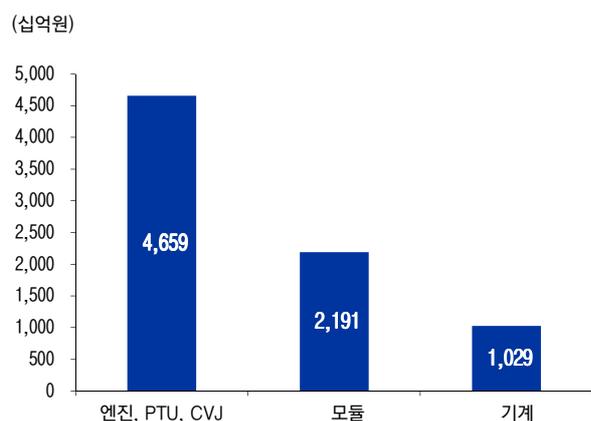
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표19 현대차그룹 내 파워트레인 3사의 재무실적 및 사업부 구분

(십억원)	현대위아	현대트랜시스	현대모비스
Financials			
총 매출	7,880	4,267	34,879
연간 영업이익	5.0	143.8	2,025
OPM(%)	0.1	3.4	5.8
자본총계	3,037	907	33,342
Business			
	엔진(카파, 누우, 씨타, U, R)	변속기 (MT, AT, DCT, EV)	제동, 조향, 현가
	4WD(PTU, Coupling)	4WD(PTU, Axle)	램프, 에어백, 인포테인먼트
	CVJ	Axle	전동화 시스템
	모듈	씨트	모듈
	기계	중기(전차, 전철용 구동장치)	A/S

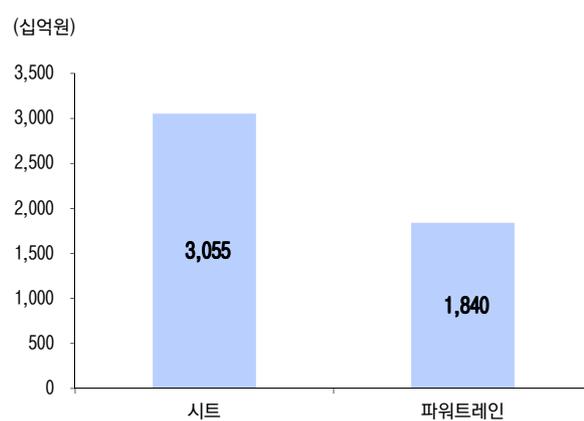
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 현대위아의 매출액 구성



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 현대트랜시스의 매출액 구성



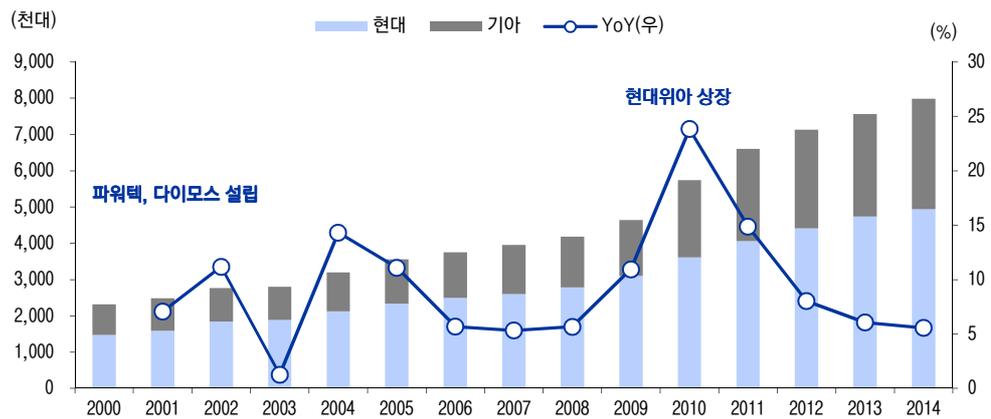
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

내연기관 파워트레인 → 친환경 파워트레인으로 재정비

현대차 그룹은 2000년대에 들어서면서부터 초고속 성장 가도에 오르기 시작했고, 이 과정에서 2개의 변속기 전문업체가 필요하게 된다. 그로부터 10년후인 2010년에는 기존의 공작기계 전문업체인 기아정공인 현대위아가 소형 카파엔진 생산과 DCT(Dual Clutch Transmission)공급을 담당하게 되며 주식시장에 상장한다. 그러나 2015년에 디젤게이트가 발생하며 기존의 친환경 자동차 트렌드가 더욱 가속화 되며 파워트레인 전문 계열사들의 입지에도 변화가 생긴다.

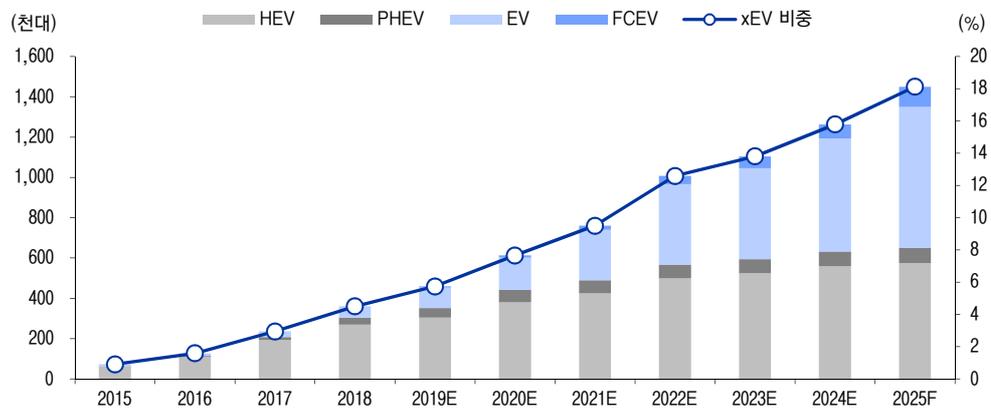
한편 현대차와 기아차의 친환경차 계획을 보면, 2025년까지 연간 145만대의 xEV 판매를 목표로 하고 있다. 뿐만 아니라 올해 초 정의선 부회장은 2020년부터 출시되는 모든 차종에는 전동화 라인업을 구축할 것이라고 발표했고, 경쟁사들의 친환경차 개발 역시 매우 빠르게 진행되고 있는 점을 감안하면, 이 증가추이는 2025년 이후에도 지속될 수 밖에 없다. 종합적으로 판단을 해보면, 현재 그룹사의 친환경차 시스템을 전담하고 있는 현대모비스의 전동화 사업부가 앞으로 지속적으로 전량을 담당하기 보다는 이원화 될 가능성이 높을 수 밖에 없다.

그림41 현대기아차 고속성장 구간에서 필요했던 3개의 파워트레인 계열사



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 xEV의 수요 증가로 배터리와와의 조합인 친환경 파워트레인 위주로 재편성



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

모든 파워트레인은 전동화로! 2020년부터 HEV 차종 대거 출시

2020년의 현대차그룹 신차의 파워트레인은 대대적인 변화가 기대된다. 내연기관 파워트레인은 기존의 GDI에서 스마트스트림으로 변경되며 GDI+MPi 형태의 가변형 엔진으로 의미있는 연비개선이 이뤄질 것으로 기대된다. 친환경차의 경우, SUV를 중심으로 HEV 차량이 대거 출시될 것으로 예상된다.

현대차의 경우 기 출시된 쏘타페 HEV출시가 예정되어 있고, 투싼, GV80등 신규개발 차종에서도 HEV 출시가 예정되어 있다. 기아차의 경우, 쏘렌토, 스포티지, 카니발의 모델 풀체인지가 예정되어 있어 역시 1~2개 차종의 SUV 기반 HEV 출시가 이뤄질 것으로 기대된다. 현대차그룹의 기존 HEV 라인업은 대부분 세단 위주로 구성되어 있었기 때문에 SUV 및 제네시스의 HEV 라인업 공급을 통해 단숨에 HEV 생산량은 연 40~50만대 수준까지 올라올 것으로 추정된다.

표20 현대차 신차 스케줄

지역	구분	4Q18	1H19	2H19	2020
한국	현대	펠리세이드	쏘나타 FMC	A SUV, i30, 그랜저 F/L	엘란트라FMC, 투싼 FMC
	친환경		아이오닉 F/L	쏘나타 HEV/PHEV	싼타페
	제네시스	G90		G80, GV80	GV70
미국	현대		펠리세이드 SUV(2Q)	쏘나타 FMC, A SUV	
	친환경		코나 EV		
	제네시스		G90 F/L		G80, GV80

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표21 기아차 신차 스케줄

지역	구분	4Q18	1H19	2H19	2020
국내	승용		K7 F/L	K5 FMC	
	RV	소울 FMC	니로 F/L	SP2, 모하비 F/L	스포티지, 쏘렌토, 카니발
	친환경		소울 EV		쏘렌토, 스포티지
미국	승용			K7 F/L	K5
	RV	소울 FMC	텔룰라이드, 스포티지	SP2, 니로 F/L	
	친환경		니로 EV		

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

급증하는 미국 SUV 산업수요에 대응가능한 파워트레인은 HEV가 유일

미국 시장은 SUV의 시장수요와 연비규제(CAFE Standard, Corporate Average Fuel Economy) 라는 두가지 조건을 만족시켜야 한다. 반면 제조사들은 최근들어 SUV 라인업 확대에 대한 필요성을 인지하고 있음에도 불구하고 CAFE Standard를 만족시키지 못함에 따라 이산화탄소 배출량이 상대적으로 높은 SUV 출시에 보수적일 수 밖에 없다. CAFE Standard에서는 2020년부터 평균 약 48mpg(갤런당 마일, 17km/l 수준)의 연비를 육하고 있기 때문에 현재까지 세단 위주로만 집중된 HEV파워트레인이 앞으로는 SUV에서도 집중적으로 적용될 수 밖에 없다.

EV의 경우, 순수 EV 공급 증가를 요구하는 ZEV(Zero Emission Vehicle) 제도의 경우 캘리포니아주에 국한되는 한편 EV차량들에 대한 정부 보조금은 누적 판매대수가 20만대를 넘어가는 순간부터 1년안에 보조금 \$7,500이 소멸된다. 즉 제조사 입장에서는 EV에 대해서는 조심스러울 수 밖에 없는 입장이다.

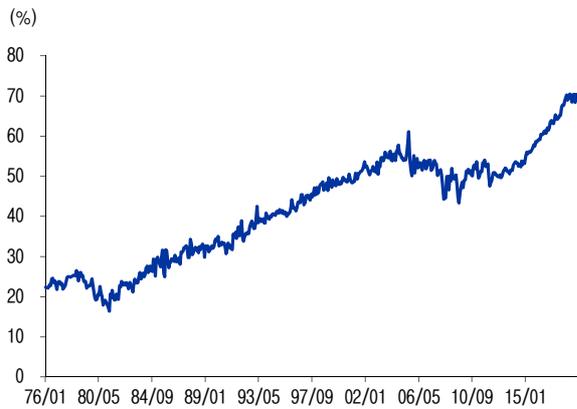
미국내 EV M/S는 한편 현재 Tesla가 약 78%의 사실상 독점적인 포지셔닝을 구축하고 있는 상태다. 그러나 Tesla의 경우 MSRP 영역이 일반 대중차와는 다른 세그먼트에 구축되어 있어 해당 고가 모델인 Model S/X의 경우 특히 보조금의 지급여부와 상관없이 판매가 지속될 가능성이 있다.

그러나 MSRP가 \$30,000내외의 대중차 가격의 range에 있는 보조금 지급여부에 따라 수요의 큰 변동이 있을 수 있어 판매확대를 의미있게 전개할 수 없는 상태다. 따라서 MSRP \$100,000 이상의 고가 luxury EV 차량 개발이 되어있지 않은 대부분의 OEM들은 당장은 EV기반 SUV를 공격적으로 출시할 것으로 기대하기는 어렵다.

현대차의 경우 역시 압도적인 가성비와 높은 상품성으로 인정받고 있는 KONA EV의 경우도 사실상 미국에는 공급량 자체를 조절하고 있다. 초반에 공격적으로 투입을 해봤자 후속 모델부터는 보조금이 사라지게 될게 불보듯 뻔하기 때문이다. 따라서 현대차는 이미 Toyota가 도입한 전략인 HEV 기반의 SUV를 늘릴 것으로 기대된다.

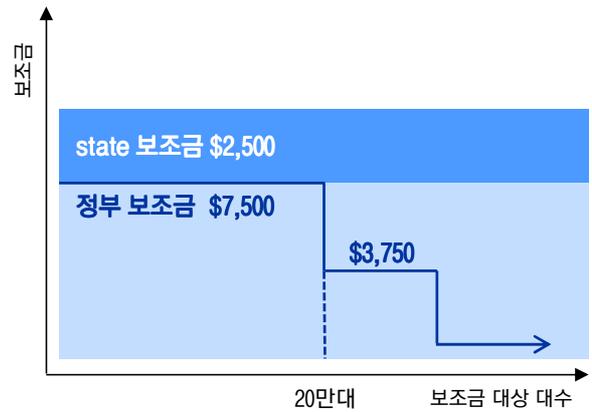
한편 최근에 폭스바겐은 소형 Hatchback 기반의 EV ID3를 출시했으나, 가격대는 사실상 Model3를 겨냥해 설계되어 저가 세그먼트에 속한다. 미국 Chattanooga와 Tennessee 공장에 투자 발표하며 현지생산 계획을 발표했으나, 단숨에 효과를 보기는 어려울 것으로 예상된다. 반면 폭스바겐은 HEV 기반 파워트레인은 건너뛴 상황이기 때문에 미국내 SUV시장에서의 점유율은 사실상 어려울 것으로 예상해 볼 수 있다.

