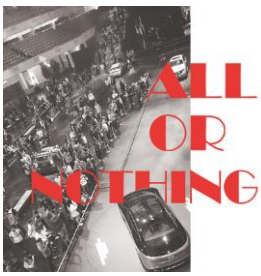
2019.10.01 독일 탐방기

ALL OR NOTHING

Analyst 김평모
pmkim@db-fi.com

DB금융투자

Summary



9/18~24일 독일을 방문해 IAA 모터쇼를 둘러보고 독일 자동차 기업 탐방을 통해 유럽 기업들의 미래 전략을 점검해 봤다. 우선 프랑크푸르트 모터쇼를 한 단어로 요약하자면 xEV라고 할 수 있을 정도로 출시를 코 앞에 둔 수 많은 전기차 및 하이브리드 신차들을 볼 수 있었다. 대표적인 스포츠카 브랜드인 Porsche조차 4Q19에 출시 예정인 BEV 신차 Tycan이 전시 공간의 대부분을 차지했고, Daimler 역시 자사의 전기차 브랜드인 EQ를 전면에 내세웠다. Ford는 자사의 유럽 내 판매중인 대부분의 모델들의 Mild HEV 및 PHEV 버전을 공개했다

VW EV All in 전략: 2021년 EU의 CO.2 규제가 대폭 강화될 예정이다 VW은 CO2 규제에 대응하기 위해 기존 차량들의 연비 개선 외에도 BEV의 대대적인 판매 확대를 추진하고 있다. ID. 3는 VW그룹의 BEV 전용 플랫폼인 MEB를 적용한 첫 차로 2020년 상반기에 유럽에 출시될 예정이다. 이를 통해 VW그룹은 2020년에 유럽 내 약 20만대의 BEV를 판매할 계획이다. VW이 공격적인 BEV 판매 목표를 세운 이유는 BEV가 환경 규제 대응에 가장 저렴하면서도 강력한 방법이기 때문이다.

부품사 양극화: 현대차 그룹 역시 2021년에 E-GMP 플랫폼을 통한 첫 BEV 신차를 출시할 예정이다. 글로벌 OE들은 BEV의 수익성 향상을 위해 전용 플랫폼을 통한 규모의 경제 구축을 강화하고 있다. 부품사들에 있어서 이러한 플랫폼 확대는 승자와 패자를 확연히 나뉘게 할 전망이다. 모델별로 부품을 공급하던 시대와 달리 플랫폼에서 배제되는 부품사의 경우 심각한 위기에 봉착할 수도 있다. 반대로 승자의 경우 플랫폼 공급을 통해 부품사 역시 빠르게 규모의 경제를 갖출 수 있을 전망이다.

부품사들 수익성 부진 지금 확보가 관건: 매출 성장에도 불구하고 주요 부품 업체들의 수익성은 2020년대 초반까지 부진할 것으로 예상한다. 이는 1) 글로벌 자동차 수요의 둔화와 자율주행 및 xEV 등 미래 기술에 대한 투자 확대, 2) 플랫폼 헤게모니를 쥔 OE 업체들의 낮은 BEV 수익성 때문이다. 미래 기술에 대한 투자 확대 및 안전 자본 확보를 위해 각 회사들은 파워트레인 부문을 스핀오프하거나, 비 상장사들의 IPO를 고려하는 등 자금을 확보하기 위해 분주히 움직이고 있다. VW은 상용차 부문을 Traton이라는 이름으로 상장해 2조원 이상의 자금을 확보했다. 현대차 그룹 역시 파워 트레인 부문 비상장사인 현대트랜시스 및 현대케피코를 상장 시 추가적인 자금 확보가 가능할 전망이다.

플랫폼 싸움의 승자에 투자: 공급 과잉의 시대를 지나 플랫폼 싸움에서 살아남은 부품사들이 잔치를 즐기기까지 적어도 수익성 측면에서는 험난한 미래가 예상된다. 결론적으로 우리는 투자 대비 수익은 저조한 보릿고개를 견질 수 있는 자금이 있는 회사들이 플랫폼 싸움에서 살아남을 것으로 예상한다. 국내에서는 현대차 그룹의 E-GMP 플랫폼에 무혈 입성 가능하고 AS부문의 높은 수익성을 통해 장기적으로 안정적인 현금 흐름을 보유하고 있는 현대모비스가 가장 가능성이 높다고 판단한다. 현대모비스를 자동차 업종 선호주로 유지한다. 목표주가에 도달한 현대위아의 투자의견을 HOLD로 하향한다. 추가적인 주가 상승을 위해서는 중국 지역의 확연한 수요 반등과 기계부문의 흑자 전환과 같은 근본적인 변화가 필요하다.

Contents

Ⅰ. 거세지는 변화 4

Ⅱ. All about xEV 9
2019 IAA – EV Show 9
환경규제 대응, BEV 가 가장 싸다 15
VW – EV All in 21

Ⅲ. 부품: Winner takes it all 24

Ⅳ. 독일의 역습 29
VW –계획대로라면 EV 리더 29
Continental – 미래를 위한 투자기 31
Hella– 전동화 및 LED 수혜 36

Ⅵ. Coverage Recommendation 40
현대모비스(012330) 40
S&T 모티브(064960) 43

Ⅰ. 거세지는 변화

IAA모터쇼, xEV가 대부분

9/18~24일 독일을 방문해 IAA 모터쇼를 둘러보고 독일 자동차 기업 탐방을 통해 유럽 기업들의 미래 전략을 점검해 봤다. 우선 프랑크푸르트 모터쇼를 한 단어로 요약하자면 xEV라고 할 수 있을 정도로 출시를 코 앞에 둔 수 많은 BEV 및 HEV 신차들을 볼 수 있었다. 대표적인 스포츠카 브랜드인 Porsche조차 4Q19에 출시 예정인 BEV 신차 Tycan이 전시 공간의 대부분을 차지했고, Daimler 역시 자사의 전기차 브랜드인 EQ를 전면에 내세웠다.

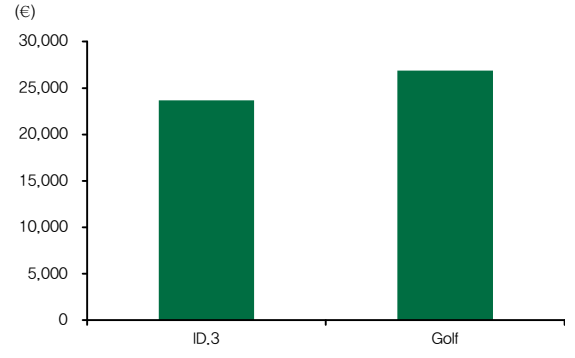
VW 그룹 공격적인 BEV 판매 목표

2021년 EU의 CO2 규제가 대폭 강화될 예정이다. VW(Volkswagen AG, 이하 VW)은 CO2 규제에 대응하기 위해 기존 차량들의 연비 개선 외에도 BEV의 대대적인 판매 확대를 추진하고 있다. ID. 3는 VW그룹의 BEV 전용 플랫폼인 MEB를 적용한 첫 차로 2020년 상반기에 유럽에 출시될 예정이다. 이를 통해 VW그룹은 2020년에 유럽 내 약 20만대의 BEV를 판매할 계획이다. VW이 공격적인 BEV 판매 목표를 세운 이유는 BEV가 환경 규제 대응에 가장 저렴하면서도 강력한 방법이기 때문이다.

도표 1. VW의 MEB 플랫폼 적용 첫 모델인 ID.3

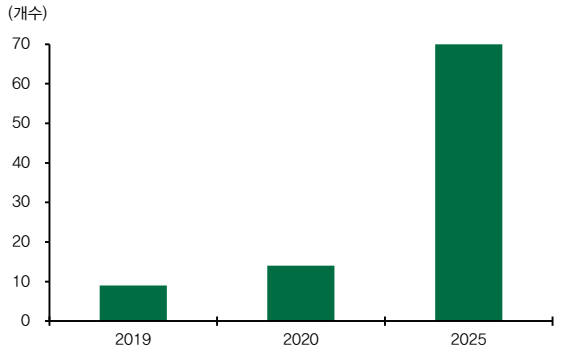
자료: VW, DB금융투자

도표 2. ID.3 동급의 내연기관 대비 TCO 저렴



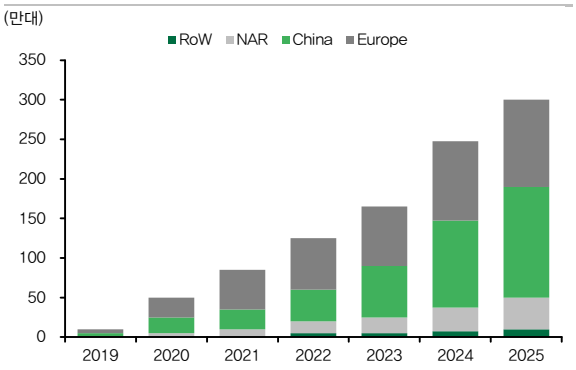
자료: DB금융투자, 주: Total Cost of Ownership(TCO) 비교

도표 3. VW 25년 70개 이상의 BEV 모델 라인업 목표



자료: DB금융투자, 주: 연도별 VW 그룹 BEV 모델 합계

도표 4. VW 2025년 BEV 연간 300만대 이상 판매 목표



자료: VW, DB금융투자, 주: 연도별 VW BEV 판매 목표

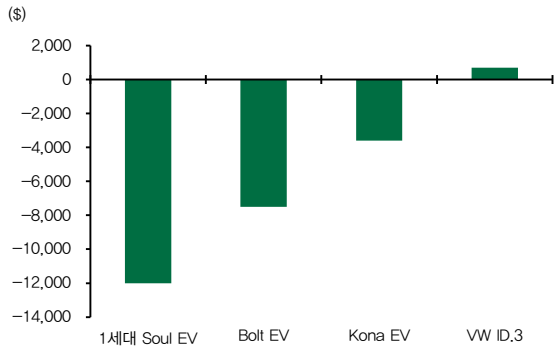
글로벌 OE 플랫폼 강화로 업체간 매출 격차 심화 예상

현대차 그룹 역시 2021년에 E-GMP(Electric-Global Modular Platform) 플랫폼을 통한 첫 BEV 신차를 출시할 예정이다. 글로벌 OE들은 BEV의 수익성 향상을 위해 전용 플랫폼을 통한 규모의 경제 구축을 강화하고 있다. 부품사들에 있어서 이러한 플랫폼 확대는 승자와 패자를 확연히 나뉘게 할 전망이다. 모델별로 부품을 공급하던 시대와 달리 플랫폼에서 배제되는 부품사의 경우 심각한 위기에 봉착할 수도 있다. 반대로 승자의 경우 플랫폼 공급을 통해 부품사 역시 빠르게 규모의 경제를 갖출 수 있을 전망이다.

부품사 수익성, 투자 확대 및 OE 부진으로 저하 예상

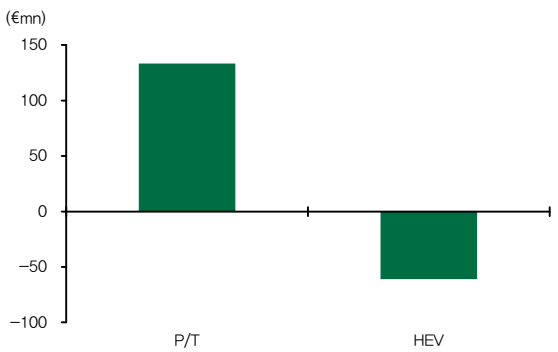
매출 성장에도 불구하고 주요 부품 업체들의 수익성은 2020년대 초반까지 부진할 것으로 예상한다. 이는 글로벌 자동차 수요의 둔화와 자율주행 및 xEV 등 미래 기술에 대한 투자 확대로 2020년대까지 부품사들의 비용 증가가 지속될 것으로 예상되기 때문이다. OE 업체들의 낮은 BEV 수익성 역시 문제이다. 현재 판매 중인 대부분의 BEV가 영업손실을 감수하며 판매 중이다. VW 역시 ID.3의 영업흑자를 호언하고 있지만 현재 전사 영업이익률 대비 현저히 낮은 영업이익률을 기대 중이다. OE의 수익성 부진은 결국 부품사들의 수익성에도 영향을 줄 수 밖에 없다. 플랫폼 싸움에서 우위를 점한다고 해서 부품사들의 수익성 역시 동반 상승하기는 어려워 보이는 이유이다.

도표 5. 주요 EV 적자 판매 중, VW 역시 낮은 수익성 예상



자료: VW, DB금융투자, 주: ID.3 VW 전망 영업이익 인용, 타 EV 언론 수치 인용.

도표 6. Continental HEV 사업 역시 적자 상태 지속



자료: VW, DB금융투자, 주: 2Q19 파워트레인 및 HEV 부문 영업이익

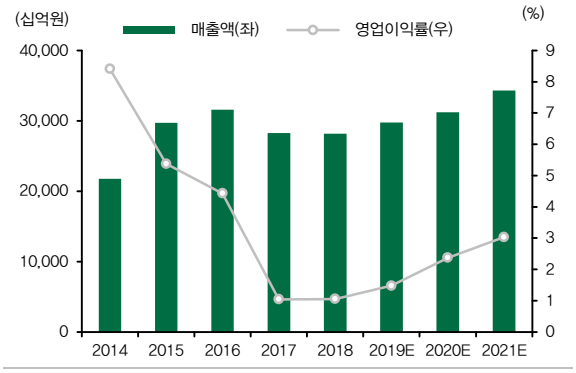
미래 기술 투자 관련 비용 증가세

미래 기술에 대한 투자 비용의 증가세 역시 부품 업체들에게 부담으로 다가올 전망이다. Waymo 등은 최근에 약 200조원 규모의 평가로 투자를 유치하기도 했다. 현대차와 JV를 설립한 Aptiv의 경우 12 FWD PER는 20배 이상으로 타 부품사들 대비 50~100%의 할증 거래 중이다. 이제 조 단위 투자가 아니면 경쟁력 있는 회사에 투자하기 어려운 시대이다. 이러한 투자 비용의 증가는 각 부품사들의 마진 저하로 연결될 수 밖에 없다.

모비스 AS부문 안정적인 수익성으로 투자 여력 확보

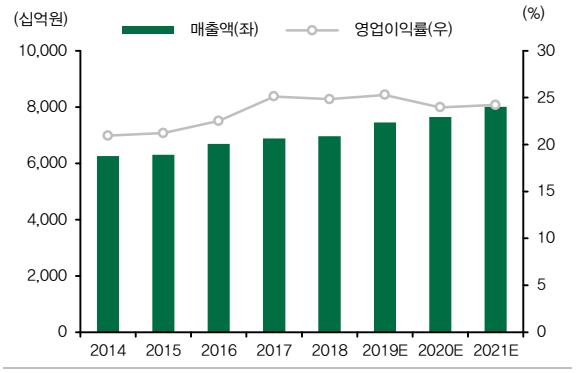
공급 과잉의 시대를 지나 플랫폼 싸움에서 살아남은 부품사들이 잔치를 즐기기까지 적어도 수익성 측면에서는 험난한 미래가 예상된다. 결론적으로 우리는 투자 대비 수익은 크지 않은 시기를 견딜 수 있는 체력이 있는 회사들이 플랫폼 싸움에서 살아남을 것으로 예상한다. 국내에서는 현대차 그룹의 E-GMP 플랫폼에 무혈 입성 가능하고 AS부문의 높은 수익성을 통해 장기적으로 안정적인 현금 흐름을 보유하고 있는 현대모비스가 가장 가능성이 높다고 판단한다.

도표 7. 모비스 모듈 수익성 20년대 초반까지 부진 전망



자료: DB금융투자, 주: 모비스 모듈 부문 연간 매출 및 영업이익률 추이 및 전망치

도표 8. 모비스 AS 부문 든든한 체력의 근거

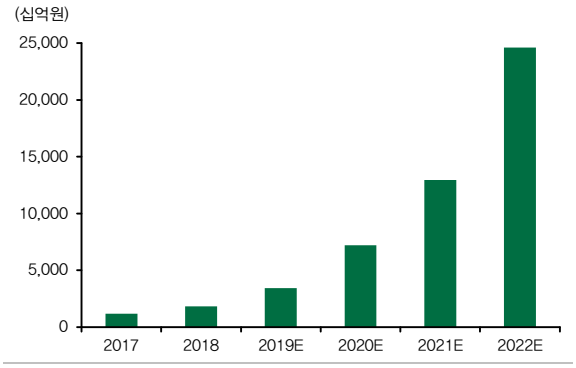


자료: DB금융투자, 주: 모비스 AS 부문 연간 매출 및 영업이익률 추이 및 전망치

현대모비스 업종 내 선호주 유지

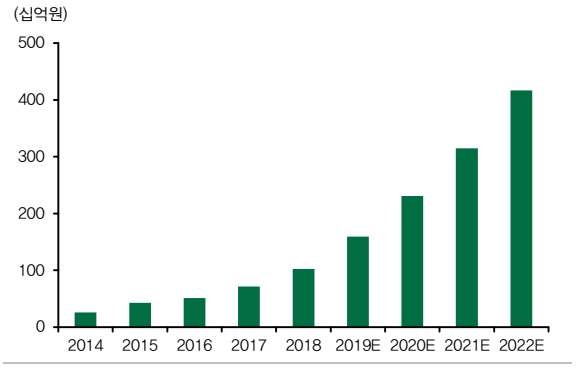
현대모비스는 현대차 그룹의 HEV부터 BEV 및 FCEV 등 전 xEV 플랫폼을 모듈화해 현대기아차에 공급하고 있다. E-GMP 플랫폼 BEV의 생산이 본격화되는 2021년 이후 전동화 부문 매출의 급격한 성장이 예상된다. 최근의 주가 상승에도 불구하고 동사는 여전히 글로벌 경쟁사들 대비 밸류에이션이 저평가받고 있다 약점으로 지적되어온 높은 현대차 그룹 매출 비중 역시 점차 완화되고 있다. 모비스의 18년 타 OE 수주는 약 17억달러를 기록했고 19년에는 21억달러까지 증가할 것으로 예상된다. 하반기에는 추가적인 자사주 매입 및 주식 소각 역시 예정되어 있다. 현대모비스를 자동차 업종 선호주로 유지한다.

도표 9. 2021년 이후 현대모비스 전동화 매출 급성장 전망



자료: DB금융투자, 주: 모비스 전동화 부문 매출 연간 추이 및 전망치

도표 10. S&T모티브 xEV모터 매출 20년대까지 고성장 전망



자료: DB금융투자, 주: S&T모티브 HEV/EV 모터 매출 연간 추이 및 전망치

S&T모티브 전동화, 에스엘 LED 램프 적용 확대 수혜

S&T모티브는 현재까지 출시된 현대기아차 EV의 모든 트랙션 모터를 전량 공급 중으로 E-GMP 플랫폼 도입에도 불구하고 2020년 초까지는 단독 밴더를 유지할 것으로 예상된다. 트랙션 모터가 듀얼 밴더화 되더라도 동사의 물량은 오히려 증가할 것으로 판단된다. S&T모티브의 투자의견을 BUY로 유지한다.

목표주가 50,000원에 도달한 현대위아의 투자의견을 HOLD로 하향한다. 추가적인 주가 상승을 위해서는 중국 지역의 확연한 수요 반등과 기계부문의 흑자 전환과 같은 근본적인 변화가 필요하지만 둘 모두 단기간에 해결되기는 어려워 보인다. 인내의 시간이 필요하다.

도표 11. 자동차 업종 커버리지 종목 투자의견

(단위: 원, %)

구분	투자의견	목표주가	상승여력	투자포인트
현대모비스	BUY(유지)	320,000(상향)	27.0	현대기아차 친환경차 라인업 확대로 전동화 매출 증가 본격화, 주주 환원 정책 확대
S&T모티브	BUY(유지)	68,000(유지)	25.2	E-GMP 플랫폼 트랙션 모터 수주 예상, 글로벌 경쟁사 대비 낮은 밸류에이션
에스엘	BUY(유지)	30,000(유지)	25.0	현대차 그룹 LED 램프 적용 확대 추세 수혜 업체
만도	BUY(유지)	38,000(유지)	5.0	현대기아차 2020년까지 전 차종 AEB 장착으로 ADAS 매출 지속 증가
현대위아	HOLD(하향)	50,000(유지)	-2.0	목표주가 도달, 추가적인 목표주가 인상 위해서는 중국 시장의 본격적인 반등 필요
현대차	HOLD(유지)	140,000(유지)	4.5	제네시스 첫 SUV 신차인 GV80 내수 판매 본격화되는 4Q19까지 상대적인 주가 강세 예상
기아차	HOLD(유지)	40,000(유지)	-12.3	내수 시장 M/S 및 Mix 개선 필요, 북미 지역 SUV 인센티브 증가 역시 부담
한온시스템	HOLD(유지)	12,000(유지)	0.0	국내외 친환경차 수혜주 가운데 밸류에이션 고평가 지속

자료: DB금융투자 주: 9/30일 종가 기준 목표주가 상승 여력

도표 12. 현대모비스 국내외 경쟁사 대비 저평가 지속

(단위: $MN,배,%)

		현대모비스	Denso	한온시스템	Valeo	Koito	만도	Autoliv	현대위아	Borgwarner
매출액	2017	31,098	46,107	4,942	20,882	7,662	5,030	8,137	6,625	9,799
	2018	31,957	48,373	5,398	22,588	7,453	5,150	8,678	7,165	10,530
	2019E	31,144	50,399	5,965	21,287	7,803	4,902	8,658	6,448	10,035
	2020E	32,972	52,429	6,547	22,249	8,208	5,207	9,074	6,674	10,462
영업이익	2017	1,792	3,725	414	1,561	937	74	860	15	1,072
	2018	1,841	2,852	394	1,355	916	179	686	5	1,190
	2019E	1,951	3,415	402	1,188	901	166	799	97	1,143
	2020E	2,216	3,742	482	1,329	983	205	923	157	1,210
영업이익률	2017	5.8	8.1	8.4	7.5	12.2	1.5	10.6	0.2	10.9
	2018	5.8	5.9	7.3	6.0	12.3	3.5	7.9	0.1	11.3
	2019E	6.3	6.8	6.7	5.6	11.5	3.4	9.2	1.5	11.4
	2020E	6.7	7.1	7.4	6.0	12.0	3.9	10.2	2.4	11.6
EPS	2017	14.7	3.7	0.5	4.2	4.7	0.1	4.9	-2.1	2.1
	2018	18.1	2.9	0.5	2.7	4.1	2.1	2.2	-1.9	4.5
	2019E	21.0	3.5	0.5	2.0	3.9	2.2	5.9	2.2	3.9
	2020E	24.0	3.8	0.6	3.0	4.3	2.7	7.0	4.0	4.2
PER	2017	15.9	14.2	25.7	16.9	14.2	603.7	17.8	N/A	13.1
	2018	9.5	13.2	20.8	11.1	13.8	12.8	10.3	N/A	7.8
	2019E	10.0	12.6	20.4	16.5	12.4	14.0	13.1	19.1	9.4
	2020E	8.7	11.5	16.3	10.9	11.3	11.1	11.2	10.7	8.8
ROE	2017	5.4	9.3	15.2	20.6	22.3	0.3	11.1	-2.0	12.7
	2018	6.3	7.1	13.8	12.2	16.7	7.6	6.4	-1.8	23.4
	2019E	7.7	7.9	14.5	9.5	14.3	8.2	24.5	2.2	17.4
	2020E	8.2	8.3	16.7	13.8	14.0	9.9	25.5	3.9	17.1
PBR	2017	0.9	1.3	3.7	3.4	2.9	2.1	2.7	0.5	2.9
	2018	0.6	0.9	2.8	1.3	2.2	1.0	3.2	0.3	1.7
	2019E	0.7	1.0	2.8	1.5	1.7	1.1	2.9	0.4	1.6
	2020E	0.7	0.9	2.6	1.4	1.5	1.1	2.4	0.4	1.4

자료: Bloomberg, DB금융투자, 주: Bloomberg 컨센서스 기준

II. All about xEV

2019 IAA – EV Show

VW 및 Daimler 다수의 BEV 신차 공개

2019년 IAA 프랑크푸르트 모터쇼를 한 단어로 요약하자면 xEV라고 할 수 있다. 출시를 코 앞에 둔 수 많은 BEV(Battery Electric Vehicle) 및 HEV(Hybrid Electric Vehicle) 신차들을 살펴 볼 수 있었다. 대표적인 스포츠카 브랜드인 Porsche조차 4Q19에 출시 예정인 BEV 신차 Tycan이 전시 공간의 대부분을 차지했고, Daimler 역시 자사의 BEV 브랜드인 EQ를 전면에 내세웠다. Ford는 자사의 유럽 내 판매중인 대부분의 모델들의 Mild HEV 및 PHEV(Plug-in Hybrid Electric Vehicle) 버전을 공개했다. VW 부스에는 사양표를 꼼꼼하게 읽거나 트렁크 및 뒷좌석 공간을 살펴 보는 등 구매를 염두에 둔 소비자들이 유난히 많았다.

