

산업분석

자동차

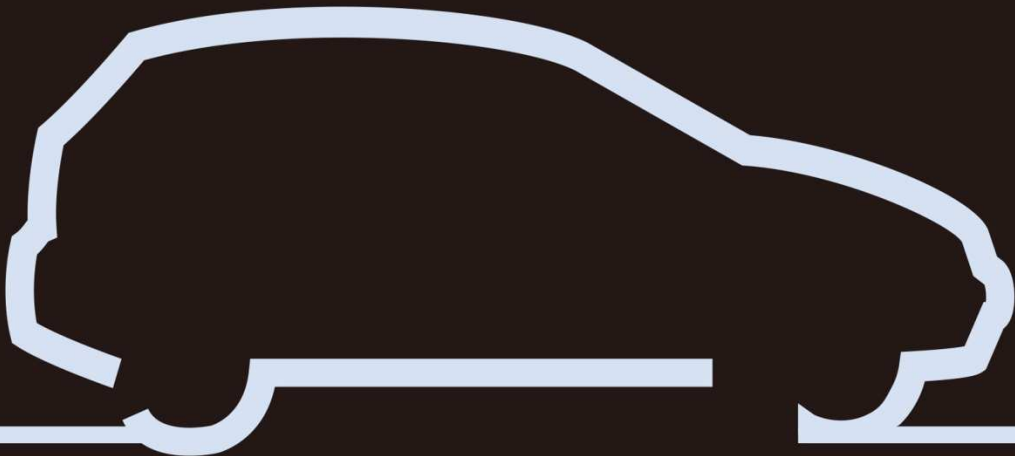
2021. 8. 23

Overweight

모빌리티 전쟁

자동차 산업 성장의 한계를 돌파하며

- Part I 모빌리티 전쟁, 자동차 산업의 밸류에이션을 바꾼다
- Part II 로보택시 주도권 경쟁의 시작
- Part III UAM: 에어택시 시대를 맞이하다



이베스트투자증권 **유지웅** 입니다.

자동차 업종의 주가흐름은 2021년 상반기까지 강한 상승세를 보인 후 지속적으로 조정이 이뤄지고 있는 상황입니다. 2Q21에 전세계 대부분 자동차 업체들이 놀라울 정도로 높은 실적을 기록했음에도 불구하고 업종이 전반적으로 약세를 보이고 있는 배경에는 결국 반도체 공급차질로 인한 영향이 완화되면, 모든 자동차 업체가 현재수준의 실적을 지속시킬 수 없을 가능성이 높기 때문입니다. 즉, 지금까지는 어떻게 보면 자동차 업체들은 COVID-19로 인한 일시적인 pent-up demand의 수혜를 봤을 가능성이 높습니다. 따라서, 결국 주가의 방향성은 기업의 장기 전략과 이를 이행하는 실행력에 달려 있을 것입니다.

COVID-19의 출현으로 자동차 산업은 본격적인 모빌리티 산업으로의 전환을 앞두고 있습니다. 이는 결국 기존 자동차산업의 비즈니스 모델 역시 생산/판매 위주에서 소프트웨어 기반한 매출, 즉 높아진 자산회전율에 기반한 수익을 창출할 기회로 이어질 것입니다. 자동차 업체에 대한 가치평가 방식도 기존의 단순한 이익수준에 기반하기 보다는, 부가가치가 높은 OTA, 차량공유, 로보택시 영역에서 얼마나 선두권을 지킬 수 있는지가 중요할 것입니다. 가치평가 방식이 바뀐 것입니다.

로보택시 시장의 경우, 가장 먼저 활성화 될 것으로 예상되는 미국시장을 기준으로 추정을 해보면 2040년까지 1조 1,160억 달러 수준의 시장이 형성될 것으로 예상됩니다. 한화 기준으로 1,200조원 수준의 마켓 사이즈 입니다. Waymo에서는 이미 상업화를 시작했고, Ford도 2021년 말 부터는 Lyft와의 협업을 통해 로보택시 서비스를 개시하겠다고 밝힌 현재, 결국 로보택시 시장에서 초기 선두권을 확보하는 일은 향후 기업가치에 있어 뚜렷한 결정변수가 될 것으로 예상되는 순간 입니다.

문제는 모빌리티 산업으로의 확장은 결코 로보택시 시장에서 끝난다는 점이 아닙니다. 오늘날의 극심한 도심화는 (글로벌 기준 55%) UN 전망에 따르면 향후에도 가파르게 상승 예정입니다. 제조업 전반에 걸쳐 전동화(Electrification)의 물결이 거세게 나타난 지금, 자동차 승차공유 뿐만 아니라 UAM(Urban Air Mobility, 도심항공모빌리티)의 시대가 새롭게 열리고 있습니다. 배터리와 모터의 조합으로 기존의 항공산업은 e-VTOL(수직이착륙 비행물체)의 제작이 가능해져서 이제는 도심지를 기반으로 한 운송수단으로 자동차 뿐만 아니라 UAM의 시대가 다가온 것입니다. 현대차도 이미 UAM에 공격적으로 투자에 나서고 있는 상황인데요, 수직계열화 된 제조기반 역량과 Uber Elevate와의 파트너십 때부터 선제적으로 투자한 이력을 바탕으로 향후 선두권 진영에 포함될 가능성이 높다고 보여집니다. 한편 최근에는 바로 이 시장에서 가장 앞선 타임라인을 갖고 사업이 진행되는 Joby Aviation이 상장을 했고, 조만간 이와 유사한 독일의 Lilium 역시 주식시장의 문을 두드릴 예정 입니다.

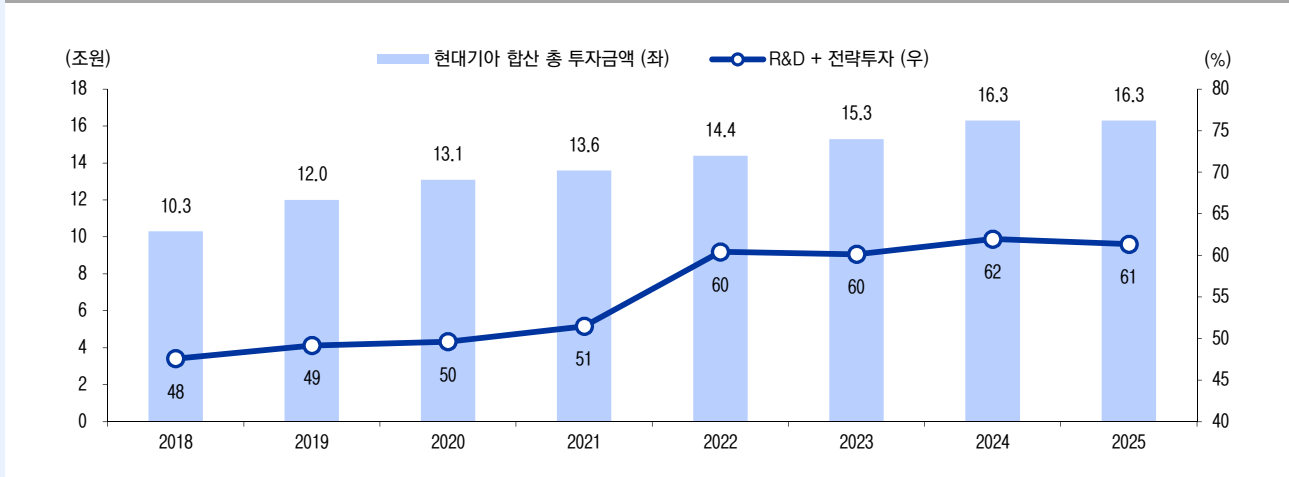
자동차 업종 최선호주는 현재 ROE의 상승이 가파르게 진행되고 있는 **기아(TP 130,000원)**로 선장하고 있으며, 부품업체 중에서는 **만도(TP 98,000원)**와 **현대위아(TP 120,000원)**를 추천 드립니다.

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



Key Charts

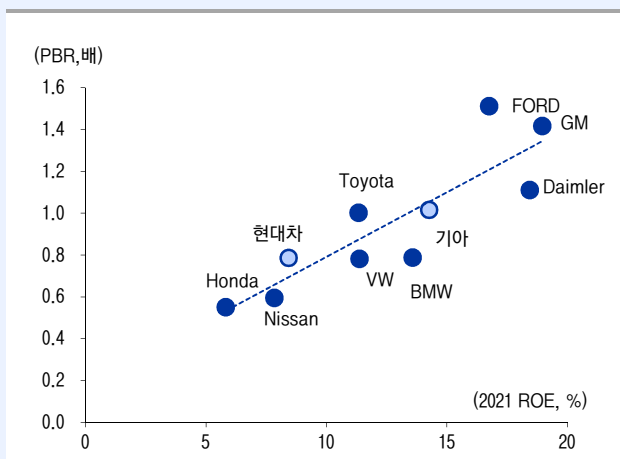
ROE 상승을 유도하는 현대차그룹의 투자 Cycle 본격화: EV 플랫폼과 동행하는 타임라인 시작



자료: 현대차, 기아, 이베스트투자증권 리서치센터

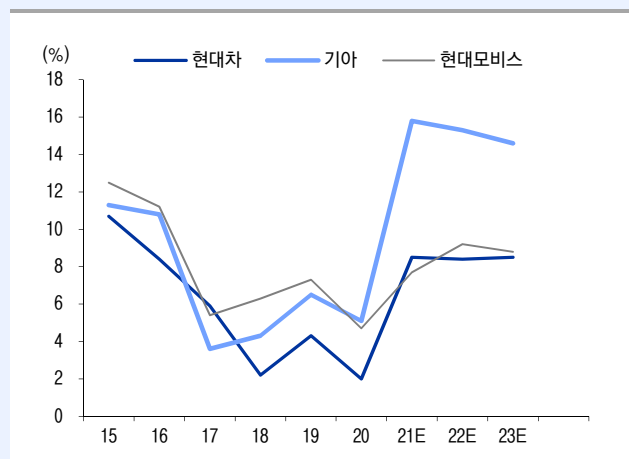
- 완성차 업체들의 자산회전율의 증가, 기존 제조업 밸류에이션 한계의 돌파를 제시
- OTA 기술의 보편화, 서비스 매출 증가를 통해 자동차 업체들은 높은 수익모델 추구 시작

결국 글로벌 Peer 대비할인 요소는 높은 ROE의 부재: OTA 등 소프트웨어기반 수익모델 현실화 진행



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

현대차그룹의 ROE 상승 트렌드 지속, 기아의 뚜렷한 밸류에이션 매력도 급상승. 기아 최선희주

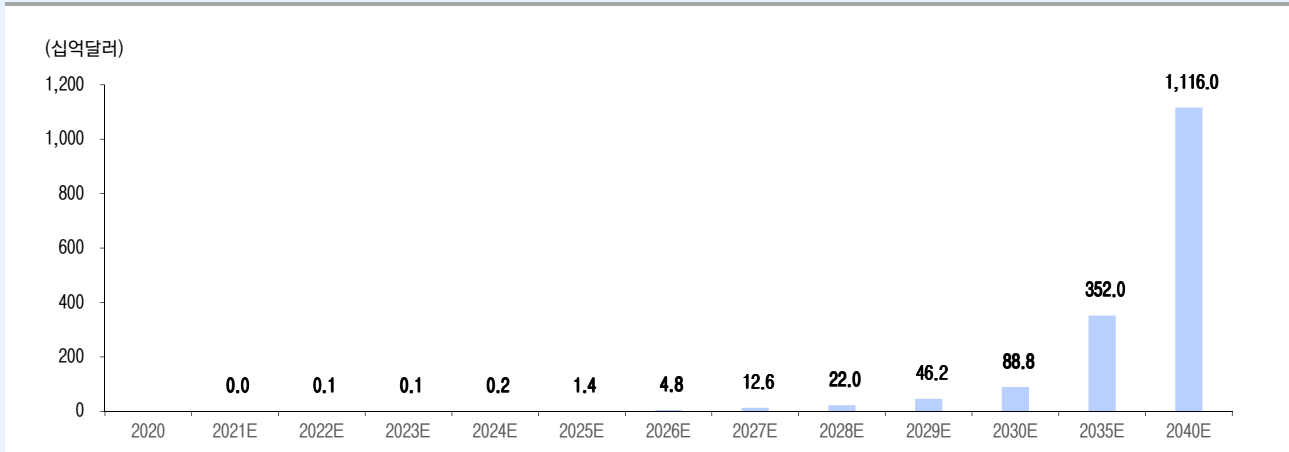


자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

- Daimler의 경우 업계 최고수준 ROE 보유, Mobility 사업 강화를 통해 지속적인 기업가치 상승
- 기아의 ROE 급상승 트렌드에 주목할 필요. 2H21 이익모멘텀 지속에 따라 밸류에이션 상승 기대

Key Charts

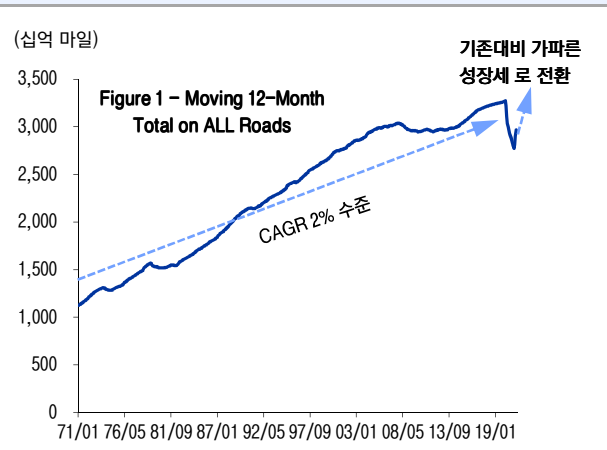
로보택시 시장 전망(미국시장 기준): 2040년 1조 1,160억 달러 수준까지 성장



자료: US FHWA, 이베스트투자증권 리서치센터

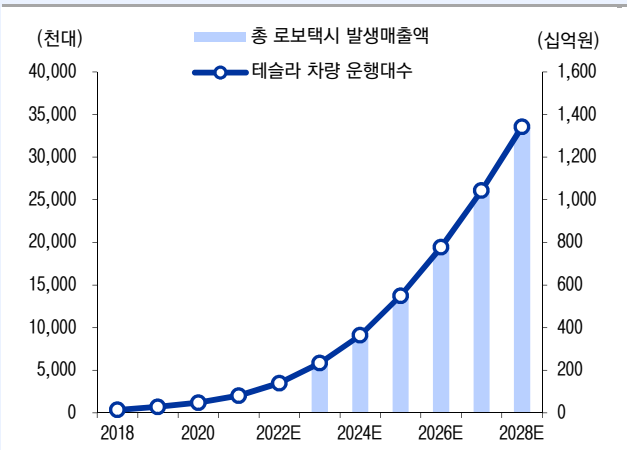
- 로보택시 시장의 형성으로 자동차 업체들의 밸류에이션 상승 기대
- Tesla와 전통업체들간의 대치형태로 구분되며, 전통 OEM들은 Uber/Lyft와 파트너십 구조

현대 미국 자동차 주행거리(연환산): COVID19 이후 기존의 흐름대비 주행거리는 급상승세를 나타내고 있음



자료: US FHWA, 이베스트투자증권 리서치센터

Tesla의 누적 차량 운행대수 vs 예상되는 로보택시 발생 매출액 추정: 플랫폼 효과 극대화



자료: Tesla, 이베스트투자증권 리서치센터

- COVID-19 이후, 이동수요는 가파르게 증가. 플랫폼 업체의 전자상거래, 배달수요의 구조적 증가
- 로보택시 시장, 결국 운행차량 대수확보시 시장선점 가능. 의 압도적 우위 기대

Key Charts

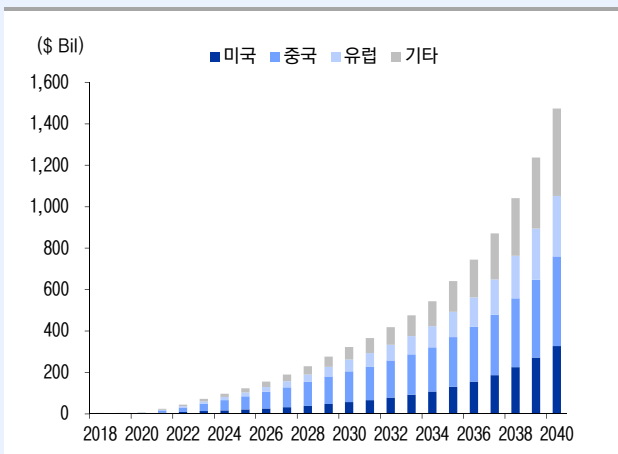
UAM 업체별 주요 제원: Joby Aviation, Lilium, Vertical Aerospace 등이 기체생산에 있어서 최선두권에 위치

기업명	Joby Aviation	Archer	Volocopter	Vertical Aerospace	Lilium
사진					
본사	캘리포니아, 미국	캘리포니아, 미국	브루흐잘, 독일	브리스톨, 영국	빈첸, 독일
탑승객수	4	2	2	4	6
로터개수	6	12	18	8	36
총 모터 출력	1,005 kW	325 kW	70 kW	800 kW	1,300 kW
개별 모터 출력	167.5 kW	56 kW	3.9 kW	100 kW	36 kW
최고속도	200 mph	150 mph	110 mph	202 mph	186 mph
항속거리	241km	100 km	100 km	160 km	300 km
배터리용량	235 kWh	75 kWh	143 kWh	216 kWh	330 kWh

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

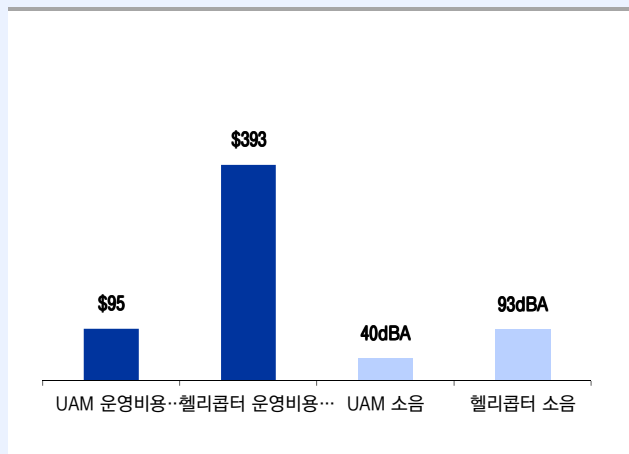
- UAM 시장의 개화: 기체생산 업체들의 자본시장 진출로 시장의 형성 가속화
- Uber Elevate 의 지분인수, Toyota 의 투자확대로 Joby Aviation 이 선두권에 위치

UAM 시장 전망: 2040 년 약 1조 4,700 억 달러 시장으로 성장할 가능성 전망



자료: Morgan Stanley, 이베스트투자증권 리서치센터

25 마일 기준 헬리콥터 vs UAM 이용 비용: 이미 세대 교체에 대한 예견은 이뤄졌다



자료: Lilium, 이베스트투자증권 리서치센터

- UAM 시장은 2040 년까지 약 1.5 조달러 형성 예측. 모빌리티 시장내 최대 화두로 부각
- 기존의 항공산업을 통째로 바꿔놓는 계기로, 자동차 업체들의 진출도 가속화

자동차 Overweight

모빌리티 전쟁

자동차 산업 성장의 한계를 돌파하며

Contents

Part I	모빌리티 전쟁, 자동차 산업의 밸류에이션을 바꾼다	7
Part II	로보택시 시장 주도권 경쟁의 시작	23
Part III	UAM: 에어택시 시대를 맞이하다	35

기업분석

현대차 (005380)	50
기아 (000270)	55
현대모비스 (012330)	59
현대위아 (011210)	63
만도 (204320)	67

Part I

모빌리티전쟁: 자동차 산업의 밸류에이션을 바꾼다

모빌리티산업 전반으로 영역을 확대하는 자동차 업체들

자동차 업체들의 모빌리티 전쟁이 시작되었습니다. 현대차를 포함한 대부분의 완성차 업체들은 이제 내연기관 파워트레인 투자는 사실상 종단을 선언했습니다. 반면 자동차를 비롯한 모든 운송수단은 이제 전동화로 전환되는 시점입니다. 자동차 업체들의 투자 영역은 당연히 넓어질 수 밖에 없을 것입니다.

한편 오늘날의 자동차 회사들의 비즈니스 모델은 asset-light, 즉 많은 부분에서 자산효율화가 이뤄질 것입니다. 대표적으로 OTA(Over the Air, 무선 업데이트)를 통한 커넥티드 카, 로보택시 등 소프트웨어에 기반한 수익창출이 시작되는 사이클에 접어 들었습니다. 따라서 향후 자동차 업체들의 주가는 결국 ROE, 차량에서 발생하는 대당 수익성에 의존하게 될 것으로 기대됩니다. 국내 완성차 업체 중에서는 2021년 ROE 15.8%를 기록하며 현격한 수익성 개선을 나타낸 기아의 밸류에이션 매력이 상당히 높은 것으로 판단됩니다.

모빌리티 전쟁, 자동차 산업의 지형을 바꾼다

전통 자동차산업의 밸류에이션 돌파를 앞두고

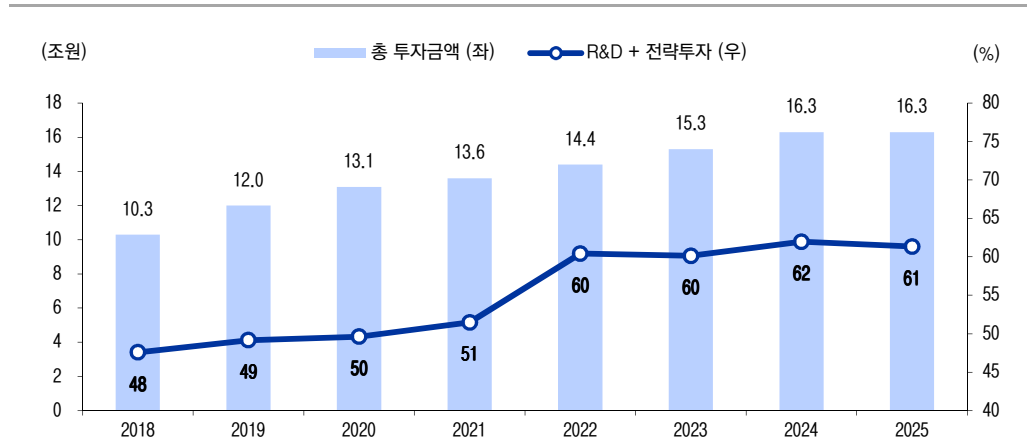
자동차 밸류에이션의 변화: ROE 상승으로 이어지는 투자 Cycle 시작

오늘날 자동차 업체들은 과잉 설비투자과 경직된 조직문화에서 탈피하며 높은 사업의 유연성을 갖춘 몇몇 상위 업체들이 이끄는 산업구조로 변화할 것으로 예상된다. 이들의 특징은 유연성으로 대변되는 사업구조이며, 높은 자본효율성을 달성했을 가능성이 높다. 단순히 자동차 업체가 아닌 모빌리티 기업이라면, 당연히 요구되는 항목이다.

대표적으로 현대차그룹의 경우, 향후 5년간 투자 Cycle은 이러한 자본효율성이 높은 형태로 진행될 것으로 예상된다. 특히 연간 780만대 생산능력을 갖춘 글로벌 공장은 컨베이어 벨트 방식이 아닌 셀방식(다품종 소량생산)의 스마트팩토리 형태로만 확대되는 가운데, 집중적으로 소프트웨어 분야 투자가 커진다. 그룹사 전체로 보면, 2022년부터는 총 투자금액에서 Capex가 차지하는 비중은 40% 미만으로 급감하는 반면, R&D와 전략투자비중이 60% 이상을 차지하게 된다. 일반적으로 알려진 Motional의 로보택시 투자 외에도 지속적으로 소프트웨어 관련 투자가 지속 상승하는 것이다.

많은 자동차 회사들은 장차 소프트웨어를 통한 매출창출을 원한다. Tesla의 FSD에서 보여줬듯, 각자의 플랫폼을 통해 과금체제를 만드려는 것이다. 현대차그룹의 경우 올해 말부터 FOTA(Firmware OTA)를 도입한다. 이를 통해 차량통합제어가 가능해 지는 구조인데, 궁극적으로 로보택시 역시 이를 기반으로 이뤄질 수 있는 것이다. 한편 이러한 기술들은 현대차그룹의 전동화 플랫폼인 E-GMP와 신규 도입시기가 겹치며 실제 핵심차종부터 첫 도입되는 경우가 대부분이다. 2023년경부터는 E-GMP 차량의 연간 판매량이 40만대를 넘어서게 될 것으로 예상되며, 본격적으로 하드웨어 수익성뿐만 아니라 소프트웨어/서비스 매출증가로 인한 ROE 개선 사이클이 본격화 될 전망이다.

그림1 ROE 상승을 유도하는 투자 Cycle 본격화: EV 플랫폼과 동행하는 타임라인



자료: 현대차, 기아, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 자동차산업 밸류에이션 상승의 핵심: 23년부터는 급격한 변화가 예상되는 사업환경

(조원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	20~25년 총계
현대차									
R&D	2.7	2.9	3.0	3.5	3.7	3.8	4.1	4.2	22.3
Capex	3.3	4	4.7	4.5	4.4	4.6	4.7	4.7	27.6
전략투자	0.1	0.9	1.0	0.9	1.8	2.0	2.3	2.2	10.2
기아									
R&D	1.9	1.9	1.8	2.0	2.1	2.2	2.3	2.3	12.7
경상투자	2.1	2.1	1.9	2.1	1.3	1.5	1.5	1.6	9.9
전략투자	0.2	0.2	0.7	0.6	1.1	1.2	1.4	1.3	6.3
합산									
R&D	4.6	4.8	4.8	5.5	5.8	6.0	6.4	6.5	35.0
Capex	5.4	6.1	6.6	6.6	5.7	6.1	6.2	6.3	37.5
전략투자	0.3	1.1	1.7	1.5	2.9	3.2	3.7	3.5	16.5
총 계	10.3	12.0	13.1	13.6	14.4	15.3	16.3	16.3	89.0

자료: 현대차, 기아, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 현대차그룹의 핵심 투자와 운영시점 구분

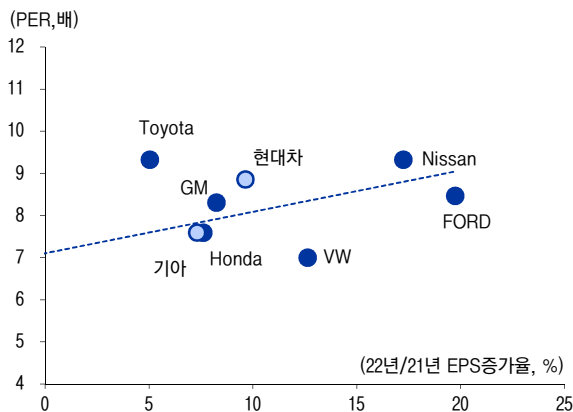
구분	개요	본격 사업운영 시점
무선업데이트	현대 블루링크 플릿, 기아 커넥트, GCS 월 구독 서비스, 신차구입시 5년간 무료 FOTA를 통해 차량통합제어 서비스 개시	2019년 G90 첫 네비게이션 OTA 2021년 GV60 FOTA 첫 적용 2023년 E-GMP전모델 FOTA 적용
카페이	현대차 '카페이', 기아 '기아페이', 제네시스 '제네시스 카페이' 도입	2019년 현대카드와 협업으로 본격 투입 주차/충전 외에 e-commerce 시장으로 본격 확장
로보택시	3세대 통합제어기 도입 (현대차 자체기술) 모셔널기반 LV4 시스템 개발 Lyft 네트워크 활용한 상용화	2021년 LA 시험주행 개시 2021년 로보셔틀 국내 스마트시티 시범주행 2023년 로보택시 사업 시작
수소트럭 운영	스위스와 H2 합작법인 설립 H2 모빌리티 지분투자 확정 캘리포니아 오클랜드 지역 트럭 대체	2020년 스위스 첫 수출, 2025년 까지 유럽시장 2.5만대 트럭 수출 목표 2021년 미국 본격 수출
UAM	기체제작(S-A1)로 5인승 운송 사업 장거리 이동 가능한 카고 UAS 사업	2024년 미국 FAA 라이선스 확보 기대 2026년 카고 UAS 상업화 시작

자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터

PER 만으로 기존 자동차 산업의 밸류에이션 평가는 저문다

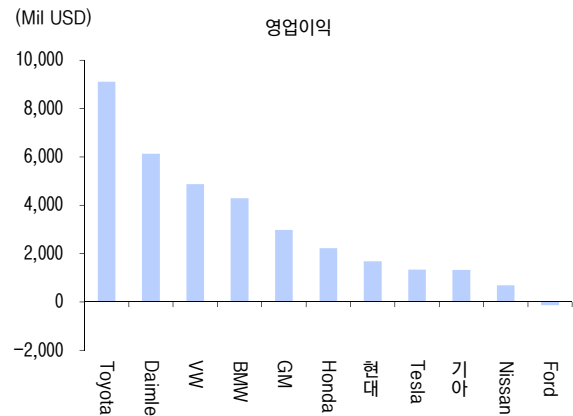
글로벌 자동차 회사들은 2Q21에 들어서며 사상최대 수준의 이익을 경신했으나, 대다수의 업체들이 이러한 놀라운 수준의 이익레벨은 하반기에 이어질 수 없을 것으로 전망했다. 반도체 공급차질이 불어지며 인센티브 레벨이 현격하게 감소해서 나타난 현상이고, 하반기에 들어서는 반도체 공급차질 지속으로 인한 서플라이 체인 부실과 원자재 가격의 급격한 상승 등 이익의 함수에 외적변수가 너무 많이 반영되어 밸류에이션 상승을 제한하는 것이다. 특히 2022년 글로벌 업체들의 이익증가율은 대체로 10% 내외 또는 그 이하로 예측되고 있고, 올해 대비로도 기저효과가 높은 Nissan과 Ford의 경우에만 사실상 20%에 달하는 이익증가율을 보유하고 있는 실정이다.