그림43 美 SUV 산업수요 증가는 40년간 지속된 트렌드: Light Truck(RV + Pickup) 비중 지속 확대



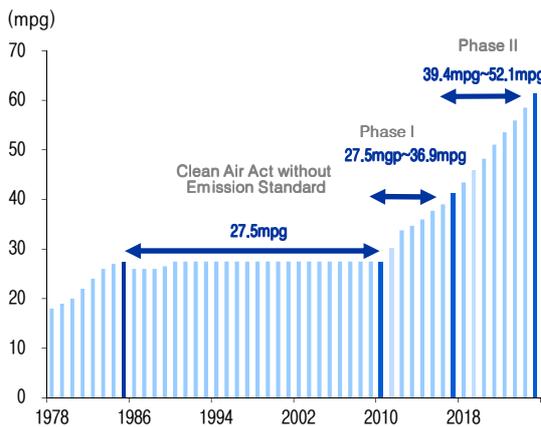
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 미국내 EV 공급은 20만대 이후 보조금 축소로 사실상 대량 공급계획 자체가 무리수



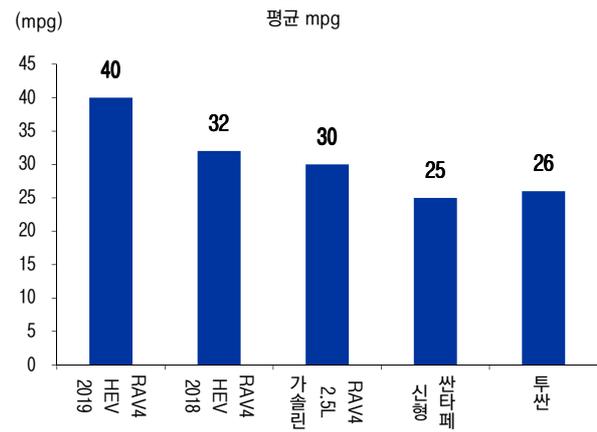
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 CAFE 스탠다드: 연비규제 지속으로 파워트레인 전동화는 필수



자료: EPA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 Toyota RAV4의 파워트레인별 현대차와 연비 비교



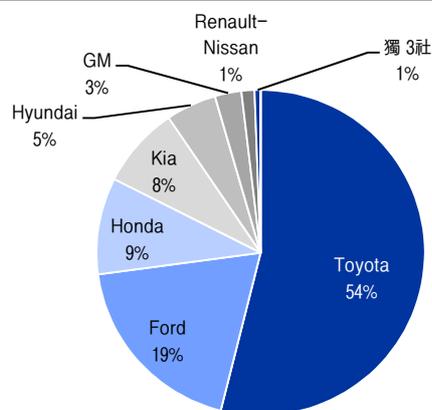
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 VW EV인 ID3, 미국내 성공은 사실상 어려움



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 미국내 M/S 구성: 유럽 브랜드들은 HEV 개발이 전무



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

현대차와 기아차가 미국에서 성공할 가능성: 도전적, 그리고 HEV 도입속도가 관건

관건은 결국 미국이다. 2020년부터는 미국에 출시되는 현대기아차의 차량 상당수가 신형으로 개발된 엔진인 GDI+MPI의 혼합형인 스마트스트림이 탑재된 모델들이 투입되며 전반적인 상품성이 개선될 것이다. 특히 일본 경쟁업체들 대비 단점으로 지적되어 온 연비는 가변형 엔진으로 바뀔에 따라 큰 폭의 개선이 있을 것이다. 여기에 추가로 HEV가 투입되며 M/S를 추가로 늘릴 수 있는 여지가 발생할 것으로 보인다.

유럽업체들의 경우 EV에 개발이 치우쳐 있는 한편 HEV에 대한 개발이 늦어져 있는 것으로 나타난다. 미국시장 내 HEV 시장은 현재 Toyota, Ford, Honda가 3강 구도를 이루고 있고, 현대와 기아를 합산시 사실상 M/S 3위에 달한다. 따라서 당장 SUV기반의 HEV트림이 요구되기 시작하면서 HEV 트림을 보유한 브랜드와 그렇지 못한 브랜드간의 격차는 확대되기 시작할 것이다.

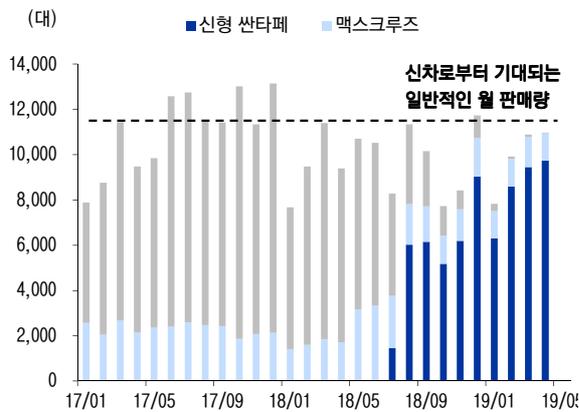
현재 싼타페/쏘렌토가 주력으로 경쟁하는 차종들은 RAV4, Rogue, CR-V등이다. 그러나 이들 모델 중에서는 사실상 Toyota의 RAV4만이 최신의 HEV 시스템을 적용하고 있고, 로그와 CR-V의 경우 model 체인지 시점이 한참 남아있어 2020년 하반기까지는 상대적으로 싼타페와 쏘렌토가 판매볼륨을 늘릴 수 있을 것으로 예상된다. Nissan과 Honda의 경우 특히 전반적으로 최근 SUV 신차개발이 지연되는 상황인데, 이러한 개발지연의 결과는 인센티브 비용 증가로 반영된 것으로 나타나고 있다.

표22 싼타페 및 경쟁 차종들의 주요 스펙: 스마트 스트림 엔진 및 HEV시스템 도입시 싼타페의 판매량은 개선 여지 큼. CR-V의 경우 HEV 도입 지연

브랜드	Toyota		Nissan		현대차	Honda	
차종	RAV 4		로그		싼타페	CR-V	
파워트레인	HEV	내연기관	HEV	내연기관	내연기관	HEV	내연기관
MSRP(\$)	27,700	25,500	27,600	25,020	25,750	29,730	24,350
플체인지 시점(미국)	2019		2020		2018	2022	
연비(mpg)	40	32	33	29	25	41	29
2018 판매대수(미국)	48,122	379,046	4,027	408,083	117,038	-	379,013
2018 판매대수(글로벌)	91,386	687,329	4,027	449,252	284,050	31,215	689,591
엔진 Type	VVT-i		CVTCS		GDI 세타II	VTEC	

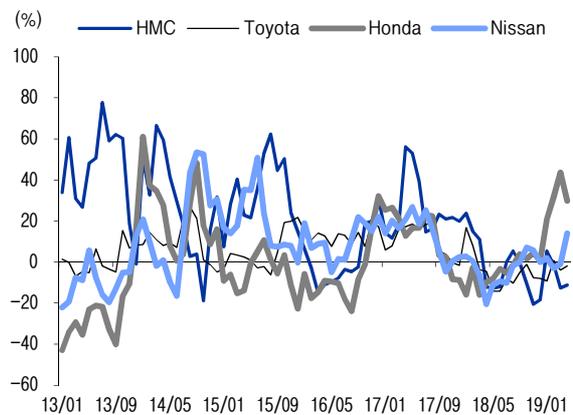
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 신형 싼타페 미국 판매량: 최근 4월 최대 실적을 달성해 수익성 개선의 핵심 역할 수행



자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 미국 인센티브 비용 YoY 증가율: Nissan과 Honda는 모델 대응 지연으로 비용 증가 지속



자료: Autonews, 이베스트투자증권 리서치센터

표23 미국시장 HEV 시장 및 브랜드별 판매대수

(단위: 대)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
총합	274,211	268,807	434,504	495,685	452,152	384,393	346,964	364,174	341,245
Toyota	189,187	178,587	314,480	331,708	296,755	265,029	243,972	203,268	184,028
Ford	35,496	27,114	32,543	72,795	64,600	47,261	52,744	73,655	64,665
Honda	33,547	31,582	18,166	19,511	27,086	20,754	12,985	25,461	32,710
Kia	-	-	10,084	13,919	13,776	11,492	6,142	32,774	27,498
Hyundai	-	19,673	20,754	21,761	21,052	19,908	18,961	20,315	16,992
GM	6,760	5,049	33,979	25,066	9,765	4,587	5,180	5,902	8,901
Renault-Nissan	6,710	3,614	794	1,792	7,794	8,789	4,046	2,681	4,421
VW	-	390	682	7,320	2,902	853	727	70	2,030
Daimler	1,428	310	141	357	188	64	15	3	-
BMW	307	381	1,041	1,456	308	67	19	-	-
Subaru	-	-	-	-	7,926	5,589	2,173	45	-
기타	776	2,107	1,840	-	-	-	-	-	-

자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

표24 미국시장 HEV 시장 및 브랜드별 판매비중

(단위: 대)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Toyota	69.0%	66.4%	72.4%	66.9%	65.6%	68.9%	70.3%	55.8%	53.9%
Ford	12.9%	10.1%	7.5%	14.7%	14.3%	12.3%	15.2%	20.2%	18.9%
Honda	12.2%	11.7%	4.2%	3.9%	6.0%	5.4%	3.7%	7.0%	9.6%
Kia	0.0%	0.0%	2.3%	2.8%	3.0%	3.0%	1.8%	9.0%	8.1%
Hyundai	0.0%	7.3%	4.8%	4.4%	4.7%	5.2%	5.5%	5.6%	5.0%
GM	2.5%	1.9%	7.8%	5.1%	2.2%	1.2%	1.5%	1.6%	2.6%
Renault-Nissan	2.4%	1.3%	0.2%	0.4%	1.7%	2.3%	1.2%	0.7%	1.3%
獨 3社	0.6%	0.4%	0.4%	1.8%	0.8%	0.3%	0.2%	0.0%	0.6%
기타	0.3%	0.8%	0.4%	0.0%	1.8%	1.5%	0.6%	0.0%	0.0%

자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

E-GMP 공개, 기대되는 역할과 기능들

Electric Global Modular Architecture 2021년부터 EV 대량양산체제 구축

현대차그룹은 2021년부터 E-GMP(Global Modular Architecture)의 양산에 들어갈 전망이다. 현대차와 기아차 각각 15만대 규모로 총 연간 30만대 수준의 볼륨의 양산이 예정되어 있다. 사측은 2025년경에는 BEV만 총 80만대에 달하는 수준의 볼륨에 달할 것으로 전망하고 있기 때문에 지속적으로 신규 EV차량이 출시될 전망이다. 이 구간부터는 필요한 파워트레인이 급증하기 때문에 계열회사들의 투자가 더욱 확대될 전망이다.

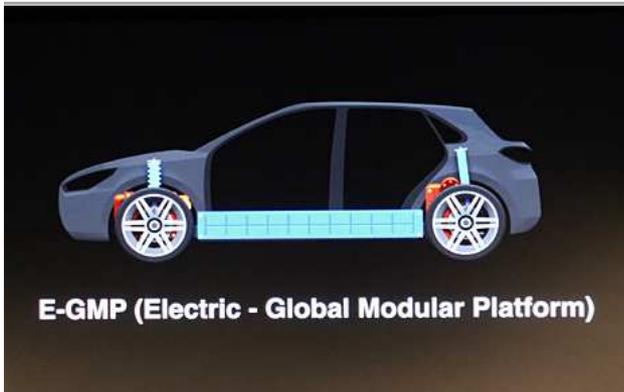
E-GMP로 인해 파워트레인 계열회사들이 역할 분담하게 될 가능성 존재

현대차의 E-GMP는 한편 VW의 MEB 플랫폼과는 다르게 4륜구동의 구동 방식을 택하고 있다. 현재 현대차그룹에서 생산하고 있는 전기차(KONA, Niro, Soul, Ioniq의 EV 트림)들은 모두 전륜구동 방식을 택하고 있는데, 3세대 전기차부터는 고성능의 구동이 요구되기 시작하면서 후륜 또는 4륜 방식의 구동방식이 설계되고 있다. 이미 Tesla, Audi E-Tron, Jaguar I-Pace 가 이러한 4륜구동 방식을 택하고 있기 때문에, 장차 대형 OEM 들의 플랫폼 전략도 4륜구동으로 안착하게 될 것으로 예상된다.

한편 2025년경에는 연산 145만대 체제 - EV 70~80만대, HEV/PHEV 60~70만대 규모의 친환경차 시스템이 그룹사에서 요구될 전망인데, 이 과정에서 부품업체간 역할분담이 이뤄질 것으로 예상된다. 특히 현대위아와 현대트랜시스 경우 내연기관에서도 4륜시스템을 전량 담당하고 있기 때문에 차후 증가하는 시스템을 담당하게 될 가능성이 크다고 보여진다.

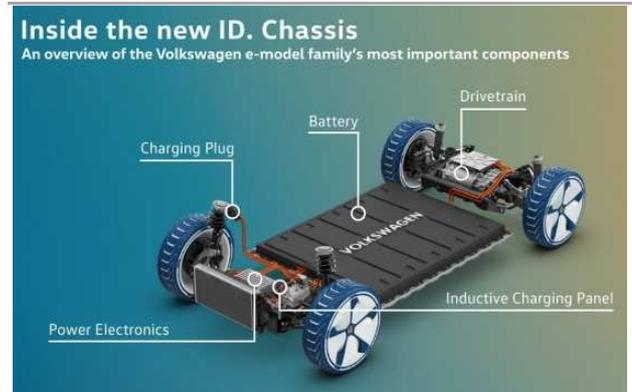
지난해 약 2조원 가량이 그룹사내 친환경차 시스템 관련 매출이 발생했는데, 2020년부터는 4륜구동 시스템으로 일부 신규매출이 발생하기 시작하면서 Drive Unit 비중이 높아진다. 기존에는 EV, HEV 모두 전륜 기반으로만 매출이 발생해 왔기 때문에 Dual motor system의 도입으로 인해 시스템 매출이 크게 증가하는 것으로 예측된다. 수치상으로는 2021년에 약 6.5조원, 2025년에 16조원 수준까지 급증할 것으로 추정된다.