도표 13. Daimler 전기차 브랜드 EQ 전면에

자료: DB금융투자

도표 14. Smart 역시 자사의 EV를 전시

자료: DB금융투자

도표 15. VW의 MEB 플랫폼 적용 첫 모델인 ID.3

자료: DB금융투자

도표 16. Porsche의 첫 BEV인 Tycan

자료: DB금융투자

BMW FCEV 컨셉카 공개

BMW는 모터쇼에서 현대차와 유이하게 X5 기반의 FCEV 차량인 I Hydrogen Next를 공개했다. 현대차와 마찬가지로 SUV 베이스의 모델로 2022년부터 양산할 계획이다. 해당 연료전지 기술은 Toyota와 설립한 연료전지 JV의 기술이 적용된 것으로 Toyoa의 Mirai와 유사한 수준의 주행 거리 및 성능이 예상된다.

도표 17. BMW 22년 양산 예정 FCEV I Hydrogen Next

자료: DB금융투자

도표 18. BMW의 BEV 철학을 담은 iNext 컨셉카

자료: DB금융투자

현대차 포니 컨셉카 BEV '45

현대차는 45년전 공개된 포니 컨셉카에서 모티브를 가져온 BEV 컨셉카 45를 공개했다. 현대차의 첫 양산 모델인 포니는 VW의 Golf 등을 디자인한 이탈리아 출신의 조르제토 주지아로가 디자인했다. 포니의 디자인을 오마주한 45는 현대차의 전동화 및 자율주행 시대에 생길 라이프 스타일 변화에 대한 비전을 담고 있다.

도표 19. 45년 전 공개된 포니 컨셉카

자료: 언론, DB금융투자

도표 20. 포니에서 모티브를 가져온 EV 컨셉카 45 공개

자료: DB금융투자

이미 18년에 출시됐고 유럽에서도 꾸준히 판매되고 있는 NEXO에도 많은 관람객들이 몰렸다. NEXO는 BMW의 Hydrogen Next과 달리 이미 양산된 모델로 관람객들은 운전석에 앉거나 트렁크 및 뒷자석 공간을 확인해 보는 등 꼼꼼히 차를 살펴보는 등 실제 구매를 염두에 둔 모습이었다.

도표 21. 45 인테리어 디자인

자료: 언론, DB금융투자

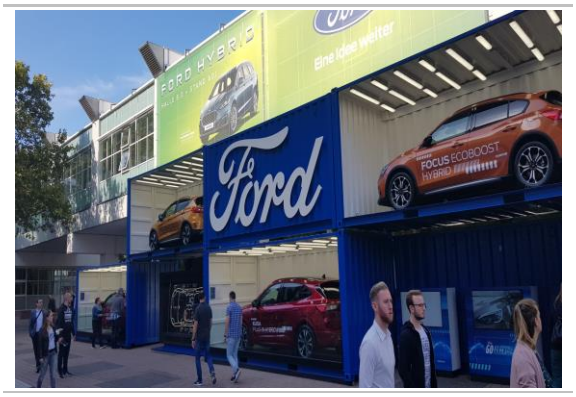
도표 22. 관람객들의 많은 관심을 받은 NEXO

자료: DB금융투자

Ford, HEV에 집중

Ford는 BEV보다는 Mild HEV 및 PHEV 신차에 집중했다. Ford의 유럽 내 인기 판매 모델인 Fiesta 및 Focus는 물론 Mondeo까지 거의 전 라인업에 걸쳐 HEV 트림을 추가했다. 타사가 BEV에 집중하는 것과 대비됐다. HEV 및 PHEV기술만으로 2021년 CO2 규제치인 95g을 를 달성할 수 있을 것으로 판단했을 것으로 추정된다. 95g은 2017년 Ford의 유럽 내 CO2 평균이 121g/Km 수준임을 감안하면 전 라인업을 Mild HEV를 비롯한 HEV로만 판매해야 달성 가능한 수치이다. Ford의 2021년 이후 유럽 사업부의 실적을 눈 여겨 보면 이 전략의 성공 여부를 확인 할 수 있을 것이다.

도표 23. Ford 거의 전 라인업에 HEV 트림 추가



자료: DB금융투자

도표 24. Ford Mild HEV Fiesta

자료: DB금융투자

Honda E 경쟁사들 대비 낮은 성능

Honda는 2020년 출시를 앞둔 EV인 Honda E를 선보였다. E의 판매 가격은 약 3만 유로 수준으로 1회 충전 주행 가능 거리는 WLTP 기준 220km로 알려졌다. 이는 현대차의 코나 EV(449Km)를 비롯한 현재 판매 중인 경쟁차량들 대비 짧다. 특히나 2020년 이후 출시될 대부분의 EV들이 적어도 300Km 이상의 주행 가능 거리에 2만유로 후반에서 판매 가격이 시작되는 점을 고려하면 경쟁사들 대비 특별한 강점이 없는 신차라고 판단된다.

도표 25. Honda의 EV 신차인 Honda E

자료: DB금융투자

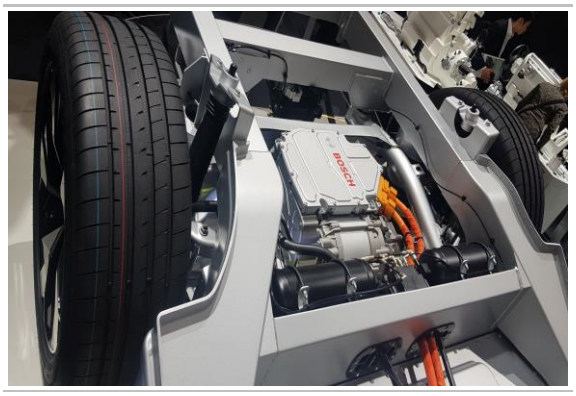
도표 26. Honda E 사이드 미러를 카메라로 대체

자료: DB금융투자

Bosch xEV용 드라이브 유닛과 열관리 시스템 전시

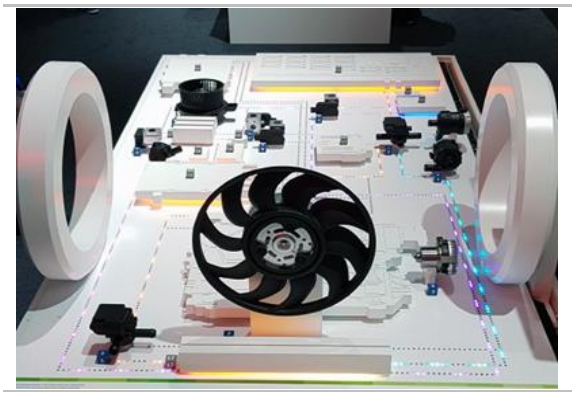
IAA를 찾은 여러 부품 업체들 역시 xEV 기술에 집중했다. 세계 최대 자동차 부품 업체인 Bosch는 제동시스템, 드라이브 유닛 및 배터리팩 등을 포함한 BEV용 전 제품을 소개했다. HEV 및 BEV에 모두 대응 가능한 열관리 시스템 역시 공개했다. 해당 시스템은 배터리 및 모터 등의 에너지 소비를 최소화하고 자동차 실내 공간을 쾌적하게 유지해준다. Bosch는 2015년에 이미 BEV 및 FCEV용 히트펌프 시스템을 개발하는 등 xEV용 공조 부품에 대한 R&D에 지속적으로 투자하고 있다.

도표 27. Bosch의 BEV용 드라이브 유닛



자료: DB금융투자

도표 28. Bosch의 xEV용 열관리 시스템

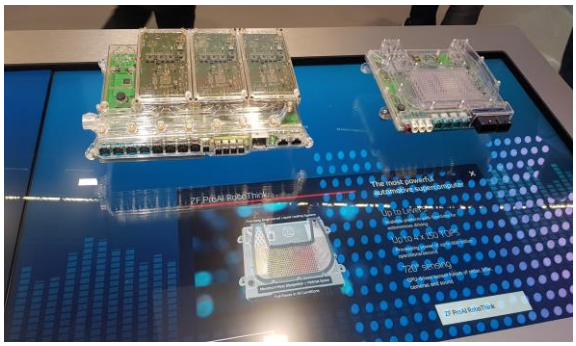


자료: 언론, DB금융투자

Continental 역시 xEV용 열관리 시스템 공개

ZF는 nVidia 칩을 활용한 자사의 자율주행 AI 기술 및 xEV용 파워트레인을 선보였다. ZF의 ProAI 시리즈는 Lv2~Lv5 수준의 다양한 자율주행을 지원하는 제품군들로 가장 높은 RoboThink의 경우 초당 6조회 이상 연산이 가능한 프로세서를 탑재하고 ZF가 독자 개발한 자율주행 AI를 통해 레이더, 및 라이다 등의 센서를 통해 차량 주행 환경을 인지할 수 있다. Continental은 기존의 자율주행차 관련 부품 외에 배터리 쿨링 모듈 및 xEV용 열관리 시스템을 선보였다. 전동식 열회수 장치의 경우 HEV 및 BEV에 모두 적용 가능하며 자동차 제동 장치 및 공조 시스템과 연계해 잔열을 전기 에너지로 회수할 수 있다.

도표 29. Lv.4~5 자율주행 대응 가능한 ZF의 ProAI



자료: DB금융투자

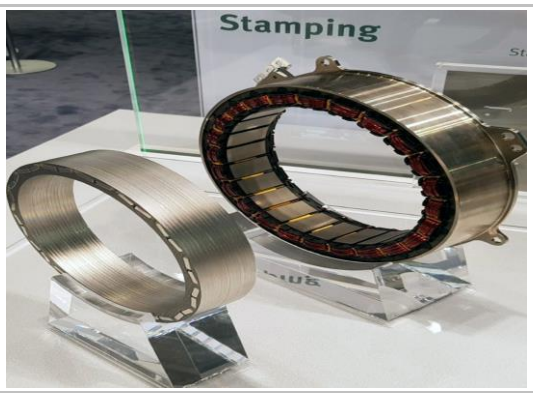
도표 30. Continental의 xEV 차량용 열관리 시스템

자료: 언론, DB금융투자

Schaeffler xEV용 트랙션 모터

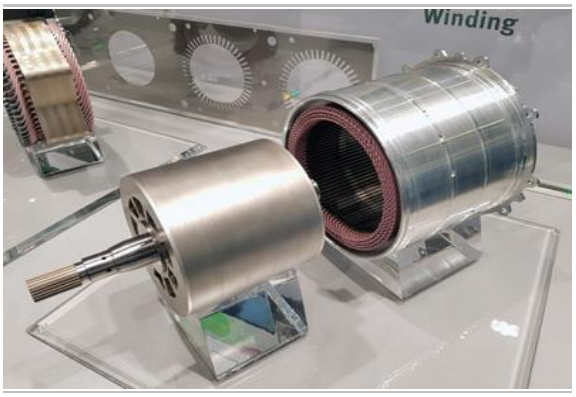
Continental의 대주주이기도 한 Schaeffler는 HEV 및 BEV용 모터를 선보였다. Schaeffler의 HEV용 모터는 최소 15KW에서 최대 120KW의 출력을 지원하는 두 개의 모델로 구성되어 있어 Mild HEV 및 PHEV 등에 모두 대응 가능하다. EV용 트랙션 모터의 경우 최대 출력은 300KW로 고급 스포츠카에 준하는 성능을 갖추고 있다.

도표 31. Schaeffler HEV용 모터, P2 모듈



자료: 언론, DB금융투자

도표 32. Schaeffler EV용 모터 최대 출력 300KW

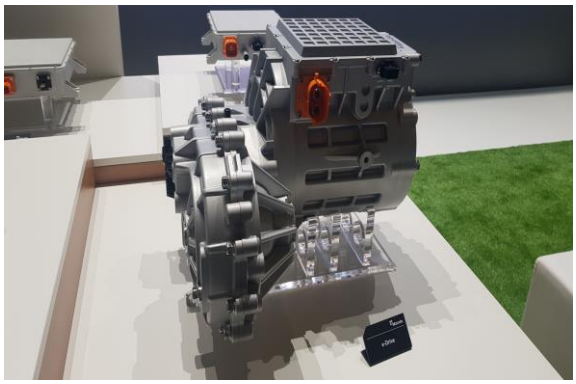


자료: 언론, DB금융투자

만도 xEV 부품 및 라이다 시제품 전시

만도는 국내 자동차 부품 업체 중 유일하게 IAA를 방문했다. 모터 및 감속기 등을 모듈화한 E-drive, 3.3KW급의 온보드 충전기 등과 같은 xEV 부품과 이미 양산중인 레이더(Radar) 및 카메라 모듈 등 ADAS용 부품들을 선보였다. 아직 시제품이긴 하지만 자율주행차용 고정형 및 기계식 라이다(Lidar) 역시 공개했다. 현대차그룹과 Aptiv의 JV 설립으로 자율주행 분야에서 만도의 역할에 대한 우려가 있지만 라이다를 비롯한 자율주행차용 부품들을 해외 경쟁사들 대비 경쟁력 있는 가격대에 양산한다면 자율주행 H/W 회사로서 경쟁력은 유지 할 수 있을 전망이다.

도표 33. 모터 및 감속기 등을 모듈화한 만도의 E-drive



자료: DB금융투자

도표 34. 만도 자체 개발 라이다 시제품 전시

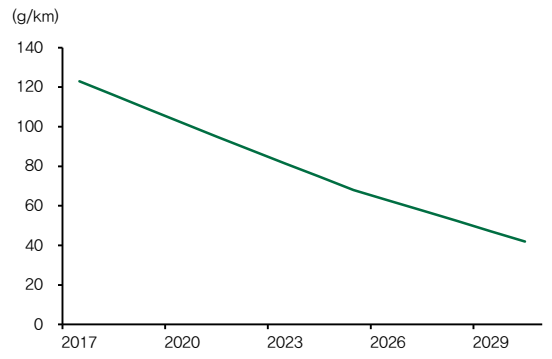
자료: DB금융투자

환경규제 대응, BEV가 가장 싸다

VW EU 21년 CO2 규제 대응 위해 BEV 공격적인 판매 계획 수립

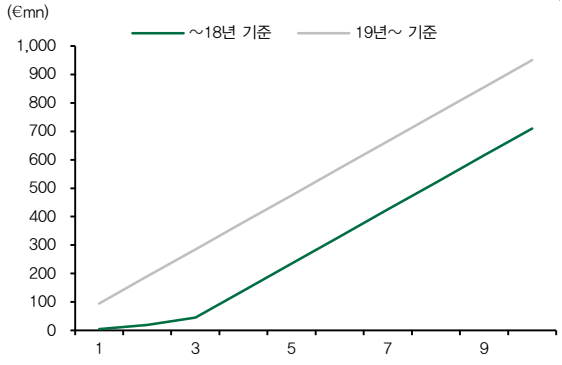
유럽은 EU 집행위원회와 유럽자동차협회(ACEA)가 협의해 CO2 배출 기준을 결정한다. 현재 목표치는 2015년 130 g/km, 2021년 95g/km이다. 신차 기준 판매량의 2020년까지는 신차 판매의 95%까지만 적용되며 21년부터는 모든 신차에 100% 부과된다. 기준치 보다 이산화탄소 배출 초과한 완성차 제조사는 초과 1g 당 €95를 부과할 예정이다. 회사별 배출 기준은 제조사 차량 전체 평균무게에 비례해서 계산된다. 100만대 판매 회사 기준 1g 초과 시 벌금은 1,200억원(€95mn)에 달한다. 2020년까지는 연비가 안 좋은 차량들을 평균에서 5%까지 제외하는 등의 방법을 통해 벌금을 내는 회사가 드물지만 기준이 대폭 강화되는 21년부터는 CO2 배출량을 충족하지 못한 회사들이 다수 나올 것으로 예상된다. VW은 CO2 규제에 대응하기 위해 기존 차량들의 연비 개선 외에도 BEV의 대대적인 판매 확대를 추진하고 있다. ID.3는 VW그룹의 BEV 전용 플랫폼인 MEB를 적용한 첫 차로 2020년 상반기에 유럽에 출시될 예정이다. ID.3는 가장 저용량의 2차전지를 탑재한 모델이 2만 유로 후반 가격대에 WLTP(Worldwide Harmonized Light Vehicle Test Procedure)기준 약 330Km 주행 가능하다. 이를 통해 VW그룹은 2020년에 유럽 내 약 20만대의 BEV를 판매할 계획이다. 이렇게 VW이 BEV에공격적인 목표를 세운 이유는 BEV가 환경 규제 대응에 가장 저렴하면서도 강력한 방법이기 때문이다.

도표 35. EU CO2 평균 21년 95g/km, 30년 42g/km 목표



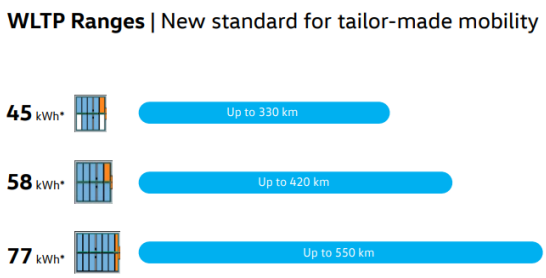
자료: DB금융투자, 주: EU 지역 CO2 규제치 추이

도표 36. 100만대 기준 1g 초과 시 19년 벌금 1,197억원



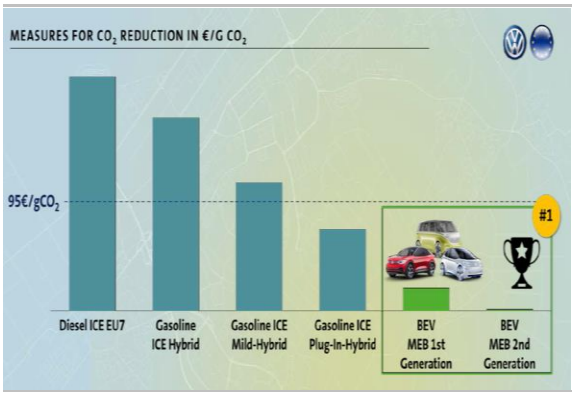
자료: DB금융투자, 주: 100만대 판매 기준 CO2 발생량 초과량에 따른 벌금 추이

도표 37. VW ID.3 €2만 후반 가격, 330km 이상 주행 가능



자료: VW, DB금융투자

도표 38. VW "BEV가 CO2 절감에 가장 효율적인 방법"

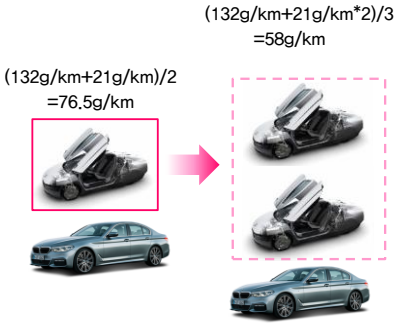


자료: VW, DB금융투자, 주: 동력별 CO2 1g 절감당 필요 금액 비교

Super Credits; ECV 판매 시 CO2 평균 계산에 가산점 부과

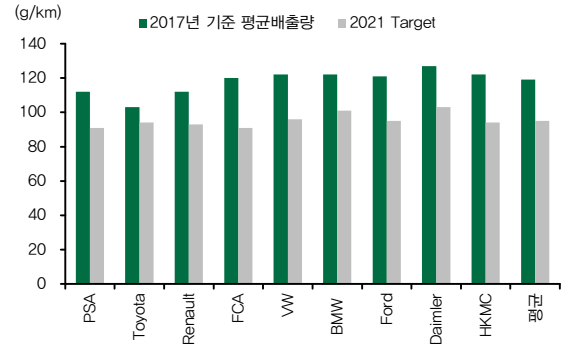
VW이 환경 규제 대응을 위해 BEV 판매에 집중하는 이유는 Super credits이라는 예외 조항도 한 몫을 한다. Super credits는 CO2 발생량이 50g/km 이하인 저매연 차량들에 일정의 가산점을 주는 제도이다. 이 예외 조항에 해당되는 양산 차량은 현재까지 PHEV 혹은 BEV와 같은 ECV 차량이 유일하다. 해당 제조사는 이러한 고연비의 친환경차를 판매 시 2020년 기준 1대당 2대를 판매한 것과 같은 효과를 얻게 된다. 즉 CO2 발생량이 40g/km인 차량을 1대 판매 시 마치 2대를 판 것처럼 평균 연비를 계산하므로 해당 기업의 평균 CO2 발생량이 그만큼 낮아지는 효과가 있다. 이러한 배수는 19년에는 1배를 유지하다가, CO2 기준이 강화되는 20에년 2배, 21년 1.67배, 22년 1.33배로 점차 낮아지고 23년부터는 다시 1배가 되어 유명무실해진다. 2020년 이후 본 제도가 본격적으로 힘을 발휘하겠지만 만능은 아니다. 20년 이후 총 3년간 Super credits으로 CO2를 절감할 수 있는 총량이 7.5g/km 이하로 제한되어 있기 때문이다. 따라서 결과적으로 유럽 자동차 회사들은 기존 내연기관의 연비도 끌어올려야 하지만 xEV 판매 비중을 확대해 CO2 규제에 대응하는 수 밖에 없다.

도표 39. Super credits, ECV 2대를 판매한 효과와 동일



자료: DB금융투자
주: Super credits 제도 해당 차량 2.5대 판매 효과 있음

도표 40. 21년 CO2 규제치 달성은 머나먼 길



자료: DB금융투자
주: 17년 기준 주요 자동차 회사별 CO2 평균 배출량과 2021년 기준(

디젤 판매 감소 가솔린 판매 상승으로 연결

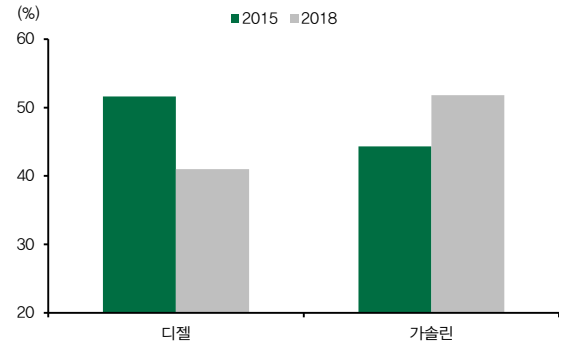
문제는 기존 디젤 엔진 차량 구매 소비자들이 대부분 가솔린으로 쏠리고 있다는 점이다. 15년 이후 xEV 판매 차량은 3%에서 6%로 3% 밖에 증가하지 못한데 반해 가솔린 차량의 비중은 11.7% 증가 해 18년 현재 약 56%를 차지하고 있다. 가솔린 엔진은 디젤 엔진 대비 CO2 배출량이 약 20g/km 더 높다.

