산업분석

자동차

2021.11.22

Overweight

2022년 연간전망

새로운 주인공을 찾아서

Part I 2022년 산업수요: 예사롭지 않은 저성장 기조
Part II 2022년 전기차 시장: 가속도가 붙는다
Part III 현대차그룹: 본게임이 시작될 차례
Part IV 새로운 생태계의 주인공은 누구인가
Part V 자동차 업종 밸류에이션 및 투자전략

이베스트투자증권

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:24 PC-1420

이베스트투자증권 **유지웅** 입니다.

COVID-19의 여운이 가시기도 전에, 2021년도 어느덧 마무리되어 가고 있습니다.
글로벌 자동차 시장은 2022년 진입을 앞두고 반도체 공급차질, 물류 병목현상 등 기존에는 전혀 예기치 못했던 이슈들을 겪으며 사업구조의 변화와 체질개선 등을 시도했던 한 해를 마무리 하는 시점에 도달했습니다. 저희 리서치센터에서는 이번 자동차산업 연간전망 자료를 통해 자동차 산업에서 2021년에 발생했던 이슈들을 정리함과 동시에 2022년에 주요 핵심 변수로 작용 할 수 있는 이슈들에 대해 다뤄 봤습니다.

2022년 글로벌 자동차 시장수요는 7,950만대를 기록할 것으로 예상되고 있습니다.
2021년 대비로는 약 +2.3% 가량 증가한 수치를 기록할 것으로 예상되는데, 주로 수요 보다는 공급 차질에 따른 판매증가의 제약이 주를 이루게 될 것으로 보입니다.
분명 신차구매에 대한 수요는 굉장히 강한 흐름을 보일 것으로 예상되나, supply-chain의 공급차질 이슈는 전체 자동차 시장의 수요를 COVID-19 이전 수준으로 되돌리기는 어려울 것으로 예상됩니다.
즉 자동차 업체들은 2022년에도 상당히 강한 가격전가를 할 수 있는 한 해가 될 것입니다.

글로벌 주요 시장에서 의미있는 M/S를 보유하고 있는 현대기아차 입장에서 2022년은 분명 유리한 한해가 될 수 있을 것으로 예상되는데, 특히 미국 같은 경우 2021년에도 현대차그룹의 M/S는 10%대를 유지하며 상대적으로 견고한 펀더멘털이 부각될 수 있을 것으로 기대됩니다. 다만 주가는 결국 기존 사업 외에도 현대기아의 강점으로 지목되는 미국시장에서의 EV 확대를 위한 전략에 연동될 것으로 예상됩니다.

최근의 글로벌 탄소중립 Initiative는 2021년 주력 자동차 업체들로 하여금 EV판매 전략을 확대하는 계기가 되었습니다. 유럽과 미국의 자동차회사들이 전략을 최근에 강화하고 있는 기조이고 중국 지역에서는 LFP 양극재 배터리를 활용한 전기차의 대량 양산이 본격화 되고 있어 연초대비 특히 판매 전망치를 더 공격적으로 예측할 수 있는 상황이 전개된 것으로 보입니다.
당사에서는 2022년 글로벌 BEV(순수전기차) 판매량이 633만대(YoY +58%)를 기록할 것으로 예측하고 있고, 글로벌 침투율은 8% 수준에 육박할 것으로 예상됩니다. 2025년 기준으로는 BEV 판매량은 1,724만대에 글로벌 침투율은 20.6%에 달할 것으로 예상하고 있습니다.

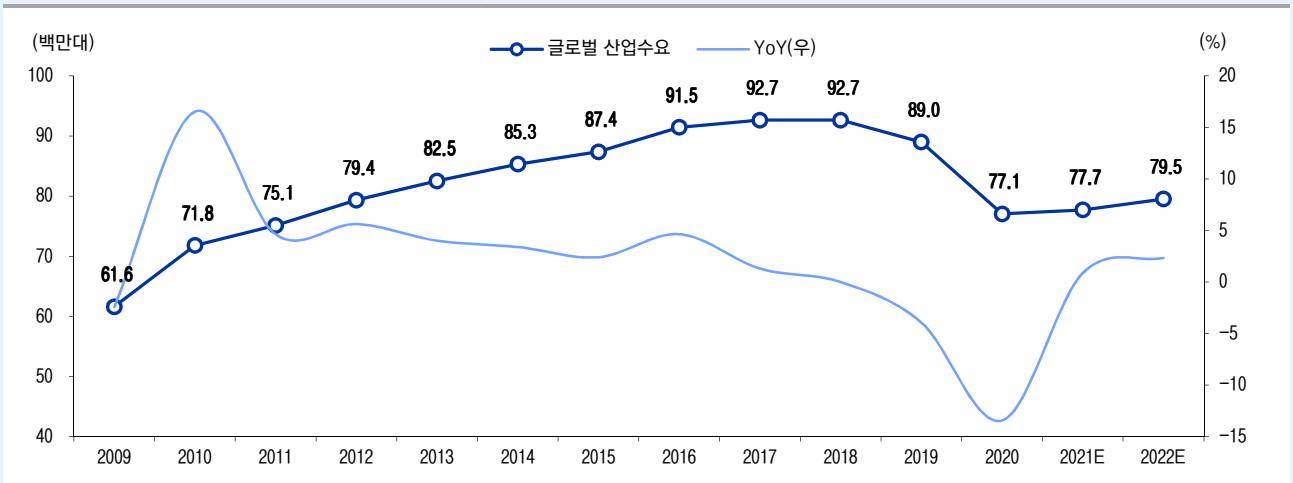
전기차 시장의 확대와 더불어 2022년 자동차 시장은 빅테크 업체들의 지속적인 영역 확대로 인해 전에 없던 도전들을 받게 될 것입니다. 특히 자율주행 시장의 경우 빅테크 업체들의 소프트웨어 침투가 본격화 되고 있어 사실상 자율주행 성능을 위한 Tier-1업체들이 새로운 영역을 확보해 기존 자동차 업체들과 치열한 경쟁 및 협업을 벌이며 새로운 생태계의 형성을 가속화 시킬 것 입니다.

2022년은 특히나 이슈가 복합적으로 작용하는 한해가 될 것으로 예상되지만, 당분간 현재 확인되는 생산회복 기조에 따라 한동안 펀더멘털 회복이 구조적으로 나타나는 현상을 기대하고 있습니다.
자동차 업종 최선호주는 현대차 **(TP 310,000원)**로 선정하고 있으며,
부품업체 중에서는 **만도(TP 81,000원)**를 추천 드립니다.

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

Key Charts: Part I

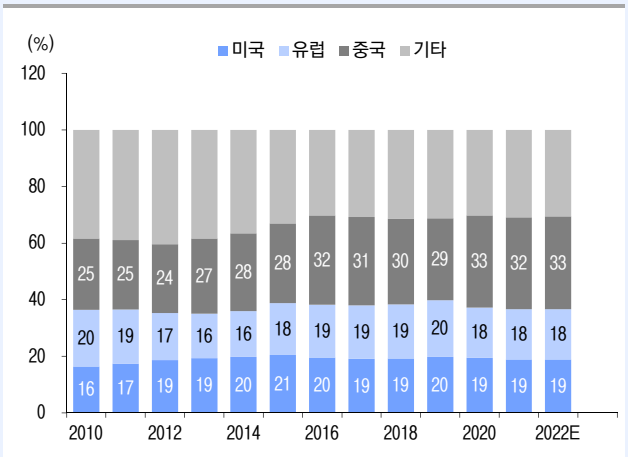
2022 년 자동차 산업 전망: 글로벌 자동차 수요 7,950 만대(YoY +2.3%) 예상



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

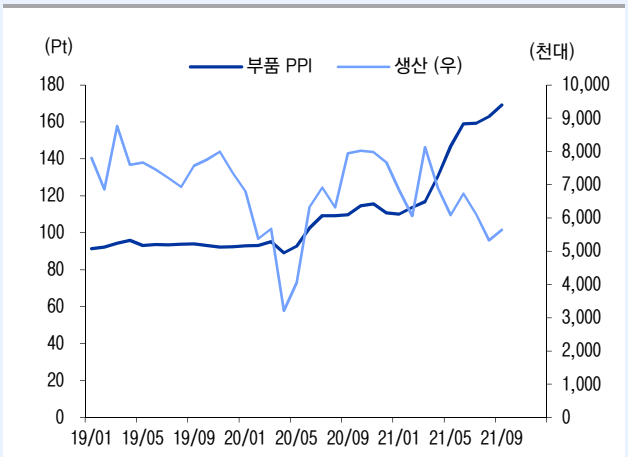
- COVID-19 이후의 자동차 산업 수요 반등은 점진적으로 이뤄지고 있음
- 파워트레인의 변화, 공급망 차질 심화 지속으로 인해 2023 년도 low-single 증가세 예상

지역별 시장 파이 추이: 중국의 자동차 산업 Dominance 는 지속될 것. 실제 큰 변화는 EV 에서 시현



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

2022 년에도 Supply-Chain 의 물류 병목현상은 지속될 것: 자동차 업체들은 변화에 적응한 이익 실현 기대



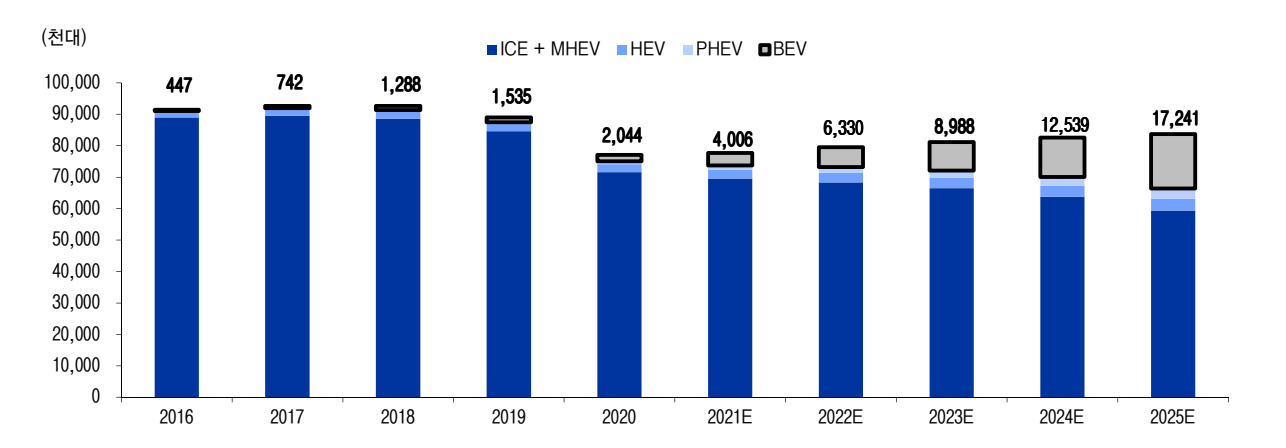
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

- 2022 년에도 중국의 자동차 시장 dominance 는 지속될 것: 비중 33% 지속
- 원자재 가격 상승과 물류 병목현상 등은 2022 년에도 여전히 자동차산업 회복 지연 요인

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:26 PC-1420

Key Charts: Part II

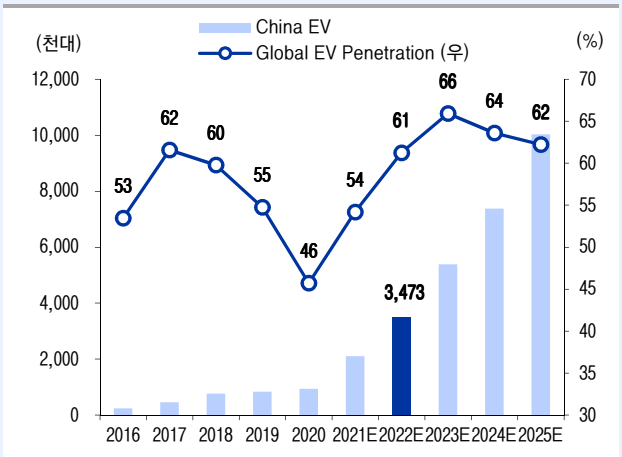
2022 년 파워트레인별 자동차 산업 추이 및 전망: 2022 년 BEV 633 만대



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

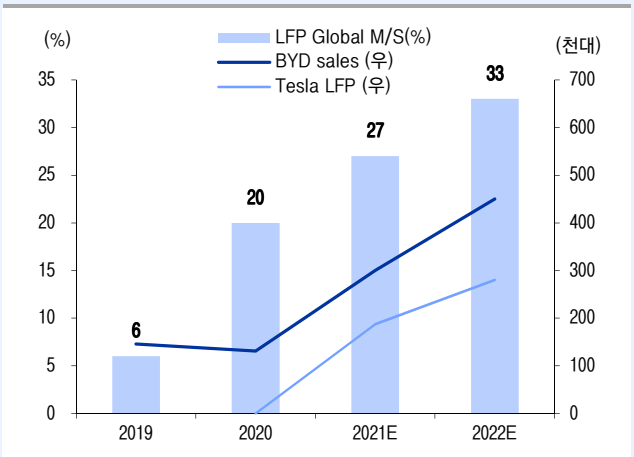
- **2022 년 글로벌 BEV 시장 규모 633 만대(YoY +58%), 침투율 8% 예상 (vs 2021 년 5%)**
- **글로벌 대형 OEM 들의 BEV 시장 본격 진입 시점은 2023 년**

중국 BEV 판매 추이(2022 년 347 만대 예상) 및 글로벌 penetration 추이: 전세계 EV 에서 중국 비중 61% 예상



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

LFP 배터리로 인해 중국의 EV Dominance 는 24 년까지도 지속: 22 년부터는 타지역도 LFP 현지생산



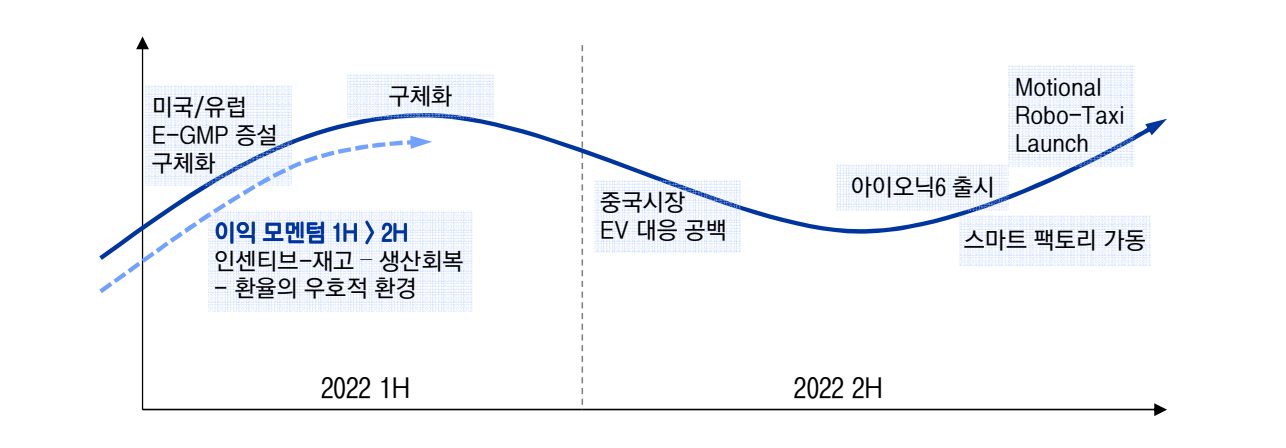
자료: SNE 리서치, 이베스트투자증권 리서치센터

- **2022 년에도 중국의 전기차 시장 Dominance 흐름 심화 예상**
- **LFP 양극재 사용 확대가 현재 시장 확대를 이끄는 최대 변수 중 하나**

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:27 PC-1420

Key Charts: Part III

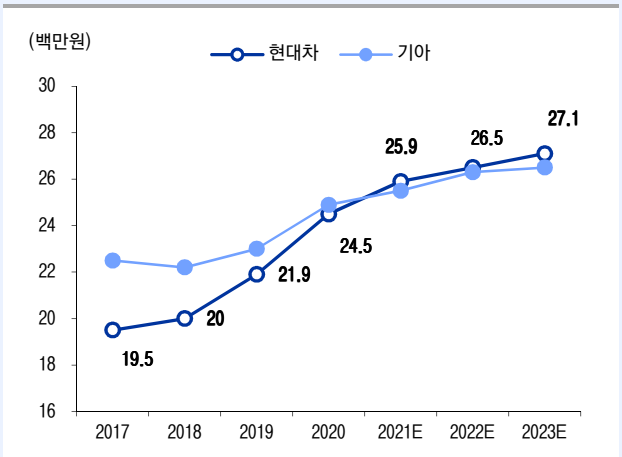
현대차그룹 2022 년의 주가모멘텀 궤적과 핵심 변수: 2022 년 상반기 펀더멘털 회복의 반영 예상



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

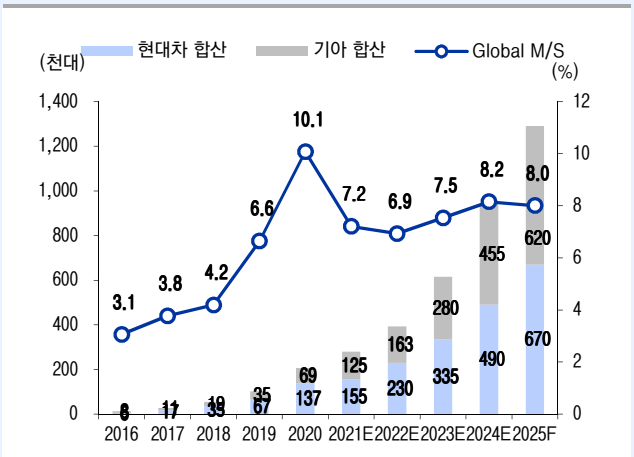
- **현대차그룹의 2022 년 주가 모멘텀은 상반기 집중: Key Word 는 E-GMP/로보택시**
- **2H22 들어서는 중국 EV 시장 대응 공백에 대한 밸류에이션 도전 발생 가능성 존재**

현대차/기아의 글로벌 ASP: 2021 년을 기점으로 현대차의 ASP 상대적으로 높은수준 기록 예상



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

현대차/기아의 글로벌 BEV M/S 예상 추이: E-GMP 양산 본격화로 2022 년 6.9%로 M/S 예상



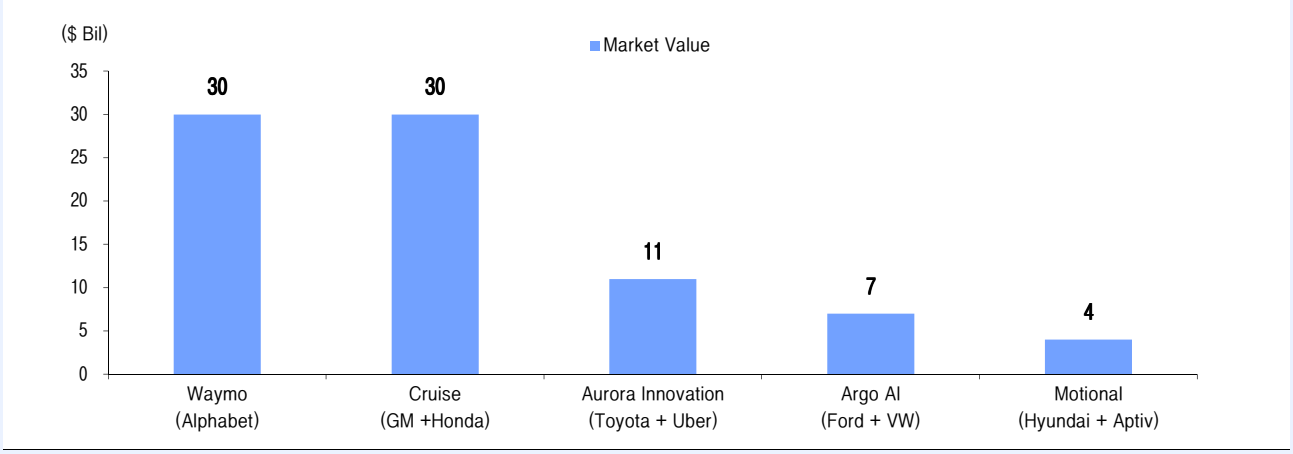
자료: 각 사, Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

- **2022 년부터 현대〉기아 패턴의 ASP 흐름 예상. 제네시스 브랜드 입지확대 본격화**
- **현대/기아 2022 년 핵심 변수는 E-GMP 기반 EV 출하 본격화**

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:27 PC-1420

Key Charts: Part Ⅳ

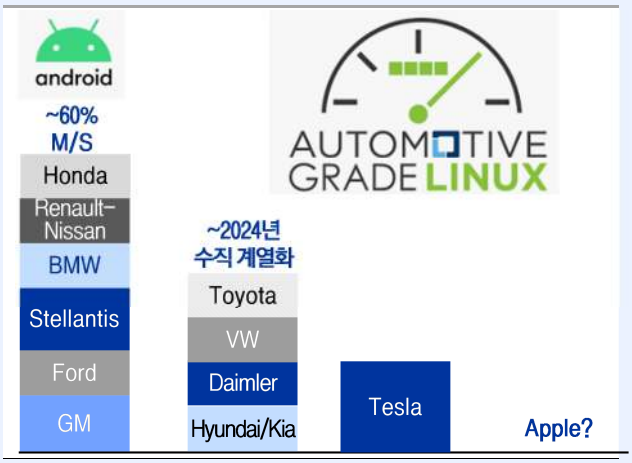
새로운 생태계의 주인공: Aurora Innovation 의 상장으로 로보택시 사업의 시장내 가치평가 본격화



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

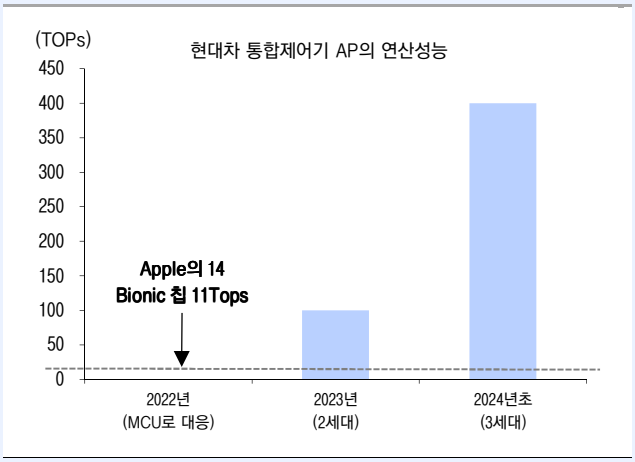
- **로보택시 시장의 형성 시작으로 자동차 업체들의 밸류에이션 상승 기대**
- **Trucking/Logistics 자율주행 전문업체인 Aurora 의 상장으로 로보택시 업체들 기업가치 부각 예상**

전세계 자동차 운영체제별 구분: Android Automotive VS 전통 OEM 구도, 그리고 Apple Carplay 의 부상 가능성



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Computer on Wheels: 현대차의 고성능 통합제어기를 통한 소프트웨어 수직계열화는 2023 년에 윤곽 부각



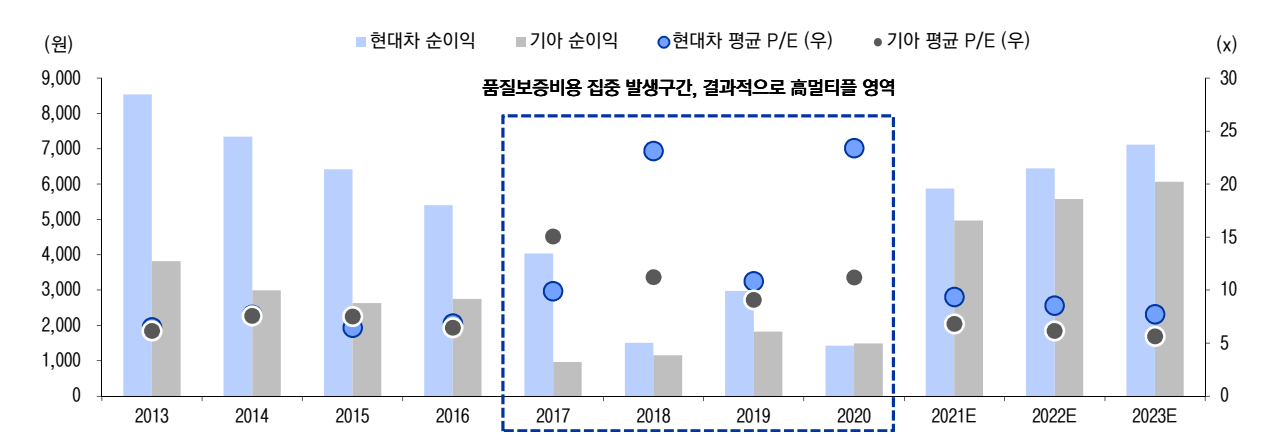
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- **빅테크 진영과 글로벌 OEM 들의 OS(운영체제) 시장 선점을 위한 경쟁 본격화**
- **Computer on Wheels: ADAS 자율주행 지원을 위한 MCU→AP 로 전환 본격화**

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:29 PC-1420

Key Charts: Part V

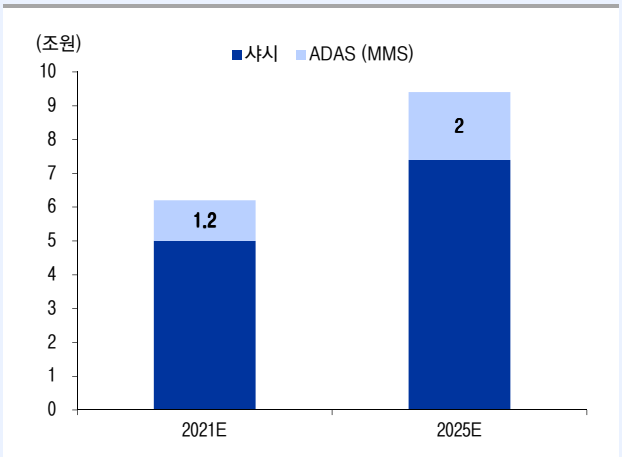
현대기아의 P/E 밸류에이션 추이: 이익 정상화에 따른 '정상' 밸류에이션 영역으로 진입



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

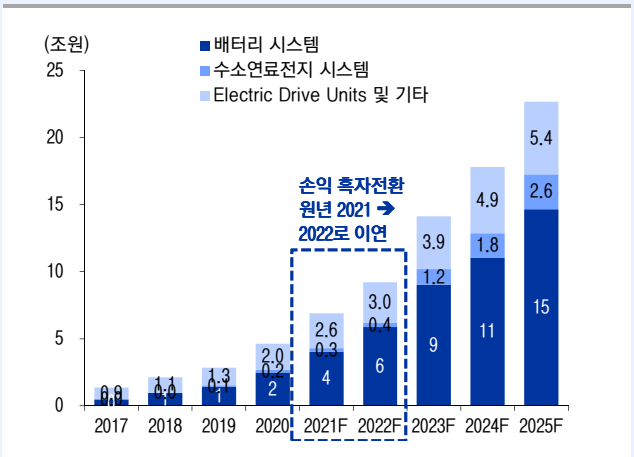
- **2017~2020 년까지 일회성 비용 집중 발생, 2021 년부터는 이익 가시성 현격하게 증가**
- **2021~2023 년 이익에 대한 P/E 멀티플 저평가 구간 진입, 기업가치 확대 여건 개선**

부품업체에서 Tech 기업으로 진화하는 만도: MMS 의 성장성에 대한 가치 확대 불가피



자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터

현대차그룹 배터리 시스템의 핵심, 현대모비스의 전동화 사업 매출 추이: CTP 기술 도입하며 사업주도권 확대



자료: 현대모비스, 이베스트투자증권 리서치센터

- **부품업체들에 대한 선별적 재평가 예상: ADAS, 배터리 시스템은 가파른 매출상승 기회**
- **만도의 MMS 분할로 재평가 요인 지속 발생: 샤시부문에서 2022 년 가파른 외형성장 기대**
- **현대모비스의 배터리 시스템 사업 주목 필요: 대규모 Non-captive 사업으로 발전 기대**

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:29 PC-1420

산업분석

자동차
Overweight

2022 년 연간전망

새로운 주인공을 찾아서

Content

Part I	2022 년 자동차 산업수요: 예사롭지 않은 저성장 기조	9
Part II	2022 년 전기차 시장: 가속도가 붙는다	20
Part III	현대차그룹: 본 게임이 시작될 차례	34
Part IV	새로운 생태계의 주인공은 누구인가	47
Part V	자동차 업종 밸류에이션 및 투자전략	60

기업분석

현대차 (005380)	70
기아 (000270)	75
현대모비스 (012330)	79
현대위아 (011210)	83
만도 (204320)	87
한온시스템 (018880)	91
한국타이어앤테크놀로지 (161390)	95

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:30 PC-1420

Part I

2022 년 자동차 산업수요: 예사롭지 않은 저성장 기조

2022년 글로벌 자동차 산업수요 YoY +2.3% 예상

2022년 글로벌 자동차 산업은 반도체 공급차질 등 supply-chain 전반에 걸쳐 촉발된 생산차질 현상이 이어지며 약 7,950만대의 산업수요를 기록할 것으로 예상 됩니다. 전년 동기대비 기준으로는 약 +2.3%의 증가세로 보이며, 지역별로는 2021년에 공급차질 현상이 가장 심했던 미국지역의 수요 회복 증가세가 두드러 질 것으로 기대됩니다.

2022년에 자동차 산업 전반에 걸쳐 나타날 큰 특징 중 하나는, 2021년에 경험했던 강력한 소비자의 수요가 다소 완화될 가능성 입니다. 공급차질이 지속되며 차량에 대한 소비패턴 변화가 나타날 수 밖에 없고 특히 파워트레인의 대변화, 즉 전기차 시장의 확대로 인해 수요가 이연되는 현상이 나타날 가능성이 있습니다. 따라서 업체별/세그먼트별로 수요회복이 차별화 될 것으로 예상합니다.

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:31 PC-1420

2022년 자동차 산업수요: 예사롭지 않은 저성장 기조

COVID19 이후, 자동차 산업의 양적 반등은 지연

2022년 글로벌 자동차 산업수요, YoY +2.3% 수준의 저성장 기조 지속

2022년 글로벌 자동차 산업수요는 YoY +2.3% 증가한 7,950만대를 기록할 것으로 예상한다. COVID-19이후 자동차 시장은 강한 수요를 보여왔으나, 2021년 들어서는 반도체 쇼티지 현상이 두드러지며 공급차질이 약 1천만대 가량 발생했다. 2021년 하반기 들어서는 단순히 반도체 뿐만 아니라 supply-chain 전반에 걸친 병목현상들이 발생하고 있어 2022년 까지도 자동차 산업은 전반적으로 부품의 공급차질로 인한 판매가 제약을 받는 상황이 전개될 것으로 예상한다.

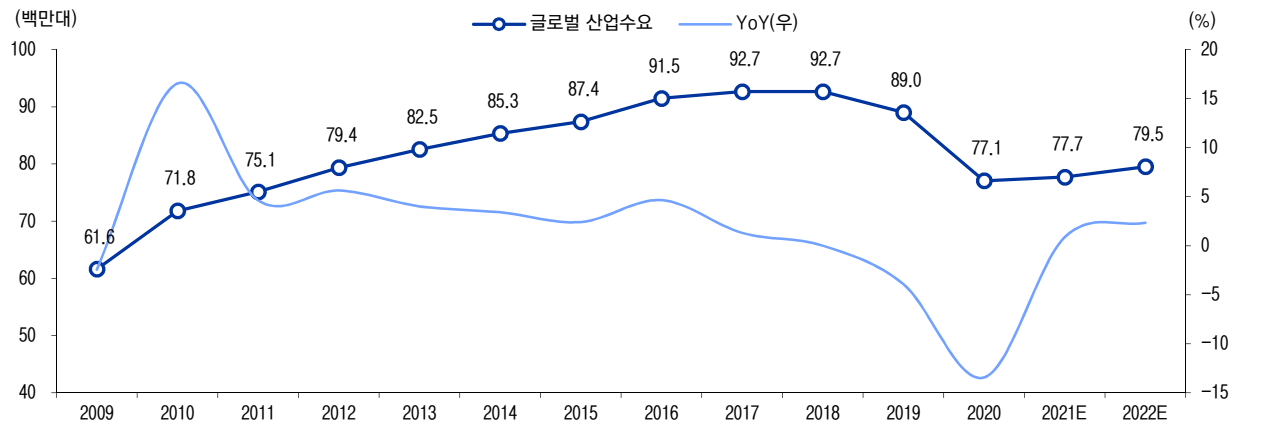
지역 별로는 미국, 유럽, 중국 등 메이저 지역들의 선전이 예상되는데, 2021년 핵심지역에서 반도체 공급차질 여파가 상대적으로 뚜렷하게 나타난 것에 대한 기저효과가 크다. 지역별로는 미국이 YoY +3.3%, 유럽 +2.2%, 중국 +3.1%의 시장 증가를 기대하고, 신흥국 시장 등은 오히려 일반적인 물류 병목현상 및 원자재 가격 급등 등이 신차 구매심리 개선으로 이어지지 못하며 상대적으로 선진국에 비해 더딘 회복세를 보일 것으로 예상된다. 한국의 경우 2H21에 공급차질 현상이 극심하게 나타났는데, 2022년에는 프리미엄 메이커들의 신차출시 본격화와 현대기아 공급차질 완화가 이뤄지며 YoY +4.5%의 판매증가세를 기록할 것으로 기대한다.

2022년 신차판매 시장의 또다른 특징은 중국의 글로벌 과점화 현상이 될 것이다. 중국 자동차 시장은 2020년에도 이미 전세계 자동차 시장에서 33%의 비중을 기록했는데, 2021년에 이어 2022년에는 34%로 그 비중이 증가할 것으로 예상된다. 중국은 특히 로컬 업체들의 선전이 기대되고 있는데 Geely, BYD, Nio, Xpeng 등 신흥 업체들의 주도권 강화가 예상되기 때문이다. 반면 현대기아의 경우 2022년에도 E-GMP를 통한 전기차 판매가 여전히 본격화 되지 않기 때문에 중국 시장은 사실상 반등이 지연될 것으로 기대한다. 국내 부품업체들의 경우 역시 중국 보다는 미국, 유럽 등 현대기아 그룹이 중점적으로 신차 투입을 계획하고 있는 지역 위주로 성장이 나타날 것으로 기대한다.

한편 자동차 업체들을 포함한 제조업 센티멘트는 1H21까지는 사실상 굉장히 저조한 모습을 보였으나, 미국의 ISM 제조업 지수, 컨퍼런스 보드 소비자 심리지수 등은 이미 9월 경을 저점으로 턴어라운드 하는 모습을 보이고 있다. 최근 미국 CPI는 6%를 넘기고 있는데, 신차가격 반등 역시 이와 동행하는 모습이다. 2022년 전반에 걸쳐 서도 신차 구매심리 자체는 매우 강한 기조가 유지될 것으로 예상되며, 이에 따른 메이커별의 전략은 궁극적으로 기업가치 차별화로 이어질 것으로 기대된다. 정상화 단계까지는 상당한 시간이 남아 있으나, 자동차 업체들은 이미 반도체 칩 쇼티지 상황을 통해 적응하는 단계에 이르렀기 때문에 Mix 개선에 따른 실적 개선에 대한 기대감은 2022년 자동차 산업의 최대 관전 포인트가 될 것이다.