그림51 현대차는 올초 E-GMP 파워트레인 공개



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 VW의 MEB는 후륜 기반의 PT



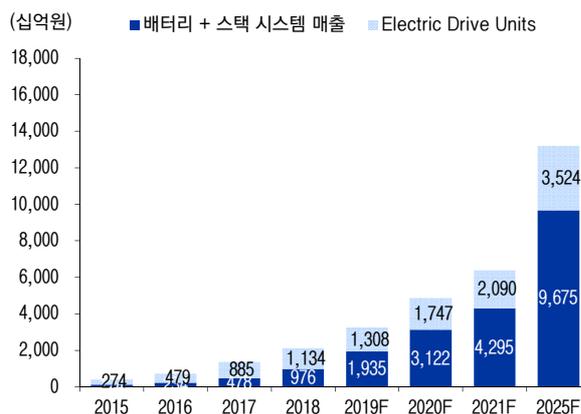
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표25 2020년부터 AWD를 가정한 현대차그룹의 xEV 시스템 Cost: 현대모비스 1개사가 혼자 대응하기에는 너무 많아지는 볼륨

(단위: 십억원)	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2025F
Electric Drive Units (천원)								
모터	1,500	1,500	1,500	1,400	1,200	1,500	2,000	2,000
BMS	1,500	1,500	1,500	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
DC/DC 컨버터	100	100	100	100	100	100	100	200
DC/AC 인버터	150	150	150	150	150	150	150	300
기타(파워 모듈, OBC 등)	500	500	500	500	400	400	400	1,000
대당 계	3,750	3,750	3,750	3,150	2,850	3,150	3,650	4,500
기타부품 매출 계 (십억원)	274	479	885	1,134	1,308	1,931	2,774	6,525
총 시스템 Cost 구분								
배터리+스택 시스템 매출	124	234	478	976	1,935	3,122	4,295	9,675
AWD Electric Units	274	479	885	1,134	1,308	1,931	2,774	6,525
총 시스템 Cost 계	398	713	1,363	2,110	3,243	5,052	7,069	16,200

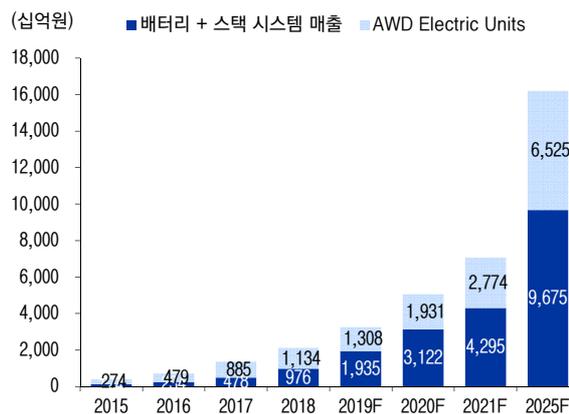
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 전륜기반 구동시스템을 감안한 시스템 매출액 추정



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림54 4륜기반 구동시스템을 감안한 시스템 매출액 추정



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표26 현재 파워트레인 계열 3사의 전동화 파워트레인 공급 가능 구도

(십억원)	현대위아	현대트랜시스	현대모비스
Financials			
총 매출	7,880	4,267	34,879
연간 영업이익	5.0	143.8	2,025
OPM(%)	0.1	3.4	5.8
자본총계	3,037	907	33,342
Business	엔진(카파, 누우, 씨타, U, R)	변속기 (MT, AT, DCT, EV)	제동, 조향, 현가
	4WD(PTU, Coupling)	4WD(PTU, Axle)	램프, 에어백, 인포테인먼트
	CVJ	Axle	전동화 시스템
	모듈	씨트	모듈
	기계	중기(전차, 전철용 구동장치)	A/S
New Business	E-4WD	E-4WD	E-4WD
			E-GMP

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표27 현대차그룹 친환경차 판매대수 추이 및 2025년까지 예상 대수

(단위: 천대)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2025F
HEV	61	109	194	270	305	380	425	575
내수	30	45	70	102	135	175		
수출	31	64	124	168	170	205		
PHEV	1	5	14	35	47	63	65	75
내수		2	4	10	12	18		
수출		3	10	25	35	45		
EV	11	14	28	54	102	160	250	700
내수		4	10	34	47	85		
수출		9	18	20	55	75		
FCEV				1	5	10	20	100
xEV 계	73	128	236	360	459	613	760	1,450

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part IV

종목별 투자의견

종목별 투자의견

자동차 섹터 모멘텀은 올해 3분기부터 본격화 될 전망입니다.

단기적으로 완성차 실적에 가장 큰 영향을 미치는 현대차 대형 SUV의 미국 판매실적이 7월부터 반영되고, 중국내 신차 Cycle 역시 7월경부터 새롭게 시작되기 때문입니다. 중국의 경우 ix25, K3, KX3등이 그 역할을 할 것으로 기대되고 있습니다.

2분기의 경우, 신차 Cycle의 수혜는 부품업체가 강할 것으로 보입니다. 현대모비스의 경우 대형 SUV의 증설분이 모두 연결매출로 반영되며 서프라이즈가 기대되고 있습니다. 현대위아의 경우 역시 중국 및 서산2공장 가동률 개선 외에도 SUV 증가에 따른 4WD PTU 매출이 큰 폭으로 이익 개선에 기여할 것으로 보입니다. 중소형주는 EV용 구동모터에 대한 방향성이 뚜렷해진 S&T모티브를 추천드립니다.

종목별 투자의견

종목별 투자의견

대형주: 현대모비스, 현대위아

2Q19 에서 펠리세이드, 텔룰라이드 등 대형 SUV의 효과를 기대하기는 어렵다. 펠리세이드의 경우 증산된 물량은 대부분 수출물량으로 배정되며 3Q19부터 손익에 반영되기 때문이다. 부품업체들의 경우 다만 증설물량이 모두 연결기준 손익으로 반영되어 2Q19부터 증설효과가 나올 것으로 기대된다. Top Picks로 현대모비스, 현대위아를 추천한다.

완성차 서프라이즈는 3분기부터 기대

완성차 실적의 핵심은 3Q19로 기대되는 펠리세이드 추가 증설이다. 기아차의 경우에도 3Q19 경에 텔룰라이드 볼륨 증설이 결정될 전망이다. 종합적으로, 완성차는 실적과 모멘텀이 모두 3Q19에 집중될 것으로 예상된다.

중소형주: S&T 모티브, 평화정공

중소형주는 S&T모티브, 평화정공을 추천한다. S&T모티브의 경우, 전기차용 구동모터 매출의 잠재력이 올해 하반기로 경에 부각될 전망이다. 현재는 20만대까지의 볼륨증가가 확정된 상태이나, 이후 E-GMP등 현대기아향 볼륨이 추가로 확정될 수 있기 때문이다. 평화정공의 경우 중국실적의 회복이 주가의 핵심요인으로 작용되는데, 1Q19부터 기존 중국의 부진을 만회하는 북미 OEM향 매출이 대거 발생하기 시작했다.

만도, 한온시스템은 밸류에이션 부담

만도와 한온시스템은 단기모멘텀은 상대적으로 부족한 상태다. 현대차그룹내 브레이크/샤시, 공조시스템의 비중이 장기적으로는 분산되는 과정이 시작된 것으로 보이며, 단기 실적 모멘텀이 상대적으로 부진하다는 판단이다. 만도의 경우, 중국내 local OEM향 매출반등이 필요하며 타 OEM향 ADAS매출이 가시권에 들기까지는 시간이 소요될 전망이다. 한온시스템의 경우, 현재 매출비중 25%에 달하는 Ford향 볼륨 부진이 연말까지 지속될 것으로 예상되며, 마그나 FP&C 사업 인수에 따른 비용발생이 시작되어 순이익 개선까지 시간이 지연될 전망이다.

표28 Universe: 현대모비스 Top Pick

종목	투자의견/TP		매출액 십억원	영업이익 십억원	순이익(지배) 십억원	EPS (원)	OPM (%)	P/E (x)	P/B (x)	D/Y (%)
현대차	BUY 170,000원	2017	96,376	4,575	4,033	18,263	4.7	8.5	0.6	2.6
		2018	97,252	2,423	1,509	6,313	2.5	18.8	0.5	3.4
		2019E	102,055	4,085	3,816	17,798	4.0	7.3	0.5	3.5
기아차	BUY 50,000원	2017	53,536	662	968	2,388	1.2	14.0	0.5	3.3
		2018	54,170	1,157	1,156	2,851	2.1	11.8	0.5	2.7
		2019E	57,915	2,027	2,280	5,625	3.5	7.3	0.6	2.5
현대모비스 Top Pick	BUY 280,000원	2017	35,145	2,025	1,558	16,109	5.8	16.3	0.9	1.3
		2018	34,879	2,025	1,888	19,396	5.8	9.8	0.6	2.1
		2019E	37,644	2,367	2,604	26,746	6.3	8.0	0.6	2.1
현대위아 Top Pick	BUY 60,000원	2017	7,487	17	-63	-2,317	0.2	-28.1	0.6	0.9
		2018	7,880	5	41	2,045	0.1	-20.5	0.4	1.4
		2019E	8,238	155	139	5,107	1.9	8.2	0.4	2.4
현대글로비스	BUY 195,000원	2017	922	63	43	4,032	6.8	15.6	0.7	2.2
		2018	992	107	60	5,596	10.7	7.8	0.5	3.1
		2019E	1,066	114	68	6,392	10.7	6.5	0.4	3.4
한온시스템	Hold 13,000원	2017	16,358	727	680	18,147	4.4	7.5	1.3	2.2
		2018	16,700	703	459	12,230	4.2	10.5	1.1	2.3
		2019E	18,117	850	731	19,491	4.7	7.9	1.2	2.1
만도	Hold 36,000원	2017	5,586	468	289	541	8.4	25.7	3.7	2.2
		2018	5,937	434	278	520	7.3	20.8	2.8	3.1
		2019E	7,212	497	307	575	6.9	19.7	2.7	3.3
평화정공	BUY 11,000원	2017	5,685	84	5	102	1.5	605.8	2.1	1.6
		2018	5,825	197	106	2,250	3.4	12.9	0.9	2.8
		2019E	6,119	224	137	2,913	3.7	10.0	0.8	3.4
에스엘	BUY 31,000원	2017	1,054	25	17	3,549	2.4	3.0	0.4	1.5
		2018	1,067	20	31	814	1.9	8.2	0.3	2.4
		2019E	1,130	35	37	1,479	3.1	5.7	0.3	2.0
S&T모티브	BUY 47,000원	2017	1,485	55	95	2,720	3.7	8.7	0.9	1.6
		2018	1,602	17	56	889	1.0	22.4	0.7	2.3
		2019E	2,508	115	111	2,457	4.6	9.1	0.9	2.1
쌍용차	BUY 7,000원	2017	1,137	97	57	3,888	8.5	12.1	1.0	2.1
		2018	1,058	56	53	3,654	5.3	7.4	0.5	4.4
		2019E	1,047	70	-10	-700	6.7	-52.3	0.8	3.6
한국타이어	Hold 39,000원	2017	3,495	-65	-66	-477	-1.9	-10.7	0.9	0.0
		2018	3,705	-64	-62	-448	-1.7	-8.8	0.8	0.0
		2019E	4,354	-27	-26	-185	-0.6	-23.2	0.9	0.0
넥센타이어	BUY 14,000원	2017	6,813	793	599	4,836	11.6	11.3	1.1	0.7
		2018	6,795	704	517	4,172	10.4	9.6	0.7	1.1
		2019E	6,894	679	534	4,308	9.8	8.3	0.6	1.4

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

현대모비스 (012330)	48
현대차 (005380)	53
기아차 (000270)	56
현대위아 (011210)	59
S&T 모티브 (064960)	63

Universe		
종목명	투자판단	목표주가
현대모비스	Buy (유지)	280,000 원(유지)
현대차	Buy (유지)	170,000 원(유지)
기아차	Buy (유지)	50,000 원(유지)
현대위아	Buy (유지)	60,000 원(유지)
S&T 모티브	Buy (유지)	47,000 원(유지)

현대모비스 (012330)

2019. 5. 27

자동차

Analyst 유지웅

02. 3779-8886

jwyo@ebestsec.co.kr

전기차 플랫폼을 생산한다

친환경차 파워트레인, 그룹사의 방향성을 대변하다

현대차그룹은 올초 글로벌 전기차 플랫폼인 E-GMP 플랫폼을 발표했으며, 2021년부터 연간 30만대 규모로 순수전기차 전용 플랫폼이 가동하며 양산에 들어갈 것으로 보인다. 이에 필요한 배터리-EPCU-모터에 이르는 핵심 시스템을 공급하는 동사는 큰 폭의 매출상승이 기대된다. 2025년에는 현재 30만대 내외 수준인 그룹사의 xEV 판매규모가 145만대에 달할 것으로 예상되고 있으며, EV가 급격히 증가하는 2021년부터는 현재 적자를 기록하고 있는 전동화사업부의 손익이 손익분기점을 돌파할 것으로 추정된다.

급증하고 있는 타OEM 수주, 매년 이익 기여도 증가

동사의 장기 주가 Trigger는 1)그룹사향 매출 2)타 OEM향 매출액의 증가다. 최근의 해외 OEM수주 record는 2017년까지의 패턴과 전혀 다른 형태를 보이고 있는데, EV 업체들을 위주로 핵심부품 수주가 가속화 되고 있다. 2019년의 경우도 올해 Target인 21억불 수주가 이미 가시권 안에 들어와 있고, 이중 절반 이상이 EV전문 업체를 위주로 이뤄지고 있어 장기적으로 친환경차 전문 시스템 supplier로 자리잡게 될 전망이다.

SUV Cycle의 최대 수혜주, 2Q19부터 실적 강세 기대

단기적으로는, 현대기아차의 SUV Cycle에서 수혜가 기대된다. 특히 펠리세이드/텔룰라이드의 핵심부품 매출이 동사의 부품제조 부문 실적으로 4Q18부터 반영되기 시작했는데, 4월부터 이뤄진 펠리세이드 증설효과로 인해 2Q19에는 동사의 이익이 크게 부각될 것으로 기대된다. 2Q19 영업이익은 6,490억원(YoY +22.1%)를 기록할 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 280,000원 유지. 업종내 최선호주

동사의 기존 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가 280,000원을 유지한다. 목표주가는 2019년 EPS 26,746원에 Target P/E 11.5배 수준을 부여한 수준이다. 동사 주가는 YTD 기준 현대/기아/모비스 3사중 가장 underperform한 상태이나, 2Q19의 실적모멘텀과 함께 그룹사의 친환경차 부품 공급 방향성이 선명해지며 주가 재평가가 이뤄질 것으로 예상된다. 최선호주로 추천한다.