도표 41. EU 연료별 비중, 디젤 비중이 낮아지는데 반해 가솔린은 상승 중. (단위: %)

	디젤	가솔린	HEV	PHEV	BEV	기타
2015	51.6	44.3	1.7	0.7	0.6	1.1
2016	49.5	45.9	1.9	0.7	0.6	1.4
2017	44.0	50.2	2.7	0.9	0.9	1.3
2018(3Q까지)	35.8	56.0	3.7	1.1	1.1	1.5

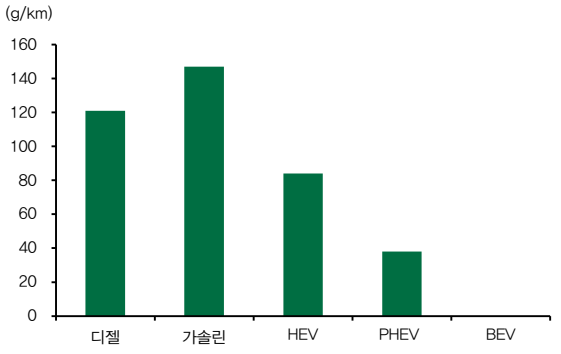
자료: DB금융투자, 주: EU 지역 동력원별 판매 비중 추이

도표 42. 15년 이후 EU 내 가솔린차 판매 비중 상승



자료: DB금융투자, 주: 동력원별 연간 판매 비중

도표 43. CO2 발생량이 모든 차량 중 가장 높은 가솔린

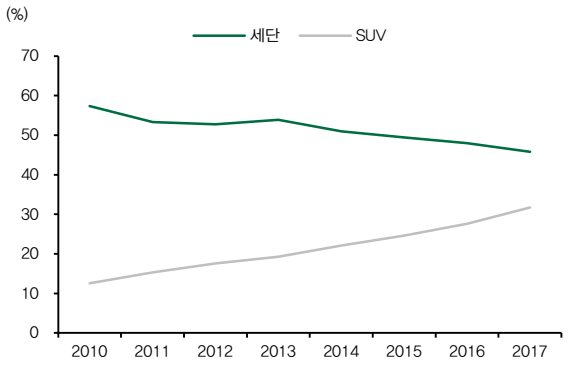


자료: DB금융투자, 주: 동력원별 1Km 주행 시 CO2 발생량 비교

SUV 판매 비중 증가로 CO2평균 16년 대비 개선 미미

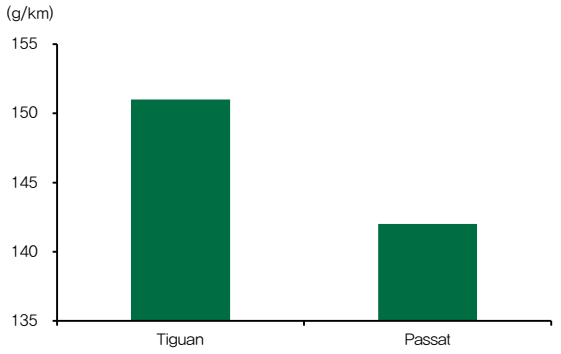
게다가 14년 이후 저유가가 지속되며 SUV 판매 비중이 높아지고 있다는 점 역시 OE들에게 부담으로 작용하고 있다. 전통적으로 타 지역 대비 SUV 선호도가 낮았던 유럽 내 SUV 판매 비중은 2010년에 10% 초반에 불과했지만 2017년에는 30%를 상회하고 있다. SUV는 세단 대비 연비 및 CO2 발생량이 열위에 있다. 유럽 내 M/S 1위 기업인 VW의 대표적인 차종인 Tiguan과 Passat의 CO2 발생량을 비교하면, SUV 차량인 Tiguan이 Passat 대비 약 9g/km 높은 것을 확인 할 수 있다. SUV 비중의 확대로 유럽 주요 국가의 CO2 평균은 17년에 16년과 비슷한 수준을 유지하고 있다.

도표 44. 유럽 시장 SUV 판매 강세, 세단 판매 감소



자료: DB금융투자
주: EU 지역 세단 및 SUV 판매 비중 추이

도표 45. 동급 모델 SUV 승용 대비 CO2 발생량 열위



자료: DB금융투자
주: 가솔린 엔진 모델 기준

연비 개선 미미할 경우 21년 벌금 산업 합계 17조원 예상

결과적으로 유럽 신차 판매의 평균 CO2는 개선 속도가 규제 대비 느린 상황이다. 이대로라면 2019년부터 CO2 규제 관련 벌금을 내는 회사들이 속속 등장할 것으로 판단된다. 내연기관의 연비 개선이 어느 정도 기술적인 한계에 달했음을 감안하면 유럽 내 OE들이 SUV 판매 강세 및 디젤 판매 감소를 xEV 판매 확대 같은 대안을 통해 대응하지 못한다면 대량의 벌금을 낼 수 밖에 없는 상황이다. 2021년 CO2 규제치인 95g/km 기준 개별 회사들의 연비가 개선되지 못했을 경우 예상되는 벌금은 산업 합계 약 17조원에 달한다.

도표 46. 연비의 대폭적인 개선이 없다면 Toyota를 제외한 대부분의 자동차 회사들 21년 벌금 납부할 전망 (단위: g/km)

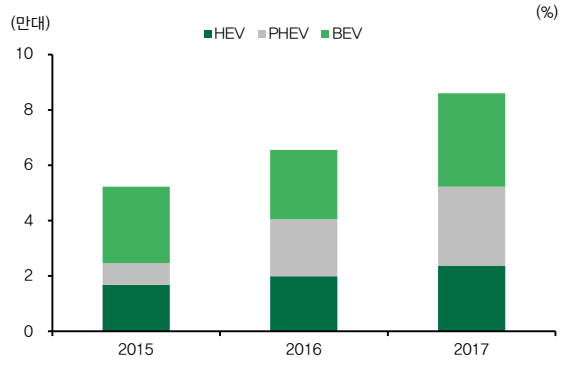
	PSA	도요타	르노닛산	FCA	VW	BMW	포드	다임러	현대기아차	산업평균
12년 평균 CO2	122	122	121	117	133	138	129	143	132	132
12년 차량 평균중량	1381	1326	1301	1129	1398	1579	1325	1582	1334	1400
17년 평균 CO2	112	103	112	120	122	122	121	127	122	119
17년 차량평균중량	1273	1359	1310	1259	1420	1570	1393	1607	1348	1390
21년 CO2 기준	91	94	93	91	96	101	95	103	94	95
필요 연비절감량	21	9	19	29	26	21	26	24	28	24
5년간 CO2 개선 CAGR	3.3	2.7	2.7	2.5	4.1	3.8	3.6	4.2	4.5	4.2
21년 규제 미달량	10.7	0.5	10.9	21.3	10.4	4.7	12.4	6.1	12.5	8.9
예상벌금(mn€)	**1,917**	**36**	**2,276**	**2,118**	**3,671**	**465**	**1,214**	**572**	**1,181**	**13,171**

자료: DB금융투자, 주: 예상 벌금 17년 평균 기준 각사 CO2 발생량 동일하다는 가정

노르웨이 xEV 판매 강세, 18년 EU 25년 규제치 만족

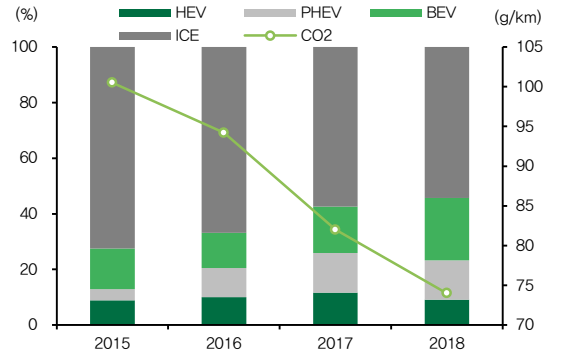
결국 해결책은 xEV 판매 확대에 달려 있다. 그리고 노르웨이는 이미 그 모범 답안을 이미 16년에 제출했다. 노르웨이는 2018년에 EU의 2025년 목표치 역시 따라잡았다. 이런 놀라운 수치가 가능할 수 있었던 것은 바로 xEV 판매 비중에 있다. 18년에 이미 노르웨이의 xEV 판매 비중은 HEV, PHEV 및 BEV 각각 12%, 14%, 17%를 기록 중이다.

도표 47. 균형 성장중인 노르웨이의 xEV 판매



자료: DB금융투자, 주: 노르웨이 동력원별 판매 추이

도표 48. 18년 내연기관 비중 54%까지 하락, CO2 75g/km



자료: DB금융투자, 주: 노르웨이 동력원별 판매 비중 및 전체 CO2 평균 추이

21년 유럽 HEV, PHEV 및 BEV 비중 각각 10.5%, 4.5%, 5.5% 전망

유럽 내 자동차 회사들이 CO2 규제에 대응해 벌금을 내지 않기 위해서는 적어도 2015년 노르웨이 수준의 xEV 비중이 필요하다. 노르웨이의 15년 판매 신차의 CO2 평균은 100.5g/km이다. 해당 연도의 노르웨이 xEV 판매 비중은 HEV, PHEV 및 BEV 각각 8.8%, 4.1%, 14.5%이다. 실제 CO2 규제치가 차량 평균 중량에 의해 보정되는 점을 감안한 2021년 유럽의 CO2규제치는 약 103.8g/km로 추정된다. 기존 내연기관 및 HEV, PHEV 등이 연비 개선을 통해 CO2 발생치가 점진적으로 개선될 것임을 감안했다. 경우의 수를 제한하기 위해 HEV 및 PHEV는 매년 일정하게 증가하는 것으로 가정하고 CO2 규제에 대응하기 위해 필요한 BEV 판매 비중을 산출해 도표 75에 정리했다. 계산 결과 2021년 유럽 내 xEV 비중은 HEV, PHEV 및 BEV 각각 10.5%, 4.5%, 5.5%이다. HEV 비중이 낮아질 경우 당연히 PHEV 및 BEV 판매 비중이 추정치보다 높아야 EU의 CO2 규제치를 달성 할 수 있다. HEV 판매에는 48V Mild HEV 역시 포함했다.

도표 49. 내연기관, HEV 및 PHEV 2025년까지 점진적인 연비 개선 가정 (단위: g/km)

연료별 CO2	디젤	가솔린	HEV	PHEV	BEV	기타
2017	121	147	84	38	0	120
2018E	116	141	81	36	0	115
2019E	112	136	78	35	0	111
2020E	108	131	77	34	0	106
2021E	107	129	74	32	0	102
2022E	105	128	73	32	0	101
2023E	104	127	72	32	0	100
2024E	103	126	71	31	0	99
2025E	102	124	71	31	0	98

자료: DB금융투자

도표 50. 유럽 CO2 기준을 만족하기 위해 필요한 연료별 전망치 (단위: %, g/km)

	디젤	가솔린	HEV	PHEV	BEV	기타	CO2 추정치	CO2 규제치	CO2 규제*	평균 중량
17년 현대기아차	**35.0**	**43.5**	**4.6**	**0.5**	**0.9**	**2.0**	**122.0**			**1,348**
2017년	**44.0**	**50.2**	**2.7**	**0.9**	**0.9**	**1.3**	**119.0**	**123.8**	**123.0**	**1,390**
2018E	41.0	51.8	3.5	1.5	1.0	1.2	125.7	117.7	116.0	1,410
2019E	39.0	48.9	6.5	2.5	2.0	1.1	117.3	112.3	109.0	1,444
2020E	37.0	45.5	8.5	3.5	4.5	1.0	108.0	108.0	102.0	1,504
2021E	**35.0**	**43.5**	**10.5**	**4.5**	**5.5**	**1.0**	**103.8**	**103.8**	**95.0**	**1,564**
2022E	33.0	41.5	12.5	5.5	6.5	1.0	99.8	99.8	88.3	1,624
2023E	30.0	38.7	14.5	6.5	9.3	1.0	93.9	93.9	81.5	1,644
2024E	27.0	35.2	16.5	7.5	12.8	1.0	87.2	87.2	74.8	1,644
2025E	24.0	31.5	18.5	8.5	16.5	1.0	80.4	80.4	68.0	1,644

자료: DB금융투자
주: * EU CO2 규제 가이드 라인, 해당 규제치 평균 중량 등을 감안해 보정한 계산치가 실제 CO2 규제치

유럽 xEV 시장 21년 338만대, 17년 대비 4.5배 성장 전망

각각의 이러한 추정은 Super Credits 때문에 연도별로 2~3% 정도 오차가 발생할 수 있다. 하지만 WLTP 시행에 의해 WLTP 기준 CO2규제 역시 만족해야 함을 감안하면 규제를 충족하기 위해 필요한 xEV 비중은 DB금융투자 추정치보다 오히려 더 상승할 수 있다. xEV 비중 추정치를 감안한 유럽 내 xEV 판매량을 도표 51에 정리했다. 2021년 유럽의 xEV 시장은 약 338만대로 17년 대비 약 4.5배 성장할 전망이다.

도표 51. 2021년 유럽 CO2 규제 대응하기 위해 필요한 xEV 판매 17년 대비 약 4.5배 증가

(단위: 만대, %)

		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
	EU+EFTA	1,420	1,513	1,562	1,594	1,610	1,626	1,650	1,675	1,700	1,726	1,751
	BEV	9	9	13	16	32	73	91	109	158	221	290
판매량	PHEV	10	11	14	24	40	57	74	92	111	129	149
	HEV	24	30	46	56	105	138	173	209	247	285	324
	xEV합계	42	50	73	96	177	268	338	410	515	635	763
	ICE	97.0	96.7	95.3	94.0	89.0	83.5	79.5	75.5	69.7	63.2	56.5
	BEV	0.6	0.6	0.9	1.0	2.0	4.5	5.5	6.5	9.3	12.8	16.5
비중	PHEV	0.7	0.7	0.9	1.5	2.5	3.5	4.5	5.5	6.5	7.5	8.5
	HEV	1.7	2.0	2.9	3.5	6.5	8.5	10.5	12.5	14.5	16.5	18.5
	xEV합계	3.0	3.3	4.7	6.0	11.0	16.5	20.5	24.5	30.3	36.8	43.5

자료: DB금융투자

도표 52. EU 환경 규제와 별도로 유럽 각 정부의 친환경차 지원 역시 확대 추세

국가	규제 및 지원 내용
프랑스	- 하이브리드 전기자동차에 대해 약 €2,000, 전기자동차에는 €5,000의 보조금 지원 - 130g/km 이상을 배출하는 자동차에는 높은 세금 부과, 110g/km 이하 배출 자동차에는 보조금 지원(보조금은 차량 소매가격의 27%, 최대 €6,300까지 지원되며 벌금은 최대 €8,000까지 부과) - 슈퍼 보너스 제도 실시 : 2001년 등록 디젤 차량을 20g/km 이하 배출 차량으로 바꾸면 €3,700, 21~60g/km 배출 자동차에는 €2,500 지원 (폐차 보조금은 최대 €10,000까지 지원)
영국	- 2018년 기준 전기자동차 모델별로 보조금 £2,500까지 지원 - 100g/km 이하의 CO2 배출 시 연간 운행세 면제
독일	- 2016년 이전에 등록한 전기자동차는 10년, 2016년~2020년 사이에 등록한 전기자동차는 5년간 보유세 면제 - BEV 구입 시 €4,000 지원, PHEV €3,000 지원
네덜란드	- 50g/km 이하 배출 차량은 연간 운행세 면제 - 신차 등록세는 이산화배출량에 따라 증가, 70g/km 초과 배출 차량은 추가금액 부과 - 이산화탄소 무배출차량은 도로세 면제, 1~50g/km 배출 차량은 정기 도로세 50% 인하 - 암스테르담은 도시 내에서 주로 이용될 전기차는 대당 €3,000~5,000 지원 - 헤이그는 전기자동차에 대해 신차는 €5,000, 중고차는 €3,000 지원
노르웨이	- 전기차 보급을 위해 수입세 폐지/등록세 감면/고속도로 통행료 및 부가세 면제/페리선 이용요금 면제/주차요금 무료 등 다양한 지원정책 - 2020년까지 신차는 85g/km 이상의 CO2 배출할 수 없음
스웨덴	- 37kwh/100km 이하의 전력을 소비하는 전기차에 한해 자동차세 5년간 면제 - 기업이 전기차 구입 시 관련 세금의 40% 공제
아일랜드	- 전기차 구입 시 최대 €5,000 지원, 등록세 최대 €5,000 감면

자료: DB금융투자

VW – EV All in

VW은 가장 공격적인 물량 공세로 BEV 시장의 패러다임을 바꿀 계획이다. 강력한 물량을 바탕으로 경쟁사들을 압도하는 원가 경쟁력을 유지할 전망이다. VW 그룹은은 ID.3를 비롯한 MEB 플랫폼의 신차와 기존 BEV 모델들을 통해 2020년 연간 총 50만대를 판매할 계획이다. 대부분의 판매량은 환경규제가 2020년대에 대폭 강화되는 유럽과 중국에 집중될 예정이다.

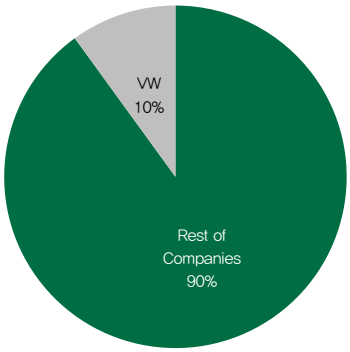
도표 53. VW EV 전용 플랫폼 MEB

자료: DB금융투자

도표 54. ID.3 2020년 2분기 출시 예정인 ID.3

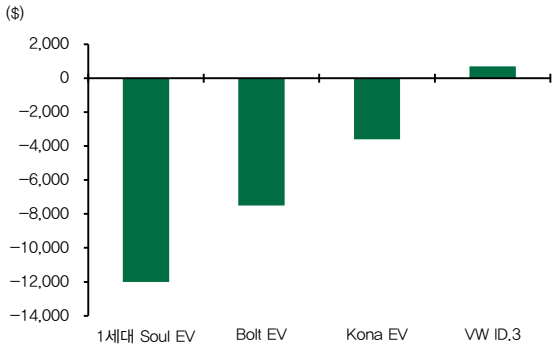
자료: DB금융투자

도표 55. VW 20년 BEV 판매 목표 글로벌 M/S 10% 수준



자료: DB금융투자
주: 2020년 글로벌 BEV 판매 500만대 가정

도표 56. VW ID.3 영업이익 흑자 전망

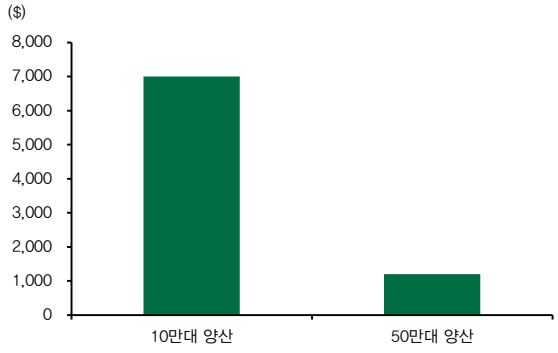


자료: VW, DB금융투자,
주: ID.3 VW 전망 영업이익률 인용, 타 EV 언론 수치 인용.

MEB 플랫폼 압도적인 물량으로 고정비 부담 완화

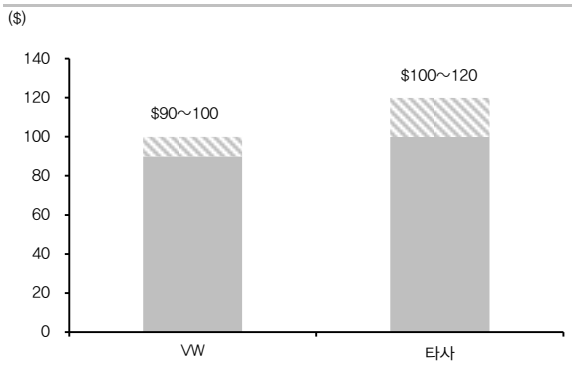
VW은 ID.3의 영업이익 흑자를 자신하고 있다. 이러한 수익성이 가능할 것으로 VW이 내다보고 있는 것은 고정비 및 변동비의 경쟁사들 대비 우위 때문이라고 판단된다. 대부분의 BEV들이 수익성이 낮은 이유는 배터리 가격 외에도 대부분 연구개발비 및 감가상각비 등의 과도한 제조원가 비중에서 찾을 수 있다. 현재 판매되고 있는 EV들이 모델 당 연간 판매가 2만대 수준임을 감안하면 5년의 판매 기간 동안 현 세대 전기차들은 약 10만대가 판매되는 셈이다. 이 경우 자동차 개발에 들어가는 R&D비용 및 감가상각비와 같은 고정비는 대 당 약 7천달러 수준으로 전체 제조원가의 약 30% 육박하게 된다. 이에 반해 연간 10만대 판매되는 차량의 경우 5년간 판매대수는 50만대로 R&D 및 감가상각비의 제조원가 비중은 6% 수준으로 떨어지게 된다. MEB 플랫폼의 경우 2020년부터 중국 및 유럽에 총 50만대의 BEV를 판매할 계획으로 현재 모델 당 연간 판매가 2~5만대에 그치고 있는 경쟁 차량들 대비 제조원가 측면에서 유리할 수 밖에 없는 상황이다.