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:32 PC-1420

그림1 글로벌 자동차 산업수요 추이 및 전망: 2022 년 7,950 만대(YoY +2.3%)의 저성장 기조 예상



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 지역별 자동차 산업수요 추이 및 전망: 2022 년 7,950 만대(YoY +2.3%)의 저성장 기조 예상

(백만대)	미국	유럽	한국	중국	브라질	러시아	인도	일본	아중동	기타	글로벌 산업수요
2009	10.6	15.0	1.5	13.6	3.2	1.5	2.3	4.6	1.9	7.5	61.6
2010	11.8	14.4	1.6	18.1	3.5	1.9	3.0	5.0	3.1	9.6	71.8
2011	13.0	14.4	1.6	18.5	3.6	2.7	3.3	4.2	3.5	10.4	75.1
2012	14.8	13.2	1.5	19.3	3.8	2.9	3.6	5.4	3.3	11.5	79.4
2013	16.0	13.0	1.5	22.0	3.8	2.8	3.2	5.4	2.9	12.0	82.5
2014	16.9	13.7	1.7	23.5	3.5	2.5	3.2	5.6	3.4	11.4	85.3
2015	17.9	16.0	1.8	24.6	2.6	1.6	3.4	5.0	3.6	10.7	87.4
2016	18.0	17.0	1.8	28.0	2.0	1.4	3.7	5.0	3.4	11.2	91.5
2017	17.7	17.6	1.8	28.9	2.2	1.6	4.1	5.2	2.0	11.5	92.7
2018	17.8	17.7	1.8	28.1	2.6	1.8	4.4	5.3	1.9	11.4	92.7
2019	17.6	17.9	1.8	25.8	2.8	1.8	3.8	5.2	2.0	10.5	89.0
2020	15.0	13.6	1.9	25.3	2.1	1.6	2.9	4.6	1.6	8.4	77.1
2021E	14.4	13.6	1.7	26.1	2.1	1.7	3.6	4.2	1.5	8.9	77.7
2022E	14.9	13.8	1.8	27.0	2.1	1.7	3.8	4.2	1.5	8.7	79.5

자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

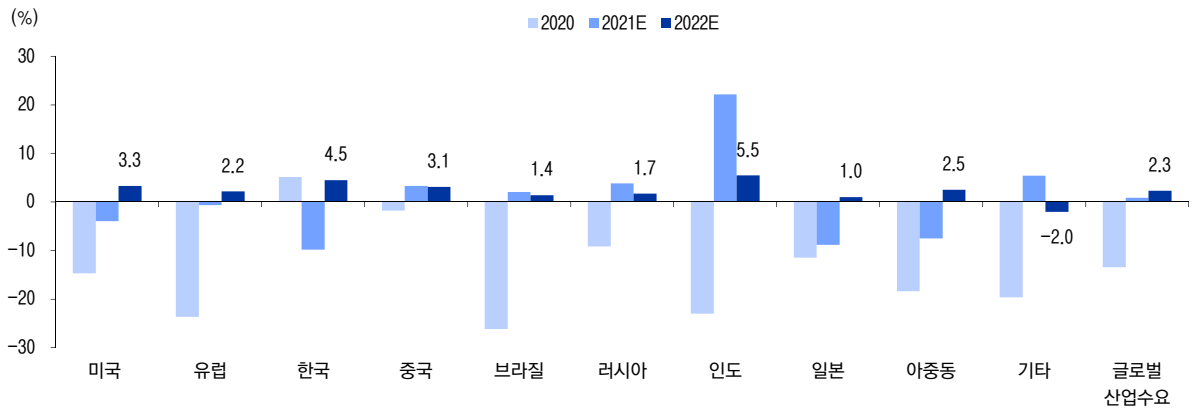
표2 지역별 자동차 산업수요 추이 및 증가율(YoY%)

(YoY, %)	미국	유럽	한국	중국	브라질	러시아	인도	일본	아중동	기타	글로벌 산업수요
2013	7.5	-1.5	-0.1	13.9	-0.9	-5.4	-9.6	0.1	-13.2	5.0	4.0
2014	6.1	5.8	7.8	6.9	-7.2	-10.3	-2.0	3.5	17.5	-5.1	3.4
2015	5.9	16.8	10.4	4.7	-26.6	-35.7	7.8	-9.3	7.3	-6.0	2.4
2016	0.2	6.2	-1.1	13.9	-22.0	-14.4	7.1	-1.5	-5.8	4.3	4.6
2017	-1.7	3.5	1.1	3.0	11.8	16.4	11.4	5.3	-40.8	2.6	1.3
2018	1.0	0.3	-1.1	-2.8	14.6	12.8	7.6	0.7	-7.1	-1.2	0.0
2019	-1.4	1.1	-1.8	-8.2	8.6	-2.3	-13.3	-1.4	4.6	-7.5	-3.9
2020	-14.7	-23.6	5.2	-1.8	-26.2	-9.1	-23.0	-11.5	-18.4	-19.7	-13.4
2021E	-3.9	-0.6	-9.8	3.3	2.0	3.8	22.2	-8.8	-7.5	5.4	0.9
2022E	3.3	2.2	4.5	3.1	1.4	1.7	5.5	1.0	2.5	-2.0	2.3

자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

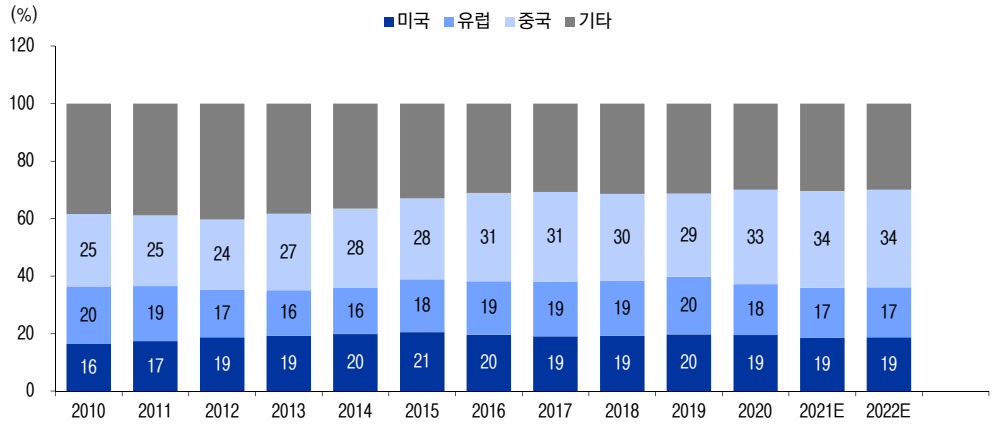
유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:33 PC-1420

그림2 2022 년 주요 지역별 자동차 수요 증가세: 미국이 상대적을 높은 성장세 기대



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

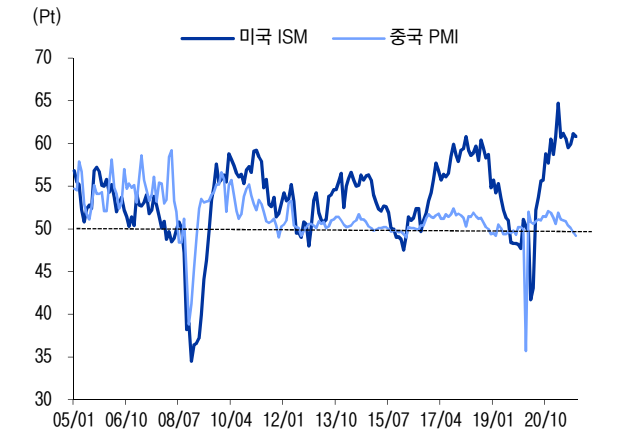
그림3 지역별 자동차 판매 비중: 2022 년에도 중국이 메이저 시장지위 지속, 비중 33% 수준



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

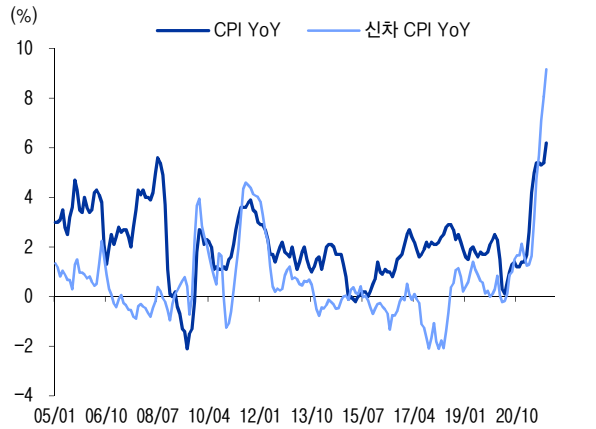
유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:34 PC-1420

그림4 미국/중국의 제조업 지수 비교: 2021 년 9 월을 저점으로 미국 제조업 심리 회복 추세는 확인. 공급차질 불구 美 자동차 업체들은 가동률 개선을 위한 전략을 실행 중



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 미국 물가상승률 추이: 2022 년 금리 인상기조 확대 불구, 역사적 최대 유동성은 신차구매에 대한 강한 수요의 원동력으로 작용



자료: Bloomberg, U.S. Bureau of Labor Statistics, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 컨퍼런스 보드 소비심리 추이: 델타변이 이후 반등 추세 시현, 2022 년 추가 개선 여지 제공

자료: Bloomberg, US Conference Board, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 이종통화 환율: 유가 반등 불구 헤알화/루블화 약세 현상 지속, 신흥국 신차 Motorization 은 지연

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:34 PC-1420

강한 수요회복 경험한 2021년, 2022년에는 이연 될 가능성

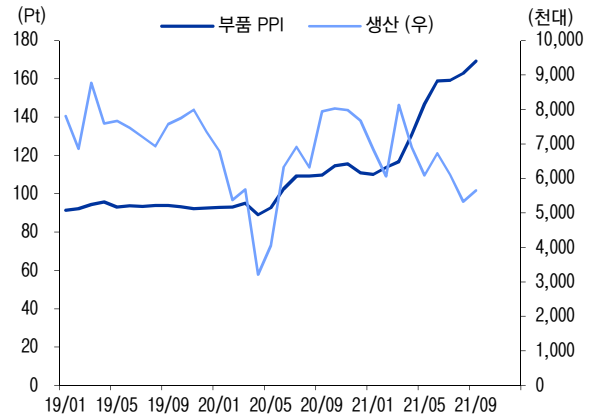
물류 병목현상, 1H22까지 부품업체 부담요인으로 작용

자동차 산업은 굉장히 상세한 수준까지 수많은 밸류체인으로 구성되어 있어 대규모 경제효과를 유발하는 대신, 특정부품의 부재는 전 supply chain의 불리한 운영으로 이어진다. 특히 내연기관의 경우 약 3만가지 부품으로 구성되어 있는 만큼, 대부분의 화학제품 및 소재의 일시적인 쇼티지는 분명 자동차 산업에 매우 불리하게 작용되고 있다.

미국에서 집계되고 있는 자동차 부품 산업의 PPI는 현재 약 160을 지나고 있는데, 2020년 초 100 수준에 비해 현격하게 증가한 수치다. 이는 두가지 의미를 지니는데, 첫째로 최종 공급업체인 Tier-1 업체들 중 상당수는 이러한 원가 상승에 집중적으로 노출되는 구조이고, 두번째는 완성차 업체들은 이러한 부품가격 상승에도 불구하고 원가율이 크게 상승하지 않는다는 점이다. 현대차그룹의 경우 신차가격의 약 70% 수준이 원재료 가격으로 반영되는데, 변동성에 대한 헤지를 통해 단기간 내에 확대된 변동성은 당분기 손익에 거의 영향을 미치지 못하는 구조다. 따라서 2021년 전반에 걸쳐 상승한 원자재 가격들은 2022년의 특정 원가상승요인이 아닌, 2023년/24년까지 꾸준히 상승하는 원자재 투입비용의 증가로 해석될 것이다. 반면 2022년은 더군다나 신차재고가 충분히 낮은 수준이기 때문에 자동차 업체들 입장에서는 오히려 마진을 크게 늘릴 수있는 상황으로 판단된다.

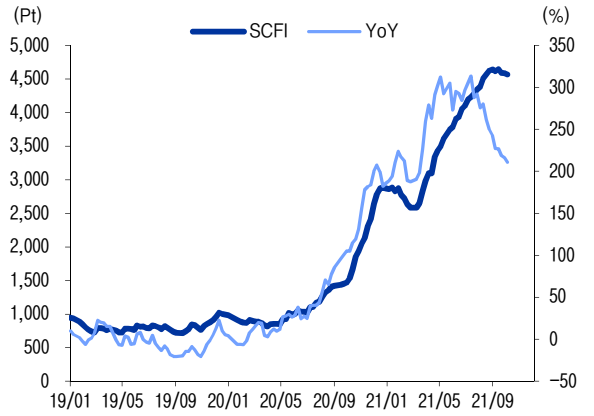
부품업체들의 경우 물류 병목현상과 원자재 가격 상승 등은 완성차 대비 전가력이 낮고, 완성차의 생산량에 매출이 연동되어 발생하는 경우가 많기 때문에 평균적으로는 완성차 대비 펀더멘털 회복이 느릴 것으로 예상한다. 대형 부품업체들은 또한 운송비용 부담요인이 2Q21부터 급증하고 있는데, 대체로 컨테이너선 운임이 2021년 연초대비 약 3배에서 4배까지 증가했고 다년에 걸쳐 원가반영을 하는 원재료 와는 다르게 매분기 원가에 스팟으로 반영하고 있어 최소 1H22 까지는 특히 글로벌 공급망이 완성차보다 도처에 산재해 있는 부품업체들은 비용부담이 지속되는 구조로 판단한다.

그림8 물류 병목현상 ➜ 생산차질, 2022 년에도 지속. 공급망이 더욱 분산된 부품업체의 상대적 비용 과중 불가피



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 제조업 전 밸류체인에 걸친 영향은 결국 운임지수 상승으로 이어지는 악조건으로 발전



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

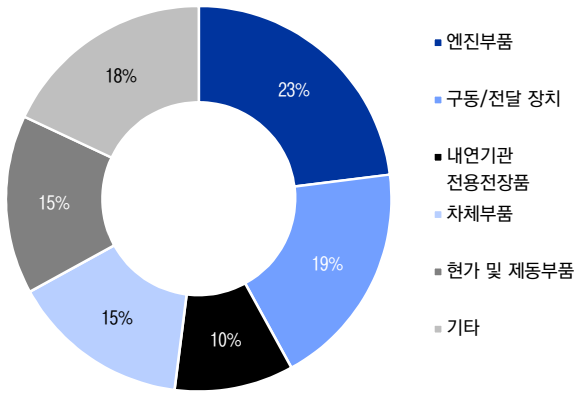
유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:35 PC-1420

표3 내연기관 차량의 부품 수 및 전기차 비교: 자동차 공급망 disruption을 일으키는 주요 변수

구분 (단위: 개)	내연기관차 전용부품수	전기차에서 사라지는 부품 수	사라지는 비율
엔진부품	6,900	6,900	100
구동/전달 장치	5,700	2,100	37
내연기관 전용전장품	3,000	2,100	70
차체부품	4,500	0	
현가 및 제동부품	4,500	0	
기타	5,400	0	
합계	30,000	11,100	37

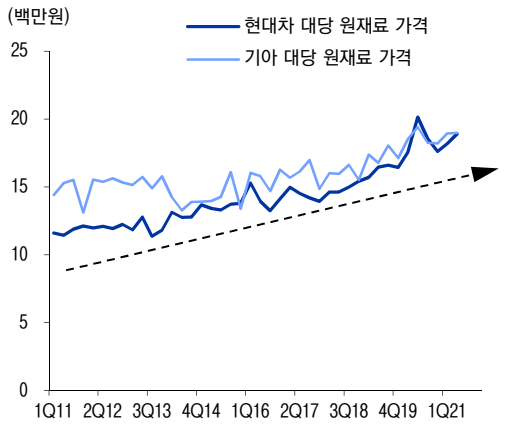
자료: 일본 자동차 공업협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 내연기관 차량의 부품 수 및 전기차 비교: 자동차 공급망 disruption을 일으키는 주요 변수



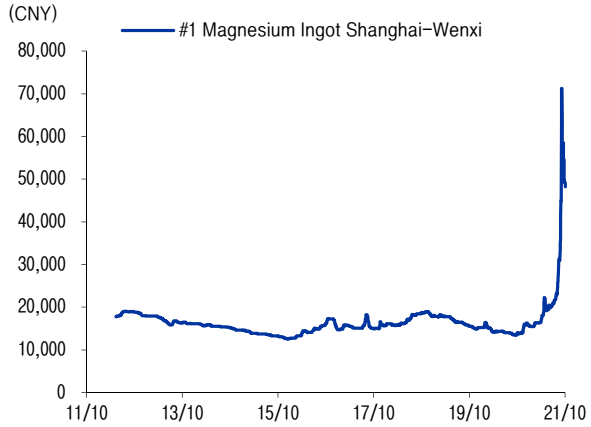
자료: 일본 자동차 공업협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 현대기아 대당 원자재 비용의 꾸준한 추이: 완성차는 원자재 가격 상승분을 일시적으로 전부 반영하지 않는다



자료: 일본 자동차 공업협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 마그네슘 가격 추이: 소량의 부품 공급차질에 가격 급등 사례. 다만 실제 원가율에 타격을 주기에는 미미한 비중



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:35 PC-1420

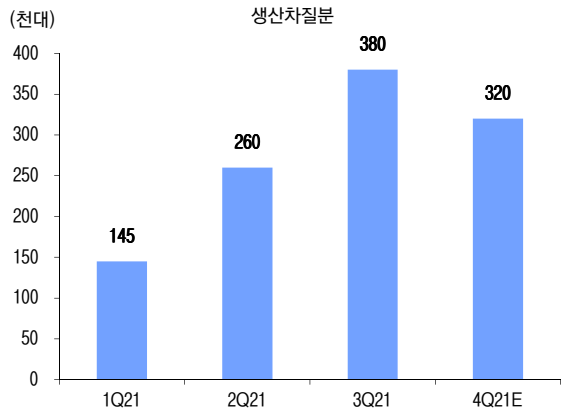
반도체 공급차질은 2022년에도 지속, E/E 아키텍쳐 선제적 도입 업체는 회복 가능

2021년 자동차 산업에 약 1천만대 가량의 생산차질 변수로 작용했던 반도체 칩의 쇼티지 현상은 2022년을 넘어 2023년 까지도 확산될 전망이다. 반도체 산업에서는 자동차에서 대체로 많이 사용되는 8인치 웨이퍼 팹에 대한 추가 투자가 굉장히 제한적으로 이뤄지고 있는 반면, 이미 메이저 자동차 칩 업체들인 NXP, Infineon 등은 IDM(설계부터 파운드리 기능까지 수직계열화 된 반도체 업체)임에도 불구하고 자동차용 반도체는 외주에 의존하는 비중을 늘려 나가고 있는 상황이다. 반도체 산업 전반에 걸쳐서는 여전히 범용적인 자동차 ECU에 대해서는 호의적인 상황은 아닌 것이다.

자동차 업체 진영에서는 반면 1)급증하고 있는 전장 컨텐츠 2)배터리 전력 제어 분야에서 반도체 수요가 급증하고 있는 상황이다. 전통적으로 내연기관내 반도체 컨텐츠는 대당 통상적으로 $300 수준의 가격대로 알려져 있으나 전기차의 경우 배터리내 셀단위의 미세한 전력제어가 요구되고 있어 PMIC(전력반도체)에 대한 수요가 급증하고 있고, 대당 가격은 최대 $900 수준까지 상승한다. 3Q21부터 전세계 전기차의 판매량이 급증하고 있는데, 2022년 들어서는 자동차 업체들의 반도체 수요는 기존 내연기관용 제품들은 감소세에 있어 기본적으로 공급과 수요의 불일치가 크게 발생할 수 있는 상황이다.

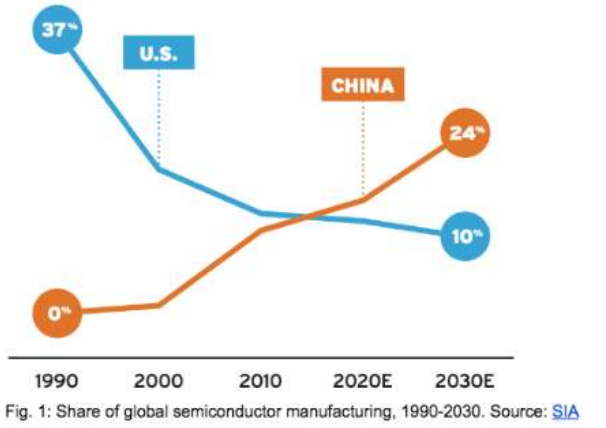
자동차 업체들은 반도체 공급망에 대한 해결책으로 수직계열화, 공급망 선제적 확보 등 여러 방안을 추진중이나, 기본적으로 가장 큰 골자는 차량내에 사용되는 반도체의 통합설계를 통한 물리적인 반도체 숫자를 줄이는데 초점이 맞춰져 있다. 이는 전장 제품별 운영체제의 통합을 의미하는데, 자동차 업체 입장에서는 기존의 지난 수십년간 Tier-1 협력사들 각기 다른 운영체제를 지난 부품들을 공급 받아 왔기 때문에 한번에 통합하기가 상당히 난해하다. 결국 자동차 업체들은 이러한 충돌들을 없애는 동시에 고도화된 연산 수행이 가능한 중앙 집중형 차세대 E/E 아키텍쳐 개발 및 적용을 시작하고 나서고 있고, 대략 2023~2024년부터는 고성능 중앙집중형 반도체의 투입이 이뤄지며 많은 부분들의 통합이 이뤄지게 된다. Tier-1 업체들 중에서는 Aptiv社의 SVA(Smart Vehicle Architecture)가 세분화 된 전장 시스템들을 통합시키는 솔루션을 제공하고 있어 차세대 핵심 기술로 각광받기 시작했다.

그림13 2021 년 발생한 1 천만대의 반도체기반 공급차질, 2022 년 총 수요반등의 제약 배경으로 발전



자료: 글로벌 인사이트, 이베스트투자증권 리서치센터

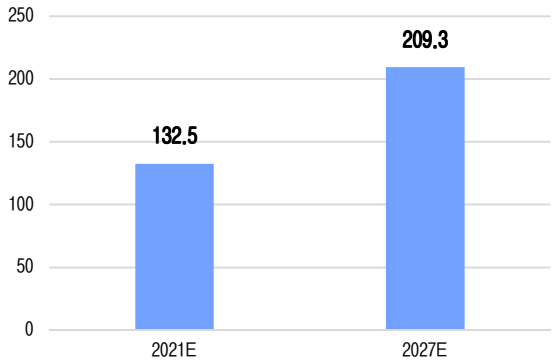
그림14 중국과 미국의 글로벌 반도체 제조 비중 추이: 결국 공급망 다변화로 인한 반도체 쇼티지 발생



자료: SIA 재인용, 이베스트투자증권 리서치센터

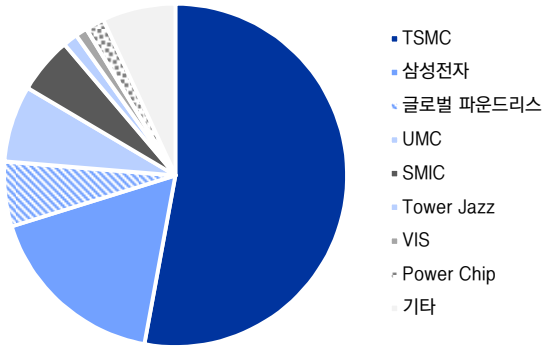
유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:35 PC-1420

그림15 자동차용 반도체 수요 전망: 연평균 8% 이상: EV 판매량의 증가에 따른 구조적 수요 증가



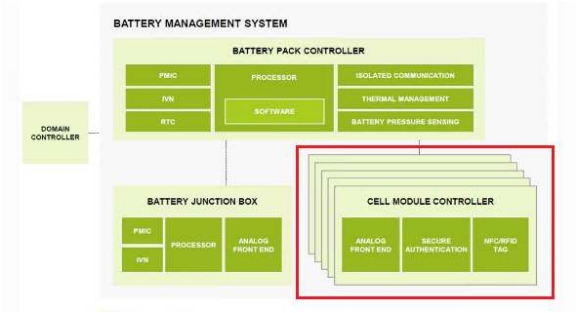
자료: IHS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 과점화 된 글로벌 반도체 파운드리 산업: 특히 8인치 웨이퍼 팹의 생산에 우호적이지 않을 것



자료: Statista, 리서치센터

그림17 전기차의 배터리 제어 시스템은 결국 반도체 쇼티지의 궁극적인 원인 중 하나로 지목



자료: NXP, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 Aptiv 의 SVA(Smart Vehicle Architecture), 중복기능의 ECU 수를 빠르게 줄이는 핵심 기술

자료: Aptiv, 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:36 PC-1420

2022년은 세그먼트별 선별적으로 수요회복세가 두드러질 것

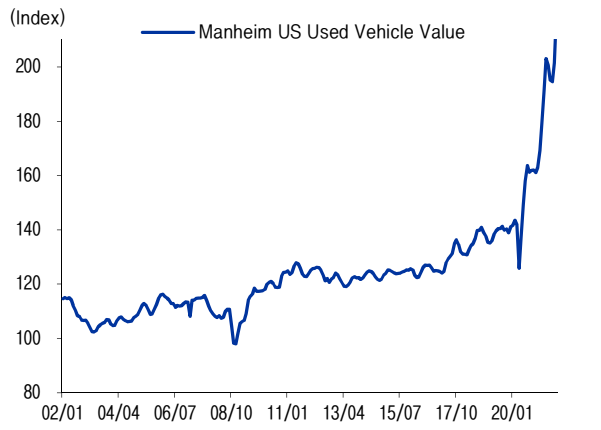
2022년 자동차 시장에서 가장 각광받을 세그먼트 중 하나로 '밴' 시장이 주목되고 있다. 최근의 Manheim Index 등 중고차 가격 지수는 상반기 대비 더 이상 일반 SUV/Picku-Up 트럭의 수요 보다는 주로 Van/Minivan 세그먼트에서 나타나고 있는 것으로 확인된다. 이 시장은 상대적으로 미국에서는 Ford의 Transit, Mercedes의 Sprinter 등이 사실상 과점체제를 형성하고 있는 시장인데, E-commerce 업체들의 차량 수요가 폭발적으로 증가하기 시작해 Van에 대한 수요 역시 동반 급증하기 시작했다.

자동차 업체들은 운송 전용 MPV 시장에 빠르게 진입하고 있는데, 2022년부터는 이들 중 가장 눈에 띄는 Rivian, Canoo, Arrival 등의 상업생산이 시작된다. 특히 최적화 된 skateboard platform을 기반으로 개발시간을 최소한도로 줄이고, 이미 고객사들 확보에 나서기 시작했다. 최근 주식시장에 $90billion 수준의 기업가치로 상장하며 스포트라이트를 받은 Rivian의 경우 Amazon의 주력 PBV생산을 담당하기로 되어 있는 상태이기도 하다.

기존 완성차 업체들 진영에서도 PBV에 대한 시장 진입이 매우 적극적으로 이뤄지고 있는 것으로 확인된다. GM의 경우 'Bright Drop'이라는 브랜드를 내세워 2021년 CES에서 브랜드 런칭을 발표했고, 최근 발표한 판매목표에서는 2030년 까지 $10bn 이상의 매출규모와 20% 대의 목표 마진을 발표하기도 했다. 기본적으로 딜러판매를 통해 공급하는 세단/RV/픽업 보다 높은 수준의 마진을 목표로 하고 있는 것이다.

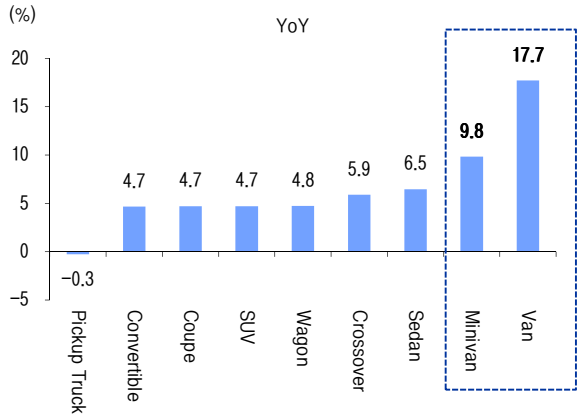
국내 업체의 경우, 기아의 카니발과 현대의 스타리아 등 현재 MPV 차량뿐만 아니라 PBV 시장에 특화된 신차출시도 예상된다. 기아의 경우 중장기 경영 계획인 Plan S를 통해서 이미 PBV와 관련된 전략을 발표했는데, 24년경 터는 기존차종 기반이 아닌 신규 플랫폼을 통한 MPV 대응이 본격화 될 것으로 기대된다. 다만 현재의 카니발 차종으로 이미 미국 등 주력시장에서 상당한 판매볼륨을 기여하고 있고 파워트레인의 전동화가 2022년부터 이뤄질 전망이기 때문에 뚜렷한 외형성장 세가 가능하다.

그림19 중고차 가격 지수, 주로 쇼티지 현상을 반영 중: 중고차 가격 상승은 Van/Minivan 등 MPV 세그먼트에서 발생



자료: Cox Automotive, 이베스트투자증권 리서치센터

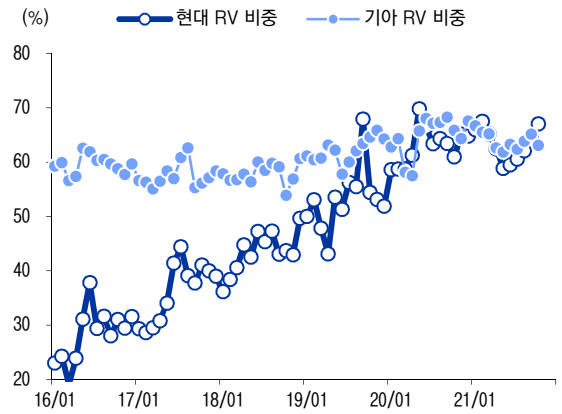
그림20 세단/SUV/픽업에 대한 폭발적인 수요는 완화: 8~10월 기준 세그먼트별 중고차 가격 상승세



자료: Cox Automotive, 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:36 PC-1420

그림21 현대기아 미국 RV Mix 추이: 2022년 제네시스 투입/픽업트럭 생산 본격화로 우상향추이 지속

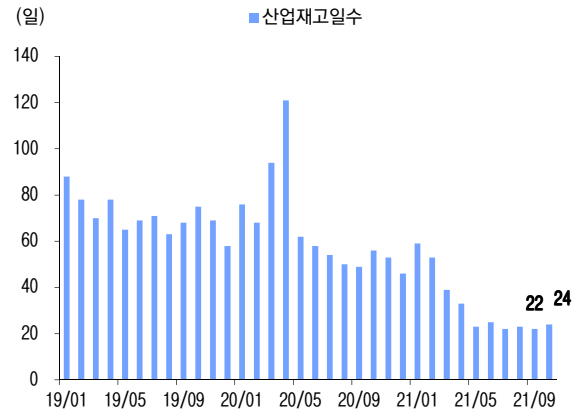


자료: 현대차, 기아, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 기아의 PBV 진출, GM도 이미 본격적으로 시작(Bright Drop), 차세대 핵심 매출원으로 구분

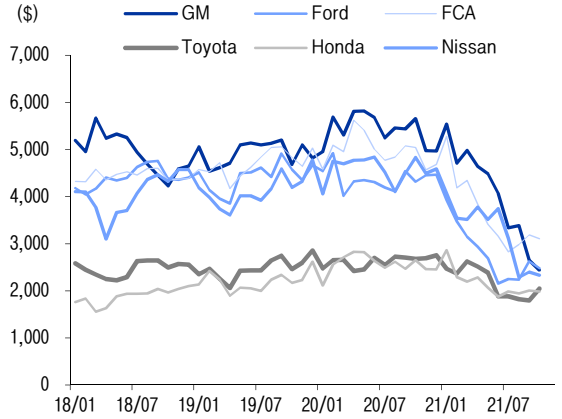
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 미국 자동차 산업 재고



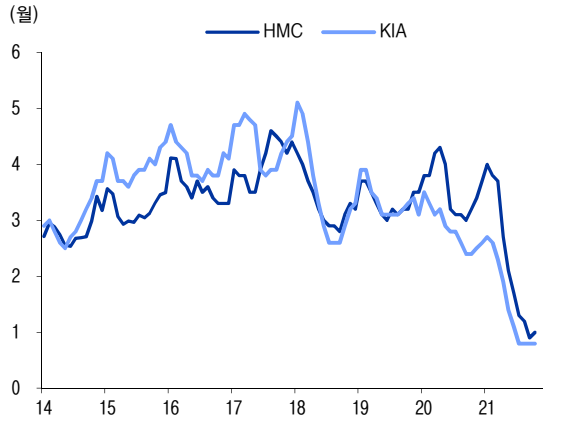
자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 미국 주요 업체별 인센티브



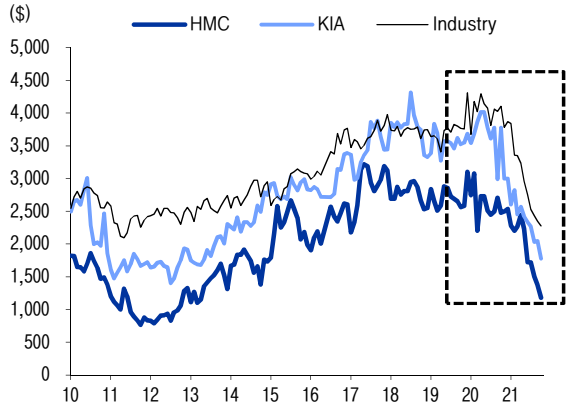
자료: Automotive News, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 현대기아 글로벌 재고 추이



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 미국 현대기아 인센티브



자료: Automotive News, 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:36 PC-1420

Part II

2022 년 전기차 시장: 가속화

2022년 글로벌 BEV 시장 633만대 (침투율 8.03%) 예상

2022 년 글로벌 BEV 시장은 633 만대(YoY +58%)를 기록할 것으로 예상됩니다. 글로벌 전기차 시장은 지난 3Q21 부터 빠르게 상승세에 진입하기 시작했는데, 중국 시장에서 특히 가파른 증가세가 나타났습니다. 메이커 별로는 Tesla, BYD 가 특히 빠른 증가세를 보이고 있으며, 결론적으로 특징은 LFP 양극재를 사용하는 업체들의 판매 증가세라 두드러졌다는 점입니다.

2022년 BEV 시장의 특징은 배터리 타입에 따라 차별화가 나타날 것으로 예상되는데, 특히 중국의 전기차 업체들이 상대적으로 LFP배터리를 기반으로 빠른 성장세가 지속될 것으로 예상됩니다. 미국시장의 경우 전통 OEM들은 주로 2023년에 핵심 차종들을 대거 출시하며 본격적인 경쟁구도로 진입하고, 현대기아 역시 23년부터 본격적인 해외 현지화가 이뤄질 것으로 기대됩니다.

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:37 PC-1420

2022년 전기차 시장: 가속화

전기차 산업수요: 모든게 예상보다 빠르다

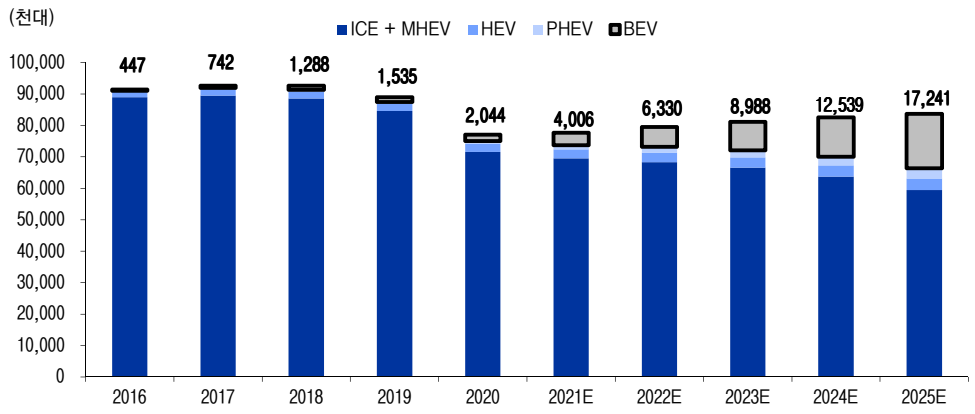
가파른 성장흐름 뚜렷하게 확산, 2022년도 중국시장이 이끄는 형국 예상

2022년 글로벌 전기차 시장은 대형 자동차 업체들의 적극적인 대응이 본격화 되며 시장 규모가 본격적으로 확대될 예정이다. 2021년 글로벌 BEV(순수전기차)시장 규모는 약 4백만 6천대(침투율 5.2%)를 기록할 것으로 예상되는데, 2H21에 중국 시장을 중심으로 판매량이 급증하기 시작했기 때문이다. 4Q21의 시장 침투율은 7%를 크게 넘어설 것으로 예상되는 한편, 2022년 연간으로는 633만대(침투율 8.0%), YoY +58%의 가파른 시장 증가율을 기록할 것으로 기대된다.

지역별로는 중국 시장이 약 363.5만대를 기록할 것으로 예상되며, 전체 BEV시장 내에서 중국시장의 비중은 21년의 55%보다 증가한 57.4%에 육박할 것으로 기대된다. Tesla를 비롯해 BYD등 중국내 최대 M/S를 보유한 업체들의 판매량이 최근 빠르게 증가하고 있는데, LFP(리튬인산철 양극재)기반 배터리 탑재차량의 성능 및 경제성이 집중적으로 개선되고 있어 삼원계 양극재 배터리를 사용하고 있는 차량대비 판매량이 빠르게 증가하면서 특히 중국시장의 상대적으로 빠른 확대를 이끈 것으로 보인다. 이같은 현상은 4Q21뿐만 아니라 2022년 전반에 걸쳐 나타날 것으로 기대되고 있어 2022년까지도 글로벌 전기차 시장은 중국이 주도하는 형국이 불가피 할 것으로 예상된다.

현대차그룹은 BEV 시장 M/S는 현재 약 6%대에 머물고 있는데, 당분간 빠른 확대기조를 예상하기는 조심스럽다. 글로벌 BEV시장의 팽창이 중국시장을 중심으로 확대되고 있는 반면, E-GMP차량의 중국시장 진출 전략은 아무리 일러도 2023년으로 예상되고 있기 때문이다. 2021년 상반기까지 현대차그룹의 글로벌 BEV 시장 점유율은 4위권이었으나, BYD의 양산이 본격화 되며 당분간은 5위권 이하에 위치해 있을 것으로 보인다.