Buy (maintain)

목표주가 280,000 원

현재주가 214,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI (5/24)	2,045.31 pt
시가총액	203,956 억원
발행주식수	95,307 천주
52 주 최고가/최저가	247,000 / 167,000 원
90 일 일평균거래대금	477.91 억원
외국인 지분율	48.8%
배당수익률(19.12E)	2.6%
BPS(19.12E)	341,756 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -2.2%
	6개월 26.8%
	12개월 2.5%
주주구성	기아자동차(주)와 4인 30.8%
	국민연금공단 10.3%
	현대모비스 자사주 2.8%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	35,145	2,025	2,734	1,558	16,109	-48.4	2,735	16.3	7.1	0.9	5.4
2018	35,149	2,025	2,475	1,888	19,403	20.4	2,739	9.8	4.0	0.6	6.3
2019E	37,644	2,367	3,470	2,607	26,746	37.8	3,020	8.0	4.1	0.6	8.1
2020E	40,213	2,567	3,760	2,809	28,856	7.9	3,232	7.4	3.7	0.6	8.2
2021E	43,027	3,000	4,273	3,192	32,793	13.6	3,679	6.5	3.4	0.5	8.7

자료: 현대모비스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표29 현대모비스 실적 추이 및 전망: 2Q19 서프라이즈 기대

(십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	8,194	8,884	8,427	9,644	34,879	8,738	9,665	9,136	10,105	37,644
모듈	6,450	7,201	6,677	7,593	27,921	6,929	7,952	7,333	8,289	30,503
전동화	304	362	427	712	1,805	575	681	692	1,039	2,987
부품제조	1,535	1,795	1,869	2,052	7,251	1,886	2,102	2,054	2,222	8,264
모듈조립	4,612	5,044	4,381	4,829	18,866	4,468	5,170	4,587	5,027	19,253
A/S부품	1,744	1,683	1,750	1,781	6,958	1,809	1,713	1,803	1,817	7,142
핵심부품 비중(%)	22	24	27	29	26	28	29	30	32	30
판관비	609	619	621	694	2,542	639	663	701	784	2,787
영업이익	450	531	462	581.7	2,025	493.8	649	592	633	2,367
모듈	27	116	9	144.7	297	39	220	145	184	589
A/S부품	423	416	453	437	1,729	455	428	447	449	1,779
영업이익률	5.5	6.0	5.5	6.0	5.8	5.7	6.7	6.5	6.3	6.3
모듈	0.4	1.6	0.1	1.9	1.1	0.6	2.8	2.0	2.2	1.9
A/S부품	24.2	24.7	25.9	24.5	24.8	25.1	25.0	24.8	24.7	24.9
영업외손익	165	206	111	-31	450	222	292	285	304	1,103
금융손익	16	7	-8	53	67	55	65	66	51	237
기타손익	5	10	12	-37	-10	14	19	19	10	62
지분법 이익	144	189	107	-47	393	153	207	199	243	803
지배주주순이익	467	553	449	420	1,889	483	724	675	721	2,604
YoY(%)										
매출액	-11.6	7.3	-3.9	9.3	-0.8	6.6	8.8	8.4	4.8	7.9
모듈	-14.1	8.2	-4.4	6.8	-1.2	7.4	10.4	9.8	9.2	9.2
전동화	43.1	20.3	32.8	110.2	53.8	89.3	88.0	62.0	46.0	65.5
부품제조	-10.6	12.6	11.1	20.6	8.3	22.9	17.1	9.9	8.3	14.0
모듈조립	-17.4	5.9	-12.0	-4.7	-7.5	-3.1	2.5	4.7	4.1	2.0
A/S부품	-0.7	3.6	-2.2	3.9	1.1	3.7	1.8	3.0	2.0	2.6
영업이익	-32.7	7.9	-15.1	74.8	-0.6	9.8	22.1	28.1	8.8	16.9
모듈	-89.1	37.8	-90.3	흑전	-3.8	43.6	90.7	1,513.3	27.2	98.5
A/S부품	1.0	1.7	0.5	-3.3	-0.1	7.6	3.0	-1.4	2.7	2.9
지배주주순이익	-38.7	14.9	-6.9	흑전	20.4	3.5	30.9	50.5	71.6	37.8

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표30 실적추정 전후 비교

(십억원, 원)	New		Old		차이	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	37,644	40,213	37,644	40,213	0.0	0.0
영업이익	2,367	2,567	2,367	2,567	0.0	0.0
순이익 (지배)	2,604	2,809	2,604	2,809	0.0	0.0

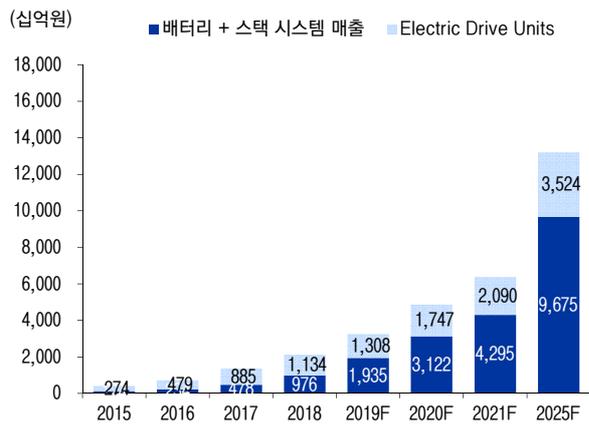
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표31 현대차그룹 친환경차 판매대수 추이 및 2025년까지 예상 대수

(단위: 천대)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2025F
HEV	61	109	194	270	305	380	425	575
내수	30	45	70	102	135	175		
수출	31	64	124	168	170	205		
PHEV	1	5	14	35	47	63	65	75
내수		2	4	10	12	18		
수출		3	10	25	35	45		
EV	11	14	28	54	102	160	250	700
내수		4	10	34	47	85		
수출		9	18	20	55	75		
FCEV				1	5	10	20	100
xEV 계	73	128	236	360	459	613	760	1,450

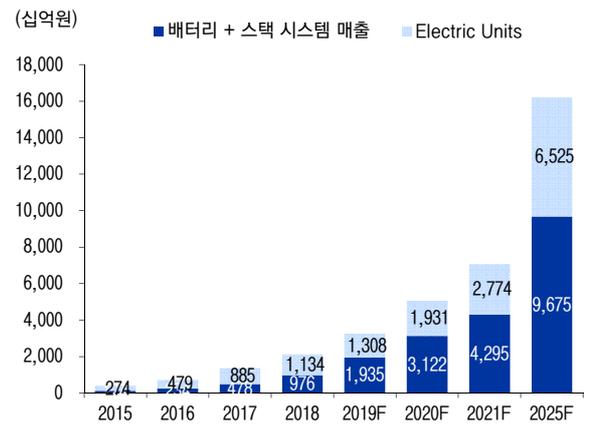
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 전륜기반 구동시스템을 감안한 시스템 매출액 추정



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 4륜기반 구동시스템을 감안한 시스템 매출액 추정



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표32 2020년부터 AWD를 가정한 현대차그룹의 xEV 시스템 Cost: 현대모비스 1개사가 혼자 대응하기에는 너무 많아지는 볼륨

(단위: 십억원)	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2025F
Electric Drive Units (천원)								
모터	1,500	1,500	1,500	1,400	1,200	1,500	2,000	2,000
BMS	1,500	1,500	1,500	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
DC/DC 컨버터	100	100	100	100	100	100	100	200
DC/AC 인버터	150	150	150	150	150	150	150	300
기타(파워 모듈, OBC 등)	500	500	500	500	400	400	400	1,000
대당 계	3,750	3,750	3,750	3,150	2,850	3,150	3,650	4,500
기타부품 매출 계 (십억원)	274	479	885	1,134	1,308	1,931	2,774	6,525
총 시스템 Cost 구분								
배터리+스택 시스템 매출	124	234	478	976	1,935	3,122	4,295	9,675
AWD Electric Units	274	479	885	1,134	1,308	1,931	2,774	6,525
총 시스템 Cost 계	398	713	1,363	2,110	3,243	5,052	7,069	16,200

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표33 전동화 사업부내 배터리 시스템/ 스택 Cost 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2025F
EV/HEV/PHEV								
배터리업체로부터 매입원가 계	63	145	297	641	1,234	1,975	2,648	5,515
HEV	56	44	72	83	110	129	128	115
PHEV	7	11	32	65	169	214	195	150
EV	0	90	193	492	955	1,632	2,325	5,250
에이치엘 그린파워 매출	107	204	416	833	1,604	2,568	3,442	7,170
현대모비스의 매출	124	234	478	958	1,844	2,953	3,958	8,245
kwh당 가격(천원)	585	250	230	190	180	170	150	100.0
HEV 배터리 용량 (kwh)	1.6	1.6	1.6	1.6	2.0	2.0	2.0	2.0
PHEV 배터리 용량(kwh)	9	9	9.8	9.8	20	20	20	20
EV 배터리 용량(kwh)		30	30	48	52	60	62	75
FCEV								
스택 Cost (\$)	12,255	12,255	12,255	12,000	12,000	11,000	11,000	9,000
스택 Cost (십억원)	-	-	-	13	66	121	242	990
BOP(주변 장치, \$)	4,830	4,830	4,830	4,500	4,500	4,300	4,300	4,000
스택 Cost (십억원, \$)	-	-	-	5	25	47	95	440
현대모비스의 매출	-	-	-	18	91	168	337	1,430

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

현대모비스 (012330)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	18,218	19,720	20,340	21,479	22,347
현금 및 현금성자산	2,408	2,335	2,555	2,771	2,586
매출채권 및 기타채권	6,151	6,578	6,645	7,057	7,551
재고자산	2,690	2,763	2,769	2,940	3,146
기타유동자산	6,969	8,045	8,372	8,711	9,065
비유동자산	23,515	23,351	26,395	28,188	31,077
관계기업투자등	13,997	13,960	16,322	16,985	17,674
유형자산	8,206	8,030	8,283	8,488	8,732
무형자산	957	931	898	867	838
자산총계	41,737	43,071	46,734	49,667	53,425
유동부채	7,893	8,242	9,116	9,370	9,820
매입채무 및 기타채무	4,907	5,193	6,091	6,351	6,796
단기금융부채	1,746	1,642	1,612	1,601	1,601
기타유동부채	1,240	1,407	1,412	1,418	1,424
비유동부채	4,485	4,126	4,277	4,681	5,381
장기금융부채	1,328	1,059	1,086	1,361	1,926
기타비유동부채	3,157	3,066	3,191	3,320	3,455
부채총계	12,378	12,368	13,392	14,051	15,201
지배주주지분	29,295	30,630	33,269	35,543	38,151
자본금	491	491	491	491	491
자본잉여금	1,407	1,396	1,396	1,396	1,396
이익잉여금	28,780	30,095	32,313	34,586	37,194
비지배주주지분(연결)	64	73	73	73	73
자본총계	29,359	30,703	33,342	35,616	38,224

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	2,477	2,444	3,826	2,337	2,757
당기순이익(손실)	1,558	1,888	2,607	2,809	3,192
비현금수익비용가감	1,398	556	396	-146	-177
유형자산감가상각비	637	639	586	600	616
무형자산상각비	73	75	66	64	62
기타현금수익비용	689	-158	-257	-810	-856
영업활동 자산부채변동	65	0	823	-326	-258
매출채권 감소(증가)	823	-404	-67	-412	-494
재고자산 감소(증가)	38	-90	-6	-172	-206
매입채무 증가(감소)	-749	285	898	260	445
기타자산, 부채변동	-48	209	-2	-2	-2
투자활동 현금	-1,593	-1,777	-3,213	-1,850	-2,923
유형자산처분(취득)	-661	-509	-840	-804	-861
무형자산 감소(증가)	-45	-29	-33	-33	-33
투자자산 감소(증가)	-834	-1,164	-1,878	-55	-45
기타투자활동	-54	-75	-462	-957	-1,985
재무활동 현금	-396	-740	-393	-272	-19
차입금의 증가(감소)	-79	-388	-4	264	565
자본의 증가(감소)	-332	-352	-389	-535	-584
배당금의 지급	332	341	389	535	584
기타재무활동	16	0	0	0	0
현금의 증가	359	-73	220	216	-185
기초현금	2,049	2,408	2,335	2,555	2,771
기말현금	2,408	2,335	2,555	2,771	2,586

주: K-IFRS 연결 기준 자료: 현대모비스, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	35,145	35,149	37,644	40,213	43,027
매출원가	30,679	30,582	32,490	34,510	36,673
매출총이익	4,465	4,567	5,154	5,702	6,355
판매비 및 관리비	2,440	2,542	2,787	3,135	3,354
영업이익	2,025	2,025	2,367	2,567	3,000
(EBITDA)	2,735	2,739	3,020	3,232	3,679
금융손익	50	67	237	215	244
이자비용	50	64	69	72	83
관계기업등 투자손익	685	393	803	940	991
기타영업외손익	-26	-10	62	38	38
세전계속사업이익	2,734	2,475	3,470	3,760	4,273
계속사업법인세비용	1,177	587	864	951	1,081
계속사업이익	1,558	1,888	2,607	2,809	3,192
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,558	1,888	2,607	2,809	3,192
지배주주	1,568	1,889	2,604	2,809	3,192
총포괄이익	1,557	1,881	2,607	2,809	3,192
매출총이익률 (%)	12.7	13.0	13.7	14.2	14.8
영업이익률 (%)	5.8	5.8	6.3	6.4	7.0
EBITDA 마진률 (%)	7.8	7.8	8.0	8.0	8.5
당기순이익률 (%)	4.4	5.4	6.9	7.0	7.4
ROA (%)	3.8	4.5	5.8	5.8	6.2
ROE (%)	5.4	6.3	8.1	8.2	8.7
ROIC (%)	11.9	16.7	19.5	19.9	19.5

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	16.3	9.8	8.0	7.4	6.5
P/B	0.9	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	7.1	4.0	4.1	3.7	3.4
P/CF	8.7	7.6	6.9	7.8	6.9
배당수익률 (%)	1.3	2.1	2.6	2.8	3.0
성장성 (%)					
매출액	-8.1	0.0	7.1	6.8	7.0
영업이익	-30.3	0.0	16.9	8.4	16.9
세전이익	-33.5	-9.5	40.2	8.4	13.6
당기순이익	-48.9	21.2	38.0	7.8	13.6
EPS	-48.4	20.4	37.8	7.9	13.6
안정성(%)					
부채비율	42.2	40.3	40.2	39.5	39.8
유동비율	230.8	239.3	223.1	229.2	227.6
순차입금/자기자본 (x)	-20.6	-24.4	-24.1	-23.4	-20.7
영업이익/금융비용 (x)	40.4	31.8	34.4	35.6	36.3
총차입금 (십억원)	3,074	2,702	2,698	2,962	3,527
순차입금 (십억원)	-6,061	-7,496	-8,038	-8,323	-7,918
주당지표 (원)					
EPS	16,109	19,403	26,746	28,856	32,793
BPS	300,935	314,650	341,756	365,111	391,903
CFPS	30,368	25,107	30,839	27,354	30,969
DPS	3,500	4,000	5,500	6,000	6,500

현대차 (005380)

2019. 5. 27

자동차

친환경차 No.2 를 향해

Analyst 유지웅
02. 3779-8886
jwyyoo@ebestsec.co.kr

E-GMP 공개, 게임 체인저를 향해

현대차는 지난 1월, CES를 통해 E-GMP(Electric Global Modular Platform)을 공개했다. 우리는 2021년부터 양산이 시작되는 동 차종을 기반으로 현대차가 친환경차 시장에서 상위 3개 업체안에 포지셔닝이 가능할 것으로 예상된다. 계열사인 기아차와 함께 플랫폼을 공유하는 한편 계열 부품회사에서 시스템 공급을 받는 구조이기 때문에 경쟁업체 대비 비용 관점에서 상대적으로 유리한 상황이 있을 것으로 예상된다.