그림2 글로벌 Peer 들의 PER/EPS 증가율 비교: 20% 이상 EPS 증가율을 보이는 경우는 대부분 기저효과에 기인



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 글로벌 Peer 들의 2Q21 영업이익 비교: 모두가 엄청난 이익을 내고 있는 상황



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

밸류에이션 상승은 자산회전율의 증가에서 발현되기 시작할 것

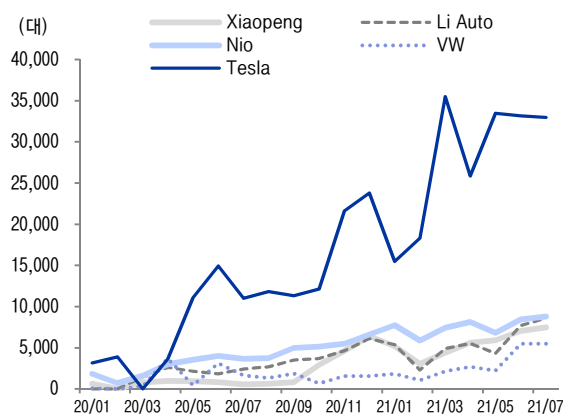
VW과 Daimler는 한편 최근 투자자 컨퍼런스에서 핵심 미래사업으로 '서비스 매출'과 '모빌리티' 분야 매출을 크게 강조했다. OTA(Over the Air)기능을 순차적으로 차량에 도입하고, 카셰어링/렌터카 사업을 통해 기존의 자동차 판매 외에도 다른 수익원을 확보하겠다는 전략이다. COVID-19로 인한 영향이 감소하게 되면 자연스럽게 높아진 눈높이에 미달하는 일반 대중브랜드에 대한 선호도는 떨어질 수 밖에 없는데, 모빌리티 사업의 고도화는 이러한 현상을 희석시킬 뿐 아니라 수익구조를 개선시키는 역할을 한다.

기존의 자동차 회사들 중 GM과 Ford를 제외하고는 대부분 카셰어링 사업에 본격적으로 나선 것으로 보인다. 현대/기아의 경우에도 각각 두개 이상의 카셰어링 브랜드를 운영하고 있고, Sixt Leasing 인수로 모빌리티 사업에 활용할 계획이다. 독일 업체들 중에서 Daimler와 BMW그룹은 기존에 각각 운영하던 Car2go와 Drive Now를 결합시킨 형태의 Share Now라는 신규 JV를 운영 중이다. 한편 VW의 경우 최근에 중국에서 ID4 판매부진으로 난항을 겪고 있는데, 장기적으로 이러한 현상을 만회하기 위해 프랑스 렌터카 업체인 Europcar의 인수에 나서고 있는 상황이다.

현대기아차의 경우 Vive/위블 브랜드로 스페인 카셰어링 브랜드로 EV시장 진입에 일단 의미있는 시장침투가 이뤄진 것으로 보이는데, 기아 모빌리티/ 현대 모션카 등 딜러십 활용 카셰어링 사업에도 본격 진출하고 있다. 기아의 경우 PBV사업을 통해서 2030년 1백만대 양산을 계획하고 있으며, 장차 모빌리티 사업 핵심축으로 작용 예정이다.

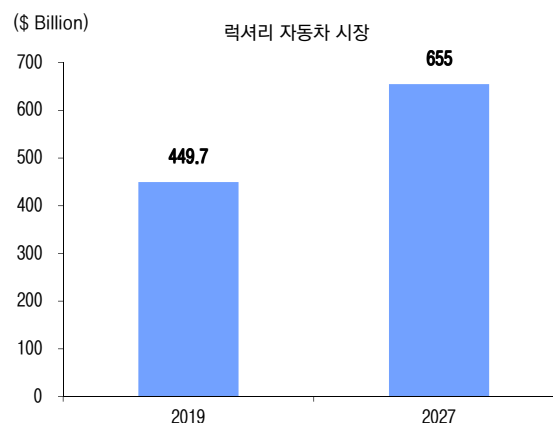
2021년은 OTA비즈니스가 본격화 되는 원년이다. 그동안 Tesla의 FSD는 사실상 이 시장에서 독주하는 구도였는데, 2020년 6월 유엔 유럽경제위원회의(UNECE) WP.29에서 사이버보안과 무선업데이트에 대한 새로운 기준을 채택하며 자동차 업체들은 본격적으로 도입하기 시작한다. 즉, 규제상 더 이상 제한이 없기 때문에 모바일 디바이스와 동등한 시장을 놓고 경쟁 할 수 있게 된 것이다.

그림4 중국내 ID4 판매, 결국 EV에서도 Non-프리미엄 전략은 상당히 고전: Tesla/Nio의 독무대



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 럭셔리 시장은 여전히 급증할 것으로 전망



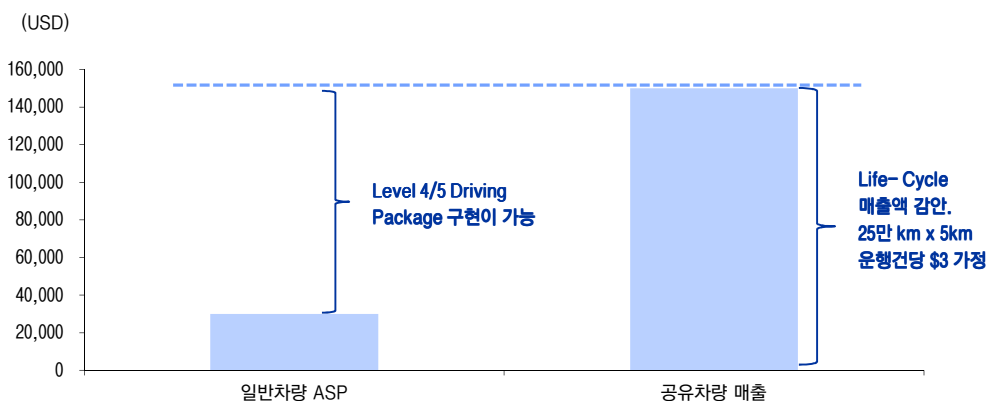
자료: Fortune Business Insights, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 자동차 업체별 카셰어링 비즈니스 본격 진출

OEM	카셰어링 비즈니스 진출 사례	주요 시점
현대차	스페인 Vive, Moceanicar	2020년 바이브 런칭
기아	스페인 위블, 기아 모빌리티	2017년 위블 설립
Daimler	Share Now	구 Car2go
BMW	Share Now	구 Drive Now
Stellantis	Free2Move	2016년 PSA가 설립
VW	Europcar	인수추진중
Renault	Mobilize	2021년 신규진출
GM	Maven	2020년 사업중단
Ford	Chariot	2019 사업중단

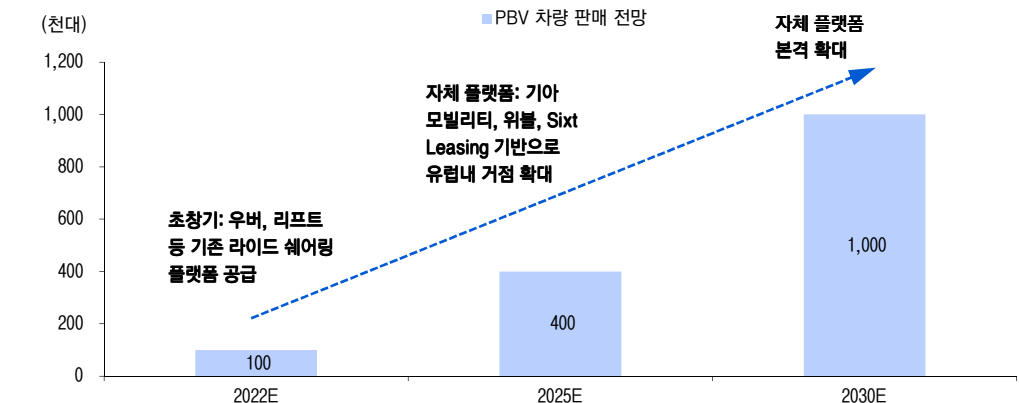
자료: 언론종합, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 결국 제조업의 한계를 돌파하는 서비스 영역으로 진출. 기아의 유럽 모빌리티 시장 진출



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 기아의 PBV 사업 런칭: 결국 자체 모빌리티 플랫폼 확보를 위한 사업이 될 것



자료: 기아, 이베스트투자증권 리서치센터

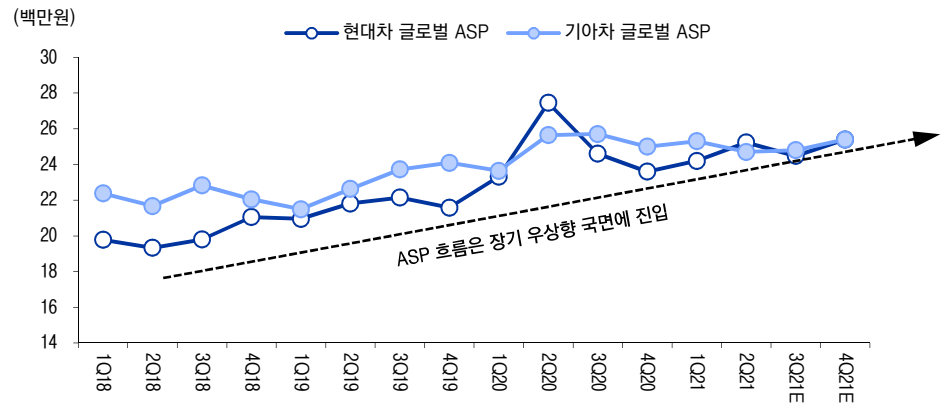
당장 확인되는 자산효율화의 근거, 뚜렷한 옵션 채택율의 증가

현대차그룹에서 2019년부터 매우 뚜렷하게 나타나는 현상은 평균 판매단가의 인상이다. 이는 최근 폴모델 체인지를 거친 차량에서 뚜렷하게 나타나는데, 베이스 가격의 상승보다도 특히 옵션 채택율이 크게 증가하며 나타난 현상이다. 옵션은 크게 ADAS옵션, 커넥티드카 두 가지로 구분되는데 중형차 가격의 경우 사실상 150만원 이상의 ASP 상승효과로 인해 5% 이상의 판매단가 인상이 발생한다. 최근 기아에서 집계된 핵심 RV 차종들의 폴체인지 이후 옵션 채택율은 대부분 기존대비 2배 이상인 70~80% 수준에 육박하고 있어 소비자들의 고급사양에 대한 선호도 자체가 크게 증가한 것을 알 수 있다.

이러한 옵션 채택율의 급증은, 올해 현대차그룹이 올해 하반기 출시되는 GV60, G90부터 탑재시키는 인포테인먼트 전용 운영체제인 ccOS(Connected Car Operating System)가 상용화되며 더욱 탄력을 받을 가능성이 높다. 특히 OS를 타 IT업체에 의존하는 경우와는 다르게, 현대차그룹이 자체적으로 수직계열화 한 사례이기 때문에 고용량 데이터를 신속하게 다루는데 상대적 우위를 점할 수 있을 것이다. LG전자의 콕핏 시스템, 엔비디아의 고성능 '엔비디아 드라이브'의 조합으로 공급되는 첨단 인포테인먼트 시스템이 도입되며 OTA등 커넥티드카의 기능이 상당히 강화될 것으로 기대된다.

현대차그룹은 ADAS와 LV4이상의 완전자율주행인 Motional을 지원하는 OS는 블랙베리 QNX에 의존하는 것으로 알려졌으나, 인포테인먼트 분야에서는 처음부터 현대차그룹이 원하는 대로 차후 어플리케이션들을 수직계열화해 지원하는 방식을 택한 것으로 보인다. 이를 기반으로 강력한 인포테인먼트에서 파생되는 시장 선점을 목표로 하고 있으며, GM, Ford, Volvo 등뿐만 아니라 전세계 M/S 30% 이상을 넘어서는 구글의 Android Automotive OS와는 다른 독자 운영체제를 구축할 것으로 보인다. 독자운영체제의 구축은 굉장히 중요한데, 결국 외부 OS업체에 의존할 경우 데이터 수집에 있어 제약이 있을 수 밖에 없다.

그림8 현대기아 장기 ASP 추이: 뚜렷한 가격 상승에 대한 근거 확보



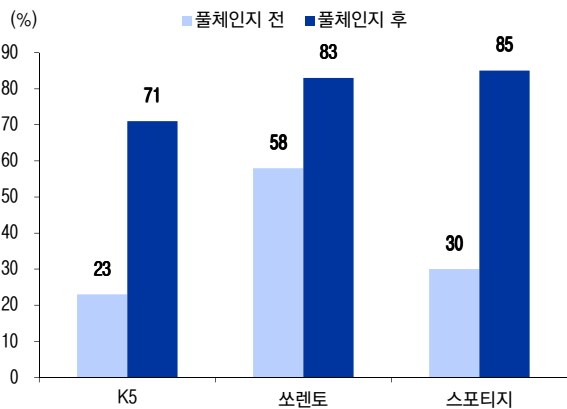
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 현대차 ccOS의 구성: 리눅스 기반 자체 인포테인먼트 플랫폼 적용 시작



자료: HMG Journal, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 기아 핵심차종별 드라이브와이즈/UVO 채택비율



자료: 기아, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 본격적인 ASP 상승을 예고하는 첫 차, 스포티지



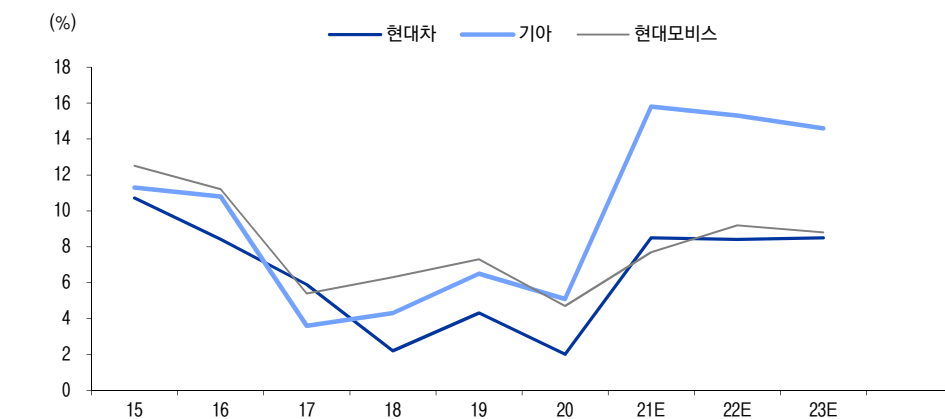
자료: 기아, 이베스트투자증권 리서치센터

거대한 변화의 한 가운데에서 턴어라운드의 핵심을 찾는다

자동차산업의 서비스/모빌리티 사업에서 회수되는 본격적인 이익실현은 2023년경부터 눈에 띄게 증가할 것으로 예상되는데, 이는 기본적으로 EV판매가 증가하며 나타날 것으로 기대한다. 대부분의 자동차 회사들은 현재 EV전용 플랫폼 개발과 함께 인포테인먼트/자율주행 소프트웨어 개발을 동일하게 접목시키고 있기 때문이다. 특히 몇몇 업체들은 새로운 브랜드 전략의 핵심으로 커넥티드카 서비스 기능을 강화시키고 있어 장기 매출 성장의 핵심요인으로 EV브랜드의 성공이 핵심이다. EV 브랜드는 결국 하드웨어 플랫폼 통합뿐만 아니라 소프트웨어 플랫폼 통합까지 요구된다.

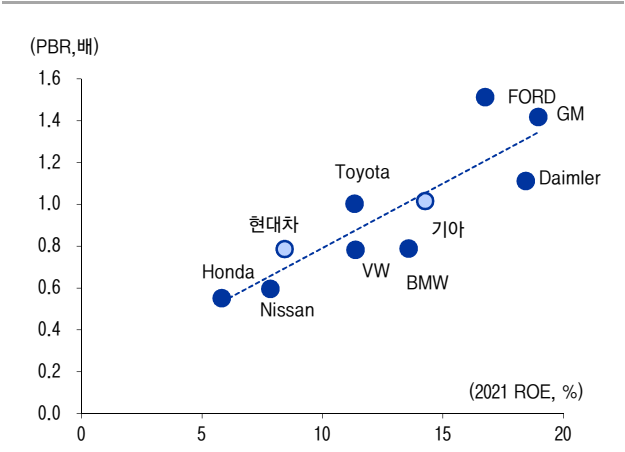
현대차그룹의 경우 2023~2024년경이 중요하다. E-GMP에서 최대 부가가치를 올릴 수 있는 차량은 결국 아이오닉7급 대형 SUV와 E-GMP기반으로 전환된 제네시스 브랜드의 전기차가 될 것이다. 2023년부터는 대부분의 신차에는 기본적으로 CCU(Connected Car Unit), OTA를 지원하는 형태의 3세대 통합제어기가 탑재되기 시작해 커넥티드카 서비스가 현격하게 증가할 것으로 기대된다. 또한, 전기차 하드웨어 플랫폼에서는 이미 2023년이면 기존 내연기관 플랫폼의 수익성을 능가할 것으로 기대되고 있기 때문에 현대기아차 및 하드웨어/소프트웨어 기반의 선두권 업체들은 현격한 ROE 상승이 예상된다. 기아의 경우 특히 현재 내연기관 라인업에서도 강력한 RV차종 라인업을 바탕으로 높은 ASP를 형성하고 있으며, 특히 현대차와 동반해서 진출한 해외 시장 대부분에서 현지화 전략의 효과가 뚜렷하게 나타나고 있어 2021년 현재부터도 상대적으로 강한 자본효율성을 확보한다.

그림12 현대, 기아, 현대모비스의 장기 ROE 추이: 현대차그룹은 E-GMP 도입을 기점으로 모빌리티 사업을 동시에 추진, 2024년 부터는 ROE 개선 흐름이 본격화 될 것



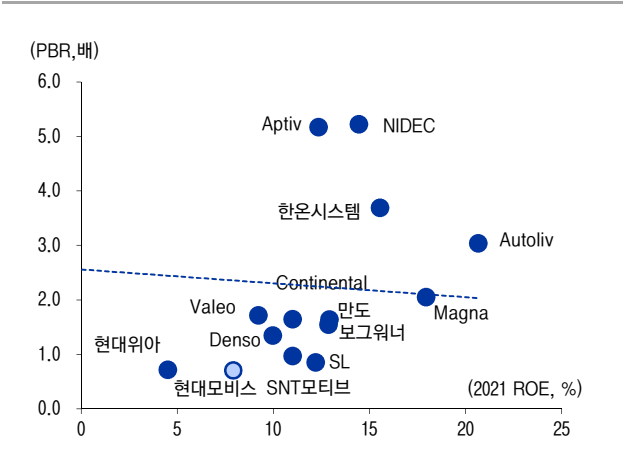
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 글로벌 주요 완성차 업체들의 ROE-PBR



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 글로벌 주요 부품업체들의 ROE-PBR



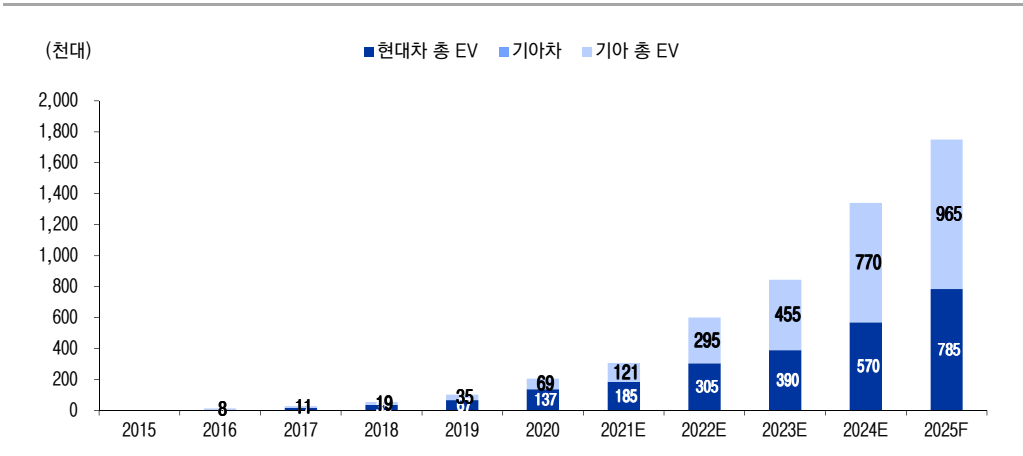
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 현대차, 기아의 2025년까지 EV 판매량 추이 및 전망

(천대)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025F
현대차										
파생 EV	6	18	33	51	110	95	125	140	160	185
E-GMP						90	180	250	410	600
총 EV	6	17	35	67	137	185	305	390	570	785
기아										
파생EV	8	11	19	35	69	91	115	135	140	165
E-GMP						30	80	170	280	400
PBV							100	150	350	400
총 EV	8	11	19	35	69	121	295	455	770	965
현대기아 합산	14	28	54	102	206	306	600	845	1,340	1,750

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 현대차, 기아의 2025년까지 EV 판매량 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표5 글로벌 자동차 Peer 밸류에이션 테이블

업체명	Tesla	Toyota	Honda	Nissan	VW	BMW	Daimler	FORD	GM	HMC	Kia	BYD
Mkt Value (Mil \$)	710,009	296,487	59,032	23,742	157,930	63,698	95,287	54,289	77,885	39,833	29,671	120,799
Stock Price (\$)	717.2	90.9	32.6	5.6	245.2	97.9	89.1	13.6	53.7	186.4	73.2	35.1
Sales (Mil \$)												
19	24,578	274,736	137,347	90,873	282,820	116,662	193,386	155,900	137,237	90,773	49,913	17,632
20	31,536	256,718	124,239	74,169	254,474	113,020	176,180	127,144	122,485	88,300	50,237	22,265
21E	50,096	301,586	147,618	93,783	299,790	129,889	203,095	131,424	131,201	102,371	61,346	30,530
22E	68,530	308,161	149,884	94,574	316,084	140,408	215,727	158,896	151,469	108,034	64,451	37,420
OP (Mil \$)												
19	-69	22,070	5,829	-372	16,360	8,333	4,603	574	5,481	3,095	1,725	845
20	1,994	20,732	6,228	-1,421	11,657	5,469	7,039	-4,408	6,634	2,033	1,755	1,446
21E	4,907	29,947	8,639	2,521	22,537	12,812	21,564	8,035	10,425	6,260	4,512	1,584
22E	8,152	31,659	9,534	3,137	25,216	13,217	21,149	9,693	12,450	6,839	4,885	2,109
OPM (%)												
19	-0.3	8.0	4.2	-0.4	5.8	7.1	2.4	0.4	4.0	3.4	3.5	4.8
20	6.3	8.1	5.0	-1.9	4.6	4.8	4.0	-3.5	5.4	2.3	3.5	6.5
21E	9.8	9.9	5.9	2.7	7.5	9.9	10.6	6.1	7.9	6.1	7.4	5.2
22E	11.9	10.3	6.4	3.3	8.0	9.4	9.8	6.1	8.2	6.3	7.6	5.6
Net Income												
19	-862	18,730	4,192	-6,174	15,545	5,502	2,661	47	6,732	2,558	1,568	234
20	721	21,180	6,202	-4,233	10,124	4,310	4,141	-1,279	6,427	1,209	1,263	614
21E	3,960	26,601	7,162	2,271	16,795	11,313	14,855	4,943	8,920	5,291	3,925	675
22E	6,585	27,891	7,655	2,662	19,077	9,920	14,444	6,550	10,097	5,838	4,217	1,000
ROE(%)												
19	-14.9	10.2	5.6	-14.3	12.5	8.4	3.8	0.1	16.3	3.3	6.5	2.6
20	4.8	13.3	11.2	-1.2	7.6	6.3	5.9	-4.0	14.4	1.6	5.1	7.4
21E	17.6	11.3	7.8	5.8	11.4	13.6	18.5	16.8	19.0	8.4	14.3	7.3
22E	19.8	11.0	7.8	7.0	11.8	11.7	15.8	17.7	17.8	8.6	13.5	8.9
PER(x)												
19	N/A	8.9	9.3	N/A	6.5	9.9	22.2	8.0	7.6	10.7	9.7	69.5
20	348.3	9.2	6.3	N/A	10.2	4.9	5.9	5.7	5.9	13.0	9.8	141.8
21E	131.6	9.3	7.6	9.3	7.0	5.9	6.4	8.5	8.3	8.9	7.6	125.7
22E	96.3	8.8	7.1	7.9	6.2	6.4	6.5	7.1	7.7	8.1	7.1	88.9
PBR(x)												
19	11.4	0.9	0.5	0.3	0.8	0.8	0.9	1.1	1.2	0.3	0.6	1.8
20	30.5	1.1	0.7	0.6	0.8	0.8	1.0	1.1	1.3	0.6	0.8	8.4
21E	24.9	1.0	0.6	0.6	0.8	0.8	1.1	1.5	1.4	0.8	1.0	8.5
22E	19.7	0.9	0.6	0.5	0.7	0.8	1.0	1.4	1.2	0.7	0.9	7.7
EPS(USD)												
19	-1.0	6.7	2.4	-1.6	29.8	8.4	2.5	0.0	4.6	9.7	3.9	0.1
20	0.7	7.6	3.6	-1.1	19.0	6.5	3.9	-0.3	4.4	4.6	3.2	0.2
21E	5.2	9.6	4.2	0.6	34.2	16.4	13.6	1.6	6.4	21.2	9.7	0.3
22E	7.1	10.1	4.5	0.7	38.5	15.0	13.6	1.9	6.9	23.2	10.4	0.4
EPS(%)												
19	적전	14.0	-23.3	적전	7.0	-33.2	-69.0	-98.9	-17.6	89.6	49.2	-48.5
20	흑전	13.2	50.1	적지	-36.4	-21.8	55.7	적전	-5.6	-52.3	-19.5	194.6
21E	604.6	26.7	16.9	흑전	80.3	149.9	252.5	흑전	46.3	357.9	208.3	21.4
22E	36.7	5.1	7.6	17.2	12.6	-8.5	-0.4	19.7	8.2	9.6	7.3	41.3

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 글로벌 자동차부품 Peer 밸류에이션 테이블

업체명	Denso	Veon eer	콘티 넨탈	Aptiv	보그 워너	Magna	Valeo	Autoliv	MOBIS	Hanon	만도	NIDEC
Mkt Value (Mil \$)	55,541	4,102	26,693	42,808	10,716	24,858	7,005	8,333	21,402	7,295	2,523	66,215
Stock Price (\$)	70.5	36.6	133.5	158.3	44.7	82.2	29.0	95.3	225.8	13.7	53.7	111.0
Sales (Mil \$)												
19	47,406	1,902	49,793	14,357	10,168	39,431	21,804	8,548	32,661	6,141	5,135	14,118
20	46,569	1,373	43,069	13,066	10,165	32,647	18,766	7,447	31,098	5,835	4,724	15,263
21E	54,677	1,753	45,814	16,201	15,468	39,508	21,723	8,976	36,436	6,705	5,504	17,771
22E	57,012	2,142	48,813	18,465	17,241	43,775	23,884	10,169	39,900	7,190	5,966	19,674
OP (Mil \$)												
19	562	-460	-77	1,276	1,303	2,367	1,085	726	2,025	415	188	1,015
20	1,463	-367	-716	2,118	618	1,487	-661	382	1,554	268	75	1,509
21E	5,082	-324	2,916	1,628	1,580	2,829	932	834	2,064	437	281	2,120
22E	5,668	-180	4,046	2,116	1,878	3,452	1,375	1,084	2,480	527	334	2,535
OPM (%)												
19	1.2	-24.2	-0.2	8.9	12.8	6.0	5.0	8.5	6.2	6.8	3.7	7.2
20	3.1	-26.7	-1.7	16.2	6.1	4.6	-3.5	5.1	5.0	4.6	1.6	9.9
21E	9.3	-18.5	6.4	10.0	10.2	7.2	4.3	9.3	5.7	6.5	5.1	11.9
22E	9.9	-8.4	8.3	11.5	10.9	7.9	5.8	10.7	6.2	7.3	5.6	12.9
Net Income												
19	626	-500	-1,371	990	746	1,765	350	462	1,966	273	95	553
20	1,180	-545	-1,098	1,804	500	757	-1,243	187	1,298	94	5	1,151
21E	3,857	-345	1,630	981	813	2,249	350	539	2,334	301	193	1,656
22E	4,321	-198	2,507	1,429	1,182	2,588	763	710	2,711	360	215	1,997
ROE(%)												
19	1.9	-28.1	-7.4	27.2	16.7	16.4	6.8	23.1	7.3	15.0	7.5	6.2
20	8.3	-36.7	-7.0	30.2	9.0	6.8	-27.7	8.3	4.7	5.1	0.4	13.1
21E	10.0	-32.2	11.0	12.3	12.9	17.9	9.2	20.7	7.9	15.5	12.9	14.4
22E	10.3	-25.1	14.7	15.1	15.2	20.1	16.4	23.3	8.6	16.9	12.8	15.2
PER(x)												
19	39.7	N/A	N/A	19.8	14.1	9.1	24.0	14.7	10.6	18.7	14.9	43.5
20	18.8	N/A	N/A	72.0	196.7	16.8	N/A	29.2	15.6	78.5	474.2	52.5
21E	13.3	N/A	15.1	40.9	10.1	10.9	19.0	14.8	9.0	23.5	12.4	38.9
22E	11.8	N/A	10.0	28.6	8.3	8.7	9.0	11.1	7.7	19.6	11.2	32.4
PBR(x)												
19	0.8	1.0	1.5	6.3	1.9	1.5	1.6	3.5	0.7	2.7	1.1	3.5
20	1.4	1.9	2.0	4.5	1.4	1.9	2.4	3.3	0.7	4.1	1.7	6.4
21E	1.3	4.4	1.6	4.8	1.4	1.9	1.7	2.8	0.7	3.5	1.5	5.2
22E	1.2	5.6	1.5	4.2	1.3	1.6	1.5	2.4	0.6	3.2	1.4	4.6
EV/EBITDA(x)												
19	7.1	N/A	10.4	13.7	5.8	4.8	4.8	8.2	4.9	9.4	6.0	18.8
20	8.4	N/A	12.9	12.4	9.7	7.2	8.4	11.8	5.7	13.9	10.1	29.2
21E	6.5	N/A	5.5	17.6	5.7	5.6	4.2	7.5	5.0	10.7	6.9	21.4
22E	6.0	N/A	4.5	14.4	5.0	4.8	3.5	6.2	4.3	9.5	6.2	18.5
EPS(USD)												
19	0.8	-4.9	-6.9	3.9	3.6	5.6	1.5	5.3	20.8	0.5	2.0	0.9
20	1.5	-4.9	-5.5	6.7	2.4	2.5	-5.2	2.1	13.9	0.2	0.1	2.0
21E	5.0	-3.0	8.7	3.7	4.2	7.1	1.5	6.2	24.8	0.6	4.1	2.8
22E	5.7	-1.8	13.1	5.4	5.1	8.9	3.2	8.2	29.0	0.7	4.6	3.4
EPS(%)												
19	-72.5	적지	적전	-4.7	-18.8	-15.6	-46.0	141.6	14.7	8.4	-1.3	-44.2
20	88.3	적지	적지	74.5	-35.3	-55.1	적전	-59.5	-33.1	-65.7	-94.8	109.1
21E	231.2	적지	흑전	-44.3	79.3	182.8	흑전	189.0	78.6	222.0	3,822.1	44.1
22E	12.9	적지	50.4	43.1	21.0	25.5	111.9	33.0	16.7	19.4	10.8	20.0

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

모빌리티산업으로 확장 원년

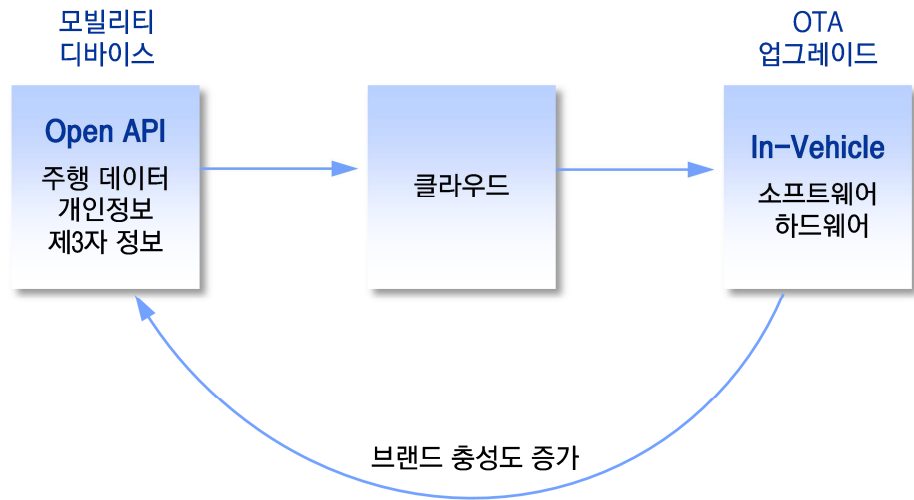
2021년이 OTA사업 본격화의 원년: 제네시스 차종부터 도입시작

OTA(Over the Air, 무선 업데이트)기능은 그 동안 자동차 산업에서 양면성이 가장 뚜렷한 영역이었다. 완성차 입장에서 수익화 하지 못한 소프트웨어인 한편, 부품업체 입장에서 소프트웨어 매출로 직결되어 왔기 때문이다. OTA를 통한 소프트웨어 등을 업데이트해 실제 기기를 바꾸지 않아도 최신형 OS와 소프트웨어를 사용하는 방법은 애플에서 2011년 처음 도입해 iOS를 업데이트해 왔는데, 자동차 산업에서는 Tesla가 사업 초기부터 도입해 왔다. 다만 모델3의 대량 양산이 이뤄지기까지는 회사의 존폐위기 거론, 대주주의 매각 가능성 등 여러 외적 변수들이 작용해 그 동안 기존 자동차 회사들 자연스럽게 위기의식을 느낀 시점 자체가 굉장히 늦어진 2019년경 수준인 것이다.