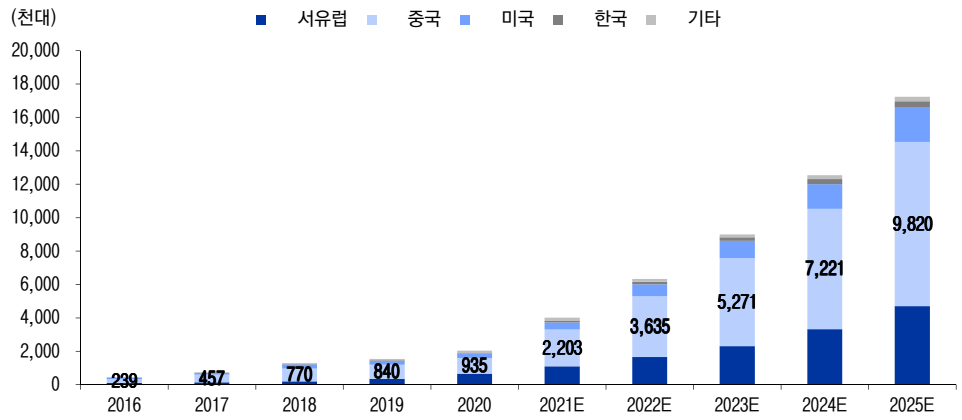
그림27 파워트레인별 글로벌 전기차 시장 추이 및 전망



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

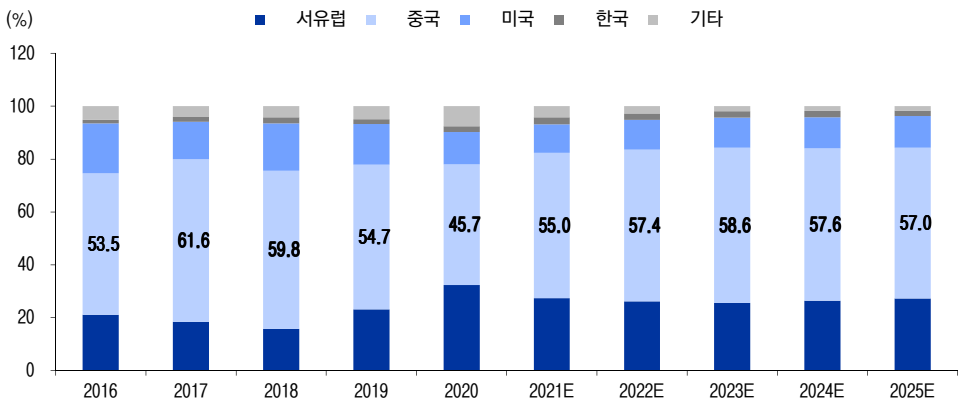
유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:37 PC-1420

그림28 지역별 BEV 판매 추이 및 전망



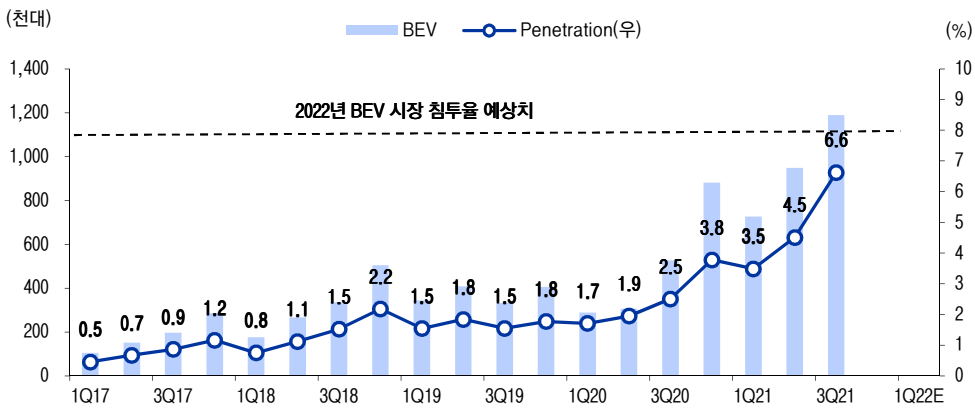
자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 지역별 BEV 판매 추이 및 전망(비중): 2022 년 중국비중 57.4%로 예상



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

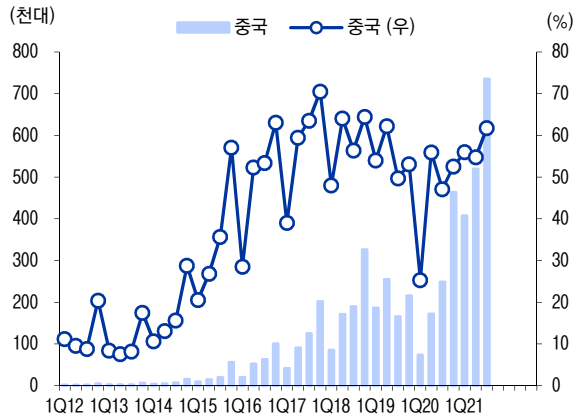
그림30 분기별 글로벌 BEV 판매 추이 및 전망



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

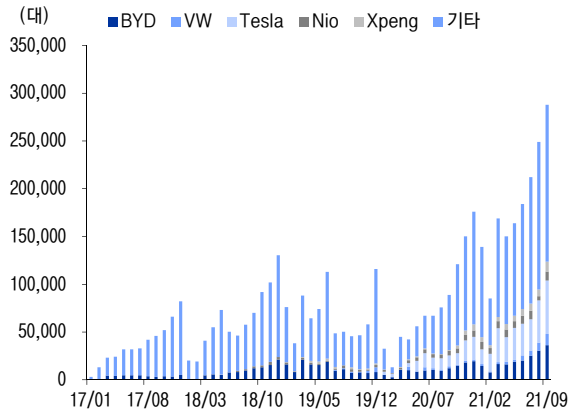
유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:37 PC-1420

그림31 중국 전기차 판매량 및 침투율



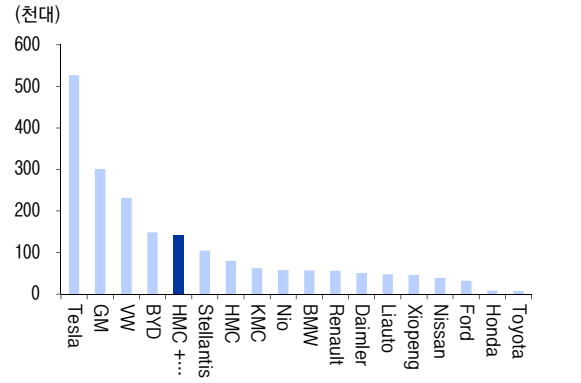
자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 중국내 메이커별 판매량 EV 판매량



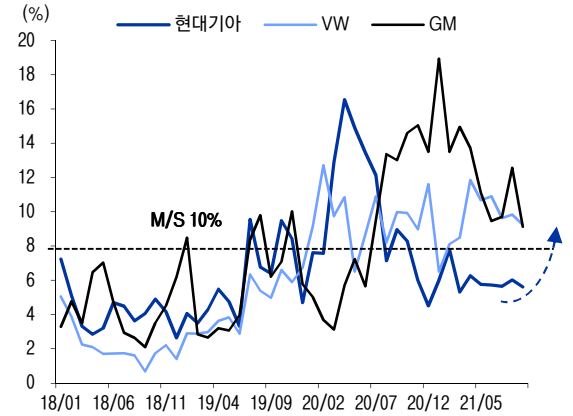
자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 글로벌 BEV 판매량 (~2021 년 9 월)



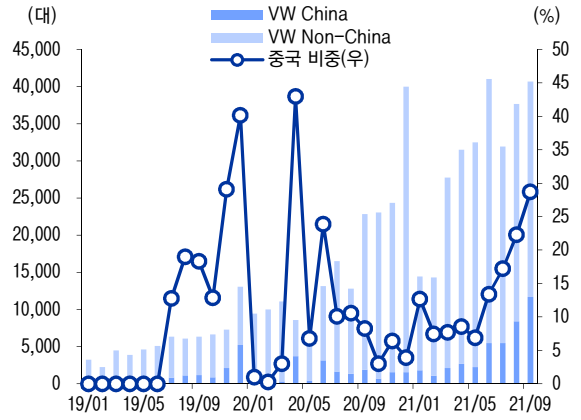
자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 글로벌 3 사 BEV M/S 추이



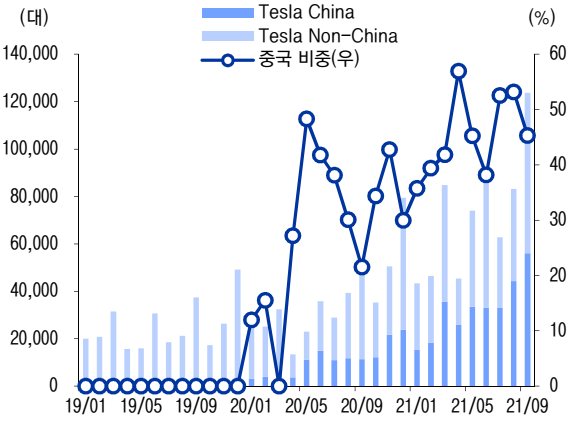
자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 VW 의 글로벌 전기차 판매량 추이 및 중국 비중추이



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 Tesla 의 글로벌 전기차 판매량 추이 및 중국 추이



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:38 PC-1420

표4 글로벌 전기차 시장 추이 및 2025년까지 Forecast: 2025년 BEV 침투율 20.6% 예상

(천대)	세부 구분	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
xEV	HEV	1,743	2,030	2,218	2,348	2,536	2,815	3,068	3,313	3,545	3,758
	PHEV	258	392	566	528	924	1,358	1,834	2,274	2,751	3,246
	BEV Total	**447**	**742**	**1,288**	**1,535**	**2,044**	**4,006**	**6,330**	**8,988**	**12,539**	**17,241**
	서유럽	95	137	204	355	661	1,097	1,657	2,303	3,316	4,709
	중국	239	457	770	840	935	2,203	3,635	5,271	7,221	9,820
	미국	84	104	231	236	249	431	711	1,030	1,474	2,063
	한국	6	14	30	29	44	109	155	214	308	372
	기타	23	30	54	75	156	166	173	171	220	276
	xEV Total	2,448	3,164	4,072	4,411	5,504	8,179	11,231	14,575	18,835	24,245
ICE		89,011	89,492	88,582	84,602	71,548	69,537	68,295	66,542	63,742	59,406
Auto Sales	Auto Total	91,458	92,656	92,654	89,013	77,052	77,716	79,527	81,117	82,577	83,651
	YoY (%)	4.6	1.3	0.0	-3.9	-13.4	0.9	2.3	2.0	1.8	1.3
Penetration	xEV (%)	2.7	3.4	4.4	5.0	7.1	10.5	14.1	18.0	22.8	29.0
	BEV (%)	**0.5**	**0.8**	**1.4**	**1.7**	**2.7**	**5.2**	**8.0**	**11.1**	**15.2**	**20.6**
YoY	BEV Total (%)		66.2	73.6	19.2	33.1	96.0	58.0	42.0	39.5	37.5
	Auto Total (%)		1.3	-0.0	-3.9	-13.4	0.9	2.3	2.0	1.8	1.3

자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 지역별 전기차 침투율 예상치: 2022년 중국 57.4%

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
서유럽	21.2	18.4	15.8	23.1	32.3	27.4	26.2	25.6	26.4	27.3
중국	53.5	61.6	59.8	54.7	45.7	55.0	57.4	58.6	57.6	57.0
미국	18.9	14.1	17.9	15.4	12.2	10.8	11.2	11.5	11.8	12.0
한국	1.3	1.8	2.3	1.9	2.1	2.7	2.4	2.4	2.5	2.2
기타	5.2	4.1	4.2	4.9	7.6	4.2	2.7	1.9	1.8	1.6

자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:38 PC-1420

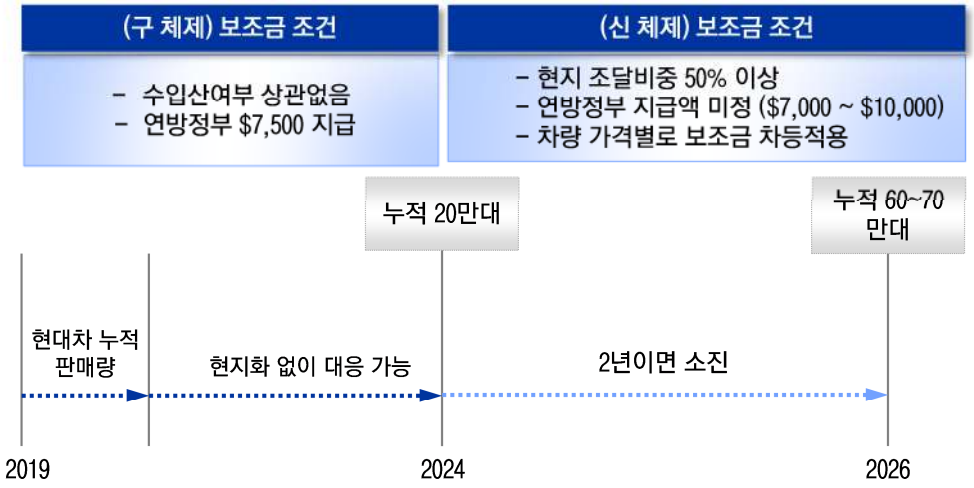
미국 전기차 보조금 결정, 전기차 시장 확대의 강력한 Catalyst

2022년 전기차 시장에서 예상되는 가장 큰 이벤트는 미국 정부의 전기차 보조금 지급안 확정이다. 현재 대당 $7,500이 지급되고 있는 미국 정부의 전기차 보조금은 메이커별 누적기준 20만대까지만 지급되고 있어 대부분의 자동차 업체들에게는 판매확대의 걸림돌로 작용하고 있다. 따라서 2021년 연말로 예상되고 있는 전기차 보조금 예산을 포함한 인프라 투자 예산을 위한 부채한도 상향 등 정부의 의사결정이 이뤄지며 조만간 전기차 보조금 지급안도 확정될 것으로 보인다.

미국 전기차 보조금과 관련되어서 관전 포인트는 크게 두가지다. 먼저 최근 민주당의 발의안의 가장 큰 특징인 UAW(United Auto Works, 전미 자동차 노조)의 가입에 따른 추가 $4,500의 전기차 보조금 지급 여부다. 현재 자동차 업종 자체가 이에 해당되는 자동차 업체들의 주가로 기업가치 상향이 편중되어 있는 것으로 나타나는데, UAW에 가입된 메이커에만 추가로 보조금을 지급하는 경우는 현재 부채한도 상향에 어려움을 겪고 있는 공화당 측에서도 그대로 실시하기가 매우 어려운 항목일 가능성이 높다. 또한 미국내 UAW 미가입 업체들의 M/S가 사실상 50% 수준임을 감안하면 역시 실현 가능성이 상당히 낮은 것으로 평가된다.

두번째로, 미국의 전기차 보조금 지급은 다른 메이저 시장인 유럽과 중국에 비해 상당히 늦은 행보다. 이미 상기 두곳은 작년 COVID-19 발발 직후부터 적극적으로 보조금을 상향한 바 있는데, 2024년이면 대부분 소멸되는 스케쥴로 정해져 있다. 즉, 미국이 이제 막 보조금을 지급하는 단계에서 다른 지역들은 보조금을 사실상 없애는 국면이 될 것이기 때문에 자동차 업체들 입장에서는 사실상 전동화 파워트레인을 활용한 규모의 경제를 미국이 아닌 다른 지역에서 조속히 build-up 할 필요가 있다. 현대차그룹의 경우 선제적으로 이미 대응을 잘 하고 있는 유럽을 활용한 규모의 경제 확보가 가능할 것으로 보이나, 중국의 경우 2022년에는 큰 성과를 보이기 어려울 수 있다.

그림37 미국 전기차 보조금 변화 예상도



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:41 PC-1420

중국의 전기차 Dominance 심화

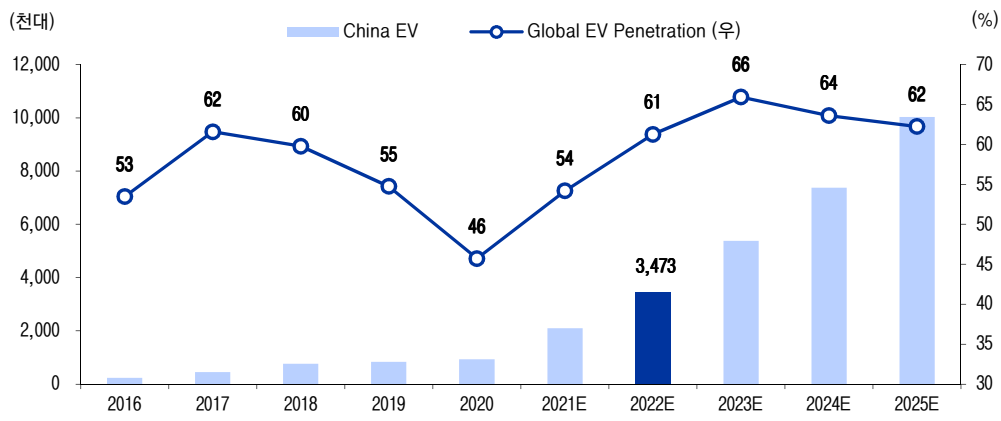
중국의 전기차시장 지배력이 강화가 2022년에는 더욱 뚜렷해 질 것으로 예상된다. 이는 자동차 산업에 있어서 기존 미국시장을 중심으로 움직여 왔던 자동차 시장에 대한 지배 논리가 전기차로 전환되며 이제는 중국으로 전환될 가능성이 높아졌음을 시사한다. 중국 시장의 특징은 로컬 업체들 상당수가 배터리 양극재로 LFP를 도입하고 있으며, 이를 통해 이미 수익화 단계에 접어들었거나 원가개선이 빠르게 나타나고 있는 점이다. 실제로 Tesla의 경우 3Q21에 기록한 14%대의 영업이익률의 배경은 대부분 중국 생산량의 증가에 기인하고 있다.

LFP 배터리는 글로벌 전체 배터리 시장에서는 약 25%의 비중을 넘어서고 있는 것으로 조사되고 있는데, 이 수치는 향후 빠르게 성장할 가능성이 높다. 먼저 2022년이 지나게 되면서 중국의 소재 업체들이 보유하고 있는 특허가 만료되는데, 이후 부터는 사실상 글로벌 시장에서 양산이 본격화될 수 있음을 의미한다. 실제로 Daimler, Stellantis는 2024년부터 글로벌 시장에서 LFP배터리를 엔트리급 모델 부터는 적극도입할 계획임을 밝혔고, VW그룹, Tesla 모두 엔트리급 모델이나 스탠다드 레인지 모델이 역시 적극 도입대상 이다.

자동차 업체들이 LFP 배터리 도입에 적극적인 배경은 약 6천번 수준까지 충방전을 할 수 있는 내구성 뿐만 아니라, 배터리팩 단위 밀도를 올릴 수 있는 Cell-to-Pack 기술 도입을 용이하게 구현할 수 있기 때문이다. 하이니켈 기반 양극재의 경우 특성상 높은 발화 가능성으로 인해 모듈단위 패키징 외에도 물리적인 추가 assembly가 필요한데, LFP의 경우 바로 셀들로만 구성된 배터리를 바로 차체 바디로 결합시켜 경량화를 이룰 수가 있다. 최근 출시한 BYD의 블레이드 배터리가 바로 이러한 형태로 탄생한 사례다.

현대차그룹의 경우 한편 최근들어 기존 삼원계 기반 양극재의 도입 보다도 LFP 소싱을 위한 전략이 강화될 것으로 예상된다. 실제로 현대차그룹의 핵심을 짊어지고 있는 현대모비스가 최근 CATL과의 Cell to Pack 개발을 위한 MOU를 체결했는데, 이는 LFP를 통해 중국사업 뿐만 아니라 글로벌 주요 시장에서 볼륨 선점을 위한 방안으로 여겨진다.

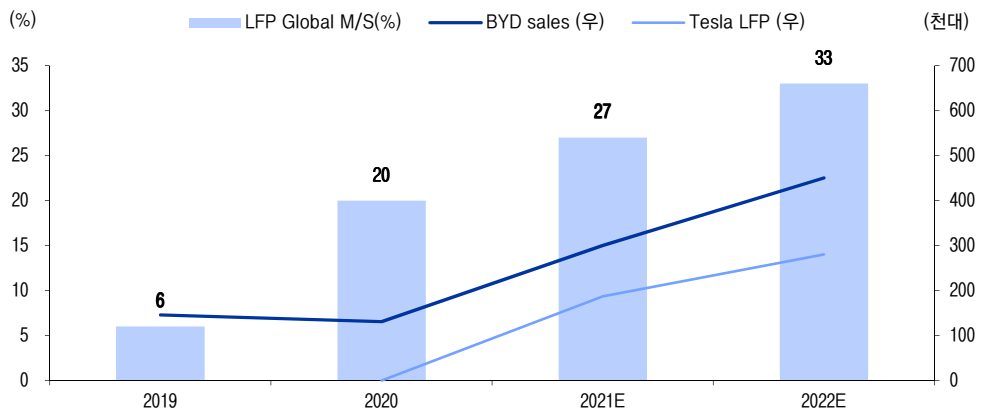
그림38 중국의 전기차 시장 Dominance 상승 지속: 전세계 침투율 61% 수준으로 확대 예상



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:41 PC-1420

그림39 LFP 배터리의 전세계 전기차 배터리 시장 침투율 추이: 2022 년 30% 상회 예상

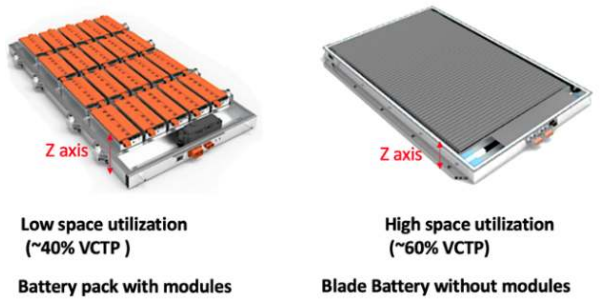


자료: SNE 리서치, 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 2022 년 부터는 중국 양극재 소재 업체들의 LFP IP 만료, 해외 거점 본격화: 최근 현대기아 역시 LFP 기반의 Cell to Pack MOU 체결, 현대모비스의 배터리 시스템 사업 강화기조

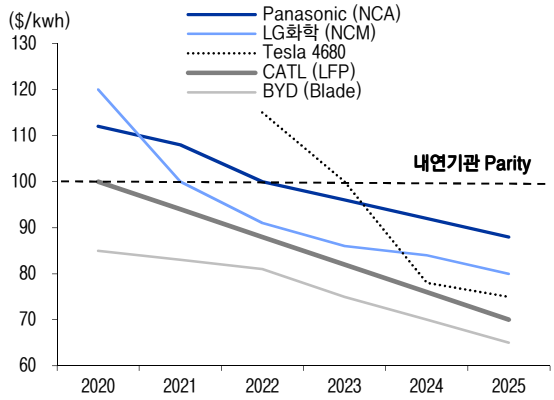
자료: Roskills, 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 CTP 도입에 있어서는 LFP 가 니켈기반 대비 열관리의 난이도로 인해 훨씬 유리한 부분이 큼



자료: BYD, 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 배터리 업체별 kwh 당 가격 추이: 이미 몇몇 자동차 업체들은 LFP 의 도입을 통해 수익화 단계를 돌파



자료: 각 사, 언론종합, 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:42 PC-1420

자동차 업체별 전기차시장 대응

Tesla: 가파른 볼륨성장으로 게임체인저 확인

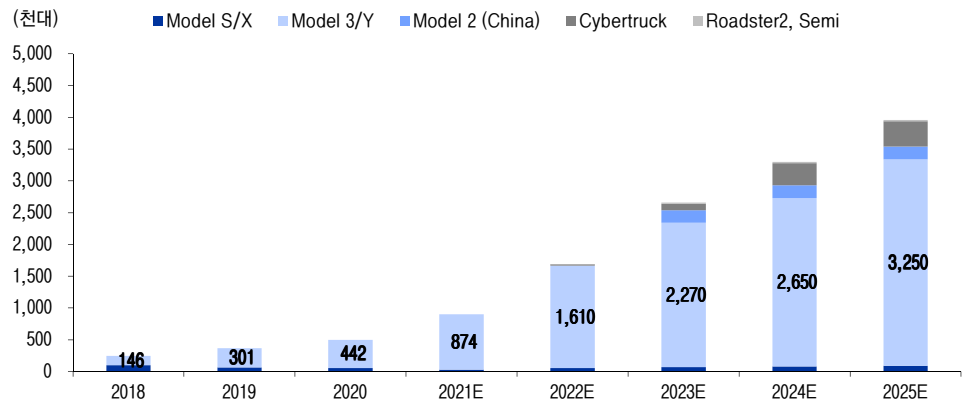
2022년 전기차 뿐만 아니라 자동차 시장 전체에서 가장 뚜렷한 게임체인저로 지목되는 업체는 단연 Tesla다. 기존 내연기관 업체에서는 찾아볼 수 없던 높은 생산성과 더불어, 4680 배터리셀의 생산이 시작되며 실제 내재화가 이뤄지기 시작하기 때문이다. 현재 완공에 가까운 progress를 보이고 있는 Texas와 Berlin의 Gigafactory 에서는 차량 뿐만 아니라 4680 배터리 생산이 이뤄질 예정이며, 이는 수익성 측면에서 엄청난 개선을 가져올 것으로 예상된다. 이제야 몇몇 선두권 자동차 업체들의 전기차사업이 BEP를 넘어서고 있는 상황임을 감안하면 큰 격차가 존재한다고 볼 수 있다.

Tesla의 4680배터리는 현재 사용하고 있는 2170 배터리에서 사이즈가 커졌을 뿐 아니라 탭리스 형태를 띄고 있어 배터리 윗면에 양극과 음극이 모두 위치해 전류의 충전/방전 기능을 효율적으로 수행할 수 있도록 설계되었다. 즉 소재에서의 혁신이 아닌 설계에서의 혁신인데, 이는 다른 경쟁업체가 쉽게 적용할 수 있는 기술이 아니다.

2021년 들어서 Tesla의 판매량은 상해 Gigafactory의 본격 가동과 함께 빠르게 성장해 연간으로는 총 약 90만대 가량의 판매를 기록할 것으로 예상된다. 2022년의 경우, 상해 Gigafactory의 추가 생산능력 확대와 더불어 Texas, Berlin 두곳에서의 생산이 시작되기 때문에 연간 총 170만대 수준까지 판매량이 증가할 수 있을 것으로 예상된다.

한편 2022년 Telsa의 또다른 관전 포인트는 결국 최근 AI Day에서 밝힌 Dojo 프로젝트의 상용화다. Tesla는 다른 업체들과는 다르게 머신러닝 기반의 인공지능 소프트웨어를 자율주행에 도입하고 있는 셈인데, Dojo 프로젝트가 현실화될 경우 궁극적으로 FSD는 즉각적으로 거대한 미래 매출원으로 재평가 받을 수 있을 것이다. 2022년경이면 Tesla의 누적 판매대수는 총 349만대에 달할 것으로 예상되는데, 이를 기반으로 한 로보택시 사업이 가능해 지기 때문이다.

그림43 Tesla 판매량 및 글로벌 M/S 추이: 2021 년 90 만대 달성 → 2022 년 170 만대 육박하는 판매볼륨 기대, 글로벌 전기차 시장 M/S 25% 수준 지속



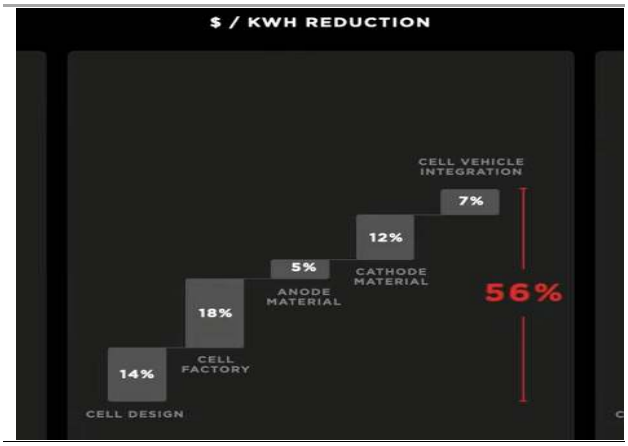
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:42 PC-1420

그림44 Tesla 최대의 혁신 중 하나인 4680 배터리: 현격한 성능 개선의 핵심. 2022 년부터 자체 양산 시작

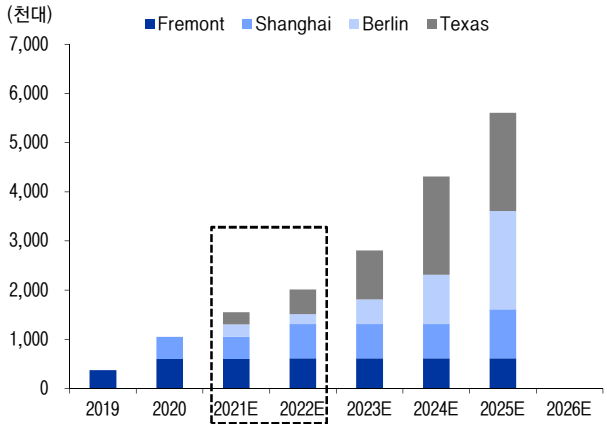
자료: Tesla, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 배터리 데이에서 밝힌 Tesla 의 배터리 비용 절감 계획: 셀 자체 생산의 비중이 압도적인 절감 요인



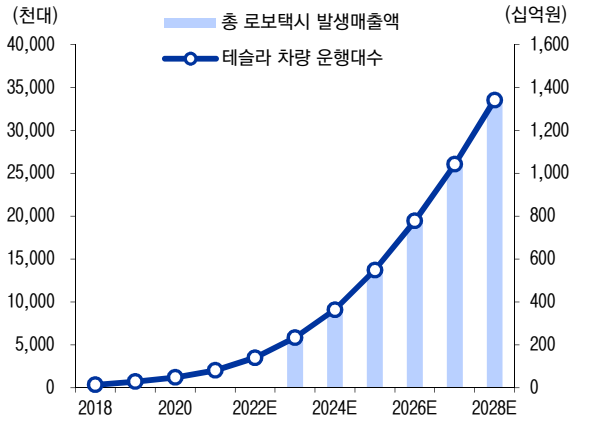
자료: Tesla, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 Tesla 의 지역별 생산능력: 2021 년말 기준 155 만대, 2022 년 말 기준으로는 200 만대 상회할 것



자료: Tesla, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 Tesla 차량 운행대수 추이: 2028 년이면 연간 1.3 조원 이상의 로보택시 매출 발생 가능한 구조로 확대



자료: Tesla, 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:42 PC-1420

표6 Tesla 연간 모델별 판매실적 예상치

Deliveries (대)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
총 판매량	245,506	367,656	504,957	902,572	1,690,000	2,660,000	3,450,000	4,460,000
Model S/X	99,451	66,771	56,964	28,214	55,000	70,000	80,000	90,000
Model 3/Y	146,055	300,885	442,293	874,358	1,610,000	2,270,000	2,650,000	3,250,000
Fremont	146,055	300,885	350,000	400,000	430,000	470,000	500,000	550,000
Texas				10,000	180,000	300,000	350,000	500,000
Shanghai			92,293	454,358	800,000	1,000,000	1,100,000	1,200,000
Berlin				10,000	200,000	500,000	700,000	1,000,000
Model 2 (China)				-	-	200,000	200,000	200,000
Cybertruck				-	20,000	100,000	350,000	400,000
Roadster2, Semi				-	5,000	20,000	20,000	20,000
인도/영국/러시아							150,000	500,000

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표7 Tesla 공장별 생산능력 및 향후 예상 스케쥴

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

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:42 PC-1420

VW/GM/Ford: VW위주 뚜렷한 판매증가세 예상

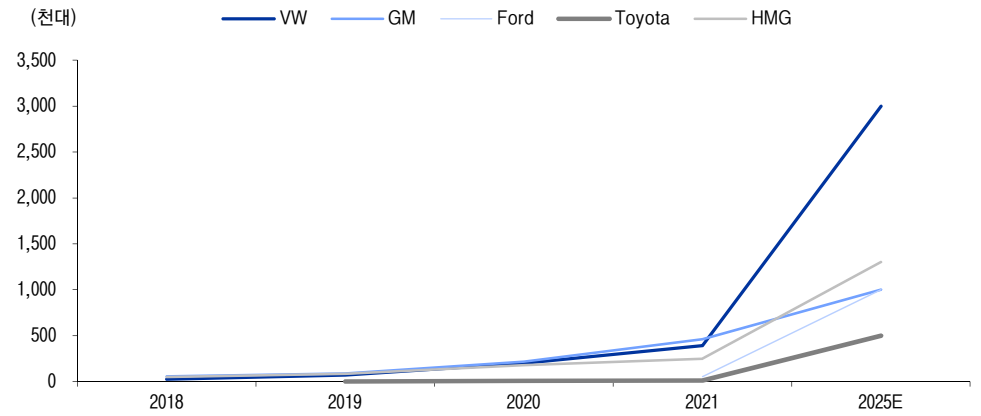
2022년에는 대형 OEM 중 EV시장에서 크게 부각될 업체는 VW그룹이 될 것으로 예상된다. 미국 업체들은 현재 내세운 timeline상 2022년에도 상대적으로 소극적 대응이 이뤄질 것으로 여겨진다. 미국시장에서 주력 볼륨 EV모델 생산이 시작되는 글로벌 OEM은 VW이 유일하다. 미국 자동차 시장의 대표성을 띄는 GM과 Ford는 최근 발표를 통해 2025년 최소 100만대의 전기차 판매를 언급한 바 있으나, 2022년에 당장 눈에 띄는 변화를 감지하기 힘들 것으로 판단된다. 따라서 미국시장의 경우 Tesla의 Freemont 공장 생산볼륨 상당부분이 내수로 돌아서고, Texas Gigafactory 생산물량이 반영되기 시작되면 2022년 역시 Tesla가 대부분의 M/S를 차지하게 될 것으로 보인다. 현재 GM과 Ford에서 명확한 스케쥴로 언급한 차종은 각각 F-150라이트닝과 Hummer EV에 불과해 이들 차종을 통해 의미있는 볼륨증가 확인은 어려울 것이다.

GM과 Ford는 각각 중국과 유럽 시장에서 브랜드 인지도가 높아 해당 시장에서의 EV 판매 증가를 계획하고 있는데, Ford의 경우 유럽투자 역시 이제 시작단계임을 감안시 2024년은 되어야 의미있는 양산 절차를 밟을 수 있을 것이다. GM은 중국내 상하이 자동차와의 JV를 통해 다소 공격적인 대응이 이뤄지고 있는데, VW에 비해서는 메이저 세그먼트 EV 진출은 지연되고 있는 것으로 보인다.

종합적으로 보면 VW그룹은 글로벌 대형 업체들과 2022년 뿐만 아니라 2023년 까지도 상당한 격차를 벌릴 것으로 예상되는데, 특히 기 출시된 ID.4 차량에서 상위 라인업인 ID.5로 생산확대가 빠르게 진행되고 있기 때문이다. VW그룹의 경우 유럽내 이미 과점 사업자에 해당되며, 유럽내 메이커들 중에서는 가장 공격적인 전동화 전략을 갖고 있다.

VW그룹은 또한 ID.5 생산을 2021년 연내로 추진하고 있는데, 이를 통해 Tesla Model Y와 비등한 경쟁구도를 갖출 것으로 예상되며 그룹내 에서도 최다 판매 모델로 발전될 가능성이 높다. GM/Ford 등은 동일한 세그먼트에서의 EV 출시는 대체로 2023년으로 예정되어 있어 미국 시장내 본격적인 경쟁은 2023년에 이뤄질 전망이다.

그림48 글로벌 OEM 별 BEV 판매추이 및 전망



자료: Marklines, 언론보도, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:43 PC-1420

표8 GM/Ford/VW 의 미국 내 EV 생산 SOP(Start of Production) 일정

OEM	브랜드	차종	SOP	플랫폼
GM	GMC	험머 픽업	2022	BT1 PF
		험머 SUV	2023	BT1 PF
	Chevrolet	Equinox EV	2023	BEV3 PF
		Silverado E	2023	BEV3 PF
		Sierra E	2023	BT1 PF
	Cadillac	Lyriq	2022	BEV3 PF
		Full-Size SUV	2023	BT1 PF
	Bright Drop	EV600	2021	BEV3 PF
	Buick	Full-Size SUV	2023	BT1 PF
		Mid-Size SUV	2023	BEV3 PF
Ford	Ford	F-150 Lightning	2022	T3
		Explorer EV	2023	Mid-Size EV
		Mid-size Crossover	2023	Global C(C2)
		Aviator EV	2023	Mid-Size EV
		Mid-size Crossover	2023	Global C(C2)
VW	VW	ID. 4	2022	MEB

자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 VW 그룹의 유럽 내 EV 출시 일정

OEM	브랜드	차종	SOP	플랫폼
VW	VW	ID. 3	2020. 9	MEB
		ID. 4	2020. 12	MEB
		ID. 5	2021. 12	MEB
	Audi	e-tron	2019. 1	
		A6 e-tron	2023	PPE
		Q8 e-tron	2026	PPE

자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 VW 미국 대응의 첨병, ID. 4, 2022 년 중반부터 현지생산차종의 현지투입. 글로벌 연간 타겟은 50 만대

자료: VW, 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 Ford 의 2022 년 전기차 메인 모델인 F-150 Lightning, 주행거리 미비 등 기존 플랫폼 활용에 따른 경쟁 열위

자료: Ford, 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:43 PC-1420

Next Tesla는 누구인가?

전세계의 주목을 받으며 Rivian, Lucid가 주식시장에 상장하며 차세대 Tesla로 각광받고 있다. 다만 이 두 업체를 포함해 Fisker, Lordstown 등 타 신생업체들이 2022년~2023년에 걸쳐 ramp-up구간을 거치게 되는데, 대부분 execution 리스크에 직면할 가능성이 매우 높다. Tesla의 경우에도 Model3가 양산에 성공 했음에도 불구하고 2019년까지 극심한 주가 변동성에 노출되어 있었는데, 기본적으로 양산 성공 초기에조차도 marginal한 수준의 현금흐름만 발생해 추가 투자에 대한 불확실성이 매우 컸기 때문이다. 따라서 최소 20만대 이상의 양산캐파가 풀가동되며 나타나는 exponential한 성장률이 나올 경우 지속가능성에 대한 시장의 우려가 확대될 것이다.

한편 Tesla의 경우 소프트웨어 수직계열화-충전 네트워크-배터리 생산 내재화 등 전후방에 걸쳐 많은 영역에 있어 수직계열화가 되어 있어 기존 카메이커와의 차별화 포인트가 매우 뚜렷하다. 특히 배터리 생산 내재화의 경우, 엄청난 규모의 capex를 동반할 뿐만 아니라 리튬 광산 등 필수 소재에 대한 수직계열화도 동반되고 있다. Rivian의 경우 역시 상장 전후 합산 기준으로 총 $23billion에 해당되는 거액의 자본조달이 있었는데, 2030년을 Target으로 한 1백만대에 해당되는 배터리를 자체내재화 할 경우 해당 capex는 $10billion 이상 소요된다. 또한 양산 초기에는 cash-burn 현상이 지속되기 때문에 이를 상쇄시킬 수 있는 빠른 사업진행이 기업가치 상승의 선결조건이 될 것이다.