Buy (maintain)

목표주가 **170,000 원**
현재주가 **130,500 원**

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

미국시장 HEV 도입으로 유럽 OEM들과의 격차 본격화

2021년 E-GMP의 도입 전까지 동사 주가의 핵심은 미국시장에서의 M/S 확대다. 미국시장에서 핵심은 SUV 신차가 핵심 역할을 할 전망이다, CAFE 스탠다드가 매년 강화되고 있어 순수 내연기관 기반의 SUV 투입보다는 HEV로 방향이 전환하게 된다. Toyota의 경우 이미 HEV에 대한 원가경쟁력을 갖춘 상태로 보이는 한편 유럽이나 미국 OEM의 경우 HEV에 대한 대응이 늦은 상태여서 Toyota 보다는 후발주자인 동사가 충분히 M/S 확대가 가능할 것으로 보인다.

Stock Data

KOSPI (5/24)	2,045.31 pt	
시가총액	278,837 억원	
발행주식수	213,668 천주	
52 주 최고가 / 최저가	144,500 / 92,800	
90 일 일평균거래대금	726.45 억원	
외국인 지분율	44.7%	
배당수익률(19.12E)	3.5%	
BPS(19.12E)	263,475 원	
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	1.0%
	6 개월	36.0%
	12 개월	4.9%
주주구성	현대모비스(주)외 5 인	29.1%
	국민연금공단	8.3%
	The Capital Group	6.4%

펠리세이드의 미국시장 landing 이후부터 주가 재평가 기대

동사가 지난해 말 출시한 Mid-Size SUV 펠리세이드는 최근 4월 증산에 성공해 월 8,500대 생산으로 증가했다. 7월경부터는 수출불륨이 연결영업이익으로 반영되기 시작하고 실적개선의 Key Trigger로 작용할 것이다. 현재는 4공장에서만 생산량 조정으로 증산분이 확정되었는데, 미국 투입 이후 추가증설이 확정될 경우 주가 모멘텀이 추가로 발생할 것으로 기대한다. 2Q19 영업이익은 1.19조원(YoY +25.1%)으로 추정한다.

Stock Price



투자 의견 BUY유지, 목표주가 170,000원 유지

동사에 대해 기존 투자 의견 BUY를 유지하며, 목표주가는 기존 170,000원을 유지한다. 최근 주가는 중국의 불확실성과 대형 SUV차량의 추가모멘텀이 지연되며 소폭 조정구간에 들어간 것으로 보이나, 실적모멘텀이 부각되는 하반기부터 주가재평가가 이뤄질 것으로 판단한다.

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	96,376	4,575	4,439	4,546	18,263	-30.1	8,104	8.5	7.2	0.6	5.9
2018	96,813	2,422	2,530	1,645	6,395	-65.0	6,184	18.5	8.2	0.5	2.2
2019E	102,055	4,085	5,333	4,131	17,798	178.3	7,825	7.3	7.0	0.5	5.4
2020E	104,434	4,569	5,744	4,480	19,643	10.4	8,420	6.6	6.7	0.5	5.6
2021E	111,744	5,499	6,761	5,273	24,729	25.9	9,478	5.3	6.1	0.4	6.3

자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표34 현대차 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	96,376	22,437	24,712	24,434	25,231	96,813	23,987	26,266	24,827	26,975	102,055
자동차	74,491	17,389	18,852	18,410	20,947	75,599	18,606	20,063	18,682	21,881	79,231
금융	15,414	3,778	4,216	4,041	2,923	14,958	3,848	4,511	4,324	3,128	15,811
기타	6,471	1,269	1,643	1,768	1,909	6,589	1,533	1,692	1,821	1,966	7,013
매출원가	78,798	18,969	20,786	20,741	21,174	81,670	20,074	21,795	20,755	22,393	85,017
매출원가율(%)	81.8	84.5	84.1	84.9	83.9	84.4	83.7	83.0	83.6	83.0	83.3
판관비	13,003	2,786	2,976	3,404	3,555	12,721	3,088	3,283	3,128	3,453	12,952
영업이익	4,575	681	950	289	502	2,422	825	1,188	944	1,129	4,086
자동차	2,586	400	451	-252	463	1,062	507	853	685	897	2,941
금융	718	173	266	197	110	746	267	262	185	160	873
기타	339	38	88	88	-109	105	60	74	75	73	282
연결조정	932	70	145	256	37	508	-9	0	0	0	-9
영업이익률(%)	4.7	3.0	3.8	1.2	2.0	2.5	3.4	4.5	3.8	4.2	4.0
자동차	3.5	2.3	2.4	-1.4	2.2	1.4	2.7	4.3	3.7	4.1	3.7
금융	4.7	4.6	6.3	4.9	3.8	5.0	6.9	5.8	4.3	5.1	5.5
기타	5.2	3.0	5.4	5.0	-5.7	1.6	3.9	4.4	4.1	3.7	4.0
영업외손익	-136	245	178	73	-389	107	392	305	265	286	1,248
금융 및기타손익	-361	2	-58	-21	-221	-297	105	65	65	66	301
지분법 이익	225	242	236	94	-168	405	287	240	200	220	947
세전이익	4,439	926	1,129	362	113	2,530	1,217	1,493	1,209	1,415	5,333
지배주주순이익	4,033	668	701	269	-129.8	1,508	830	1,088	875	1,024	3,816
지배주주순이익률(%)	4.2	3.0	2.8	1.1	-0.5	1.6	3.5	4.1	3.5	3.8	3.7
YoY(%)											
매출액	2.9	-4.0	1.7	1.0	3.0	0.5	6.9	6.3	1.6	6.9	5.4
영업이익	-11.9	-45.5	-29.4	-76.0	-35.2	-47.1	21.1	25.1	226.5	124.9	68.7
세전이익	-39.3	-47.3	-3.1	-67.1	-72.9	-43.0	31.4	32.3	233.7	1156.6	110.8
지배주주순이익	-25.4	-49.8	-14.2	-68.4	-112.6	-62.6	24.2	55.3	225.0	흑전	153.1

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표35 실적 추정치 변경 전후 비교

(십억원, 원)	New		Old		변동률	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	102,055	104,434	102,055	104,434	0.0	0.0
영업이익	4,086	4,569	4,086	4,569	0.0	0.0
영업이익률(%)	4.0	4.4	4.0	4.4		
(지배)순이익	3,816	4,480	3,816	4,480	0.0	0.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

현대차 (005380)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	73,976	73,008	76,803	79,075	81,226
현금 및 현금성자산	8,822	9,114	8,907	7,223	4,914
매출채권 및 기타채권	6,809	6,856	8,902	10,423	12,057
재고자산	10,280	10,715	10,790	11,268	12,057
기타유동자산	48,066	46,323	48,204	50,161	52,198
비유동자산	104,224	107,648	109,321	113,474	117,859
관계기업투자등	19,549	17,143	17,839	18,564	19,317
유형자산	29,827	30,546	31,549	32,556	33,720
무형자산	4,809	4,921	4,946	5,135	5,279
자산총계	178,199	180,656	186,124	192,549	199,085
유동부채	43,161	49,438	50,505	53,094	55,090
매입채무 및 기타채무	11,963	13,627	13,663	14,268	15,267
단기금융부채	23,084	26,399	27,241	29,031	29,831
기타유동부채	8,114	9,412	9,602	9,795	9,993
비유동부채	60,281	57,321	56,730	57,155	57,597
장기금융부채	49,380	47,239	46,239	46,239	46,239
기타비유동부채	10,901	10,082	10,491	10,916	11,359
부채총계	103,442	106,760	107,235	110,249	112,688
자배주주지분	69,103	67,974	72,967	76,378	80,476
자본금	1,489	1,489	1,489	1,489	1,489
자본잉여금	4,201	4,201	4,201	4,201	4,201
이익잉여금	67,332	66,490	69,650	73,061	77,159
비지배주주지분(연결)	5,654	5,922	5,922	5,922	5,922
자본총계	74,757	73,896	78,889	82,300	86,398

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	4,442	4,999	9,055	6,486	7,318
당기순이익(손실)	4,546	1,645	4,131	4,480	5,273
비현금수익비용가감	12,781	3,354	6,931	3,323	3,392
유형자산감가상각비	2,255	2,358	2,365	2,439	2,523
무형자산상각비	1,275	1,404	1,375	1,412	1,456
기타현금수익비용	9,252	-408	3,191	-528	-587
영업활동 자산부채변동	-10,865	0	-2,008	-1,317	-1,348
매출채권 감소(증가)	425	145	-2,045	-1,521	-1,634
재고자산 감소(증가)	-726	-686	-75	-478	-789
매입채무 증가(감소)	150	1,622	35	605	999
기타자산, 부채변동	-10,714	-1,081	77	77	76
투자활동 현금	-5,238	-4,607	-8,132	-8,891	-9,251
유형자산처분(취득)	-2,937	-3,121	-3,368	-3,446	-3,688
무형자산 감소(증가)	-1,461	-1,628	-1,400	-1,600	-1,600
투자자산 감소(증가)	-683	2,946	-1,218	-1,612	-1,640
기타투자활동	-158	-2,804	-2,146	-2,233	-2,323
재무활동 현금	2,156	-99	-1,130	721	-376
차입금의 증가(감소)	3,191	495	-158	1,790	800
자본의 증가(감소)	-1,139	-595	-972	-1,069	-1,176
배당금의 지급	1,139	1,080	972	1,069	1,176
기타재무활동	104	0	0	0	0
현금의 증가	931	292	-207	-1,684	-2,309
기초현금	7,890	8,822	9,114	8,907	7,223
기말현금	8,822	9,114	8,907	7,223	4,914

주: K-IFRS 연결 기준 자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	96,376	96,813	102,055	104,434	111,744
매출원가	78,798	81,670	85,017	86,728	92,189
매출총이익	17,578	15,142	17,037	17,706	19,555
판매비 및 관리비	13,003	12,720	12,952	13,137	14,056
영업이익	4,575	2,422	4,085	4,569	5,499
(EBITDA)	8,104	6,184	7,825	8,420	9,478
금융손익	35	-1	231	141	151
이자비용	333	307	337	344	351
관계기업등 투자손익	225	405	947	953	1,029
기타영업외손익	-396	-296	70	81	81
세전계속사업이익	4,439	2,530	5,333	5,744	6,761
계속사업법인세비용	-108	885	1,202	1,264	1,487
계속사업이익	4,546	1,645	4,131	4,480	5,273
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,546	1,645	4,131	4,480	5,273
지배주주	4,033	1,508	3,816	4,211	4,957
총포괄이익	4,737	873	4,430	4,480	5,273
매출총이익률 (%)	18.2	15.6	16.7	17.0	17.5
영업이익률 (%)	4.7	2.5	4.0	4.4	4.9
EBITDA 마진률 (%)	8.4	6.4	7.7	8.1	8.5
당기순이익률 (%)	4.7	1.7	4.0	4.3	4.7
ROA (%)	2.3	0.8	2.1	2.2	2.5
ROE (%)	5.9	2.2	5.4	5.6	6.3
ROIC (%)	4.6	2.1	4.1	4.3	4.9

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	8.5	18.5	7.3	6.6	5.3
P/B	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	7.2	8.2	7.0	6.7	6.1
P/CF	2.6	6.6	3.3	4.6	4.2
배당수익률 (%)	2.6	3.4	3.4	3.8	4.2
성장성 (%)					
매출액	2.9	0.5	5.4	2.3	7.0
영업이익	-11.9	-47.1	68.7	11.8	20.4
세전이익	-39.3	-43.0	110.8	7.7	17.7
당기순이익	-20.5	-63.8	151.1	8.4	17.7
EPS	-30.1	-65.0	178.3	10.4	25.9
안정성(%)					
부채비율	138.4	144.5	135.9	134.0	130.4
유동비율	171.4	147.7	152.1	148.9	147.4
순차입금/자기자본	23.4	28.4	24.4	25.4	25.6
영업이익/금융비용	13.7	7.9	12.1	13.3	15.7
총차입금 (십억원)	72,464	73,638	73,480	75,270	76,070
순차입금 (십억원)	17,474	20,968	19,248	20,881	22,075
주당지표 (원)					
EPS	18,263	6,395	17,798	19,643	24,729
BPS	242,062	245,447	263,475	275,794	290,591
CFPS	60,696	18,049	39,946	28,177	31,292
DPS	4,000	4,000	4,500	5,000	5,500

기아차 (000270)

2019. 5. 27

자동차

RV의 명가, HEV로 준비 중

Analyst 유지웅

02. 3779-8886

jwyyoo@ebestsec.co.kr

3Q19부터 SUV 모멘텀 확대될 것

3Q19부터 SUV 모멘텀이 확대될 전망이다. 미국 전용 SUV인 텔룰라이드의 최근 주문량은 올해 기준 계획 CAPA인 5.8만대를 넘어서는 흐름을 보이고 있으며, 3Q19 들어서는 연산 7.1만대 수준까지 CAPA가 확대될 가능성이 크다. 국내의 경우 모하비 출시가 역시 3Q19에 예정되어 있는데, 이를 기반으로 상반기에 감소세를 보여왔던 내수판매가 반등의 계기가 마련될 것으로 예상된다.

SUV전용 HEV 파워트레인 도입으로 미국 M/S 확대 기대

2020년초 부터는 순차적으로 쉐렌토와 스포티지의 완전변경모델이 투입되는데, 미국시장의 M/S 확대를 위해 HEV트림이 동시에 투입될 것이다. 현재 경쟁 업체중 Toyota의 경우 4WD를 적용한 RAV4 신차 출시가 이뤄졌는데, 동사 쉐렌토의 HEV 4WD 역시 미국이나 유럽의 경쟁업체 대비 상대적으로 투입이 빠른 편이어서 M/S 확대가 가능할 것으로 분석된다. 2020년부터는 CAFE Standard가 추가로 강화되기 때문에 친환경 파워트레인이 필수적인데, SUV의 경우 4WD가 요구되는 경우가 많아 SUV 개발에 특화되어 있는 동사의 역할이 기대된다.

해외공장 불확실성 해소, 환율효과로 2Q19 실적 모멘텀 기대

멕시코공장의 브라질 공급 가능성 확대, 무역확장법 232조 결정 지연 및 미주 철강/알루미늄 관세 철폐로 인해 동사를 둘러싼 macro 불확실성이 빠르게 제거되고 있다. 한편 2Q19 실적은 원/달러 환율이 우호적인 환경으로 전환되고 미국수출용 신형소울의 판매급증으로 호실적을 기대한다. 2Q19 영업이익은 4,705억원(YoY +33.2%)으로 추정한다.