현대차에서는 최근 기존에 제공하던 커넥티드카 서비스인 '블루링크'를 '블루링크 플릿'으로 바꿨는데, 브랜드 전략상 OTA제공 서비스를 크게 늘리는 과정의 일환인 것으로 보인다. 특히 국내에서는 그 동안 자동차 관리법 제66조에 의거해 자동차정비 사업자가 사업장이 아닌 장소에서 차량 점검 및 수리하는 행위를 제한해 왔으나, 지난해 6월 정부의 샌드박스 실증 특례에서 통과해 FOTA(Firmware OTA)를 제공할 수 있게 되었다. 즉, 블루링크 플릿은 FOTA의 서비스를 위한 브랜드 전략으로 보이며, 블루링크 플릿의 지정상품 서비스 항목들은 기본적인 차량제어 기능들을 포함하고 있다.

OTA 기능은 잠재적으로 자동차의 새로운 수익원으로 발전될 예정인데, 자동차 내/외부 환경에서 얼마나 수직계열화가 되어 있는지 정도에 따라 상품의 매력도가 결정될 것이다. 결국 가장 중요한 것은 고객에 대한 데이터다. 이는 개인 데이터뿐만 아니라 주행 데이터까지도 포함하게 된다. Tesla의 경우 2020년 말 기준 50억 마일 이상에 대한 주행 데이터를 보유한 것으로 알려져 있는데, 이것은 고스란히 Tesla의 자율주행 소프트웨어 개발의 중심인 머신러닝 훈련에 필요한 데이터로 사용된다. 즉 OTA가 가능한 환경하에서 운전자의 증가는 시간이 흐를수록 엄청난 네트워크 효과로 발전되는 것이다. 다만 이러한 접근은 현재까지는 Tesla가 유일하게 사용하고 있는 방식인데, 기본적으로 주행데이터를 활용할 뿐만 아니라 처음부터 OTA를 통한 차량제어 및 성능 업데이트를 가능케 하는 통합 ECU를 개발해 적용해 왔기 때문이다. 현대차에서는 이러한 기능을 지원하기 시작하는 시점은 2023년부터다. 고성능 AP기반 3세대 통합제어기는 기본적으로 CCU(커넥티드카 컨트롤 유닛)과 OTA를 모두 지원하는 형태가 될 것이다.

그림16 네트워크효과(Network Effect) 발현의 핵심은 OTA



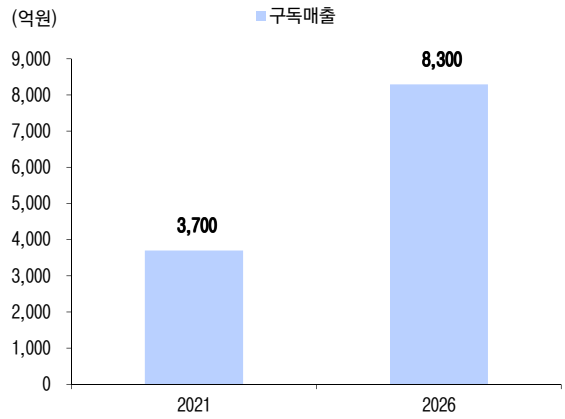
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 GV60 부터 Firmware OTA 기능 탑재: 네비게이션 업데이트가 아닌 차량제어 영역까지 발전



자료: 제네시스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 현대오트모버 구독사업 매출증가 예상도: 현대차그룹의 OTA 진출 대표적인 효과 발생사례



자료: 현대오트모버, 이베스트투자증권 리서치센터

표7 제네시스 판매량 전망: 제네시스 브랜드를 기반으로 OTA 확대전략 본격화

판매대수 (대)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
G70			4,389	28,216	28,960	16,246	19,000	18,000	18,000
미국			1,026	409	12,090	9,436	6,000	8,000	8,000
G80 (EV 포함)	76,658	61,021	56,914	44,937	29,087	60,645	68,000	70,000	68,000
미국	24,917	24,266	16,322	7,663	6,898	2,790	18,000	20,000	20,000
G90	8,875	26,153	17,286	12,236	19,738	12,284	10,000	18,000	18,000
미국	2,332	2,143	4,418	2,240	2,243	2,072	1,500	2,000	2,000
GV80						43,135	60,000	60,000	60,000
미국						1,517	25,000	25,000	25,000
GV70 (EV 포함)						98	60,000	70,000	80,000
미국						-	-	25,000	25,000
GV60							10,000	30,000	30,000
미국							-	2,000	2,000
총계	85,533	87,174	78,589	85,389	77,785	132,408	227,000	266,000	274,000
한국 + 글로벌	58,284	60,765	56,823	75,077	56,554	116,593	176,500	184,000	192,000
미국 계	27,249	26,409	21,766	10,312	21,231	15,815	50,500	82,000	82,000

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

OTA시장에 본격적으로 뛰어드는 자동차회사들

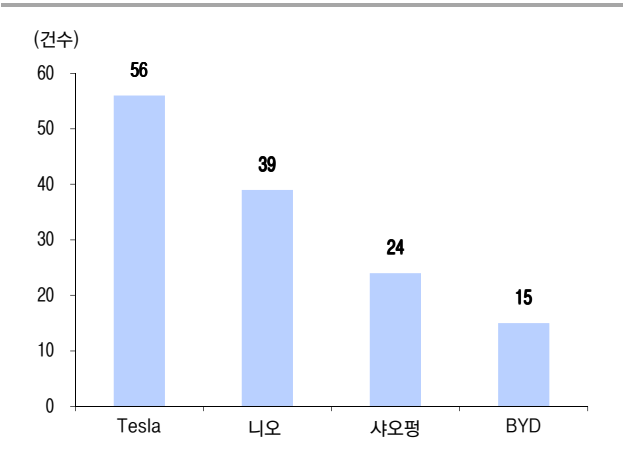
한편 OTA를 통한 업데이트가 장차 수익원으로 자리잡을 것으로 확정되는 분위기가 형성되며 글로벌 자동차 업체들과 각종 소프트웨어 업체들은 빠르게 이 시장으로 몰려들고 있다. 자동차 업체들은 OTA 구축을 위해 일반적으로 소프트웨어 회사들과 파트너십을 이루는데, Tesla의 경우 Harman으로부터 시스템을 제공받고 있는 것으로 알려져 있다. 그 외에 Bosch, Aptiv, Continental, Lear 등이 OTA 시장에서 Tier 1 중 주력 플레이어들로 언급되고 있으며, 그 외에 최근에는 Aurora Labs, Sibros, Excelfore, KPIT 등 상대적으로 신생업체들이 핵심 사업자로 부각되고 있다.

Tesla의 경우 FSD의 선택 비중이 최근 들어 30% 수준에서 결정되는 분위기다. 아주 최근에는 월\$99 수준의 구독모델도 내놓긴 했는데, 편의상 연간 판매량의 30% 가량이 FSD를 선택할 경우의 연간 발생 매출액은 약 1.5조원에 달하게 된다. 이는 2025년 Tesla의 판매량이 약 500만대일 경우를 가정한 수치다. 또한 오로지 FSD만 OTA를 통해 업데이트를 했을 경우이고, 기타 인포테인먼트 등의 서비스로 확장될 경우 수익화의 범위는 훨씬 넓어질 수 있을 것이다.

글로벌 전망기관인 IHS에서는 다소 공격적인 전망치를 내놓고 있는데, 2026년에는 차량중 약 40%는 핵심 ECU 제어, 즉 ADAS 시스템에 대한 업데이트 및 차량 제어 등이 가능한 수준까지 이를 것으로 전망하고 있는 것이다. 현대차 그룹의 경우 2023~2024년부터 본격적인 FOTA 지원이 가능한 수준에 도달하게 되는데, VW, Daimler, Toyota 등 자체 통합OS 개발에 나서고 있는 카메이커들이 현재까지 제시한 로드맵 일정과 거의 일치한다.

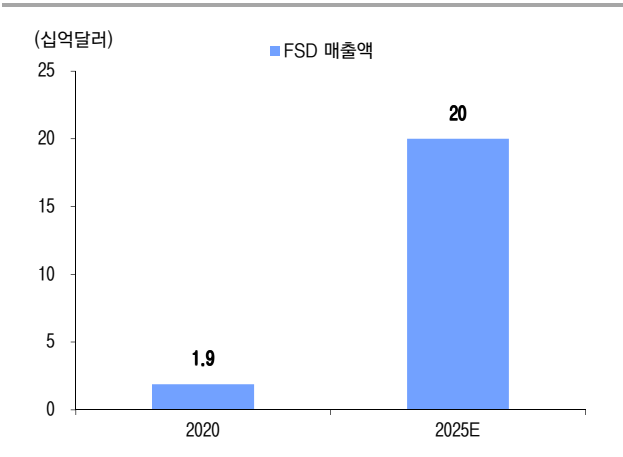
한편 중국의 스타트업 EV들의 경우 FOTA 적용에 있어 글로벌 경쟁사들 대비 한층 빠르게 도입되고 있다. 태생적으로 EV 스타트업 업체들은 OTA를 통한 성능 업그레이드를 염두에 두고 차량을 설계하는 경향이 커서 신기술 도입에 있어 적극적이지 못한 내연기관 업체들 대비 속도전에서 훨씬 유리한 것이다.

그림19 업체별 OTA 업데이트 실시 건수



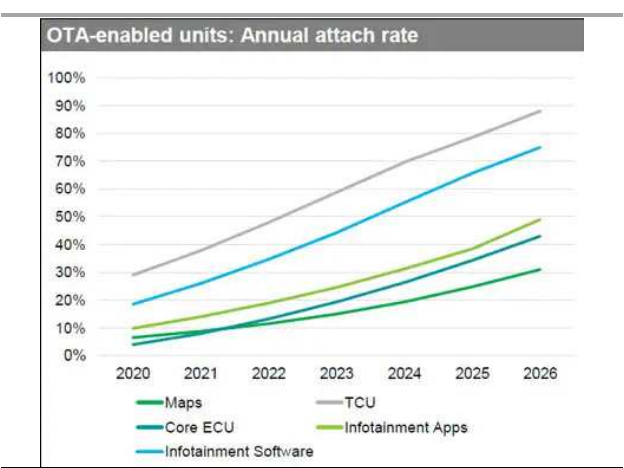
자료: 각 사, 언론종합, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 Tesla FSD 매출 증가 예상: 2025 년



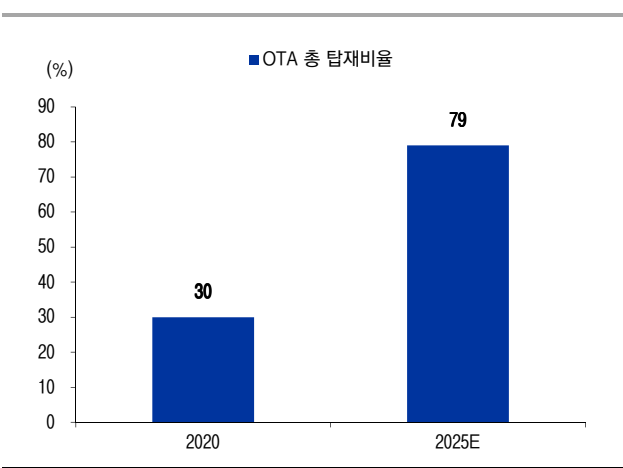
자료: Tesla, 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 OTA 세부기능별 탑재율 전망치: 차량용 인포테인먼트 시장 급증 기대



자료: IHS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 OTA 탑재차량 전망치: 기하급수적으로 증가, 일반적인 AVNT OTA 기능은 매우 보편화 될 것



자료: IHS, 이베스트투자증권 리서치센터

표8 글로벌 자동차회사별 OTA 업데이트 현황

브랜드명	OTA 업데이트 설명
테슬라	최초로 OTA 업데이트 시작 (12.10) 가장 많은 OTA 업데이트 수 기록 -2016년 최초로 중국에서 OTA 업데이트 실행 -2021년 6월 기준, 56회의 OTA 업데이트 실행
샤오핑	-2019년 1월, 샤오핑 G3에 Xmart OS 1.1.0 업데이트 진행 -2021년 6월 기준, 24회의 OTA 업데이트 실행
BYD	2021년 6월 기준, 15회의 OTA 업데이트 기록
BMW	ID.7 시스템 탑재한 모델들의 OTA 업데이트 (20.05) -2021년 6월 기준, 1.3백만대의 OTA 업데이트 진행 -2021년 말까지 2.5백만대의 OTA 업데이트 진행 예정
포드	미국/유럽에서 SYNC4를 탑재한 차종의 OTA 업데이트 진행 (21.03) -2021년말까지 1백만대의 포드/링컨 차량에 OTA 업데이트 진행 예정 -2028년경, 33백만대의 차량에 OTA 업데이트 진행할 계획
폭스바겐	전 EV차종에 OTA 업데이트 실행 예정 (21.07) -총 35가지 OTA 업데이트 시행 예정 -ID.3(ID.2.1 SW탑재)가 ID. SW 2.3의 업데이트를 최초로 받는 차량이 될 것임 -최초 업데이트는 라이트 기능 최적화 및 IVI 인터페이스 조정의 역할을 할 것임 -매 12주에 한번씩 업데이트를 진행할 계획임
닛산	OTA 기능 장착한 아리아 출시 계획 (21.08)

자료: EE Times, 언론종합, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 OTA 전문 소프트웨어 업체 외 상업화 현황

	OTA 기술 상업화 현황	기타 정보
Aurora Labs	OTA의 혁신적인 소프트웨어 기술 소프트웨어의 Line-of-Code 행동 분석 타 소프트웨어 세그먼트에 적용가능 몇몇의 OTA 무명고객	AI 및 머신러닝 기술 기반 소프트웨어 편집의 용도로 개발됨 WP.29 형식 허가에 특별히 유용함 2021말과 2022년에 생산할 계획
Excellfore & eSync	강한 eSync OTA 고객 및 클라우드 플랫폼 eSync Alliance는 11명 이상의 회원 보유 ESync: 스탠다드 자동차 클라우드 데이터 OTA 차량은 1백만 이상; 9개의 OEM사	OTA 기준을 위한 eSync Alliance 티어 1 예시) Alps/Alpine, Aptiv, ZF W3C와 GENIVI의 표준적인 노력 14백만대의 OTA 차량과 계약 중임
Harman	2015년부터 명확한 자동차 OTA 선두주자 OTA 고객들 및 OTA 클라우드 플랫폼 OEM 중심적 앱스토어 개발 2020년에 OTA를 사용중인 차량은 5천만대	OTA 선두주자인 Red Bend 인수 이그나이트 플랫폼: OTA 및 클라우드 안드로이드 자동차 앱에 집중 2020년 기준, 40개 이상의 OEM 회사
KPIT	7년 이상의 OTA 사업 경험 OTA 고객/클라우드 플랫폼 및 데이터 OTA 소프트웨어 관계의 클라우드 OTA를 사용중인 차량은 5백만대 기록 4개의 OEM 고객사들이 OTA 업데이트	자동차 전자 제품에 20년 이상의 경험 전반적인 차량 OTA 플랫폼 상호의존, 호환성 등의 특징 보유 11백만대의 추가 OTA 차량 계약 5개의 OEM고객사들이 OTA 제품
Sibros	OTA 고객/클라우드 및 데이터 모집 테슬라와 비슷한 OTA 플랫폼 OTA를 사용중인 차량은 50만대+ 이상 2021년 말, 2개의 OEM에게 OTA	전반적인 차량 소프트웨어 업데이트 설립자: 테슬라와 기타 OTA 경험 12개의 OTA 고객사들 3년만의 만든 성과
그 외 회사 (커버 대상 제외)	티어 1 회사들의 OTA 제품 OTA 소프트웨어 공급자들	APTIV, 보쉬, 콘티넨탈, 리어, 히어 에어비쿼터, QNX-블랙베리, 윈드리버

자료: EE Times, 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

로보택시 시장 주도권 경쟁의 시작

로보택시 시장의 개화, 주도권 싸움도 시작

로보택시, 즉 SAE(미국자동차 공학협회) 기준 Level4 이상의 자율주행 시장에 대한 축정이 본격화 되고 있습니다. 여러 업체들이 이 시장을 위해 천문학적인 자금조달을 하고 있으며, 특히 기존 자동차 업체들 사이에서도 핵심 투자영역으로 자리잡고 있습니다. 가장 먼저 로보택시 시장이 개화될 것으로 예측되는 곳은 미국시장이며, 2040년까지 장기적으로 봤을 때, 약 1조 1,160억 달러 수준의 시장이 형성될 것으로 기대됩니다.

지난해 Waymo를 필두로 로보택시 시장이 개화 단계에 이르렀습니다. 기존 Lidar 진영과 Tesla 진영간의 경쟁구도가 시작되는 단계인데요, Tesla의 경우 사실상 AI혁명을 주도하고 있어 아주 의미있는 로보택시 플레이어가 될 것으로 예상됩니다. 한편 기존 자동차 업체들의 경우 플랫폼의 한계를 극복하기 위해 Uber, Lyft등 플랫폼업체들과의 파트너십을 강화시키고 있습니다.

로보택시 시장 주도권 경쟁의 시작

자율주행 시장 규모에 대한 측정

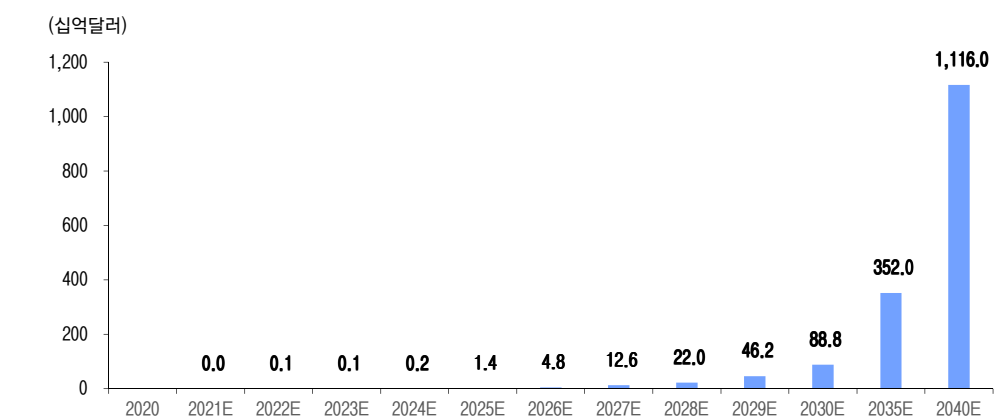
엄청난 성장잠재력을 갖춘 로보택시 시장

Tesla를 포함해 글로벌 대부분 자동차회사들의 최종목표는 결국 로보택시 사업을 달성하는 데에 있다. 자동차 산업을 둘러싼 모빌리티 산업 전체에서 결국 자율주행에 기반한 로보택시 사업은 엄청나게 큰 사업기회를 창출하기 때문이다. 즉, 기존에 약 3천조 수준에만 머물러 있던 자동차 판매라는 사업은 순식간에 몇배에 해당하는 시장에 노출되기 때문에 기술의 확보에 따른 현격한 밸류에이션 상승으로 이어질 수 있다.

다만 로보택시 시장의 규모 파악에 있어서는 여러가지 가정들이 필요한데, 당사는 미국 시장을 기준으로 2040년에는 약 1조 1,160억 달러 수준의 로보택시 시장이 형성될 것으로 산출했다. 한화 기준으로는 약 2천조원에 해당되는 시장이다. 산출에 대한 핵심 가정은 2040년 로보택시 운행대수 1,550만대, 마일당 요금 \$0.8, 대당 연간 운행거리 9만 마일을 반영한 수치다. 일반 ride-sharing 모델과는 다르게 로보택시 운영사업자가 발생매출의 대부분을 가져가 순매출과 총매출이 사실상 거의 유사하다.

미국내 총 자동차 등록대수는 현재 2.9억인데, 2040년경에는 3.1억대까지 증가해 전체 등록된 자동차 시장에서 로보택시 비중은 약 5% 수준으로 감안했고, 총 운행거리 중 자율주행이 차지하는 비중은 2030년이 되어도 약 2.3% 수준이나, 초장기적으로 나아가 2035년에는 7%, 2040년에는 약 17.5% 수준까지도 증가할 것으로 예측했다. 한편 위와 같은 가정은 로보택시 전개가 가장 빠르고 파괴적일 것으로 예상되는 Tesla에 대한 가정을 보수적으로 집계한 수치다. 또한 Rivian, Fisker, Lucid 등 후발 EV 스타트업 진영들 역시 고스란히 Tesla의 방식을 추구하고 있기 때문에 향후 전체 운영되는 차종 중 로보택시 수치는 1,550만대 대비 높이 형성될 수도 있을 것이다.

그림23 로보택시 시장 전망(미국시장 기준): 2040년 1조 1,160억 달러 수준까지 성장



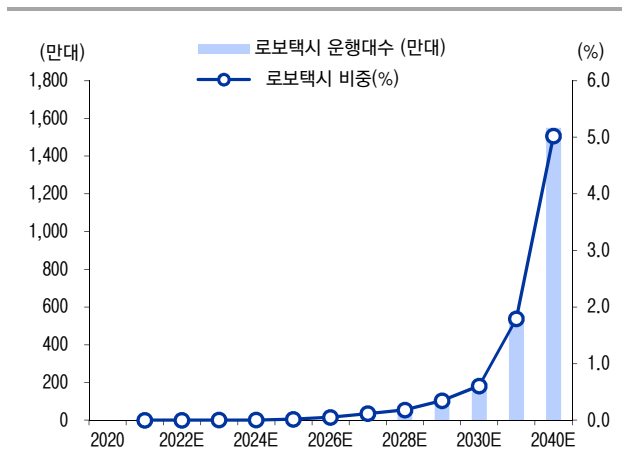
자료: US FHWA, 이베스트투자증권 리서치센터

표10 로보택시 시장 규모 전망치: 미국 기준 2040년에 약 1억 1,160억 달러까지 도달 예상

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2035E	2040E
총 운행거리 예상 (십억마일)	3,000	3,150	3,308	3,473	3,647	3,829	4,020	4,221	4,432	4,654	4,887	6,237	7,960
YoY(%)		5	5	5	5	5	5	5	5	5	5		
Full Autonomous시 시장 규모(십억달러)	3,000	2,520	2,646	2,778	2,917	3,063	3,216	3,377	3,546	3,723	3,909	4,989	6,368
YoY(%)		5	5	5	5	5	5	5	5	5	5		
총 자동차 등록대수 (백만)	291	292	294	295	297	298	300	301	303	304	306	307	309
로보택시 운행대수 (만대)		0	0	1	1	5	15	35	55	105	185	550	1,550
로보택시 비중(%)		0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	5
대당 자율주행거리 (천마일/Yr)	0	10	20	25	30	35	40	45	50	55	60	80	90
총 자율주행거리 예상치 (십억마일)		0	0	0	0	2	6	16	28	58	111	440	1,395
로보택시 시장규모 (십억달러, \$0.8/mile)		0	0	0	0	1	5	13	22	46	89	352	1,116
총 운행거리 중 자율주행거리 비중(%)	0	0.00	0.00	0.01	0.01	0.05	0.15	0.37	0.62	1.24	2.27	7.05	17.53

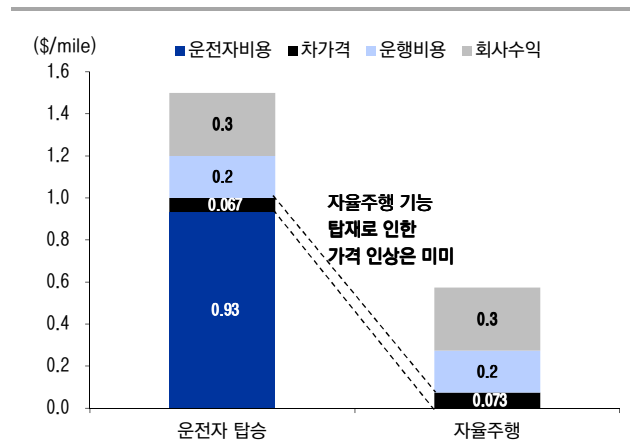
자료: US FHWA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 미국 내 로보택시 운행대수에 대한 가정: 2040년 경에는 100만대 수준에 도달할 것으로 예상



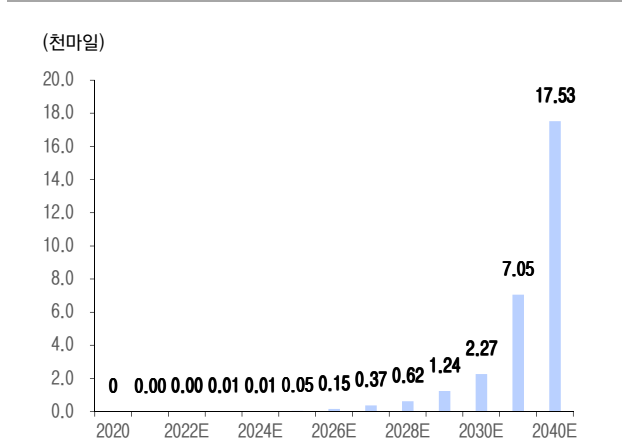
자료: US FHWA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 Autonomous, 즉 운전자 비용이 Level5 자율주행 부품으로 대체될 경우 Ride-hailing 가격인하 가능



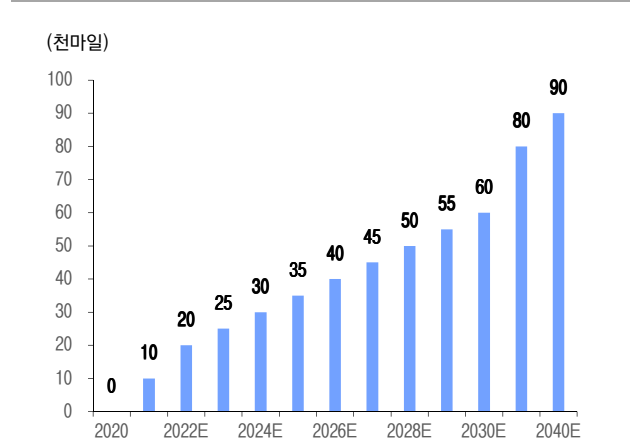
자료: 언론종합, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 미국내 총 주행거리 중 자율주행이 차지하는 비중



자료: US FHWA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 연간 로보택시 1대당 운행거리에 대한 가정



자료: US FHWA, 이베스트투자증권 리서치센터

진짜 두려운 건 이동의 수요가 구조적으로 증가하는 점

로보택시 시장에 있어 가장 놀라운 점은, 시장의 모태가 되는 이동 수요 자체가 향후 더 빠르게 증가한다는 점이다. 미국시장은 전통적으로 매년 연평균 2%씩 이동수요가 증가해 왔다. 그러나 COVID-19 이후에 나타난 E-commerce 환경이 심화되며 이동 수요는 예전보다 가파르게 증가하는 것으로 나타나고 있다. 특히 도심화가 심화에 따라 자동차의 공유 비중이 높아지며 기본적으로 운행거리 자체는 증가할 수밖에 없다. UN 자료에 따르면 글로벌 도심화율은 2021년 56%에서 2040년에 약 65%로 증가하고, 특히 2023년 이후부터의 성장률은 중국 등 신흥국 시장에서 증가율이 굉장히 높다.