표10 주요 신규 상장 전기차 업체들: Rivian, Lucid 가 상장과 동시에 높은 밸류에이션으로 주목

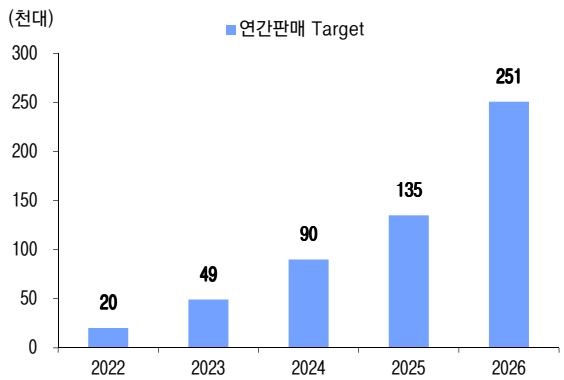
(Bil USD)	Rivian	Lordstown	Fisker	Canoo	Nikola	Lucid Motors	Nio	Li Auto	Xpeng
티커명	RIVN	RIDE	FSR	GOEV	NKLA	LCID	NIO	Li	Xpev
상장일	2021.11	2020.9	2020.11	2020.12	2020.6	2021.7	2018.10	2020.7	2020.10
시가총액 (11.16)	131.9B	1.1B	6.4B	2.1B	5.5B	72.6B	66.5B	31.4B	41.8B
주력 생산모델	픽업/SUV	픽업트럭	SUV	Mini Van	Class 8 트럭	승용	SUV/승용	SUV	SUV/승용
파워트레인	EV	EV	EV	EV	Fuel Cell	EV	EV	EV	EV
생산시점	2021년	2020년	2022년	2022년	2021년	2021년	양산중	양산중	양산중

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 Rivian: 2030 년 판매목표 1 백만대

자료: Rivian, 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 Lucid: 2026 년 판매목표 25.1 만대



자료: Lucid, 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:43 PC-1420

Part III

현대차그룹:
2022 년, 본 게임이 시작되다

현대차그룹 2022년 모멘텀은 상반기에 집중

현대차그룹의 2022 년 모멘텀과 밸류에이션 상승 흐름은 상반기에 주로 집중될 것으로 예상합니다. 낮은 인센티브 및 재고수준으로 판매가격 상승흐름이 지속되는 가운데, E-GMP 해외 현지화 기조속에서 밸류에이션 상승기조가 나타날 것으로 판단합니다.

완성차 중에서는 현대차의 모멘텀이 우선될 것으로 예상합니다. 특히 미국 공장 가동률이 낮은 알라바마 공장에 우선적으로 EV생산 거점이 확보될 것으로 예상되고 있고, 이어 제네시스등 추가적으로 마진개선을 높힐 수 있는 전략이 점차 뚜렷해 지기 때문입니다. 2022년 연간 판매량은 현대차는 YoY +4.2%, 기아는 YoY +2.9%증가할 것으로 예상됩니다.

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:43 PC-1420

현대차그룹: 2022년, 본 게임이 시작되다

2022년 업종 모멘텀은 상반기에 집중

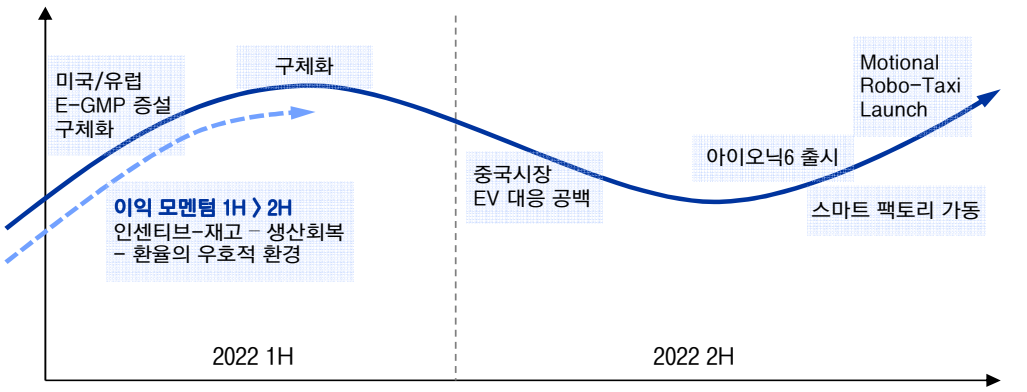
2022년 현대차/기아 도매판량, 각각 YoY +4.2%/+2.9% 증가 기대

2022년 현대차/기아의 기업가치 결정변수는 상/하반기 차별화 될 것으로 보이는 가운데, 상반기에 주로 긍정적 모멘텀이 집중될 것으로 판단한다. 연간 내내 다양한 각도의 변수들이 밸류에이션 형성요인으로 나타날 가능성이 높다. 2022년 상반기에 부각될 가장 핵심 변수는 미국/유럽내 E-GMP차종의 현지화에 대한 의사결정이 될 것이다. 유럽시장내 최대 경쟁모델인 VW 그룹 ID 시리즈의 양산이 2022년에는 본격화 되기 때문에 현대차그룹 역시 현지화를 통한 대응이 예상된다. 미국 역시 2023년에는 GM을 필두로 현대차그룹과 직접 경쟁하는 세그먼에서의 차종들이 양산 일정에 있기 때문에 아이오닉7, EV7/8등과 같은 미드사이즈급 SUV 투입이 결정될 것으로 보인다.

손익 트렌드는 3Q21을 저점으로 2Q22까지는 상승 모멘텀이 발현될 것으로 기대한다. 4Q21부터 볼륨상승효과에 이어 인센티브 추가하락기조와 제네시스, RV등을 기반으로 한 Mix 개선세의 지속으로 인해 마진확대가 예상되며, 결국 핵심지역인 한국과 미국공장의 가동률 상승이 이를 뒷받침 하는 강력한 근거가 될 것이다. 실제로 10월부터 현대차와 기아의 가동률은 정상화 구간에 진입한 것으로 보이며, 특히 현대차의 생산량이 신차배정 물량이 집중되며 상대적으로 빠르게 올라온 것으로 확인되고 있다.

2022년 연간으로 현대차는 407.9만대(YoY +4.2%)의 도매판매를 기록할 것으로 예상되며, ex-China 기준으로는 374.7만대(YoY +4.7%)의 도매판매를 기록할 것으로 기대된다. 기아의 경우 295.9만대(YoY +2.9%)의 도매판매를 기록할 것으로 예상되며, ex-China 기준으로는 283.1만대(YoY +3.3%)의 도매판매를 기록할 전망이다. 2021년까지는 기아의 판매 증가세가 높았으나(+10.4% vs +3.8%) 제네시스 및 픽업트럭 등 다양한 신차모멘텀이 현대차를 중심으로 조기에 집중될 것으로 전망한다.

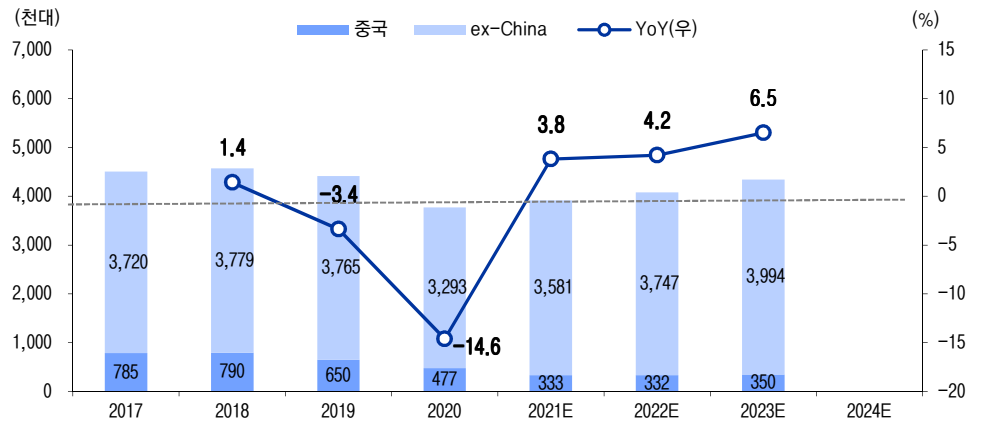
그림53 2022 년 상하반기 구분 모멘텀: 상반기에 모멘텀 집중될 것으로 기대



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

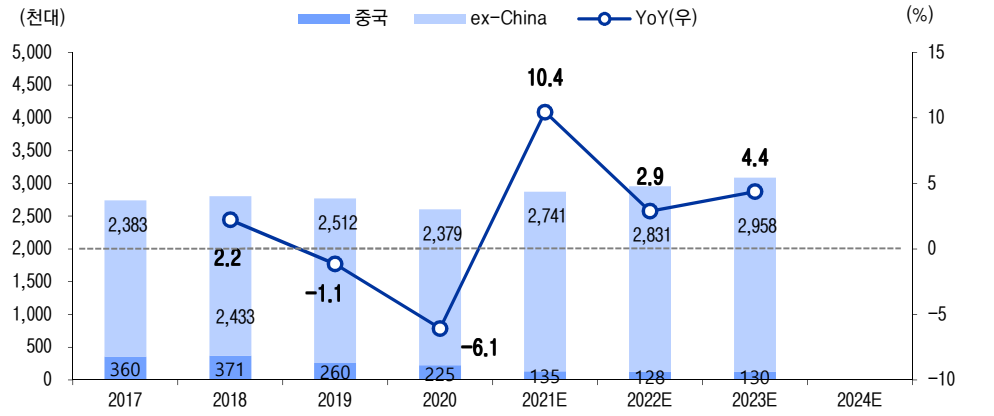
유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:44 PC-1420

그림54 현대차 도매판매량 추이 및 전망: 2022 년 총 407.9 만대(YoY +4.2%) 기록 예상



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 기아 판매량 추이 및 전망: 2022 년 총 295.9 만대(YoY +2.9%)기록 예상



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:44 PC-1420

표11 현대차 도매판매량 추이 및 전망: 2022 년 총 407.9 만대(YoY +4.2%) 기록 예상

(천대)	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2021E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E
총 계	**3,770**	**997**	**1,029**	**908**	**979**	**3,914**	**978**	**1,040**	**1,042**	**1,019**	**4,079**
중국제외 총계	3,293	903	934	843	901	3,581	897	958	954	938	3,747
내수	788	185	200	160	188	733	174	194	183	194	745
미국	658	178	182	161	168	689	170	173	179	181	703
유럽	415	110	135	136	116	497	119	131	151	113	514
인도	423	156	110	124	137	527	139	138	151	144	572
브라질 / 러시아	338	88	109	101	103	401	100	114	112	108	435
기타 (아중동+동남아)	671	186	198	161	189	733	195	208	178	198	780
중국	477	94	95	66	78	333	81	82	88	81	332
YoY(%)											
총 계	-14.6	10.6	46.4	-11.7	-13.9	3.8	-1.9	1.1	14.7	4.0	4.2
중국제외 총계	-12.5	7.7	59.7	-3.6	-9.5	8.7	-0.6	2.6	13.2	4.1	4.7
내수	6.3	16.4	-11.4	-19.6	-7.8	-7.0	-5.9	-3.0	14.4	3.0	1.6
미국	-5.6	-1.7	58.3	0.6	-16.9	4.7	-4.5	-4.9	11.0	7.7	2.0
유럽	-25.2	-0.1	108.3	7.1	3.0	19.9	8.2	-3.0	11.0	-3.0	3.3
인도	-17.1	44.4	290.1	-7.5	-10.5	24.5	-10.9	25.5	21.8	5.0	8.5
브라질 / 러시아	-22.4	-6.7	131.9	6.3	1.0	18.5	13.6	5.0	11.0	5.0	8.4
기타 (아중동+동남아)	-18.6	0.0	90.1	1.0	-15.0	9.3	5.0	5.0	11.0	5.0	6.3
중국	-26.6	49.2	-19.5	-57.5	-44.7	-30.2	-13.8	-13.7	33.6	3.8	-0.3

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표12 기아 판매량 추이 및 전망: 2022 년 총 295.9 만대(YoY +2.9%)기록 예상

(천대)	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2021E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E
총 계	**2,603**	**686**	**752**	**684**	**754**	**2,876**	**704**	**762**	**705**	**788**	**2,959**
중국 제외 총계	2,379	656	720	656	709	2,741	675	734	674	748	2,831
내수	550	130	148	125	150	553	141	152	129	154	576
미국	567	147	174	154	169	644	153	181	160	176	670
유럽	525	145	162	137	159	603	158	160	150	161	629
ROW	597	179	194	162	168	703	165	170	167	173	675
인도	140	55	42	46	63	206	58	71	68	84	281
중국	224	30	32	28	45	135	29	28	31	40	128
YoY(%)											
총 계	-7	5.8	45.8	-2.2	1.9	10.5	2.6	1.3	3.0	4.5	2.9
중국 제외 총계	-6	6.5	60.0	3.1	4.7	15.2	2.9	2.0	2.7	5.5	3.3
내수	6	11.1	-8.4	-8.6	11.1	0.5	8.5	2.8	2.8	2.8	4.1
미국	-7	-4.5	65.0	-0.3	10.5	13.6	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
유럽	-29	-12.4	69.5	7.0	16.9	14.8	9.0	-1.2	9.5	1.3	4.3
ROW (아중동 등)	-6	28.0	144.9	-9.4	-15.7	17.7	-7.8	-12.4	3.0	3.0	-4.0
인도	210	38.6	410.9	21.1	17.3	47.6	5.5	69.0	47.8	33.3	36.4
중국	-14	-6.9	-51.4	-55.6	-28.6	-39.7	-3.3	-12.5	10.7	-11.1	-5.2

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:44 PC-1420

표13 현대차 주요 신차 판매 스케줄

지역구분	구분	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	2H21	2022	2023
한국	현대	투싼 FMC	코나 F/L	스타리아			그랜져, 펠리세이드 F/L	
	제네시스		GV70, G70 F/L				G90	
	HEV/PHEV	싼타페 HEV, 투싼 HEV	코나 F/L					
	BEV/FCEV			코나	아이오닉5	GV60, G80	GV70e, 아이오닉6	아이오닉7, NEXO F/L
미국	현대	아반떼 FMC	싼타페 F/L	투싼 FMC	코나 F/L	싼타크루즈		
	친환경			아반떼 H, 싼타페 H/PH		아이오닉5	GV70e	
	제네시스		G80, GV80		GV70, G70 F/L	GV60		
중국	승용						G80, 밍투	
	RV		ix35 F/L, 펠리세이드	쿠스토			GV80	
	친환경					아이오닉5	밍투 EV	
유럽			i30 F/L, 투싼 HEV/PHEV	아이오닉5	투싼 FMC		GV60	
인도			i20 FMC		알카사르			

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표14 기아 주요 신차 판매 스케줄

지역구분	구분	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	2H21	2022	2023
국내	승용	스팅어 F/L		K8	K3 F/L	K9 F/L		
	RV		카니발 FMC		스포티지		니로 FMC	
	HEV/PHEV				K8, 스포티지		니로 FMC	
	BEV					EV6	니로 FMC EV	EV5
미국	승용	K5				K3 F/L		
	RV		쏘렌토 FMC	카니발 FMC		스포티지 FMC	텔룰라이드 F/L	
	친환경			쏘렌토 H/PH			EV6	EV7/8
유럽		쏘렌토 FMC HEV	스포티지 HEV/PHEV			EV6, 스포티지 FMC	EV4, 니로 FMC	
중국	승용	K5						
	RV			카니발 FMC				EV6
	친환경		KX3 EV					
인도			소넷, 카니발 CKD				KY(중형 〈MPV)	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:45 PC-1420

2022년 상반기 까지 현대차>기아의 볼륨회복 구도

2022년 상반기 까지 현대차와 기아의 생산량은 다소 차이가 발생할 것으로 예상되는데, 이는 현대차에서 핵심 라인업들에 대한 선제적 변화가 나타나기 때문이다. 10월을 기점으로 국내공장 가동률이 현대차가 먼저 올라오기 시작했는데, 울산 2공장/5공장 등 핵심 SUV와 제네시스 전용 라인으로 물량 배정이 확대되었고 아산공장으로는 기존의 쏘나타 미국생산 전용 물량이 이관되어 이에 따른 생산증가가 나타났기 때문이다.

아산공장은 현대차의 핵심 세단인 쏘나타와 그랜져등 2개 차종만 생산하는 공장으로, 3Q21이 중장기적 추세로 봤을 때 최저 가동률을 기록한 시점으로 보여진다. 4Q21부터는 쏘나타 이관물량 생산이 시작되고, 2H22부터는 아이오닉6 생산이 이뤄지기 때문에 연간 생산량은 아산공장이 2011년에 기록했던 최대 생산량인 30만대에 도달하게 될 가능성도 열려있다고 보여진다. 이는 사실상 생산량이 2배 가까이 증가하는 효과이기 때문에 현대차 공장 중 전세계에서 고정비가 가장 높은 국내공장의 이러한 생산량 증대가 뚜렷한 영업레버리지 효과를 가져올 것으로 기대한다.

이 과정에서 현대차와 기아의 미국공장 차이를 보면 2022년~2023년에 대한 차이가 다소 뚜렷하게 나타난다. 현대차의 알라바마 공장은 2019년을 기점으로 해서 엘란트라/쏘나타의 현지생산 물량을 지속적으로 줄여왔다. 2021년 하반기 현재 시점에서는 사실상 쏘나타와 엘란트라는 현지에서 더 이상 생산하지 않고 있다. 2022년 알라바마 공장의 생산라인은 사실상 100% RV/픽업 차종만 생산하는 역할을 하게 되는데, 차종별로 현재 별다른 증량을 발표한게 아니기 때문에 잉여 생산능력이 발생하게 된다.

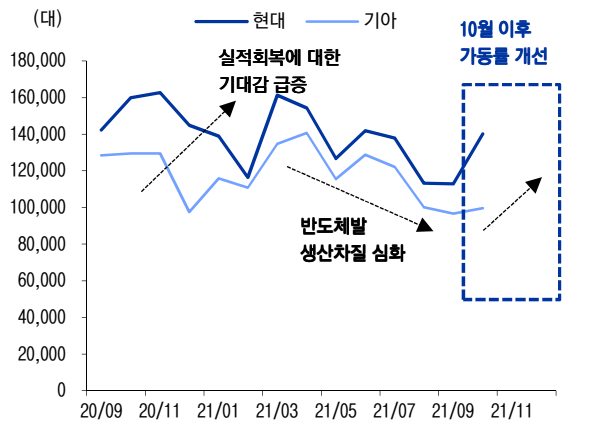
알라바마 공장은 연간 40만대를 초과할 수 있는 생산능력을 보유하고 있기 때문에 잉여 캐파에 대해서는 추가 차종 투입이 결정될 수밖에 없는 구조인데, GV70전기차 및 아이오닉5/6 등의 차종이 될 것으로 예측된다. 중장기적으로는 신규 생산공장 설립이 이뤄질 것으로 보이나, 선제적으로 알라바마 공장 활용 방안이 적극 추진될 것으로 볼 수 있다.

기아의 경우 조지아 공장내 K5나 쏘렌토에 대한 볼륨변화는 아직까지 따로 포착되지 않는다. 특히 미드사이즈 SUV 시장에서 사실상 선호도 1위로 볼 수 있는 텔룰라이드로 인해 쏘렌토까지 수혜가 발생하는 구조이기 때문에 2022년에는 이러한 믹스상 큰 변화는 없을 것으로 보인다. 한편 연간 38만대까지 생산이 가능한 조지아공장에서는 2022년 초부터는 스포티지 생산 현지화가 시작되며 이를 통해 풀가동 상태가 기대된다.

반면 전기차의 경우, 현지 생산이 결정될 차종으로는 EV6가 아닌 EV8로 예상되는 상위 라인업이 될 가능성이 높다. 먼저 조지아 공장의 경우 알라바마와는 다르게 2022년에 잉여 생산능력이 발생하지 않기 때문에 미국 시장을 전용으로 겨냥해서 개발된 차가 아닌 EV6 가 투입될 필요성이 제기되지 않을 것이다. 다만 EV8 등 후속차종의 경우 현지 전용 차종으로 개발되는 것으로 알려졌는데, 2024년에 자연스럽게 현지생산이 이뤄지게 될 것으로 기대된다.

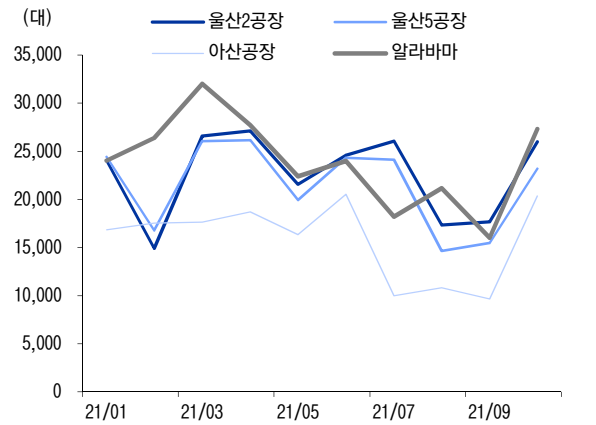
유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:45 PC-1420

그림56 현대기아 국내공장 생산량 추이



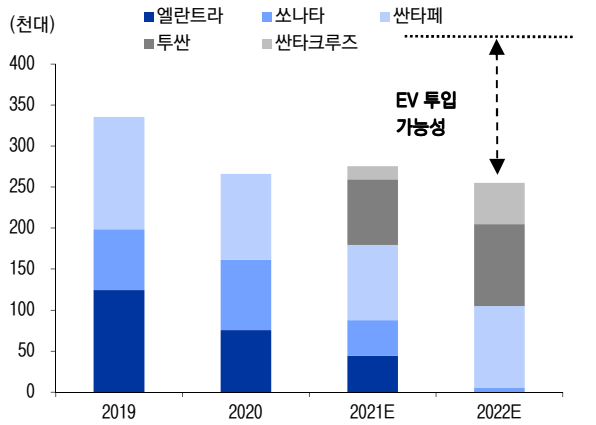
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 현대차 주요 핵심공장 생산량 추이



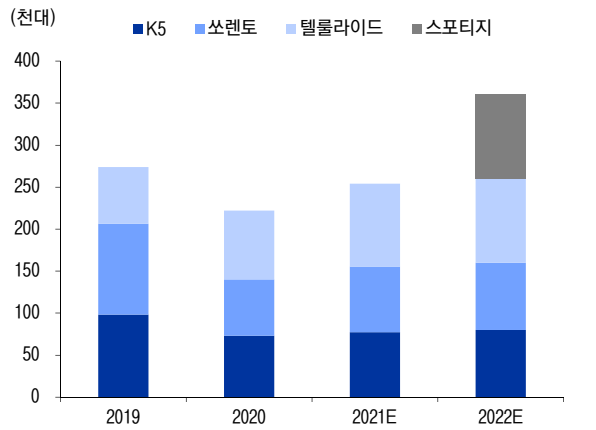
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 현대차 알라바마 공장 차종별 연간 Ex-Factory 판매 추이: 세단 대응은 사실상 2021 년 하반기부터 배제 시작



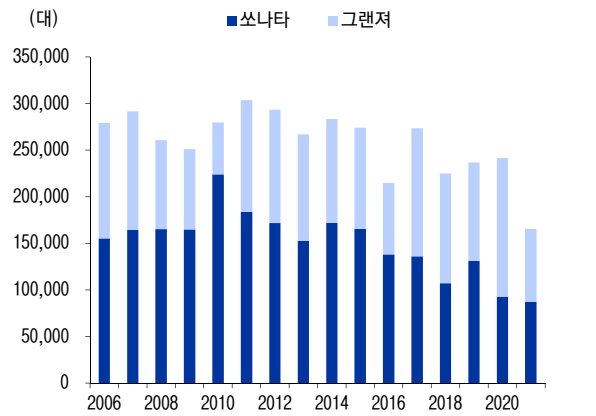
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 기아 조지아공장의 차종별 연간 Ex-Factory 판매 추이: 23 년 이후부터 E-GMP 현지 투입될 가능성 존재



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 현대차 아산공장 연간 생산량 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 아이오닉 6, 2H22 부터 아산공장 생산 개시

자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:45 PC-1420

볼륨보다 Mix개선이 중요한 한해가 될 것

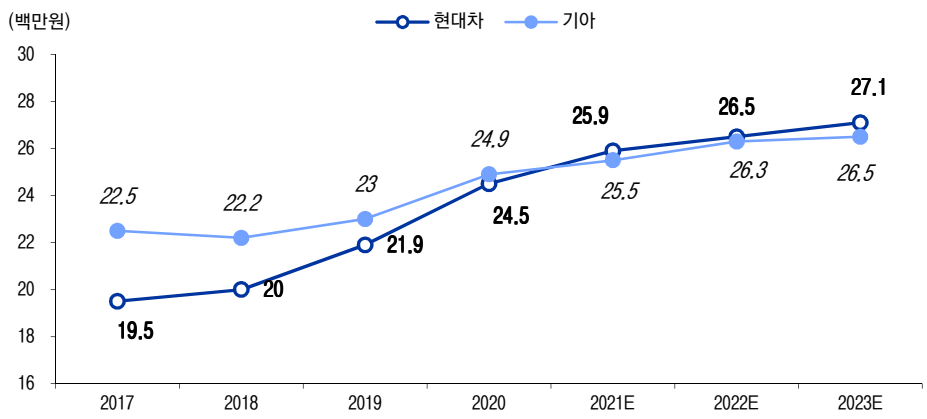
2022년은 가파른 생산확대를 통한 영업레버리지 효과 보다는 제한된 생산량 안에서의 Mix개선을 통한 마진개선이 상대적으로 두드러질 것으로 기대된다. 기본적으로 반도체 칩 부족현상이 지속되는 가운데, 완성차 업체들은 재고에 대한 부담을 더 이상 가져가지 않을 계획이기 때문에 자연스럽게 Mix개선이 실시될 것으로 보인다.

2022년에는 몇가지 특징을 통해 완성차의 Mix개선세가 지속될 것으로 예상된다. 먼저 생산량 증가의 대부분이 국내공장과 미국시장에 집중된다. 현대와 기아의 차이는 다만 제네시스와 같은 프리미엄 브랜드 확보 유무가 가장 크고, 또한 최근에는 펠리세이드 물량 증설에 대한 가능성이 제기되고 있어 이는 국내공장에서 나타날 수 있는 최대의 믹스개선 노력으로 볼 수 있다.

제네시스는 독립된 브랜드로서는 아주 초입단계에 해당되는데, 현대차의 Mix개선에 중추적인 역할을 한다. 올해 연간으로는 약 22만대 제네시스 차량의 생산판매가 이뤄질 전망인데, 2022년 들어서는 최소 26만대 까지는 확대될 것으로 기대되고, GV90 등 풀사이즈 SUV의 출현이 예상되고 있어 기본적으로 현대차가 강점을 갖추고 있는 미국시장에서는 보다 적극적인 대응을 하게 될 것이다.

미국시장에서 현대차의 판매구조는 점진적으로 제네시스에 의존하게 되는 구조가 될 것이며, 이를 통해 수익성 극대화를 시도할 것으로 예상된다. 이미 10월 미국에서 제네시스 비중은 사상최대치인 8.8% 수준까지 올라왔는데, 이와 같은 추이는 후속 모델들이 런칭되며 총 미국 판매에서 차지하는 비중은 계속 올라올 것이다. 특히 현대차의 라인업 중에선 이미 제네시스 브랜드가 차지하는 차종이 절반이기 때문에, 향후 전동화 전략 역시 제네시스가 이끌게 되는 구조로 볼 수 있다.

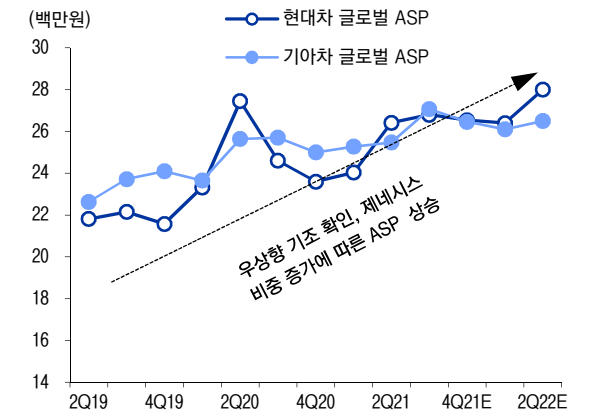
그림62 현대차와 기아의 글로벌 ASP 추이 및 전망



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:45 PC-1420

그림63 현대차와 기아 글로벌 ASP 분기 추이 및 예상경로: 기아 인도판매 증가 vs 현대 제네시스 효과

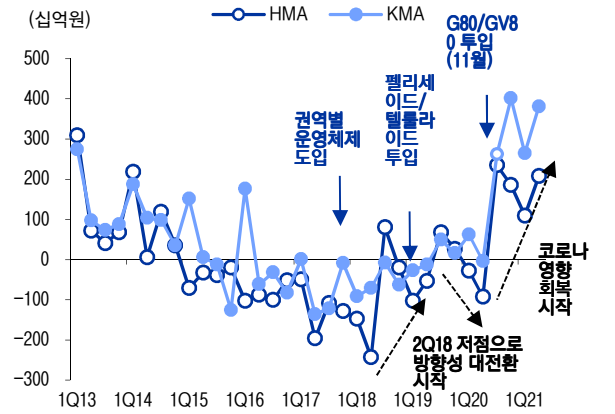


자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 현대차와 기아 미국 ASP 추이 및 전망: RV Mix 의 지속적인 서포트로 핵심 이익개선 요인으로 발전

자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 현대기아 미국판매법인 이익흐름: 펀더멘털 회복이 본격화 되고 있음을 뚜렷하게 연출 중



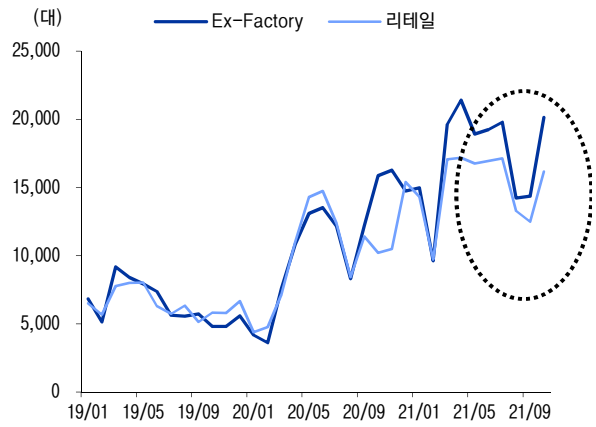
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 팰리세이드 생산추이: 울산 4 공장 증설 현실화시 매우 뚜렷한 Mix 개선으로 이어질 수 있을 것

자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

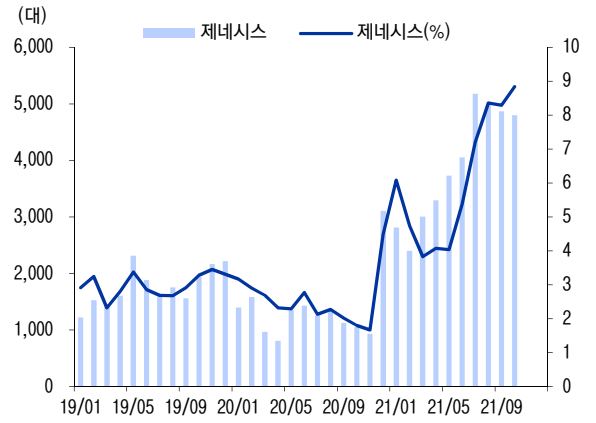
유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:46 PC-1420

그림67 제네시스 총 출고판매 추이: 10 월부터 모델별 생산량 정상화, 월평균 2 만대 이상 도달 기대



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 현대차의 제네시스 미국 비중: 10 월 8.8% 수준으로 사상 최대수준 기록



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표15 제네시스 판매량 전망: 2022 년 판매량 약 26.6 만대 예상

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

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:46 PC-1420

EV판매: 2022년 E-GMP 해외진출 본격화

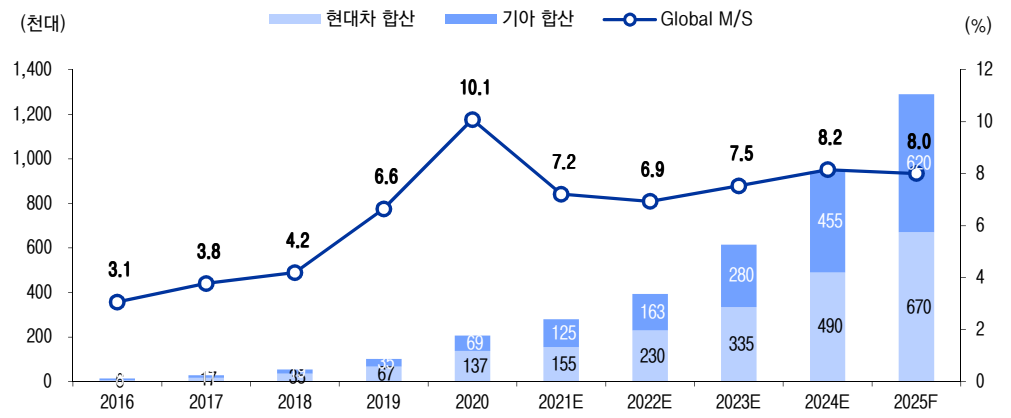
2022년 현대/기아 합산 BEV판매량 39.3만대(YoY +40%) 기록 예상

2022년은 현대/기아의 E-GMP차량의 해외판매가 본격화되는 두번째 해다. 현지 호응에 따라 국내생산거점에서의 증설 또는 해외 현지화를 위한 의사결정이 가속화 될 수 있기 때문에 매우 중요한 시점이다. 현대/기아 합산 기준으로 2022년 BEV 판매량은 39.3만대(YoY +40%)를 기록할 것으로 예상되며, 현대차와 기아가 각각 23만대, 16.3만대의 판매를 기록할 것으로 예상한다.

전체 BEV시장에서 현대기아의 합산 M/S는 2021년 대비 약 0.3%p가량 하락한 6.9%를 기록할 것으로 예상된다. 이미 현대기아 보다 앞서 있는 Tesla와 VW의 빠른 증산 외에도 최근에는 중국의 BYD가 현대차의 BEV 판매량을 2021년 9월부터 넘어서기 시작했기 때문이다. 앞서 언급했듯이 당분간은 LFP 기반 양극재 소재 배터리 탑재차량에 대한 메이커들의 선호도가 높을 것이기 때문에 이를 많은 메이커들이 사용하는 중국 시장의 장악력이 낮은 현대기아 입장에서는 M/S의 하락이 발생할 수 있다.

현대차그룹의 해외 EV진출 전략 중 가장 최우선시 되는 부분이 바로 제네시스 브랜드다. 현대차는 최근 탄소중립 전략에서도 발표했듯이, 2030년까지 모든 제네시스 브랜드 차량은 전동화 차량으로 개발하겠다는 의지다. 2025년까지는 신형 내연기관 차량의 생산/판매가 이뤄지지만, 이후부터는 개발 자체를 하지 않을 계획인 것이다. 이와 같은 배경에는 먼저 미국/유럽 등 제네시스 브랜드에 대한 인지도가 상대적으로 존재하는 지역을 통해 전동화를 먼저 시작한다는 의미다.