투자의견 Buy, 목표주가 50,000원 유지

동사에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 50,000원을 유지한다. 그룹사의 방향성이 4WD기반 친환경차를 위주로 개발이 진행되고 있어 포지셔닝상 2019년 텔룰라이드의 성공에 이어 2020년에도 SUV Cycle에서 수혜가 뚜렷하게 나타날 것으로 예상된다. 4월 이후로는 내수 부진에 대한 우려로 주가 모멘텀이 둔화된 양상을 보이고 있어 저가 매수기회로 활용할 필요가 있다는 판단이다.

Buy (maintain)

목표주가 50,000 원

현재주가 41,100 원

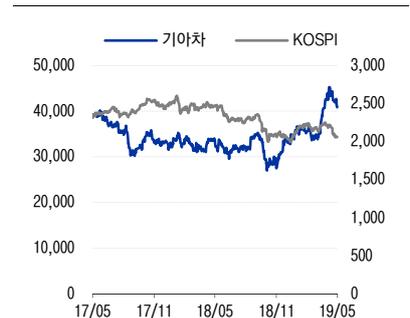
컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI (5/24)	2,045.31 pt
시가총액	166,604 억원
발행주식수	405,363 천주
52 주 최고가 / 최저가	45,250 / 27,000 원
90 일 일평균거래대금	529.89 억원
외국인 지분율	43.4%
배당수익률(19.12E)	2.5%
BPS(19.12E)	73,314 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 1.8%
	6개월 46.9%
	12개월 37.9%
주주구성	현대자동차(주)외 4인 35.6%
	국민연금공단 7.1%
	기아차 자사주 1.1%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	53,536	662	1,140	968	2,388	-64.9	2,518	14.0	5.1	0.5	3.6
2018	54,170	1,157	1,459	1,156	2,852	19.4	3,092	11.8	3.8	0.5	4.3
2019E	57,915	2,027	2,990	2,280	5,625	97.2	3,982	7.3	4.0	0.6	8.0
2020E	62,812	2,399	3,177	2,478	6,114	8.7	4,404	6.7	3.6	0.5	8.1
2021E	66,581	2,807	3,627	2,829	6,980	14.2	4,870	5.9	2.9	0.5	8.6

자료: 기아차, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표36 기아차 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	12,562	14,060	14,074	13,473	54,169	12,444	15,027	14,638	15,806	57,915
매출원가	10,629	11,948	11,999	11,602	46,178	10,223	12,724	12,396	13,384	48,728
매출원가율(%)	84.6	85.0	85.3	86.1	85.2	82.2	84.7	84.7	84.7	84.1
판매비	1,628	1,760	1,958	1,490	6,835	1,628	1,833	1,786	1,913	7,160
판매비율(%)	13.0	12.5	13.9	11.1	12.6	13.1	12.2	12.2	12.1	12.4
영업이익	305	353	117.3	382	1,157	593	470	456	509	2,027
영업이익률(%)	2.4	2.5	0.8	2.8	2.1	4.8	3.1	3.1	3.2	3.5
영업외손익	208	92	199	-188	311	352	205	203	202	962
기타손익 + 금융손익	-12	-145	-2	-147	-306	192	3	0	-12	183
관계기업투자손익	220	236	201	-41	617	160	202	203	214	779
세전이익	514	444	316	194	1,469	945	675	659	711	2,990
지배주주지분 순익	432	332	298	94	1,156	645	540	527	569	2,280
YoY(%)										
매출액	-2.2	3.5	-0.2	3.6	1.2	-0.9	6.9	4.0	17.3	6.9
영업이익	-20.3	-12.8	흑전	26.5	74.7	94.3	33.2	288.7	33.2	75.2
세전이익	-33.0	-14.2	흑전	-35.9	28.8	84.0	51.9	108.2	266.1	103.6
지배주주지분 순익	-43.6	-14.8	흑전	-10.0	19.4	49.3	62.7	77.0	502.6	97.2

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표37 실적추정치 변경 전후

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	57,915	62,812	57,915	62,812	0.0	0.0
영업이익	2,027	2,399	2,027	2,399	0.0	0.0
순이익	2,280	2,478	2,280	2,478	0.0	0.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표38 기아차 목표주가 산정

구분	단위	값	비고
순이익	(십억원)	2,280	2019년 기준
EPS	(원)	5,625	2019년 기준
Target P/E	(배)	9.1	Global Peer 평균 6.5배 40% 할증
목표주가	(원)	50,000	
현재주가	(원)	41,100	
Upside	(%)	21.7	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

기아차 (000270)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	21,642	19,712	26,150	31,079	36,694
현금 및 현금성자산	1,562	2,293	4,441	7,572	12,300
매출채권 및 기타채권	3,044	3,472	5,196	5,413	5,355
재고자산	8,544	7,234	9,527	10,826	11,475
기타유동자산	8,493	6,713	6,986	7,269	7,564
비유동자산	30,652	32,075	33,104	34,369	35,723
관계기업투자등	13,386	13,614	14,167	14,742	15,341
유형자산	13,653	14,803	15,243	15,892	16,603
무형자산	2,470	2,510	2,501	2,493	2,487
자산총계	52,294	51,787	59,253	65,449	72,418
유동부채	15,323	14,835	17,493	19,275	21,269
매입채무 및 기타채무	7,590	8,542	9,888	10,299	10,917
단기금융부채	3,856	2,280	3,430	4,630	5,830
기타유동부채	3,877	4,013	4,175	4,345	4,521
비유동부채	10,110	9,708	12,041	14,383	16,933
장기금융부채	4,979	4,466	6,586	8,706	11,026
기타비유동부채	5,132	5,242	5,455	5,676	5,907
부채총계	25,433	24,543	29,535	33,657	38,202
지배주주지분	26,861	27,243	29,719	31,792	34,216
자본금	2,139	2,139	2,139	2,139	2,139
자본잉여금	1,716	1,716	1,716	1,716	1,716
이익잉여금	24,074	24,712	26,627	28,700	31,124
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	26,861	27,243	29,719	31,792	34,216

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	2,594	3,696	1,731	2,971	4,486
당기순이익(손실)	968	1,156	2,280	2,478	2,829
비현금수익비용가감	4,662	2,540	1,979	1,447	1,475
유형자산감가상각비	1,261	1,303	1,307	1,360	1,419
무형자산상각비	595	632	647	645	643
기타현금수익비용	2,806	605	25	-557	-587
영업활동 자산부채변동	-2,583	0	-2,528	-954	181
매출채권 감소(증가)	101	-396	-1,724	-216	58
재고자산 감소(증가)	151	1,162	-2,293	-1,299	-650
매입채무 증가(감소)	-964	1,004	1,346	412	618
기타자산, 부채변동	-1,871	-1,770	143	149	155
투자활동 현금	-4,795	-1,152	-2,488	-2,755	-2,873
유형자산처분(취득)	-1,590	-2,297	-1,777	-2,041	-2,164
무형자산 감소(증가)	-702	-703	-638	-638	-638
투자자산 감소(증가)	-2,339	1,852	-27	-27	-21
기타투자활동	-163	-4	-47	-48	-50
재무활동 현금	732	-1,813	2,905	2,915	3,115
차입금의 증가(감소)	1,170	-1,367	3,270	3,320	3,520
자본의 증가(감소)	-441	-446	-365	-405	-405
배당금의 지급	441	446	365	405	405
기타재무활동	3	0	0	0	0
현금의 증가	-1,502	731	2,148	3,131	4,728
기초현금	3,064	1,562	2,293	4,441	7,572
기말현금	1,562	2,293	4,441	7,572	12,300

주: K-IFRS 연결 기준 자료: 기아차, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	53,536	54,170	57,915	62,812	66,581
매출원가	44,619	46,177	48,728	52,876	55,784
매출총이익	8,917	7,993	9,187	9,936	10,797
판매비 및 관리비	8,255	6,835	7,160	7,537	7,990
영업이익	662	1,157	2,027	2,399	2,807
(EBITDA)	2,518	3,092	3,982	4,404	4,870
금융손익	93	-129	74	-40	-78
이자비용	220	204	186	256	332
관계기업등 투자손익	564	617	779	811	852
기타영업외손익	-180	-186	109	8	46
세전계속사업이익	1,140	1,459	2,990	3,177	3,627
계속사업법인세비용	172	313	709	699	798
계속사업이익	968	1,147	2,280	2,478	2,829
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	968	1,156	2,280	2,478	2,829
지배주주	968	1,156	2,280	2,478	2,829
총포괄이익	947	1,155	2,280	2,478	2,829
매출총이익률 (%)	16.7	14.8	15.9	15.8	16.2
영업이익률 (%)	1.2	2.1	3.5	3.8	4.2
EBITDA 마진률 (%)	4.7	5.7	6.9	7.0	7.3
당기순이익률 (%)	1.8	2.1	3.9	3.9	4.2
ROA (%)	1.9	2.2	4.1	4.0	4.1
ROE (%)	3.6	4.3	8.0	8.1	8.6
ROIC (%)	4.4	7.4	11.7	12.2	13.5

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	14.0	11.8	7.3	6.7	5.9
P/B	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	5.1	3.8	4.0	3.6	2.9
P/CF	2.4	3.7	3.9	4.2	3.9
배당수익률 (%)	3.3	2.7	2.4	2.4	2.4
성장성 (%)					
매출액	1.6	1.2	6.9	8.5	6.0
영업이익	-73.1	74.8	75.2	18.3	17.0
세전이익	-66.9	28.0	104.8	6.3	14.2
당기순이익	-64.9	19.4	97.2	8.7	14.2
EPS	-64.9	19.4	97.2	8.7	14.2
안정성(%)					
부채비율	94.7	90.1	99.4	105.9	111.6
유동비율	141.2	132.9	149.5	161.2	172.5
순차입금/자기자본	-2.9	-6.5	-3.0	-3.1	-7.2
영업이익/금융비용	3.0	5.7	10.9	9.4	8.5
총차입금 (십억원)	8,835	6,746	10,016	13,336	16,856
순차입금 (십억원)	-789	-1,771	-902	-977	-2,458
주당지표 (원)					
EPS	2,388	2,852	5,625	6,114	6,980
BPS	66,264	67,208	73,314	78,428	84,408
CFPS	13,888	9,118	10,507	9,684	10,619
DPS	1,100	900	1,000	1,000	1,000

현대위아 (011210)

2019. 05. 27

자동차

앞으로는 4WD의 시대

Analyst 유지웅
02. 3779-8886
jwyyoo@ebestsec.co.kr

4WD의 명가, 2Q19부터 시작되는 새로운 모멘텀

현대차그룹의 신차 빅 Cycle이 SUV를 위주로 전개되며 동사의 수혜폭이 커질 것으로 기대된다. 펠리세이드와 텔룰라이드 등 대형 SUV에는 4륜구동 탑재율이 90%에 육박하고 있는데, 해당 차종들의 증설 결정으로 인해 모멘텀이 새롭게 나타나고 있다. 한편 하반기부터는 4륜구동 탑재율이 높은 제네시스 라인업이 강화되고, 중형 세단인 소나타 라인업부터도 4륜구동 시스템 탑재가 결정되어 전반적으로 매출이 급속도로 상승할 것으로 기대된다.

장기적 방향성: SUV의 유일한 선택, E-4WD

현대차그룹의 방향성은 대체로 내수와 미국시장에서 크게 결정되는 구조인데, CAFE Standard의 강화로 HEV기반의 SUV 공급이 증가할 것으로 기대된다. 최근 Toyota의 경우 신형 RAV4부터는 순수 내연기관 차량과 HEV트림간의 격차를 의미있게 감소시키는데 성공해 SUV시장의 입지가 더욱 강화되고 있는데, 그 배경에는 친환경차 전용 E-4WD시스템의 탑재가 주요하게 작용하고 있다. 현대차그룹의 4륜구동 기반 SUV차종들은 2020년초부터 대거 출시가 예정되어 있고, 그룹에서 생산되는 모든 라인업에 친환경 트림이 탑재될 전망이어서 동사의 구조적 수혜가 예상된다.

자동차 부품은 개선, 기계는 적자폭 축소

2Q19 자동차 부품사업 실적은 유럽형 수출물량을 포함하게 된 중국 누우엔진 공급량 확대, 서산2 씨타엔진 및 PTU 공급량 증가 등으로 실적 개선에 주요 key factor로 작용할 전망이다. 기계의 경우 수익성 개편 위주로 사업이 전반적으로 전환되어 전분기 대비로도 수익성이 개선될 것으로 기대된다. 영업이익은 491억원(YoY +145%)를 기록할 것으로 추정된다.

투자의견 Buy, 목표주가 60,000원 유지

동사에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 60,000원을 유지한다. 자동차부품 실적의 SUV 볼륨성장 Cycle의 초입에 접어들었다. 완성차의 SUV 증설과 추가 라인업이 지속적으로 이뤄지는 가운데 동사의 multiple re-rating이 전개될 것으로 기대되어 적극 매수전략을 추천한다.