COVID-19 전과 후의 변화는 몇 가지 지표에서도 이미 발견되고 있는데, 애플이 발표하고 있는 이동성 지표의 경우 COVID-19이전 수준을 이미 넘어선 것으로 나타나고 있고, 특히 Manheim Index의 경우는 반도체 공급차질이 발생하기 전 기준인 지난해 12월 까지만 하더라도 이미 기존과는 비교하기 힘든 자동차 수요의 증가를 보여주고 있다.

따라서 12개월 이동평균 기준으로 산출한 향후 미국내 이동거리에 대한 가정은 2021년 부터는 기존과 다른 차원의 성장률을 나타내기 시작할 것으로 예상되며, 이에 따라 앞서 가정한 총 운행거리에 대한 연평균 증가율을 5% 수준으로 증가한 배경이 되었다. 이와 같은 형태의 성장률이 지속될 경우 2030년만 되더라도 미국내 총 주행거리는 약 4.9조 마일에 해당하게 되는 수치가 되고, 2040년의 경우 8조 마일에 달할 것으로 예측된다.

이러한 이동거리 증가에 따른 구조적 수혜는 따라서 로보택시가 활성화 되며 엄청난 규모의 시장이 형성될 것으로 보인다. 한편 기존 ride-hailing 사업자들과 완성차 업체들 간의 경쟁 및 파트너십 구도가 첨예하게 설립될 것으로 예상되고, 뿐만 아니라 UAM(도심항공 모빌리티)등 신규 운송수단이 전통적인 운송시장을 대체하는 경우가 커질 것이다. 이동수요는 결국 소비트렌드의 상향에 따른 물류시장 확대에 기반하게 되는데, 결국 트럭시장도 자율주행기술의 상업화를 가속화 시킬 것이다.

그림28 미국의 자동차 주행거리 (12개월 MA/ 연환산): COVID19 이후 이동수요의 구조적 급증은 시작

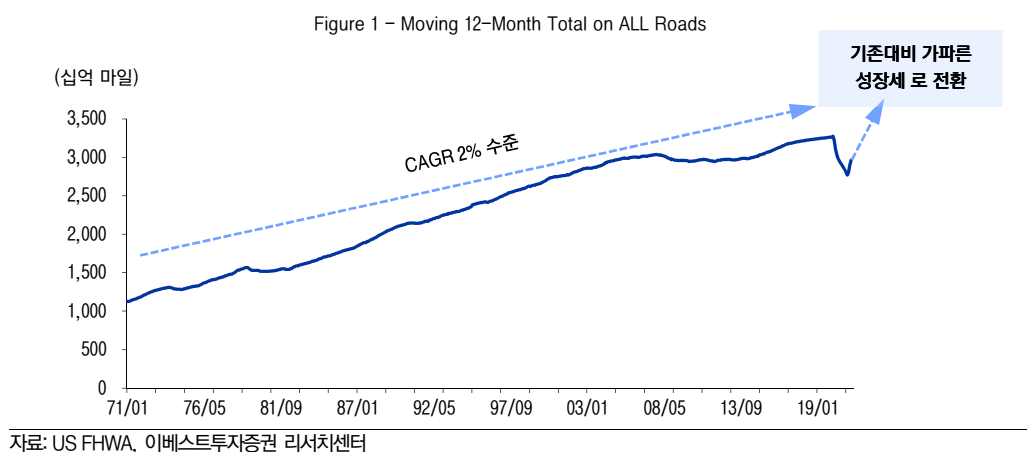
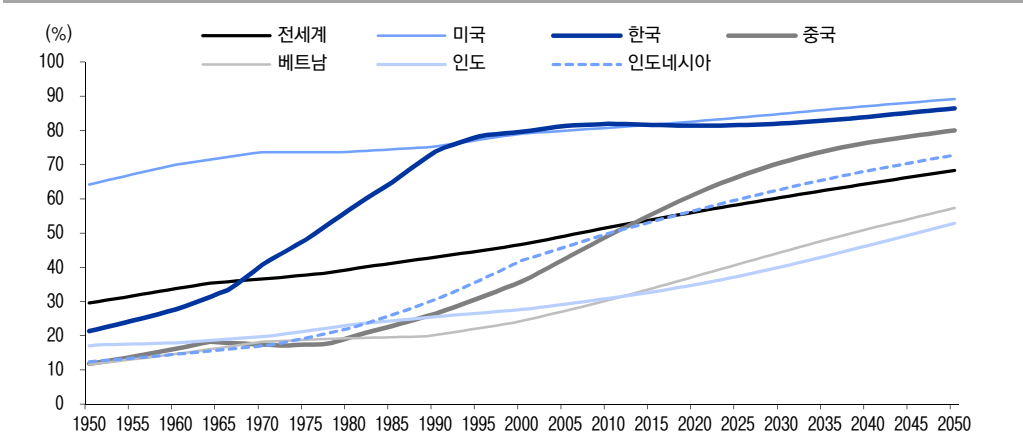
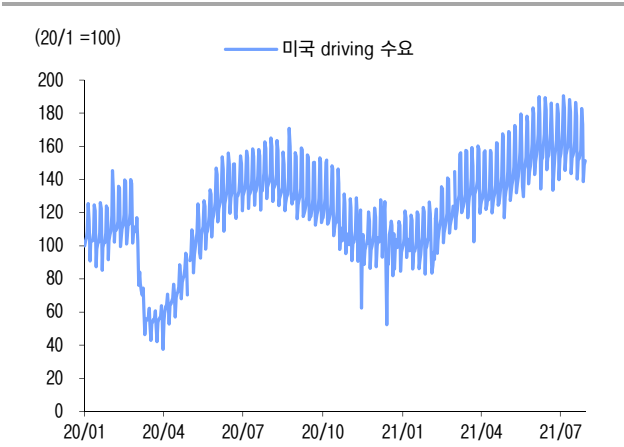


그림29 이동수요 증가의 핵심, 도심화(Urbanization): 글로벌 도심화율은 2030년 60.4%에 도달 예상, 핵심 신흥국 지역을 중심으로 이동수요는 급증하기 시작할 것



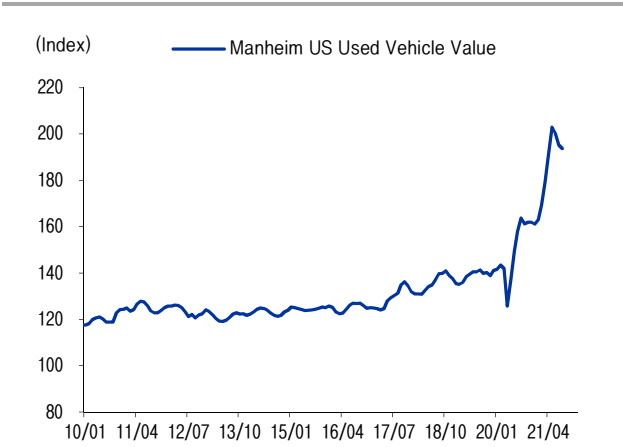
자료: UN, 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 애플 이동성 지표: 이미 미국 운행 수요는 2020년 1월을 크게 능가하기 시작



자료: Apple Mobility, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 중고차 가격의 급격한 증가는 결국 이동에 대한 구조적 수요가 급증했음을 설명

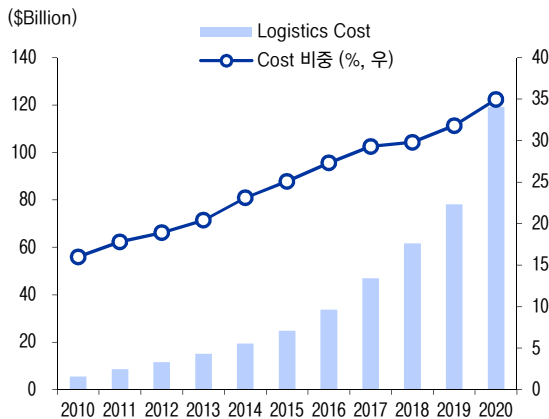


자료: Manheim, 이베스트투자증권 리서치센터

플랫폼 업체의 등장은 결국 이동수요의 엄청난 촉진제 역할

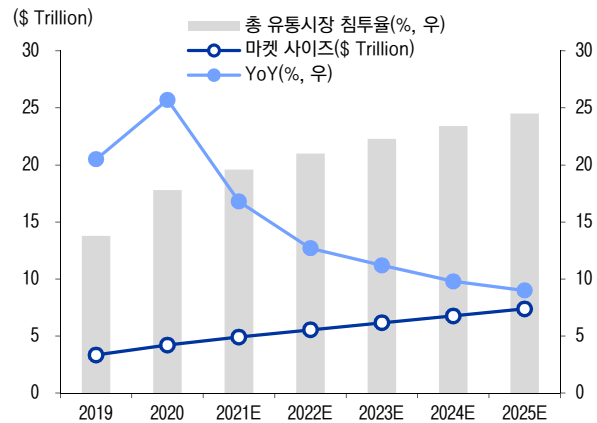
플랫폼 업체의 등장은 대형트럭 기반의 운송 사업에서 엄청난 혁신을 가져왔다. 혁신은 곧 운송거리를 급증시키는 역할을 할 수 밖에 없다. 현재 Amazon은 물류혁신 비용이 급증추세에 있는데, 매출액에서 차지하는 비중이 2020년에는 무려 35% 수준까지 치솟았다. 1-day shipping 등 물류 자동화는 결국 대형트럭 시장에서 자율주행 기술도입을 촉진시킬 것이다. 여기에는 대표적으로 지난해 약 \$1.3billion에 인수한 자율주행 업체 zoox의 인수도 포함된다. 한편 Uber는 지난해부터 물류사업을 강화하기 시작했는데, 기존 트럭 fleet 시장에서의 파괴적인 역할을 가져오는 flywheel 효과는 더욱 많은 차량의 운행거리를 야기하는 구조다. COVID-19이후 Uber Eats의 사업이 확장되고 있는 현상이 확인되고 있는데, 이는 기존에 일반승객 운송에서 수요가 감소한 드라이버들에게 명백한 추가 운송에 대한 공백을 메꿔주고도 남는 것으로 보인다.

그림32 Amazon의 물류관련 비용, 결국 1-day shipping은 차량수요 급증으로 연결



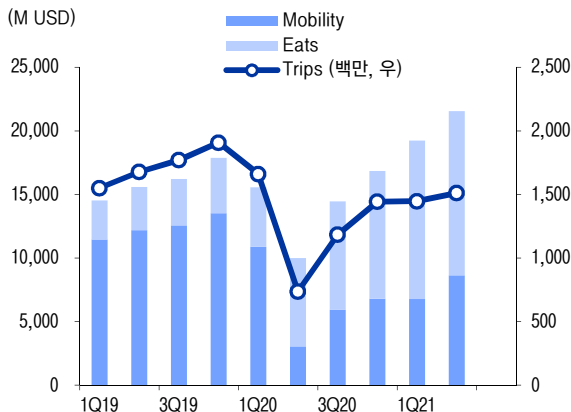
자료: Amazon, 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 글로벌 E-Commerce의 유통산업 내 침투율 트렌드: 2025년에도 8% 수준에 불과, 트럭산업도 급증 기대



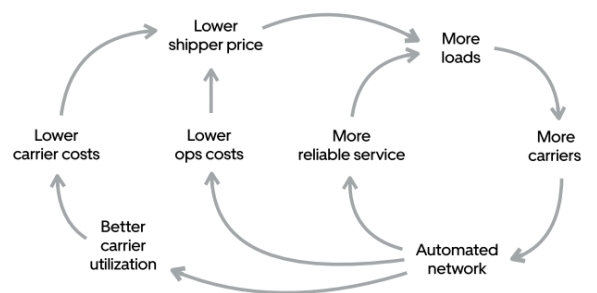
자료: Statista, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 Uber Eats의 Gross Bookings: 기하급수적으로 증가하고 있는 배달수요



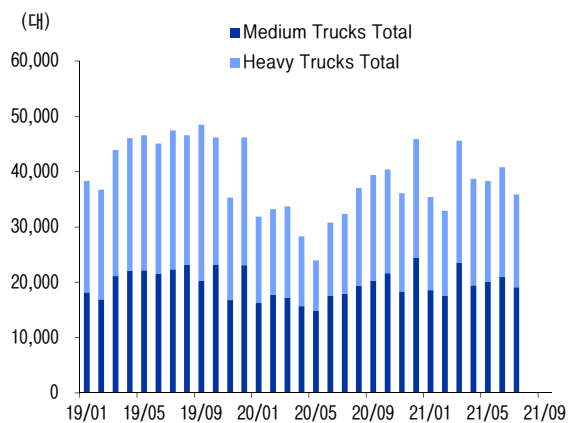
자료: Uber, 베스트투자증권 리서치센터

그림35 Uber Freight의 flywheel 효과: 플랫폼 업체의 강력한 네트워크 효과, 결국 차량 운행거리 증가를 견인



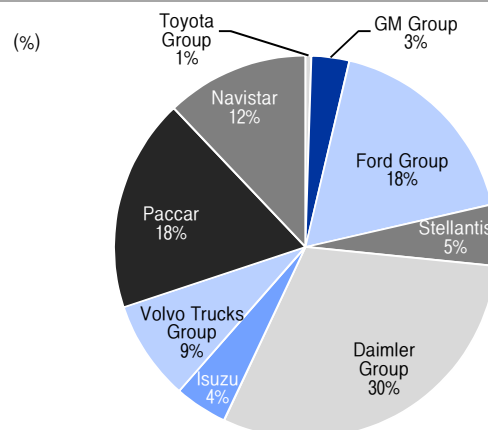
자료: Uber, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 미국 대형 상용트럭 판매 흐름: COVID19 발생 직전 수준까지 빠르게 회복



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 대형트럭시장의 핵심 구성: Daimler, Paccar, Navistar, Volvo 등 Class8 트럭 업체들은 이동수요 증가수혜 기대



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

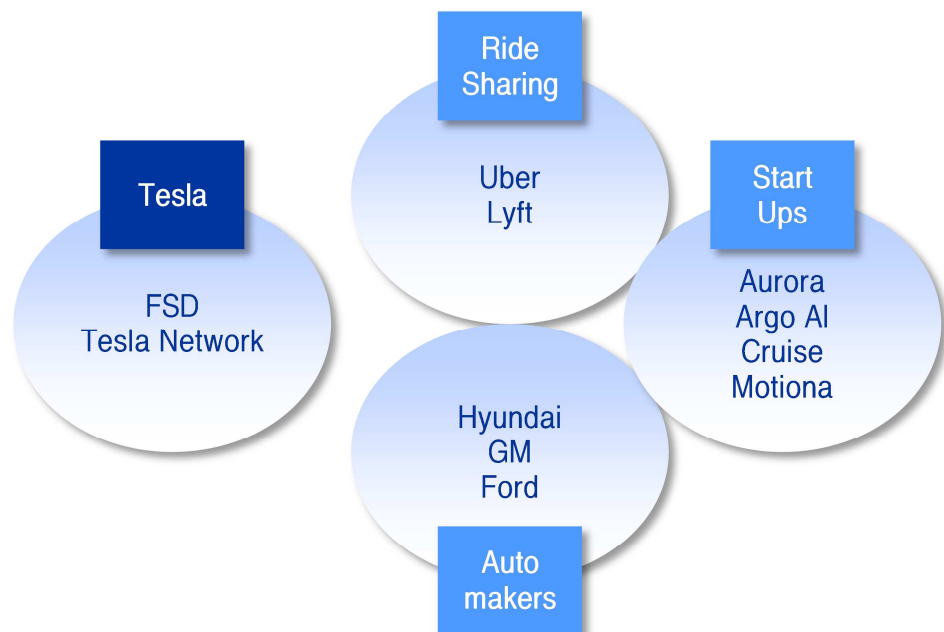
Tesla의 로보택시 산업 진출: 산업의 지형 변화를 가속화 시키는 촉매제

로보택시 시장이 양분되는 과정

현재는 로보택시 시장이 이렇다 할 시장규모가 없는 상황이나, 핵심 플레이어들 일부는 상업화 일정을 공개하기 시작했다. 결론적으로, 로보택시 시장은 장기적으로 Tesla 진영과 자동차 업체-라이드 셰어링 업체-소프트웨어 스타트업 업체들간의 연합체제로 양분될 것으로 전망된다. Ford 자동차의 경우 당장 2021년 연말부터 Lyft의 네트워크를 활용한 로보택시 서비스를 시작하기로 한 상황이다.

로보택시 사업은 2020년까지는 Uber/Lyft가 각각 ATG와 Level5 등 각각의 자율주행 사업을 운영해 왔으나, 현재는 매각한 상태다. 다만 Uber의 경우 인수주체인 Aurora의 지분을 무려 26%나 보유하며 차후 자율주행 기술에 대한 최소한도의 노출을 유지했다. Lyft의 경우, 기존부터 이미 유지해 오던 Aptiv와의 네트워크는 자연스럽게 현대차그룹과의 합자사인 Motional에서 개발된 로보택시를 활용하는 등 기존 자동차 회사들의 로보택시의 활용 플랫폼으로 자리잡게 될 것으로 기대된다.

그림38 Tesla 진영과 기존 완성차 업체들 진영으로 나뉘게 되는 로보택시 비즈니스: 기존 완성차 업체 진영은 Ride-sharing 업체와의 동행을 택할 것



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Tesla는 결국 모든 차량이 하나의 플랫폼

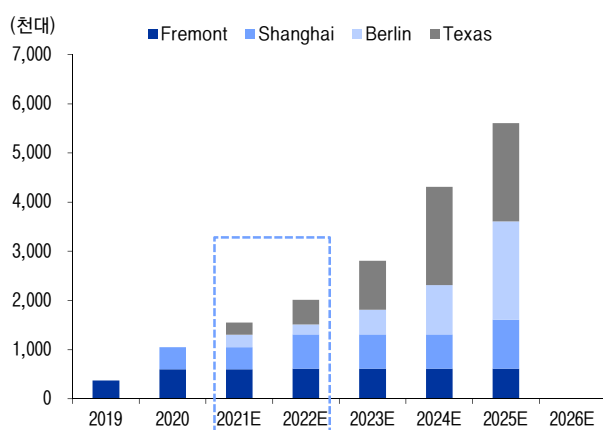
Tesla의 경우 OTA를 바탕으로 강력한 소프트웨어를 업데이트 한다. 특히 확보된 주행 Data를 기반으로 Neural Network를 훈련하는 방법으로 소프트웨어를 강화시키고 있어 점진적으로 더욱 강력한 소프트웨어를 만들고, 이를 기존 차량에 배포하는 데에 아무런 걸림돌이 없는 구조인 것이다. 즉, 이미 운행되고 있는 차량들은 모두가 플랫폼의 구성원인 셈이다. 결국 Data의 활용과 소프트웨어의 수직계열화라는 최적의 조합에서 발생한 것인데, 기존 자동차 회사들에서는 아직까지 도입하지 않은 방식이다.

이러한 플랫폼 효과는 기본적으로 강력한 상품가치에서 나오는데, 이미 EV시장에서 가장 선두권에 있기 때문에 Tesla는 엄청난 penetration 비율이 발생한다. 글로벌 시장 전체에서 최소 약 25%의 M/S가 유지되는 구조이다. 2021년 초만 하더라도 VW, Ford, GM, 현대차에서 출시되는 전용 EV로 인해 Tesla의 M/S가 하락할 것이라는 의견들이 많이 제시되었는데, VW의 경우 중국 판매부진, Ford의 경우 OTA상품성 저하, GM의 배터리화재 급증에 이어 심지어 현대차마저도 최근 들어 설계변경을 위해 아이오닉6의 출시시점을 2개월 이상 미루게 된 상황이다.

Tesla의 2021년 판매량은 약 85만대 가량 기록할 것으로 관측되는데, 최근 2Q21의 실적발표에서는 이미 연간 생산능력이 105만대에 달한다고 밝혔다. 이 수치에는 아직까지 공사가 진행중인 Texas 및 Berlin 기가팩토리가 포함되어 있지 않은데, 이 두 곳만 신규로 가동하더라도 생산능력이 비약적으로 증가한다. 또한 지난 배터리 데이에서 Tesla가 언급했던 cell-to-chassis 기술이 적극 도입되며 공장의 실제 면적당 가동률은 기존대비 훨씬 증가할 가능성이 높다.

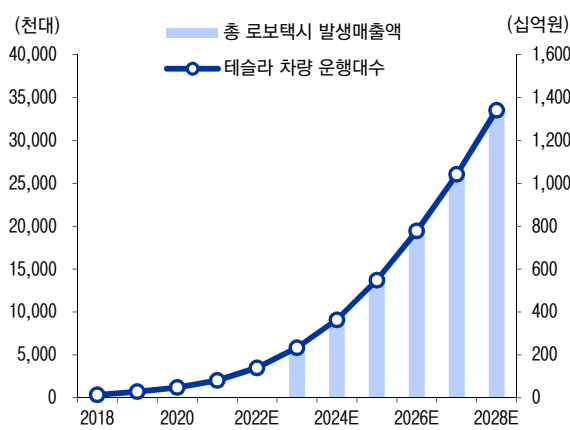
한편 2025년에 Tesla의 연간 판매량은 약 482만대에 도달할 것으로 예측되는데, 운행 가능대수는 무려 1,371만대에 달할 것으로도 예상된다. 연간 폐차율 2%를 감안한 수치인데, 2025년 이후부터는 총 운행대수가 가파르게 증가하며 잠재적으로 로보택시 매출이 가능여력이 1조원 이상대로 올라가게 된다.

그림39 Tesla의 지역별 생산능력: 2021년말 기준 155만대, 2022년 말 기준으로는 200만대 상회할 것



자료: Tesla, 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 Tesla 차량 운행대수 추이: 2028년이면 연간 1.3조원 이상의 로보택시 매출 발생 가능한 구조로 확대



자료: Tesla, 이베스트투자증권 리서치센터

표11 Tesla의 판매 및 로봇택시 발생가능 매출 추정(연간 5만 로봇택시 마일 반영)

Deliveries (대)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
총 계	245,506	367,656	504,957	850,681	1,505,000	2,420,000	3,370,000	4,820,000
Model S/X	99,451	66,771	56,964	13,425	80,000	100,000	100,000	100,000
Model 3/Y	146,055	300,885	442,293	837,256	1,400,000	2,000,000	2,600,000	3,800,000
Model 2				-	-	200,000	300,000	500,000
Cybertruck				-	20,000	100,000	350,000	400,000
Roadster2, Semi				-	5,000	20,000	20,000	20,000
총 계 (YoY, 우)	138.3	49.8	37.3	68.5	76.9	60.8	39.3	43.0
Model S/X	-1.8	-32.9	-14.7	-76.4	495.9	25.0	0.0	0.0
Model 3/Y	8151.7	106.0	47.0	89.3	67.2	42.9	30.0	46.2
누적 테슬라 차량 (폐차율 2%)	347,496	708,202	1,198,995	2,025,696	3,490,182	5,840,378	9,093,571	13,731,699
테슬라 차량 운행대수	347,496	708,202	1,198,995	2,025,696	3,490,182	5,840,378	9,093,571	13,731,699

자료: Tesla, 이베스트투자증권 리서치센터

표12 Tesla 공장별 생산능력 및 향후 예상 스케줄

Capacity (대)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Fremont	250,000	370,000	600,000	600,000	610,000	610,000	610,000	610,000
Shanghai			450,000	450,000	700,000	700,000	700,000	1,000,000
Berlin				250,000	200,000	500,000	1,000,000	2,000,000
Texas				250,000	500,000	1,000,000	2,000,000	2,000,000
Total			1,050,000	1,550,000	2,010,000	2,810,000	4,310,000	5,610,000

자료: Tesla, 이베스트투자증권 리서치센터

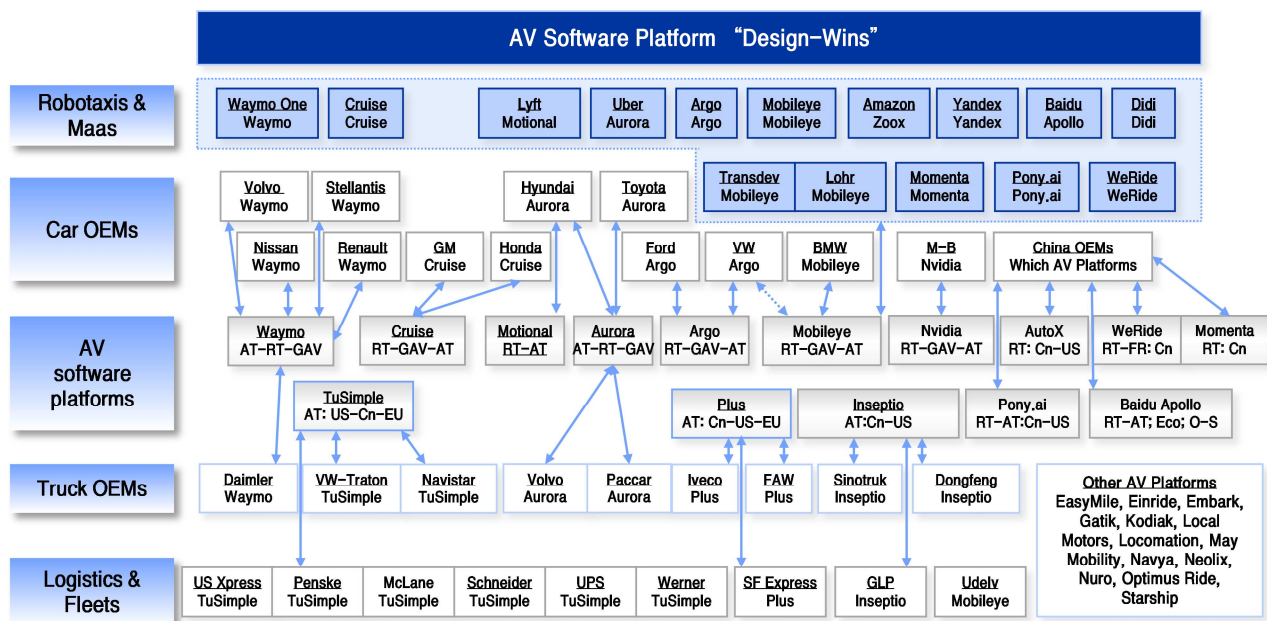
기존 진영에서의 경쟁구도: 소프트웨어 업체를 중심으로 파트너십 형성 구축

Tesla의 경우 자율주행 소프트웨어부터 하드웨어, 자동차 생산까지 모두 수직계열화된 체제를 갖추고 있다. 따라서 로보택시 소프트웨어의 개발 자체가 플랫폼 회사가 되는 것을 의미하지만, 기존 자동차 회사들은 여러가지 협업체제를 갖추고 있다. 이 중에서는 MaaS(Mobility as a Service, 보통 라이드 셰어링)업체가 일반적으로 밸류체인 최상단에 위치해 있고, 일부는 직접 소프트웨어 사업을 한다. 가장 일반적으로 알려진 업체가 Waymo다. 자동차 회사들은 로보택시 개발을 신규법인을 설립하거나 인수해 개발하는 경우가 대부분인데, 일단 천문학적인 개발비가 요구되기 때문이다.

사실상 모든 업체들이 Level4 이상 시스템 개발을 위해서 라이더센서와 고정밀 지도의 로컬라이제이션을 통한 방식을 택하는데, 대부분의 업체들이 이러한 개발과 자율주행 테스트를 위해 파트너십 구축은 완료되었다. 현대차의 경우 Motional로부터 시스템 공급이 이뤄질 전망이며, VW와 Ford는 Argo, Nissan과 Renault, Stellantis 등의 업체들은 대부분 Waymo에 의존하고, GM과 Honda는 GM이 선제적으로 투자를 단행 했던 Cruise로부터, 그리고 Toyota의 경우 Aurora와의 파트너십 하에 최근 Lyft로부터 사들인 Level5 등을 통해 자율주행 사업을 흡수했다. 이러한 자율주행 시스템을 보다 효과적으로 활용하기 위한 자율주행과 OTA등을 통합적으로 운영할 수 있는 OS 개발을 Toyota, VW, Daimler 3곳에서는 적극 추진하고 있다.

한편 트럭시장의 경우 대부분의 자율주행 구간이 고속도로 주행에 국한되는 경우가 많아 일반적으로 기술적 진입장벽이 상대적으로 순탄하다. Aurora, Waymo에 이어 중국 자율주행 스타트업인 Tusimple 등이 대부분의 소프트웨어 시장을 선점하고 있는 구조이다.

그림41 완전자율주행 소프트웨어 구조: 소프트웨어- 대형 OEM 간 파트너십은 이미 대부분 구축된 상태



자료: EE Times 재해석, 이베스트투자증권 리서치센터

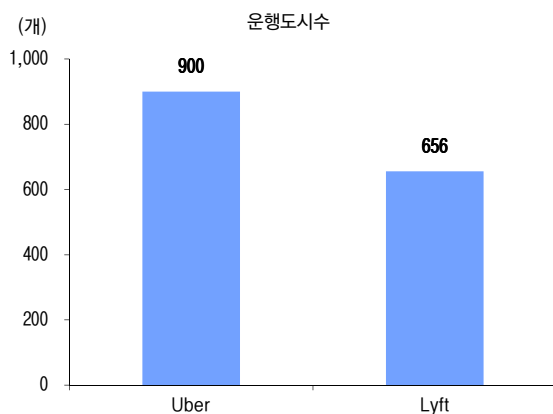
Uber진영이 파괴적일 수 있는 이유

현재 Uber/Lyft 진영은 자율주행 연구개발을 자체적으로 하고 있지 않아 직접적으로 완성차 업체들의 로보택시 사업에 직접적인 위협을 가하는 존재는 아니다. 오히려 소프트웨어 개발에만 집중투자된 자동차 회사들의 로보택시 역량을 한층 끌어올릴 수 있는 엄청난 네트워크를 보유하고 있기 때문에 완성차와의 파트너십은 엄청난 시너지로 발전될 가능성이 있다. 현대차그룹의 경우 이미 Uber의 해외사업 지역에서는 차량 공급 계약이 이뤄지고 있고, Lyft의 경우에는 이미 Motional이 Lyft의 네트워크를 활용하기로 계획되어 있다.