도표 57. 50만대 양산 시 R&D및 감가상각비 17% 수준



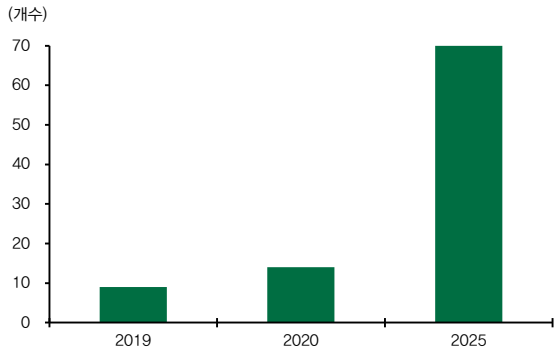
자료: DB금융투자, 주: 동일 개발비와 감가상각비 기준 10만대 VS 50만대 고정비 비교

도표 58. MEB 경쟁사들 대비 낮은 가격에 배터리 공급



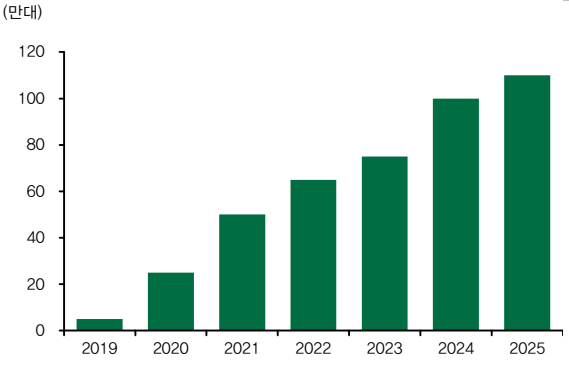
자료: VW, 언론, DB금융투자

도표 59. VW 25년 70개 이상의 BEV 모델 라인업 목표



자료: VW, DB금융투자, 주: 연도별 VW BEV 판매 모델 수

도표 60. VW 2021년 유럽 내 BEV 50만대 이상 목표

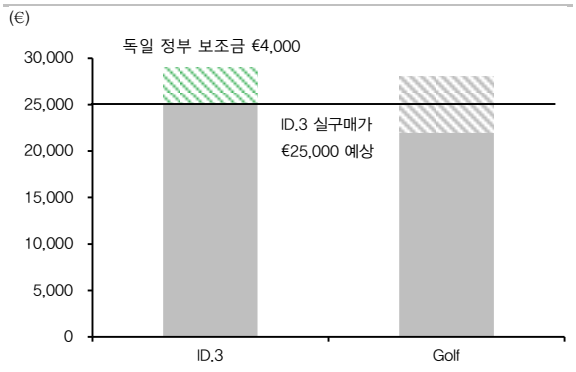


자료: VW, DB금융투자, 주: VW 유럽 지역 연간 판매 목표

ID.3 동급 내연기관 차 대비 실구매가 유사, TCO는 더 저렴

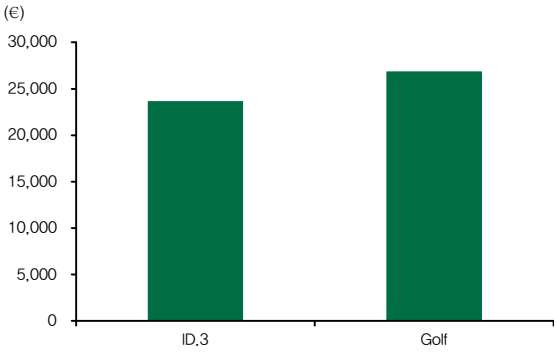
그 동안 내연 기관 기반의 자동차 회사들의 전략이 미국의 ZEV Credit 등 주요 판매 국가의 환경 규제에 대응하기 위해 소량 판매하는 소극적인 전략에 그쳤던데 반해 VW의 전략은 BEV 시장의 헤게모니를 쥐기 위한 공격적인 전략이다. ID.3의 출시 예상 가격은 45Kwh 모델 기준 2만유로 후반이다. 이는 VW 그룹의 내연기관 동급 차량인 Golf의 기본 모델이 €22,000~ 28,000 수준임을 감안하면 유사한 가격이다. 게다가 각국 정부의 보조금 및 세제 혜택을 감안한다면 오히려 ID.3의 초기 구매 가격이 저렴한 국가가 다수일 것으로 예상된다. 2020년 VW 그룹의 BEV 판매 목표는 50만대로 19년 대비 약 5배 증가하는 공격적인 수치이지만, ID.3 의 TCO(Total Cost of Ownership)가 동급의 내연기관 대비 약 €3,000~4,000 저렴한 점을 고려하면 달성 가능성이 높다고 생각된다. 달성 시 VW 그룹은 Tesla 와 BEV 시장을 양분하게 될 것으로 예상한다.

도표 61. 독일 소비자 기준 ID.3 Golf 대비 구매가격 저렴



자료: DB금융투자.

도표 62. ID.3 TCO 동급 내연기관차 대비 약 €3,000 저렴

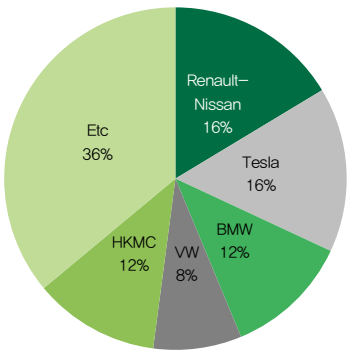


자료: DB금융투자 WN: 5년간 Total Cost of Ownership 비교

현대차 그룹 역시 E-GMP 플랫폼 활용한 BEV 출시 계획

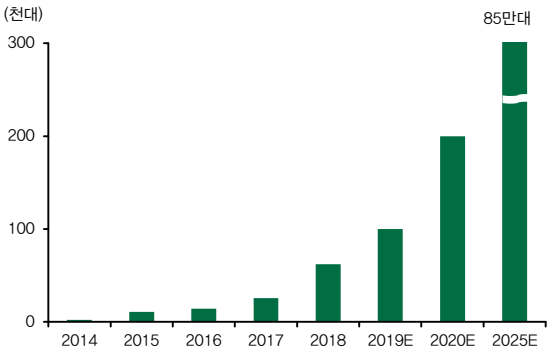
이러한 VW의 전략이 시장 우위를 점한다면 아직까지 BEV 출시에 다소 소극적인 타 OE들 역시 이러한 움직임에 동참할 것으로 예상된다. 현재 VW 다음으로 가장 BEV 전략에 공격적인 OE는 현대차 그룹으로 BEV 전용 플랫폼인 E-GMP를 적용한 BEV를 2020~2021년 내 출시할 계획이다. 현대차 그룹은 전용 플랫폼 BEV 생산을 통해 2025년 연간 85만대 BEV 판매를 목표로 하고 있다.

도표 63. 현대차 유럽 내 Plug-in M/S 12% 수준



자료: DB금융투자, 주: 2019년 8월 YTD 기준 유럽 지역 Plug-in(PHEV+BEV) 점유율

도표 64. 현대차 그룹 전기차 판매 목표



자료: 현대차, DB금융투자

Ⅲ. 부품: Winner takes it all

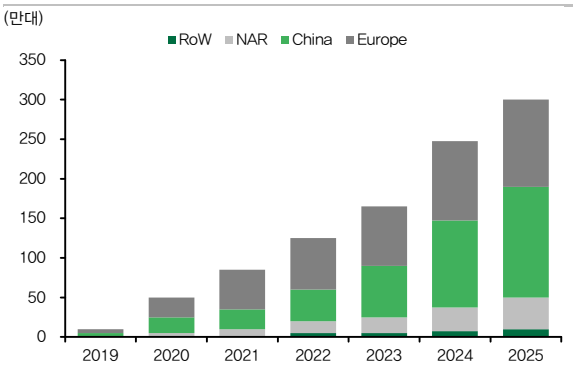
부품업체들 자율주행 등 대규모 투자 필요

최근 글로벌 자동차 부품사들은 고객사인 주요 OE의 물량 감소로 인한 매출 성장 둔화와 미래 기술에 대한 투자 확대로 전반적인 수익성 하락을 겪고 있다. 이러한 흐름은 자율주행 및 xEV 등과 같은 당장 매출이 발생하지는 않지만 대규모 투자를 요구하는 기술들에 대한 투자 확대로 2020년까지 지속될 전망이다. 글로벌 OE들의 플랫폼 확대 전략으로 부품사들의 명암은 더욱 더 분명해질 전망이다. 우리는 장기적으로 대규모 투자를 장기간 감당할 수 있는 대형 부품사들이 플랫폼 싸움에서 우위를 점할 것으로 예상한다.

BEV 전용 플랫폼 수주 여부로 부품사들 희비 교차 전망

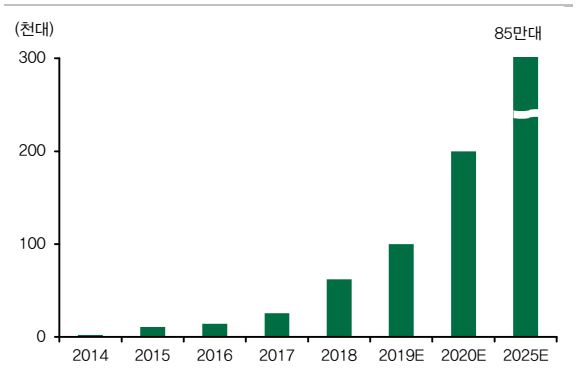
앞서 언급했듯, VW 및 현대차 그룹 등 글로벌 OE들은 BEV의 수익성 향상을 위해 전용 플랫폼을 통한 규모의 경제 구축을 강화하고 있다. 부품사들에 있어서 이러한 플랫폼 확대는 승자와 패자를 확연히 나뉘게 할 전망이다. 모델별로 부품을 공급하던 시대와 달리 플랫폼에서 배제되는 부품사의 경우 심각한 위기에 봉착할 수도 있다. 반대로 승자의 경우 플랫폼 공급을 통해 부품사 역시 빠르게 규모의 경제를 갖출 수 있을 전망이다. 국내 부품사들 중 MEB 플랫폼에 공급할 예정인 부품사 및 배터리 세트 업체들을 지켜보자. 현대차 역시 전용 플랫폼을 통한 전기차 생산이 본격화될 전망이다. 전용 플랫폼은 수익성을 위해 동일 부품에 대해 1~3개사의 부품만 사용할 것으로 예상된다. 특히 내연기관 대비 물량이 상대적으로 낮은 2020년대 초반까지는 대부분의 OE들이 2차전지를 제외한 대부분의 자동차 부품을 한두 기업에 몰아주는 대신 단가를 인하해 수익성을 담보하는 전략을 취할 것으로 예상된다. 결론적으로 플랫폼에 진입하지 못한 기업들은 BEV 전용 플랫폼 물량이 증가할수록 매출이 급감할 가능성이 높아졌다.

도표 65. VW BEV 2021년까지 매해 두배 이상 증가 기대



자료: VW, DB금융투자

도표 66. 현대차 E-GMP 플랫폼

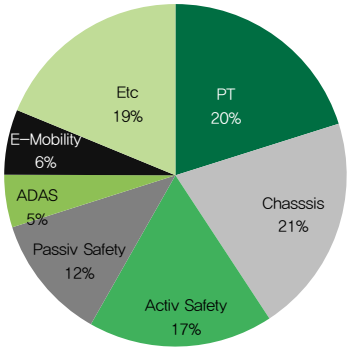


자료: 현대차 DB금융투자

자율주행 및 xEV 등 미래 기술에 대한 투자 확대

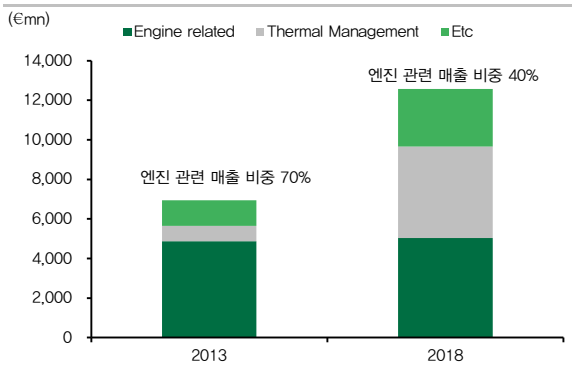
플랫폼의 확대와 더불어 부품 업체들의 또 한가지 골칫거리는 투자해야 할 곳이 너무 많다는 것이다. ITC 업체 및 기존 자동차 부품 회사들은 지난 5년간 자율주행, xEV 관련 기술, 및 자동차용 램프 등과 같이 향후 성장 가능성이 높은 기술 분야에 대해 대규모 투자를 지속하고 있다. ZF는 TRW 인수 이후 xEV 및 자율 주행 전문 기업으로 변모 중에 있다. 이미 Lv4~5 수준의 자율주행 가능한 AI칩셋을 개발하는 등 가시적인 성과를 거두고 있다. 19년 상반기 기준 ZF의 내연기관 관련 매출은 20%에 불과하다. 매출의 내연 기관 의존도가 높은 Mahle 역시 사업 다각화를 위해 14년에 Delphi의 공조부문을 인수했다. 18년 기준 Malhe의 엔진 관련 비중은 40% 수준으로 인수 전 대비 30% 낮아졌다.

도표 67. TRW 인수 이후 자율주행 전문 회사로 거듭난 ZF



자료: DB금융투자, 주: 19년 상반기 기준 ZF 부문별 매출 비중

도표 68. Malhe Delphi 공조부문 인수로 매출 PT 비중 완화

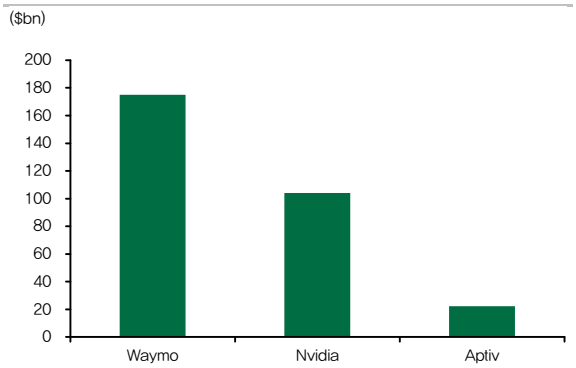


자료: DB금융투자

미래 기술에 대한 관심, 투자 금액 대폭 증가로 연결

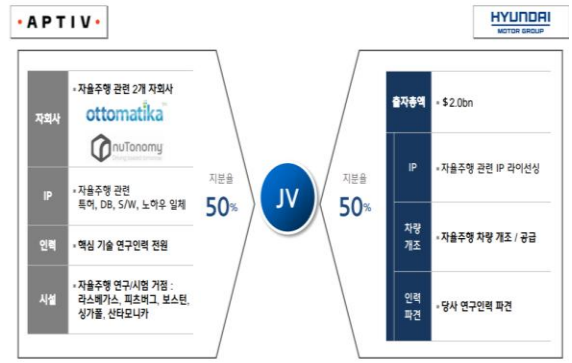
미래 기술에 대한 시장의 관심은 관련 기업들의 높은 밸류에이션으로 반영됐다. Waymo 및 Velodyne 등 자율주행 관련 회사들은 전혀 수익을 내지 못하고 있음에도 높은 밸류에이션으로 투자를 받았다. 현대차와 JV를 설립한 Aptiv의 경우 12 FWD PER는 20배 이상으로 타 부품사들 대비 50~100%의 할증 거래 중이다. 미래 기술에 대한 높은 관심은 결국 M&A 및 R&D 등에 필요한 투자금액의 대폭 증가로 연결되고 있다. 이제 조 단위 투자가 아니면 경쟁력 있는 회사에 투자하기 어려운 시대이다.

도표 69. 자율 주행 관련 기업 밸류에이션 고평가 지속



자료: DB금융투자, 주: 자율주행 관련 기업 시가 총액, 비상장은 가장 높은 NAV 평가

도표 70. 현대차 그룹 Aptiv와 JV에 총 20억달러 출자

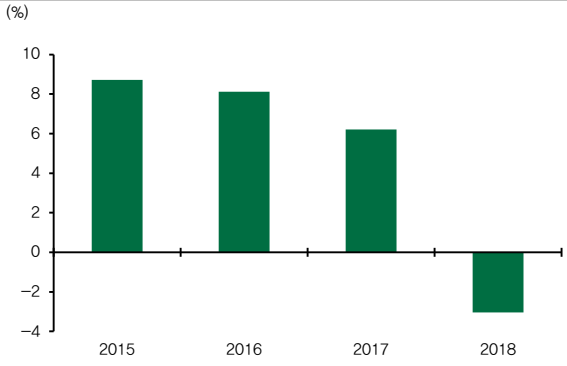


자료: 현대차, DB금융투자

대규모 투자 불구 미래 기술 투자회수기까지 긴 시간 필요. Continental HEV 사업 대규모 적자

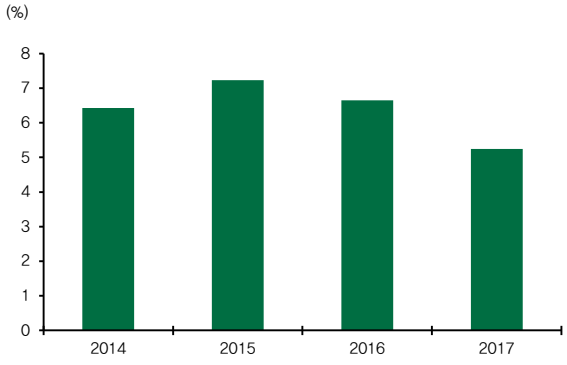
자율주행 xEV 매출 성장에도 불구하고 주요 부품 업체들의 수익성은 2020년대 초반까지 부진할 것으로 예상한다. 이는 글로벌 자동차 수요의 둔화와 자율주행 및 xEV 등 미래 기술에 대한 투자 확대로 2020년대까지 부품사들의 비용 증가가 지속될 것으로 예상되기 때문이다. OE 업체들의 낮은 BEV 수익성 역시 문제이다. 현재 판매 중인 대부분의 BEV가 영업손실을 감수하며 판매 중이다. VW 역시 ID.3의 영업흑자를 호언하고 있지만 현재 전사 영업이익률 대비 현저히 낮은 영업이익률을 기대 중이다. OE의 수익성 부진은 결국 부품사들의 수익성에도 영향을 줄 수 밖에 없다. 플랫폼 싸움에서 우위를 점한다고 해서 부품사들의 수익성 역시 동반 상승하기는 어려워 보이는 이유이다. Contienetal은 대규모 투자에도 불구하고 매출 부진으로 2Q19에만 HEV 부문에서 약 800억원의 적자를 기록했다. HEV 적자에 의한 파워트레인 부문의 마진 하락에도 불구하고 타 부문의 수익성을 바탕으로 여전히 xEV 관련 기술에 대한 투자를 늘리고 있다. 이러한 투자를 바탕으로 8월말 기준 약 2조 6천억원 상당의 HEV 수주를 달성하는 등 xEV 분야의 모멘텀을 가져오기 위해 노력하고 있다.

도표 71. 19년 주요 부품 업체 매출 감소



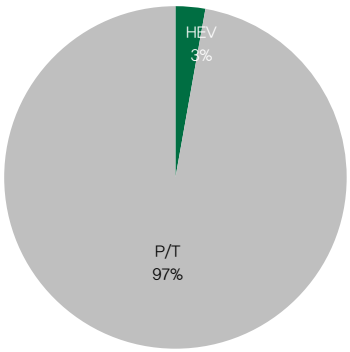
자료: DB금융투자, 주: 글로벌 상위 7개 부품사 연간 매출 합계 성장률 추이

도표 72. 부품사들 수익성 역시 악화



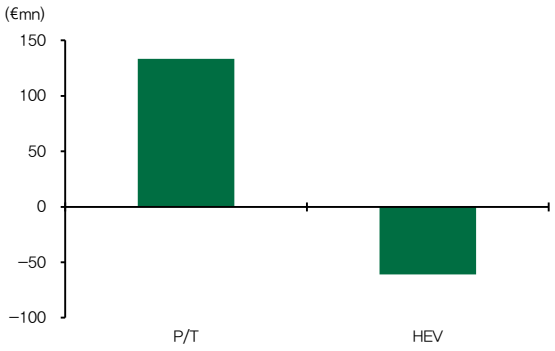
자료: DB금융투자, 주: 글로벌 상위 7개 부품사 연간 영업이익 합계 성장률 추이

도표 73. Continental HEV 사업 파워트레인 부문 3% 미만



자료: DB금융투자, 주: 2Q19 기준 Continental 파워트레인 부문 매출 비중

도표 74. 2Q19 HEV 사업 대규모 적자 지속 중

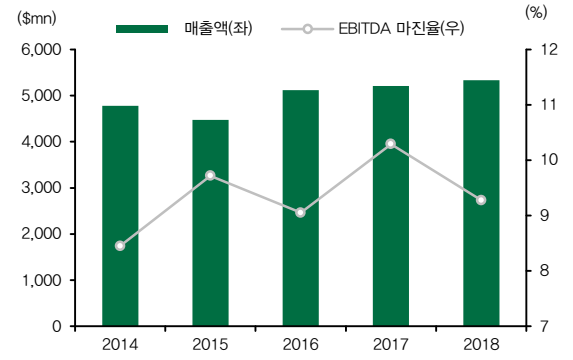


자료: Continental, DB금융투자, 주: Continental 파워트레인 HEV 사업 영업이익 비교

국내 투자회수기 버틸 자금력 가진 부품사: 현대모비스

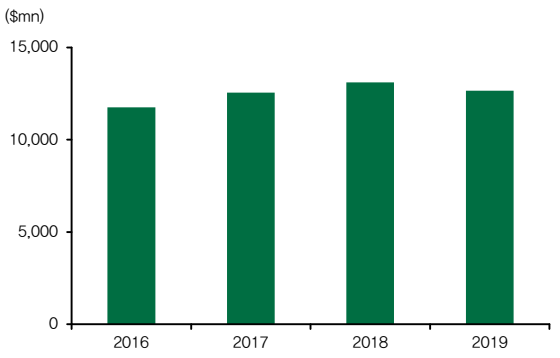
기존 자동차용 공조 시장 기존 플레이어들 외에 Bosch 및 Continental 등의 회사들이 배터리팩 및 모터 등 xEV용 공조 시장 진출을 확대하고 있다. xEV 공조 관련 부품의 경쟁 강도 상승은 마진 하락으로 연결될 수 밖에 없다. 자율주행 및 xEV 관련 부품들은 사업의 지속 가능한 성장성만큼 경쟁자들이 많아지고 있다. 이러한 시대적인 흐름은 결국 각 부품사들의 마진 저하로 연결될 수 밖에 없다. 공급 과잉의 시대를 지나 플랫폼 싸움에서 살아남은 부품사들이 잔치를 즐기기까지 적어도 수익성 측면에서는 험난한 미래가 예상된다. 결론적으로 우리는 투자 대비 수익이 부진한 보릿고개를 견딜 수 있는 자금력을 지닌 회사들이 플랫폼 싸움에서 살아남을 것으로 예상한다. 국내에서는 현대차 그룹의 E-GMP 플랫폼에 무혈 입성 가능하고 AS부문의 높은 수익성을 통해 장기적으로 안정적인 현금 흐름을 보유하고 있는 현대모비스가 가장 가능성이 높다고 판단한다.

도표 75. Valeo 공조 부문 수익성 저하



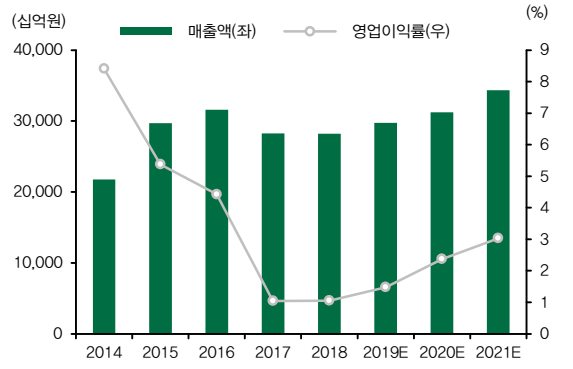
자료: DB금융투자, 주: Valeo 공조부문 연간 매출 및 EBITDA 마진 추이

도표 76. Denso 공조부문 매출 증가 둔화



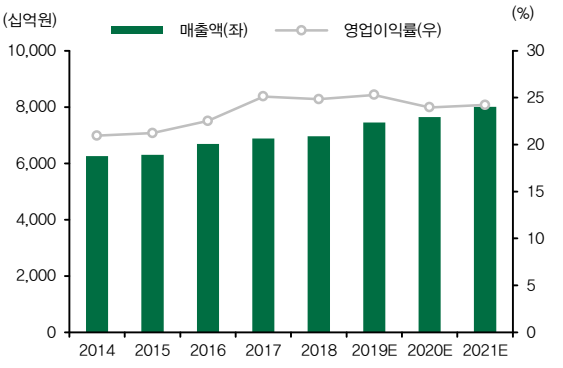
자료: DB금융투자, 주: Denso 공조부문 연간 매출 추이

도표 77. 모비스 모듈 수익성 20년대 초반까지 부진 전망



자료: DB금융투자, 주: 모비스 모듈 부문 연간 매출 및 영업이익률 추이 및 전망치

도표 78. 모비스 AS 부문 든든한 체력의 근거



자료: DB금융투자, 주: 모비스 AS 부문 연간 매출 및 영업이익률 추이 및 전망치

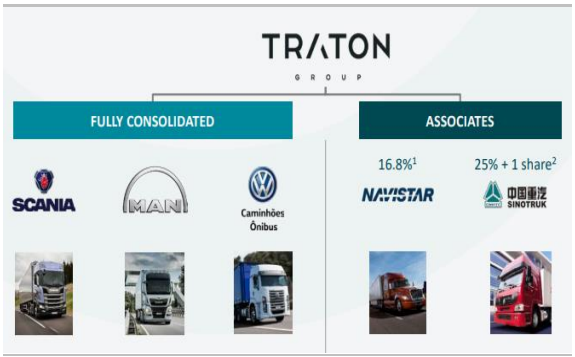
경쟁사들 자금확보 위한 부분 IPO 및 스핀오프 진행 중

미래 기술에 대한 투자 확대 및 안전 자본 확보를 위해 각 회사들은 파워트레인 부문을 스핀오프하거나, 비 상장사들의 IPO를 고려하는 등 자금을 확보하기 위해 분주히 움직이고 있다. 최근 현대차와 자율주행 JV를 설립한 Aptiv 역시 기존 Delphi에서 파워트레인 부문과 스핀오프된 회사이다. VW은 상용차 부문을 Traton이라는 이름으로 상장해 2조원 이상의 자금을 확보했다. Continental 역시 파워트레인 부문을 2020년에 상장시키거나 완전히 스핀오프 하는 방안을 고려 중이다. 이를 위해 Continental은 이미 파워트레인 부문을 Vitesco Technologies로 개명했다. 파워트레인 부문의 19년 실적 악화로 IPO가 2020년 이후로 연기된 가운데 스핀오프 역시 검토 중이다.