Buy (maintain)

목표주가 60,000 원
현재주가 41,850 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI (5/24)	2,045.31 pt
시가총액	11,381 억원
발행주식수	27,195 천주
52 주 최고가 / 최저가	51,100 / 29,550 원
90 일 일평균거래대금	75.11 억원
외국인 지분율	10.3%
배당수익률(19.12E)	2.4%
BPS(19.12E)	116,426 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -9.9%
	6개월 39.4%
	12개월 -1.3%
주주구성	현대자동차(주)외 3인 40.8%
	국민연금공단 12.1%
	현대위아 자사주 2.3%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	7,487	17	-97	-63	-2,317	적전	265	-28.1	9.5	0.6	-2.0
2018	7,880	5	-71	-56	-2,043	적지	266	-17.7	7.8	0.3	-1.8
2019E	8,238	155	180	139	5,107	흑전	411	8.2	5.7	0.4	4.5
2020E	8,512	216	244	186	6,833	33.8	478	6.1	4.7	0.3	5.7
2021E	8,853	244	256	195	7,152	4.7	511	5.9	4.2	0.3	5.7

자료: 현대위아, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표39 현대위아 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	7,487	1,741	2,057	1,922	2,160	7,881	1,849	2,119	1,984	2,285	8,238
자동차부품	6,442	1,480	1,759	1,670	1,941	6,850	1,615	1,889	1,758	2,050	7,313
모듈	2,173	504	566	509	613	2,191	474	608	533	628	2,243
핵심부품	4,269	976	1,193	1,162	1,328	4,659	1,141	1,281	1,226	1,422	5,070
기계	1,045	261	298	252	218	1,029	234	230	226	235	925
매출원가	7,193	1,700	1,950	1,845	2,082	7,577	1,771	1,983	1,867	2,141	7,762
매출원가율(%)	96	98	95	96	96	96	96	94	94	94	94
판관비	277	71	87	67	74	299	63	87	79	91	321
판관비율(%)	3.7	4.1	4.2	3.5	3.4	3.8	3.4	4.1	4.0	4.0	3.9
영업이익	17	-30	20.0	9.6	4.9	5.0	14.6	49.1	38.0	53.1	155
자동차부품	48	-3	46	27	50	120	29	57	39	53	178
기계	-52	-27	-26	-17	-45	-115	-14	-8	-1	0	-23
영업이익률(%)	0.2	-1.7	1.0	0.5	0.2	0.1	0.8	2.3	1.9	2.3	1.9
자동차부품	0.7	-0.2	2.6	1.6	2.6	1.8	1.8	3.0	2.2	2.6	2.4
기계	-5.0	-10.3	-8.7	-6.8	-20.6	-11.2	-6.0	-3.3	-0.3	-0.1	-2.4
영업외손익	-113.8	6.4	-25.3	-20.9	-35.9	-75.7	1.1	11.8	5.2	7.1	25
금융 및 기타손익	-108.6	-0.6	-21.3	-17.1	-19.7	-58.7	-3.9	5.7	1.1	1.0	4
지분법 이익	-5.2	7.1	-3.9	-3.9	-16.2	-16.9	5.0	6.1	4.1	6.1	21
지배주주순이익	-63.0	-17.2	-5.8	-8.3	-24.2	-55.6	14.0	46.3	32.9	45.8	139
YoY(%)											
매출액	-1	-7.0	13.5	-0.2	15.1	5.3	6.2	3.0	3.2	5.8	4.5
자동차부품	0	-8.1	14.1	-0.2	20.1	6.3	9.1	7.4	5.3	5.7	6.8
모듈	0	-8.1	3.0	-9.1	18.7	0.8	-5.9	7.5	4.7	2.5	2.4
핵심부품	0	-8.1	20.2	4.2	20.8	9.1	16.9	7.4	5.5	7.1	8.8
기계	-10	-0.4	10.0	0.3	-16.4	-1.6	-10.3	-22.8	-10.2	7.7	-10.1
영업이익	-94	-169	-33	-36	-107	-70	흑전	145	295	993	2,996
자동차부품	-81	-106	21	-4	-175	150	흑전	23	43	7	48
기계	적전	347	225	31	80	121	적지	적지	적지	적지	적지
지배주주순이익	적전	적전	-115	-162	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표40 실적추정 변경 전후

(십억원, 원)	New		Old		차이(%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	8,238	8,512	8,238	8,512	0.0	0.0
영업이익	154.8	215.6	154.8	215.6	0.0	0.0
순이익	139	186	139	186	0.0	0.0

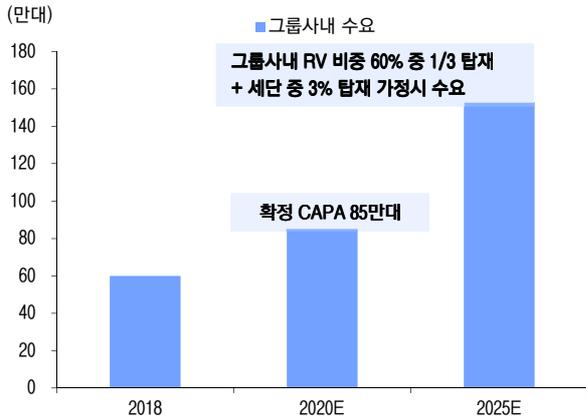
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표41 목표주가 산정

구분	단위	가치	비고
2019 BPS	원	116,426	
Target P/B	배	0.5	현대기아차 평균 P/B
Target Price	원	60,000	
현재주가	원	41,850	
Upside	(%)	43.4	

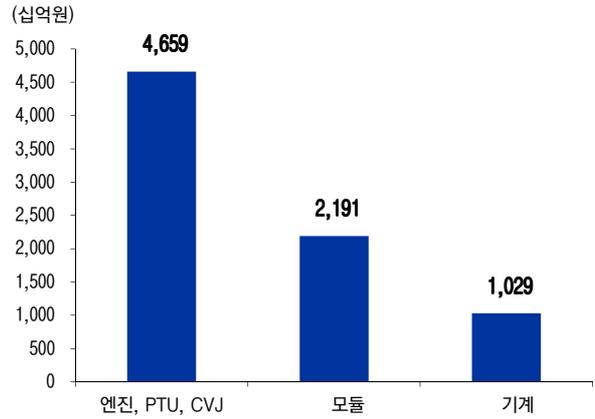
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 4륜구동 시스템 매출액 추이 및 전망



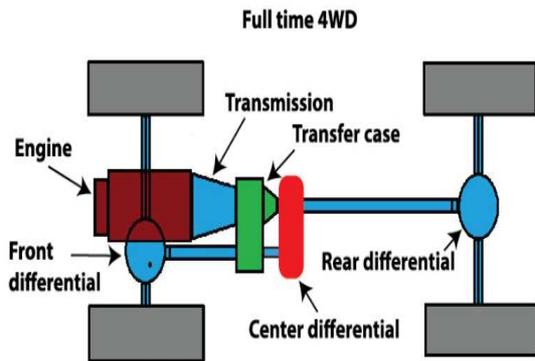
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 현대위아 사업부별 매출액



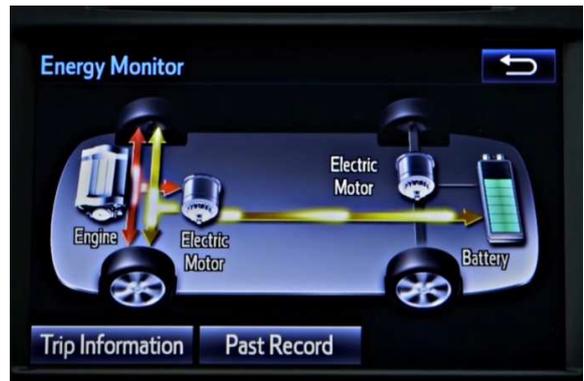
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 내연기관 4WD 시스템: 물리적으로 연결



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 최근 들어서는 SUV 뿐만 아니라 Prius 에도 AWD-e



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표42 현대차그룹 내 제조사별 4륜구동 변속기와 역할, 단가

	제조사	역할	단가
PTU	현대위아	부변속기	30~50만원
커플링	현대위아-마그나 파워트레인	제어장치	10만원
Axle	현대트랜시스	동력배분	5만원 내외

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

현대위아 (011210)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	3,859	3,891	4,025	4,347	4,687
현금 및 현금성자산	931	336	269	459	643
매출채권 및 기타채권	1,391	1,832	1,953	2,018	2,098
재고자산	891	803	846	874	909
기타유동자산	646	920	957	996	1,036
비유동자산	3,334	3,217	3,357	3,422	3,471
관계기업투자등	419	371	386	402	418
유형자산	2,600	2,569	2,679	2,714	2,735
무형자산	244	213	227	238	247
자산총계	7,194	7,107	7,383	7,770	8,159
유동부채	1,728	1,863	1,912	2,086	2,277
매입채무 및 기타채무	1,423	1,405	1,433	1,481	1,540
단기금융부채	198	358	358	458	558
기타유동부채	107	100	121	148	179
비유동부채	2,326	2,208	2,304	2,359	2,392
장기금융부채	2,055	1,923	2,008	2,050	2,071
기타비유동부채	270	285	297	309	321
부채총계	4,054	4,071	4,216	4,445	4,669
지배주주지분	3,140	3,037	3,166	3,325	3,489
자본금	136	136	136	136	136
자본잉여금	501	501	501	501	501
이익잉여금	2,607	2,520	2,643	2,802	2,966
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	3,140	3,037	3,166	3,325	3,489

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	73	-117	275	396	422
당기순이익(손실)	-63	-56	139	186	195
비현금수익비용가감	351	387	253	232	255
유형자산감가상각비	198	204	207	212	214
무형자산상각비	50	57	48	51	53
기타현금수익비용	38	126	-3	-31	-12
영업활동 자산부채변동	-140	-411	-117	-22	-27
매출채권 감소(증가)	-9	-452	-121	-65	-81
재고자산 감소(증가)	-133	95	-43	-28	-35
매입채무 증가(감소)	-44	-1	28	48	59
기타자산, 부채변동	46	-53	19	24	29
투자활동 현금	-234	-464	-410	-321	-330
유형자산처분(취득)	-307	-147	-316	-247	-235
무형자산 감소(증가)	-42	-37	-62	-62	-62
투자자산 감소(증가)	115	-108	-29	-9	-30
기타투자활동	0	-173	-3	-3	-3
재무활동 현금	311	-18	69	115	91
차입금의 증가(감소)	340	-2	85	142	121
자본의 증가(감소)	-29	-16	-16	-27	-30
배당금의 지급	29	16	16	27	30
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	132	-596	-66	190	184
기초현금	799	931	336	269	459
기말현금	931	336	269	459	643

주: K-IFRS 연결 기준 자료: 현대위아, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	7,487	7,880	8,238	8,512	8,853
매출원가	7,193	7,578	7,762	7,947	8,249
매출총이익	294	302	476	565	604
판매비 및 관리비	277	297	321	350	360
영업이익	17	5	155	216	244
(EBITDA)	265	266	411	478	511
금융손익	-101	-41	7	-14	-12
이자비용	53	66	46	49	52
관계기업등 투자손익	-5	-17	21	43	24
기타영업외손익	-8	-18	-3	0	0
세전계속사업이익	-97	-71	180	244	256
계속사업법인세비용	-34	-15	42	59	61
계속사업이익	-63	-56	139	186	195
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-63	-56	139	186	195
지배주주	-63	-56	139	186	195
총포괄이익	-99	-66	139	186	195
매출총이익률 (%)	3.9	3.8	5.8	6.6	6.8
영업이익률 (%)	0.2	0.1	1.9	2.5	2.8
EBITDA 마진률 (%)	3.5	3.4	5.0	5.6	5.8
당기순이익률 (%)	-0.8	-0.7	1.7	2.2	2.2
ROA (%)	-0.9	-0.8	1.9	2.5	2.4
ROE (%)	-2.0	-1.8	4.5	5.7	5.7
ROIC (%)	0.4	0.1	3.1	4.1	4.6

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	-28.1	-17.7	8.2	6.1	5.9
P/B	0.6	0.3	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	9.5	7.8	5.7	4.7	4.2
P/CF	6.1	3.0	2.9	2.7	2.5
배당수익률 (%)	0.9	1.7	2.4	2.6	2.6
성장성 (%)					
매출액	-1.3	5.3	4.5	3.3	4.0
영업이익	-93.6	-69.9	2,984.6	38.9	13.0
세전이익	적전	적지	흑전	35.5	4.7
당기순이익	적전	적지	흑전	33.8	4.7
EPS	적전	적지	흑전	33.8	4.7
안정성(%)					
부채비율	129.1	134.0	133.2	133.7	133.8
유동비율	223.4	208.9	210.5	208.4	205.9
순차입금/자기자본	23.7	35.6	37.8	33.5	29.0
영업이익/금융비용	0.3	0.1	3.3	4.4	4.7
총차입금 (십억원)	2,253	2,281	2,366	2,508	2,629
순차입금 (십억원)	745	1,080	1,196	1,112	1,012
주당지표 (원)					
EPS	-2,317	-2,043	5,107	6,833	7,152
BPS	115,466	111,672	116,426	122,259	128,311
CFPS	10,587	12,178	14,392	15,352	16,529
DPS	600	600	1,000	1,100	1,100

S&T모티브 (064960)

2019. 05. 27

자동차

전기차용 구동모터 장기 성장동력 확보

Analyst 유지웅
02. 3779-8425
jwyyoo@ebestsec.co.kr

국내 유일한 구동모터 2차 벤더. 모터시장 신규진입은 이제 어렵다

동사는 국내 유일의 EV용 Traction(구동)모터 공급사로, 현대기아차향 EV용 고효율 구동모터를 전량 공급하고 있다. 2020년 에는 현재 공급량의 두배 가량으로 증가할 계획이며, 차후에도 현대기아차의 EV 볼륨이 E-GMP등 전용 플랫폼 적용 본격화로 추가 물량 배분에 대한 가능성도 존재한다. 국내에는 타 AC모터 생산업체들이 존재하나, 앞으로 현대차그룹에서 요구되는 규모의 볼륨은 2025년에는 생산이 예정되어 있는 80만 대 대부분의 EV가 4륜구동 기반으로 전환되며 약 160만개의 EV전용 구동모터가 필요하다. 따라서 현재부터는 소형업체의 신규진입은 사실상 불가능해진 상황이며, 예상되는 현대기아차향 모터 만으로도 동사의 수혜 확대가 기대된다.

Buy (maintain)

목표주가 47,000 원
현재주가 36,600 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

EV 구동모터 공급량: 2019년 10만대 → 2020년 20만대

동사는 현재 현대기아차향 모터공급을 본격화 되었는데, 전년도에 약 7만대 가량 공급했던 구동모터 공급량이 약 10만대 가량으로 증가할 것으로 예상된다. KONA EV등 기존의 EV차량들의 수출이 2H18를 기점으로 시작되었고, 2019년부터는 Niro EV, Soul EV등 2세대 전기차의 추가볼륨의 증가가 시작되기 때문이다. 한편 동사는 GM향 오일 펌프를 공급할 뿐만 아니라 과거 Chevrolet 브랜드로 EV용 구동모터 선정작업 참여 등 다양한 트랙 레코드를 바탕으로 타OEM향 수주도 장기적으로 기대할 수 있다.

비핵심 계열사의 매각으로 명확해진 손익 개선 추이

한편 동사는 지난 1Q19에 비핵심 계열회사인 S&TC의 지분을 전량 매각했다. 1Q19에는 매각차손을 반영하며 순이익이 -587억원의 적자를 기록한 한편, 2Q19부터는 불확실성이 완전히 제거되고, 모터 외에도 오일펌프사업의 턴어라운드, 원/달러 환율 급등 등 긍정적 요인이 대거 작용할 것으로 기대된다. 영업이익은 186억원(YoY +14.2%)를 기록할 것으로 추정된다.