Uber는 특히 전세계적으로 약 900개의 도시에서, Lyft의 경우 약 656개의 도시에서 사용되고 있는 강력한 플랫폼이기 때문에, Tesla가 사용하는 방식의 OTA가 아니더라도 순식간에 로보택시를 확장할 수 있는 계기가 될 것이다. 예를 들면, 완성차 업체는 자신들이 자체로 보유한 카셰어링/렌터카 유닛을 통해 로보택시 사업을 활용할 수 있겠지만, 24시간에 가깝게 운행할 수 있는 네트워크를 보유한 Uber/Lyft를 활용시 훨씬 높은 주행거리를 확보할 수 있을 것이다. 특히, Uber의 경우 이미 Uber Eats 비즈니스까지 직접 진출한 상태로, 단순히 라이드 셰어링 뿐만 아니라 잠재력이 더 높은 배송시장으로도 얼마든지 확대할 수 있는 플랫폼을 갖춘 셈이다.

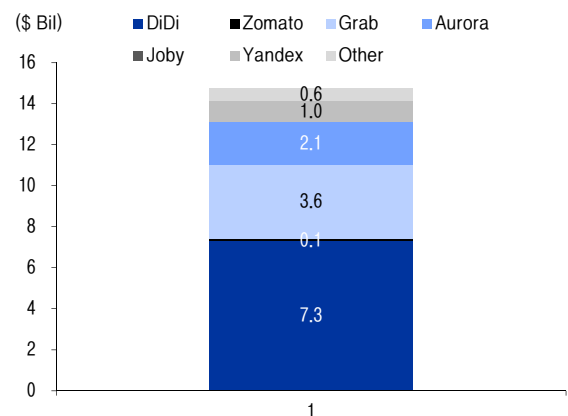
한편 Uber가 2Q21을 기준으로 보유한 총 지분투자액은 약 \$14billion에 달하는데, 미 진출 지역인 중국/동남아/인도 시장에서의 라이드 셰어링 업체인 Didi/Grab/Zomato가 가장 큰 비중을 차지한다. 이들은 사실상 경쟁업체이기 때문에 지분가치 이상을 의미하지는 않으나, 그 외에 Yandex, Aurora, Joby 실제로 향후 사업과의 연관성이 무척 높다. Aurora는 애초에 Alphabet의 자회사인 Waymo의 초기 핵심멤버 중 하나였던 Chris Urmson이 독립해 설립한 자율주행 업체인데, Uber와 Toyota가 주요 주주로 구성되어 있어 장기적으로 Uber의 로보택시 시장 재진입에 있어서 레버리지 효과를 낼 수 있을 것으로 예상된다. 마지막으로 중요한건 Joby Aviation이다. Uber는 2020년까지 에어택시 사업인 Uber Elevate를 운영해 왔는데, 지난 2020년 12월에 UAM 최선두 업체인 Joby Aviation으로 매각하는 대가로 지분을 확보한 바 있다.

그림42 Ube/Lyft가 진출해 있는 도시 수: 순식간에 로보택시 플랫폼을 제공할 수 있다



자료: 각사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 Uber의 글로벌 Ride Hailing 지분투자 현황



자료: Uber, 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

UAM: 에어 모빌리티 시장으로 진출

UAM(도심항공모빌리티)산업의 출현

도심화의 진화, 전동화 기반 제조업의 진화로 인해 e-VTOL(수직이착륙 전기비행기)의 상업화가 기정사실화 되었습니다. 이중 가장 단순한 형태의 제조방식에 기반한 e-Hang 의 경우 이미 상업화에 나섰고, 중거리 이동이 가능한 Vectored Thrust 방식에서 선두주자인 Joby Aviation 이 2023 년말 상업화를 목표로 최근에 주식시장에 상장했습니다.

현대차의 경우, S-A1 이라는 기체를 이미 2020 CES에서 공개한 바 있는데요, 이는 Uber의 에어택시 사업부인 Uber Elevate와의 파트너십에서 개발된 기체 형태로 현존하는 e-VTOL기체 중 가장 진화한 형태 중 하나입니다. 현대차는 최근 2025년으로 UAM사업 시행시점을 앞당긴 바 있는데, 이를 통해 그룹사 전반적으로 기업가치의 증가가 가속화 될 것으로 예상됩니다.

UAM: 에어 모빌리티 시장으로 진출

UAM, 신규 모빌리티 시장의 개화

Joby Aviation의 상장: 개인 에어 모빌리티의 전성시대 도래

2021년 8월 11일, 그동안 세간의 주목을 받아왔던 UAM(Urban Air Mobility, 도심항공 모빌리티)의 선두주자인 Joby Aviation(NYSE:JOBY)가 상장했다. Toyota, Uber, 및 DIU(국방혁신국)등의 투자자를 등에 업고 2023년 상업생산을 목표로 하고 있다. 아직 본격 서비스 제공까지 2년이란 시간이 남아있으나, 중국의 E-Hang을 제외하고는 이렇다 할 메이저 플레이어가 없는 UAM 시장의 최대 선두 업체인 Joby의 주식시장 상장은 기존 모빌리티 시장의 향후 구조적 변화를 의미한다.

먼저 UAM 시장은 기본적으로 e-VTOL(Vertical Take Off and Landing Aircraft, 수직이착륙 비행기)를 기본으로 하되, 분산형 전기추진장치를 주 동력원으로 한다. 즉, 엔진이 아닌 배터리와 로터의 조합이다. 전기추진장치를 기반으로 수직이착륙이 가능하기 때문에 도심내에서 사용될 수 있는 모빌리티 수단인 것이다. 또한 기존에 도심지에서 사용되던 유일한 항공모빌리티인 헬리콥터와는 비교할 수 없을 정도로 높은 효율을 갖췄고, 소음, CO2 배출량 등 모든 면에서 대규모 사업성을 갖춘 것으로 받아들여 지고 있다.

UAM의 산업은 크게 기체생산, 기체운영, 그리고 기체가 이착륙을 할 수 있는 Vertiport 운영등 세가지 분야로 나뉘어 지게 되는데, 현 시점에서는 기체생산 업체가 기체 운영까지 주도권을 확보하게 될 것으로 보여진다. 기존의 항공사들 역시 최근 들어서는 UAM 시장에 간접적으로라도 진출을 하고 있는 상황이나, 기체가 존재하지 않는 상황에서는 의미 있는 시사점은 없어 보인다. 기체가 일반적으로 운영되는 구간도 크게 3가지 형태로 나뉘게 되는데, 1)도 시내 이동 2)도시에서 공항 3)도시간 이동 등으로 이뤄지고 있어 사업 초반에는 대체로 도시에서 공항을 잇는 주요 교통수단으로 사용될 것으로 기대된다.

글로벌 전망 기관들은 UAM 시장의 규모를 2040년경에는 무려 1조 4,700억원 이상의 시장으로 발전될 것으로 전망하고 있고, 연간 기체생산 시장은 2035년도에는 약 4만대 수준까지 도달할 가능성을 예측하고 있다. UAM의 사업운행은 기본적으로 각 국가 항공청으로부터 허가를 받게 되는데, 가장 선도적으로 미국의 FAA(연방 항공청)은 2023년, 유럽의 EASA(항공안전국)에서는 2024년경부터 운행 허가가 발급될 것으로 기대된다. UAM 업체는 대체로 스타트업 업체들로 포진되어 있는데, 이중 Joby, Archer, Lilium, Vertical Aerospace 등이 기체개발 및 운행허가를 위한 테스트절차 진행에 있어 가장 적극적이고 빠른 행보를 보이고 있는 것으로 나타난다.

그림44 UAM 업체중 가장 빠른 행보를 보이는 것으로 평가받는 Joby Aviation의 주식시장 상장: 23년 상업생산 예정



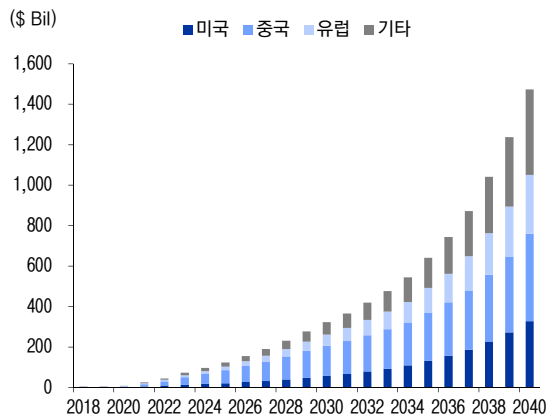
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 현대차그룹의 UAM 기체 SA-1: 가장 고난이도의 기체형태인 Vectored Thrust 방식



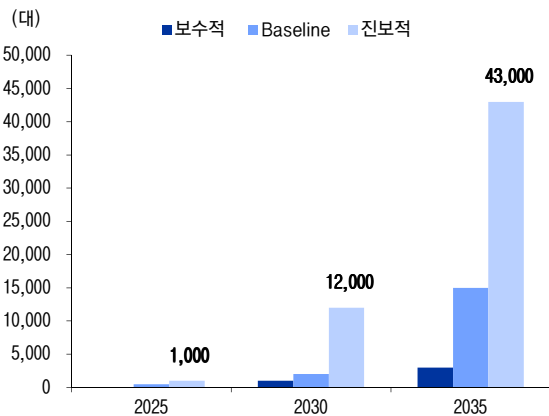
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 UAM 시장 전망: 2040년 약 1조 4,700억 달러 시장으로 성장할 가능성 전망



자료: Morgan Stanley, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 UAM 기체 수요 전망: 2025년 1천대를 시작으로 2035년 약 4.3만대 운영까지도 가능



자료: Porsche Consulting, 이베스트투자증권 리서치센터

표13 UAM 등장의 배경: 전동화의 물결, 개인 모빌리티와 항공산업 규제의 교집합

(bil USD)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2035	2040
미국	2.0	5.4	8.7	13.0	16.8	21.1	26.2	31.8	38.8	47.2	56.4	131.3	328.1
중국	2.4	10.8	21.9	36.9	50.0	63.7	79.8	96.1	115.0	134.1	149.4	239.3	431.1
유럽	1.4	4.1	6.8	10.6	14.2	18.3	23.7	29.3	36.7	45.6	56.0	121.3	292.4
기타	1.5	4.5	7.6	11.6	15.5	20.2	26.0	32.2	40.2	49.9	60.3	149.0	422.3
총계	7.4	24.9	44.9	72.2	96.5	123.3	155.6	189.4	230.7	276.8	322.1	640.9	1,473.9

자료: Morgan Stanley, 이베스트투자증권 리서치센터

분산전기추진 모빌리티가 갑자기 급부상한 이유: 이미 예견된 미래

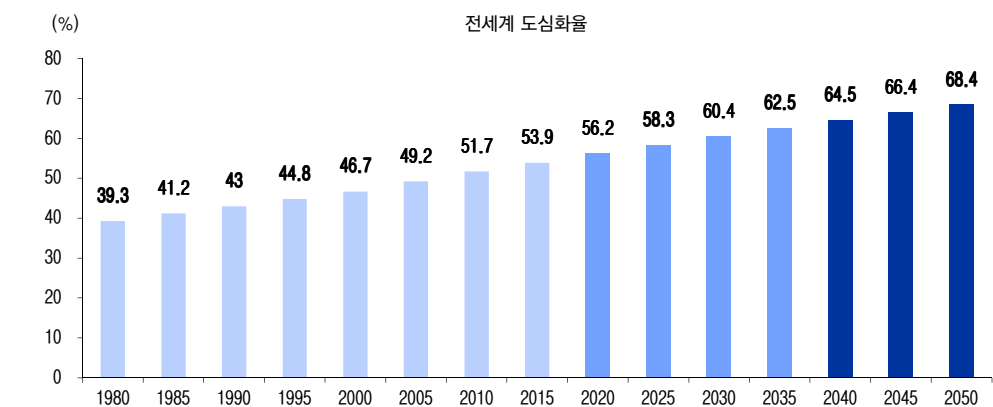
항공산업은 자동차와 마찬가지로 그동안 내연기관에 기반해 형성되어 왔다. 장거리 운행을 대체할 동력원 자체가 없기 때문이다. 그러나 이미 자동차산업에서도 나타났듯 CO₂ 배출량에 대한 규제로 인해 기본적으로 항공사들은 수익성에 있어서도 압박을 받게 되는 구조다. 국제 민간항공기구 ICAO 등은 강력하게 항공사들에게 환경세를 부과하고 있는 한편, 자동차 엔진에서도 그랬듯, 이를 상쇄시킬 만한 엔진의 기술적 진보가 이뤄지지 않는다. 자동차용 엔진은 이미 몇 수년째 38% 수준의 열 효율에서 최소한도의 효율개선이 있을 뿐인데, 항공기 엔진 역시 연간 10억톤의 배출량 또는 전세계 연간 2.5%에 해당하는 CO₂ 발생량에 대해서는 이렇다 할 개선책 자체가 없는 것이다.

반면에 전세계적으로 도심화율은 지속적으로 상승한다. 도심지의 상승은 결국 시내 운행에 필요한 모빌리티 수요의 증가로 이어질 뿐만 아니라 결국 라이프스타일의 상향 평준화로 인해 항공수요의 증가를 야기시킬 수 밖에 없다. UN의 조사분석 자료에 따르면 전세계 도심화율은 2020년에 약 56.2%를 기록했는데, 2030년에는 60.4%, 2050년에는 무려 68.4%로도 발전될 것으로 예측된다.

도심화의 가장 큰 과제는 바로 이동수단의 해결인데, 전세계 대도시 대부분에서 이미 대규모 지하철 노선의 신규 투자는 사실상 불가능할 정도로 비용이 많이 증가했다. 일례로 뉴욕시내에서 최근에 건설된 지하철의 경우 마일당 무려 4조원의 예산이 들어가 총 건설비용은 천문학적인 수치에 달했다. 향후 수년간 도저히 메꿀 수 없는 수준의 예산이 투입됐는데, 이는 대부분의 다른 대도시에서도 마찬가지로 사태가 나타나고 있다.

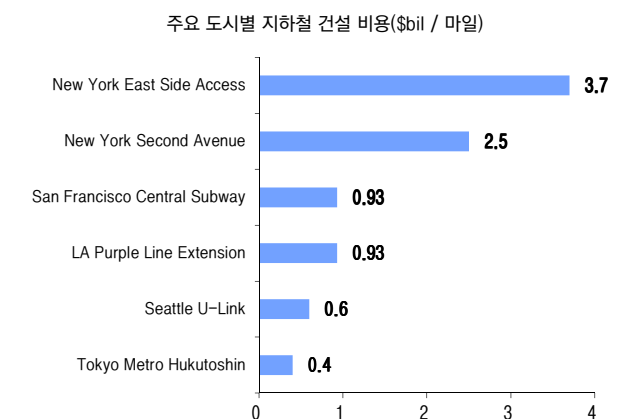
UAM 기체 제조에 있어서 핵심은 배터리와 모터다. 업체별로 보통 6~8개의 모터를 운행하는데, 하나의 모터가 운행 중 오작동을 하더라도 나머지 모터들이 보완해 주는 redundancy 기능을 기본적으로 지원한다. 이와 마찬가지로 배터리 cost 역시 원가 부담 요인이나, 이미 전기차의 출현으로 인해 kwh당 cell 원가는 약 10여년 전과 비교 시 1/5 이상 내려간 \$120/kwh 수준이다. 즉, 10여년 전에는 UAM 기체생산 자체가 재무적으로 거의 불가능했던 구조였던 것이다.

그림48 전세계 도심화율: 2030년 60.4% 도달. 도심화의 증가는 개인형 모빌리티의 증가를 의미 의미



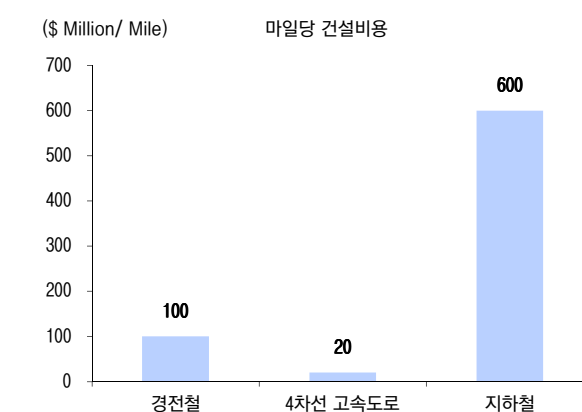
자료: UN, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 주요 도시별 지하철 건설 비용

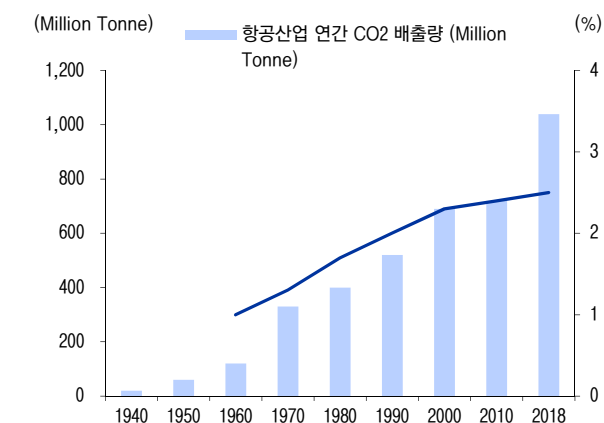


자료: 각 시별 자료, 언론종합, 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 마일당 주요 교통수단의 건설 비용

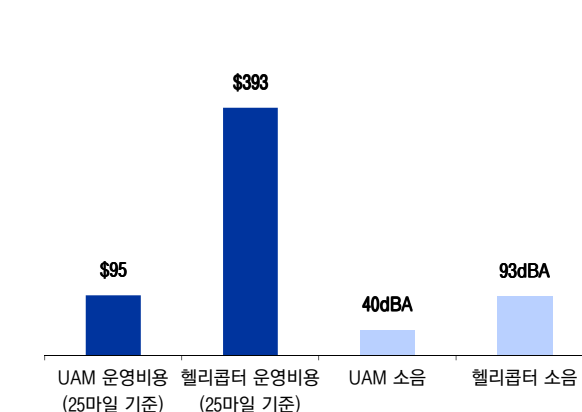


자료: marketsandmarkets.com, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 항공산업의 연간 CO₂ 배출량 추이: 2018년 기준 약 10 억톤, 전 산업에서 약 3.5%의 비중 차지

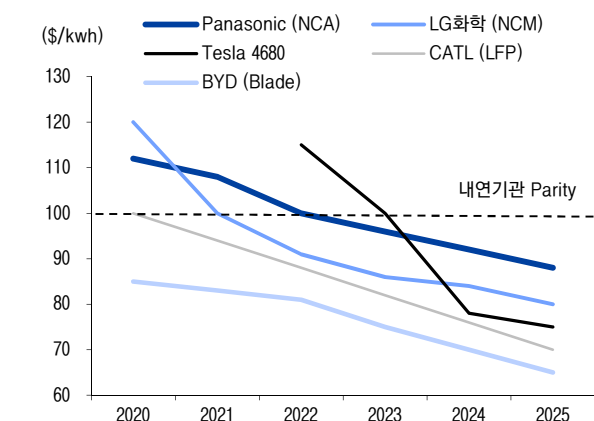
자료: ICAO, 언론종합, 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 25 마일 기준 헬리콥터 vs UAM 이용 비용: 이미 세대 교체에 대한 예견은 이뤄졌다



자료: Joby, 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 리튬이온전지 Cost 하락: 자동차 회사들인 이제 더 가파른 하락세를 원하고 있다



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림54 엔진에서 모터로 전환: Denso와 Honeywell의 UAM 전기추진동력 시스템 개발 시작이 총성을 울린다



자료: Denso, 이베스트투자증권 리서치센터

UAM의 현실화를 위한 몇가지 과제

UAM의 기체 타입은 크게 3가지로 나뉘는데, 일반적으로 장거리에 적합한 형태는 틸트로터 방식을 사용하는 기체가 될 것으로 전망된다. 가용될 수 있는 로터의 수가 많고, 특히 Hovering과 Cruising시 모두 사용될 수 있어 Vectored Thrust 방식으로 불린다. 이 방식을 사용하는 업체 중 최근 가장 주목을 받고 있는 업체는 Joby Aviation에 이어 Lilium이다. 독일에 본사를 둔 Lilium은 기존 Joby가 사용하는 전통적인 방식에서 벗어나 Ducted 타입을 사용하는데, 이를 통해 기체의 크기를 크게 늘릴 수 있게 되었고, 결국 다른 기체타입대비 탑승인원 수를 크게 늘린 15명까지도 수용 가능한 기체 개발에 나서고 있다.

e-VTOL 기체들의 상업화를 위한 최대 선결과제는 결국 주행성능이다. 대체로 배터리 용량은 항속거리에 직결되고, 또한 기체 특성상 수직이착륙인 Hovering 구간에서 사용되는 에너지 양이 많아 이를 지원할 수 있는 고출력 모터개발이 필수적이다. 모터분야는 아직까지는 기존 자동차 부품업체들의 진영에서는 Denso와 복합기업인 Honeywell 정도가 진출한 상태다. 초기에는 UAM 업체들은 자동차 업체들이 요구하는 수십만 대 급의 대량산업을 요구하지 않기 때문에 산업 형성 초반에는 기존에 항공기 부품을 공급해 오던 Honeywell, Rolls Royce Holdings, Siemens 등의 복합기업들이 초기 공급업체 들로 자리잡을 것으로 보인다.

일반적으로 자동차의 고출력 모터에서 사용되는 모터의 출력은 1.0~2.5kw/kg인데 현재 비행체에서 수직이착륙을 위해 Emrax, Siemens, Remy 등에서는 8~10kw/kg 수준의 구동모터 제작을 타겟하고 있다. 현대차의 아이오닉5의 경우에도 헤어핀 방식을 사용해 코나EV 대비 현격하게 상승된 160kw의 고출력 모터를 사용하지만 최대출력이 아닌 연속출력 기준으로는 40~50kw 수준으로 현저하게 수치가 감소한다. 반면 Siemens, Rolls Royce Holdings, Emrax 등에서는 이미 연속출력 기준으로 200kw이상의 고출력 모터 공급이 이뤄질 예정이다.

그림55 UAM의 기체별 구분: 장거리 운행이 가능한 틸트로터 방식으로 대부분 UAM 업체들은 투자

	Single phase	Dual phase	Transition phase
			
	MULTIROTOR lift	LIFT AND CRUISE combination	TILT-X tilt-wing, tilt-rotor, tilt-duct
Time to market	Fastest certification	Slower certification	Slowest certification
Travel speed (indicative)	~70~120 km/h	~150~200 km/h	~150~300 km/h
Routes	Selected	All	All
Potential	~70% of intracity 0% of city-to-city	100% of intracity 100% of city-to-city	100% of intracity 100% of city-to-city

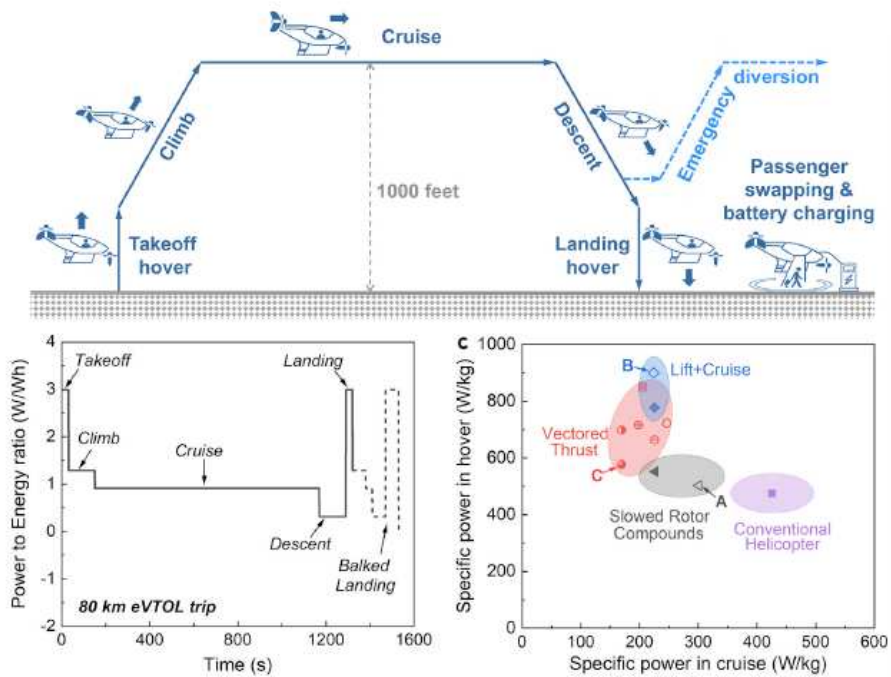
자료: Porsche Consulting, 이베스트투자증권 리서치센터

표14 UAM 시장 형성에 따른 핵심내용 발전단계

		초기단계	성장기	성숙기
		2025~	2030~	2035~
기체 성능	속도	150km/h	240km/h	300km
	항속거리	100km	200km	300km/h
	배터리 밀도	300Wh/kg	450Wh/kg	680Wh/kg
	조종 방식	유인조종	원격조정	자율비행
항행/교통	유인관리	유인교통관리	자동화+유인교통관리	완전자동화 교통관리
	Corridor 형식	Fixed	Mixed	Mixed
	운용 대수	5대	8대	16대
버티포트	버티포트	4개	24개	52개
	이착륙장	4개	24개	104개
	계류장	16개	120개	624개

자료: KPMG, 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 Hover-Climb-Cruise 3 단계로 나뉘어지는 UAM의 일반적인 이동경로: Hover 시 필요한 고출력(Cruise 시 대비 10%수준)에 준하는 고출력 모터 개발이 필수



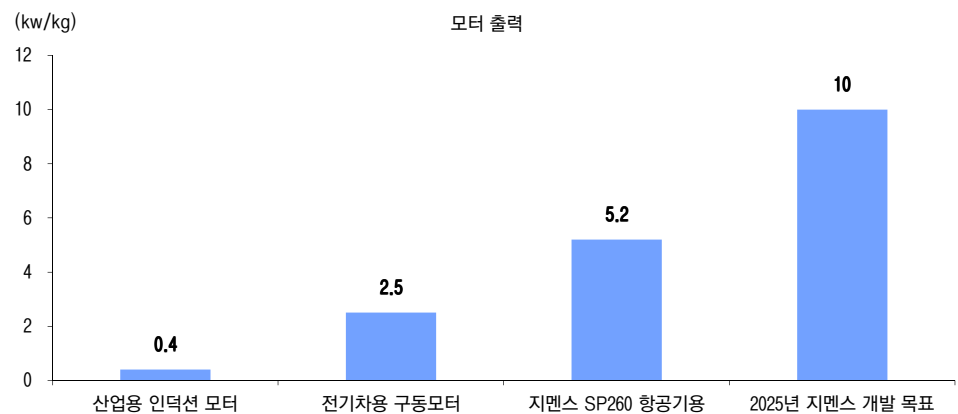
자료: Science Direct 'Challenges and key requirements of batteries for electrical vertical takeoff and landing aircraft', 이베스트투자증권 리서치센터

표15 UAM 업체별 주요 제원: Joby Aviation, Lilium, Vertical Aerospace 등이 기체생산에 있어서 최선두권에 위치

기업명	Joby Aviation	Archer	Volocopter	Vertical Aerospace	Lilium
사진					
본사	캘리포니아, 미국	캘리포니아, 미국	브루흐잘, 독일	브리스톨, 영국	뮌헨, 독일
탑승객수	4	2	2	4	6
로터개수	6	12	18	8	36
총 모터 출력	1,005 kW	325 kW	70 kW	800 kW	1,300 kW
개별 모터 출력	167.5 kW	56 kW	3.9 kW	100 kW	36 kW
최고속도	200 mph	150 mph	110 mph	202 mph	186 mph
항속거리	241km	100 km	100 km	160 km	300 km
배터리용량	235 kWh	75 kWh	143 kWh	216 kWh	330 kWh

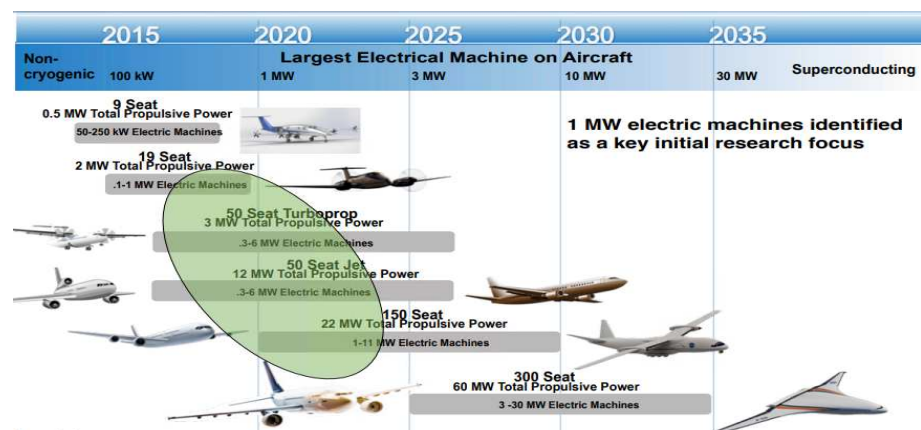
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 구동모터의 용도별 단위출력(kw/kg): 2025년 대형 비행기체 운영을 위해 10kw/kg 예측



자료: Siemens, 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 전기 비행기 출력의 진화: 2030년 경에는 기체의 대형화와 최소 MW 급 단위의 출력으로 진화



자료: NASA, 이베스트투자증권 리서치센터

표16 UAM 업체별 주요투자자 및 생산 파트너등과 관련된 내용 정리

기업명	생산시점	주요투자자	오퍼레이션 파트너	Valuation	오더 현황	버티포트 설립 파트너사
Joby Aviation	2023	인텔 캐피탈 캐프리콘 인베스트먼트 그룹 우버 (\$125M) 도요타모터스 베일리리포트	전기모터 - 조비 모터스 유지보수 및 운용서비스 - 토요타 (구체적인 역할 아직 미공개)	\$5.1B	USAF: \$40M (2024년까지 계약, 추가투자자 \$120M 진행될 것임) DoD: \$100M (계약 협의 중)	REEF Technology Neighborhood Property Group (NPG)
Archer	2022	스텔란티스 유나이티드 에어라인 배론 캐피탈	배터리 - 자체기술 도어핸들, 시트벨트 - 스텔란티스	\$1.7B	유나이티드 에어라인: \$1B (추가투자 500M 옵션 가능)	United Airlines (서비스 작동, 유지보수 및 안전관리)
Volocopter	미정	다임러 인텔캐피탈 마이크론 벤처스 지리자동차 비투브이 파트너스	소프트웨어 - 마이크로소프트 모터 - 다임러, 지리자동차	\$624M	ADAC Luftrettung: 2대	Skyports (볼로포트 건설 및 작동) 말레이시아 공항 (장소 협찬 및 공동 개발) Grab(멀티모달 서비스)
Vertical Aerospace	2024	마이크로소프트 아메리칸 에어라인 아볼론 허니웰 롤스로이스 브로드스톤 로켓인터넷 40 노스 벤처스	배터리 - 자체기술 파워트레인 - 롤스로이스 부품 - 솔베이 디지털서비스 - 마이크로소프트 비행 컨트롤 - 허니웰	\$2.2B	아메리칸 에어라인: 350대 버진 아틀랜틱: 150대 아볼론: 500대	Atkins (영국 SNC-자회사, 버티포트 인프라 설계)
Lilium	2022	텐센트홀딩스 아토미코 엘지티그룹 (사모펀드) 오비어스 벤처스 베일리리포트 (35백만 달러)	날개, 동체 - 에씨투리 비행 컨트롤 - 허니웰 부품 - 토레이	\$3.3B	Azul 브라질 항공: 220대 (\$1B) 협의중	Ferrovial Orlando city (버티포트에 대한 세금 리베이트 제공) Orlando Utilities Commission (OUC) Greater Orlando Aviation Authority (GOAA)
E-Hang	2017	GGV캐피탈 (지분 3.55%) 홍웨이 리 제니 (지분 33.7%) 이팡 시양 데릭 (지분 10.2%)	모터 - 자체 설계 SIM카드 - 보다폰	\$1.1B	서울특별시청, 군상 인텔리전트 테크놀로지 등 2018-3대 2019-61대 2020-70대	Vodafone (유럽, 오퍼레이션 시 네트워크 제공) Aeroports de Catalunya (스페인, 항공 로지스틱스 및 운송 서비스 제공) LN 홀딩스 (중국, 투어리즘 플랫폼 제공)
Hyundai Motor	2025	-	기체 공동 설계 - 우버	\$40B	-	어번에어포트 (UAM 전용 공합 에어원 메인 파트너사)
Hanwha System	2024	-	기체 공동 개발 - 오버에어	\$3.2B	-	한국공항공사 (UAM 인프라 구축 및 통합감시 관제 서비스)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

UAM vs Ride-Sharing

UAM 사업은 특성상 기체 생산에 대한 비중은 감소하고, 운영범위 확대를 통한 이익회수가 최대 목적이다. 따라서 현재 존재하는 최대 공유 운송수단 중 하나인 Uber의 대표 비즈니스와 비교가 가능하며, 큰 폭으로 수익성이 높을 것으로 예상된다. 다만 이는 UAM의 연계사업 중 하나인 Vertiport간의 이동에 대한 수익추정이기 때문에 완벽하게 ride-sharing 비즈니스를 대체하는 구조는 아닐 것이다.