도표 79. Dlphi 파워트레인 부문과 자율주행 부문 Aptiv 분사

자료: DB금융투자

도표 80. VW 상용 부문 Traton 상장으로 2조원 확보

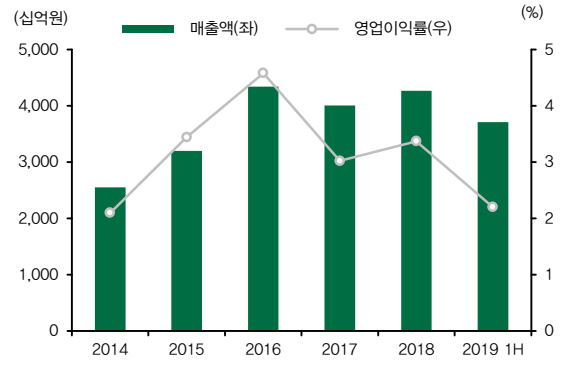


자료: DB금융투자

현대차그룹 역시 상장 통한 자금 확보 가능

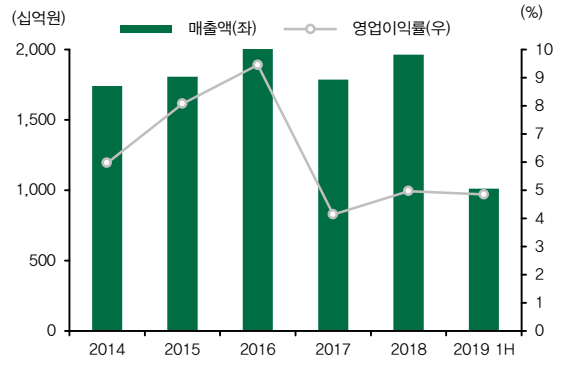
현대차 그룹은 파워트레인 부문의 비상장사인 현대트랜시스 및 현대케피코를 상장 시 추가적인 자금 확보가 가능할 전망이다. 양사 모두 대주주가 100% 현대차, 기아차 및 모비스 등과 같은 그룹 계열사임을 감안하면 상장으로 인한 차익은 상장 3개사의 향후 미래 기술 투자 목적으로 활용할 수 있다.

도표 81. 현대트랜시스, 현대차그룹 계열사가 100% 소유



자료: DB금융투자, 주: 현대트랜시스 연간 매출 및 영업이익률 추이

도표 82. 현대케피코, 현대차 지분 100% 소유



자료: DB금융투자, 주: 현대케피코연간 매출 및 영업이익률 추이

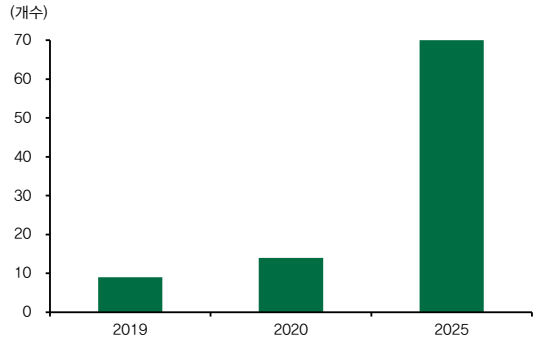
Ⅳ. 독일의 역습

VW –계획대로라면 EV 리더

VW 2050년 Carbon Free 선언

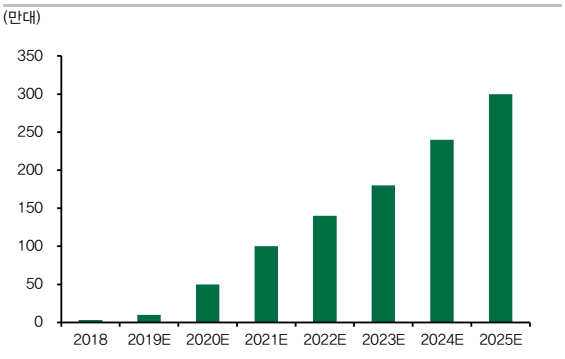
독일 볼프스부르크에 위치한 VW을 찾아 VW의 BEV 전략에 대해 점검해 봤다. VW은 중저가 브랜드인 Skoda, Seat부터 VW, AUDI, Porsche, 및 Lamborgini로 이어지는 초고가 차량 및 Man, Scania같은 상용차 등 전 자동차 라인업을 생산하는 자동차 그룹이다. 2020년 ID.3를 시작으로 하는 MEB 플랫폼에 기반한 BEV들의 출시가 본격화된다. VW은 이를 통해 25년까지 매년 BEV의 판매를 2배씩 성장시켜 나갈 계획이다. 2050년이면 완전히 탄소배출량 제로를 달성하기 위해 생산 및 배달에 이르는 전 과정에서 탄소 배출을 최소화하고 있다.

도표 83. VW MEB 플랫폼 통한 전기차 라인업 확대



자료: VW, 동부 리서치

도표 84. VW 2020년 BEV 50만대 판매 목표

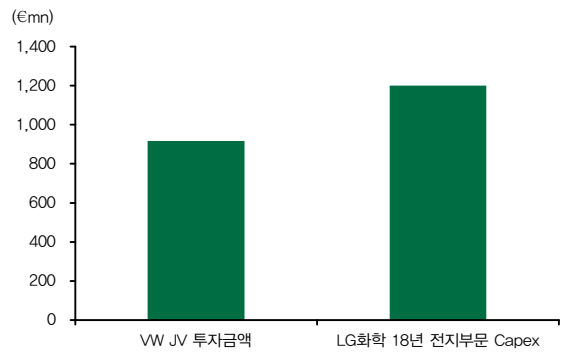


자료: VW, 동부 리서치

Northvolt Full Capa 생산 시 전체 수요 10%

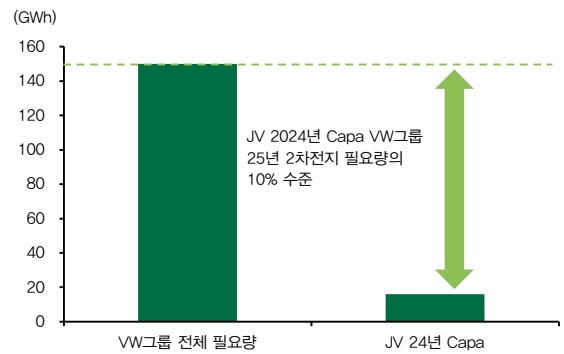
최근에는 유럽 배터리 업체인 Northvolt와 JV를 체결하며 2차전지의 자체 생산 역시 준비하고 있다. 총 2억유로로 지분을 매입했고, 1차적으로 7억유로를 투자할 계획이다. JV의 2024년 목표 Capa는 약 16GWh로 VW 그룹이 25년에 필요로 하는 150Gwh의 10% 수준에 그칠 전망이다.

도표 85. VW JV 초기 투자 금액은 9천억원 수준



자료: VW, 동부 리서치

도표 86. JV 배터리 생산량 VW 유럽 필요량의 10% 수준



자료: VW, 동부 리서치

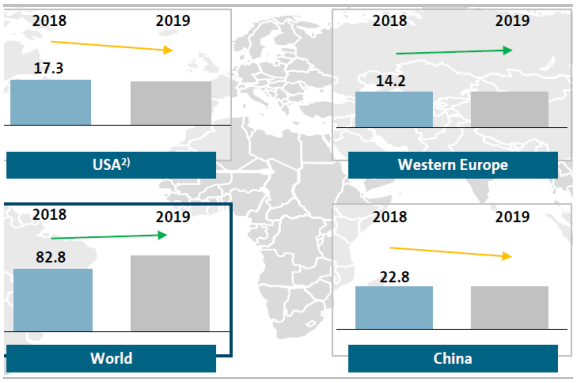
VW 중국 수요 보수적인 전망

중국의 자동차 경기 부양책에도 불구하고 VW은 아직까지 주요 지역의 수요를 보수적으로 전망하고 있다. 특히 중국 지역 회복은 아직 시그널 보이지 않는 상태로, 중국 소비자들이 미국의 경제 제재 같은 극단적인 상황을 걱정하고 있어 근본적으로 무역 분쟁 등 경제 관련 문제가 완벽하게 해결되기 전까지는 본격적인 회복을 기대하기 어려울 것으로 예상하고 있다.

VW 2020년 인건비 절감 및 플랫폼 효과로 수익성 개선 기대

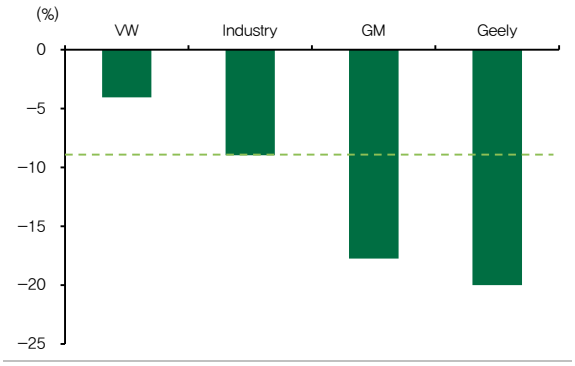
대규모 BEV 판매 및 시장 수요 부진에도 불구하고 VW은 플랫폼 통합 및 원가 절감 효과와 2020년대 들어 베이비 부머 세대들의 은퇴가 본격화로 인한 인건비 절감 등으로 25년에 7~8%의 영업이익률을 자신하고 있다. 이는 기본적으로 VW이 MEB 플랫폼을 통해 생산하는 ID.3가 영업흑자를 기록할 것으로 내다보고 있기 때문이다. VW은 BEV의 영업이익률을 23~24년이면 7~8%까지 끌어올릴 수 있을 것으로 예상하고 있다.

도표 87. VW 미국 및 중국 보수적인 시장 전망 유지 중



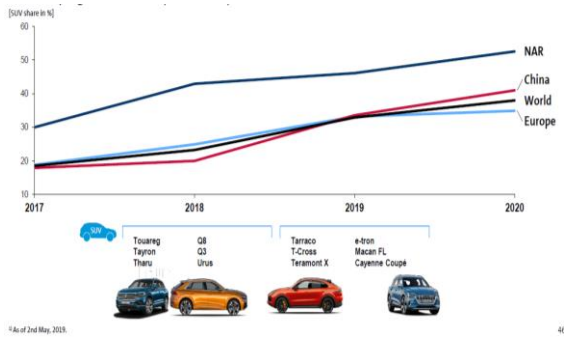
자료: DB금융투자

도표 88. VW 중국 판매 시장 대비 우위 지속



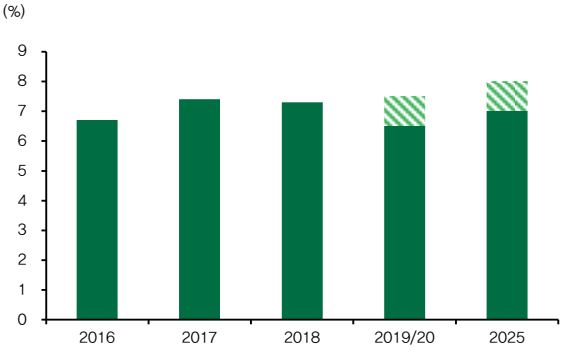
자료: DB금융투자 주: 19년 중국시장 8월 YTD 판매 성장률

도표 89. VW 중국 시장 성공 비결은 SUV



자료: VW, 동부 리서치

도표 90. VW 25년 7~8% OPM 목표



자료: VW, 동부 리서치

Q&A

Q1: 중국 및 유럽 지역 시장 전망

A: 올 여름 유럽 시장은 높은 기저효과로 인해 판매가 감소했다. 현재까지 특별히 개선되는 모습을 찾기 어려우며 전망 또한 보수적이다. 하지만 판매보다 더 중요한 것은 대당 수익성이다. 볼륨은 일부 감소했지만 마진이 상대적으로 높은 지역에서 판매가 좋아 제품 가격 믹스가 개선 중이다. 또한 유럽 일부 도시의 강화된 디젤 규제에 대응하기 위해 새로운 디젤 모델들이 출시되었다. 중국 소비자들의 경우 미국의 경제 제재와 같은 극단적인 상황을 걱정하고 있다. 아마 무역 분쟁 등 경제 관련 문제 해결되기 전까지는 회복을 기대하기 어려울 것이다.

Q2: VW 중국 내 판매 강세 이유

A: SUV, SUV, SUV. SUV 판매가 강세이다. 인기 없는 모델들을 빨리 단종한 것도 도움이 된 것 같다.

Q3: 미국 출시 예정인 SUV 신차 2개 무엇인가? 미국 SUV 인센티브 최근 오름세인데 VW 상황은?

A: 미국 시장을 상대로 Up style Atlas 및 Compact SUV를 선보일 예정이다. 이 외에도 미국에서 EV SUV를 생산할 계획이다. SUV 인센티브의 경우 현재 약간 상승했으며 추가적으로도 오를 수 있다고 본다. 하지만 세단쪽 인센티브는 하향 안정화돼서 전체적인 인센티브 상승을 크게 우려할만한 상황은 아니다.

Q4: 유럽 CO2 규제 관련

A: 올해 우리의 목표는 km당 124g의 배출량이다. CO2 규제 달성 전략은 기본적으로 내연기관 차량들의 CO2에 마일드 하이브리드 적용 확대이다. 또한 약 20만대의 EV를 판매할 계획이며 2021 년까지는 km당 96g의 배출을 목표로 하고 있다. 이럴 경우 2020년에는 슈퍼크레딧 (20~22년까지 7.5g)을 사용할 수 있을 것으로 전망한다. 18년 탄소 배출량은 km당 123g이었고 이는 규제를 넘은 수치이지만 앞으로 95%만 달성한다면 나머지 5%는 슈퍼크레딧으로 활용이 가능할 것이다. 이를 위해 2021 년에는 적어도 20만대의 BEV를 판매하여야 한다.

Q5: SK이노베이션과의 JV 진행 상황

A: 아직 이야기 중이다. 현재 SK의 경우 한국의 타회사와 분쟁 상태에 있기 때문에 결론이 나오기 전까지 다소 시간이 필요할 것으로 본다.

Q6: Northvolt와 JV 진행 상황, 한국 투자자들 한국 2차전지회사들 물량 축소 우려하고 있는데?

A: 2억 유로는 지분 매입에 들어갈 예정이며 나머지 7억유로만 투자할 것이다. 2차전지를 완벽하게 내재화 하기 보다는 일종의 Jump starter라고 생각하면 좋겠다. JV 설립을 통해 2차 전지 관련 R&D도 할 수 있을 것이며 다른 2차전지 업체들과의 가격 협상에서 우위를 점할 수도 있을 것이다. JV 관련해서 물량 축소 우려는 너무 이른 걱정이라 생각한다. 아직 JV의 온전한 Footprint조차 완성되지 않았기 때문이다.

Q7: ID.3 수익성 및 판매 전망

A: 현재 VW이 판매 중인 내연기관차 대비 수익성은 낮겠지만 그래도 수익을 기대하고 있다. 환경 규제 대응을 위해 기존 내연기관 차량들의 가격이 약 3,000유로 정도 오를 것으로 예상되는데 반해 배터리 기술 발전 및 규모의 경제 확대로 전기차 가격은 추가적으로 내려갈 가능성이 있다고 생각한다. 내연기관 차량의 가격은 오르고 BEV의 가격은 내려가므로 소비자들의 BEV에 대한 선호도가 증가할 것으로 예상한다. 2023~24년이면 현재 전사 마진과 비슷한 수준까지 수익성이 향상될 것으로 기대한다.

Q8: 아직 배터리 팩 기준 21년에 KWh 당 €120 밑으로 전망 중?

A: 이미 ID.3에 투입된 배터리 셀을 기준으로 KWh 당 €90 이하로 계약했다. 추후 MEB 플랫폼이 적용된 신차 물량이 증가한다면 추가적인 가격 인하를 기대할 수 있다.

Q9: 자율주행 관련

A: Audi A8의 경우 아직까지 정부에서 허가를 얻지 못했다. A8에는 Lv 3 자율주행 기술이 들어가 있다. 테슬라 역시 독일 정부의 금지로 인해 오토파일럿 기능을 온전한 자율주행 목적으로 쓰지 못한다. 만약 오토파일럿 기능을 사용한다면 운전자는 핸들에 손을 대고 있어야 한다. 이러한 이유로 자율주행의 경우 미국시장에 더 집중하고 있다. 자율주행 파트너인 Argo와 함께 관련기술을 미국에서 상용화하는데 집중하고 있다. 유럽에서 금지된 자율주행 테스트 및 양산은 미국에서는 대부분 가능하다. Lidar 센서의 경우 수년 안에 500달러까지 떨어질 것으로 기대 한다. 이는 프리미엄 브랜드 소비자들에겐 부담스럽지 않은 가격이다

Q10: 자율주행 및 EV 등 투자할 분야 굉장히 많고 EV 수익성 전사보다 낮은 수준이라고 말했는데 20~25년 영업이익률 6.5~8% 수준 전망하는 이유

A: 플랫폼 통합 및 원가 절감 효과와 2020년 이후 베이비 부머 세대들의 본격적인 은퇴로 독일 등 유럽 내 인력이 줄어들어 인건비가 내려갈 것으로 예상된다.

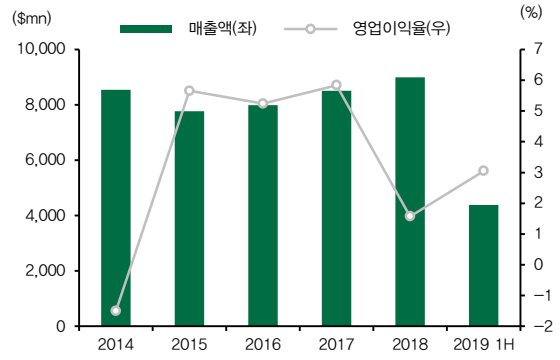
Continental – 미래를 위한 투자기

Continental은 1871년 설립 이후 타이어 회사에서 시작해 거듭된 M&A를 통해 타이어 및 자동차 부품 모두에서 세계 최고 수준의 기술력을 보유하고 있다. 자동차 부문은 에어백 및 ADAS 관련 부품을 생산하는 샤시, 램프 및 HUD 등을 생산하는 인테리어, GDI인젝터, 터보차저 및 48V 시스템을 생산하는 파워트레인 부문 등으로 구성되어 있다.

Conti HEV 사업부 대규모 적자 기록, 성장 전망은 여전

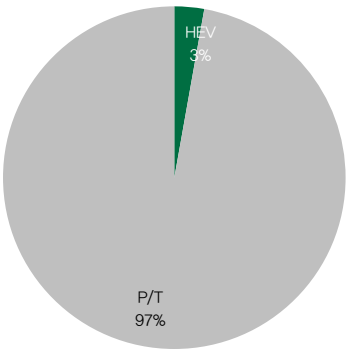
Contienetal은 대규모 투자를 단행했음에도 불구하고 매출 부진으로 2Q19에만 HEV 부문에서 약 800억원의 적자를 기록했다. HEV 적자에 의한 파워트레인 부문의 마진 하락에도 불구하고 타 부문의 수익성을 바탕으로 여전히 xEV 관련 기술에 대한 투자를 늘리고 있다. 이러한 투자를 바탕으로 8월 말 기준 약 2조 6천억원 상당의 HEV 수주를 달성하는 등 xEV 분야의 모멘텀을 가져오기 위해 노력하고 있다.

도표 91. Continental 파워트레인 부문 수익성 저하



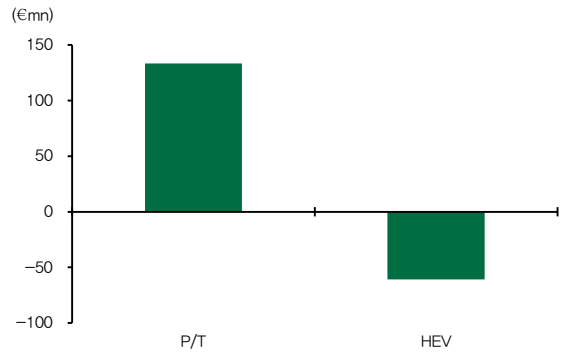
자료: Continental, 동부 리서치

도표 92. HEV 파워트레인 전체 매출의 3% 차지



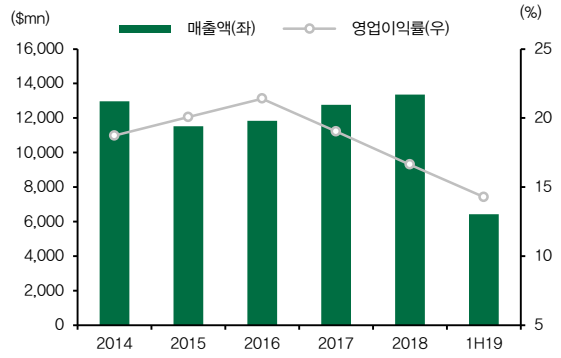
자료: Continental, 동부 리서치

도표 93. 실적 부진 HEV 부문의 대규모 적자가 원인



자료: Continental, 동부 리서치

도표 94. 타이어 부문 역시 고정비 부담으로 수익성 저하



자료: Continental, 동부 리서치

Q&A

Q1: 타이어 부문 하반기 전망 보수적으로 보는 이유는?

A: OEM 출하량이 부진하였고, 유럽, 한국 등에서 가격 경쟁 압박을 느끼고 있다. 특히 프리미엄 부문에서 경쟁이 심해 힘든 상황이다. 다른 지역 판가가 조금 상승하며 제품 가격 믹스가 소폭 개선되었고, 1% 이하이긴 하지만 매출 성장했다. 하지만 전반적인 환경이 어려워 볼륨이 낮아졌다. 특히 중국 OE에서 볼륨 부진이 심화 중이고 유럽 회복에 대한 기대가 낮은 편이다

Q2: 1H19 수익성 부진 원인

A: 19년 판매량을 완성차 기준으로 1천만대 가정하였는데, 계획 대비 약 10% 부진 했다. 가동률도 낮아졌고 과거에 대비하여 고용이 증가해서 전반적으로 고정비가 증가했다. 특히 18년에 xEV 관련 분야에 투자하면서 인력을 많이 보충하였는데 이로 인한 인건비 부담이 가중되었다. 9월 혹은 10월에 수익성 관련 계획을 발표할 예정이다. 2년전 미시시피 및 태국에 새로운 타이어 공장을 건설했다. 태국 공장은 올해부터 생산을 본격화 하였는데 볼륨이 생각보다 부진하여 고정비가 크게 증가했다. 미시시피는 10월쯤 생산을 시작할 예정이라 초기 고정비가 높은 상태다. 태국 공장의 가동률은 90%로 수요 부진과 유럽 시장의 경쟁 격화에 따른 결과다. 유럽시장의 수요 증가로 재고를 소진하며 가격 안정화가 이루어져야 하지만 공급 과잉으로 여러 업체들이 가격 측면에서 압박을 느끼고 있다.