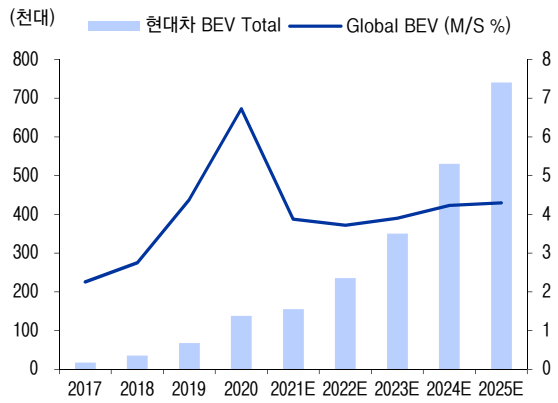
그림69 현대/기아 합산 BEV 판매추이 및 전망: 2022 년 39.3 만대(YoY +40%) 예상



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

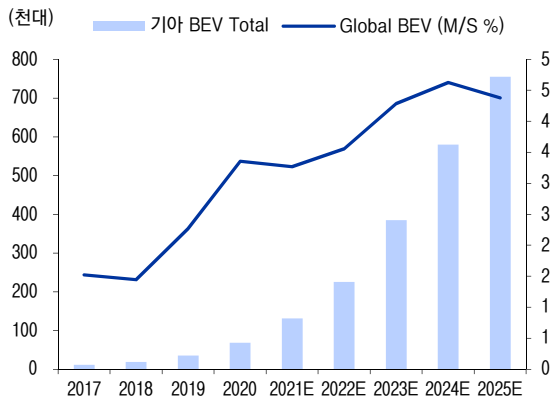
유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:46 PC-1420

그림70 현대차 글로벌 EV 판매 및 M/S 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 기아 글로벌 EV 판매 및 M/S 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표16 현대기아 글로벌 BEV 판매 및 M/S

(천대)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025F
현대차										
파생 EV	6	18	33	51	110	95	80	85	80	70
E-GMP						60	150	250	410	600
현대차 합산	6	17	35	67	137	155	230	335	490	670
YoY(%)		196	112	90	104	13	48	46	46	37
기아										
파생EV	8	11	19	35	69	85	73	80	75	70
E-GMP						40	90	150	280	400
PBV							-	50	100	150
기아 합산	8	11	19	35	69	125	163	280	455	620
YoY(%)		41	65	87	97	82	30	72	63	36
현대기아 합산	**14**	**28**	**54**	**102**	**206**	**280**	**393**	**615**	**945**	**1,290**
YoY(%)		105	93	89	102	36	40	56	54	37
글로벌 BEV	447	742	1,288	1,535	2,044	3,884	5,670	8,165	11,594	16,116
YoY(%)		66	74	19	33	90	46	44	42	39
Global M/S	**3.1**	**3.8**	**4.2**	**6.6**	**10.1**	**7.2**	**6.9**	**7.5**	**8.2**	**8.0**
현대차 Global M/S	1.3	2.3	2.7	4.4	6.7	4.0	4.1	4.1	4.2	4.2
기아 Global M/S	1.8	1.5	1.4	2.3	3.4	3.2	2.9	3.4	3.9	3.8

자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

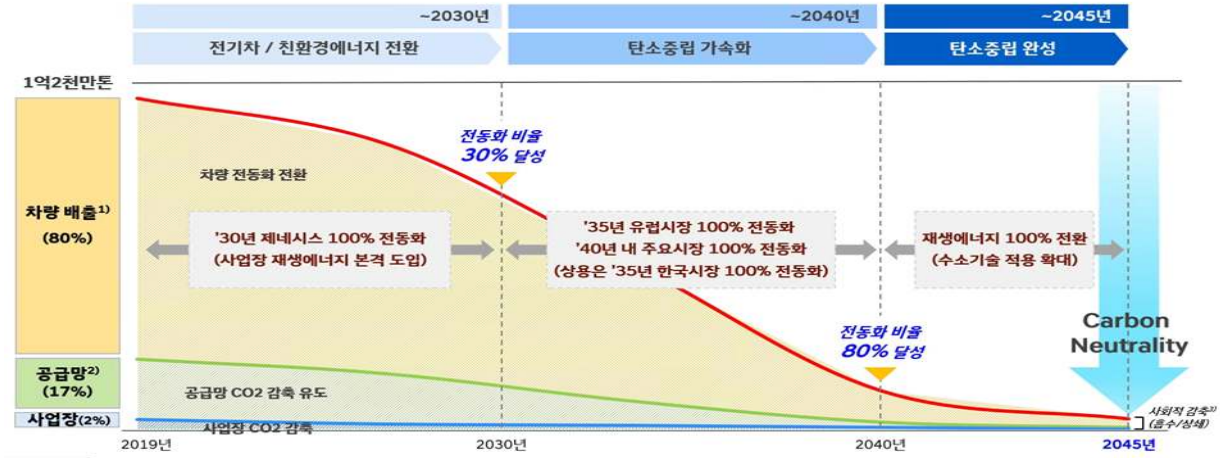
유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:47 PC-1420

표17 현대차와 기아 전동화 차종의 해외생산 일정

구분	현대	기아
한국	아이오닉5 (2021년 3월) 아이오닉6 (2022년)	EV6 (2021년 8월)
미국	아이오닉5 (2022년) GV70 EV(2022년)	EV8 (2023년)
중국	아이오닉5 (2022년) 현지전략차종 (2024년)	EV6 (2023~4년)
유럽	코나EV (2020년 3월)	EV4 (2023년)

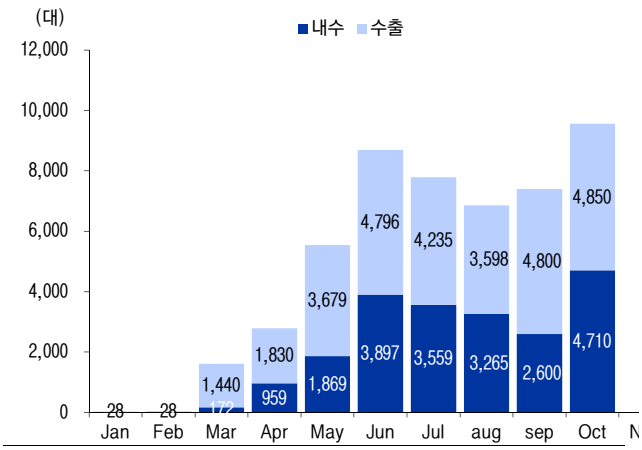
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 현대차 탄소중립 로드맵: 2030 년까지 제네시스 브랜드의 100% 전동화 최우선적으로 시행



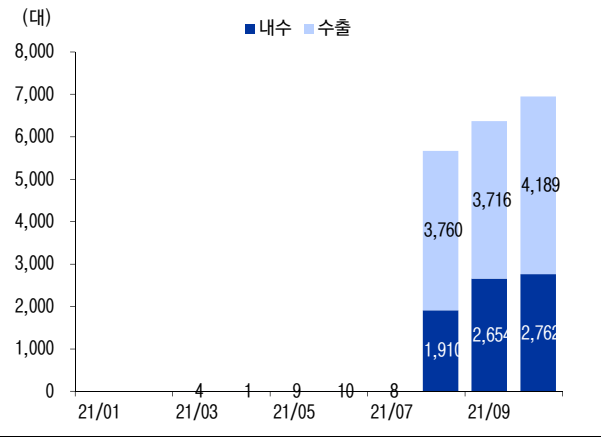
자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터

그림73 아이오닉 5 생산 및 수출 추이



자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터

그림74 EV6 생산 및 수출 추이



자료: 기아, 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:47 PC-1420

Part IV

새로운 생태계의 주인공

진화하는 자동차 산업, 그리고 빅테크 업체들의 진입

최근 Aurora Innovation 이 나스닥에 상장하며 로보택시 업체중 첫 상장업체가 되었습니다. 2022 년 특히 자동차 업종 밸류에이션의 핵심 변수로 로보택시 사업을 들 수가 있는데, GM 진영에서는 Cruise 를 통한 로보택시 사업 매출액을 2030 년 약 $50billion 으로 전망한 바 있습니다. Ford 의 경우 역시 2021 년말부터 Argo AI 를 통해 로보택시 사업을 벌이게 되는데요, 기존 제조업에서 벗어나 밸류에이션이 빠르게 상승할 수 있는 핵심 변수입니다.

자율주행차는 특히 중앙 집중화된 OS(운영체제)를 통한 통합제어가 중요합니다. 오늘날의 내연기관 차들은 여러가지 운영체제가 합쳐진 형태로, 고성능의 자율주행을 지원하거나 최첨단 인포테인먼트 환경을 구현하는데에 적합하지 않습니다. 빅테크진영의 대표적인 안드로이드 오토모티브 OS 는 이미 자동차 진영 깊숙히 들어와 자동차 산업의 M/S 60%에 해당하되는 메이커로 공급을 시작했습니다. 자체 OS 확보를 자처한 Daimler, VW, Toyota, 현대차그룹 진영은 분명 현재는 열위에 있으나, 수직계열화된 생태계 확보에 성공시 강력한 모멘텀으로 작용할 수 있습니다.

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:47 PC-1420

새로운 생태계의 주인공

로보택시에 대한 시장의 인지 확산

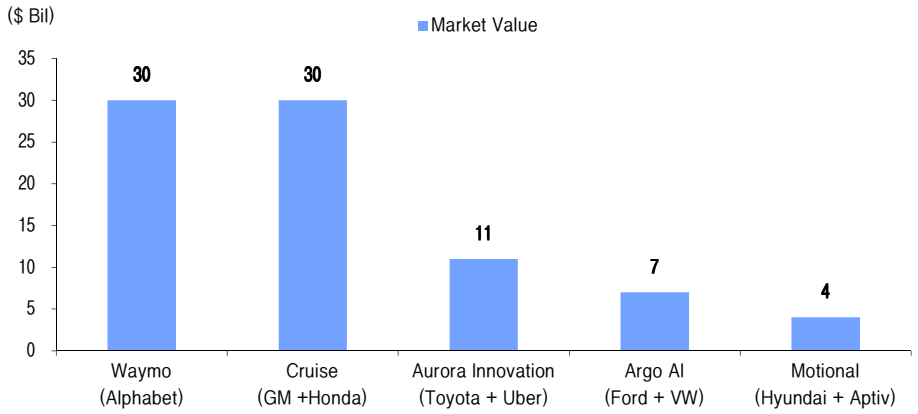
2022년 자동차 업종 밸류에이션의 추가변수: 로보택시

2022년 자동차 업종의 펀더멘털 변화에 가장 큰 영향을 미칠 수 있는 다른 변수로 로보택시 사업이 될 것으로 예상된다. COVID-19 이후에 사회 전반에 걸쳐 나타나는 가장 큰 변화중 하나로 인건비, 즉 운전자 비용이 새롭게 대두되고 있으며 이는 장기적으로 제조업, 유통/물류, 서비스 등 대부분의 산업 전반에 걸쳐 최우선 투자영역으로 부각될 것이다. 최근 주식시장에 상장한 Aurora Innovation의 경우 이러한 현상을 뚜렷하게 설명하고 있고, 특히 로보택시 사업에 진입한 업체들의 사업가치 재조명의 catalyst가 될 것으로 기대된다.

Aurora Innovation은 구글 Waymo의 핵심 설립 파트너중 한명인 Chris Urmson이 설립한 회사로, 주로 화물트럭 자율주행에서 가장 앞서있다. 특히 2020년에는 Uber의 자율주행 유닛인 ATG를 인수하며 핵심인력들을 대거 영입 후 상장 절차를 밟았다. Aurora는 Uber와의 동침에 들어가게 되며 Toyota에 까지 이르는 자본금을 흡수한 상태로, 가장 큰 고객사 중 하나인 Fedex와의 파트너십도 이미 확보된 상태로 trucking 영역에서는 상당한 진입장벽을 구축했고 GM-Honda-Cruise, Ford-VW-Argo, Hyundai-Aptiv-Motional 등 완전자율주행 업체 진영 중 한 축으로 자리잡게 되었다.

Waymo와 Cruise, Argo AI는 이미 부분적으로 상업활동을 시작했기 때문에 당분간 업체별 기업가치 상승세가 가파르게 나타날 것으로 예상된다. 이미 대표적인 Ride-Hailing 업체인 Uber/Lyft의 인건비 부분에서 비즈니스의 한계가 시장의 예상보다 빠르게 드러나고 있어 단순 ride-hailing의 수익화에 대해 불확실성이 부각되기 시작했기 때문에 이를 대체할 수 있는 로보택시 사업에 대한 시장의 재평가가 기대된다.

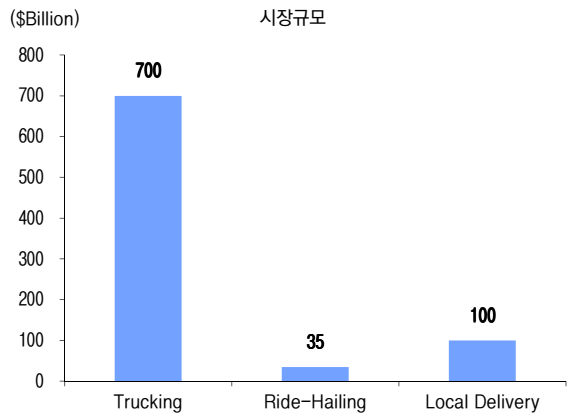
그림75 주요 로보택시 업체의 시장가치 평가



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

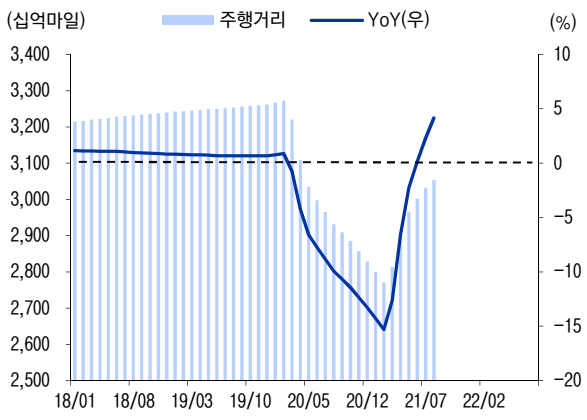
유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:47 PC-1420

그림76 당장 자율주행으로 대체 가능한 운송시장 규모(미국 기준): Trucking 업체들 특히 부각



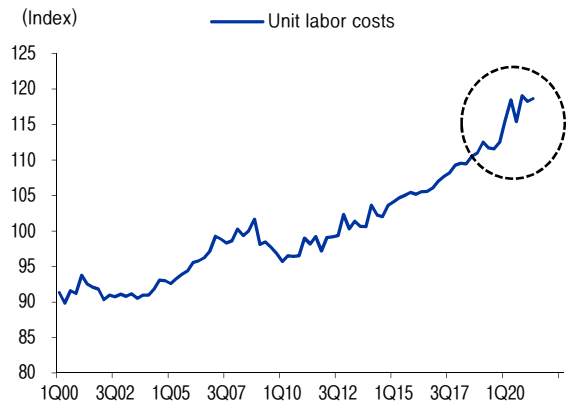
자료: Aurora, AT Karney, RAND, 이베스트투자증권 리서치센터

그림77 주행거리(美) 급증흐름은 지속: 운송에 대한 수요 급증은 로보택시 상업화 가속화의 핵심변수



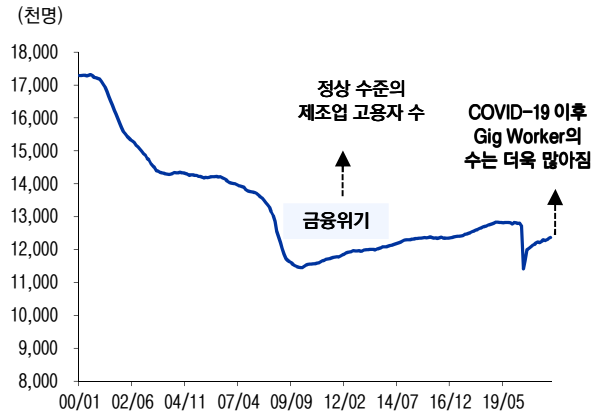
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림78 COVID19 이후 치솟고 있는 인건비: 역시 로보택시 상업화를 가속화



자료: US FHWA, FED, 이베스트투자증권 리서치센터

그림79 미국 제조업 인구수 추이: COVID19 이후 Gig Worker 의 수는 더욱 증가, 운전자 비용은 계속 부담되는 구조



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:48 PC-1420

GM/Ford의 로보택시 사업진행 본격화

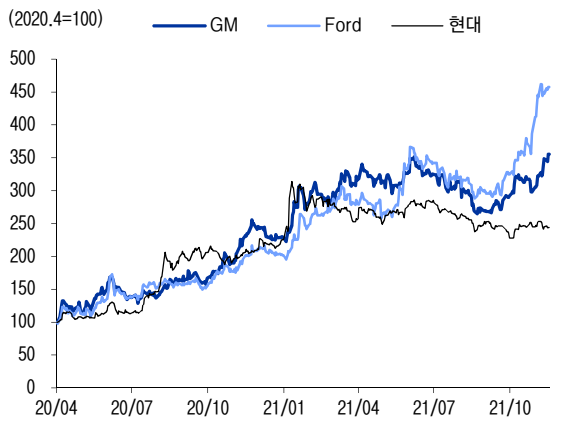
최근 나타나고 있는 GM/Ford와 현대차 간의 기업가치 괴리의 큰 부분은 1)전동화 진행상황 2)자율주행 기술에 기반한 로보택시 사업 가시성에 기반하고 있는 것으로 여겨진다. 결국 시장은 자본효율성에 대한 긍정적인 밸류에이션 평가가 높을 수 밖에 없을 것이다. 현대차그룹의 E-GMP 사업은 당분간은 명실상부 글로벌 5위 전기차 메이커 지위를 유지시켜 줄 것이기 때문에, 현재 나타나는 이러한 괴리율의 배경은 주로 자율주행 사업의 진척 정도에서 큰 차이가 있는 것으로 보여진다.

지난 10월 GM이 투자자 컨퍼런스에서 발표한 2030년 계획에는 PBV, 보험, 자율주행 등 다양한 모빌리티 신사업계획이 공유되었다. 2030년까지 Cruise를 통해 GM은 약 $50billion의 매출 달성을 목표로 하고 있음을 밝혔는데, 엄청나게 파격적인 수치다. 당사는 지난 '모빌리티 전쟁' 보고서를 통해 미국시장 내에서 로보택시 시장이 2030년과 2040년에 각각 약 400조원, 1,300조원 수준까지 증가할 것으로 전망한 바 있는데, 이를 GM의 전망치에 대입하면 약 18% 수준 내외의 M/S 로 추산해 볼 수 있다.

GM의 로보택시 사업은 Cruise의 차량을 통해 운행될 것으로 보이며, 현 시점 기준 2024년 Cruise의 운영 fleet 차량은 1만대를 넘는 것으로 예측된다. 로보택시는 서비스업으로, 기존 제조업 매출 대비로는 비약적인 수익성 기록 예측이 가능하고 이미 샌프란시스코 등 캘리포니아 주요 지역에서는 공식적인 상업활동을 시작했기 때문에 전통적으로 마진이 낮은 OEM의 적극참여는 중장기적으로 가파른 수익성 개선을 의미한다.

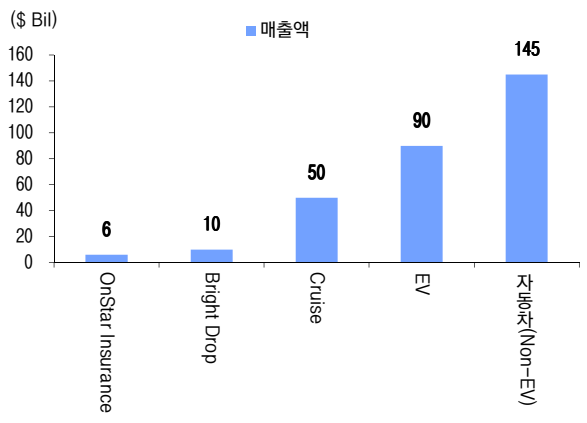
Ford의 경우 Argo AI를 통해 자율주행 사업을 진행하는데, Lyft의 네트워크를 활용하게 된다. Lyft의 경우 이미 미국내 600여개 도시에서 ride-hailing 사업을 하는 Uber 다음의 2위 업체이기 여기서 발생하는 순식간에 후발 업체들과의 격차를 벌리겠다는 전략이다. Lyft를 제외하고 OEM들의 유력한 파트너는 Uber밖에 없기 때문에 사실상 3D Map- Lidar 로컬라이제이션을 통한 자율주행 기술을 사용하는 자동차 업체들 입장에서는 기술확보 후에도 네트워크 라는 상당한 진입장벽이 존재한다고 볼 수 있다.

그림80 현대차와 GM/ Ford 간 주가 괴리: 시장은 미국 업체에 대한 로보택시 밸류에이션 부여 시작한 상태



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

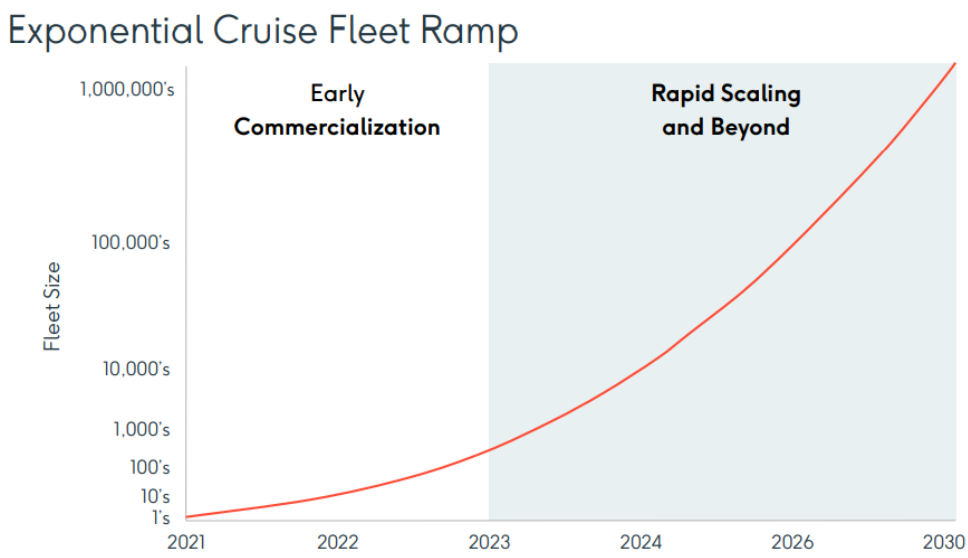
그림81 GM 의 2030 년 매출 전망: 로보택시 서비스인 Cruise 의 매출액으로 $50billion 을 제시



자료: GM, 이베스트투자증권 리서치센터

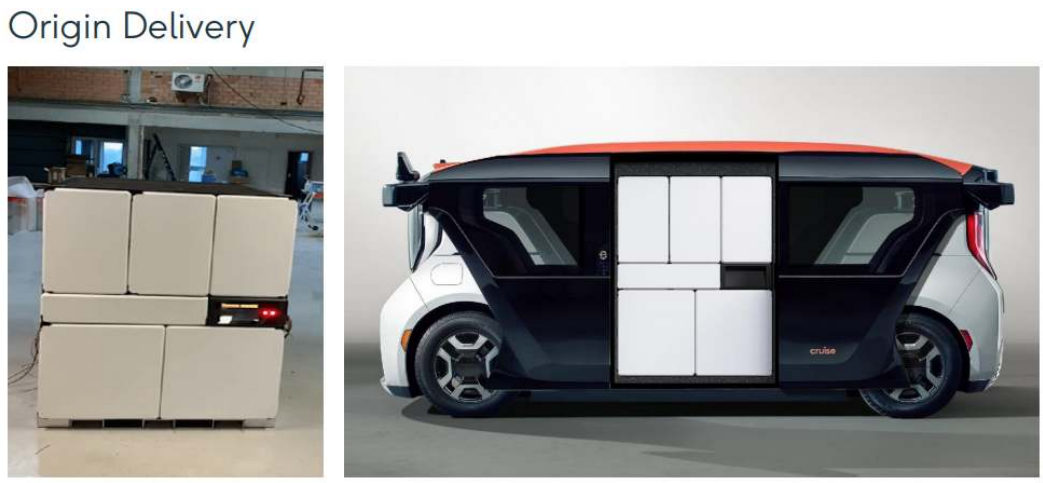
유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:48 PC-1420

그림82 Cruise 의 로보택시 launch 스케쥴: 2024 년경 부터 약 1 만대급 단위로 fleet 규모 증가



자료: GM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림83 Cruise 의 로보택시 launch 스케쥴: 2024 년경 부터약 1 만대급 단위로 fleet 규모 증가



자료: GM, 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:48 PC-1420

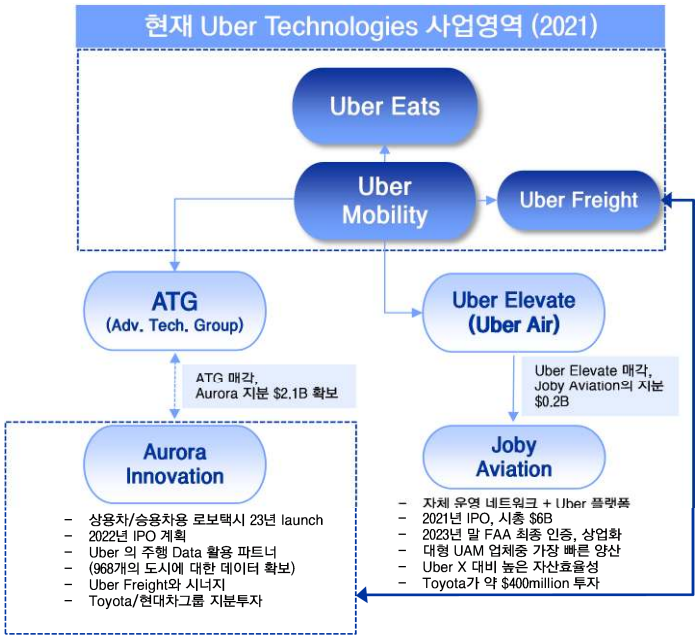
Uber/Lyft의 전략: 간접적으로 자율주행 사업 확장

GM의 Cruise는 지난 10월 샌프란시스코 시의 DMV(Department of Motor Vehicle)로부터 오후 10시 ~ 오전 6시까지 유료화된 완전자율주행 서비스 실시 허가를 받았다. 운행 용도는 ride-hailing은 아니고, 음식 배달 서비스다. 또다른 정부 산하기관인 CPUC(California Public Utilities Commission)에서는 최종적으로 ride-hailing 로보택시 허가가 예상되는데, 이는 2023년을 최종 목표로 하고 있다.

그러나 이러한 현상은 샌프란시스코에만 국한되어 있다. 상업화 단계에서는 이를 무수히 많은 지역에서 실시해야 하는데, 3D Map을 필요로 하는 특성상 지역별 local authority의 허가가 필요한 것이 현실이다. 허가를 획득한 이후에도 이를 실제 마케팅하는 것은 다음의 또다른 문제인 것이다. 가장 먼저 로보택시 서비스를 런칭한 Waymo 역시 이러한 확장성의 문제점을 겪고 있고, 궁극적으로 엄청난 잠재 시장규모에도 불구하고 알파벳의 주가가 로보택시 사업을 반영하고 있지 않는 이유다.

따라서 자동차 업체들은 Uber와 Lyft등의 ride-hailing 업체들이 확보해 놓은 고객에 대해 눈독을 들일 수 밖에 없다. 사실 Lyft 이후에 미국내 의미있는 '고객 친화적인 플랫폼' 을 소유한 후발주자는 존재하지 않기 때문에 이 두 업체를 둘러싼 파트너십은 상당히 적극적으로 이뤄지고 있다. 한편 Uber와 Lyft의 경우 각각 보유하고 있던 자율주행 유닛인 ATG와 Level5를 각각 Aurora와 Toyota에 매각했기 때문에 현재는 ride-hailing 플랫폼을 통한 고객확보에만 집중하고 있어 유의미한 AV 파트너십을 통해 서로 윈윈 전략이 구현될 수 있을 것으로 보인다.

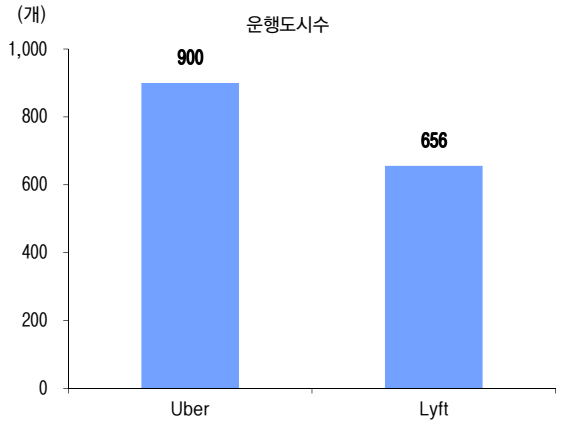
그림84 Uber 의 모빌리티 투자 구도: 간접적으로 Aurora 보유, Uber Freight 와의 시너지 기대



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

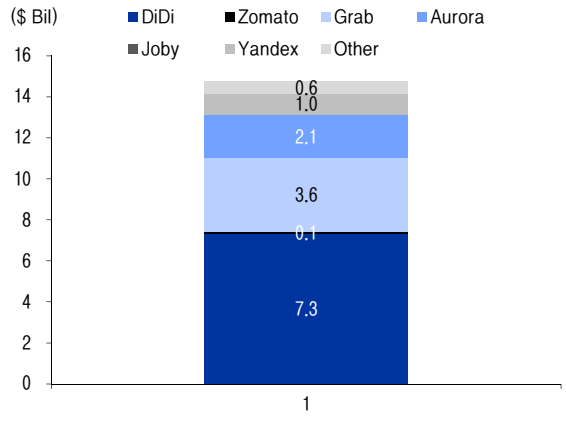
유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:53 PC-1420

그림85 Ube/Lyft 가 진출해 있는 도시 수: 순식간에 로보택시 플랫폼을 제공할 수 있다



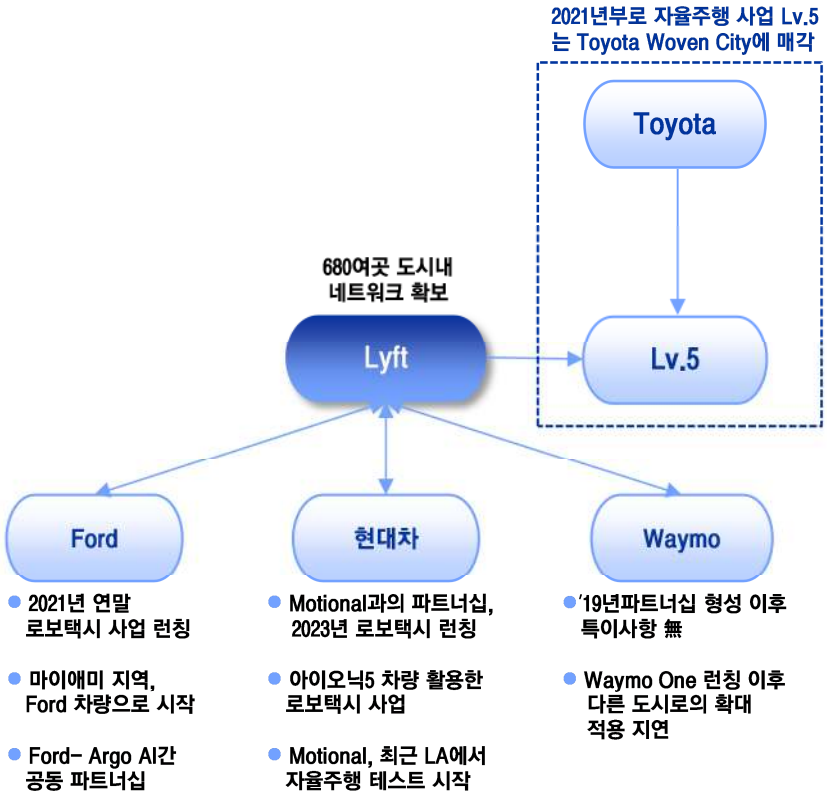
자료: 각사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림86 Uber 의 글로벌 Ride Hailing 지분투자 현황



자료: Uber, 이베스트투자증권 리서치센터

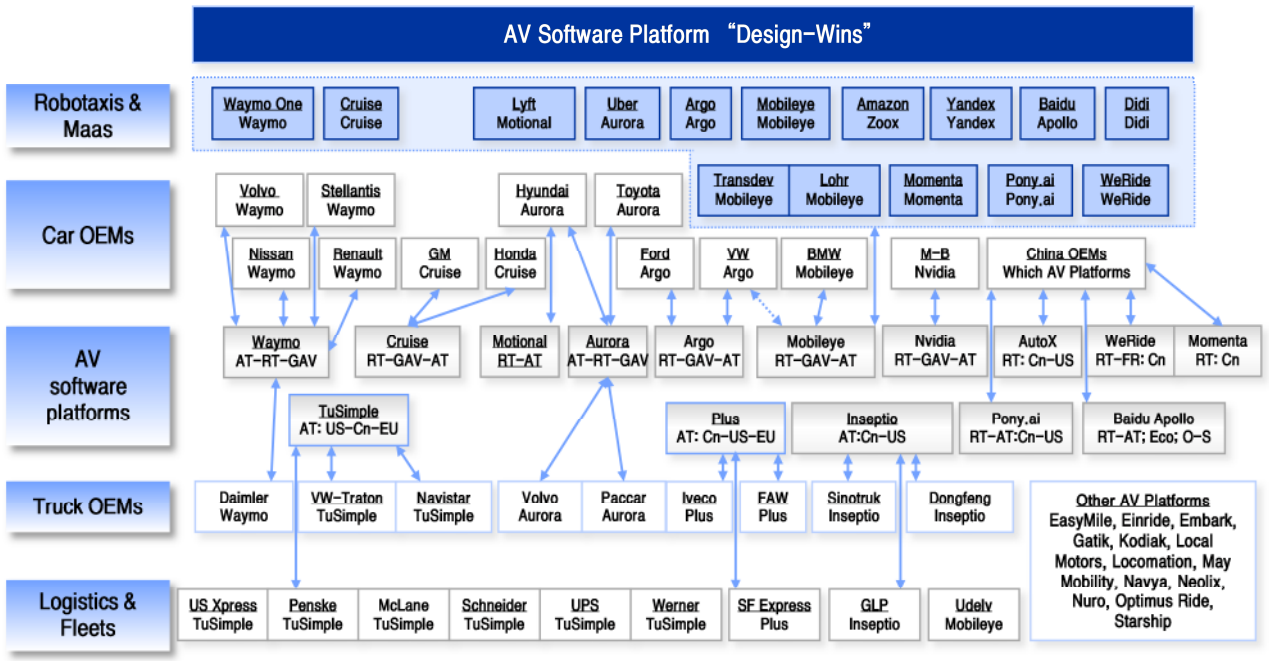
그림87 Lyft 를 중심으로 한 OEM 들의 자율주행시장 진영



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:33:57 PC-1420

그림88 자율주행 소프트웨어 구도: 소프트웨어- 대형 OEM 간 파트너십은 이미 대부분 구축된 상태



자료: EE Times 재해석, 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:06 PC-1420

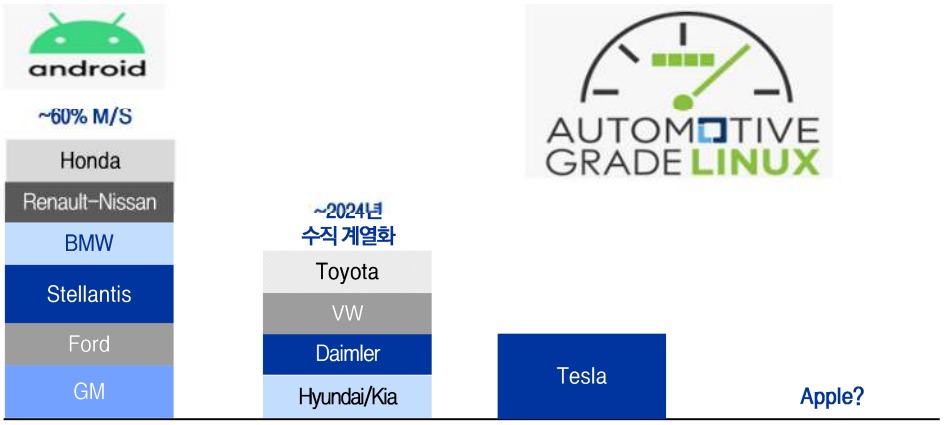
빅테크 vs 전통 OEM간 OS경쟁

구글, 애플, 엔비디아 등으로 구성된 이른바 빅테크 진영은 2022년 들어서 자동차 산업 내에서 영향력이 한층 더 강화될 것으로 예상된다. 자동차 업체들은 그동안 단순 Tier1 업체들에 시스템 단위의 부품에 의존하며 소프트웨어 수직계열화와는 거리가 먼 행보를 보여왔다. 그러나 향후에는 보다 강력한 인포테인먼트와 네비게이션 등과 더불어 ADAS 및 완전자율주행까지 업데이트가 가능한 강력한 통합 운영체제(Operating System)가 필요한데, 기존부터 이 분야에 대해 준비해 왔던 구글의 안드로이드 진영의 의존도가 높아지고 있다.

구글은 애플 카플레이와 더불어 모바일폰을 차량내에서 미러링 형태로 사용되어 왔던 안드로이드 오토가 아닌 차량내에 처음부터 built-in으로 제공되는 OS인 '안드로이드 오토모티브'를 자동차 진영에 제안해 왔다. 이는 그동안 자동차 업체들이 메인으로 사용되어 오던 OS인 리눅스, 블랙베리 등을 대체함과 동시에 안드로이드, 즉 구글이 그동안 쌓아왔던 이른바 세계에서 가장 널리 쓰여지는 안드로이드 플랫폼을 차량환경에 최적화된 상태로 차량이 판매되는 것을 뜻한다. 또한 궁극적으로는 펌웨어를 통한 차량제어 기능들을 업데이트 하게 된다. 이미 안드로이드는 엄청난 유저베이스를 갖고 있기 때문에 신차상태에서 제공되는 안드로이드 오토모티브 OS는 결국 차량 선택에 있어 필수적인 옵션으로 자리잡게 될 것이다.

非안드로이드 진영은 주로 AGL(Automotive Grade Linux)을 활용해 customize 된 상태의 OS를 주로 사용하는데, Tesla가 대표적인 케이스다. 후발주자인 Toyota, VW, Daimler등과 더불어 현대차그룹도 직접 OS개발에 나서고 있는 상황이나 현 시점에서는 큰 격차가 난다고 볼 수밖에 없다. 한편 2022년에 들어서 이러한 안드로이드 진영에 큰 위협이 될 경쟁 진영으로는 다시 애플진영으로 지목되고 있다. 애플은 내부적으로 'Project IronHeart'라는 프로젝트를 비밀리에 운영하기 시작한 것으로 알려졌는데, 보다 강력한 플랫폼을 지원하는 안드로이드 오토모티브의 견제하기 위해 기존의 미러링 서비스인 애플 카플레이의 기능을 확대시켜 차량의 공조부터 씨트 제어뿐만 아니라 차량에 대한 제어 권한을 통제 및 서비스로 제공하려는 것으로 보인다.

그림89 빅테크 vs OEM 간 OS 전쟁: 상당수는 이미 안드로이드 진영으로 돌아섰다



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:08 PC-1420

그림90 중요한건 전기차위의 OS: 르노 메건의 Android OS

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림91 이미 GM 도 Android 진영의 큰 축으로 가세

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림92 중요한건 전기차위의 OS: 르노 메건의 Android OS

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림93 현대차의 통합제어기 신규 통합 아키텍쳐: 23 년부터는 커넥티드카 유닛으로도 자율주행 OTA 지원

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:08 PC-1420

Computer on Wheels: 테크진영의 자율주행 분야 확대

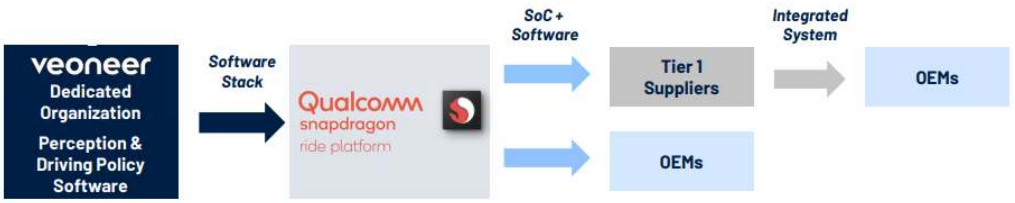
빅테크 진영 중 대형 반도체 업체들은 최근들어 자동차 업종 투자 강화현상이 뚜렷한 것으로 나타난다. 2021년에 가장 의미있는 움직임을 보인 업체는 잘 알려진 Nvidia 외에 Qualcomm이 새롭게 부상했다. 모바일 AP Snapdragon으로 잘 알려진 Qualcomm은 자율주행 시스템을 지원하는 고성능 칩인 Snapdragon Ride를 출시했는데, 자율주행 소프트웨어에 강점을 지닌 Tier-1인 Veoneer의 지원을 받아 SoC(시스템 온 칩)을 설계 및 공급하는 역할을 해 왔다.

그러나 최근 Qualcomm은 Veoneer의 해당 사업부를 통째로 인수하기로 결정했는데, 이는 ECU, MCU를 공급받아 각종 센서와 함께 통합제어기를 만들어 공급해 왔던 Tier-1 업체들의 역할을 반도체 업체가 대신 역할을 하게되는 것을 의미한다. 즉, 이 경우 사실상 Qualcomm이 Tier-1 부품업체의 역할을 하게될 뿐만 아니라 자동차 업체에게는 일반적인 Tier-1 업체 보다 더욱 강한 영향력을 행사할 수 있는 구조가 된다. 기존에 독일3사 뿐만 아니라 일본 및 미국 OEM들과도 강력한 relationship을 갖고 있던 Veoneer의 인수는 Qualcomm 입장에서는 강력한 매출 성장동력을 확보한 셈이다.