일반적으로 UAM 업체들은 약 \$3/mile의 요금체제를 언급하고 있는데, 여기에 구간별 운행거리 및 일간 운행횟수를 적용하는 방법은 일반 승차공유와 거의 유사하다. 다만 UAM은 기체 방식에 따라 다르겠지만 기본적으로 2명에서 많게는 6명까지(Lilium)탑승자를 가정할 경우 수익성이 큰 폭으로 증가하기 시작한다. 즉, 기체의 크기 자체가 지속적으로 사업의 레버리지를 일으킬 수 있는 구조다. 아래 표에서는 Manhattan-JFK 간 운행결과를 비교한 수치인데, 연간 \$2 Million 이상의 매출이 발생하기 때문에 생산첫해에 바로 기체 생산원가를 커버할 것으로 예상된다. 한편 Joby Aviation과 Lilium, Archer 등은 자체적으로 추산한 재무목표를 최근에 공개한 바 있는데, 대부분 상업운행을 시작한 2025년경 흑자전환을 목표로 하고 있다.

표17 UberX와 UAM 간의 비행요금 비교: 운행 첫해 기체 생산원가 커버

(\$)	우버 X	UAM
요금 \$/마일	1.48	3.0
JFK - Manhattan	16.5Mile	14.9Mile
총 운행요금 (\$)	24.42	49.5
소요시간	1hr	10min
일간 운행횟수	6	40
연간 운행 거리	36,135 Mile	240,900 Mile
일간 운행 Fare요금	147	1,980
*다인승 탑승 비중감안	190	5,940
연간 발생 요금(매출)	69,524	2,168,100
운전자 비용	26,740	361,350
기타비용	5,348	72,270
손익	37,436	1,734,480

자료: Uber, 이베스트투자증권 리서치센터

표18 Joby Aviation 실적 전망치

(대, Mil USD)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
생산볼륨 (대)	2	7	26	141	413	963
매출액				131	721	2,050
EBITDA	-151	-190	-165	-69	185	824
EBITDA 마진 (%)					26	40

자료: Joby, 이베스트투자증권 리서치센터

표19 Liliium 실적 전망치

(Mil USD)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
생산불륨 (대)				90	325	600	950
매출액				246	1,314	3,306	5,867
EBITDA	-173	-182	-197	-180	70	708	1,440
EBITDA 마진 (%)					5	21	25

자료: Liliium, 이베스트투자증권 리서치센터

표20 Archer Aviation 실적 전망치

(Mil USD)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
생산불륨 (대)	10	250	500	650	800	1,400	2,300
매출액	42	1,044	2,230	3,444	4,809	7,523	12,335
EBITDA	-147	255	647	1,092	1,551	2,609	4,520
EBITDA 마진 (%)		24	29	32	32	35	37

자료: Archer, 이베스트투자증권 리서치센터

표21 글로벌 UAM 부품 Peer 밸류에이션 테이블

업체명	DENSO	HONEYWELL	Siemens	Rolls Royce	RTX
Mkt Value (Mil \$)	55,209	157,701	141,764	13,000	128,893
Stock Price (\$)	70.1	228.4	166.8	1.6	85.0
Sales (Mil \$)					
19	47,406	36,709	65,972	21,177	45,349
20	46,569	32,637	64,004	15,180	56,587
21E	51,564	35,165	71,254	16,199	67,357
22E	54,677	37,838	75,679	17,782	71,249
OP (Mil \$)					
19	562	6,851	7,097	-1,221	4,914
20	1,463	5,696	5,646	-2,917	-1,889
21E	4,315	7,512	9,244	288	6,904
22E	5,082	8,319	10,493	1,062	8,455
OPM (%)					
19	1.2	18.7	10.8	-5.8	10.8
20	3.1	17.5	8.8	-19.2	-3.3
21E	8.4	21.4	13.0	1.8	10.3
22E	9.3	22.0	13.9	6.0	11.9
Net Income					
19	626	6,143	5,837	-1,679	5,537
20	1,180	4,779	4,514	-4,070	-3,519
21E	3,275	5,737	6,802	9	4,723
22E	3,857	6,430	6,853	396	6,512
ROE(%)					
19	1.9	33.5	11.1	N/A	13.8
20	8.3	26.5	9.5	N/A	-6.2
21E	8.9	31.0	14.3	1.2	8.1
22E	10.0	33.2	13.6	-6.5	9.5
PER(x)					
19	39.7	19.4	16.9	N/A	29.3
20	18.8	31.3	21.1	N/A	36.9
21E	15.8	28.1	18.1	25.3	20.7
22E	13.3	24.7	18.1	25.3	16.6
PBR(x)					
19	0.8	6.8	1.7	N/A	3.1
20	1.4	8.4	2.4	N/A	1.5
21E	1.4	8.6	2.7	N/A	1.7
22E	1.3	8.2	2.5	N/A	1.6
EV/EBITDA(x)					
19	7.1	16.2	12.5	40.3	21.6
20	8.4	22.6	14.7	72.2	49.0
21E	7.2	19.5	16.7	12.7	14.5
22E	6.5	17.6	14.4	8.3	12.1
EPS(USD)					
19	0.8	8.5	7.2	-0.3	6.5
20	1.5	6.8	5.6	-0.7	-2.6
21E	4.3	8.1	8.4	0.0	4.0
22E	5.0	9.2	9.0	0.1	5.0
EPS(%)					
19	-76.7	70.7	8.5	적전	2.0
20	88.3	-20.3	-22.5	적지	적전
21E	179.6	19.3	50.6	흑전	흑전
22E	18.4	13.8	6.4	-385.7	24.7

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

자동차 업체 진영의 UAM 진입: 현대차그룹 선두진영에 위치

현재 글로벌 자동차 업체들 중 UAM 사업에 직간접 적으로 진출을 한 업체들은 대표적으로 현대차, Daimler, GM, Stellantis, Toyota, Geely, Xiaopeng으로 추려진다. 이중 Daimler와 Toyota의 경우 지분투자 형태이며, 나머지 업체들은 직접 기체생산 및 운영사업에 진출 예정이다. GM은 이중 상대적으로 가장 시장에 참여한 업체인데, CES 2021에서는 Cadillac 브랜드를 통해 시간당 56마일의 속도를 낼 수 있는 기체 생산에 나설 것으로 언급했다. Geely자동차의 경우 Daimler와 함께 멀티콥터 기체 형태인 Volocopter에 지분투자를 한 경우인데, 이와는 별개로 '에어로푸지아 테크놀로지' 라는 별도 법인을 통해 eVTOL 사업을 추진 중이다. Xiaopeng의 경우 이미 E-Hang과 같은 1인승 전기 비행체를 2021년 상해 모터쇼에서 공개했는데, 연말 상용화 테스트를 거칠 것으로 예상된다.

현대차의 경우 2020년까지 Uber Elevate의 사업파트너였다. Uber Elevate는 애초에 약 8개 가량의 업체들을 통해 기체생산 계획을 갖추고 있었으나, Joby Aviation으로 지난 12월에 사업을 매각했다. 즉, 현재는 이 당시 생산계획만 갖추고 있던 업체들이 운영사업까지 직접 관할할 것으로 예측된다. 현대의 경우도 마찬가지가 될 것으로 보인다.

현대차는 한편 기체생산에 있어서 경쟁업체들과 동력계열 부품공급에 있어 우위를 보일 것으로 예상된다. 현재 현대모비스-현대차의 조합으로 수소연료전지 공급시스템 체제가 완성되었는데, Toyota와 Daimler의 상용트럭부문을 제외하고는 사실상 경쟁상대가 존재하지 않는다. 이러한 이점은 UAM 생태계에서 상당한 이점으로 작용할 전망이다. 현재 프로토타입으로 공개되어 있는 UAM기체들 대부분의 배터리 밀도가 300wh/kg을 넘지 못하는데 있다. 이 정도의 에너지 밀도로 제한된 도시간 운행만 가능하고, 실제로 장거리 수송 전문인 Cargo 사업, 즉 장거리 운항에 있어서는 아직까지 eVTOL 기체 대부분이 경쟁력을 갖추지 못한다. 이러한 부분을 보완해 줄 수 있는 타입이 바로 수소연료전지 시스템이 될 가능성이 높다. 최근에 미국의 비행체 전문 수소연료전지 시스템 전문 업체인 Hypoint는 최근 개발한 수소연료전지의 에너지 밀도가 무려 2,000wh/kg에 달하고 2022년부터는 양산이 시작될 것으로 예측된 바 있다.

현대차그룹의 경우, 현대모비스-현대위아-현대트랜시스 등의 강력한 수직계열화된 부품공급개발체제를 활용할 수 있다. 특히 이중 현대모비스는 이미 수소연료전지모듈 조립이 전 수소차에 공급하고 있는데, 향후 충주공장에 이어 인천공장 등으로도 제조거점을 확대하고 있어 Toyota를 제외하고 사실상 전세계에서 가장 높은 경제성을 갖춘 수소연료전지 모듈 기반을 갖추게 될 것이다. 한편 현대위아의 경우 이미 군수장비용으로 랜딩기어 등 기체부품을 담당하고 있어 UAM의 기체부품 제작에 참여하게 될 가능성이 높다. 또한 장기적으로 현대차그룹 내에서 전략적으로 수소탱크/수소탱크모듈을 담당하게 될 가능성이 높는데, 이는 eVTOL에서도 사용될 가능성이 높다.

기업분석

현대차 (005380)	50
기아 (000270)	55
현대모비스 (012330)	59
현대위아 (011210)	63
만도 (204320)	67

Universe		
종목명	투자판단	목표주가
현대차	Buy (유지)	330,000 원(유지)
기아	Buy (유지)	130,000 원(유지)
현대모비스	Buy (유지)	350,000 원(유지)
현대위아	Buy (유지)	120,000 원(유지)
만도	Buy (유지)	98,000 원(유지)

현대차 (005380)

모빌리티 전쟁은 시작되었다

2021. 8. 23

자동차

Analyst 유지웅

02. 3779-8886

jwyoo@ebestsec.co.kr

자동차 이외의 영역으로 본격 진출: 모빌리티 기업으로 진화

현대차는 2021년을 지나며 EV외에도 다양한 모빌리티 산업에 진출할 전망이다. 가장 주안점을 두어야 할 영역은 1)로보택시 사업의 진행상황 2)UAM 3)로보틱스가 될 전망이다. 특히 UAM의 경우 최근 2025년으로 상업화 시점을 약 2년간 앞당겼다. UAM은 e-VTOL 기체를 생산 및 운영하는 영역까지 진출할 예정이며, 특히 거점별 위치한 Vertiport를 기반으로 해 다양한 차량 공유사업까지 전개하는 사업이 될 것이다.

2H21, 실적보다 중요한 것들: OTA, ccOS의 본격 도입

2H21에 동사 펀더멘털의 개선에 있어 가장 핵심변수는 OTA, ccOS등 소프트웨어 기반 사업 진행 여부다. 이미 기존 커넥티드카 서비스인 '블루링크'는 '블루링크 플릿'으로 개명해 일부 차량제어관련 업데이트 서비스가 예측되고 있고, 현대차가 직접 내재화한 인포테인먼트 OS인 ccOS는 각종 AVNT 상품성 강화뿐만 아니라 차후 자율주행 시스템과의 협조제어까지 감안된 것으로 판단되어 기존 제조업 중심의 사업에서 소프트웨어 중심의 구조로 바뀌는 굉장히 중요한 변곡점으로 판단된다.

로보택시 시장이 보인다: Motional로 Lyft와 함께 간다

한편 Motional을 기반으로 한 로보택시 사업은 2023년부터 상업화가 예정되어 있다. 특히 최근에는 LA지역에서 자율주행 테스트를 시작했는데, 이는 서부지역 내 거점 확보에 있어 유의미한 진출로 보여진다. 특히 Motional의 차량들은 차량공유업체인 Lyft의 네트워크를 장기적으로 활용할 것으로 예상되어 플랫폼 확보에 있어서 매우 유리한 포지셔닝을 갖춘 것으로 판단된다.

목표주가 330,000원 유지: 모빌리티 기업, 밸류에이션 격상 필요

투자의견 Buy 및 목표주가 330,000원을 유지한다. 최근의 주가부진은 철저히 반도체 공급차질 등 외적변수의 영향에 기인한 것으로 판단되며, 산업 전반에 걸쳐 나타난 현상이다. 즉, 단기간 내에 EPS 상승을 이끌수 있는 상황은 아니나, 1)1.2개월 미만의 최저 재고수준 2)제네시스/펠리세이드 등으로 구성된 핵심 RV사이클의 지속 3)EV 및 자율주행, ADAS, OTA 분야에서 눈에 띄는 성과가 지속되며 밸류에이션 상승을 이끌 것으로 기대한다.

Buy (maintain)

목표주가 330,000 원

현재주가 201,500 원

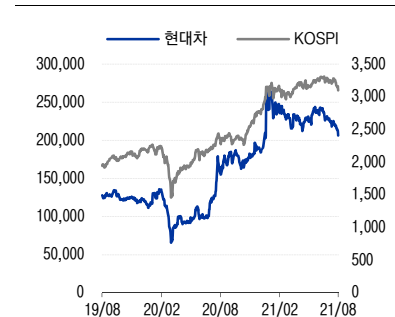
컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI(8/20)	3,060.51 pt
시가총액	430,541 억원
발행주식수	213,668 천주
52 주 최저가/최고가	155,000/267,500 원
90 일 일평균거래대금	2,051 억원
외국인 지분율	28.5%
배당수익률(21.12E)	2.0%
BPS(21.12E)	273,730 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -5.9%
	6 개월 -15.2%
	12 개월 -4.6%
주주구성	현대모비스 (외 7 인) 29.4%
	국민연금공단 (외 1 인) 8.8%
	자사주 (외 1 인) 6.1%

Stock Price



Financial Data

	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
(십억원)											
2019	105,746	3,606	4,164	3,186	13,550	124.0	7,437	8.9	7.7	0.5	4.3
2020	103,998	2,395	2,093	1,925	5,853	-56.8	6,580	32.8	11.7	0.8	2.0
2021E	118,060	7,415	9,321	7,056	29,450	403.2	11,743	6.8	7.4	0.7	8.5
2022E	121,989	8,022	9,989	7,492	31,474	6.9	12,356	6.4	7.0	0.7	8.4
2023E	126,868	8,617	10,957	8,218	34,641	10.1	12,986	5.8	6.5	0.6	8.6

자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표22 현대차 실적추정치 변경 전후 비교

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	118,060	121,989	117,334	121,226	0.6	0.6
영업이익	7,415	8,022	7,376	7,985	0.5	0.4
영업이익률(%)	6.3	6.6	6.3	6.6		
순이익(지배)	6,184	6,593	6,159	6,568	0.4	0.3

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표23 현대차 Valuation: 목표주가 330,000 원 유지

구분	단위	가치	비고
수정 EPS	(원)	29,395	(지배주주순익-우선주 배당금)/유효주식수 2021년 기준
지배주주순익	(십억원)	6,184	
우선주 배당금	(십억원)	251	
보통주	(주)	213,668	
자기주식수	(주)	11,835	
유효주식수	(주)	201,833	
Target P/E	(배)	11.0	2015~2017년 밴드 상단 평균에 프리미엄 20% 적용
목표주가	(원)	330,000	EPS x Target P/E
현재주가	(원)	201,500	
Upside	(%)	63.8	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표24 현대차 실적 추이 및 전망: 이익의 흐름보다 중요한 건 결국 핵심 사업에 대한 방향성, 2H21 FOTA 서비스 출범에 주목

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E
매출액	25,319	21,859	27,576	29,244	103,998	27,391	30,326	29,294	31,049	118,060	121,989
자동차	19,555	16,057	21,486	23,480	80,578	21,700	24,674	22,641	24,920	93,935	96,175
금융	4,176	4,341	4,441	3,890	16,848	4,287	4,038	4,707	4,123	17,156	18,357
기타	1,589	1,461	1,649	1,874	6,573	1,404	1,614	1,946	2,005	6,969	7,456
자동차 부분 ASP (백만원)	23.3	27.4	24.6	23.6	25.5	24.0	26.4	24.5	24.4	24.2	24.7
매출원가	21,054	18,147	22,451	23,864	85,516	22,354	24,595	23,644	24,923	95,517	98,523
매출원가율(%)	83.2	83.0	81.4	81.6	82.2	81.6	81.1	80.7	80.3	80.9	80.8
판관비	3,402	3,122	5,439	3,738	15,701	3,380	3,845	3,867	4,036	15,128	15,444
영업이익	863	590	-314	1,642	2,781	1,657	1,886	1,783	2,089	7,415	8,022
자동차	570	295	-911	1,097	1,051	1,189	1,137	1,200	1,620	5,146	6,246
금융	218	272	505	372	1,367	530	554	544	423	2,050	1,593
기타	71	42	73	113	299	77	96	39	54	266	199
연결조정	5	-19	19	59	64	-139	99	0	0	-40	0
영업이익률(%)	3.4	2.7	-1.1	5.6	2.7	6.0	6.2	6.1	6.7	6.3	6.6
자동차	2.9	1.8	-4.2	4.7	1.3	5.5	4.6	5.3	6.5	5.5	6.5
금융	5.2	6.3	11.4	9.6	8.1	12.4	13.7	11.6	10.3	12.0	8.7
기타	4.5	2.9	4.4	6.0	4.5	5.5	5.9	2.0	2.7	3.8	2.7
영업외손익	-140	6	-48	-119	-301	390	616	439	461	1,906	1,967
금융 및기타손익	-225	57	-60	-236	-464	29	242	89	89	450	446
지분법 이익	86	-51	11	116	162	361	374	350	372	1,456	1,521
세전이익	724	596	-362	1,135	2,093	2,046	2,502	2,222	2,550	9,321	9,989
지배주주순익	463	227	-336	1,070	1,424	1,327	1,761	1,442	1,654	6,184	6,593
YoY(%)											
매출액	5.6	-18.9	2.3	4.9	-1.7	8.2	38.7	6.2	6.2	13.5	3.3
영업이익	4.6	-52.3	-182.8	32.0	-24.6	91.9	219.7	흑전	27.2	166.6	8.2
지배주주순익	-44.1	-75.3	-178.7	33.0	-52.2	186.5	674.4	흑전	54.7	334.2	6.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표25 현대차 도매판매대수 추이 및 전망

(천대)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E
총 계	901	703	1,029	1,137	3,770	997	1,029	1,037	1,140	4,203	4,331
중국제외 총계	838	585	874	996	3,293	903	934	924	1,020	3,781	3,901
내수	159	226	199	204	788	185	200	191	204	780	803
미국 (HMA)	181	115	160	202	658	178	182	189	216	765	787
유럽 (HME)	110	65	127	113	415	110	135	136	116	497	485
인도 (HMI)	108	28	134	153	423	156	110	124	151	541	568
브라질 / 러시아	94	47	95	102	338	88	109	101	108	406	426
기타 (아중동+동남아)	186	104	159	222	671	186	198	183	224	791	831
중국	63	118	155	141	477	94	95	113	120	422	430
YoY(%)											
총 계	-11.5	-36.4	-6.6	-4.4	-14.6	10.6	46.4	0.8	0.2	11.5	3.1
중국제외 총계	-5.6	-39.3	-6.1	1.4	-12.5	7.7	59.7	5.7	2.4	14.8	3.2
내수	-13.6	12.8	21.8	5.2	6.3	16.4	-11.4	-4.0	0.0	-1.0	3.0
미국 (HMA)	15.5	-30.0	-9.2	1.0	-5.6	-1.7	58.3	18.1	6.9	16.3	2.9
유럽 (HME)	-18.1	-53.2	-5.7	-23.1	-25.2	-0.1	108.3	7.1	3.0	19.9	-2.5
인도 (HMI)	-19.0	-77.9	13.6	15.9	-17.1	44.4	290.1	-7.5	-1.3	27.8	5.0
브라질 / 러시아	-10.9	-58.5	-16.6	-1.0	-22.4	-6.7	131.9	6.3	6.0	20.0	5.0
기타 (아중동+동남아)	7.1	-52.7	-29.3	7.8	-18.6	0.0	90.1	15.0	1.0	17.9	5.0
중국	-51.9	-16.3	-9.4	-31.9	-26.6	49.2	-19.5	-27.1	-14.9	-11.5	2.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

현대차 (005380)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	76,083	83,686	93,261	99,834	106,801
현금 및 현금성자산	8,682	9,862	12,951	16,232	19,819
매출채권 및 기타채권	6,893	7,279	9,527	9,927	10,324
재고자산	11,664	11,334	13,951	14,536	15,117
기타유동자산	48,844	55,211	56,832	59,139	61,541
비유동자산	118,429	125,658	134,006	138,701	143,680
관계기업투자등	20,678	22,220	23,611	24,569	25,567
유형자산	32,832	34,092	35,065	36,271	37,539
무형자산	5,266	5,678	5,579	5,277	5,043
자산총계	194,512	209,344	227,267	238,534	250,480
유동부채	53,314	59,460	62,595	63,870	65,166
매입채무 및 기타채무	14,505	15,773	15,312	15,954	16,592
단기금융부채	28,492	30,126	31,709	31,709	31,709
기타유동부채	10,317	13,560	15,575	16,207	16,865
비유동부채	64,832	73,544	81,918	86,365	90,831
장기금융부채	53,834	62,597	70,110	74,110	78,110
기타비유동부채	10,999	10,947	11,808	12,255	12,721
부채총계	118,146	133,003	144,513	150,235	155,997
자배주주지분	70,066	69,481	75,832	81,377	87,562
자본금	1,489	1,489	1,489	1,489	1,489
자본잉여금	4,197	4,190	4,026	4,026	4,026
이익잉여금	68,250	68,912	74,371	79,916	86,101
비지배주주지분(연결)	6,300	6,860	6,922	6,922	6,922
자본총계	76,366	76,341	82,754	88,299	94,484

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	420	-410	8,753	10,040	10,398
당기순이익(손실)	3,186	1,925	7,056	7,492	8,218
비현금수익비용가감	15,146	16,808	4,835	2,361	1,970
유형자산감가상각비	2,545	2,750	2,836	2,933	3,034
무형자산상각비	1,287	1,436	1,492	1,401	1,334
기타현금수익비용	-445	12,623	507	-1,972	-2,399
영업활동 자산부채변동	-15,644	-16,992	-3,139	187	211
매출채권 감소(증가)	241	-131	-2,436	-400	-397
재고자산 감소(증가)	-1,107	-39	-1,691	-585	-581
매입채무 증가(감소)	-277	1,518	604	642	638
기타자산, 부채변동	-14,500	-18,340	384	530	551
투자활동 현금	-5,929	-9,338	-11,918	-9,712	-9,763
유형자산처분(취득)	-3,501	-4,554	-4,156	-4,138	-4,303
무형자산 감소(증가)	-1,714	-1,698	-1,095	-1,099	-1,099
투자자산 감소(증가)	333	-2,511	-584	-1,643	-1,414
기타투자활동	-1,048	-575	-6,083	-2,832	-2,947
재무활동 현금	4,875	11,352	6,255	2,952	2,952
차입금의 증가(감소)	6,371	12,551	7,268	4,000	4,000
자본의 증가(감소)	-1,122	-1,054	-1,013	-1,048	-1,048
배당금의 지급	1,122	1,054	849	1,048	1,048
기타재무활동	-374	-145	0	0	0
현금의 증가	-432	1,180	3,089	3,281	3,587
기초현금	9,114	8,682	9,862	12,951	16,232
기말현금	8,682	9,862	12,951	16,232	19,819

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

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	105,746	103,998	118,060	121,989	126,868
매출원가	88,091	85,516	95,517	98,523	102,266
매출총이익	17,655	18,482	22,543	23,466	24,602
판매비 및 관리비	14,050	16,087	15,128	15,444	15,984
영업이익	3,606	2,395	7,415	8,022	8,617
(EBITDA)	7,437	6,580	11,743	12,356	12,986
금융손익	350	-334	227	366	382
이자비용	317	362	295	311	323
관계기업등 투자손익	543	162	1,456	1,521	1,878
기타영업외손익	-335	-129	223	80	80
세전계속사업이익	4,164	2,093	9,321	9,989	10,957
계속사업법인세비용	978	169	2,265	2,497	2,739
계속사업이익	3,186	1,925	7,056	7,492	8,218
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,186	1,925	7,056	7,492	8,218
지배주주	2,980	1,424	6,184	6,593	7,232
총포괄이익	3,884	1,925	7,056	7,492	8,218
매출총이익률 (%)	16.7	17.8	19.1	19.2	19.4
영업이익률 (%)	3.4	2.3	6.3	6.6	6.8
EBITDA 마진률 (%)	7.0	6.3	9.9	10.1	10.2
당기순이익률 (%)	3.0	1.9	6.0	6.1	6.5
ROA (%)	1.6	0.7	2.8	2.8	3.0
ROE (%)	4.3	2.0	8.5	8.4	8.6
ROIC (%)	3.5	2.6	6.3	6.3	6.6

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	8.9	32.8	6.8	6.4	5.8
P/B	0.5	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	7.7	11.7	7.4	7.0	6.5
P/CF	1.8	2.8	4.7	5.7	5.5
배당수익률 (%)	3.3	1.6	2.0	2.0	2.0
성장성 (%)					
매출액	9.2	-1.7	13.5	3.3	4.0
영업이익	48.9	-33.6	209.6	8.2	7.4
세전이익	64.6	-49.7	345.3	7.2	9.7
당기순이익	93.7	-39.6	266.6	6.2	9.7
EPS	124.0	-56.8	403.2	6.9	10.1
안정성(%)					
부채비율	154.7	174.2	174.6	170.1	165.1
유동비율	142.7	140.7	149.0	156.3	163.9
순차입금/자기자본 (x)	35.0	39.5	41.8	37.5	33.0
영업이익/금융비용 (x)	11.4	6.6	25.1	25.8	26.6
총차입금 (십억원)	82,325	92,724	101,819	105,819	109,819
순차입금 (십억원)	26,723	30,149	34,567	33,082	31,200
주당지표 (원)					
EPS	13,550	5,853	29,450	31,474	34,641
BPS	253,001	250,888	273,822	293,845	316,176
CFPS	66,194	67,643	42,938	35,579	36,786
DPS	4,000	3,000	4,000	4,000	4,000

기아 (000270)

2021. 8. 23

자동차

모빌리티 기업으로 진화

Analyst 유지웅

02. 3779-8886

jwyyoo@ebestsec.co.kr

본격적인 모빌리티 포트폴리오 확대

동사는 차종별로 모빌리티 산업에 특화된 포트폴리오를 보유하고 있어 그룹사 내에서도 지속적으로 최대 수익성이 지속될 것으로 기대된다. 유럽시장에서는 위블/기아 모빌리티 브랜드를 중심으로 카셰어링 사업에 본격적으로 나서고 있고, PBV사업의 발족으로 니로EV/카니발 등 모빌리티 특화차종의 이익기여가 뚜렷해 질 것으로 예상된다.