Q3: 최근 ASP 트랜드와 타이어 부문 하반기 전망은?

A: 3분기 ASP의 경우 아직까지는 2분기랑 비슷할 것으로 보고 있다. 3분기의 계절성 때문에 보통 조금이라도 증가한다. 지역으로 보면 유럽의 경우 약간 부진했지만 다른 지역의 실적은 좋아서 Mix가 좋은 상태다.

Q4: 타이어 부문 19년 가이던스 €50mn 원가 부담 상승 원인은 원재료 가격 때문인가? 최근 Saudi 드론 공격으로 합성고무 인상 가능성은?

A: 그렇다. 주로 원자재 가격 인상 때문이다. 아까 말했던 고정비 부담도 있다. 아직까지 합성고무 가격 인상에 대한 이야기는 없다.

Q5: 파워트레인 부문 HEV 매출 수익성 안 좋은 이유

A: 인력을 많이 고용했으며, 여러 신규 계약으로 인해 생산을 램프업 해야해서 투자도 많이 했는데, 이익 기여 시기는 2020년대 이후로 예상하고 있다. HEV 연간 매출이 2억 유로 이상이어야 흑자 낼 수 있을 것으로 기대한다. HEV 매출액은 18년에 €160mn 였는데 19년은 €200mn 정도로 기대하고 있다. 파워트레인 부문 스핀오프 내지 IPO 이후에도 2년은 지나야 전체 파워트레인 부문과 마진 비슷해질 것으로 예상한다. HEV 적자 크게 난 이유는 OE들이 기존에 계약한데 비해 HEV 생산을 적게 한 것도 있고, Conti가 차세대 플랫폼을 적용한 물량 생산을 일부 늦춘 것도 이유다. HEV 매출은 단기간의 수익성보다는 성장성이 더 중요하다. 2020년 이후 48v Mild HEV 포함해서 물량 급격히 증가할 것으로 기대하고 있다. HEV신규 수주는 약 20억 유로 돌파했다.

Q6: 전동화로 인한 ASP 상승 얼마 정도로 보고 있는가?

A: 가솔린 엔진을 100이라고 한다면 디젤이 60정도 더 비싸다. Mild HEV 160~, PHEV 300, EV 400 정도라고 보면 된다. 하지만 두 가지 고려할 점이 있다. 일단 시장 신규 진입자들로 인해 경쟁이 격화되고 있다. 독일 스타트업 기업들이 모듈을 공급하겠다고 나서는 등 신규 플레이어들이 많다. 이 때문에 볼륨이 감소할 수도 있다. 독일에서 BEV 충전하는데 들어가는 비용은 디젤 엔진의 80% 정도이다. 아직까지 비싼 편이다. 이에 반해 48v mild HEV는 내연 기관 대비 가격 인상이 크지 않은데 반해 연비에서 강점이 있다. 얼마 전에 Mild HEV이지만 Full HEV처럼 작동하는 방식을 개발해서 몇 주 전에 프리젠테이션했다.

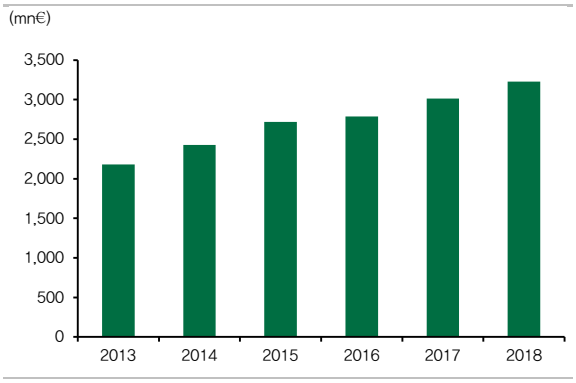
Hella- 전동화 및 LED 수혜

HELLA는 1899년 설립 이후 자동차 조명과 전자 부품 및 시스템 분야에서 높은 경쟁력을 갖고 있는 업체다. HELLA는 자동차 부문 내에서 타 제조업체와 차별화되게 조명, 전장 및 시스템을 개발에서부터 생산과 마케팅에 이르기 까지 종합적 서비스를 제공하고 있다. 뿐만 아니라 애프터 마켓 부문에서는, OE와는 독립적으로 애프터 마켓 및 자동차 서비스용 제품을 개발, 생산 및 판매하고 있다.

Hella 라이다 및 램프 부문 강점

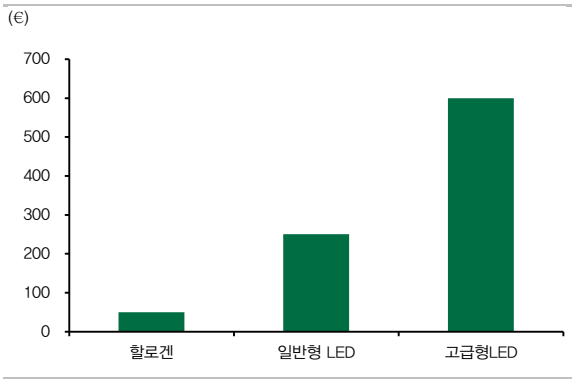
HELLA는 2025년부터 시작될 자율주행 3단계 그리고 추후에 도래할 자율주행 4,5 단계에서 조명과 제품, 배터리 분야에서 77GHz Radar Sensor, 48V DC/DC Converter등 높은 수준의 경쟁력있는 제품을 출시할 예정이다. 라이팅 부문의 경우 현재 LED 램프 비중은 5~6% 수준이다. Hella의 LED 램프는 개당 약 250유로 수준으로, 할로겐 대비 50% 이상 전기 에너지 절감 가능해 BEV 시대에 빠르게 성장할 것으로 기대하고 있다.

도표 95. 라이팅 부문 매출 추이



자료: DB금융투자

도표 96. LED 램프 ASP 할로겐 대비 5~10배 수준

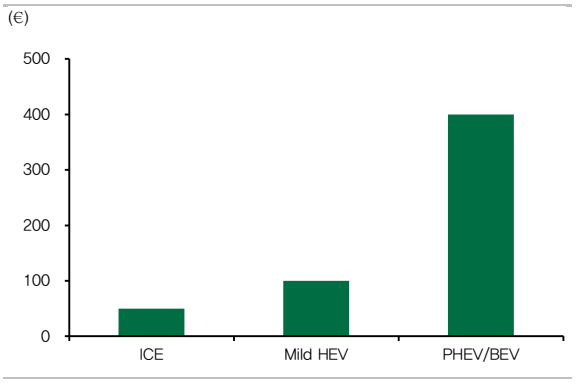


자료: DB금융투자

도표 97. 전기차들 라이팅을 통한 인테리어 차별화 시도

자료: DB금융투자

도표 98. Hella BEV 부품 ASP 내연기관 대비 약 4배 예상



자료: DB금융투자

Q&A

Q1: 만도와 JV의 장점 및 향후 전략은?

A: 합작사 설립의 가장 큰 이유는 시장 접근 때문이다. JV가 아닌 방식으로 중국 혹은 아시아 시장이 쉽지 않다. 로컬 OEM과 관계를 새로 형성하려면 어려움이 있다. 그래서 우리가 생산 가능한 제품을 만들고 있는 회사와 협업해 새로운 시장에 진입한다면 수월할 것이라 생각했다. 다임러도 중국에 JV 설립했다. 이런 전략이 한국, 중국 등 아시아 시장에 모두 적용 가능하다 생각한다.

Q2: 헤드램프 기준 LED 램프 가격 및 비중은?

A: 거의 없다. 하이엔드 프리미엄 LED는 600~700유로다. 이는 SSHDL 같이 가장 고해상도 제품 등을 뜻한다. 일반 LED는 200~300유로 정도이며, LED의 비중은 5~6% 정도이다.

Q3: 라이팅 비지니스 경쟁 계속 강화되는 추세, LG전자가 ZKW를 인수하기도 했고 서로 고객사 확보하기 위해서 공격적인 마케팅을 하고 있다. 경쟁이 치열해져도 현재 수준의 마진을 유지하는 것이 가능할까?

A: 우리는 현재 이익 수준을 유지하는 것이 가능하다고 생각한다. 새로운 경쟁자가 많지만 자동차 램프는 신규 진입이 어려운 시장이다. 헤드램프는 수많은 부품이 들어가는 만큼 조립이 매우 정밀히 진행되어야 한다. 이런 시장에서 현재 우리는 기존 OEM과 두터운 신뢰 관계를 가지고 있어 타사 대비 우수한 품질의 헤드램프를 제공할 수 있다. 또 우리는 헤드램프 부품을 직접 구매해 조립하기도 해 최종 제품을 만들기 때문에 소비자들이 만족할 만한 제품을 내놓는다. 볼륨이 크게 빠지지만 않는다면 마진을 유지가 가능하다. 현재로서너 규모가 미미하지만 레이다 사업 또한 있다. 자율주행 사업에서 우리가 할 수 있을 만한 선택지도 고민 중이다. 레벨4~5 레이다 솔루션에서 큰 경쟁력을 지닌 미국의 자율주행사 Aeye와 파트너쉽을 체결해 상용화 가능한 제품을 개발할 수 있다고 생각한다.

Q4: 전동화 관련 Hella의 전략 및 경쟁사 대비 강점은?

A: 타사 대비 우리는 R&D 비중이 높다. 같은 제품을 제공하는 회사 중 Top 3 안에 들기 위한 우리 전략이다. 또한 우리는 48v DA 컨버터, 배터리 관리 시스템 많은 제품군은 보유하고 있다. 이런 전자 부품들이 조만간 라이팅 매출을 추월하지 않을까 생각한다. 이 제품군들에 대한 많은 잠재력과 수요가 있다고 판단한다. 지역별 전략은 다음과 같다. 유럽은 마일드 HEV에 집중하고 있는데 우리 또한 이 분야에 . 중국은 HEV 보다는 BEV인데, 우리는 배터리 관리 시스템, 파워팩(?) 등 관련 솔루션을 제공하고 있음. 이러한 시스템은 마일드 하이브리드과 BEV 모두 적용 가능한 제품임. 추후 꾸준한 매출 성장이 기대되는 분야라고 판단

Q5: 전동화 관련 수혜 어느 정도로 예상

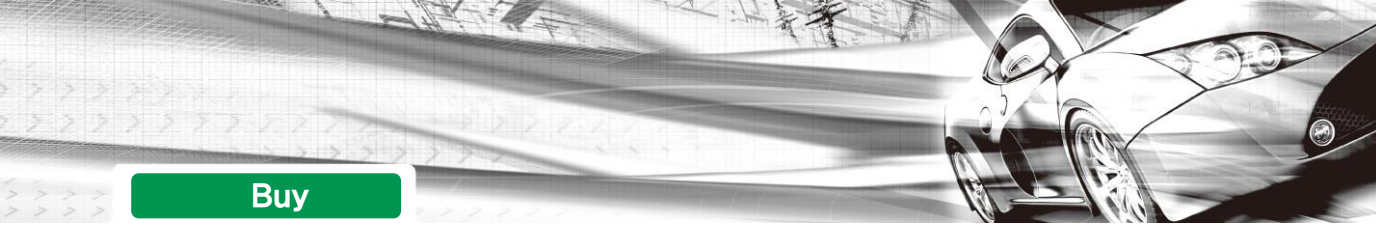
A: 전동화로 인해 ASP 증가하는 것 맞다. 중국 업체와 다르게 유럽 업체들은 마일드 하이브리드를 많이 사용하는데 헬라가 48v 컨버터 생산하기 때문에 증가하는 수요에 대한 수혜를 볼 것이라 판단한다. 마일드 하이브리드 중12v, 12-48v 등이 증가 추세인데, 이 영역에서 우리가 많은 노력을 기울이고 있고, 향후 이게 우리 EV 영역 매출 성장 드라이버 중 하나가 될 것이라 생각한다.

Q5: 자율주행 전략 및 향후 관련 분야 신규 진출 검토하고 있는지?

A: 파트너쉽 전략이 중심이다. 예를 들어 Aeye처럼 우리가 보유하지 않은 S/W 솔루션을 가진 업체와 협업하것을 중점으로 하고 있다. 각자 다른 영역에서 경쟁력을 가진 두 회사가 협업해 시너지 내는 것이 중요하다. 예를 들어, 샤시 선두업체인 Plastic Omnium와 협업해 레이다, 라이팅 등이 어떻게 샤시에 적용되는 지 같이 연구를 진행 중 이다. 포레시아랑도 파트너쉽 체결해 차 내부 인테리어 설계 프로젝트 진행 중이다. 관련해서 시장에서 M&A 할만한 업체를 주시하고 있다. 자율주행 및 전동화쪽으로 보고있지만 100% 확신이 들기 전까지 실행에 옮기지는 않을 계획이다.

Coverage Recommendation

》 현대모비스 (012330)
》 S&T모티브 (064960)



Buy

현대모비스

012330

목표주가(상향)	320,000원	현재주가(09/30)	252,000원	Up/Downside	+27.0%	투자의견(유지)	Buy

2019. 10. 01

E-GMP 무혈입성

E-GMP 전동화 모듈 독점 공급 예상: 현대모비스는 현대차 그룹의 HEV부터 BEV 및 FCEV 등 전 xEV 플랫폼을 모듈화해 현대기아차에 공급하고 있다. E-GMP 플랫폼 BEV의 생산이 본격화되는 2021년 이후 전동화 부문 매출의 급격한 성장이 예상된다. 2021년이면 동사의 전동화 부문의 매출은 연간 10조원을 돌파할 전망이다.

원화 약세 지속, AS 성수기 돌입: 2Q19 원화 약세에 의한 영업이익의 환율 효과는 약 500억원으로, 원화 약세가 유지되고 있는 가운데 AS부문의 성수기인 3Q19에 진입했다. 3Q19에도 북미 등 주요 지역의 물량 성장이 이어지고 있어 3Q19 AS부문의 영업이익률은 25%를 상회할 전망이다. 현대기아차의 팰리세이드 및 텔루라이드 등 SUV 신차 판매의 강세가 계속되고 있어 동사의 부품 제조 부문 역시 10%대 성장을 이어갈 전망이다. 이에 따라 동사의 3Q19 영업이익은 5,817억원(+25.8%YoY)으로 시장기대치(5,546억원)를 상회할 전망이다. 기존 19년 실적 추정치를 유지한다.

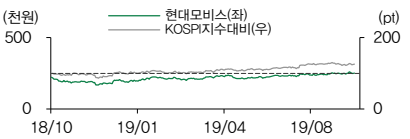
밸류에이션 상향을 향해: 2020년 FWD EPS 28,532원에 Target PER 11.2배를 적용해 목표주가를 320,000원으로 상향한다. 9/30일 종가 기준 현대모비스의 19년 FWD PER는 10.5배로 글로벌 경쟁사들 대비 (12~15배) 낮은 수준을 유지하고 있다. 약점으로 지적되어 왔던 높은 현대차 그룹 의존도도 점차 낮아지고 있다. 해외 OE향 공급 제품 역시 기존의 램프에서 MDPS, HUD 및 ADAS용 레이더 등으로 다양화되고 있다. 타OE 매출 비중은 지속적으로 증가할 수 밖에 없는 상황이다. 실적, 수주 모두 기존의 우려를 씻기에 충분하다. 현대모비스를 자동차 업종 내 선호주로 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	35,145	35,149	37,204	38,884	42,329
(증가율)	-8.1	0.0	5.8	4.5	8.9
영업이익	2,025	2,025	2,324	2,574	2,981
(증가율)	-30.3	0.0	14.8	10.8	15.8
지배주주순이익	1,568	1,889	2,330	2,777	3,157
EPS	16,109	19,403	23,933	28,532	32,432
PER (H/L)	18.0/13.2	14.3/8.5	10.5	8.8	7.8
PBR (H/L)	1.0/0.7	0.9/0.5	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA (H/L)	7.9/5.4	9.7/6.1	4.9	4.0	3.0
영업이익률	5.8	5.8	6.2	6.6	7.0
ROE	5.4	6.3	7.4	8.2	8.7

Stock Data

52주 최저/최고	167,000/259,500원
KOSDAQ /KOSPI	622/2,063pt
시가총액	240,173억원
60日-평균거래량	197,630
외국인지분율	49.4%
60日-외국인지분율변동추이	+1.2%p
주요주주	기아자동차 외 4 인 30.8%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	1.4	7.0	10.5
상대기준	-3.3	10.5	25.5

도표 99. 현대모비스 목표주가 산정

20년 FWD EPS 평균(원)	28,532	
Target PER(배)	11.2	글로벌 경쟁사(Denso 및 Valeo 등 종합 부품사) 20년 FWD PER 평균
Target Price(원)	320,000	
Implied PBR(배)	0.89	20년 FWD BPS 359,331원 기준
상승여력(%)	+27.0	9/30일 종가 기준

자료: DB금융투자

도표 100. 현대모비스 부문별 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	**8,194**	**8,884**	**8,427**	**9,644**	**8,738**	**9,462**	**8,847**	**10,157**	**35,149**	**37,204**	**38,884**
모듈부문	6,450	7,201	6,677	7,863	6,929	7,578	6,975	8,273	28,191	29,756	31,238
모듈조립	4,041	4,910	4,650	5,939	4,940	4,932	5,057	8,303	18,866	20,978	21,925
A/S부문	1,744	1,683	1,750	1,781	1,809	1,884	1,872	1,884	6,958	7,448	7,646
영업이익	**450**	**531**	**462**	**582**	**494**	**627**	**582**	**621**	**2,025**	**2,324**	**2,574**
모듈부문	27	116	9	145	39	141	106	154	297	440	741
A/S 부문	423	416	453	437	455	487	475	468	1,729	1,884	1,833
영업이익률	**5.5**	**6.0**	**5.5**	**6.0**	**5.7**	**6.6**	**6.6**	**6.1**	**5.8**	**6.2**	**6.6**
모듈부문	0.4	1.6	0.1	1.8	0.6	1.9	1.5	1.9	1.1	1.5	2.4
A/S부문	24.2	24.7	25.9	24.5	25.1	25.8	25.4	24.8	24.8	25.3	24.0
지배주주순이익	**467**	**553**	**449**	**420**	**483**	**643**	**555**	**649**	**1,889**	**2,330**	**2,777**
지배주주순이익률	5.7	6.2	5.3	4.4	5.5	6.8	6.3	6.4	5.4	6.3	7.1

자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	**18,218**	**19,720**	**12,974**	**13,511**	**14,729**
현금및현금성자산	2,408	2,335	2,419	2,360	2,749
매출채권및기타채권	6,174	6,598	6,883	7,300	7,900
재고자산	2,690	2,763	2,803	2,999	3,245
비유동자산	**23,519**	**23,351**	**23,250**	**23,178**	**23,187**
유형자산	8,206	8,030	8,074	8,057	8,108
무형자산	957	931	856	800	759
투자자산	14,025	14,021	13,951	13,951	13,951
자산총계	**41,737**	**43,071**	**36,225**	**36,689**	**37,916**
유동부채	**7,893**	**8,242**	**8,445**	**8,512**	**8,962**
매입채무및기타채무	5,341	5,510	5,713	5,780	6,230
단기차입금및단기사채	1,236	1,123	1,123	1,123	1,123
유동성장기부채	511	519	519	519	519
비유동부채	**4,485**	**4,126**	**-4,874**	**-6,874**	**-8,874**
사채및장기차입금	1,320	1,059	-7,941	-9,941	-11,941
부채총계	**12,378**	**12,368**	**3,571**	**1,638**	**87**
자본금	491	491	491	491	491
자본잉여금	1,407	1,396	1,396	1,396	1,396
이익잉여금	28,780	30,095	32,046	34,445	37,223
비지배주주지분	64	73	72	71	70
자본총계	**29,359**	**30,703**	**32,654**	**35,051**	**37,829**

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	**1,949**	**1,610**	**10,001**	**2,726**	**3,197**
당기순이익	1,558	1,888	2,329	2,777	3,156
현금유출이없는비용및수익	**1,398**	**1,216**	**1,429**	**1,429**	**1,497**
유형및무형자산상각비	710	714	773	745	735
영업관련자산부채변동	**-463**	**-1,299**	**7,019**	**-554**	**-404**
매출채권및기타채권의감소	823	-404	-286	-417	-599
재고자산의감소	38	-90	-40	-196	-246
매입채무및기타채무의증가	-749	285	203	67	450
투자활동현금흐름	**-1,066**	**-944**	**-578**	**-567**	**-634**
CAPEX	-677	-531	-743	-673	-744
투자자산의순증	-286	4	70	0	0
재무활동현금흐름	**-396**	**-721**	**-9,339**	**-2,218**	**-2,174**
사채및차입금의 증가	-246	-373	-9,000	-2,000	-2,000
자본금및자본잉여금의증가	2	-11	0	0	0
배당금지급	-332	-332	-379	-379	-379
기타현금흐름	-129	-18	0	0	0
현금의증가	**359**	**-73**	**84**	**-59**	**389**
기초현금	**2,049**	**2,408**	**2,335**	**2,419**	**2,360**
기말현금	**2,408**	**2,335**	**2,419**	**2,360**	**2,749**

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**35,145**	**35,149**	**37,204**	**38,884**	**42,329**
매출원가	30,679	30,582	32,244	33,520	36,432
매출총이익	**4,465**	**4,567**	**4,960**	**5,365**	**5,897**
판관비	2,440	2,542	2,636	2,790	2,916
영업이익	**2,025**	**2,025**	**2,324**	**2,574**	**2,981**
EBITDA	**2,735**	**2,739**	**3,098**	**3,319**	**3,715**
영업외손익	**709**	**451**	**781**	**1,128**	**1,228**
금융손익	59	70	74	156	169
투자손익	685	393	744	1,011	1,101
기타영업외손익	-35	-12	-37	-39	-42
세전이익	**2,734**	**2,475**	**3,105**	**3,702**	**4,208**
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**1,558**	**1,888**	**2,329**	**2,777**	**3,156**
지배주주지분순이익	1,568	1,889	2,330	2,777	3,157
비지배주주지분순이익	-10	-1	-1	-1	-1
총포괄이익	**1,119**	**1,677**	**2,329**	**2,777**	**3,156**
증감률(%YoY)					
매출액	-8.1	0.0	5.8	4.5	8.9
영업이익	-30.3	0.0	14.8	10.8	15.8
EPS	-48.4	20.4	23.3	19.2	13.7

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

주요 투자지표

12월 결산(원, %, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	16,109	19,403	23,933	28,532	32,432
BPS	300,935	314,650	334,691	359,331	387,870
DPS	3,500	4,000	4,000	4,000	4,000
Multiple(배)					
P/E	16.3	9.8	10.5	8.8	7.8
P/B	0.9	0.6	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	7.2	6.9	4.9	4.0	3.0
수익성(%)					
영업이익률	5.8	5.8	6.2	6.6	7.0
EBITDA마진	7.8	7.8	8.3	8.5	8.8
순이익률	4.4	5.4	6.3	7.1	7.5
ROE	5.4	6.3	7.4	8.2	8.7
ROA	3.7	4.5	5.9	7.6	8.5
ROIC	9.3	9.7	10.7	14.9	16.7
안정성및기타					
부채비율(%)	42.2	40.3	10.9	4.7	0.2
이자보상배율(배)	40.4	31.8	-58.6	-16.0	-14.5
배당성향(배)	21.3	20.1	16.3	13.6	12.0

자료: 현대모비스, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2019-06-30 기준) - **매수**(81.5%) **중립**(18.5%) **매도**(0.0%)

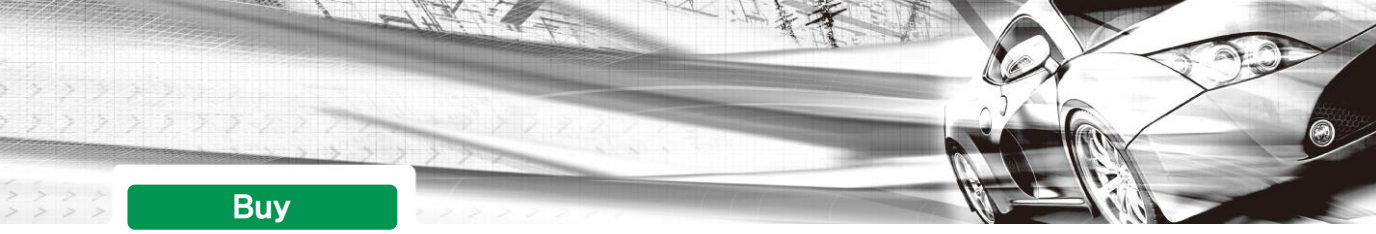
기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Buy**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Hold**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underperform**: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Overweight**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Neutral**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underweight**: 초과 상승률 -10%p 미만

현대모비스 현주가 및 목표주가 차트

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
17/05/22	Buy	350,000	-28.8	-19.1					
18/04/17	Buy	320,000	-23.6	-22.3					
18/04/26	Buy	300,000	-26.1	-17.3					
18/10/29	Buy	280,000	-22.2	-7.3					
19/10/01	Buy	320,000	-	-					



Buy

S&T모티브

064960

목표주가(유지)	68,000원	현재주가(09/30)	54,300원	Up/Downside	+25.2%	투자의견(유지)	Buy

2019. 10. 01

바늘 가는데 실이 가야지

xEV 전문 기업으로 변모 중: 2020년은 S&T모티브가 xEV 전문 부품 기업으로 발돋움하는 해가 될 전망이다. 포터 EV를 포함한 현대기아차의 EV 신차 출시 확대로 EV용 트랙션 모터는 20년에 20만대로 19년 대비 물량이 약 67% 증가할 전망이다. 물량 증가 및 트랙션 모터의 비중 증가로 21년에 HEV/EV모터 매출은 연간 3천억원을 돌파할 것으로 예상된다. GM에 공급 중인 드라이브 유닛 역시 GM의 BOLT EV 물량 확대로 높은 매출 성장이 예상된다. GM은 21년에 BOLT EV의 공급 물량을 10만대 수준까지 늘릴 계획으로 동사의 드라이브 유닛 매출 역시 2천억원 수준에 근접할 것으로 예상된다. 20년 기준 드라이브 유닛과 HEV/EV 매출을 합한 금액은 약 3,500억원으로 전사 매출의 30% 이상이 xEV 관련 사업이 될 전망이다.