흥미롭게도 이와 같은 현상은 Qualcomm 뿐만 아니라 Nvidia 에서도 나타나고 있다. Nvidia는 최근 공개한 자율주행 플랫폼인 Hyperion 8은 각종 핵심 센서들을 Tier-1 업체들로부터 직접 공급받고, 자사의 고성능 SoC인 '오린'을 탑재해 자동차 회사로 직접 공급하게 된다. 앞서 Qualcomm의 경우와 상당히 유사한데, Nvidia는 이미 오린 이상의 고성능을 구현할 수 있는 '아틀란' 까지 발표한 상태이기 때문에 더욱 고성능 자율주행을 지원할 수 있는 성능을 염두에 두고 있는 것으로 보인다.

반도체 업체들은 자율주행 전용 칩으로 넘어가게 되며 Tops(Trillion Operation Per Second)의 단위를 사용하기 시작했는데, Nvidia가 최근 발표한 아틀란의 경우 무려 1,000 Tops의 성능을 지원해 일반적으로 OEM들이 2023~2024년에 출시할 자율주행차에 사용되는 AP대비 훨씬 강력한 성능을 구현할 수 있는 것으로 알려졌다.

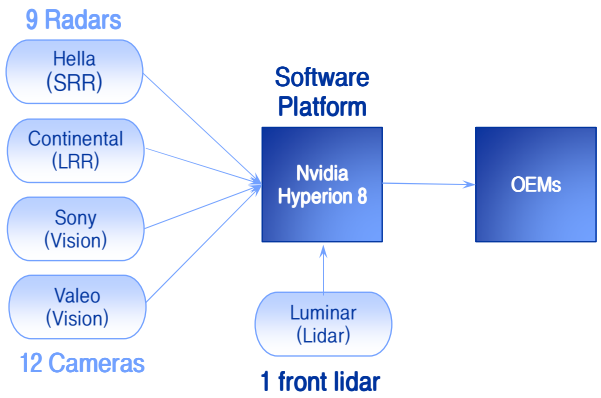
그림94 Qualcomm 의 Veoneer 인수



자료: Veoneer, 이베스트투자증권 리서치센터

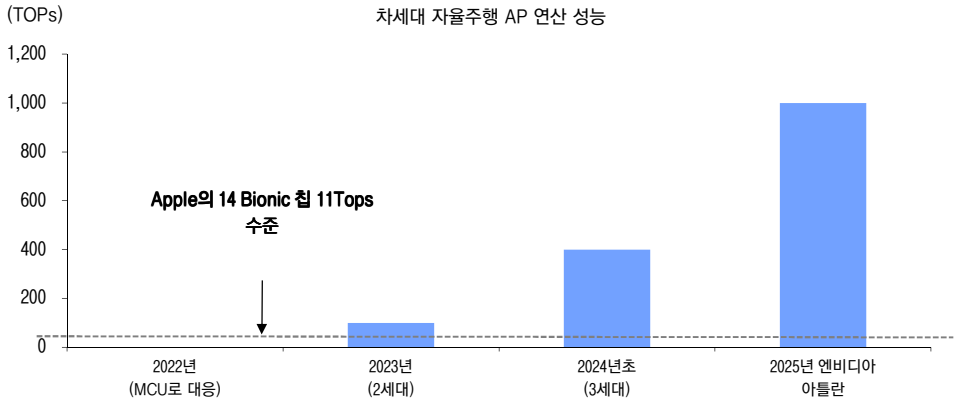
유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:08 PC-1420

그림95 엔비디아의 하이페리온 8: 센서까지 통합제공



자료: Nvidia, 이베스트투자증권 리서치센터

그림96 엔비디아의 아틀란: 1,000TOPs 까지 연산 가능 (~ 24 년까지는 현대차 사용 AP 성능)



자료: Nvidia, 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:08 PC-1420

현대차그룹의 전략

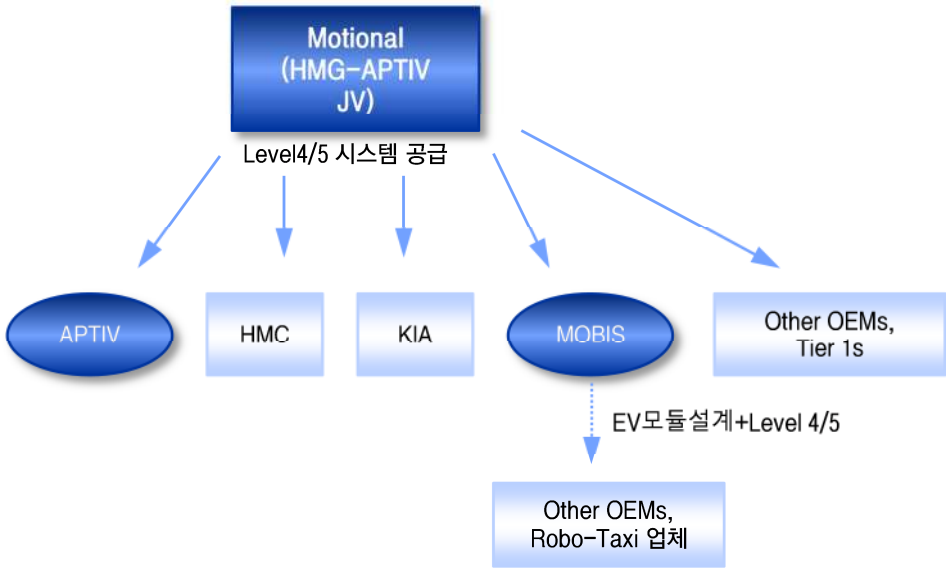
완전자율주행은 사실상 투트랙 이상으로 개발 중

현대차그룹의 자율주행차 개발을 위한 전략은 크게 두가지로 나뉜다. 기본적으로 기존의 현대/제네시스/기아 브랜드에 탑재되는 레벨2+급의 ADAS를 고도화 시키는 작업이 주력으로 자리잡은 가운데, Aptiv와의 JV인 Motional을 통한 기술 제어권을 갖는 것이다. 기존의 방식 대로라면 현대차는 제네시스 G90의 신차 출시를 기점으로 향후 2번가량 통합제어기를 업그레이드 시키는 것으로 선행개발이 이뤄진다.

현대차그룹이 현재 사용하고 있는 통합제어기는 각종 ADAS용 센서들이 각자의 운영체제를 갖고 있어 통합작업이 어려웠으나, 향후 2세대 통합제어기를 거치며 이러한 기능들은 중앙칩에서 통합하는 것으로 알려졌다. 이후 3세대 통합제어기 까지 발전되면서는 고성능 AP(Application Processor)가 기존의 MCU를 대체해 메인 처리장치 역할을 하게된다.

현대차는 따라서 2023~2024년부터는 이렇게 중앙 집중화 된 ADAS의 OTA를 지원하게 되는데, 이 시점부터 ADAS의 업데이트를 상품화 할 수 있게 될 것이다. 현재 Tesla가 FSD의 업데이트를 통해 과금을 하며 수직계열화 된 중앙처리장치의 특징이 부각되고 있는데, 기존 자동차 진영에서는 대체로 23년부터 상품화를 위한 시도가 본격화 될 것으로 보인다. 미국에서는 이미 Ford의 OTA 서비스인 Blue Cruise가 이러한 시도를 선제적으로 하고 있는데, 아직까지 소비자의 반응은 냉담한 수준이다.

그림97 자율주행 투트랙 전략 구현 예상도



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:10 PC-1420

Part V

밸류에이션과 투자전략

2022년 자동차 업종 최선호주: 현대차, 만도

2022 년, 자동차 업종은 생태계의 변화라는 아주 큰 전환을 맞이하게 되는 가운데 국내 자동차 산업 역시 혁신을 요구받게 될 것입니다. 현대차와 기아는 2021 년에 이어 2022 년에도 대규모 충당금 발생 없이 정상적인 이익 발생이 이어져 밸류에이션 메리트가 부각될 것으로 예상되며, 특히 현대차의 ROE 가 상대적으로 높은 개선세를 보일 것으로 기대됩니다.

부품업체의 경우, 대부분 자동차산업의 생산량과 외형이 동행성을 띌 수 밖에 없는 상황인 것으로 예상되지만 고객사 비중에 따라 종목별 차별화는 분명 뚜렷할 것으로 보입니다. 만도의 경우 전기차 고객사향 공급이 급증할 것으로 예상되는 가운데 ADAS사업의 분할로 인해 기업가치의 재평가가 지속될 것으로 예상됩니다.

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:10 PC-1420

밸류에이션과 투자전략

2022년 자동차 업종 투자전략

업종 최선호주: 현대차, 만도

2022년은 대체로 완성차가 부품업체 대비 선호되는 가운데, 부품업체 별로는 차별화가 뚜렷할 것으로 예상된다. 완성차는 현대차(Buy, 목표주가 310,000원), 부품업체는 만도(Buy, 목표주가 81,000원)를 최선호주로 추천한다.

2022년 업종내 모멘텀은 주로 상반기에 집중될 것으로 예상되며, 기아, 현대위아, 현대모비스 등은 하반기 들어서 그룹사의 E-GMP 해외생산 전략이 가시화 되며 각각의 모멘텀이 부각될 전망이다. 한온시스템은 대주주 매각에 따른 변동성 확대가 예상되며, 한국타이어는 인플레이션 방어가 가능한 판가인상 전략을 통해 기업가치 상승이 지속될 수 있다는 판단이다.

표18 주요 커버리지 종목 핵심 지표

종목 (십억원, 원, %)	투자의견/TP		매출액	영업이익	순이익(지배)	EPS	OPM
현대차	BUY 310,000원	2020	103,998	2,395	1,424	5,853	2.3
		2021E	116,273	7,010	5,898	28,031	6.0
		2022E	123,144	7,779	6,458	30,806	6.3
기아	BUY 120,000원	2020	59,168	2,066	1,488	3,710	3.5
		2021E	71,432	5,406	4,964	12,381	7.6
		2022E	74,634	5,607	5,428	13,539	7.5
현대모비스	HOLD 260,000원	2020	36,627	1,830	1,529	16,410	5.0
		2021E	41,196	2,053	2,424	26,042	5.0
		2022E	45,425	2,377	2,993	32,212	5.2
현대위아	BUY 100,000원	2020	6,592	72	61	2,242	1.1
		2021E	7,608	126	112	4,135	1.6
		2022E	7,928	236	191	7,022	3.0
한온시스템	BUY 18,000원	2020	6,873	316	110	207	4.6
		2021E	7,238	360	265	497	5.0
		2022E	7,343	498	325	609	6.8
만도	BUY 81,000원	2020	5,564	89	6	123	1.6
		2021E	6,029	282	202	4,304	4.7
		2022E	6,481	321	213	4,526	5.0
한국타이어앤테크놀로지	BUY 63,000원	2020	6,453	628	372	3,006	9.7
		2021E	7,051	739	664	5,364	10.5
		2022E	7,333	834	681	5,494	11.4

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

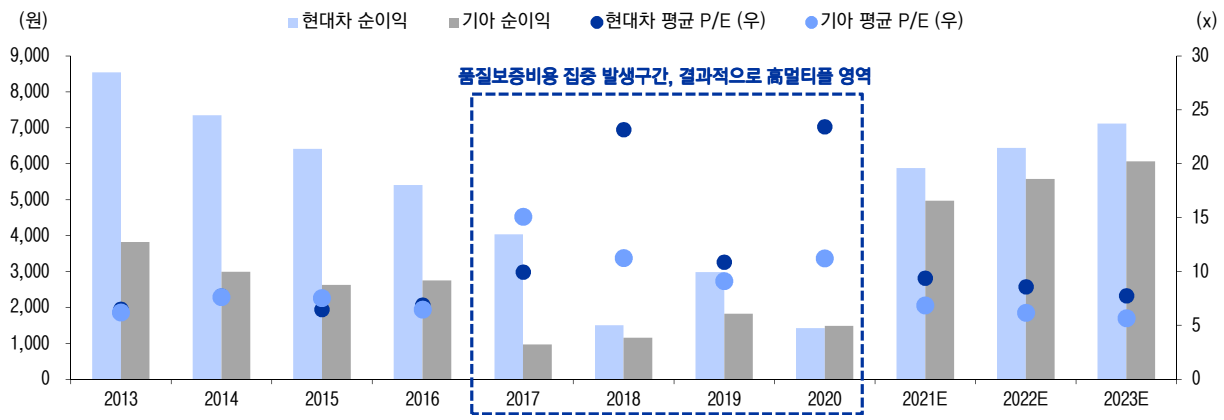
유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:10 PC-1420

완성차: 이익 정상화구간, 저평가 지속된 밸류에이션 부각 기대

완성차 업체의 4Q21실적이 중요한 이유는 바로 2017년 이후 그동안의 일회성 품질보증 비용이 발생하지 않는 첫 해가 되기 때문이다. 현대차와 기아는 2008년부터 미국시장을 중심으로 해외진출을 강화시키는 과정에서 GDI 엔진을 적극 도입하기 시작했는데, 미국시장에서는 이에 대한 이른바 부작용이 장기간 발생해 왔다. 그러나 2020년 대규모 품질보증비용 반영(현대 2.1조원, 기아 1.2조원)을 통해 미국내 판매된 차종의 70% 이상을 커버하게 되었기 때문에 추가 이슈가 발생할 가성은 매우 낮아졌다.

밸류에이션 상으로는 이러한 이슈는 결국 2017년부터 자동차 업종 주가의 상승폭이 제한되어 왔음을 명확히 설명하고 있다. 2017~2020년에 걸쳐 현대차의 무려 평균 18배 수준에서 거래되어 온 것으로 설명되는데, 2021년부터 발생하는 full-year 기준 이익은 펀더멘털의 개선까지 온기 반영되며 밸류에이션 메리트가 형성되는 구조다. 반대로 EV판매가 본격화되고는 있지만, 만에 하나 우발적 배터리 화재를 통해 2022년, 2023년 안에 발생할 수 있는 최악의 시나리오는 2020년에 발생한 엔진품질보증비용의 규모를 넘는 것은 불가능 하다고 볼 수 있다.

그림98 완성차 이익 vs P/E 멀티플: 이익 정상화 구간에 진입. 이익수준 대비 저평가 현상 발생



자료: EE Times 재해석, 이베스트투자증권 리서치센터

표19 완성차 이익 vs P/E 멀티플: 이익 정상화 구간에 진입. 이익수준 대비 저평가 현상 발생

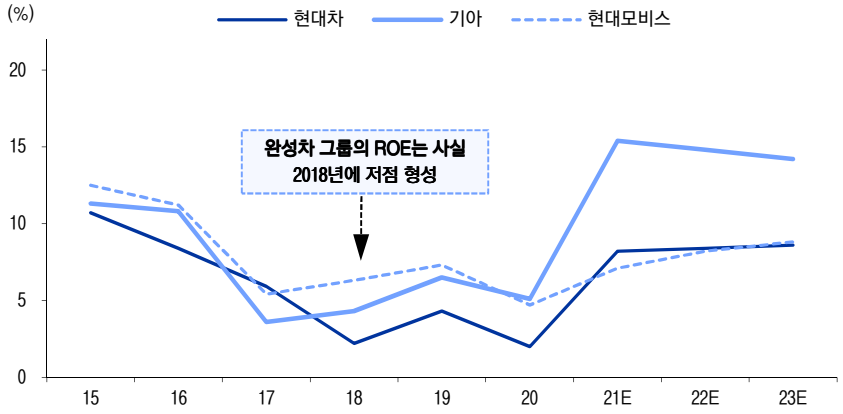
(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
지배주주순이익											
현대차	8,542	7,347	6,417	5,406	4,033	1,508	2,980	1,424	5,898	6,458	7,069
기아	3,817	2,994	2,631	2,755	968	1,156	1,827	1,488	4,964	5,428	5,964
평균시총											
현대차(우선주 합산)	55,467	56,488	41,493	37,136	40,023	34,883	32,351	33,330	55,075	55,121	55,121
기아	23,582	22,749	19,767	17,819	14,579	12,999	16,602	16,686	34,012	34,375	34,375
평균 P/E											
현대차 평균 P/E	6.5	7.7	6.5	6.9	9.9	23.1	10.9	23.4	9.4	8.6	7.7
기아 평균 P/E	6.2	7.6	7.5	6.5	15.1	11.2	9.1	11.2	6.8	6.2	5.7

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:11 PC-1420

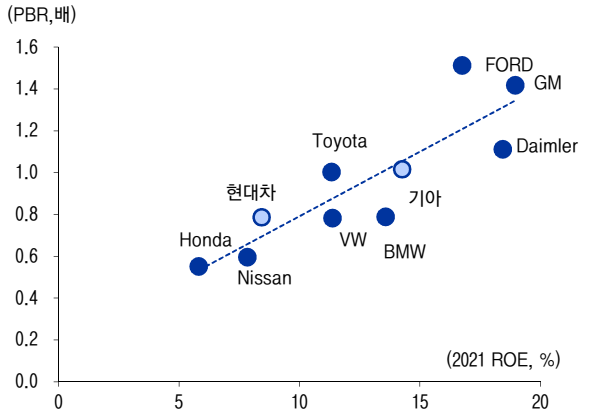
수익성 개선의 대표 척도인 ROE는 2021년에 현대/기아 모두 현격한 상승세를 보였다. 2022년 들어서는 그러나 기아 대비 현대차의 추가적인 개선세가 뚜렷할 것으로 예상되며, 주가 흐름 역시 이를 반영할 것으로 판단된다. 이는 특히 상대적으로 높은 생산량/가동률 증가에 기인하는데, 대표적으로 현대차의 아산공장 및 알라바마 공장 가동률 향상이 이를 뒷받침할 것으로 보인다. 기아의 경우 미국과 인도시장에서 특히 2021년에 높은 실적을 기록해 ROE가 15% 수준까지 올라오는 결과가 있었는데, 잠재적으로 멕시코 공장 등 대부분의 지역에서 상승할 여지가 남아있다.

그림99 현대, 기아, 현대모비스의 장기 ROE 추이: 현대차그룹은 E-GMP 도입을 기점으로 모빌리티 사업을 동시에 추진, 2024 년 부터는 ROE 개선 흐름이 본격화 될 것



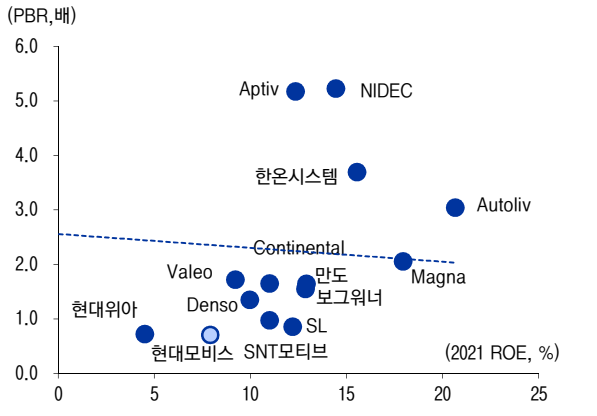
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림100 글로벌 주요 완성차 업체들의 ROE-PBR



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림101 글로벌 주요 부품업체들의 ROE-PBR



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:11 PC-1420

자동차 부품/타이어

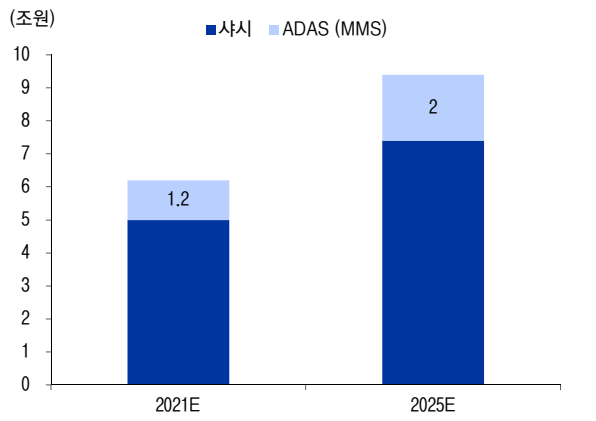
자동차 부품: 만도 최선호, 현대모비스 중장기 관점 접근 유효

자동차 부품의 최선호주는 만도로 제시한다. 먼저 ADAS사업의 분할은 상당한 의미를 지니고 있는데, 동 사업부 분할 이후 추가적인 자금조달이 발생할 것으로 예상되기 때문이다. 그러나 만도는 이미 분할의 배경 자체가 MMS(만도 모빌리티 솔루션)의 매출 자체가 현대기아차향이 93%에 달하고 있기 때문에 잠재적으로 이를 줄이기 위해서는 미국시장내 직접 진출이 불가피 하다는 점을 분명히 한 상태다.

미국 전통 OEM들은 그 자체가 부품업체들에게는 엄청난 규모의 신시장이나 다름없기 때문에, 이들 로부터의 수주는 당분간의 뚜렷한 매출상승을 의미한다. 그러나 특히 기술 기반의 제품인 ADAS는 미국내 거점이 확보된 부품업체들을 원하기 때문에 만도입장에서는 직접 진출이 요구될 수 밖에 없다. 이는 분명 기존의 샤시사업과는 서로 성질이 다르고 궤를 달리하기 때문에 기존의 통합된 사업구조 보다는 서로 분할된 상태에서의 자금조달이 사업부간 이해관계 형성에 있어 훨씬 유리한 선택일 수밖에 없다. 실제로 독일의 Continental 같은 경우도 전동화 사업부는 통째로 Vitesco 라는 이름으로 spin-off 시킨 바 있을 정도로 이러한 분할은 향후 자동차 부품 산업에서 많이 발생할 이슈 중 한가지다.

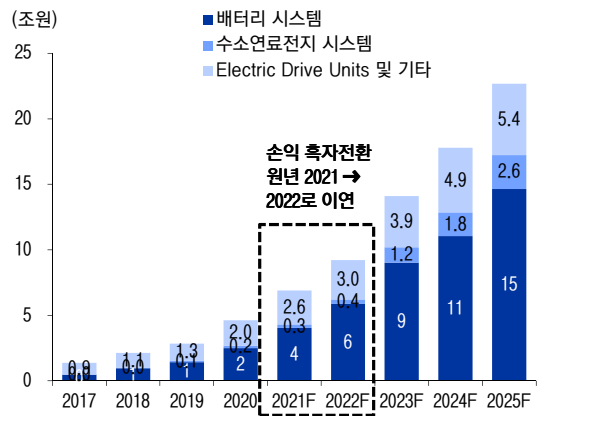
국내 최대 핵심부품 업체 중 하나인 현대모비스는 전동화 사업부의 향방과 그룹사내 주도권 등이 향후 주가흐름에 있어 지대한 영향을 미칠 것으로 기대된다. 특히 전동화 사업부는 현재 배터리 시스템 외에도 모터 등 신규 동력부품과 더불어 수소연료전지 시스템 등 다양한 스펙트럼의 부품을 사업 초기단계에서 공급하는 수준이기 때문에 사실상 아직 손익분기점 돌파를 했다고 보기는 어렵다. 그러나 2022년 하반기부터는 E-GMP 대응을 위한 매출이 급증하는 시기가 도래하는데, 이 구간부터는 이익에 대한 가시성이 높아질 수 있다.

그림102 만도 샤시/ADAS 사업부분 별 매출액 예상 추이: ADAS 사업 분할로 성장성 재평가 기대



자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터

그림103 현대모비스 전동화 사업: 잠재적으로 전동화 부분이 턴어라운드의 핵심 변수로 작용하기 시작할 것



자료: 현대모비스, 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:11 PC-1420

타이어: 인플레이션 방어가 기대된다

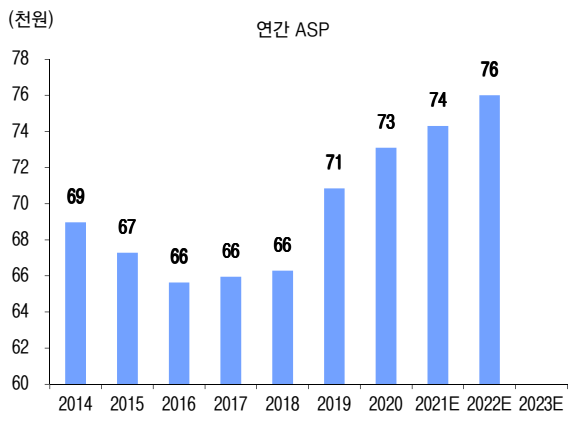
타이어 업종은 완성차의 생산차질에 대해 상대적으로 적은 영향을 받는 구조다. OE타이어의 비중 자체가 일반적으로 20% 내외이기 때문에, 대부분 리테일시장으로 발생하는 매출인 RE타이어 시황에 따라 펀더멘털이 영향을 받는다. 따라서 경기 전반을 설명하는 자동차 주행거리 등과 더불어 원자재 가격의 쇼티지 현상여부에 따라 RE타이어 시황이 결정되기 때문에 2022년은 2021년에 이어 보다 우호적인 업황이 이어질 것으로 예상한다.

한국타이어앤테크놀로지는 우호적인 업황을 십분 반영한 매출이 유지될 것으로 예상된다. 특히 2Q21부터 미국시장 등 주력시장을 중심으로 원가 상승분을 반영한 판가 인상을 실시해 왔는데, 현시점 까지도 가격 인상흐름이 이어지고 있다. 다만 운송비용의 증가 및 선박 미확보 등 이슈로 인해 4Q21까지 우발적으로 생산중단 현상이 발생하고 있는데, 2022년 전반으로 봤을때는 반덤핑 이슈 해소, 순조로운 가격 인상, EV 전용 타이어 수주 등 긍정적 이슈들이 기업가치 상승으로 이어질 가능성이 높다는 판단이다.

그림104 천연고무 가격 추이: 2022 년에도 Tier1 업체들은 원자재 가격 인상분 적극적으로 판가에 반영 추진

자료: Thomson Reuters, 이베스트투자증권 리서치센터

그림105 한국타이어앤테크놀로지 평균 판매단가 추이 및 2022 년 예상 수준: 판가인상 지속 기대



자료: 한국타이어앤테크놀로지, 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:12 PC-1420

표20 글로벌 자동차 업체 Valuation (Bloomberg Consensus)

업체명	Tesla	Toyota	Honda	Nissan	VW	BMW	Daimler	FORD	GM	HMC	Kia	BYD
Mkt Value (Mil $)	1,093,654	304,333	51,780	23,238	136,859	68,728	107,980	79,765	93,805	37,412	28,802	126,514
Stock Price ($)	1,089.0	18.7	28.6	5.5	211.7	105.8	100.9	20.0	64.6	175.1	71.1	38.4
Sales (Mil $)												
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	50,992	295,276	142,233	90,967	287,421	128,593	192,122	126,263	123,367	98,944	60,167	33,993
22E	71,282	306,133	147,122	93,500	306,604	140,212	207,516	145,248	147,441	106,088	63,925	44,113
OP (Mil $)												
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	6,064	30,635	8,266	2,675	21,498	15,302	20,999	9,739	12,764	5,962	4,538	1,401
22E	9,328	32,907	9,253	3,081	24,413	14,212	21,580	9,873	12,854	6,577	4,892	2,114
OPM (%)												
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	11.9	10.4	5.8	2.9	7.5	11.9	10.9	7.7	10.3	6.0	7.5	4.1
22E	13.1	10.7	6.3	3.3	8.0	10.1	10.4	6.8	8.7	6.2	7.7	4.8
Net Income												
20	721	21,180	6,202	-4,233	10,124	4,310	4,141	-1,279	6,427	1,209	1,263	614
21E	4,872	26,814	6,801	2,305	16,089	12,961	14,746	6,620	9,679	5,013	3,995	686
22E	8,158	28,274	7,445	2,868	18,246	10,952	14,836	7,317	9,799	5,634	4,269	1,094
ROE(%)												
20	4.8	13.8	10.1	1.3	7.6	6.3	5.9	-4.0	14.4	1.6	5.1	7.4
21E	22.6	12.0	7.8	6.0	10.8	15.9	19.0	21.3	19.2	8.3	14.8	6.6
22E	23.0	11.8	8.1	6.9	11.6	12.3	16.6	16.6	17.6	8.5	13.9	9.4
PER(x)												
20	350.5	9.4	6.3	N/A	10.2	5.2	7.2	11.8	8.5	9.8	7.5	215.7
21E	179.6	9.5	7.0	8.9	6.8	5.9	7.5	10.7	9.8	8.5	7.2	151.2
22E	127.9	8.9	6.4	8.3	5.9	6.7	7.4	10.4	9.5	7.6	6.7	92.8
PBR(x)												
20	30.5	1.2	0.6	0.6	0.8	0.8	1.0	1.1	1.3	0.6	0.8	8.4
21E	38.5	1.1	0.5	0.6	0.7	0.9	1.3	2.1	1.7	0.7	1.0	8.6
22E	29.6	1.0	0.5	0.6	0.6	0.8	1.2	2.0	1.4	0.7	0.9	7.9
EPS(USD)												
20	0.7	1.5	3.6	-1.1	19.0	6.5	3.9	-0.3	4.4	4.6	3.2	0.2
21E	6.1	2.0	4.0	0.6	31.4	18.5	13.4	1.9	6.6	20.3	9.9	0.3
22E	8.5	2.1	4.4	0.7	35.9	16.2	13.7	1.9	6.8	22.9	10.6	0.4
EPS(%)												
20	흑전	13.2	50.1	적지	-36.4	-21.8	55.7	적전	-5.6	-52.3	-19.5	194.6
21E	719.3	28.7	11.6	흑전	65.4	182.9	247.4	흑전	51.4	338.6	214.0	18.1
22E	40.4	6.2	9.9	8.0	14.4	-12.3	2.1	2.6	2.7	12.9	6.8	63.1

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:12 PC-1420

표21 글로벌 자동차부품 업체 Valuation (Bloomberg Consensus)

업체명	DENSO	VEONEER	CONTI NENTAL	Aptiv	보그워너	MAGNA	Valeo	Autoliv	MOBIS	Hanon	MANDO	NIDEC
Mkt Value (Mil $)	54,689	3,990	25,079	47,748	11,502	26,421	8,052	9,354	19,324	6,208	2,423	70,510
Stock Price ($)	69.4	35.6	125.4	176.5	48.0	87.9	33.3	106.9	203.9	11.6	51.6	118.2
Sales (Mil $)												
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	53,133	1,698	38,166	15,336	14,651	35,966	19,792	8,268	34,658	6,309	5,212	17,586
22E	55,402	2,098	41,029	18,039	16,455	39,694	22,320	9,554	38,169	6,962	5,708	19,567
OP (Mil $)												
20	1,463	-367	-716	2,118	618	1,487	-661	382	1,554	268	75	1,509
21E	4,939	-327	2,009	1,233	1,426	1,869	705	667	1,823	338	250	2,083
22E	5,558	-183	3,068	1,881	1,734	2,582	1,184	973	2,215	472	307	2,496
OPM (%)												
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	-19.2	5.3	8.0	9.7	5.2	3.6	8.1	5.3	5.4	4.8	11.8
22E	10.0	-8.7	7.5	10.4	10.5	6.5	5.3	10.2	5.8	6.8	5.4	12.8
Net Income												
20	1,180	-545	-1,098	1,804	500	757	-1,243	187	1,298	94	5	1,151
21E	3,741	-361	1,245	653	586	1,386	192	424	2,105	246	178	1,626
22E	4,193	-212	2,008	1,237	1,051	1,929	644	644	2,495	323	202	1,969
ROE(%)												
20	8.3	-36.7	-7.0	30.2	9.0	6.8	-27.7	8.3	4.7	5.1	0.4	13.3
21E	10.3	-33.1	8.8	8.9	11.6	12.3	4.8	16.6	7.4	13.1	12.1	14.3
22E	10.6	-26.2	12.7	14.2	14.9	17.8	14.5	23.0	8.2	15.9	12.4	15.2
PER(x)												
20	22.0	N/A	N/A	72.0	196.7	16.8	N/A	29.2	15.6	78.5	474.2	55.8
21E	15.7	N/A	19.0	68.3	12.6	18.7	40.6	22.0	9.0	25.3	13.5	42.6
22E	13.7	N/A	12.3	38.3	10.3	13.0	12.9	14.5	7.5	19.1	12.0	35.4
PBR(x)												
20	1.7	1.9	2.0	4.5	1.4	1.9	2.4	3.3	0.7	4.1	1.7	6.8
21E	1.6	4.3	1.7	5.8	1.7	2.2	2.0	3.5	0.6	3.2	1.6	5.8
22E	1.4	5.6	1.6	5.1	1.5	2.1	1.8	3.2	0.6	3.0	1.4	5.1
EV/EBITDA(x)												
20	8.0	N/A	12.9	12.4	9.7	7.2	8.4	11.8	5.7	13.9	10.1	27.7
21E	7.6	N/A	6.1	24.3	6.6	8.2	5.0	9.9	5.1	10.9	7.4	24.0
22E	7.1	N/A	4.9	18.3	5.8	6.8	4.2	7.5	4.3	9.2	6.6	20.7
EPS(USD)												
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	4.9	-3.2	6.6	2.6	3.8	4.7	0.8	4.9	22.5	0.5	3.8	2.8
22E	5.6	-1.8	10.2	4.6	4.7	6.8	2.6	7.4	26.7	0.6	4.3	3.3
EPS(%)												
20	88.3	적지	적지	74.5	-35.3	-55.1	적전	-59.5	-33.1	-65.7	-94.8	109.1
21E	221.1	적지	흑전	-61.5	62.0	86.2	흑전	127.1	61.5	161.1	3,488.8	40.9
22E	14.3	적지	55.0	78.5	22.4	44.0	215.2	51.5	18.8	32.7	13.2	20.2

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:13 PC-1420

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:13 PC-1420

기업분석

현대차 (005380)	70
기아 (000270)	75
현대모비스 (012330)	79
현대위아 (011210)	83
만도 (204320)	87
한온시스템 (018880)	91
한국타이어앤테크놀로지 (161390)	95

Universe

종목명	투자판단	목표주가
현대차	Buy (유지)	310,000 원(유지)
기아	Buy (유지)	120,000 원(유지)
현대모비스	Hold (유지)	260,000 원(하향)
현대위아	Buy (유지)	100,000 원(하향)
만도	Buy (유지)	81,000 원(유지)
한온시스템	Buy (유지)	18,000 원(유지)
한국타이어앤테크놀로지	Buy (유지)	63,000 원(유지)

현대차 (005380)

2021. 11. 22 | 자동차

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

2022년 최선호주: 한편의 드라마를 준비한다

Buy (maintain)

목표주가 310,000 원
현재주가 209,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
O		

2022년 변화를 위한 시도들, 윤곽을 드러낼 것

2022년에 들어가며 동사는 2년 연속 정상화된 이익 발생구간에 진입한다. 2022년 동사 영업이익은 7.8조원(OPM 6.3%)으로 뚜렷한 개선이 예상되는 가운데 EV, 로보택시, 소프트웨어 등 주요 핵심 기술적 영역에서 뚜렷한 진행사항이 부각될 것으로 예상된다. 이러한 신규 모빌리티 사업 영역은 대부분 2023~2024년에 수익화 구간에 접어들기 때문에 2022년의 진행상황은 주가에 있어 핵심 변곡점으로 작용할 것으로 기대한다.

해외 전기차 생산거점 확보는 주가의 강한 촉매제

2022년 현대차의 BEV 판매는 약 23.5만대(YoY +51.6%)를 기록할 것으로 예측되는 가운데, 해외 생산거점 확보는 주가에 긍정적인 촉매제로 작용할 전망이다. 동사는 미국 알라바마 공장을 활용해 현지 EV생산 대응을 할 것으로 예측되고 있으며, 이를 통해 23년 본격적으로 나타날 수 있는 EV 경쟁 환경에서 대응이 가능할 것으로 예상된다. 미국, 유럽 등 해외 현지화를 통해 동사의 글로벌 BEV시장 내 M/S는 2022년에는 3.7%로 소폭 하향될 가능성이 있으나, 23년부터 3.9~4.0%으로 상승이 예상된다.

2022년 자동차 업종 밸류에이션의 새로운 손님: 로보택시

그동안 사실상 자동차 업종 밸류에이션에 반영되어오지 않았던 자율주행 사업이 글로벌 peer들의 적극적인 대응이 시작되며 업종의 밸류에이션 상승요인으로 작용할 것으로 판단된다. Aptiv와 JV인 Motional은 2023년부터 상업화를 목표로 하고 있으며, 주요 도시에서 자율주행 테스트 허가를 획득해 가장 빠른 진척도를 보이고 있는 자율주행 업체로 평가받고 있다. 또한 기존 대응 방향에서는 G90 차세대 버전부터 AP + MCU기반의 통합제어기 탑재를 통해 Lv3 급 서비스 및 FOTA 지원을 목표로 하고 있어 투트랙의 자율주행 사업이 모두 뚜렷한 발전단계를 보일 것으로 예상한다.

목표주가 310,000원 유지: 단기실적 모멘텀 미반영 주가, re-rating 기대

투자의견 Buy를 유지하며, 목표주가는 310,000원을 유지한다. 업종내 최선호주 의견임을 강조하며, 3Q21부터 이미 나타나기 시작한 펀더멘털 개선이 주가에 미반영된 상태로 판단한다. 현재 주가수준은 2021년, 2022년 기준 각각 P/E 7.3x, 6.7x로 높아진 이익 가시성을 감안시 안전마진이 확보된 수준으로 판단한다.