RV 포트폴리오 초강세: 커넥티드카 탑재율 증가로 ASP 급증

동사는 차종별로 모빌리티 산업에 특화된 포트폴리오를 보유하고 있어 그룹사 내에서도 지속적으로 최대 수익성이 지속될 것으로 기대된다. 유럽시장에서는 위블/기아 모빌리티 브랜드를 중심으로 카셰어링 사업에 본격적으로 나서고 있고, PBV사업의 발족으로 니로EV/카니발 등 모빌리티 특화차종의 이익기여가 뚜렷해 질 것으로 예상된다.

PBV 사업은 엄청난 기회를 가져오게 될 것

기아의 최대 해외사업장인 미국의 경우 기존 총 자동차 주행거리 증가율이 2%가량 성장해 왔으나, COVID19 이후 e-commerce/on-demand 호출 등의 수요 급증으로 산업의 지형이 바뀌었다. 이를 통해 차량 공유, B2B 차량의 수요가 급속도로 증가하고 있는데, PBV사업은 기본적으로 이와 같은 변화를 대변하기 위한 목적이다. 특히 미니밴 카니발의 경우 그룹사내 최대 모빌리티 특화 차량으로, 차후 전동화 파워트레인 탑재에 따라 그 효용가치가 급증할 것으로 기대된다.

투자의견 BUY, 목표주가 130,000원 유지

동사에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 130,000원을 유지한다. 목표주가는 2021년 EPS에 목표 P/E 10.5x를 적용한 수치다. 기본적으로 동사는 2021년 올해부터 기존의 흐름에서 벗어나 높은 ROE가 발생하는 구간에 진입했다. 2023년경부터는 EV파워트레인 내연기관을 넘어설 것으로 예상되고 있어 하드웨어/소프트웨어 측면에서 강력한 재무적 레버리지가 발생할 것으로 기대된다. 자동차 업종 최선호주로 추천한다.

Buy (maintain)

목표주가 130,000 원

현재주가 79,400 원

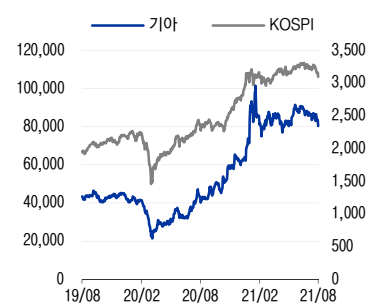
컨센서스 대비

상회	부합	하회
○		

Stock Data

KOSPI(8/20)	3,060.51 pt
시가총액	321,858 억원
발행주식수	405,363 천주
52 주 최저가/최고가	40,250/101,500 원
90 일 일평균거래대금	1,926 억원
외국인 지분율	33.4%
배당수익률(21.12E)	1.6%
BPS(21.12E)	86,146 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -3.5%
	6 개월 -1.4%
	12 개월 62.7%
주주구성	현대자동차 (외 6 인) 35.6%
	국민연금공단 (외 1 인) 8.5%
	기아우리스주 (외 1 인) 1.3%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	58,146	2,010	2,531	1,827	4,556	58.0	4,139	9.7	3.8	0.6	6.5
2020	59,168	2,066	1,841	1,488	3,710	-18.6	4,286	16.8	4.9	0.8	5.1
2021E	72,104	5,526	6,735	5,133	12,802	245.0	7,791	6.2	2.9	0.9	15.8
2022E	76,608	6,119	7,437	5,726	14,282	11.6	8,498	5.6	2.3	0.8	15.3
2023E	79,672	6,742	8,162	6,285	15,675	9.8	9,279	5.1	1.7	0.7	14.6

자료: 기아, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표26 기아 실적추정치 변경 전후 비교

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	72,104	76,608	72,104	76,608	0.0	0.0
영업이익	5,525	6,119	5,525	6,119	0.0	0.0
영업이익률(%)	7.7	8.0	7.7	8.0		
순이익(지배)	5,133	5,726	5,133	5,726	0.0	0.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표27 기아 Valuation: 목표주가 130,000 원 유지

구분	단위	가치	비고
순이익	(십억원)	5,133	2021년 기준
EPS	(원)	12,802	2021년 기준
Target P/E	(배)	10.5	동사 2017~2019 평균치에 30% 프리미엄
목표주가	(원)	130,000	
현재주가	(원)	79,400	
Upside	(%)	63.7	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표28 기아 실적 추이 및 전망: 2Q21 영업이익 1.49 조원

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E
매출액	14,567	11,369	16,322	16,911	59,169	16,582	18,339	18,088	19,095	72,104	76,608
ASP(환율포함, 백만원)	23.6	25.3	25.7	25.0	24.9	25.3	25.5	25.8	26.4	25.8	25.3
매출원가	12,311	9,641	13,380	13,891	49,223	13,687	14,908	14,769	15,397	58,762	62,097
매출원가율(%)	84.5	84.8	82.0	82.1	83.2	82.5	81.3	81.6	80.6	81.5	81.1
판관비	1,811	1,583	2,747	1,738	7,879	1,818	1,944	1,935	2,120	7,817	8,391
판관비율(%)	12.4	13.9	16.8	10.3	13.3	11.0	10.6	10.7	11.1	10.8	11.0
영업이익	445	145.0	194.8	1,282	2,067	1,076	1,487	1,384	1,578	5,525	6,119
영업이익률(%)	3.1	1.3	1.2	7.6	3.5	6.5	8.1	7.7	8.3	7.7	8.0
영업외손익	-163	66	37	-165	-225	243	351	280	335	1,209	1,317
기타손익 + 금융손익	-179	5	-73	-40	-286	54	24	-2	-1	76	12
관계기업투자손익	16	61	109	-125	61	189	327	282	336	1,134	1,305
세전이익	282	211	232	1,116	1,841	1,319	1,838	1,664	1,914	6,735	7,437
지배주주지분 순익	266	126	134	962	1,488	1,035	1,343	1,281	1,473	5,133	5,726
YoY(%)											
매출액	17.1	-21.6	8.2	5.0	1.8	13.8	61.3	10.8	12.9	21.9	6.2
영업이익	-25.0	-72.8	-33.2	116.9	2.9	141.9	925.5	610.4	23.1	167.3	10.7
지배주주지분 순익	-59.0	-75.0	-59.0	177.6	-18.6	289.2	963.3	858.5	53.2	245.0	11.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표29 기아 지역별 차량 판매 추이 및 전망

(천대)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E
총 계	648	516	699	740	2,603	686	752	739	775	2,952	3,298
중국 제외 총계	616	450	636	677	2,379	656	720	700	724	2,800	3,027
내수	117	162	137	135	550	130	148	144	150	572	588
미국	154	105	154	153	567	147	174	164	172	657	683
유럽	166	96	160	136	557	145	162	171	168	646	687
ROW	140	79	147	199	565	179	194	162	171	706	734
인도	40	8	38	54	140	55	42	59	63	219	334
중국	32	66	63	63	224	30	32	39	51	152	271
YoY(%)											
총 계	-2.1	-26.9	1.1	1.9	-6.6	5.8	45.8	5.7	4.7	13.4	11.7
중국 제외 총계	6.4	-29.8	0.0	1.3	-5.8	6.5	60.0	10.1	6.9	17.7	8.1
내수	1.7	26.8	3.6	-6.9	5.9	11.1	-8.4	5.3	11.1	3.9	2.8
미국	12.4	-34.3	-5.0	0.7	-7.4	-4.5	65.0	6.1	12.4	15.9	4.0
유럽	-5.8	-51.2	-10.8	-27.2	-24.5	-12.4	69.5	6.9	23.5	16.0	6.4
ROW	1.3	-53.1	-7.7	18.6	-10.9	28.0	144.9	10.3	-14.2	24.9	4.0
인도			180.3	70.8	210.3	38.6	410.9	55.3	17.3	56.9	52.5
중국	-61.2	1.3	14.5	8.6	-14.2	-6.9	-51.4	-38.1	-19.0	-32.2	78.3

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

기아 (000270)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	21,555	26,093	33,805	36,161	38,746
현금 및 현금성자산	4,269	10,161	14,994	16,748	18,552
매출채권 및 기타채권	3,656	3,744	4,584	4,715	4,903
재고자산	8,109	7,094	8,608	8,853	9,207
기타유동자산	5,522	5,095	5,618	5,846	6,083
비유동자산	33,789	34,397	35,546	37,852	40,165
관계기업투자등	14,333	14,970	15,710	16,348	17,012
유형자산	15,747	15,580	15,790	17,447	19,074
무형자산	2,553	2,666	2,641	2,593	2,556
자산총계	55,345	60,490	69,351	74,013	78,910
유동부채	17,277	21,098	24,718	24,447	24,036
매입채무 및 기타채무	10,000	9,685	11,623	11,953	12,431
단기금융부채	2,544	5,318	5,736	4,836	3,636
기타유동부채	4,733	6,095	7,359	7,658	7,969
비유동부채	9,090	9,501	9,713	9,440	9,025
장기금융부채	4,182	5,167	5,019	4,569	3,969
기타비유동부채	4,908	4,334	4,693	4,871	5,056
부채총계	26,367	30,599	34,431	33,888	33,062
자배주주지분	28,978	29,892	34,920	40,125	45,849
자본금	2,139	2,139	2,139	2,139	2,139
자본잉여금	1,716	1,716	1,716	1,716	1,716
이익잉여금	26,056	27,173	31,998	37,203	42,927
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	28,978	29,892	34,920	40,125	45,849

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	3,611	2,449	7,737	7,208	7,858
당기순이익(손실)	1,827	1,488	5,133	5,726	6,285
비현금수익비용가감	4,108	5,961	2,401	1,251	1,351
유형자산감가상각비	1,532	1,676	1,633	1,730	1,898
무형자산상각비	597	544	632	649	639
기타현금수익비용	-448	3,742	136	-1,127	-1,185
영업활동 자산부채변동	-2,351	-3,119	203	231	222
매출채권 감소(증가)	-126	747	-366	-130	-189
재고자산 감소(증가)	-1,042	-28	-752	-245	-354
매입채무 증가(감소)	520	-407	1,122	330	478
기타자산, 부채변동	-1,703	-3,431	199	275	286
투자활동 현금	-1,104	-2,258	-2,523	-3,583	-3,692
유형자산처분(취득)	-1,659	-1,603	-1,711	-3,387	-3,525
무형자산 감소(증가)	-672	-657	-601	-602	-602
투자자산 감소(증가)	1,277	173	14	463	494
기타투자활동	-49	-170	-224	-57	-59
재무활동 현금	-726	2,163	-381	-1,871	-2,361
차입금의 증가(감소)	-312	4,041	80	-1,350	-1,800
자본의 증가(감소)	-361	-461	-461	-521	-561
배당금의 지급	361	461	461	521	561
기타재무활동	-53	-1,417	0	0	0
현금의 증가	1,976	5,892	4,834	1,753	1,804
기초현금	2,293	4,269	10,161	14,994	16,748
기말현금	4,269	10,161	14,994	16,748	18,552

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

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	58,146	59,168	72,104	76,608	79,672
매출원가	48,767	49,223	58,762	62,097	64,271
매출총이익	9,379	9,946	13,342	14,511	15,402
판매비 및 관리비	7,370	7,879	7,817	8,391	8,660
영업이익	2,010	2,066	5,526	6,119	6,742
(EBITDA)	4,139	4,286	7,791	8,498	9,279
금융손익	113	-230	30	12	50
이자비용	189	235	191	180	150
관계기업등 투자손익	507	61	1,134	1,305	1,371
기타영업외손익	-99	-56	46	0	0
세전계속사업이익	2,531	1,841	6,735	7,437	8,162
계속사업법인세비용	704	354	1,602	1,710	1,877
계속사업이익	1,827	1,488	5,133	5,726	6,285
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,827	1,488	5,133	5,726	6,285
지배주주	1,827	1,488	5,133	5,726	6,285
총포괄이익	2,217	1,488	5,133	5,726	6,285
매출총이익률 (%)	16.1	16.8	18.5	18.9	19.3
영업이익률 (%)	3.5	3.5	7.7	8.0	8.5
EBITDA 마진률 (%)	7.1	7.2	10.8	11.1	11.6
당기순이익률 (%)	3.1	2.5	7.1	7.5	7.9
ROA (%)	3.4	2.6	7.9	8.0	8.2
ROE (%)	6.5	5.1	15.8	15.3	14.6
ROIC (%)	12.0	14.5	40.8	44.6	43.9

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	9.7	16.8	6.3	5.6	5.1
P/B	0.6	0.8	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.8	4.9	3.0	2.4	1.7
P/CF	3.0	3.4	4.3	4.7	4.3
배당수익률 (%)	2.6	1.8	1.6	1.7	1.9
성장성 (%)					
매출액	7.3	1.8	21.9	6.2	4.0
영업이익	73.6	2.8	167.4	10.7	10.2
세전이익	72.3	-27.3	265.8	10.4	9.8
당기순이익	58.0	-18.6	245.0	11.6	9.8
EPS	58.0	-18.6	245.0	11.6	9.8
안정성(%)					
부채비율	91.0	102.4	98.6	84.5	72.1
유동비율	124.8	123.7	136.8	147.9	161.2
순차입금/자기자본	-7.9	-14.2	-26.6	-31.4	-35.8
영업이익/금융비용	10.6	8.8	29.0	34.1	45.1
총차입금 (십억원)	6,725	10,485	10,755	9,405	7,605
순차입금 (십억원)	-2,298	-4,231	-9,276	-12,584	-16,401
주당지표 (원)					
EPS	4,556	3,710	12,802	14,282	15,675
BPS	71,487	73,740	86,146	98,986	113,105
CFPS	14,641	18,376	18,587	17,212	18,837
DPS	1,150	1,150	1,300	1,400	1,500

현대모비스 (012330)

2021. 8. 23

자동차

모빌리티 그룹의 든든한 버팀목

Analyst 유지웅

02. 3779-8886

jwyyoo@ebestsec.co.kr

모빌리티 그룹을 위한 핵심 부품들을 설계

동사는 전동화 사업을 기반으로 지속적으로 외형성장이 발생하는 구조이다. 특히 기존의 부품제조인 샤시 사업대비 성장성이 높아 이에 따라 밸류에이션의 상승여부가 결정될 가능성이 높다. 한편 최근까지는 E-GMP차량의 핵심인 PE모듈 생산이 양산초기 수율 상승에 있어 예정대비 느린 흐름을 보여왔는데, 하반기부터는 펌프PE모듈 공장 가동과 더불어 기존의 생산차질 현상은 현저하게 감소할 것으로 기대한다.

2H21에 기대되는 업사이드 포텐셜, 전동화 '시스템' 수주

전동화 사업부는 최근 들어 분기 1.36조원의 거대한 매출원으로 성장했으나, 여전히 더 높은 성장잠재력이 존재한다. 특히 2H21 하반기에는 그룹사내 전동화 시스템 추가 수주뿐만 아니라, Non-Captive 고객으로도 시스템 수주가 예상되고 있어 확정시 모멘텀이 일시적으로 발생할 수 있다. 또한 미국 정부의 보조금 정책이 확정되는 과정에서 동사 전동화사업의 미국 현지진출이 동반될 가능성이 높다. 현대차그룹의 미국 EV시장 대응에 있어 필수적인 현상이며, 최근 현대차그룹의 모든 EV관련 투자가 예정보다 가속화 되고 있는 점을 감안하면 2H21안에 윤곽이 드러날 가능성이 높다고 판단된다.

중국사업의 턴어라운드는 시급: 현대차그룹의 전기차 전략 성공시 레버리지 클 것

한편 동사의 2014년 이전까지 수익의 핵심지역으로 작용해 왔던 중국사업은 여전히 공백으로 남아있다. 2022년에 들어서도 여전히 중국사업은 중립적 시각을 유지할 필요가 있다고 보이는데, 1)중국내 전기차 시장이 로컬 업체들의 성장으로 극심한 경쟁구도를 보이고 있고 2)기아의 경우 2022년에도 E-GMP 투입이 예정되어 있지 않은 상황이기 때문이다. 다만 현대차의 아이오닉5 현지생산이 확정된 상황이고 이에 따른 3공장 및 충칭 대응 물량 증가는 밸류에이션을 상승시킬 수 있는 강력한 모멘텀이 될 수 있다.

투자의견 Buy, 목표주가 350,000원 유지

동사에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 350,000원을 유지한다. 이익모멘텀은 단기적으로 글로벌 자동차용 반도체 공급차질 해소에 연동될 것으로 기대되나, 그룹사의 전동화 전략에 따라 멀티플 상향이 이뤄질 것으로 기대한다.

Buy (maintain)

목표주가 350,000 원

현재주가 251,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI(8/20)	3,060.51 pt
시가총액	238,405 억원
발행주식수	94,793 천주
52 주 최저가 / 최고가	204,500/361,000 원
90 일 일평균거래대금	898 억원
외국인 지분율	35.6%
배당수익률(21.12E)	1.7%
BPS(21.12E)	374,815 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -3.5%
	6개월 -19.6%
	12개월 -12.6%
주주구성	기아 (외 8인) 31.3%
	국민연금공단 (외 1인) 10.0%
	미래에셋자산운용 5.1%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	38,049	2,359	3,214	2,294	24,324	22.0	3,180	10.5	5.1	0.8	7.3
2020	36,627	1,830	2,118	1,527	16,410	-32.5	2,686	15.6	6.0	0.7	4.7
2021E	42,017	2,318	3,654	2,668	28,498	73.7	3,188	9.0	4.5	0.7	7.7
2022E	46,496	2,941	4,661	3,412	36,496	28.1	3,866	7.1	4.3	0.6	9.2
2023E	46,961	2,955	4,814	3,524	37,698	3.3	3,920	6.8	3.7	0.6	8.8

자료: 현대모비스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표30 현대모비스 실적추정치 변경 전후 비교

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	42,017	46,496	42,017	46,496	0.0	0.0
영업이익	2,318	2,941	2,318	2,941	0.0	0.0
영업이익률(%)	5.5	6.3	5.5	6.3		
순이익(지배)	2,653	3,391	2,653	3,391	0.0	0.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표31 현대모비스 Valuation: 목표주가 350,000 원 유지

구분	단위	값	비고
당기순이익	(십억원)	2,653	2021년 기준
EPS	(원)	28,498	2021년 기준
Target P/E	(배)	12	역사적 평균 대비 30% 할증
Target Price	(원)	350,000	2021 EPS x Target P/E 12.0배
현재주가	(원)	251,500	
Upside	(%)	39.2	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표32 현대모비스 실적 추이 및 전망: 3Q21 까지 slow 한 어닝흐름 불가피. 전동화 시스템수주가 2H21 최대 모멘텀

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E
매출액	8,423	7,535	9,992	10,677	36,626	9,816	10,285	10,622	11,294	42,017	46,496
모듈	6,536	6,092	8,156	8,802	29,586	7,953	8,273	8,580	9,404	34,209	38,493
전동화	702	990	1,246	1,257	4,195	1,150	1,364	1,720	1,986	6,219	9,640
부품제조	1,783	1,522	1,937	2,155	7,396	1,956	1,984	1,991	2,217	8,148	8,514
모듈조립	4,051	3,581	4,974	5,390	17,995	4,847	4,925	4,869	5,201	19,842	20,338
A/S부품	1,887	1,443	1,835	1,875	7,040	1,863	2,012	2,043	1,890	7,808	8,003
판관비	696	682	707	789	2,874	709	753	786	824	3,072	3,464
영업이익	361	169	598	702	1,830	490	564	595	669	2,318	2,941
모듈	-89.9	-115	161	305	262	56	90	107	234	487	999
A/S부품	451	283	437	398	1,569	435	474	488	435	1,831	1,943
영업이익률	4.3	2.2	6.0	6.6	5.0	5.0	5.5	5.6	5.9	5.5	6.3
모듈	-1.4	-1.9	2.0	3.5	0.9	0.7	1.1	1.3	2.5	1.4	2.6
A/S부품	23.9	19.6	23.8	21.2	22.3	23.3	23.5	23.9	23.0	23.5	24.3
지배주주순익	348	234	390	557	1,529	600	667	672	714	2,653	3,391
YoY(%)											
매출액	-3.6	-20.4	5.8	2.6	-3.7	16.5	36.5	6.3	5.8	14.7	10.7
모듈	-5.7	-19.6	8.6	4.0	-2.9	21.7	35.8	5.2	6.8	15.6	12.5
전동화	22.2	50.1	76.9	46.5	50.0	63.7	37.8	38.0	58.0	48.2	55.0
부품제조	-5.5	-23.4	-2.1	-1.3	-7.9	9.7	30.4	2.8	2.9	10.2	4.5
모듈조립	-9.3	-27.4	3.0	-0.6	-8.4	19.6	37.5	-2.1	-3.5	10.3	2.5
A/S부품	4.3	-23.4	-5.1	-3.3	-7.0	-1.2	39.5	11.3	0.8	10.9	2.5
영업이익	-26.9	-73.1	-0.9	10.7	-22.4	35.9	234.1	-0.5	-4.8	26.7	26.9
모듈	적전	적전	46.1	88.0	-42.2	-162	-178	-33.6	-23.1	86.2	105.1
A/S부품	-0.8	-41.8	-11.4	-15.8	-17.7	-3.6	67.2	11.7	9.3	16.7	6.1
지배주주순익	-27.9	-63.6	-32.5	-5.3	-33.2	72.1	184.6	72.5	28.3	73.5	27.8

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

현대모비스 (012330)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	21,505	22,903	25,131	24,245	26,139
현금 및 현금성자산	3,342	4,202	5,691	3,370	5,400
매출채권 및 기타채권	7,119	8,109	8,045	9,021	8,831
재고자산	3,034	3,057	3,705	4,154	4,196
기타유동자산	8,009	7,535	7,689	7,701	7,713
비유동자산	25,101	25,595	26,572	27,745	28,963
관계기업투자등	14,550	15,016	15,643	16,278	16,939
유형자산	8,605	8,721	9,017	9,504	9,961
무형자산	914	881	863	815	771
자산총계	46,606	48,498	51,703	51,990	55,102
유동부채	8,962	10,082	11,522	11,382	11,884
매입채무 및 기타채무	5,685	6,141	7,369	6,939	7,149
단기금융부채	1,593	1,940	1,959	2,159	2,359
기타유동부채	1,685	2,001	2,195	2,284	2,376
비유동부채	5,234	5,087	4,572	2,027	1,598
장기금융부채	1,410	1,350	1,064	824	644
기타비유동부채	3,824	3,738	3,508	1,203	954
부채총계	14,196	15,170	16,094	13,408	13,482
자배주주지분	32,330	33,253	35,531	38,504	41,543
자본금	491	491	491	491	491
자본잉여금	1,398	1,398	1,398	1,398	1,398
이익잉여금	31,657	32,851	35,081	38,054	41,092
비지배주주지분(연결)	80	75	77	77	77
자본총계	32,410	33,328	35,609	38,582	41,620

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	2,644	2,419	3,125	-1,437	2,848
당기순이익(손실)	2,294	1,527	2,668	3,412	3,524
비현금수익비용가감	1,224	1,329	-183	-3,072	-1,115
유형자산감가상각비	752	789	804	860	903
무형자산상각비	70	67	66	65	61
기타현금수익비용	-703	473	-1,053	-3,997	-2,079
영업활동 자산부채변동	-502	480	640	-1,777	439
매출채권 감소(증가)	-445	470	204	-975	190
재고자산 감소(증가)	-195	-211	-322	-449	-42
매입채무 증가(감소)	173	-244	702	-430	210
기타자산, 부채변동	-36	465	56	78	81
투자활동 현금	-720	-1,015	-876	-426	-373
유형자산처분(취득)	-751	-1,050	-1,147	-1,355	-1,369
무형자산 감소(증가)	-37	-23	-16	-17	-17
투자자산 감소(증가)	-31	450	361	1,044	1,157
기타투자활동	99	-392	-73	-98	-144
재무활동 현금	-972	-348	-760	-458	-445
차입금의 증가(감소)	-179	285	-331	-40	20
자본의 증가(감소)	-475	-375	-429	-418	-465
배당금의 지급	475	375	373	418	465
기타재무활동	-318	-258	0	0	0
현금의 증가	1,007	860	1,489	-2,321	2,030
기초현금	2,335	3,342	4,202	5,691	3,370
기말현금	3,342	4,202	5,691	3,370	5,400

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

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	38,049	36,627	42,017	46,496	46,961
매출원가	32,820	31,922	36,627	40,091	40,507
매출총이익	5,229	4,704	5,390	6,405	6,454
판매비 및 관리비	2,870	2,874	3,072	3,464	3,499
영업이익	2,359	1,830	2,318	2,941	2,955
(EBITDA)	3,180	2,686	3,188	3,866	3,920
금융손익	154	2	94	-6	-5
이자비용	75	55	37	34	37
관계기업등 투자손익	709	378	1,187	1,679	1,818
기타영업외손익	-8	-93	55	46	47
세전계속사업이익	3,214	2,118	3,654	4,661	4,814
계속사업법인세비용	920	591	986	1,249	1,290
계속사업이익	2,294	1,527	2,668	3,412	3,524
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,294	1,527	2,668	3,412	3,524
지배주주	2,291	1,529	2,653	3,391	3,503
총포괄이익	2,485	1,527	2,668	3,412	3,524
매출총이익률 (%)	13.7	12.8	12.8	13.8	13.7
영업이익률 (%)	6.2	5.0	5.5	6.3	6.3
EBITDA 마진률 (%)	8.4	7.3	7.6	8.3	8.3
당기순이익률 (%)	6.0	4.2	6.3	7.3	7.5
ROA (%)	5.1	3.2	5.3	6.5	6.5
ROE (%)	7.3	4.7	7.7	9.2	8.8
ROIC (%)	17.7	13.3	16.9	17.6	14.7

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	10.5	15.6	9.0	7.1	6.8
P/B	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	5.1	6.0	4.5	4.3	3.7
P/CF	7.0	8.5	9.8	71.9	10.1
배당수익률 (%)	1.6	1.6	1.7	1.9	2.3
성장성 (%)					
매출액	8.2	-3.7	14.7	10.7	1.0
영업이익	16.5	-22.4	26.7	26.9	0.5
세전이익	29.9	-34.1	72.5	27.5	3.3
당기순이익	21.5	-33.5	74.7	27.9	3.3
EPS	22.0	-32.5	73.7	28.1	3.3
안정성(%)					
부채비율	43.8	45.5	45.2	34.8	32.4
유동비율	239.9	227.2	218.1	213.0	220.0
순차입금/자기자본	-25.0	-24.6	-28.3	-20.2	-23.6
영업이익/금융비용	31.5	33.6	62.9	86.0	79.0
총차입금 (십억원)	3,003	3,290	3,023	2,983	3,003
순차입금 (십억원)	-8,116	-8,212	-10,076	-7,795	-9,805
주당지표 (원)					
EPS	24,324	16,410	28,498	36,496	37,698
BPS	339,207	349,812	374,815	406,178	438,230
CFPS	36,637	30,042	26,165	3,582	25,412
DPS	4,000	4,000	4,500	5,000	6,000

현대위아 (011210)

대전환을 꿈꾸다

2021. 08. 23

자동차

Analyst 유지웅

02. 3779-8886

jwyoo@ebestsec.co.kr

모빌리티 전문 부품업체로 대전환 시도 중

동사의 중장기 전략은 그룹사의 스마트 모빌리티 기업으로 전환에 있어 매우 뚜렷한 핵심 역할을 담당하게 될 것으로 기대된다. 특히 E-GMP 사업에 필수적인 열관리 시스템이 2023년부터 공급될 예정이고, 고부가 수소탱크/모듈 사업도 담당하게 되며 포트폴리오 자체가 내연기관위주에서 전동화로 빠르게 전환될 전망이다.

기계사업부의 변신: FA, 로봇틱스 사업 확대로 이익 턴어라운드 본격화

기계사업부는 2015년 이후 지속적으로 하락해온 FA 등 그룹사 Captive 물량이 2022년부터 본격적으로 회복 될 것으로 기대된다. 기본적으로 그룹사 물량은 현재 기계사업 대부분을 차지하고 있는 범용기 대비 고마진 수익이 가능하다. 완성차 일부 라인으로 이미 공정 자동화 설비가 공급되고 있는 것으로 파악되며, 차후 구동모터 등 전동화 부품 생산설비, 로봇틱스와 스마트 팩토리가 그룹사 향으로 뚜렷하게 매출이 증가하기 시작할 것이다. 기계사업부의 BEP시점은 4Q21에서 1Q22로 예상되며, 2024년경에는 기계사업부 매출액이 1조원 이상으로 급성장 할 것으로 기대된다.

자동차부품 사업부도 이미 이익은 궤도에 올랐다

2Q21에 이미 동사의 차부품 사업부는 일회성 제외시 700억원에 가까운 이익을 기록했는데, 그룹사의 RV믹스 강화와 고성능 차량 판매 증가가 집중되며 e-LSD 등을 포함한 4륜구동 시스템 매출이 급증하며 제품믹스의 급격한 우상향이 시작된 것으로 보인다. 2H21 들어서는 CVJ 등 기타 핵심부품에서 타OEM향 공급이 증가하며 이익모멘텀이 확대될 전망이다.

투자 의견 Buy, 목표주가 120,000원 유지

동사에 대해 투자 의견 Buy 및 목표주가 120,000원을 유지한다. 기계사업부 턴어라운드 에 대한 기대감이 하반기 들어 뚜렷해 질 것으로 예상되며, 특히 로봇틱스 사업 진출이 본격화됨에 따라 기업가치 재평가가 이뤄질 것으로 예상된다. 현재 동사 주가는 PBR 0.7배 수준에서 거래되고 있으나, Captive 매출 확보에 기반한 밸류에이션 프리미엄이 형성될 것으로 판단된다.