굴러온 돌을 걱정하기 이르다: 현대차 그룹의 전기차 전용 플랫폼인 E-GMP를 적용한 EV 출시를 앞두고 모터 밴더의 다변화에 대한 우려가 잔존 중이다. 우리는 이러한 우려가 이르다고 판단한다. 1) 현재까지 출시된 현대기아차 EV의 모든 트랙션 모터는 여전히 S&T모티브가 전량 수주한 것으로 파악되고 있고, 2) 현대기아차의 25년 xEV 판매 목표는 약 170만대로 트랙션 모터가 듀얼 밴더화 되더라도 동사의 물량은 오히려 증가할 것으로 판단되기 때문이다.

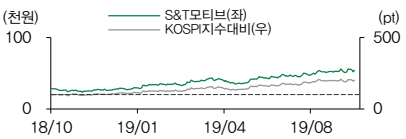
현대차 그룹 전동화 수혜: 20년에는 전사 매출의 30% 이상이 xEV 관련 부품이 될 것으로 예상되는 가운데, 동사의 20년 FWD PER는 9배 수준에 머물러 있다. 글로벌 친환경차 부품사들이 19년 FWD PER 15~20배 수준에서 거래되고 있음을 감안하면 여전히 저평가 상태이다. BUY!

Investment Fundamentals (IFRS연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,137	1,058	1,057	1,181	1,383
(증가율)	-1.4	-6.9	-0.2	11.8	17.1
영업이익	97	56	82	98	111
(증가율)	35.0	-41.8	46.2	19.3	13.3
지배주주순이익	57	56	1	83	98
EPS	3,888	3,848	89	5,696	6,697
PER (H/L)	14.6/11.0	13.8/6.0	608.3	9.5	8.1
PBR (H/L)	1.2/0.9	1.1/0.5	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (H/L)	5.6/4.1	7.1/2.5	6.0	4.9	4.2
영업이익률	8.5	5.3	7.8	8.3	8.0
ROE	8.1	7.8	0.2	11.2	11.9

Stock Data

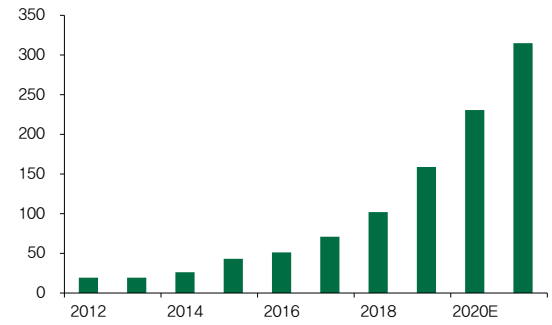
52주 최저/최고	23,450/56,300원
KOSDAQ /KOSPI	622/2,063pt
시가총액	7,940억원
60日-평균거래량	64,035
외국인지분율	23.9%
60日-외국인지분율변동추이	+5.5%p
주요주주	S&T홀딩스 외 1 인 37.3%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	3.8	21.7	80.1
상대기준	-1.0	25.7	104.5

도표 101. HEV/EV 모터 매출 20년 연 2천억원 돌파 예상

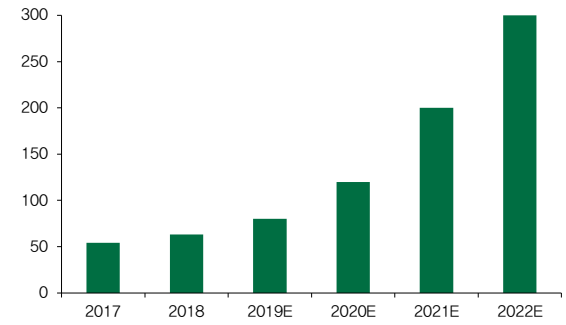
(십억원)



자료: DB금융투자

도표 102. GM 드라이브 유닛 매출 21년 연 2천억원 전망

(십억원)



자료: DB금융투자

도표 103. S&T모티브 부문별 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	1Q19	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	**240**	**257**	**257**	**297**	**225**	**252**	**276**	**302**	**1,058**	**1,057**	**1,181**
샤시	25	23	20	23	23	21	20	24	92	88	100
에어백	16	16	14	14	15	15	14	15	60	59	61
파워트레인	62	67	66	82	78	73	72	84	277	307	354
전장부품	27	29	28	29	25	26	28	28	112	116	119
모터	73	76	87	89	80	86	106	123	325	395.9	489.6
HEV/EV 모터	17	21	31	32	27	32	47	53	102	159	231
기타 (방산, 반도체)	13	22	17	53	14	38	36	69	105	157	127
영업이익	**11**	**16**	**15**	**15**	**14**	**23**	**21**	**25**	**56**	**82**	**98**
(영업이익률)	4.5	6.4	5.7	4.9	6.2	9.0	7.6	8.2	5.3	7.8	8.3
지배주주순이익	**9**	**28**	**10**	**10**	**-59**	**21**	**17**	**22**	**56**	**1**	**83**
(지배주주순이익률)	3.6	10.8	4.0	3.3	-26.0	8.5	6.1	7.2	5.3	0.1	7.1

자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	**708**	**680**	**668**	**762**	**876**
현금및현금성자산	226	201	194	244	285
매출채권및기타채권	319	236	242	268	312
재고자산	131	133	131	145	171
비유동자산	**519**	**516**	**504**	**498**	**496**
유형자산	486	484	477	474	474
무형자산	20	20	16	13	11
투자자산	8	9	7	7	7
자산총계	**1,226**	**1,197**	**1,172**	**1,260**	**1,372**
유동부채	**305**	**281**	**272**	**291**	**320**
매입채무및기타채무	264	229	219	239	268
단기차입금및단기사채	0	7	7	7	7
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	**93**	**90**	**90**	**90**	**90**
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	**398**	**372**	**362**	**382**	**411**
자본금	73	73	73	73	73
자본잉여금	55	61	61	61	61
이익잉여금	572	613	598	665	746
비지배주주지분	108	97	97	99	100
자본총계	**829**	**825**	**810**	**878**	**961**

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**1,137**	**1,058**	**1,057**	**1,181**	**1,383**
매출원가	962	926	890	988	1,161
매출총이익	**175**	**132**	**167**	**193**	**222**
판관비	79	76	85	94	111
영업이익	**97**	**56**	**82**	**98**	**111**
EBITDA	**126**	**86**	**113**	**128**	**140**
영업외손익	**-25**	**20**	**11**	**15**	**21**
금융손익	-31	15	6	9	13
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	6	5	5	6	8
세전이익	**72**	**76**	**93**	**113**	**133**
중단사업이익	0	0	-75	0	0
당기순이익	**59**	**57**	**1**	**85**	**100**
지배주주지분순이익	57	56	1	83	98
비지배주주지분순이익	2	1	0	1	2
총포괄이익	**55**	**56**	**1**	**85**	**100**
증감률(%YoY)					
매출액	-1.4	-6.9	-0.2	11.8	17.1
영업이익	35.0	-41.8	46.2	19.3	13.3
EPS	67.9	-1.0	-97.7	6,281.2	17.6

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

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	**70**	**90**	**14**	**88**	**82**
당기순이익	59	57	1	85	100
현금유출이없는비용및수익	**61**	**56**	**45**	**55**	**59**
유형및무형자산상각비	29	30	31	30	29
영업관련자산부채변동	**-3**	**-11**	**-15**	**-24**	**-44**
매출채권및기타채권의감소	15	27	-5	-27	-44
재고자산의감소	11	-2	3	-14	-26
매입채무및기타채무의증가	-9	-22	-10	20	29
투자활동현금흐름	**-21**	**-61**	**-5**	**-21**	**-25**
CAPEX	-19	-27	-20	-23	-28
투자자산의순증	2	-1	2	0	0
재무활동현금흐름	**-16**	**-54**	**-16**	**-16**	**-16**
사채및차입금의 증가	0	7	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	1	6	0	0	0
배당금지급	-15	-15	-16	-16	-16
기타현금흐름	-3	-1	0	0	0
현금의증가	**31**	**-25**	**-7**	**50**	**41**
기초현금	**196**	**226**	**201**	**194**	**244**
기말현금	**226**	**201**	**194**	**244**	**285**

주요 투자지표

12월 결산(원, %, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	3,888	3,848	89	5,696	6,697
BPS	49,272	49,754	48,722	53,297	58,873
DPS	1,000	1,200	1,200	1,200	1,200
Multiple(배)					
P/E	12.1	7.0	608.3	9.5	8.1
P/B	1.0	0.5	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.5	3.1	6.0	4.9	4.2
수익성(%)					
영업이익률	8.5	5.3	7.8	8.3	8.0
EBITDA마진	11.1	8.1	10.7	10.8	10.2
순이익률	5.2	5.4	0.1	7.2	7.2
ROE	8.1	7.8	0.2	11.2	11.9
ROA	4.8	4.7	0.1	7.0	7.6
ROIC	11.7	6.2	10.0	10.7	11.6
안정성및기타					
부채비율(%)	48.0	45.1	44.7	43.5	42.7
이자보상배율(배)	776.2	407,839.0	298,103.9	355,744.9	403,111.3
배당성향(배)	24.8	27.9	1,235.1	19.4	16.5

자료: S&T모티브, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

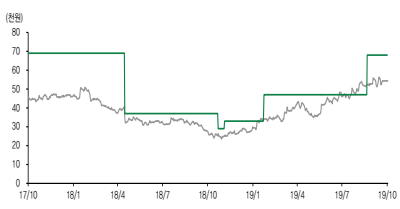
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2019-06-30 기준) – **매수**(81.5%) **중립**(18.5%) **매도**(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Buy**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Hold**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underperform**: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Overweight**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Neutral**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underweight**: 초과 상승률 -10%p 미만

S&T모티브 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
17/04/26	Buy	69,000	-32.4	-17.8					
18/04/24	Hold	37,000	-14.5	-4.9					
18/10/31	Hold	29,000	-15.1	-13.3					
18/11/13	Buy	33,000	-13.5	3.9					
19/02/01	Buy	47,000	-11.3	14.7					
19/08/30	Buy	68,000	-	-					

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	**3,859**	**3,891**	**4,258**	**4,456**	**4,672**
현금및현금성자산	931	336	882	875	760
매출채권및기타채권	1,396	1,837	1,477	1,487	1,512
재고자산	891	803	860	889	894
비유동자산	**3,334**	**3,217**	**3,063**	**3,078**	**3,151**
유형자산	2,600	2,569	2,534	2,591	2,695
무형자산	244	213	156	114	84
투자자산	419	371	310	310	310
자산총계	**7,194**	**7,107**	**7,321**	**7,534**	**7,824**
유동부채	**1,728**	**1,863**	**1,998**	**2,048**	**2,092**
매입채무및기타채무	1,460	1,444	1,579	1,629	1,673
단기차입금및단기사채	15	52	52	52	52
유동성장기부채	183	305	305	305	305
비유동부채	**2,326**	**2,208**	**2,208**	**2,208**	**2,208**
사채및장기차입금	2,055	1,923	1,923	1,923	1,923
부채총계	**4,054**	**4,071**	**4,205**	**4,256**	**4,300**
자본금	136	136	136	136	136
자본잉여금	501	501	501	501	501
이익잉여금	2,607	2,520	2,599	2,762	3,007
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	**3,140**	**3,037**	**3,115**	**3,279**	**3,524**

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**7,487**	**7,880**	**8,055**	**8,202**	**8,311**
매출원가	7,193	7,578	7,656	7,781	7,868
매출총이익	**294**	**302**	**399**	**421**	**443**
판관비	272	291	233	154	74
영업이익	**22**	**11**	**166**	**268**	**369**
EBITDA	**271**	**272**	**438**	**529**	**628**
영업외손익	**-114**	**-76**	**-48**	**-29**	**-21**
금융손익	-42	-47	-36	-36	-37
투자손익	-5	-17	-4	16	25
기타영업외손익	-67	-12	-8	-9	-9
세전이익	**-92**	**-65**	**118**	**239**	**348**
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**-63**	**-56**	**94**	**179**	**261**
지배주주지분순이익	-63	-56	94	179	261
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	**-89**	**-87**	**94**	**179**	**261**
증감률(%YoY)					
매출액	-1.3	5.3	2.2	1.8	1.3
영업이익	-91.8	-51.6	1,449.7	61.4	37.6
EPS	적전	적지	흑전	90.4	45.4

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

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	**73**	**-113**	**837**	**475**	**564**
당기순이익	-63	-56	94	179	261
현금유출이없는비용및수익	**351**	**387**	**339**	**359**	**381**
유형및무형자산상각비	249	261	272	262	259
영업관련자산부채변동	**-140**	**-408**	**427**	**-3**	**9**
매출채권및기타채권의감소	-9	-452	360	-10	-25
재고자산의감소	-133	95	-57	-29	-5
매입채무및기타채무의증가	-44	-1	135	50	44
투자활동현금흐름	**-234**	**-464**	**-209**	**-400**	**-597**
CAPEX	-308	-174	-179	-277	-333
투자자산의순증	18	31	61	0	0
재무활동현금흐름	**311**	**-21**	**-82**	**-82**	**-82**
사채및차입금의 증가	291	28	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-29	-16	-16	-16	-16
기타현금흐름	-17	3	0	0	0
현금의증가	**132**	**-596**	**546**	**-7**	**-115**
기초현금	**799**	**931**	**336**	**882**	**875**
기말현금	**931**	**336**	**882**	**875**	**760**

주요 투자지표

12월 결산(원, %, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	-2,317	-2,043	3,467	6,600	9,598
BPS	115,466	111,672	114,553	120,567	129,579
DPS	600	600	600	600	600
Multiple(배)					
P/E	NA	NA	14.7	7.7	5.3
P/B	0.6	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	9.3	7.6	4.1	3.1	2.4
수익성(%)					
영업이익률	0.3	0.1	2.1	3.3	4.4
EBITDA마진	3.6	3.4	5.4	6.5	7.6
순이익률	-0.8	-0.7	1.2	2.2	3.1
ROE	-2.0	-1.8	3.1	5.6	7.7
ROA	-0.9	-0.8	1.3	2.4	3.4
ROIC	0.4	0.2	3.5	5.7	7.8
안정성및기타					
부채비율(%)	129.1	134.0	135.0	129.8	122.0
이자보상배율(배)	0.4	0.2	2.5	4.0	5.5
배당성향(배)	-25.3	-28.7	16.9	8.9	6.1

자료: 현대위아, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2019-06-30 기준) – **매수**(81.5%) **중립**(18.5%) **매도**(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Buy**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Hold**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underperform**: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Overweight**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Neutral**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underweight**: 초과 상승률 -10%p 미만

현대위아 현주가 및 목표주가 차트

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
17/04/11	Hold	66,000	-1.1	16.7					
18/03/26	Hold	55,000	-11.5	5.5					
18/07/30	Buy	55,000	-28.3	-13.5					
19/03/28	Buy	50,000	-8.0	2.8					
19/10/01	Hold	50,000	-	-					

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	**786**	**877**	**1,117**	**1,270**	**1,402**
현금및현금성자산	109	98	123	108	162
매출채권및기타채권	246	324	459	559	602
재고자산	141	170	241	301	327
비유동자산	**803**	**827**	**768**	**783**	**818**
유형자산	373	385	368	387	425
무형자산	29	19	11	7	4
투자자산	370	381	346	346	346
자산총계	**1,589**	**1,704**	**1,885**	**2,053**	**2,220**
유동부채	**440**	**535**	**631**	**703**	**757**
매입채무및기타채무	203	273	369	440	495
단기차입금및단기사채	174	177	177	177	177
유동성장기부채	13	27	27	27	27
비유동부채	**139**	**152**	**152**	**152**	**152**
사채및장기차입금	34	30	30	30	30
부채총계	**579**	**687**	**783**	**855**	**909**
자본금	17	17	24	24	24
자본잉여금	144	144	144	144	144
이익잉여금	856	863	935	1,025	1,131
비지배주주지분	12	16	21	27	34
자본총계	**1,011**	**1,017**	**1,102**	**1,198**	**1,311**

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**1,485**	**1,602**	**2,597**	**3,157**	**3,435**
매출원가	1,323	1,457	2,303	2,793	3,030
매출총이익	**162**	**145**	**294**	**364**	**405**
판관비	107	129	195	237	258
영업이익	**55**	**17**	**99**	**127**	**147**
EBITDA	**122**	**87**	**174**	**203**	**227**
영업외손익	**54**	**26**	**34**	**33**	**35**
금융손익	-1	0	0	-1	-1
투자손익	31	30	15	11	11
기타영업외손익	24	-4	19	23	25
세전이익	**109**	**42**	**133**	**160**	**182**
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**93**	**32**	**96**	**115**	**131**
지배주주지분순이익	92	30	90	109	124
비지배주주지분순이익	1	2	5	6	7
총포괄이익	**71**	**17**	**96**	**115**	**131**
증감률(%YoY)					
매출액	-8.3	7.8	62.1	21.6	8.8
영업이익	-44.9	-69.5	495.5	28.2	15.6
EPS	-15.5	-77.0	200.7	20.7	13.8

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

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	**147**	**57**	**51**	**98**	**191**
당기순이익	93	32	96	115	131
현금유출이없는비용및수익	**47**	**88**	**116**	**124**	**134**
유형및무형자산상각비	67	70	74	75	80
영업관련자산부채변동	**-1**	**-64**	**-123**	**-97**	**-23**
매출채권및기타채권의감소	58	-89	-135	-101	-43
재고자산의감소	-6	-22	-71	-59	-26
매입채무및기타채무의증가	-25	65	96	72	54
투자활동현금흐름	**-119**	**-63**	**-10**	**-85**	**-110**
CAPEX	-60	-76	-49	-90	-115
투자자산의순증	-16	-11	34	0	0
재무활동현금흐름	**-35**	**-4**	**-15**	**-28**	**-28**
사채및차입금의 증가	-52	14	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	7	0	0
배당금지급	-9	-16	-14	-19	-19
기타현금흐름	-4	-1	0	0	0
현금의증가	**-12**	**-11**	**25**	**-15**	**54**
기초현금	**120**	**109**	**98**	**123**	**108**
기말현금	**109**	**98**	**123**	**108**	**162**

주요 투자지표

12월 결산(원, %, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	2,720	624	1,877	2,266	2,579
BPS	29,489	29,575	22,418	24,298	26,492
DPS	400	400	400	400	400
Multiple(배)					
P/E	9.0	32.0	12.8	10.6	9.3
P/B	0.8	0.7	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.2	9.5	7.4	6.5	5.6
수익성(%)					
영업이익률	3.7	1.0	3.8	4.0	4.3
EBITDA마진	8.2	5.4	6.7	6.4	6.6
순이익률	6.3	2.0	3.7	3.7	3.8
ROE	9.7	3.0	8.7	9.7	10.2
ROA	5.8	1.9	5.3	5.9	6.1
ROIC	7.1	1.7	7.9	9.1	9.7
안정성및기타					
부채비율(%)	57.3	67.5	71.1	71.3	69.3
이자보상배율(배)	7.5	1.9	11.1	14.3	16.5
배당성향(배)	14.5	42.6	19.4	16.1	14.1

자료: 에스엘, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

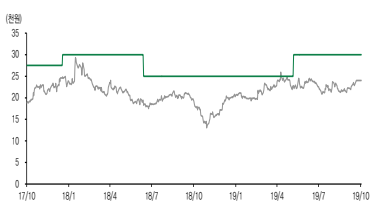
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2019-06-30 기준) – **매수**(81.5%) **중립**(18.5%) **매도**(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Buy**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Hold**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underperform**: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Overweight**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Neutral**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underweight**: 초과 상승률 -10%p 미만

에스엘 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
17/06/20	Buy	27,500	-23.7	-10.5					
17/12/27	Buy	30,000	-24.5	-2.3					
18/06/22	Buy	25,000	-20.6	3.8					
19/05/16	Buy	30,000	-	-					

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,021	1,973	2,131	2,308	2,426
현금및현금성자산	119	118	217	191	218
매출채권및기타채권	1,445	1,391	1,436	1,604	1,673
재고자산	313	319	327	356	367
비유동자산	2,430	2,465	2,453	2,470	2,537
유형자산	1,905	1,943	2,010	2,067	2,164
무형자산	223	212	159	120	90
투자자산	119	110	85	85	85
자산총계	4,451	4,437	4,584	4,778	4,963
유동부채	1,954	1,836	1,902	1,970	1,987
매입채무및기타채무	1,280	1,188	1,254	1,322	1,339
단기차입금및단기사채	101	98	98	98	98
유동성장기부채	464	461	461	461	461
비유동부채	1,085	1,120	1,120	1,120	1,120
사채및장기차입금	774	822	822	822	822
부채총계	3,039	2,956	3,021	3,090	3,107
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	602	602	602	602	602
이익잉여금	604	681	761	885	1,051
비지배주주지분	61	66	67	69	70
자본총계	1,412	1,482	1,563	1,688	1,856