Stock Data

KOSPI(11/19)		2,971.02 pt
시가총액		438,020 억원
발행주식수		213,668 천주
52 주 최저가/최고가		177,000/267,500 원
90 일 일평균거래대금		1,402 억원
외국인 지분율		28.9%
배당수익률(21.12E)		2.0%
BPS(21.12E)		273,066 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	2.2%
	6 개월	-2.9%
	12 개월	-0.2%
주주구성	현대모비스 (외 7 인)	29.4%
	국민연금공단 (외 1 인)	8.8%
	자사주 (외 1 인)	6.0%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
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	116,273	7,010	8,816	6,726	28,031	378.9	11,364	7.3	8.3	0.8	8.1
2022E	123,144	7,779	9,785	7,338	30,806	9.9	12,171	6.7	7.8	0.7	8.2
2023E	127,187	8,321	10,711	8,033	33,834	9.8	12,791	6.1	7.4	0.7	8.4

자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:16 PC-1420

표22 현대차 실적추정치 변경 전후 비교

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	**116,273**	**123,144**	**115,500**	**122,685**	**0.7**	**0.4**
영업이익	**7,011**	**7,779**	**7,023**	**7,537**	**-0.2**	**3.2**
영업이익률(%)	6.0	6.3	6.1	6.1		
순이익(지배)	5,898	6,458	5,940	6,298	-0.7	2.5

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표23 현대차 Valuation: 목표주가 310,000 원 유지

구분	단위	가치	비고
수정 EPS	(원)	31,184	(지배주주순익-우선주 배당금)/유효주식수
지배주주순익	(십억원)	6,458	2022년 기준
우선주 배당금	(십억원)	203	2022년 기준
보통주	(주)	213,668	
자기주식수	(주)	13,091	
유효주식수	(주)	200,577	
Target P/E	(배)	10.0	2015~2017년 밴드 상단에 프리미엄 20% 적용
목표주가	**(원)**	**310,000**	EPS x Target P/E
현재주가	(원)	209,500	
Upside	(%)	48.0	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:16 PC-1420

표24 현대차 실적 추이 및 전망

(십억원)	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2021E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E
매출액	**103,998**	**27,391**	**30,326**	**28,867**	**29,689**	**116,273**	**29,306**	**31,262**	**31,604**	**30,972**	**123,144**
자동차	80,578	21,700	24,674	22,578	23,911	92,863	23,646	25,376	25,057	24,940	99,019
금융	16,848	4,287	4,038	4,571	3,773	16,669	4,158	4,159	4,708	3,886	16,912
기타	6,573	1,404	1,614	1,718	2,005	6,741	1,502	1,727	1,838	2,146	7,213
자동차 부분 ASP (백만원)	24.5	24.0	26.4	26.8	26.5	25.9	26.4	26.5	26.3	26.6	26.4
매출원가	85,516	22,354	24,595	23,634	24,057	94,640	23,901	25,393	25,775	24,901	99,970
매출원가율(%)	82.2	81.6	81.1	81.9	81.0	81.4	81.6	81.2	81.6	80.4	81.2
판관비	15,701	3,380	3,845	3,627	3,771	14,623	3,605	3,908	3,887	3,995	15,395
영업이익	**2,781**	**1,657**	**1,886**	**1,607**	**1,862**	**7,011**	**1,800**	**1,961**	**1,941**	**2,076**	**7,779**
자동차	1,051	1,189	1,137	797	1,280	4,403	1,341	1,538	1,521	1,716	6,115
금융	1,367	530	554	570	471	2,125	416	372	367	315	1,470
기타	299	77	96	79	110	362	44	52	54	45	195
연결조정	64	-139	99	161	0	121	0	0	0	0	0
영업이익률(%)	2.7	6.0	6.2	5.6	6.3	6.0	6.1	6.3	6.1	6.7	6.3
자동차	1.3	5.5	4.6	3.5	5.4	4.7	5.7	6.1	6.1	6.9	6.2
금융	8.1	12.4	13.7	12.5	12.5	12.7	10.0	9.0	7.8	8.1	8.7
기타	4.5	5.5	5.9	4.6	5.5	5.4	3.0	3.0	3.0	2.1	2.7
영업외손익	-301	390	616	331	469	1,805	469	471	527	539	2,006
금융 및기타손익	-464	29	242	1	97	369	119	121	122	124	486
지분법 이익	162	361	374	330	372	1,436	351	350	405	415	1,521
세전이익	2,093	2,046	2,502	1,937	2,330	8,816	2,269	2,432	2,468	2,615	9,785
지배주주순익	**1,424**	**1,327**	**1,762**	**1,297**	**1,512**	**5,898**	**1,498**	**1,605**	**1,629**	**1,726**	**6,458**
YoY(%)											
매출액	-1.7	8.2	38.7	4.7	1.5	11.8	7.0	3.1	9.5	4.3	5.9
영업이익	-24.6	91.9	219.7	흑전	13.4	152.1	8.7	4.0	20.8	11.5	10.9
지배주주순익	-52.2	186.5	674.8	흑전	41.3	314.0	12.8	-8.9	25.6	14.2	9.5

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:16 PC-1420

표25 현대차 도매판매량 추이 및 전망: 2022 년 총 407.9 만대(YoY +4.2%) 기록 예상

(천대)	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2021E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E
총 계	**3,770**	**997**	**1,029**	**908**	**979**	**3,914**	**978**	**1,040**	**1,042**	**1,019**	**4,079**
중국제외 총계	3,293	903	934	843	901	3,581	897	958	954	938	3,747
내수	788	185	200	160	188	733	174	194	183	194	745
미국	658	178	182	161	168	689	170	173	179	181	703
유럽	415	110	135	136	116	497	119	131	151	113	514
인도	423	156	110	124	137	527	139	138	151	144	572
브라질 / 러시아	338	88	109	101	103	401	100	114	112	108	435
기타 (아중동+동남아)	671	186	198	161	189	733	195	208	178	198	780
중국	477	94	95	66	78	333	81	82	88	81	332
YoY(%)											
총 계	-14.6	10.6	46.4	-11.7	-13.9	3.8	-1.9	1.1	14.7	4.0	4.2
중국제외 총계	-12.5	7.7	59.7	-3.6	-9.5	8.7	-0.6	2.6	13.2	4.1	4.7
내수	6.3	16.4	-11.4	-19.6	-7.8	-7.0	-5.9	-3.0	14.4	3.0	1.6
미국	-5.6	-1.7	58.3	0.6	-16.9	4.7	-4.5	-4.9	11.0	7.7	2.0
유럽	-25.2	-0.1	108.3	7.1	3.0	19.9	8.2	-3.0	11.0	-3.0	3.3
인도	-17.1	44.4	290.1	-7.5	-10.5	24.5	-10.9	25.5	21.8	5.0	8.5
브라질 / 러시아	-22.4	-6.7	131.9	6.3	1.0	18.5	13.6	5.0	11.0	5.0	8.4
기타 (아중동+동남아)	-18.6	0.0	90.1	1.0	-15.0	9.3	5.0	5.0	11.0	5.0	6.3
중국	-26.6	49.2	-19.5	-57.5	-44.7	-30.2	-13.8	-13.7	33.6	3.8	-0.3

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:16 PC-1420

현대차 (005380)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	76,083	83,686	86,036	86,258	88,975
현금 및 현금성자산	8,682	9,862	6,439	3,371	3,997
매출채권 및 기타채권	6,893	7,279	9,110	9,504	9,799
재고자산	11,664	11,334	13,340	13,916	13,298
기타유동자산	48,844	55,211	57,147	59,467	61,882
비유동자산	118,429	125,658	139,642	144,618	150,591
관계기업투자등	20,678	22,220	24,486	25,481	26,515
유형자산	32,832	34,092	34,917	36,169	38,189
무형자산	5,266	5,678	5,828	5,537	5,311
자산총계	**194,512**	**209,344**	**225,678**	**230,876**	**239,566**
유동부채	53,314	59,460	58,163	57,497	56,693
매입채무 및 기타재무	14,505	15,773	14,353	14,256	13,998
단기금융부채	28,492	30,126	29,366	29,366	29,366
기타유동부채	10,317	13,560	14,444	13,875	13,328
비유동부채	64,832	73,544	84,506	84,961	88,434
장기금융부채	53,834	62,597	72,480	72,480	75,480
기타비유동부채	10,999	10,947	12,026	12,481	12,954
부채총계	**118,146**	**133,003**	**142,669**	**142,458**	**145,126**
지배주주지분	70,066	69,481	75,623	81,033	87,054
자본금	1,489	1,489	1,489	1,489	1,489
자본잉여금	4,197	4,190	4,045	4,045	4,045
이익잉여금	68,250	68,912	74,142	79,552	85,574
비지배주주지분(연결)	6,300	6,860	7,386	7,386	7,386
자본총계	**76,366**	**76,341**	**83,008**	**88,419**	**94,440**

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**105,746**	**103,998**	**116,273**	**123,144**	**127,187**
매출원가	88,091	85,516	94,640	99,970	102,934
매출총이익	**17,655**	**18,482**	**21,633**	**23,174**	**24,253**
판매비 및 관리비	14,050	16,087	14,623	15,395	15,932
영업이익	**3,606**	**2,395**	**7,010**	**7,779**	**8,321**
(EBITDA)	7,437	6,580	11,364	12,171	12,791
금융손익	350	-334	239	406	431
이자비용	317	362	295	300	304
관계기업등 투자손익	543	162	1,436	1,521	1,878
기타영업외손익	-335	-129	131	80	80
세전계속사업이익	**4,164**	**2,093**	**8,816**	**9,785**	**10,711**
계속사업법인세비용	978	169	2,090	2,446	2,678
계속사업이익	3,186	1,925	6,726	7,338	8,033
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**3,186**	**1,925**	**6,726**	**7,338**	**8,033**
지배주주	2,980	1,424	5,898	6,458	7,069
총포괄이익	**3,884**	**1,925**	**6,726**	**7,338**	**8,033**
매출총이익률 (%)	16.7	17.8	18.6	18.8	19.1
영업이익률 (%)	3.4	2.3	6.0	6.3	6.5
EBITDA 마진률 (%)	7.0	6.3	9.8	9.9	10.1
당기순이익률 (%)	3.0	1.9	5.8	6.0	6.3
ROA (%)	1.6	0.7	2.7	2.8	3.0
ROE (%)	4.3	2.0	8.1	8.2	8.4
ROIC (%)	3.5	2.6	5.8	5.7	5.8

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**420**	**-410**	**7,500**	**8,054**	**9,555**
당기순이익(손실)	3,186	1,925	6,726	7,338	8,033
비현금수익비용가감	15,146	16,808	5,068	2,446	2,101
유형자산감가상각비	2,545	2,750	2,828	2,925	3,067
무형자산상각비	1,287	1,436	1,525	1,468	1,403
기타현금수익비용	-445	12,623	714	-1,946	-2,369
영업활동 자산부채변동	-15,644	-16,992	-4,294	-1,731	-579
매출채권 감소(증가)	241	-131	-1,975	-394	-295
재고자산 감소(증가)	-1,107	-39	-2,011	-577	618
매입채무 증가(감소)	-277	1,518	-261	-97	-258
기타자산, 부채변동	-14,500	-18,340	-47	-664	-645
투자활동 현금	**-5,929**	**-9,338**	**-16,981**	**-10,075**	**-10,881**
유형자산처분(취득)	-3,501	-4,554	-3,884	-4,177	-5,087
무형자산 감소(증가)	-1,714	-1,698	-1,149	-1,177	-1,177
투자자산 감소(증가)	333	-2,511	-1,207	-1,700	-1,473
기타투자활동	-1,048	-575	-10,742	-3,021	-3,144
재무활동 현금	**4,875**	**11,352**	**6,059**	**-1,048**	**1,952**
차입금의 증가(감소)	6,371	12,551	7,052	0	3,000
자본의 증가(감소)	-1,122	-1,054	-993	-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**	**-3,423**	**-3,068**	**626**
기초현금	9,114	8,682	9,862	6,439	3,371
기말현금	8,682	9,862	6,439	3,371	3,997

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

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	8.9	32.8	7.3	6.7	6.1
P/B	0.5	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	7.7	11.7	8.3	7.8	7.4
P/CF	1.8	2.8	4.8	5.8	5.6
배당수익률 (%)	3.3	1.6	2.0	2.0	2.0
성장성 (%)					
매출액	9.2	-1.7	11.8	5.9	3.3
영업이익	48.9	-33.6	192.8	11.0	7.0
세전이익	64.6	-49.7	321.2	11.0	9.5
당기순이익	93.7	-39.6	249.5	9.1	9.5
EPS	124.0	-56.8	378.9	9.9	9.8
안정성(%)					
부채비율	154.7	174.2	171.9	161.1	153.7
유동비율	141.2	140.7	147.9	150.0	156.9
순차입금/자기자본 (x)	35.0	39.5	48.9	46.9	43.9
영업이익/금융비용 (x)	11.4	6.6	23.8	25.9	27.4
총차입금 (십억원)	82,325	92,724	101,846	101,846	104,846
순차입금 (십억원)	26,723	30,149	40,584	41,427	41,484
주당지표 (원)					
EPS	13,550	5,853	28,031	30,806	33,834
BPS	253,001	250,888	273,066	292,602	314,345
CFPS	66,194	67,643	42,585	35,332	36,592
DPS	4,000	3,000	4,000	4,000	4,000

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:17 PC-1420

기아 (000270)

2021. 11. 22 | 자동차

Analyst **유지웅**
02. 3779-8886
jwyoo@ebestsec.co.kr

고마진 상태 지속, 밸류에이션 상승에 목마르다

Buy (maintain)

목표주가 120,000 원
현재주가 83,800 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

2022년에도 높은 수익성 지속될 것

동사는 2021년에 이미 7%대의 높은 영업이익률 도달에 이어 2022년에도 추가적인 수익성 개선세를 보일 전망이다. 미국, 인도법인을 통해 나타난 마진 개선 트렌드는 낮은 인센티브 수준이 지속되며 ASP 상승세도 예상된다. 국내의 경우 다만 RV 신차믹스의 개선이 peak를 지나고 있어 추가적인 브랜드 고급화 전략 등이 향후 최우선 과제가 될 것이다. 2022년 영업이익은 5.6조원(OPM 7.5%)을 기록할 것으로 추정한다.

EV6 이후 차별화 모델 시급, 더욱 뚜렷한 E-GMP통한 전략 필요

최근 출시한 EV6모델은 국내/유럽 시장을 기점으로 매우 긍정적인 호응을 얻고 있지만, 궁극적으로 미국과 중국시장의 돌파구로 발전되기에는 제한이 있다는 판단이다. 미국시장의 경우 특히 2022~2023년 완성차 업체들의 최대 경쟁지역으로 부상될 전망이기 때문에 강력한 상품성을 지닌 차량의 현지화가 시급하다. 당사는 2023년 후반부터는 EV8(가칭)의 현지화가 이뤄질 것으로 예상하고 있으나, 그 전까지의 미국 EV시장내 M/S확대는 지연될 가능성이 존재한다.

PBV 시장 진입 속도 지연, 2022년에는 가시화 필요

애초 기대를 모았던 PBV 시장 대응전략은 2025년 40만대 수준인데, 이에 상응하는 초기 진입전략의 구체화가 지연되고 있다. 반면 유사한 시점에 PBV 진출을 발표한 GM의 경우 2021년 12월을 기점으로 Bright Drop의 출하가 시작될 예정이고 Fedex등 유수 운송 업체들과의 파트너십을 전제로 하고 있어 상대적으로 속도에서 차이가 발생한 것으로 보인다. PBV사업은 특성상 고마진 사업으로 설계되어 있어 시장 진입이 구체화 될 경우 동사 밸류에이션을 빠르게 상승시킬 수 있는 촉매제가 될 것이다.

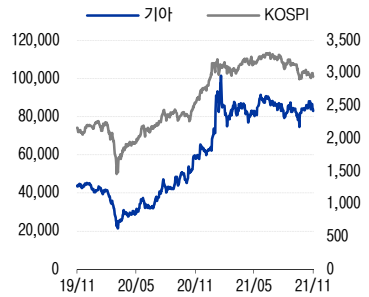
투자의견 BUY, 목표주가 120,000원 유지

동사에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 120,000원을 유지한다. 동사는 최근의 현격한 마진 개선을 통해 ROE가 15%대까지 급상승 했으나 주가는 여전히 이를 미반영하고 있다는 생각이다. 다만 2022년에는 E-GMP의 해외 현지화 및 PBV사업 등 주요 전략들이 구체화 되면서 뚜렷한 모멘텀으로 작용할 것이다.

Stock Data

KOSPI(11/19)		2,971.02 pt
시가총액		336,857 억원
발행주식수		405,363 천주
52 주 최저가/최고가		101,500 / 57,800 원
90 일 일평균거래대금		1,303.8 억원
외국인 지분율		35.4%
배당수익률(21.12E)		1.6%
BPS(21.12E)		85,668 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	0.7%
	6 개월	7.2%
	12 개월	27.0%
주주구성	현대자동차 (외 6 인)	35.6%
	국민연금공단 (외 1 인)	8.5%
	기아우리사주 (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	71,432	5,406	6,647	4,964	12,381	233.7	7,652	6.7	3.3	1.0	15.4
2022E	74,634	5,607	7,050	5,428	13,539	9.4	7,939	6.1	3.1	0.8	14.6
2023E	77,620	6,201	7,746	5,964	14,876	9.9	8,668	5.6	2.5	0.7	14.1

자료: 기아, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:18 PC-1420

표26 기아 실적추정치 변경 전후 비교

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	**71,432**	**74,634**	**70,358**	**77,626**	**1.5**	**-3.9**
영업이익	**5,406**	**5,607**	**5,356**	**5,817**	**0.9**	**-3.6**
영업이익률(%)	7.6	7.5	7.6	7.5		
순이익(지배)	4,964	5,428	5,054	5,598	-1.8	-3.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표27 기아 Valuation: 목표주가 120,000 원 유지

구분	단위	가치	비고
순이익	(십억원)	5,428	2022년 기준
EPS	(원)	13,539	2022년 기준
Target P/E	(배)	9.0	동사 2017~2019 평균치에 30% 프리미엄
목표주가	**(원)**	**120,000**	
현재주가	(원)	83,800	
Upside	(%)	43.2	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:18 PC-1420

표28 기아 실적 추이 및 전망

(십억원)	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2021E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E
매출액	**59,169**	**16,582**	**18,339**	**17,753**	**18,758**	**71,432**	**17,625**	**19,431**	**17,787**	**19,791**	**74,634**
ASP(환율포함, 백만원)	24.9	25.3	25.5	27.1	26.5	26.1	26.1	26.5	26.4	26.5	26.4
매출원가	49,223	13,687	14,908	14,557	15,199	58,351	14,406	15,979	14,499	15,986	60,870
매출원가율(%)	83.2	82.5	81.3	82.0	81.0	81.7	81.7	82.2	81.5	80.8	81.6
판관비	7,879	1,818	1,944	1,868	2,045	7,675	1,904	2,137	1,939	2,177	8,157
판관비율(%)	13.3	11.0	10.6	10.5	10.9	10.7	10.8	11.0	10.9	11.0	10.9
영업이익	**2,067**	**1,076**	**1,487**	**1,328**	**1,515**	**5,406**	**1,316**	**1,314**	**1,349**	**1,628**	**5,607**
영업이익률(%)	3.5	6.5	8.1	7.5	8.1	7.6	7.5	6.8	7.6	8.2	7.5
영업외손익	-225	243	350	278	369	1,240	347	379	323	393	1,443
기타손익 + 금융손익	-286	54	23	6	33	116	34	36	38	40	148
관계기업투자손익	61	189	327	272	336	1,124	313	343	286	353	1,295
세전이익	1,841	1,319	1,838	1,606	1,884	6,647	1,663	1,693	1,673	2,021	7,050
지배주주지분 순익	**1,488**	**1,035**	**1,343**	**1,135**	**1,450**	**4,964**	**1,280**	**1,304**	**1,288**	**1,556**	**5,428**
YoY(%)											
매출액	1.8	13.8	61.3	8.8	10.9	20.7	6.3	6.0	0.2	5.5	4.5
영업이익	2.9	141.9	925.5	581.8	18.2	161.6	22.2	-11.6	1.6	7.5	3.7
지배주주지분 순익	-18.6	289.2	963.2	749.4	50.8	233.7	23.7	-2.9	13.4	7.3	9.4

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표29 기아 판매량 추이 및 전망: 2022 년 총 295.9 만대(YoY +2.9%)기록 예상

(천대)	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2021E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E
총 계	**2,603**	**686**	**752**	**684**	**754**	**2,876**	**704**	**762**	**705**	**788**	**2,959**
중국 제외 총계	2,379	656	720	656	709	2,741	675	734	674	748	2,831
내수	550	130	148	125	150	553	141	152	129	154	576
미국	567	147	174	154	169	644	153	181	160	176	670
유럽	525	145	162	137	159	603	158	160	150	161	629
ROW	597	179	194	162	168	703	165	170	167	173	675
인도	140	55	42	46	63	206	58	71	68	84	281
중국	224	30	32	28	45	135	29	28	31	40	128
YoY(%)											
총 계	-7	5.8	45.8	-2.2	1.9	10.5	2.6	1.3	3.0	4.5	2.9
중국 제외 총계	-6	6.5	60.0	3.1	4.7	15.2	2.9	2.0	2.7	5.5	3.3
내수	6	11.1	-8.4	-8.6	11.1	0.5	8.5	2.8	2.8	2.8	4.1
미국	-7	-4.5	65.0	-0.3	10.5	13.6	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
유럽	-29	-12.4	69.5	7.0	16.9	14.8	9.0	-1.2	9.5	1.3	4.3
ROW (아중동 등)	-6	28.0	144.9	-9.4	-15.7	17.7	-7.8	-12.4	3.0	3.0	-4.0
인도	210	38.6	410.9	21.1	17.3	47.6	5.5	69.0	47.8	33.3	36.4
중국	-14	-6.9	-51.4	-55.6	-28.6	-39.7	-3.3	-12.5	10.7	-11.1	-5.2

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:19 PC-1420

기아 (000270)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	21,555	26,093	30,391	30,188	32,169
현금 및 현금성자산	4,269	10,161	9,640	8,422	9,527
매출채권 및 기타채권	3,656	3,744	4,145	4,373	4,548
재고자산	8,109	7,094	7,760	8,187	8,515
기타유동자산	5,522	5,095	8,846	9,206	9,579
비유동자산	33,789	34,397	35,603	37,787	39,997
관계기업투자등	14,333	14,970	16,193	16,851	17,535
유형자산	15,747	15,580	15,521	17,121	18,693
무형자산	2,553	2,666	2,629	2,503	2,404
자산총계	**55,345**	**60,490**	**65,995**	**67,974**	**72,166**
유동부채	17,277	21,098	21,055	18,387	17,578
매입채무 및 기타재무	10,000	9,685	10,278	9,760	10,150
단기금융부채	2,544	5,318	4,042	3,142	1,942
기타유동부채	4,733	6,095	6,735	5,486	5,486
비유동부채	9,090	9,501	10,213	9,953	9,552
장기금융부채	4,182	5,167	5,195	4,745	4,145
기타비유동부채	4,908	4,334	5,017	5,208	5,407
부채총계	**26,367**	**30,599**	**31,268**	**28,341**	**27,130**
지배주주지분	28,978	29,892	34,727	39,634	45,037
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	31,805	36,712	42,115
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**28,978**	**29,892**	**34,727**	**39,634**	**45,037**

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**58,146**	**59,168**	**71,432**	**74,634**	**77,620**
매출원가	48,767	49,223	58,351	60,870	63,001
매출총이익	**9,379**	**9,946**	**13,081**	**13,764**	**14,619**
판매비 및 관리비	7,370	7,879	7,675	8,157	8,418
영업이익	**2,010**	**2,066**	**5,406**	**5,607**	**6,201**
(EBITDA)	4,139	4,286	7,652	7,939	8,668
금융손익	113	-230	93	148	185
이자비용	189	235	158	133	107
관계기업등 투자손익	507	61	1,124	1,295	1,359
기타영업외손익	-99	-56	24	0	0
세전계속사업이익	**2,531**	**1,841**	**6,647**	**7,050**	**7,746**
계속사업법인세비용	704	354	1,683	1,621	1,782
계속사업이익	1,827	1,488	4,964	5,428	5,964
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**1,827**	**1,488**	**4,964**	**5,428**	**5,964**
지배주주	1,827	1,488	4,964	5,428	5,964
총포괄이익	**2,217**	**1,488**	**4,964**	**5,428**	**5,964**
매출총이익률 (%)	16.1	16.8	18.3	18.4	18.8
영업이익률 (%)	3.5	3.5	7.6	7.5	8.0
EBITDA 마진률 (%)	7.1	7.2	10.7	10.6	11.2
당기순이익률 (%)	3.1	2.5	6.9	7.3	7.7
ROA (%)	3.4	2.6	7.8	8.1	8.5
ROE (%)	6.5	5.1	15.4	14.6	14.1
ROIC (%)	12.0	14.5	39.3	36.7	33.2

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**3,611**	**2,449**	**6,692**	**4,208**	**7,133**
당기순이익(손실)	1,827	1,488	4,964	5,428	5,964
비현금수익비용가감	4,108	5,961	2,656	1,227	1,306
유형자산감가상각비	1,532	1,676	1,646	1,698	1,861
무형자산상각비	597	544	600	633	606
기타현금수익비용	-448	3,742	410	-1,104	-1,161
영업활동 자산부채변동	-2,351	-3,119	-928	-2,447	-137
매출채권 감소(증가)	-126	747	-258	-228	-175
재고자산 감소(증가)	-1,042	-28	-443	-427	-327
매입채무 증가(감소)	520	-407	69	-519	390
기타자산, 부채변동	-1,703	-3,431	-296	-1,274	-25
투자활동 현금	**-1,104**	**-2,258**	**-5,422**	**-3,555**	**-3,667**
유형자산처분(취득)	-1,659	-1,603	-1,406	-3,299	-3,433
무형자산 감소(증가)	-672	-657	-531	-508	-508
투자자산 감소(증가)	1,277	173	-3,406	302	327
기타투자활동	-49	-170	-79	-51	-53
재무활동 현금	**-726**	**2,163**	**-1,791**	**-1,871**	**-2,361**
차입금의 증가(감소)	-312	4,041	-1,330	-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**	**-521**	**-1,218**	**1,105**
기초현금	2,293	4,269	10,161	9,640	8,422
기말현금	4,269	10,161	9,640	8,422	9,527

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

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	9.7	16.8	6.7	6.1	5.6
P/B	0.6	0.8	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.8	4.9	3.3	3.1	2.5
P/CF	3.0	3.4	4.4	5.1	4.6
배당수익률 (%)	2.6	1.8	1.6	1.7	1.8
성장성 (%)					
매출액	7.3	1.8	20.7	4.5	4.0
영업이익	73.6	2.8	161.6	3.7	10.6
세전이익	72.3	-27.3	261.0	6.1	9.9
당기순이익	58.0	-18.6	233.7	9.4	9.9
EPS	58.0	-18.6	233.7	9.4	9.9
안정성(%)					
부채비율	91.0	102.4	90.0	71.5	60.2
유동비율	124.8	123.7	144.3	164.2	183.0
순차입금/자기자본	-7.9	-14.2	-24.9	-23.0	-27.5
영업이익/금융비용	10.6	8.8	34.3	42.0	57.9
총차입금 (십억원)	6,725	10,485	9,237	7,887	6,087
순차입금 (십억원)	-2,298	-4,231	-8,654	-9,121	-12,375
주당지표 (원)					
EPS	4,556	3,710	12,381	13,539	14,876
BPS	71,487	73,740	85,668	97,773	111,102
CFPS	14,641	18,376	18,799	16,419	17,936
DPS	1,150	1,150	1,300	1,400	1,500

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:19 PC-1420

현대모비스 (012330)

2021. 11. 22 | 자동차

Analyst **유지웅**
02. 3779-8886
jwyoo@ebestsec.co.kr

아쉬운 중국사업 vs 전동화사업 업사이드

2022년의 핵심 트리거는 전동화 사업

2021년에도 이어진 동사의 주가상승 지연에 대한 핵심 변수는 주로 반도체 공급차질이 주요 원인으로 판단된다. 2022년 완성차의 생산현황은 분명 개선세가 예상되나, 현대기아 합산 평균 3.8% 수준에 그칠 것으로 예상되기 때문에 결국, 핵심 사업인 전동화 부문에서의 강력한 업사이드가 필요하다.

완성차 그룹의 E-GMP 양산은 밸류에이션 상승의 핵심

전동화 사업 매출액은 2021년 약 5.9조원에서 2022년 9조원 수준으로 급상승 할 것으로 예상되며, 손익분기점 돌파가 예상된다. 동사는 현대/기아로 공급되는 대부분의 배터리 시스템 및 전동화 부품을 공급하고 있어 양사 합산 EV생산과 매우 밀접한 동행성을 띄기 때문이다. 2H22 들어서는 아이오닉6 대응으로 인해 기존대비 대응물량이 크게 증가하며 상반기 대비 뚜렷한 실적이 기대된다.

부품제조/ A/S 부분은 완성차 수익성 개선폭 하회 불가피

부품제조와 A/S 사업부는 2022년에 각각 매출액 8.3조원(YoY +4.1%), 8.3조원(YoY +2.5%)의 저성장세를 기록할 것으로 추정된다. 부품제조는 여전히 중국에 대한 의존도가 높아(+10%) 손익개선 지연의 주요 원인이다. 현대차를 필두로 E-GMP에 기반한 현지대응이 2022년부터 예정되어 있으나, 기아까지 포함한 적극 대응 시점은 2023~2024년으로 계획되어 있어 동사의 진출 전략 역시 이에 동행할 전망이다.

투자의견 Hold 유지, 목표주가는 260,000원으로 하향

동사에 대해 투자의견 Hold를 유지하며, 목표주가는 260,000원으로 하향조정 한다. 목표주가는 2022년 EPS에 목표 P/E 8x를 적용한 수치다. 목표P/E는 기존 8.5x에서 E-GMP사업의 해외진출 지연 및 부품제조 사업에서의 생산회복 둔화세를 감안해 소폭 할인해 적용했다. 2022년 전반으로는 상반기 대비 하반기에 펀더멘털 회복세가 뚜렷하게 나타날 것으로 기대한다.

Hold (maintain)

목표주가	260,000 원
현재주가	238,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	O	

Stock Data

KOSPI(11/19)		2,971.02 pt
시가총액		224,186 억원
발행주식수		94,793 천주
52 주 최저가 / 최고가		236,500/361,000 원
90 일 일평균거래대금		658 억원
외국인 지분율		34.5%
배당수익률(21.12E)		1.9%
BPS(21.12E)		372,403 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-10.6%
	6 개월	-8.0%
	12 개월	-18.7%
주주구성	기아 (외 8 인)	31.3%
	국민연금공단 (외 1 인)	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	41,196	2,053	3,327	2,436	26,042	58.7	2,921	9.1	4.3	0.6	7.1
2022E	45,425	2,377	4,097	3,011	32,212	23.7	3,299	7.3	4.6	0.6	8.2
2023E	45,879	2,887	4,746	3,489	37,317	15.8	3,846	6.3	3.4	0.5	8.8

자료: 현대모비스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:20 PC-1420

표30 현대모비스 실적추정치 변경 전후 비교

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	**41,196**	**45,425**	**41,196**	**45,425**	**0.0**	**0.0**
영업이익	**2,052**	**2,377**	**2,052**	**2,377**	**0.0**	**0.0**
영업이익률(%)	5.0	5.2	5.0	5.2		
순이익(지배)	2,424	2,993	2,424	2,993	0.0	0.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표31 현대모비스 Valuation: 목표주가 260,000 원으로 하향

구분	단위	값	비고
당기순이익	(십억원)	2,993	2022년 기준
EPS	(원)	32,212	2022년 기준
Target P/E	(배)	8	역사적 평균치 반영, 기존 8.5배에서 하향
Target Price	**(원)**	**260,000**	2022 EPS x Target P/E 8배
현재주가	(원)	238,000	
Upside	(%)	9.2	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:20 PC-1420

표32 현대모비스 실적 추이 및 전망

(십억원)	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2021E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E
매출액	36,626	9,816	10,285	9,990	11,105	41,196	10,681	11,286	11,079	12,379	45,425
모듈	29,586	7,953	8,273	7,717	9,189	33,132	8,771	9,223	8,749	10,415	37,158
전동화	4,195	1,150	1,364	1,531	1,823	5,868	1,783	2,114	2,373	2,825	9,095
부품제조	7,396	1,956	1,984	1,871	2,165	7,976	2,030	2,061	1,953	2,259	8,303
모듈조립	17,995	4,847	4,925	4,315	5,201	19,288	4,958	5,048	4,423	5,331	19,760
A/S부품	7,040	1,863	2,012	2,273	1,916	8,065	1,910	2,063	2,330	1,964	8,266
판관비	2,874	709	753	820	811	3,092	796	841	825	922	3,384
영업이익	1,830	490	564	458	541	2,052	491	582	644	661	2,377
모듈	262	56	90	-33	119	232	61	120	131	219	531
A/S부품	1,569	435	474	491	422	1,821	430	462	513	442	1,846
영업이익률	5.0	5.0	5.5	4.6	4.9	5.0	4.6	5.2	5.8	5.3	5.2
모듈	0.9	0.7	1.1	-0.4	1.3	0.7	0.7	1.3	1.5	2.1	1.4
A/S부품	22.3	23.3	23.5	21.6	22.0	22.6	22.5	22.4	22.0	22.5	22.3
지배주주순익	1,529	600	667	534	624	2,424	600	753	808	833	2,993
YoY(%)											
매출액	-3.7	16.5	36.5	0.0	4.0	12.5	8.8	9.7	10.9	11.5	10.3
모듈	-2.9	21.7	35.8	-5.4	4.4	12.0	10.3	11.5	13.4	13.3	12.2
전동화	50.0	63.7	37.8	22.9	45.0	39.9	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0
부품제조	-7.9	9.7	30.4	-3.4	0.5	7.8	3.8	3.9	4.4	4.3	4.1
모듈조립	-8.4	19.6	37.5	-13.2	-3.5	7.2	2.3	2.5	2.5	2.5	2.4
A/S부품	-7.0	-1.2	39.5	23.8	2.2	14.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
영업이익	-22.4	35.9	234.1	-23.5	-23.0	12.1	0.2	3.3	40.7	22.1	15.8
모듈	-42.2	-161.8	-178.4	-120.6	-60.8	-11.4	10.4	33.5	-494.1	83.1	129.4
A/S부품	-17.7	-3.6	67.2	12.3	6.0	16.1	-1.1	-2.5	4.4	4.8	1.4
지배주주순익	-33.2	72.1	184.6	37.0	12.1	58.5	0.0	13.0	51.2	33.4	23.5

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:20 PC-1420

현대모비스 (012330)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	21,505	22,903	24,803	23,515	25,395
현금 및 현금성자산	3,342	4,202	5,559	2,936	4,949
매출채권 및 기타채권	7,119	8,109	7,911	8,818	8,632
재고자산	3,034	3,057	3,643	4,061	4,102
기타유동자산	8,009	7,535	7,689	7,701	7,713
비유동자산	25,101	25,595	26,548	27,692	28,884
관계기업투자등	14,550	15,016	15,643	16,278	16,939
유형자산	8,605	8,721	8,993	9,451	9,882
무형자산	914	881	863	815	771
자산총계	**46,606**	**48,498**	**51,351**	**51,207**	**54,279**
유동부채	8,962	10,082	11,399	11,226	11,723
매입채무 및 기타재무	5,685	6,141	7,245	6,783	6,988
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**	**15,971**	**13,252**	**13,321**
지배주주지분	32,330	33,253	35,303	37,878	40,881
자본금	491	491	491	491	491
자본잉여금	1,398	1,398	1,398	1,398	1,398
이익잉여금	31,657	32,851	34,852	37,427	40,430
비지배주주지분(연결)	80	75	77	77	77
자본총계	**32,410**	**33,328**	**35,380**	**37,955**	**40,958**

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**38,049**	**36,627**	**41,196**	**45,425**	**45,879**
매출원가	32,820	31,922	36,052	39,663	39,574
매출총이익	**5,229**	**4,704**	**5,145**	**5,762**	**6,305**
판매비 및 관리비	2,870	2,874	3,092	3,384	3,418
영업이익	**2,359**	**1,830**	**2,053**	**2,377**	**2,887**
(EBITDA)	3,180	2,686	2,921	3,299	3,846
금융손익	154	2	123	-6	-5
이자비용	75	55	37	34	37
관계기업등 투자손익	709	378	1,096	1,679	1,818
기타영업외손익	-8	-93	55	46	47
세전계속사업이익	**3,214**	**2,118**	**3,327**	**4,097**	**4,746**
계속사업법인세비용	920	591	891	1,086	1,258
계속사업이익	2,294	1,527	2,436	3,011	3,489
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**2,294**	**1,527**	**2,436**	**3,011**	**3,489**
지배주주	2,291	1,529	2,424	2,993	3,468
총포괄이익	**2,485**	**1,527**	**2,436**	**3,011**	**3,489**
매출총이익률 (%)	13.7	12.8	12.5	12.7	13.7
영업이익률 (%)	6.2	5.0	5.0	5.2	6.3
EBITDA 마진률 (%)	8.4	7.3	7.1	7.3	8.4
당기순이익률 (%)	6.0	4.2	5.9	6.6	7.6
ROA (%)	5.1	3.2	4.9	5.8	6.6
ROE (%)	7.3	4.7	7.1	8.2	8.8
ROIC (%)	17.7	13.3	15.1	14.5	14.6

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**2,644**	**2,419**	**3,059**	**-1,772**	**2,799**
당기순이익(손실)	2,294	1,527	2,436	3,011	3,489
비현금수익비용가감	1,224	1,329	-90	-3,073	-1,121
유형자산감가상각비	752	789	803	856	897
무형자산상각비	70	67	66	65	61
기타현금수익비용	-703	473	-959	-3,994	-2,079
영업활동 자산부채변동	-502	480	713	-1,710	431
매출채권 감소(증가)	-445	470	339	-907	186
재고자산 감소(증가)	-195	-211	-260	-418	-41
매입채무 증가(감소)	173	-244	579	-462	205
기타자산, 부채변동	-36	465	56	78	81
투자활동 현금	**-720**	**-1,015**	**-942**	**-394**	**-341**
유형자산처분(취득)	-751	-1,050	-1,122	-1,323	-1,336
무형자산 감소(증가)	-37	-23	-16	-17	-17
투자자산 감소(증가)	-31	450	270	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**	**1,357**	**-2,624**	**2,013**
기초현금	2,335	3,342	4,202	5,559	2,936
기말현금	3,342	4,202	5,559	2,936	4,949

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

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	10.5	15.6	9.1	7.3	6.3
P/B	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	5.1	6.0	4.3	4.6	3.4
P/CF	7.0	8.5	9.6	n/a	9.5
배당수익률 (%)	1.6	1.6	1.9	2.1	2.5
성장성 (%)					
매출액	8.2	-3.7	12.5	10.3	1.0
영업이익	16.5	-22.4	12.1	15.8	21.4
세전이익	29.9	-34.1	57.1	23.1	15.8
당기순이익	21.5	-33.5	59.6	23.6	15.8
EPS	22.0	-32.5	58.7	23.7	15.8
안정성(%)					
부채비율	43.8	45.5	45.1	34.9	32.5
유동비율	#NAME?	227.2	217.6	209.5	216.6
순차입금/자기자본	-25.0	-24.6	-28.1	-19.4	-22.8
영업이익/금융비용	31.5	33.6	55.7	69.5	77.1
총차입금 (십억원)	3,003	3,290	3,023	2,983	3,003
순차입금 (십억원)	-8,116	-8,212	-9,944	-7,361	-9,354
주당지표 (원)					
EPS	24,324	16,410	26,042	32,212	37,317
BPS	339,207	349,812	372,403	399,567	431,245
CFPS	36,637	30,042	24,703	n/a	24,977
DPS	4,000	4,000	4,500	5,000	6,000

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:21 PC-1420

현대위아 (011210)

2021. 11. 22 | 자동차

그룹사의 변신에 따른 수혜 기대

Analyst **유지웅**
02. 3779-8886
jwyoo@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가 100,000 원
현재주가 76,900 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		○

2022년 다양한 모멘텀을 앞두다: 실적 정상화가 가장 중요

동사는 2021년에 이미 그룹사의 모빌리티 사업 전환을 대전제로한 다양한 모멘텀에 노출되어 왔다. 그러나 중국사업의 부진을 기반으로한 일회성 비용과 기계부문의 반도체 공급차질에 따른 매출 하락으로 인한 일시적인 손익 훼손이 주가상승을 제한하는 요인으로 작용해 왔다. 2022년에는 반면 그룹사의 체질 전환이 더욱 구체화 될 것으로 기대되고 있어 계열회사인 동사의 수혜 가능성도 구체화 될 것으로 기대되고 있어 전반적으로 다양한 모멘텀을 기대할 수 있을 것이다.