Buy (maintain)

목표주가 120,000 원

현재주가 80,900 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
○		

Stock Data

KOSPI(8/20)	3,060.51 pt
시가총액	22,001 억원
발행주식수	27,195 천주
52 주 최저가 / 최고가	39,150/108,500 원
90 일 일평균거래대금	512 억원
외국인 지분율	8.2%
배당수익률(21.12E)	1.2%
BPS(21.12E)	119,692 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -12.0%
	6개월 -5.5%
	12개월 72.1%
주주구성	현대자동차 (외 4인) 40.8%
	국민연금공단 (외 1인) 12.0%
	자사주 (외 1인) 2.3%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	7,315	102	49	55	2,030	흑전	363	24.7	6.1	0.4	1.8
2020	6,592	72	84	54	2,242	10.4	361	23.9	7.3	0.5	2.0
2021E	7,870	186	202	148	5,696	154.1	503	14.6	6.6	0.7	4.9
2022E	8,364	282	300	225	8,267	45.1	589	10.1	5.3	0.7	6.7
2023E	8,784	304	340	255	9,390	13.6	601	8.8	4.9	0.6	7.2

자료: 현대위아, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표33 현대위아 실적추정치 변경 전후 비교

(십억억)	New		Old		차이(%)	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	7,871	8,364	7,871	8,364	0.0	0.0
영업이익	185.5	281.9	185.5	281.9	0.0	0.0
영업이익률(%)	2.4	3.4	2.4	3.4		
순이익(지배)	155	225	155	225	0.0	0.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표34 현대위아 Valuation: 목표주가 120,000 원 유지

구분	단위	가치	비고
BPS	원	119,692	2021년 기준
Target P/B	배	1.0	2012년 기준 50% 할인
Target Price	원	120,000	Target P/B 1.0배 반영
현재주가	원	80,900	
Upside	(%)	48.3	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표35 현대위아 실적 추이 및 전망: 차부품 이익은 궤도에 올랐다. 기계사업부 턴어라운드로 현격한 기업가치 상승 기대

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E
매출액	1,648	1,214	1,839	1,892	6,592	1,855	1,980	1,983	2,053	7,871	8,364
자동차부품	1,471	1,050	1,669	1,728	5,918	1,686	1,783	1,792	1,871	7,131	7,578
모듈	423	381	456	468	1,728	454	479	470	496	1,899	1,955
핵심부품	1,048	670	1,213	1,260	4,190	1,232	1,304	1,322	1,375	5,232	5,623
기계	178	163	170	164	675	169	197	191	182	739	786
매출원가	1,491	1,195	1,764	1,790	6,240	1,747	1,837	1,850	1,911	7,345	7,748
매출원가율(%)	91	98	96	95	95	94	93	93	93	93	93
판매비	72	57	62	89	279	81	98	79	82	340	335
판매비율(%)	4.4	4.7	3.3	4.7	4.2	4.4	4.9	4.0	4.0	4.3	4.0
영업이익	84.5	-37.8	13.1	13.0	73	27.0	45.0	53.6	60.0	185.5	281.9
자동차부품	76.0	-34.0	18.7	28.0	89	42	59	59	64	224	290
기계	9.9	-3.8	-5.6	-15.0	-14.5	-15.0	-14.0	-5.5	-3.6	-38.2	-7.9
영업이익률(%)	5.1	-3.1	0.7	0.7	1.1	1.5	2.3	2.7	2.9	2.4	3.4
자동차부품	5.2	-3.2	1.1	1.6	1.5	2.5	3.3	3.3	3.4	3.1	3.8
기계	5.5	-2.3	-3.3	-9.1	-2.2	-8.9	-7.1	-2.9	-2.0	-5.2	-1.0
영업외손익	2.6	1.9	3.2	10.2	18	3.2	4.4	6.1	2.6	16	18
금융 및 기타손익	8.9	12.2	-53.5	44.3	12	2.5	-2.9	0.1	-4.4	-5	-4
지분법 이익	-6.4	-10.2	56.7	-34.1	6	0.7	7.3	6.0	7.0	21	22
지배주주순이익	76.5	-48.4	82.6	-49.7	61.0	30.9	37.8	38.7	47.5	155	225
YoY(%)											
매출액	-10.9	-35.9	3.6	5.2	-9.9	12.6	63.2	7.8	8.5	19.4	6.3
자동차부품	-8.9	-37.1	6.5	7.8	-8.3	14.6	69.7	7.4	8.3	20.5	6.3
모듈	-10.8	-23.6	1.1	-4.1	-9.6	7.3	25.8	3.0	6.0	9.9	3.0
핵심부품	-8.1	-42.8	8.7	13.0	-7.8	17.6	94.7	9.0	9.1	24.9	7.5
기계	-23.9	-26.5	-18.3	-15.9	-21.4	-4.8	20.7	12.4	11.0	9.5	6.3
영업이익	479	-33.4	-65	-36	-28.4	-68.1	-219.1	309.0	361.3	154.7	51.9
자동차부품	162	3.8	-63	-36	-48.1	-44.7	-273.5	216.2	127.2	152.2	29.5
기계	13.6	-15.7	-28.4	14	-5	12.5	73.3	28.8	-8	22	-1.7
지배주주순이익	455	31.4	-30.9	-428	10	-60	-178	-53	-196	154	45

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

현대위아 (011210)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	3,569	3,988	4,395	4,881	5,380
현금 및 현금성자산	383	555	428	713	927
매출채권 및 기타채권	1,547	1,582	1,720	1,816	1,995
재고자산	665	761	822	868	911
기타유동자산	974	1,090	1,425	1,484	1,546
비유동자산	3,205	3,732	3,696	3,663	3,629
관계기업투자등	383	170	174	181	188
유형자산	2,561	3,159	3,222	3,204	3,176
무형자산	170	172	140	113	92
자산총계	6,774	7,720	8,090	8,544	9,010
유동부채	1,861	1,986	2,281	2,487	2,698
매입채무 및 기타채무	1,089	1,104	1,203	1,270	1,334
단기금융부채	625	751	899	999	1,099
기타유동부채	148	131	180	218	265
비유동부채	1,821	2,208	2,142	2,193	2,222
장기금융부채	1,537	2,040	1,944	1,986	2,008
기타비유동부채	284	169	198	206	215
부채총계	3,683	4,194	4,424	4,680	4,920
자배주주지분	3,092	3,118	3,255	3,453	3,678
자본금	136	136	136	136	136
자본잉여금	501	501	501	501	501
이익잉여금	2,549	2,594	2,732	2,929	3,155
비지배주주지분(연결)	0	408	412	412	412
자본총계	3,092	3,526	3,667	3,864	4,090

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	444	150	360	479	404
당기순이익(손실)	55	54	148	225	255
비현금수익비용가감	368	266	347	293	266
유형자산감가상각비	208	246	270	265	263
무형자산상각비	54	43	46	42	34
기타현금수익비용	5	-23	30	-14	-31
영업활동 자산부채변동	72	-20	-136	-39	-117
매출채권 감소(증가)	244	159	-194	-96	-180
재고자산 감소(증가)	146	-46	-97	-46	-44
매입채무 증가(감소)	-324	-127	133	67	64
기타자산, 부채변동	6	-6	23	36	42
투자활동 현금	-249	-424	-480	-308	-281
유형자산처분(취득)	-170	-246	-308	-247	-235
무형자산 감소(증가)	-36	-27	-14	-14	-14
투자자산 감소(증가)	78	18	-229	-41	-26
기타투자활동	-121	-169	71	-6	-7
재무활동 현금	-152	270	-7	115	91
차입금의 증가(감소)	-137	358	12	142	121
자본의 증가(감소)	-16	-19	-19	-27	-30
배당금의 지급	16	19	19	27	30
기타재무활동	1	-69	0	0	0
현금의 증가	47	172	-127	286	214
기초현금	336	383	555	428	713
기말현금	383	555	428	713	927

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

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	7,315	6,592	7,870	8,364	8,784
매출원가	6,918	6,241	7,344	7,748	8,128
매출총이익	397	351	526	616	656
판매비 및 관리비	295	279	340	335	351
영업이익	102	72	186	282	304
(EBITDA)	363	361	503	589	601
금융손익	-27	-32	-9	-4	-3
이자비용	64	57	57	59	61
관계기업등 투자손익	1	6	21	22	39
기타영업외손익	-26	39	4	0	0
세전계속사업이익	49	84	202	300	340
계속사업법인세비용	-6	31	56	75	85
계속사업이익	55	54	147	225	255
중단사업이익	0	0	2	0	0
당기순이익	55	54	148	225	255
지배주주	55	61	155	225	255
총포괄이익	81	36	147	225	255
매출총이익률 (%)	5.4	5.3	6.7	7.4	7.5
영업이익률 (%)	1.4	1.1	2.4	3.4	3.5
EBITDA 마진률 (%)	5.0	5.5	6.4	7.0	6.8
당기순이익률 (%)	0.8	0.8	1.9	2.7	2.9
ROA (%)	0.8	0.8	2.0	2.7	2.9
ROE (%)	1.8	2.0	4.9	6.7	7.2
ROIC (%)	2.0	1.1	3.0	4.7	5.0

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	24.7	23.9	14.6	10.1	8.8
P/B	0.4	0.5	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.1	7.3	6.6	5.3	4.9
P/CF	3.2	4.5	4.6	4.4	4.3
배당수익률 (%)	1.4	1.3	1.2	1.3	1.3
성장성 (%)					
매출액	-7.2	-9.9	19.4	6.3	5.0
영업이익	1,926.1	-29.4	158.4	51.6	7.9
세전이익	흑전	70.7	139.6	48.1	13.6
당기순이익	흑전	-2.8	176.7	51.4	13.6
EPS	흑전	10.4	154.1	45.1	13.6
안정성(%)					
부채비율	119.1	119.0	120.6	121.1	120.3
유동비율	191.7	200.8	192.6	196.2	199.4
순차입금/자기자본	27.5	33.8	28.5	21.9	17.0
영업이익/금융비용	1.6	1.3	3.3	4.8	5.0
총차입금 (십억원)	2,162	2,791	2,843	2,985	3,106
순차입금 (십억원)	850	1,192	1,044	845	694
주당지표 (원)					
EPS	2,030	2,242	5,696	8,267	9,390
BPS	113,690	114,656	119,692	126,958	135,249
CFPS	15,549	11,771	18,212	19,031	19,166
DPS	700	700	1,000	1,100	1,100

만도 (204320)

2021. 8. 23

자동차

Analyst 유지웅

02. 3779-8886

jwyoo@ebestsec.co.kr

로보택시 시장의 개화, 최대 수혜주

자율주행 산업의 개화, 최대 수혜주가 될 것

ADAS사업이 9월 2일부로 독립 법인으로 출범함에 따라 합산 기업가치가 확대될 것으로 기대된다. ADAS 사업부는 특히 글로벌 자본시장에서 상당히 높은 밸류에이션이 적용되고 있어 독립법인으로의 가치는 뚜렷하게 상승할 가능성이 높다. 특히 현대차그룹 뿐만 아니라 타OEM향 ADAS 수주도 가속화 되고 있는데, 과거와는 다르게 헬라社와의 관계가 없어졌기 때문에 공격적인 독자수주가 본격화 될 것으로 기대된다.

사시 사업에 대한 전망, 우려에서 기대감으로 바뀌는 순간

한편 분할 후 존속법인은 사시(조향, 제어, 현가)를 전문적으로 담당하게 되는데, 우려와는 다르게 전동화 제품 기반으로 고객사 수주가 가속화 되고 있다. 특히 2022년에는 최대 EV 고객사의 볼륨이 YoY +80%수준 이상으로 증가하게 될 것으로 기대되며, 고객 특성상 2개 모델로 집중 공급되고 있어 규모의 경제효과가 상당할 것으로 예상된다. 즉, 기존 고객사항과는 다르게 high-single 마진이 가능한 구조로 생각되며, 이후에도 중국공장 증설이 지속되며 이익모멘텀을 주도할 것으로 기대한다. EV고객사항 매출액은 2023년 들어서는 1.4조 원 수준으로 급증할 것으로 기대된다.

현대차그룹과의 파트너십은 순항 중: 오히려 더욱 강화되는 구조

동사는 지난 2018년부터 Lyft와의 자율주행 기술 개발을 위한 파트너십을 맺어온 상태다. MaaS(Mobility as a Service) 업체들은 최근 들어 기존의 완성차 업체들뿐만 아니라 Tier-1 Supplier들과도 파트너십을 강화하는 트렌드를 보이고 있다. 실제로 MaaS 시장이 2030년에는 자동차 판매시장을 뛰어넘을 것으로 예측되는 가운데(약 3천조원) 이러한 공급구도도 지속적으로 나타날 것으로 기대된다.

최근까지는 중국, 멕시코 등 Macro 영향확산, 2H19 실적 정상화 기대

동사에 대해 투자자의견 Buy및 목표주가 98,000원을 유지한다. 단기적으로 GM의 생산차질 여파가 예상보다 길어지고 있어 연결실적 턴어라운드 시점은 3Q21에서 4Q21로 미뤄진 것으로 판단되나, 2022년에 대한 가정과 동사의 장기전망에 대해서는 바뀐게 없다. 오히려 최근의 로보택시 시장개화 가속화는 ADAS 핵심사업자인 동사의 밸류에이션을 상승시킬 수 있는 환경으로 변화하고 있다는 판단이다.

Buy (maintain)

목표주가 98,000 원

현재주가 56,300 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
○		

Stock Data

KOSPI(8/20)	3,060.51 pt
시가총액	26,437 억원
발행주식수	46,957 천주
52 주 최저가/최고가	28,300/80,000 원
90 일 일평균거래대금	426 억원
외국인 지분율	24.7%
배당수익률(21.12E)	1.1%
BPS(21.12E)	35,834 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -4.7%
	6개월 -18.2%
	12개월 64.4%
주주구성	한라홀딩스 (외 5인) 30.3%
	국민연금공단 (외 1인) 8.8%
	만도우리사주 (외 1인) 1.1%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	5,982	219	176	118	2,354	4.6	519	15.0	5.8	1.1	7.6
2020	5,564	89	5	14	123	-94.8	394	476.9	9.8	1.9	0.4
2021E	6,260	325	326	252	5,101	4,037.3	579	11.5	6.3	1.6	15.4
2022E	6,718	389	365	278	5,569	9.2	641	10.6	4.8	1.4	14.5
2023E	7,007	420	396	301	6,043	8.5	671	9.7	4.2	1.3	13.7

자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표36 만도 실적추정치 변경 전후 비교

	New		Old		차이(%)	
(십억원)	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	6,260	6,718	6,260	6,718	0.0	0.0
영업이익	325	389	325	389	0.0	0.0
영업이익률(%)	5.2	5.8	5.2	5.8		
순이익(지배)	240	262	240	262	0.0	0.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표37 목표주가 산정: TP 98,000 원 유지

(원, 배)	단위	값	비고
순이익	(십억원)	262	2021년 기준
EPS	(원)	5,569	2021년 기준
Target P/E	(배)	18.0	Historical High P/E 반영
Target Price	(원)	98,000	
현재주가	(원)	56,300	
Upside	(%)	74.1	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표38 만도 실적 추이 및 전망: 2Q21 영업이익 767 억원 기록

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E
매출액 계	1,310	1,013	1,502	1,739	5,564	1,501	1,488	1,524	1,747	6,260	6,718
한국	764	545	791	910	3,010	828	879	815	946	3,469	3,573
중국	184	305	343	462	1,293	349	368	386	469	1,572	1,733
글로벌 OE	88	163	183	230	665	184	185	198	235	801	866
로컬 OE	96	135	150	231	612	165	183	188	234	770	868
북미	322	142	317	314	1,094	308	282	305	347	1,242	1,351
기타	214	82	210	250	756	249	225	246	246	966	1,064
인도	126	35	122	157	440	161	145	163	169	638	692
유럽 + 기타	88	47	88	65	288	88	81	83	77	329	371
내부거래	174	60	159	196	589	233	267	228	261	989	1,004
단순합계	1,484	1,073	1,661	1,935	6,153	1,734	1,755	1,752	2,008	7,249	7,721
ADAS 매출액	186	154	212	222	773	188	196	258	279	922	1,069
ADAS 매출액 비중(%)	14.2	15.1	14.1	12.8	13.9	12.5	13.2	17.0	16.0	14.7	15.9
매출원가	1,152	970	1,300	1,472	4,894	1,283	1,254	1,300	1,480	5,317	5,703
매출원가율(%)	87.9	95.7	86.6	84.7	88.0	85.4	84.3	85.3	84.7	84.9	84.9
판관비	139.6	119.7	136.3	185.8	581	146.8	156.8	144.8	169.5	618	625
판관비율(%)	10.7	11.8	9.1	10.7	10.5	9.8	10.5	9.5	9.7	9.9	9.3
영업이익	18.5	-75.9	65.6	80.4	88.6	71.8	76.7	79.1	97.3	325.0	389.4
영업이익률(%)	1.4	-7.5	4.4	4.6	1.6	4.8	5.2	5.2	5.6	5.2	5.8
영업외손익	-8.3	-33.7	-14.7	-31.6	-24.3	-3.7	25.5	-13.0	-7.6	1.3	-24.1
금융 및 기타손익	-8.3	-32.9	-14.2	-36.3	-27.5	-3.6	24.4	-13.4	-8.2	-0.7	-26.7
지분법 손익	0.0	-0.8	-0.5	4.8	3.1	-0.1	1.1	0.4	0.6	2.0	2.6
세전이익	10.2	-109.6	50.9	48.9	0.4	68.1	102.2	66.2	89.7	326.3	365.3
당기순이익	9.5	-111.9	39.2	77.0	13.9	52.1	80.4	51.0	68.2	251.6	277.6
지배주주지분 순익	8.3	-112.3	36.9	72.9	5.8	49.1	78.2	48.0	64.2	239.5	261.5
YoY(%)											
매출액 계	-7.4	-30.8	2.3	6.2	-7.0	14.6	46.8	1.5	0.5	12.5	7.3
한국	-2.7	-35.7	-1.9	1.1	-9.9	8.4	61.4	3.0	4.0	15.3	3.0
중국	-42.6	9.3	1.8	16.1	-3.0	89.6	20.7	12.7	1.6	21.6	10.3
북미	18.8	-48.4	2.8	1.7	-5.8	-4.4	99.3	-3.8	10.6	13.5	8.8
기타	8.3	-62.1	-6.2	9.4	-12.7	16.3	174.3	17.3	-1.5	27.8	10.1
인도	8.1	-72.8	-12.4	10.6	-16.5	27.8	311.7	33.3	8.0	44.9	8.6
유럽 + 기타	8.6	-46.2	4.2	-25.1	-15.2	-0.2	71.7	-5.1	18.5	14.3	13.0
ADAS	10.4	-14.5	22.4	9.7	6.9	1.0	27.9	22.0	26.0	19.3	16.0
영업이익	-42.2	적전	-6.7	27.9	-59.2	288.1	적전	20.6	21.1	266.8	19.8
지배주주지분 순익	-50.5	적전	-27.6	527.3	-94.8	489.2	적전	30.2	-11.9	흑전	9.2

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

만도 (204320)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,110	2,407	2,469	2,942	3,065
현금 및 현금성자산	205	561	725	1,195	1,431
매출채권 및 기타채권	1,374	1,354	1,244	1,220	1,125
재고자산	337	323	324	344	318
기타유동자산	194	169	176	183	191
비유동자산	2,465	2,531	2,535	2,540	2,497
관계기업투자등	69	83	86	89	93
유형자산	1,947	2,039	1,996	1,958	1,875
무형자산	171	125	157	184	208
자산총계	4,574	4,938	5,004	5,482	5,561
유동부채	1,757	2,032	2,063	2,297	2,108
매입채무 및 기타채무	1,160	1,261	1,340	1,626	1,500
단기금융부채	446	619	565	507	437
기타유동부채	152	152	158	165	171
비유동부채	1,253	1,197	1,186	1,180	1,180
장기금융부채	1,153	1,092	1,077	1,067	1,063
기타비유동부채	101	105	109	113	118
부채총계	3,010	3,229	3,249	3,478	3,289
자배주주지분	1,512	1,438	1,683	1,932	2,200
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	602	602	602	602	602
이익잉여금	755	722	948	1,198	1,466
비지배주주지분(연결)	74	72	72	72	72
자본총계	1,586	1,510	1,755	2,004	2,273

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	273	409	515	822	549
당기순이익(손실)	176	14	252	278	301
비현금수익비용가감	386	395	76	254	252
유형자산감가상각비	245	254	234	228	223
무형자산상각비	55	52	20	24	27
기타현금수익비용	85	89	-179	2	1
영업활동 자산부채변동	-236	0	188	291	-4
매출채권 감소(증가)	-6	273	110	25	94
재고자산 감소(증가)	-18	-21	-2	-20	27
매입채무 증가(감소)	36	-171	79	286	-126
기타자산, 부채변동	-248	-81	0	0	0
투자활동 현금	-300	-142	-257	-256	-206
유형자산처분(취득)	-214	-157	-191	-190	-140
무형자산 감소(증가)	-10	-20	-51	-51	-51
투자자산 감소(증가)	0	20	-2	-2	-2
기타투자활동	-76	14	-12	-12	-12
재무활동 현금	115	90	-95	-96	-107
차입금의 증가(감소)	150	113	-69	-68	-74
자본의 증가(감소)	-34	-23	-26	-28	-33
배당금의 지급	34	23	26	28	33
기타재무활동	-1	0	0	0	0
현금의 증가	88	356	163	471	236
기초현금	118	205	561	725	1,195
기말현금	205	561	725	1,195	1,431

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

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	5,982	5,564	6,260	6,718	7,007
매출원가	5,148	4,894	5,317	5,703	5,930
매출총이익	834	670	943	1,014	1,076
판매비 및 관리비	616	581	618	625	656
영업이익	219	89	325	389	420
(EBITDA)	519	394	579	641	671
금융손익	-41	-57	-34	-27	-27
이자비용	49	45	41	40	39
관계기업등 투자손익	-7	3	2	3	3
기타영업외손익	5	-30	34	0	0
세전계속사업이익	176	5	326	365	396
계속사업법인세비용	58	-9	75	88	95
계속사업이익	118	14	252	278	301
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	118	14	252	278	301
지배주주	111	6	240	262	284
총포괄이익	141	-9	252	278	301
매출총이익률 (%)	13.9	12.0	15.1	15.1	15.4
영업이익률 (%)	3.7	1.6	5.2	5.8	6.0
EBITDA 마진률 (%)	8.7	7.1	9.3	9.5	9.6
당기순이익률 (%)	2.0	0.2	4.0	4.1	4.3
ROA (%)	2.5	0.1	4.8	5.0	5.1
ROE (%)	7.6	0.4	15.4	14.5	13.7
ROIC (%)	5.3	2.3	9.4	12.3	14.3

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	15.0	476.9	12.1	11.0	10.2
P/B	1.1	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	5.8	9.8	6.5	5.0	4.4
P/CF	2.9	6.8	8.8	5.4	5.2
배당수익률 (%)	1.4	0.9	1.0	1.1	1.3
성장성 (%)					
매출액	5.6	-7.0	12.5	7.3	4.3
영업이익	10.7	-59.4	266.4	19.8	7.9
세전이익	24.8	-97.1	6,177.6	12.0	8.5
당기순이익	4.7	-88.3	1,715.3	10.3	8.5
EPS	4.6	-94.8	4,037.3	9.2	8.5
안정성(%)					
부채비율	189.8	213.8	185.2	173.5	144.7
유동비율	120.1	118.5	119.7	128.1	145.4
순차입금/자기자본	84.9	74.3	50.7	17.4	1.7
영업이익/금융비용	4.5	2.0	7.9	9.7	10.9
총차입금 (십억원)	1,598	1,711	1,642	1,574	1,500
순차입금 (십억원)	1,346	1,122	889	349	38
주당지표 (원)					
EPS	2,354	123	5,101	5,569	6,043
BPS	32,193	30,626	35,834	41,146	46,861
CFPS	11,970	8,705	6,970	11,314	11,776
DPS	500	550	600	700	800

현대차

목표주가 추이

(원)

주가

목표주가

350,000

300,000

250,000

200,000

150,000

100,000

50,000

0

19/08

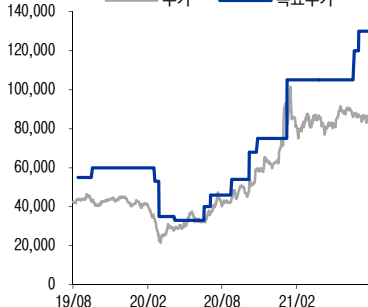
20/02

20/08

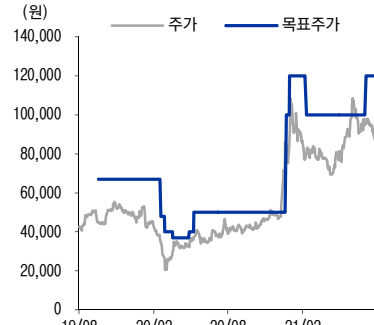
21/02

투자 의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최저 대비	최고 대비	평균 대비
2015.11.09	변경	유지음			
2019.04.15	Buy	170,000	-15.6	-20.0	
2019.07.23	Buy	180,000	-25.3	-28.5	
2019.10.07	Buy	165,000	-21.5	-26.3	
2020.01.23	Buy	175,000	-22.3	-32.4	
2020.03.19	Buy	100,000	-13.6	-23.4	
2020.03.30	Buy	120,000	-16.3	-22.6	
2020.04.24	Buy	110,000	-1.4	-12.8	
2020.06.05	Buy	135,000	-7.8	-22.3	
2020.07.24	Buy	165,000	8.5	-9.9	
2020.08.27	Buy	220,000	-15.0	-20.4	
2020.10.27	Buy	240,000	-18.1	-24.2	
2021.01.04	Buy	230,000	16.3	6.0	
2021.01.27	Buy	300,000	-16.8	-19.5	

기아 목표주가 추이			투자 의견 변동내역												
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
						최저 대비	최고 대비	평균 대비				최저 대비	최고 대비	평균 대비	
			2015.11.09	변경	유지음										
			2019.08.12	Buy	55,000	-15.6		-20.4							
			2019.10.07	Buy	60,000	-24.6		-30.2							
			2020.03.09	Buy	53,000	-37.7		-44.8							
			2020.03.19	Buy	35,000	-11.4		-23.0							
			2020.04.27	Buy	33,000	13.5		-2.1							
			2020.07.08	Buy	40,000	-5.0		-12.6							
			2020.07.24	Buy	46,000	2.6		-8.7							
			2020.09.14	Buy	54,000	-5.7		-12.2							
			2020.10.27	Buy	68,000	-12.9		-21.1							
			2020.11.16	Buy	75,000	24.4		-11.1							
			2021.01.28	Buy	105,000	-3.3		-19.0							
			2021.07.12	Buy	120,000	-26.5		-27.2							
			2021.07.23	Buy	130,000										

현대모비스 목표주가 추이			투자 의견 변동내역												
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
						최저 대비	최고 대비	평균 대비				최저 대비	최고 대비	평균 대비	
			2015.11.09	변경	유지음										
			2019.04.29	Buy	280,000	-15.4		-19.6							
			2019.07.25	Buy	290,000	-14.3		-16.6							
			2019.09.02	Buy	300,000	-11.0		-21.2							
			2020.03.25	Buy	210,000	-13.8		-17.9							
			2020.04.27	Buy	200,000	-2.5		-11.2							
			2020.05.29	Buy	220,000	1.8		-8.7							
			2020.07.08	Buy	240,000	-0.4		-9.4							
			2020.09.14	Buy	270,000	-10.2		-14.0							
			2020.10.22	Buy	290,000	-10.7		-16.4							
			2020.12.24	Buy	350,000	2.7		-19.6							
			2021.01.11	Buy	440,000	-18.0		-28.1							
			2021.04.13	Buy	400,000	-22.5		-24.4							
			2021.04.26	Buy	350,000										

현대위아 목표주가 추이			투자 의견 변동내역												
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
						최저 대비	최고 대비	평균 대비				최저 대비	최고 대비	평균 대비	
			2015.11.09	변경	유지음										
			2019.07.29	Buy	60,000	-15.0		-24.7							
			2019.10.07	Buy	67,000	-17.5		-28.9							
			2020.03.09	Buy	48,000	-28.6		-36.6							
			2020.03.18	Buy	40,000	-28.4		-37.6							
			2020.04.07	Buy	37,000	-5.0		-10.9							
			2020.05.18	Buy	40,000	-7.8		-10.3							
			2020.05.29	Buy	50,000	71.8		-14.0							
			2021.01.11	Buy	100,000	8.5		-8.8							
			2021.02.01	Buy	120,000	-15.8		-26.5							
			2021.03.02	Buy	100,000	8.5		-15.5							
			2021.07.26	Buy	120,000										

만도 목표주가 추이

(원)

120,000

100,000

80,000

60,000

40,000

20,000

0

19/08

20/02

20/08

21/02

주가

목표주가

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최저 대비	최고 대비	평균 대비
2015.11.09	변경	유지음									
2019.07.22	Buy	40,000	-12.6		-17.4						
2019.09.02	Buy	45,000	-13.3		-23.0						
2020.03.11	Buy	40,000	-34.1		-47.6						
2020.04.07	Buy	30,000	-4.7		-17.8						
2020.07.13	Buy	28,000	-2.9		-14.0						
2020.07.31	Buy	38,000	-11.1		-20.4						
2020.09.14	Buy	41,000	-4.1		-12.9						
2020.10.30	Buy	43,000	80.0		17.5						
2021.01.11	Buy	90,000	-11.1		-16.3						
2021.02.04	Buy	110,000	-31.1		-39.2						
2021.04.13	Buy	90,000	-26.4		-30.1						
2021.05.03	Buy	80,000	-10.5		-19.2						
2021.06.08	Buy	98,000									

Compliance Notice

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

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

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

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.8% 6.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2020. 7. 1 ~ 2021. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)