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	5,685	5,665	5,803	6,311	6,539
매출원가	5,012	4,940	5,070	5,500	5,623
매출총이익	673	724	733	811	916
판관비	589	527	564	582	628
영업이익	84	197	169	230	288
EBITDA	329	469	481	528	585
영업외손익	-65	-56	-32	-34	-35
금융손익	-34	-44	-41	-44	-46
투자손익	3	-7	6	6	7
기타영업외손익	-34	-5	3	4	4
세전이익	19	141	137	196	252
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	18	113	104	149	192
지배주주지분순이익	5	106	103	147	190
비지배주주지분순이익	13	7	1	1	2
총포괄이익	-46	93	104	149	192
증감률(%YoY)					
매출액	-3.1	-0.3	2.4	8.8	3.6
영업이익	-72.6	136.3	-14.4	36.0	25.2
EPS	-97.6	2,109.2	-2.1	42.3	29.0

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

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	277	287	459	348	444
당기순이익	18	113	104	149	192
현금유출이없는비용및수익	522	386	378	376	388
유형및무형자산상각비	245	272	312	298	297
영업관련자산부채변동	-193	-171	9	-129	-75
매출채권및기타채권의감소	-22	55	-46	-167	-69
재고자산의감소	23	-5	-8	-29	-11
매입채무및기타채무의증가	-14	-76	66	68	17
투자활동현금흐름	-377	-298	-294	-309	-352
CAPEX	-286	-262	-327	-315	-365
투자자산의순증	4	2	26	0	0
재무활동현금흐름	41	10	-66	-66	-66
사채및차입금의 증가	42	45	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-54	-22	-23	-23	-23
기타현금흐름	-6	0	0	0	0
현금의증가	-66	-1	100	-26	27
기초현금	185	119	118	217	191
기말현금	119	118	217	191	218

주요 투자지표

12월 결산(원, %, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	102	2,250	2,203	3,134	4,043
BPS	28,786	30,151	31,855	34,490	38,035
DPS	200	500	500	500	500
Multiple(배)					
P/E	605.8	12.9	16.4	11.6	9.0
P/B	2.1	1.0	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	12.6	5.7	6.1	5.6	5.0
수익성(%)					
영업이익률	1.5	3.5	2.9	3.6	4.4
EBITDA마진	5.8	8.3	8.3	8.4	8.9
순이익률	0.3	2.0	1.8	2.4	2.9
ROE	0.3	7.6	7.1	9.4	11.1
ROA	0.4	2.5	2.3	3.2	3.9
ROIC	3.0	5.8	4.6	6.1	7.3
안정성및기타					
부채비율(%)	215.2	199.5	193.3	183.0	167.3
이자보상배율(배)	2.4	4.8	4.0	5.5	6.8
배당성향(배)	51.3	20.7	22.4	15.8	12.2

자료: 만도, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2019-06-30 기준) - **매수**(81.5%) **중립**(18.5%) **매도**(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Buy**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Hold**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underperform**: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Overweight**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Neutral**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underweight**: 초과 상승률 -10%p 미만

만도 현주가 및 목표주가 차트

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
17/05/23	Buy	64,000	-20.4	0.9					
17/10/29	Buy	74,000	-25.1	-8.2					
18/04/17	Buy	60,000	-25.8	-20.8					
18/05/27	Buy	56,000	-34.9	-23.2					
18/10/29	Buy	42,000	-29.0	-22.4					
19/01/16	Buy	38,000	-	-					

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	**48,440**	**47,144**	**50,795**	**51,793**	**53,170**
현금및현금성자산	8,822	9,114	10,939	10,623	11,021
매출채권및기타채권	7,203	7,206	7,856	7,917	8,223
재고자산	10,280	10,715	11,044	11,668	12,540
비유동자산	**78,592**	**79,011**	**75,034**	**74,198**	**73,630**
유형자산	29,827	30,546	30,169	30,314	30,431
무형자산	4,809	4,921	3,518	2,537	1,851
투자자산	19,910	19,479	17,283	17,283	17,283
자산총계	**178,199**	**180,656**	**180,331**	**180,493**	**181,302**
유동부채	**43,161**	**49,438**	**49,486**	**50,029**	**50,762**
매입채무및기타채무	16,759	17,302	17,350	17,893	18,626
단기차입금및단기사채	9,960	12,250	12,250	12,250	12,250
유동성장기부채	13,099	14,105	14,105	14,105	14,105
비유동부채	**60,281**	**57,321**	**54,321**	**51,321**	**48,321**
사채및장기차입금	48,942	46,941	43,941	40,941	37,941
부채총계	**103,442**	**106,760**	**103,807**	**101,350**	**99,083**
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	68,676	70,854	73,434
비지배주주지분	5,654	5,922	6,364	6,805	7,301
자본총계	**74,757**	**73,896**	**76,524**	**79,143**	**82,219**

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**96,376**	**96,813**	**103,024**	**108,190**	**116,297**
매출원가	78,798	81,670	83,383	86,838	90,163
매출총이익	**17,578**	**15,142**	**19,641**	**21,352**	**26,134**
판관비	13,003	12,720	15,916	17,420	21,727
영업이익	**4,575**	**2,422**	**3,726**	**3,932**	**4,407**
EBITDA	**8,104**	**6,184**	**7,861**	**7,752**	**7,981**
영업외손익	**-136**	**108**	**996**	**778**	**889**
금융손익	-147	223	206	0	0
투자손익	225	405	842	994	1,122
기타영업외손익	-214	-520	-52	-216	-233
세전이익	**4,439**	**2,530**	**4,722**	**4,710**	**5,296**
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**4,546**	**1,645**	**3,683**	**3,674**	**4,131**
지배주주지분순이익	4,033	1,508	3,241	3,233	3,635
비지배주주지분순이익	514	137	442	441	496
총포괄이익	**3,432**	**649**	**3,683**	**3,674**	**4,131**
증감률(%YoY)					
매출액	2.9	0.5	6.4	5.0	7.5
영업이익	-11.9	-47.1	53.8	5.5	12.1
EPS	-26.6	-66.2	142.1	-0.3	13.5

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

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	**3,922**	**3,764**	**6,047**	**6,687**	**7,354**
당기순이익	4,546	1,645	3,683	3,674	4,131
현금유출이없는비용및수익	**12,781**	**14,036**	**4,935**	**4,575**	**4,437**
유형및무형자산상각비	3,529	3,761	4,136	3,820	3,575
영업관련자산부채변동	**-11,384**	**-9,593**	**-1,533**	**-525**	**-50**
매출채권및기타채권의감소	425	145	-650	-61	-306
재고자산의감소	-726	-686	-330	-624	-871
매입채무및기타채무의증가	150	1,622	47	543	733
투자활동현금흐름	**-4,744**	**-2,415**	**145**	**-2,657**	**-2,623**
CAPEX	-3,055	-3,226	-2,355	-2,985	-3,007
투자자산의순증	820	431	2,196	0	0
재무활동현금흐름	**2,181**	**-881**	**-4,367**	**-4,346**	**-4,333**
사채및차입금의 증가	-1,141	1,164	-3,000	-3,000	-3,000
자본금및자본잉여금의증가	-1	0	0	0	0
배당금지급	-1,139	-1,127	-1,063	-1,055	-1,055
기타현금흐름	-428	-176	0	0	0
현금의증가	**931**	**292**	**1,826**	**-316**	**398**
기초현금	**7,890**	**8,822**	**9,114**	**10,939**	**10,623**
기말현금	**8,822**	**9,114**	**10,939**	**10,623**	**11,021**

주요 투자지표

12월 결산(원, %, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	17,167	5,795	14,027	13,987	15,871
BPS	242,062	245,447	253,342	261,205	270,522
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
Multiple(배)					
P/E	9.1	20.5	9.6	9.6	8.4
P/B	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	12.6	15.0	11.7	11.5	10.8
수익성(%)					
영업이익률	4.7	2.5	3.6	3.6	3.8
EBITDA마진	8.4	6.4	7.6	7.2	6.9
순이익률	4.7	1.7	3.6	3.4	3.6
ROE	5.9	2.2	4.7	4.5	4.9
ROA	2.5	0.9	2.0	2.0	2.3
ROIC	7.4	2.4	4.5	4.8	5.4
안정성및기타					
부채비율(%)	138.4	144.5	135.7	128.1	120.5
이자보상배율(배)	13.7	7.9	12.3	13.5	15.9
배당성향(배)	18.2	49.7	22.0	22.1	19.6

자료: 현대차, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

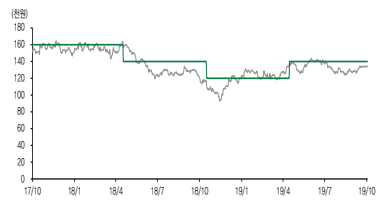
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2019-06-30 기준) - **매수**(81.5%) **중립**(18.5%) **매도**(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Buy**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Hold**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underperform**: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Overweight**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Neutral**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underweight**: 초과 상승률 -10%p 미만

현대차 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
17/04/11	Hold	160,000	-4.3	6.3					
18/04/11		1년경과	-2.0	2.5					
18/04/26	Hold	140,000	-6.4	14.3					
18/10/25	Hold	120,000	-1.2	13.3					
19/04/24	Hold	140,000	-	-					

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	**21,642**	**19,712**	**20,627**	**21,072**	**21,937**
현금및현금성자산	1,562	2,293	3,028	3,042	4,048
매출채권및기타채권	3,121	3,542	3,827	3,886	4,023
재고자산	8,544	7,234	8,556	8,856	9,204
비유동자산	**30,652**	**32,075**	**31,459**	**31,746**	**32,337**
유형자산	13,653	14,803	15,086	15,843	16,785
무형자산	2,470	2,510	1,878	1,408	1,057
투자자산	13,666	13,874	13,608	13,608	13,608
자산총계	**52,294**	**51,787**	**52,086**	**52,818**	**54,275**
유동부채	**15,323**	**14,835**	**14,649**	**14,782**	**15,354**
매입채무및기타채무	9,452	10,507	10,321	10,454	11,026
단기차입금및단기사채	2,994	1,367	1,367	1,367	1,367
유동성장기부채	863	906	906	906	906
비유동부채	**10,110**	**9,708**	**8,708**	**7,708**	**6,708**
사채및장기차입금	4,895	4,410	3,410	2,410	1,410
부채총계	**25,433**	**24,543**	**23,357**	**22,490**	**22,062**
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	26,197	27,796	29,681
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	**26,861**	**27,243**	**28,728**	**30,327**	**32,213**

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	**2,594**	**4,471**	**3,610**	**3,923**	**4,568**
당기순이익	968	1,156	1,846	1,960	2,246
현금유출이없는비용및수익	**4,662**	**3,732**	**2,796**	**2,804**	**2,937**
유형및무형자산상각비	1,856	1,935	2,206	2,279	2,359
영업관련자산부채변동	**-2,583**	**-30**	**-416**	**-255**	**56**
매출채권및기타채권의감소	101	-396	-286	-58	-137
재고자산의감소	151	1,162	-1,322	-300	-347
매입채무및기타채무의증가	-964	1,004	-186	133	572
투자활동현금흐름	**-4,795**	**-1,155**	**-1,351**	**-2,411**	**-2,090**
CAPEX	-1,689	-2,376	-1,856	-2,566	-2,950
투자자산의순증	-365	-207	266	0	0
재무활동현금흐름	**732**	**-2,543**	**-1,524**	**-1,498**	**-1,472**
사채및차입금의 증가	765	-2,089	-1,000	-1,000	-1,000
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-441	-321	-361	-361	-361
기타현금흐름	-34	-41	0	0	0
현금의증가	**-1,502**	**731**	**735**	**15**	**1,006**
기초현금	**3,064**	**1,562**	**2,293**	**3,028**	**3,042**
기말현금	**1,562**	**2,293**	**3,028**	**3,042**	**4,048**

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**53,536**	**54,170**	**55,303**	**57,521**	**60,822**
매출원가	44,619	46,177	46,337	48,328	50,806
매출총이익	**8,917**	**7,993**	**8,966**	**9,193**	**10,016**
판관비	8,255	6,835	6,988	7,146	7,662
영업이익	**662**	**1,157**	**1,978**	**2,047**	**2,353**
EBITDA	**2,518**	**3,092**	**4,184**	**4,326**	**4,712**
영업외손익	**478**	**312**	**483**	**498**	**564**
금융손익	158	-63	-13	-14	-22
투자손익	564	617	684	810	913
기타영업외손익	-244	-242	-188	-298	-327
세전이익	**1,140**	**1,469**	**2,461**	**2,545**	**2,917**
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**968**	**1,156**	**1,846**	**1,960**	**2,246**
지배주주지분순이익	968	1,156	1,846	1,960	2,246
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	**723**	**703**	**1,846**	**1,960**	**2,246**
증감률(%YoY)					
매출액	1.6	1.2	2.1	4.0	5.7
영업이익	-73.1	74.8	70.9	3.4	15.0
EPS	-64.9	19.4	59.7	6.2	14.6

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

주요 투자지표

12월 결산(원, %, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	2,388	2,852	4,553	4,835	5,541
BPS	66,264	67,208	70,871	74,816	79,466
DPS	800	900	900	900	900
Multiple(배)					
P/E	14.0	11.8	10.0	9.4	8.2
P/B	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	5.1	4.3	4.0	3.6	3.0
수익성(%)					
영업이익률	1.2	2.1	3.6	3.6	3.9
EBITDA마진	4.7	5.7	7.6	7.5	7.7
순이익률	1.8	2.1	3.3	3.4	3.7
ROE	3.6	4.3	6.6	6.6	7.2
ROA	1.9	2.2	3.6	3.7	4.2
ROIC	3.4	5.2	8.3	8.7	9.7
안정성및기타					
부채비율(%)	94.7	90.1	81.3	74.2	68.5
이자보상배율(배)	3.0	5.7	12.1	14.9	21.2
배당성향(배)	33.1	31.2	19.6	18.4	16.1

자료: 기아차, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

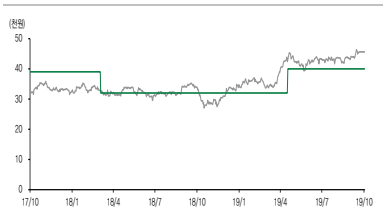
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2019-06-30 기준) – **매수**(81.5%) **중립**(18.5%) **매도**(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Buy**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Hold**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underperform**: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Overweight**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Neutral**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underweight**: 초과 상승률 -10%p 미만

기아차 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
17/04/11	Hold	39,000	-10.6	2.8					
18/03/13	Hold	32,000	1.3	15.6					
19/03/13		1년경과	18.2	37.2					
19/04/26	Hold	40,000	-	-					

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	**2,241**	**2,859**	**3,139**	**3,464**	**3,713**
현금및현금성자산	567	1,018	975	983	1,050
매출채권및기타채권	957	1,012	1,205	1,345	1,394
재고자산	469	506	552	651	680
비유동자산	**1,878**	**2,497**	**2,528**	**2,619**	**2,766**
유형자산	1,262	1,551	1,638	1,760	1,934
무형자산	438	564	530	500	472
투자자산	119	104	102	102	102
자산총계	**4,120**	**5,356**	**5,667**	**6,083**	**6,479**
유동부채	**1,299**	**1,867**	**2,052**	**2,283**	**2,461**
매입채무및기타채무	1,051	1,229	1,414	1,646	1,823
단기차입금및단기사채	134	453	453	453	453
유동성장기부채	2	33	33	33	33
비유동부채	**789**	**1,357**	**1,357**	**1,357**	**1,357**
사채및장기차입금	608	1,042	1,042	1,042	1,042
부채총계	**2,088**	**3,224**	**3,409**	**3,641**	**3,818**
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-22	-21	-21	-21	-21
이익잉여금	2,074	2,180	2,299	2,477	2,687
비지배주주지분	53	95	101	109	117
자본총계	**2,031**	**2,132**	**2,258**	**2,443**	**2,661**

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**5,586**	**5,938**	**7,113**	**8,140**	**8,518**
매출원가	4,639	5,025	6,021	6,846	7,125
매출총이익	**946**	**913**	**1,092**	**1,294**	**1,393**
판관비	478	479	600	686	718
영업이익	**468**	**434**	**492**	**608**	**675**
EBITDA	**670**	**662**	**793**	**964**	**1,079**
영업외손익	**-47**	**-54**	**-86**	**-120**	**-141**
금융손익	-14	-18	-43	-65	-68
투자손익	9	6	7	10	12
기타영업외손익	-42	-42	-50	-65	-85
세전이익	**422**	**380**	**407**	**487**	**533**
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**298**	**284**	**297**	**356**	**389**
지배주주지분순이익	289	278	291	348	381
비지배주주지분순이익	10	6	6	8	8
총포괄이익	**317**	**232**	**297**	**356**	**389**
증감률(%YoY)					
매출액	-2.1	6.3	19.8	14.4	4.6
영업이익	10.9	-7.4	13.4	23.5	11.1
EPS	-1.2	-3.8	4.7	19.8	9.5

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

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	**567**	**471**	**512**	**672**	**837**
당기순이익	298	284	297	356	389
현금유출이없는비용및수익	**416**	**469**	**436**	**513**	**573**
유형및무형자산상각비	202	228	301	357	404
영업관련자산부채변동	**-31**	**-187**	**-111**	**-66**	**19**
매출채권및기타채권의감소	-24	-82	-193	-140	-49
재고자산의감소	-56	-45	-46	-99	-29
매입채무및기타채무의증가	77	64	185	231	177
투자활동현금흐름	**-347**	**-577**	**-370**	**-458**	**-567**
CAPEX	-322	-420	-353	-448	-551
투자자산의순증	-11	21	2	0	0
재무활동현금흐름	**-56**	**564**	**-204**	**-204**	**-204**
사채및차입금의 증가	84	919	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	1	1	0	0	0
배당금지급	-171	-172	-171	-171	-171
기타현금흐름	-22	-8	19	0	0
현금의증가	**142**	**451**	**-43**	**9**	**66**
기초현금	**425**	**567**	**1,018**	**975**	**983**
기말현금	**567**	**1,018**	**975**	**983**	**1,050**

주요 투자지표

12월 결산(원, %, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	541	520	544	652	714
BPS	3,707	3,816	4,040	4,372	4,766
DPS	305	320	320	320	320
Multiple(배)					
P/E	25.7	20.8	22.0	18.4	16.8
P/B	3.7	2.8	3.0	2.7	2.5
EV/EBITDA	11.4	9.8	9.0	7.4	6.5
수익성(%)					
영업이익률	8.4	7.3	6.9	7.5	7.9
EBITDA마진	12.0	11.1	11.1	11.8	12.7
순이익률	5.3	4.8	4.2	4.4	4.6
ROE	15.2	13.8	13.9	15.5	15.6
ROA	7.5	6.0	5.4	6.1	6.2
ROIC	15.5	13.2	12.7	14.9	15.8
안정성및기타					
부채비율(%)	102.8	151.2	151.0	149.0	143.5
이자보상배율(배)	23.7	17.8	14.6	18.1	20.1
배당성향(배)	54.6	60.2	57.5	48.0	43.9

자료: 한온시스템, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2019-06-30 기준) - **매수**(81.5%) **중립**(18.5%) **매도**(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Buy**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Hold**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underperform**: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Overweight**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Neutral**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underweight**: 초과 상승률 -10%p 미만

한온시스템 현주가 및 목표주가 차트

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
17/11/08	Hold	12,000	-	-					

DB Financial Investment

Research Center

자본/자산시장 장화탁 센터장 02)369-3370 mousetak@db-fi.com

담당	애널리스트	02)369-	@db-fi.com

자산전략팀

글로벌크레딧	유승우 팀장	3426	seyoo

채권전략파트

채권/FX전략	문홍철 파트장	3436	m304050
경제	박성우 수석연구원	3441	p3swo
신용분석	이혁재 선임연구원	3435	realsize84

주식전략파트

주식전략	강현기 파트장	3479	hygkang
중국/신흥국	김선영 연구위원	3438	tjs00dud
퀀트/해외주식	설태현 수석연구원	3709	thseol
RA	강대승 연구원	3437	bigwin92

산업분석1팀

은행/보험	이병건 팀장	3381	pyrrhon72
RA	정광명 연구원	3746	Kmc92

시클리컬파트

조선/기계/철강	김홍균 파트장	3102	usckim10
건설/건자재/부동산	조윤호 수석연구위원	3367	uhno
화학/정유/유틸리티	한승재 수석연구원	3921	sjhan
RA	정재헌 연구원	3429	kevinj

크로스융합파트

원자재/스몰캡	유경하 파트장	3353	last88
비상장기업	남기윤 연구위원	3387	kqnam
생활용품/의류	박현진 수석연구원	3477	hjpark
Mid-small caps	구성진 선임연구원	3428	goo
Mid-small caps	유현재 선임연구원	3369	Jay.yoo

산업분석2팀

IT총괄	권성률 팀장	3724	srkwon

ICT자동차파트

반도체	어규진 연구위원	3713	kjsyndrome
자동차/운송	김평모 수석연구원	3053	pmkim
통신서비스/미디어	신은정 선임연구원	3458	ej.shin
RA	권세라 연구원	3352	serakwon9494

헬스케어컨슈머파트

음식료/유통	차재헌 파트장	3378	imcjh
제약/바이오	구자용 연구위원	3425	jaykoo
엔터/레저/인터넷/게임	황현준 수석연구원	3385	realjun20

DB금융투자

본 사

본사 영업부	02) 369-3200	서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

서울지역

강남금융센터	02) 3474-9000	서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)
DB금융센터	02) 3011-5000	서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)
청담금융센터	02) 514-1414	서울특별시 강남구 영동대로 644 (원일빌딩 2층)
목동금융센터	02) 2636-6000	서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS기독교방송 1층)
압구정금융센터	02) 3445-8800	서울특별시 강남구 논현로 176길 14 (증권빌딩 2층)
을지로금융센터	02) 753-9000	서울특별시 중구 남대문로 113 (DB다동빌딩 3층)
잠실	02) 419-6200	서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 42 (루터회관 1층)

경기지역

분당	031) 718-7000	경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)
인천	032) 518-3434	인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)
평촌	031) 382-6200	경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (하나은행빌딩 4층)
진접	031) 572-4020	경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 (광장빌딩 3층)
화성향남	031) 366-0900	경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 (중앙빌딩 3층)

대전 · 충청지역

대전	042) 522-6600	대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손빌딩 2층)
천안	041) 569-7000	충청남도 천안시 서북구 동서대로 129 (에이엠타워 2층)
청주	043) 253-9400	충청북도 청주시 흥덕구 풍년로 205번길 57 (WM타워 5층)

부산 · 경상지역

남포	051) 242-6000	부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)
부산	051) 515-6200	부산광역시 동래구 충렬대로 353 (BNK부산은행 2층)
센텀	051) 741-7200	부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트럼프스퀘어 2층)
양산	055) 388-0900	경상남도 양산시 양산역6길 9 (BYC빌딩 204호)
창원	055) 600-5500	경상남도 창원시 의창구 원이대로 320 (더시티세븐 3층)
대구금융센터	053) 476-4000	대구광역시 수성구 무학로 99 (호연빌딩 2층)

광주 · 전라지역

광주	062) 655-3400	광주광역시 남구 봉선로 164 (삼환빌딩 4층)
전주	063) 229-2211	전라북도 전주시 완산구 백제대로 140 (효자메디컬프라자 2층)

강원지역

강릉	033) 641-8629	강원도 강릉시 율곡로 2845 (성호빌딩 3층)
원주	033) 765-9400	강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.