투자의견 Buy, 목표주가 47,000원 유지

동사 투자의견은 Buy와 목표주가 47,000원을 유지한다. 목표주가는 P/B 1배 수준이다. 글로벌 기업 중에서는 Nidec, Borgwarner 등이 지난 3~4년간 자동차용 구동모터 사업을 확대시키고 있으며, EV시장 확대에 따라 핵심 구동모터 사업을 영위하고 있는 동사의 밸류에이션은 재평가 될 것으로 예상된다.

Stock Data

KOSPI (5/24)	2,045.31 pt
시가총액	5,352 억원
발행주식수	14,623 천주
52 주 최고가 / 최저가	43,350 / 23,450 원
90 일 일평균거래대금	18.26 억원
외국인 지분율	19.4%
배당수익률(19.12E)	3.6%
BPS(19.12E)	48,101 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -4.9%
	6개월 34.2%
	12개월 24.7%
주주구성	S&T 홀딩스외 1인 37.3%
	국민연금공단 12.7%
	S&T 모티브 자사주 6.6%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	1,137	97	72	59	3,888	67.8	126	12.1	3.6	1.0	8.1
2018	1,058	56	76	57	3,848	-1.0	86	7.0	1.9	0.5	7.8
2019E	1,047	70	82	-9	-700	적전	96	-52.3	3.6	0.8	-1.4
2020E	1,168	91	102	77	5,298	흑전	118	6.9	2.7	0.7	10.6
2021E	1,251	102	113	86	5,884	11.1	130	6.2	2.2	0.6	10.8

자료: S&T모티브, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표43 S&T 모티브 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E	2020E
매출액	1,137	240	257	257	304	1,058	225	268	257	296	1,047	1,168
자동차부품	894	204	211	214	236	865	221	262	239	266	989	1,123
현가장치	121	26	24	19	23	92	23	24	19	24	90	92
전자전장품	100	27	29	28	29	112	25	31	28	31	116	121
모터	299	73	76	87	89	325	80	97	102	106	385	483
EV/HEV	71	17	21	31	32	102	27	34	44	47	152	238
EPS/파워트레인, 기타	228	56	55	55	56	223	53	63	58	59	234	246
에어백	73	16	16	14	13	59	15	15	13	12	56	57
오일펌프	302	62	66	67	82	277	78	95	76	93	342	369
비자동차부품	322	49	59	57	82	247	14	18	30	45	108	112
열교환기	184	35	36	39	29	140	0	0	0	0	0	0
반도체장비	40	9	8	6	7	30	10	8	8	8	35	34
기타(방산 등)	98	5	15	13	46	78	4	10	22	37	73	78
내부매출	79	13	13	15	14	54	10	13	12	15	50	67
영업이익	96.7	10.7	16.3	14.7	14.5	56.2	13.9	18.6	17.3	20.3	70.0	91.0
영업이익률(%)	8.5	4.5	6.3	5.7	4.8	5.3	6.2	7.0	6.7	6.9	6.7	7.8
세전이익	72	10	38	13	15	76	18.4	21	20	23	82	102
지배주주 순이익	56.9	8.6	27.7	10.2	9.8	56.3	-58.7	16.1	14.9	17.5	-10.2	75.5
순이익률(%)	5.0	3.6	10.8	4.0	3.2	5.3	-26.1	6.0	5.8	5.9	-1.0	6.6
YoY(%)												
매출액	-1.4	-16.9	-12.1	-1.4	3.1	-6.9	-6.0	4.1	0.1	-2.5	-1.1	11.5
자동차부품	8.3	-9.6	-5.7	-2.0	4.6	-3.2	8.5	24.3	11.6	12.7	14.3	13.6
현가장치	-14.3	-22.6	-26.4	-34.5	-10.3	-23.8	-12.7	2.0	2.0	2.0	-2.2	2.0
전자전장품	-11.1	4.2	24.0	7.1	15.5	12.4	-5.7	7.0	3.0	7.0	3.0	5.0
모터	1.6	-3.6	10.2	12.3	15.4	8.6	10.0	27.0	17.9	19.6	18.7	25.4
EV/HEV		23.5	15.6	65.0	63.9	43.7	56.5	58.0	41.0	45.0	48.4	57.0
EPS/파워트레인, 기타		-9.8	8.3	-4.8	-1.5	-2.4	-4.5	15.0	5.0	5.0	5.1	5.0
에어백	-7.1	-23.6	-24.0	-12.5	-9.0	-18.4	-5.5	-5.0	-5.0	-5.0	-5.1	2.0
오일펌프	50.9	-10.7	-15.4	-5.3	-1.6	-8.1	25.6	44.0	13.0	13.0	23.2	8.0
비자동차부품	-19.8	-41.1	-33.2	-6.0	-8.4	-23.2	-71.7	-68.6	-47.2	-45.0	-56.4	4.0
영업이익	35.0	-61.0	-26.4	-44.6	-29.5	-41.9	29.4	14.2	17.4	40.0	24.6	30.0
지배주주 순이익	69.4	115.7	-7.0	-54.2	1,105	-1.0	적전	-41.7	45.8	78.3	적전	흑전

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표44 실적추정치 변경 전후

(십억원, 원)	New		Old		변동률	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	1,047	1,168	1,026	1,145	2.1	2.0
영업이익	70	91	69	89	2.1	2.2
순이익(지배)	-10	77	-11	76	적축	1.9

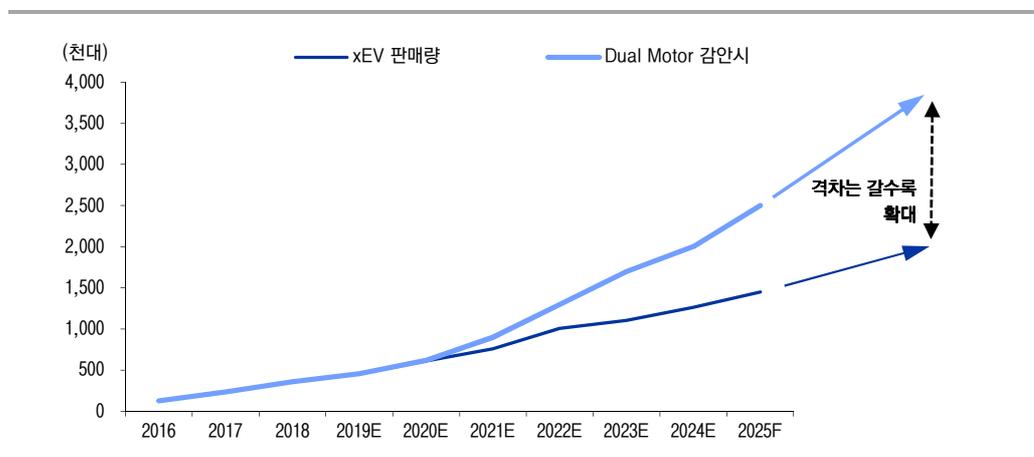
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표45 목표주가 산정

(원, 배)	2016	2017	2018	2019E
BPS	46,542	49,272	49,754	48,024
ROE	5.0%	8.1%	7.8%	-1.6%
Target P/B	1.0	0.7	0.8	1.0
Target Price				47,000
Current Price				36,150
Upside(%)				30

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 현대기아차의 xEV 예상 판매량과 Dual Motor 를 감안한 구동모터 수요 Forecast: 2025년부터는 기하급수적으로 증가



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표46 현대기아차의 xEV 예상 판매량과 Dual Motor 를 감안한 구동모터 수요 Forecast

(단위: 천대)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025F
HEV	61	109	194	270	305	380	425	500	525	560	575
PHEV	1	5	14	35	47	63	65	67	70	73	75
EV	11	14	28	54	102	160	250	400	450	560	700
FCEV				1	5	10	20	40	60	70	100
xEV 계	73	128	236	360	459	613	760	1,007	1,105	1,263	1,450
예상 구동모터 수요	73	128	236	360	459	623	900	1,300	1,700	2,000	2,500

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

S&T모티브 (064960)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	708	680	578	645	712
현금 및 현금성자산	226	201	156	181	218
매출채권 및 기타채권	319	236	234	261	279
재고자산	131	133	119	133	142
기타유동자산	31	110	68	70	73
비유동자산	519	516	529	546	564
관계기업투자등	6	4	4	5	5
유형자산	486	484	496	512	530
무형자산	20	20	20	20	20
자산총계	1,226	1,197	1,107	1,191	1,276
유동부채	305	281	214	236	251
매입채무 및 기타채무	258	223	189	210	225
단기금융부채	0	7	7	7	7
기타유동부채	47	52	18	19	20
비유동부채	93	90	92	96	100
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	93	90	92	96	100
부채총계	398	372	306	332	351
지배주주지분	721	728	703	762	827
자본금	73	73	73	73	73
자본잉여금	55	61	61	61	61
이익잉여금	572	613	587	645	711
비지배주주지분(연결)	108	97	97	97	97
자본총계	829	825	801	859	925

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	70	80	14	90	105
당기순이익(손실)	59	57	-9	77	86
비현금수익비용가감	61	23	42	31	32
유형자산감가상각비	27	26	24	24	25
무형자산상각비	3	4	3	3	3
기타현금수익비용	31	-6	16	4	4
영업활동 자산부채변동	-3	0	-19	-19	-13
매출채권 감소(증가)	15	27	1	-26	-18
재고자산 감소(증가)	11	-2	14	-13	-9
매입채무 증가(감소)	-9	-22	-34	21	15
기타자산, 부채변동	-20	-2	-1	-1	-1
투자활동 현금	-21	-64	-41	-45	-48
유형자산처분(취득)	-18	-25	-36	-40	-43
무형자산 감소(증가)	-8	-3	-3	-3	-3
투자자산 감소(증가)	0	-34	-2	-2	-2
기타투자활동	6	-2	0	0	0
재무활동 현금	-16	-42	-18	-19	-20
차입금의 증가(감소)	0	7	0	0	0
자본의 증가(감소)	-15	-48	-18	-19	-20
배당금의 지급	15	15	18	19	20
기타재무활동	-1	0	0	0	0
현금의 증가	31	-25	-45	25	36
기초현금	196	226	201	156	181
기말현금	226	201	156	181	218

주: K-IFRS 연결 기준 자료: S&T모티브, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,137	1,058	1,047	1,168	1,251
매출원가	962	926	894	985	1,051
매출총이익	175	132	153	182	200
판매비 및 관리비	79	76	83	91	98
영업이익	97	56	70	91	102
(EBITDA)	126	86	96	118	130
금융손익	-31	15	11	5	5
이자비용	0	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	-1	-1	-1
기타영업외손익	6	5	1	6	6
세전계속사업이익	72	76	82	102	113
계속사업법인세비용	13	19	16	24	27
계속사업이익	59	57	66	77	86
중단사업이익	0	0	-75	0	0
당기순이익	59	57	-9	77	86
지배주주	57	56	-10	77	86
총포괄이익	59	57	-9	77	86
매출총이익률 (%)	15.4	12.5	14.6	15.6	16.0
영업이익률 (%)	8.5	5.3	6.7	7.8	8.2
EBITDA 마진률 (%)	11.1	8.1	9.2	10.1	10.4
당기순이익률 (%)	5.2	5.4	-0.8	6.6	6.9
ROA (%)	4.6	4.6	-0.9	6.7	7.0
ROE (%)	8.1	7.8	-1.4	10.6	10.8
ROIC (%)	13.4	7.1	9.4	11.1	11.8

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	12.1	7.0	-52.3	6.9	6.2
P/B	1.0	0.5	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	3.6	1.9	3.6	2.7	2.2
P/CF	5.7	4.9	16.2	4.9	4.5
배당수익률 (%)	2.1	4.4	3.6	3.8	3.8
성장성 (%)					
매출액	-1.4	-6.9	-1.1	11.5	7.1
영업이익	35.0	-41.8	24.4	30.0	12.1
세전이익	19.5	6.2	7.4	24.0	11.1
당기순이익	72.0	-3.1	적전	흑전	11.1
EPS	67.8	-1.0	적전	흑전	11.1
안정성(%)					
부채비율	48.0	45.1	38.3	38.6	38.0
유동비율	232.2	241.6	270.0	273.6	283.1
순차입금/자기자본	-27.5	-27.8	-23.2	-24.7	-27.0
영업이익/금융비용	776.2	407,839.0	63,439.6	82,456.2	92,408.3
총차입금 (십억원)	0	7	7	7	7
순차입금 (십억원)	-228	-229	-186	-212	-250
주당지표 (원)					
EPS	3,888	3,848	-700	5,298	5,884
BPS	49,272	49,754	48,101	52,099	56,583
CFPS	8,177	5,501	2,254	7,429	8,082
DPS	1,000	1,200	1,300	1,400	1,400

현대모비스 목표주가 추이		투자 의견 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2015.11.09	변경	유지음										
		2017.07.18	Buy	300,000	-14.2	-19.7								
		2017.10.31	Buy	330,000	-17.1	-24.3								
		2018.03.26	Buy	300,000	-11.8	-22.3								
		2018.07.13	Buy	280,000										

현대차 목표주가 추이		투자 의견 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2015.11.09	변경	유지음										
		2017.05.29	Buy	220,000	-23.2	-28.3								
		2017.07.27	Buy	200,000	-17.8	-25.7								
		2018.07.28	Buy	200,000	-33.0	-36.6								
		2018.10.11	Buy	175,000	-32.3	-33.9								
		2018.10.26	Buy	140,000	-21.4	-23.6								
		2018.11.12	Buy	130,000	-5.4	-15.8								
		2019.01.07	Buy	145,000	-9.7	-13.5								
		2019.01.24	Buy	160,000	-18.8	-22.6								
		2019.04.15	Buy	170,000										

기아차 목표주가 추이		투자 의견 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2015.11.09	변경	유지음										
		2017.07.17	Buy	45,000	-16.4	-24.8								
		2018.01.18	Buy	42,000	-16.1	-20.6								
		2018.03.26	Buy	40,000	-17.3	-20.5								
		2018.05.03	Buy	42,000	-16.1	-23.2								
		2018.10.29	Buy	38,000	-8.3	-19.5								
		2019.01.07	Buy	44,000	-7.7	-19.1								
		2019.04.15	Buy	50,000										

현대위아 목표주가 추이		투자 의견 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2015.11.09	변경	유지음										
		2017.06.27	Hold	70,000		-29.3	-10.7							
		2018.05.28	Buy	65,000	-21.4	-33.1								
		2018.10.22	Buy	50,000	-14.2	-30.1								
		2019.01.28	Hold	38,000		5.3	11.7							
		2019.04.05	Buy	50,000	1.4		-1.6							
		2019.04.15	Buy	60,000										



Compliance Notice

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

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 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 당사에 귀속되어 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 현재당사에서 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.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.2% 6.8%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
				100.0%	투자 의견 비율은 2018. 4. 1 ~ 2019. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)