아쉬웠던 기계사업부, 그룹사의 EV사업 참여로 업사이드 확대

기계사업부는 그룹사향 FA매출이 사실상 거의 소멸된 상태이나, 그룹사의 스마트팩토리 설립 및 기존 공장의 자동화, E-GMP 모터 공장내 기계 수주 등 다양한 성장 모멘텀을 보유한 상태다. 다만 현재 매출의 대부분을 차지하고 있는 범용기 사업부의 경우 3Q21부터 공작기계 생산차질 및 고객사의 발주감소 등이 나타나 1H22까지는 뚜렷한 매출상승 궤적을 확인하기는 어렵다. 2H22부터는 다만 FA매출이 본격화 되며 손익분기점을 돌파할 것으로 기대한다.

자동차부품 사업부, 1Q22부터 정상이익 수준 회복 기대

4Q22까지 자동차 부품사업부는 러시아 엔진공장 초기 고정비 및 일회성 및 임금협상 타결에 따른 인건비 반영 등이 반영되어 전사 가동률 개선에도 불구 손익개선은 지연될 것으로 예상된다. 1Q22부터는 완성차 가동률이 한층 개선되는 가운데 타OEM향 CVJ 등 핵심부품 전반에 걸친 매출확대가 나타나며 손익개선의 핵심 변수가 될 것이다.

투자의견 Buy, 목표주가 100,000원으로 하향

동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하며 중장기으로 긍정적 시각을 제시한다. 다만 4Q21의 이익둔화에 따른 불확실성과 기계사업부의 턴어라운드 지연등을 반영해 목표주가는 보다 현실적인 수준인 100,000원으로 하향조정한다.

Stock Data

KOSPI(11/19)		2,971.02 pt
시가총액		20,859 억원
발행주식수		27,195 천주
52 주 최저가 / 최고가		45,500/108,500 원
90 일 일평균거래대금		239 억원
외국인 지분율		6.6%
배당수익률(21.12E)		1.3%
BPS(21.12E)		118,033 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-8.5%
	6 개월	4.1%
	12 개월	49.5%
주주구성	현대자동차 (외 4 인)	40.8%
	국민연금공단 (외 1 인)	11.9%
	자사주 (외 1 인)	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	7,668	126	143	105	4,135	84.4	440	18.6	6.7	0.6	3.6
2022E	7,928	236	255	191	7,022	69.8	540	10.9	5.5	0.6	5.8
2023E	8,321	286	323	242	8,907	26.8	582	8.6	5.1	0.6	7.0

자료: 현대위아, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:21 PC-1420

표33 현대위아 실적추정치 변경 전후 비교

(십억억)	New		Old		차이(%)	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	**7,608**	**7,928**	**7,590**	**7,863**	**0.2**	**0.8**
영업이익	**125.8**	**235.9**	**168.1**	**239.3**	**-25.2**	**-1.4**
영업이익률(%)	1.7	3.0	2.2	3.0		
순이익(지배)	112	191	144	194	-21.7	-1.3

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표34 현대위아 Valuation: 목표주가 100,000 원으로 하향

구분	단위	가치	비고
BPS	원	118,033	2021년 기준
Target P/B	배	1.0	2012년 기준 50% 할인
Target Price	**원**	**100,000**	Target P/B 0.85배로 하향
현재주가	원	76,900	
Upside	(%)	30.0	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:21 PC-1420

표35 현대위아 실적 추이 및 전망

(십억원)	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2021E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E
매출액	**6,588**	**1,855**	**1,920**	**1,830**	**2,002**	**7,608**	**1,918**	**1,995**	**1,942**	**2,073**	**7,928**
자동차부품	5,918	1,686	1,723	1,637	1,806	6,853	1,726	1,798	1,744	1,874	7,141
모듈	1,728	454	479	485	496	1,914	481	479	500	511	1,971
핵심부품	4,190	1,232	1,244	1,152	1,310	4,939	1,244	1,319	1,245	1,363	5,170
기계	671	169	197	193	196	755	192	198	197	199	786
매출원가	6,236	1,747	1,777	1,726	1,900	7,150	1,795	1,858	1,807	1,915	7,375
매출원가율(%)	95	94	93	94	95	94	94	93	93	92	93
판관비	279	81	98	73	80	332	77	80	78	83	317
판관비율(%)	4.2	4.4	5.1	4.0	4.0	4.4	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
영업이익	**72.8**	**27.0**	**45.0**	**31.0**	**22.8**	**125.8**	**46.4**	**57.3**	**57.3**	**74.8**	**235.9**
자동차부품	89	42	59	39	29	169	48	59	59	77	244
기계	-14.5	-15.0	-14.0	-8.0	-6.1	-43.1	-1.9	-2.0	-2.0	-2.0	-7.9
영업이익률(%)	1.1	1.5	2.3	1.7	1.1	1.7	2.4	2.9	3.0	3.6	3.0
자동차부품	1.5	2.5	3.4	2.4	1.6	2.5	2.8	3.3	3.4	4.1	3.4
기계	-2.2	-8.9	-7.1	-4.1	-3.1	-5.7	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
영업외손익	19	3.2	4.3	6.3	2.8	17	2.8	2.1	3.4	10.4	19
금융 및 기타손익	13	2.5	-3.4	0.3	-4.2	-5	-2.2	-1.9	0.4	0.4	-3
지분법 이익	6	0.7	7.6	6.0	7.0	21	5.0	4.0	3.0	10.0	22
지배주주순이익	**61.0**	**30.9**	**37.9**	**24.2**	**19.5**	**112**	**36.9**	**44.6**	**45.5**	**64.0**	**191**
YoY(%)											
매출액	-9.9	12.6	58.3	-0.5	6.1	15.5	3.4	3.9	6.1	3.5	4.2
자동차부품	-8.3	14.6	64.0	-1.9	4.5	15.8	2.3	4.3	6.5	3.7	4.2
모듈	-9.6	7.3	25.8	6.3	6.0	10.8	6.0	0.0	3.0	3.0	3.0
핵심부품	-7.8	17.6	85.8	-5.0	4.0	17.9	1.0	6.0	8.0	4.0	4.7
기계	-21.9	-4.8	21.2	12.8	22.9	12.6	13.5	0.3	2.3	1.5	4.1
영업이익	-28.4	-68.1	-219.1	136.6	75.6	72.7	71.8	27.4	84.9	227.8	87.5
자동차부품	-48.1	-44.7	-273.5	108.6	3.2	90.4	15.0	0.5	52.1	165.8	44.3
기계	-5	12.5	73.3	19.0	-10	19	-87.2	-85.9	-75.3	-67	-4.6
지배주주순이익	10	-60	-178	-71	-139	84	19	18	88	228	70

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:21 PC-1420

현대위아 (011210)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	3,569	3,988	4,183	4,575	5,033
현금 및 현금성자산	383	555	522	614	668
매출채권 및 기타채권	1,547	1,582	1,555	1,609	1,908
재고자산	665	761	698	886	930
기타유동자산	974	1,090	1,407	1,465	1,528
비유동자산	3,205	3,732	3,624	3,599	3,571
관계기업투자등	383	170	181	188	195
유형자산	2,561	3,159	3,162	3,149	3,126
무형자산	170	172	145	120	102
자산총계	**6,774**	**7,720**	**7,807**	**8,174**	**8,604**
유동부채	1,861	1,986	2,132	2,284	2,471
매입채무 및 기타재무	1,089	1,104	1,052	1,089	1,168
단기금융부채	625	751	895	995	1,095
기타유동부채	148	131	185	200	208
비유동부채	1,821	2,208	2,047	2,099	2,129
장기금융부채	1,537	2,040	1,829	1,872	1,893
기타비유동부채	284	169	218	227	236
부채총계	**3,683**	**4,194**	**4,179**	**4,383**	**4,600**
지배주주지분	3,092	3,118	3,210	3,374	3,586
자본금	136	136	136	136	136
자본잉여금	501	501	501	501	501
이익잉여금	2,549	2,594	2,687	2,850	3,063
비지배주주지분(연결)	0	408	418	418	418
자본총계	**3,092**	**3,526**	**3,628**	**3,791**	**4,004**

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**7,315**	**6,592**	**7,668**	**7,928**	**8,321**
매출원가	6,918	6,241	7,209	7,375	7,702
매출총이익	**397**	**351**	**458**	**553**	**619**
판매비 및 관리비	295	279	332	317	333
영업이익	**102**	**72**	**126**	**236**	**286**
(EBITDA)	363	361	440	540	582
금융손익	-27	-32	-8	-3	-2
이자비용	64	57	56	57	59
관계기업등 투자손익	1	6	21	22	39
기타영업외손익	-26	39	3	0	0
세전계속사업이익	**49**	**84**	**143**	**255**	**323**
계속사업법인세비용	-6	31	39	64	81
계속사업이익	55	54	105	191	242
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**55**	**54**	**105**	**191**	**242**
지배주주	55	61	112	191	242
총포괄이익	**81**	**36**	**103**	**191**	**242**
매출총이익률 (%)	5.4	5.3	6.0	7.0	7.4
영업이익률 (%)	1.4	1.1	1.6	3.0	3.4
EBITDA 마진률 (%)	5.0	5.5	5.7	6.8	7.0
당기순이익률 (%)	0.8	0.8	1.4	2.4	2.9
ROA (%)	0.8	0.8	1.4	2.4	2.9
ROE (%)	1.8	2.0	3.6	5.8	7.0
ROIC (%)	2.0	1.1	2.1	4.0	4.7

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**444**	**150**	**435**	**288**	**247**
당기순이익(손실)	55	54	105	191	242
비현금수익비용가감	368	266	321	291	266
유형자산감가상각비	208	246	273	260	259
무형자산상각비	54	43	41	44	37
기타현금수익비용	5	-23	8	-13	-30
영업활동 자산부채변동	72	-20	10	-194	-261
매출채권 감소(증가)	244	159	-6	-55	-298
재고자산 감소(증가)	146	-46	-42	-188	-44
매입채무 증가(감소)	-324	-127	42	37	79
기타자산, 부채변동	6	-6	16	12	2
투자활동 현금	**-249**	**-424**	**-341**	**-312**	**-285**
유형자산처분(취득)	-170	-246	-239	-247	-235
무형자산 감소(증가)	-36	-27	-18	-19	-19
투자자산 감소(증가)	78	18	-178	-40	-25
기타투자활동	-121	-169	95	-6	-6
재무활동 현금	**-152**	**270**	**-128**	**115**	**91**
차입금의 증가(감소)	-137	358	-109	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**	**-33**	**92**	**53**
기초현금	336	383	555	522	614
기말현금	383	555	522	614	668

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

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	24.7	23.9	18.6	10.9	8.6
P/B	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.1	7.3	6.7	5.5	5.1
P/CF	3.2	4.5	4.9	4.3	4.1
배당수익률 (%)	1.4	1.3	1.3	1.4	1.4
성장성 (%)					
매출액	-7.2	-9.9	16.3	3.4	5.0
영업이익	1,926.1	-29.4	75.7	86.6	21.2
세전이익	흑전	70.7	69.4	78.0	26.8
당기순이익	흑전	-2.8	94.7	82.7	26.8
EPS	흑전	10.4	84.4	69.8	26.8
안정성(%)					
부채비율	119.1	119.0	115.2	115.6	114.9
유동비율	191.7	200.8	196.2	200.3	203.7
순차입금/자기자본	27.5	33.8	23.8	22.7	21.8
영업이익/금융비용	1.6	1.3	2.3	4.2	4.9
총차입금 (십억원)	2,162	2,791	2,724	2,866	2,987
순차입금 (십억원)	850	1,192	865	861	872
주당지표 (원)					
EPS	2,030	2,242	4,135	7,022	8,907
BPS	113,690	114,656	118,033	124,056	131,862
CFPS	15,549	11,771	15,662	17,729	18,671
DPS	700	700	1,000	1,100	1,100

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:22 PC-1420

만도 (204320)

2021. 11. 22 | 자동차

2022년 부품 Top Pick

Analyst **유지웅**
02. 3779-8886
jwyoo@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가 81,000 원
현재주가 59,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
O		

MMS의 재평가 기대

동사의 ADAS사업부가 MMS(만도모빌리티 솔루션)로 분할작업이 완료되며 시장의 재평가가 기대된다. 분할의 핵심 배경은 결국 자율주행 고객사 대거 확보를 위한 미국시장 현지 진출이기 때문에 기존의 샤시 사업부와는 다른 성격의 자금조달이 필요하기 때문이다. 특히 대형 고객사의 경우, 파트너사의 현지 R&D 구축 등 자본투자를 요구하기 때문에 궁극적으로 IPO를 통한 자본조달이 이뤄질 가능성이 높다.

한편 이 과정에서 일정수준의 기존지분 희석 발생이 불가피하나 1)지난 6월 물적분할 발표를 통해 이미 희석 가능성에 대한 불확실성이 반영되었으며, 2)존속 만도인 샤시부문 사업의 업사이드가 ADAS사업에 준하는 뚜렷한 성장세를 보일 것으로 예상되기 때문에 IPO로 인해 발생할 불확실성은 사실상 종료된 것으로 생각된다.

섹터내에 중국시장에서 살아남는 사실상 유일한 대형부품업체

동사의 특징은 중국지역 사업에 매우 강한 presence를 갖추고 있는 점이다. 3Q21에 발생한 중국매출액은 YoY +10.7%를 기록했는데, 전사 매출 증가율인 YoY -4.4%를 크게 압도하고 있다. 이와 같은 현상은 중국내 핵심 전기차 고객사 향 볼륨이 급증하며 나타난 것으로, 2022년에도 해당 OEM업체들로 공급되는 볼륨이 최소 YoY +80% 이상 증가해 전체 외형성장을 견인할 것으로 판단된다.

투자의견 Buy, 목표주가 81,000원 유지: 멀티플 상승세 지속

동사에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 81,000원을 유지하며, 2022년 부품업체 최선호 종목으로 추천한다. 최근 전기차 고객사향 매출이 급증하기 시작한 부분을 반영해 2022년 EPS를 기존대비 +4.4% 가량 상향조정 했으며, Target P/E 18x를 반영했다. 동사는 특히 4Q21에 이어 1H22까지 부품업체들 중 가장 높은 이익 가시성을 보유한 것으로 생각되며, 대부분의 부품업체의 디스카운트 요인인 중국시장내 차별화된 대응이 이뤄지고 있어 높은 밸류에이션 부여가 가능하다는 판단이다.

Stock Data

KOSPI(11/19)		2,971.02 pt
시가총액		27,376 억원
발행주식수		46,957 천주
52 주 최저가/최고가		43,000/80,000 원
90 일 일평균거래대금		231 억원
외국인 지분율		22.1%
배당수익률(21.12E)		1.0%
BPS(21.12E)		35,031 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-4.2%
	6 개월	-5.2%
	12 개월	18.3%
주주구성	한라홀딩스 (외 5 인)	30.3%
	국민연금공단 (외 1 인)	10.9%
	만도우리사주 (외 1 인)	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	6,029	282	275	214	4,304	3,391.3	536	13.8	6.9	1.7	13.1
2022E	6,481	321	297	226	4,526	5.1	573	13.1	5.6	1.5	12.2
2023E	6,703	352	328	249	5,004	10.6	602	11.9	4.9	1.4	12.0

자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:22 PC-1420

표36 만도 실적추정치 변경 전후 비교

	New		Old		차이(%)	
(십억원)	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	**6,029**	**6,481**	**6,029**	**6,391**	**0.0**	**1.4**
영업이익	**282**	**321**	**282**	**309**	**0.0**	**4.0**
영업이익률(%)	4.7	5.0	4.7	4.8		
순이익(지배)	202	213	202	204	0.0	4.4

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표37 목표주가 산정: TP 81,000 원 유지

(원, 배)	단위	값	비고
순이익	(십억원)	213	2022년 기준
EPS	(원)	4,526	2022년 기준
Target P/E	(배)	18.0	Historical High P/E 반영
Target Price	**(원)**	**81,000**	
현재주가	(원)	59,500	
Upside	(%)	36.1	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:23 PC-1420

표38 만도 실적 추이 및 전망

(십억원)	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2021E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E
매출액 계	**5,564**	**1,501**	**1,488**	**1,436**	**1,604**	**6,029**	**1,529**	**1,617**	**1,573**	**1,762**	**6,481**
한국	**3,010**	**828**	**681**	**590**	**648**	**2,747**	**603**	**676**	**637**	**703**	**2,619**
중국	**1,273**	**349**	**350**	**357**	**458**	**1,513**	**389**	**414**	**429**	**504**	**1,735**
글로벌 OE	649	*176*	*176*	*146*	*224*	722	*191*	*190*	*185*	*242*	807
로컬 OE	625	*172*	*174*	*188*	*234*	768	*198*	*224*	*244*	*262*	928
북미	**1,081**	**308**	**255**	**277**	**336**	**1,177**	**348**	**368**	**357**	**378**	**1,451**
기타	**744**	**249**	**202**	**212**	**246**	**909**	**270**	**245**	**232**	**270**	**1,017**
인도	436	*161*	*129*	*145*	*169*	604	*171*	*163*	*157*	*183*	673
유럽 + 기타	280	*88*	*73*	*67*	*77*	304	*99*	*82*	*76*	*87*	344
내부거래	544	233	-	-	84	317	80	85	83	93	341
단순합계	6,108	1,734	1,488	1,436	1,688	6,346	1,610	1,703	1,655	1,854	6,822
ADAS 매출액	**773**	**188**	**196**	**164**	**204**	**752**	**218**	**228**	**238**	**249**	**932**
ADAS 매출액 비중(%)	13.9	12.5	13.2	11.4	12.7	12.5	14.2	14.1	15.1	14.1	14.4
매출원가	4,894	1,283	1,254	1,224	1,355	5,116	1,318	1,385	1,349	1,505	5,558
매출원가율(%)	88.0	85.4	84.3	85.3	84.5	84.9	86.2	85.6	85.8	85.4	85.7
판관비	581	146.8	156.8	158.5	168.4	630	142.2	150.4	146.3	163.8	603
판관비율(%)	10.5	9.8	10.5	11.0	10.5	10.5	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3
영업이익	**88.6**	**71.8**	**76.7**	**53.2**	**80.5**	**282.2**	**69.0**	**81.7**	**77.7**	**92.6**	**321.0**
영업이익률(%)	1.6	4.8	5.2	3.7	5.0	4.7	4.5	5.1	4.9	5.3	5.0
영업외손익	-24.3	-3.7	25.5	-21.4	-7.6	-7.1	-6.6	-7.5	-3.7	-6.4	-24.1
금융 및 기타손익	-27.5	-3.6	24.4	-21.8	-8.2	-9.1	-7.0	-8.2	-4.4	-7.2	-26.7
지분법 손익	3.1	-0.1	1.1	0.4	0.6	2.0	0.4	0.7	0.7	0.8	2.6
세전이익	0.4	68.1	102.2	31.8	72.9	275.1	62.4	74.3	73.9	86.2	296.9
당기순이익	13.9	52.1	80.4	26.0	55.4	213.9	47.4	56.4	56.2	65.5	225.6
지배주주지분 순익	**5.8**	**49.1**	**78.2**	**22.6**	**52.2**	**202.1**	**44.7**	**53.2**	**52.9**	**61.7**	**212.5**
YoY(%)											
매출액 계	-7.0	14.6	46.8	-4.4	-7.7	8.4	1.9	8.7	9.5	9.8	7.5
한국	-9.9	8.4	25.0	-25.4	-28.8	-8.7	-27.2	-0.7	8.0	8.5	-4.7
중국	-4.5	89.6	14.7	10.7	-0.8	18.9	11.4	18.3	20.1	10.0	14.6
북미	-7.0	-4.4	80.5	-8.9	7.3	8.8	13.0	44.1	28.9	12.4	23.3
기타	-14.2	16.3	145.6	7.2	-1.5	22.2	8.5	21.5	9.6	9.6	11.9
인도	-17.3	27.8	267.8	22.7	8.0	38.6	6.0	26.3	8.0	8.0	11.4
유럽 + 기타	-17.6	-0.2	54.3	-15.7	18.5	8.9	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0
ADAS	6.9	1.0	27.9	-22.8	-8.0	-2.8	16.0	16.0	45.5	22.1	24.1
영업이익	-59.2	288.1	적전	-18.9	0.2	218.6	-3.9	6.6	46.0	15.0	13.7
지배주주지분 순익	-94.8	489.2	적전	-38.7	-28.4	흑전	-9.0	-32.0	134.0	18.2	5.1

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:23 PC-1420

만도 (204320)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,110	2,407	2,323	2,775	2,894
현금 및 현금성자산	205	561	707	1,106	1,297
매출채권 및 기타채권	1,374	1,354	1,142	1,158	1,096
재고자산	337	323	298	327	309
기타유동자산	194	169	176	183	191
비유동자산	2,465	2,531	2,533	2,535	2,487
관계기업투자등	69	83	86	89	93
유형자산	1,947	2,039	1,995	1,954	1,866
무형자산	171	125	157	184	208
자산총계	**4,574**	**4,938**	**4,856**	**5,311**	**5,381**
유동부채	1,757	2,032	1,953	2,216	2,069
매입채무 및 기타재무	1,160	1,261	1,230	1,545	1,461
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**	**3,139**	**3,396**	**3,250**
지배주주지분	1,512	1,438	1,645	1,842	2,059
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	602	602	602	602	602
이익잉여금	755	722	910	1,108	1,324
비지배주주지분(연결)	74	72	72	72	72
자본총계	**1,586**	**1,510**	**1,717**	**1,914**	**2,131**

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**5,982**	**5,564**	**6,029**	**6,481**	**6,703**
매출원가	5,148	4,894	5,116	5,558	5,710
매출총이익	**834**	**670**	**913**	**924**	**993**
판매비 및 관리비	616	581	630	603	641
영업이익	**219**	**89**	**282**	**321**	**352**
(EBITDA)	519	394	536	573	602
금융손익	-41	-57	-34	-27	-27
이자비용	49	45	41	40	39
관계기업등 투자손익	-7	3	2	3	3
기타영업외손익	5	-30	25	0	0
세전계속사업이익	**176**	**5**	**275**	**297**	**328**
계속사업법인세비용	58	-9	61	71	79
계속사업이익	118	14	214	226	249
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**118**	**14**	**214**	**226**	**249**
지배주주	111	6	202	213	235
총포괄이익	**141**	**-9**	**214**	**226**	**249**
매출총이익률 (%)	13.9	12.0	15.1	14.3	14.8
영업이익률 (%)	3.7	1.6	4.7	5.0	5.3
EBITDA 마진률 (%)	8.7	7.1	8.9	8.8	9.0
당기순이익률 (%)	2.0	0.2	3.5	3.5	3.7
ROA (%)	2.5	0.1	4.1	4.2	4.4
ROE (%)	7.6	0.4	13.1	12.2	12.0
ROIC (%)	5.3	2.3	8.3	10.2	12.0

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**273**	**409**	**496**	**748**	**497**
당기순이익(손실)	176	14	214	226	249
비현금수익비용가감	386	395	76	253	251
유형자산감가상각비	245	254	234	228	222
무형자산상각비	55	52	20	24	27
기타현금수익비용	85	89	-179	2	1
영업활동 자산부채변동	-236	0	206	269	-3
매출채권 감소(증가)	-6	273	212	-16	62
재고자산 감소(증가)	-18	-21	25	-29	18
매입채무 증가(감소)	36	-171	-31	314	-83
기타자산, 부채변동	-248	-81	0	0	0
투자활동 현금	**-300**	**-142**	**-255**	**-253**	**-200**
유형자산처분(취득)	-214	-157	-190	-187	-134
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**	**146**	**399**	**191**
기초현금	118	205	561	707	1,106
기말현금	205	561	707	1,106	1,297

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

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	15.0	476.9	13.8	13.1	11.9
P/B	1.1	1.9	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	5.8	9.8	6.9	5.6	4.9
P/CF	2.9	6.8	9.7	5.8	5.6
배당수익률 (%)	1.4	0.9	1.0	1.2	1.3
성장성 (%)					
매출액	5.6	-7.0	8.4	7.5	3.4
영업이익	10.7	-59.4	218.2	13.7	9.7
세전이익	24.8	-97.1	5,193.7	7.9	10.6
당기순이익	4.7	-88.3	1,443.2	5.5	10.6
EPS	4.6	-94.8	3,391.3	5.1	10.6
안정성(%)					
부채비율	189.8	213.8	182.8	177.4	152.5
유동비율	120.1	118.5	119.0	125.2	139.8
순차입금/자기자본	84.9	74.3	52.8	22.9	8.0
영업이익/금융비용	4.5	2.0	6.9	8.0	9.1
총차입금 (십억원)	1,598	1,711	1,642	1,574	1,500
순차입금 (십억원)	1,346	1,122	906	438	172
주당지표 (원)					
EPS	2,354	123	4,304	4,526	5,004
BPS	32,193	30,626	35,031	39,235	43,847
CFPS	11,970	8,705	6,165	10,197	10,653
DPS	500	550	600	700	800

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:24 PC-1420

한온시스템 (018880)

2021. 11. 22 | 자동차

Analyst **유지웅**
02. 3779-8886
jwyoo@ebestsec.co.kr

2022년 하반기 전기차 부품 급증구간 진입

Buy (maintain)

목표주가 18,000 원
현재주가 13,400 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		○

2022년 전기차 부품 비중 27% 수준까지 급증 기대

동사의 핵심 매출 성장 동력원인 EV부품(전동식 컴프레서 등)은 2020년 22%를 기록 후 횡보세를 보이고 있으나, 2022년 27%까지 급상승하며 뚜렷한 매출 성장동력으로 작용할 전망이다. 현재 동사의 핵심 EV고객사인 VW향 판매가 MEB 플랫폼의 핵심인 ID시리즈 신차출시가 가속화 국면에 있어 주요 성장동력으로 발전될 전망이다. 볼륨 모델인 ID4 출시가 2022년에는 미국 등지에서 생산확대가 가속화(연간 판매목표 40만대+) 되며 동사의 EV부품 비중은 하반기에는 29% 수준까지 급증할 것으로 기대된다.

독일 자동차 업체의 전동화 전략 가속화에 따른 구조적 수혜 기대

2021년 EU가 Fit for 55를 발표하며 독일 3사 중 특히 상대적으로 보수적인 속도를 내고 있던 BMW, Daimler 등이 전동화 전략에 있어 속도를 내기 시작했다. 이는 자연스럽게 유럽시장 내 입지가 경쟁업체인 Denso에 비해 상대적으로 강한 동사의 수주급증으로 이어지고 있는데, 상반기 있던 플랫폼 수주를 포함하게 되며 동사는 독일 3개 OEM진영의 전동화 전략에 있어 동행성을 띌 것으로 보여 구조적 수혜가 기대된다.

매각관련 프리미엄 지속

동사는 현재 대주주의 exit 전략에 따라 우선협상 대상자 선정과정에 있는 것으로 알려져 있는데, 3Q21에 유력 글로벌 SI(전략적 투자자)들의 자체 펀더멘털이 심하게 훼손되며 다소 의사결정이 지연되고 있는 것으로 판단된다. 반면 supply-chain 훼손에 따른 이익훼손은 3Q21을 저점으로 점진적인 회복구간에 들어가 있고, 글로벌 OEM들의 전동화 전략이 특히 최근에 강화기조에 있다. 당분간 대체업체를 찾기 힘든 현 상황에서 동사의 경우 그동안 반영되어 왔던 매각에 대한 기대감인 지속될 것으로 전망된다.

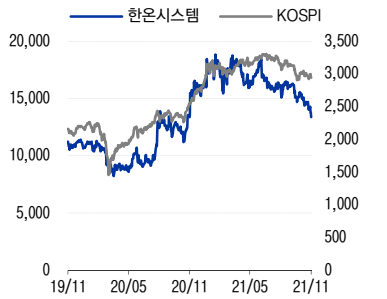
투자의견 Buy, 목표주가 18,000원 유지

투자의견 Buy 및 목표주가 18,000원을 유지하며, 중장기 관점에서 긍정적 시각을 유지한다. 3Q21에 발생한 운송비(약 350억원)등 일시적 고정비 부담은 2H22 들어서는 해소될 것으로 예상되며, VW등 핵심 고객사향 EV부품 매출 증가로 성장성이 부각될 것으로 기대된다. 목표주가는 2023년 EPS에 Target P/E 24배를 적용한 수치다.

Stock Data

KOSPI(11/19)		2,971.02 pt
시가총액		71,529 억원
발행주식수		533,800 천주
52 주 최저가/최고가		13,400/18,850 원
90 일 일평균거래대금		117 억원
외국인 지분율		17.8%
배당수익률(21.12E)		2.7%
BPS(21.12E)		4,155 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-10.4%
	6 개월	-11.9%
	12 개월	-16.9%
주주구성	한앤코오토홀딩스 (외	70.0%
	국민연금공단 (외 1 인)	5.0%
	자사주 (외 1 인)	0.0%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	7,154	484	407	323	597	14.7	865	18.7	9.2	2.7	15.0
2020	6,873	316	140	114	207	-65.4	784	78.6	13.7	4.1	5.1
2021E	7,238	360	334	271	497	140.2	837	27.0	11.6	3.2	12.2
2022E	7,343	498	426	332	609	22.6	958	22.0	10.0	3.0	14.2
2023E	7,857	604	533	414	761	25.0	1,051	17.6	9.0	2.8	16.6

자료: 한온시스템, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:24 PC-1420

표39 실적추정치 변경 전후 비교

	New		Old		차이(%)	
(십억원)	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	**7,238**	**7,343**	**7,390**	**7,702**	**-2.1**	**-4.7**
영업이익	**359**	**498**	**395**	**569**	**-9.1**	**-12.4**
영업이익률(%)	5.0	6.8	5.3	7.4		
순이익(지배)	265	325	281	379	-5.6	-14.2

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표40 목표주가 산정: TP 18,000 원 유지

(원, 배)	단위	값	비고
순이익	(십억원)	406	2023년 기준
EPS	(원)	761	2023년 기준
Target P/E	(배)	24.0	2015~2017년 P/E밴드 상단 대비 프리미엄 적용
Target Price	**(원)**	**18,000**	
현재주가	(원)	13,400	
Upside	(%)	34.3	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:24 PC-1420

표41 한온시스템 실적 추이 및 전망

(십억원)	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2021E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E
매출액	**6,872**	**1,869**	**1,852**	**1,704**	**1,813**	**7,238**	**1,701**	**1,876**	**1,837**	**1,929**	**7,343**
한국	2,066	505	612	511	589	2,217	515	655	547	636	2,352
아시아	1,075	299	296	327	331	1,253	305	317	347	357	1,326
미주	1,636	467	389	392	402	1,650	380	391	427	410	1,608
유럽	2,095	598	555	474	491	2,119	501	513	517	525	2,056
xEV 비중(%)	22	20	22	21	23	22	24	25	28	30	27
매출원가	6,009	1,647	1,627	1,505	1,592	6,371	1,488	1,622	1,573	1,647	6,331
매출원가율(%)	87	88.1	87.8	88.3	87.8	88	87.5	86.5	85.6	85.4	86
판관비	549	128	124	128	127	507	119	131	129	135	514
판관비율(%)	8	6.8	6.7	7.5	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
영업이익	**315.5**	**94.0**	**100.4**	**70.6**	**94.3**	**359.3**	**93.5**	**121.9**	**136.0**	**146.6**	**498.0**
영업이익률(%)	4.6	5.0	5.4	4.1	5.2	5.0	5.5	6.5	7.4	7.6	6.8
기타손익	-175.7	-19.3	29.7	-17.6	-18.1	-25.3	-18.0	-18.0	-18.0	-17.9	-71.9
세전이익	140	75	130.1	53.0	76.2	334	75.5	103.9	118.0	128.7	426
당기순이익	113	60.1	98.9	52.2	59.3	271	58.7	80.8	91.8	100.1	332
지배순이익	110	59	97	51	58	265	58	79	90	98	325
EPS(원)	207	110	182	96	109	497	108	148	169	184	609
YoY(%)											
매출액	-3.9	11.6	55.0	-10.4	-13.7	5.3	-9.0	1.3	7.8	6.4	1.4
영업이익	-34.8	57.5	-273.1	-40.9	-51.5	13.9	-0.5	21.4	92.6	55.5	38.6
지배순이익	-65.4	73.0	-264.2	4.0	-32.5	140.2	-2.3	-18.3	76.0	68.8	22.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:24 PC-1420

한온시스템 (018880)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,922	3,465	3,382	3,624	3,910
현금 및 현금성자산	687	1,325	845	933	1,043
매출채권 및 기타채권	1,209	1,147	1,589	1,691	1,810
재고자산	613	630	571	607	650
기타유동자산	414	362	377	392	408
비유동자산	4,160	4,343	4,357	4,355	4,381
관계기업투자등	102	103	107	111	116
유형자산	2,130	2,224	2,104	1,974	1,879
무형자산	1,593	1,622	1,735	1,842	1,942
자산총계	**7,082**	**7,807**	**7,739**	**7,978**	**8,291**
유동부채	2,091	2,718	2,534	2,626	2,730
매입채무 및 기타재무	1,275	1,375	1,175	1,250	1,338
단기금융부채	436	956	956	956	956
기타유동부채	380	387	403	420	437
비유동부채	2,653	2,850	2,864	2,880	2,896
장기금융부채	2,310	2,477	2,477	2,477	2,477
기타비유동부채	344	373	387	403	419
부채총계	**4,745**	**5,568**	**5,399**	**5,506**	**5,626**
지배주주지분	2,217	2,117	2,218	2,351	2,543
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-20	-11	-11	-11	-11
이익잉여금	2,318	2,257	2,352	2,484	2,677
비지배주주지분(연결)	121	122	122	122	122
자본총계	**2,338**	**2,239**	**2,340**	**2,473**	**2,665**

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**7,154**	**6,873**	**7,238**	**7,343**	**7,857**
매출원가	6,120	6,008	6,371	6,331	6,703
매출총이익	**1,034**	**864**	**867**	**1,012**	**1,154**
판매비 및 관리비	550	549	507	514	550
영업이익	**484**	**316**	**360**	**498**	**604**
(EBITDA)	865	784	837	958	1,051
금융손익	-44	-114	-59	-72	-71
이자비용	71	90	86	86	86
관계기업등 투자손익	4	3	0	0	0
기타영업외손익	-36	-65	33	0	0
세전계속사업이익	**407**	**140**	**334**	**426**	**533**
계속사업법인세비용	85	26	64	95	118
계속사업이익	323	114	271	332	414
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**323**	**114**	**271**	**332**	**414**
지배주주	319	110	265	325	406
총포괄이익	**323**	**114**	**271**	**332**	**414**
매출총이익률 (%)	14.5	12.6	12.0	13.8	14.7
영업이익률 (%)	6.8	4.6	5.0	6.8	7.7
EBITDA 마진률 (%)	12.1	11.4	11.6	13.0	13.4
당기순이익률 (%)	4.5	1.7	3.7	4.5	5.3
ROA (%)	5.1	1.5	3.4	4.1	5.0
ROE (%)	15.0	5.1	12.2	14.2	16.6
ROIC (%)	11.1	6.1	6.5	8.1	9.7

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**778**	**619**	**183**	**740**	**799**
당기순이익(손실)	323	113	271	332	414
비현금수익비용가감	587	506	493	469	455
유형자산감가상각비	312	360	374	350	331
무형자산상각비	69	108	103	110	116
기타현금수익비용	206	38	16	9	8
영업활동 자산부채변동	-11	0	-580	-60	-70
매출채권 감소(증가)	185	260	-443	-102	-118
재고자산 감소(증가)	58	-122	60	-37	-43
매입채무 증가(감소)	-155	-198	-200	75	88
기타자산, 부채변동	-100	59	3	3	3
투자활동 현금	**-1,935**	**-656**	**-493**	**-460**	**-476**
유형자산처분(취득)	-425	-398	-254	-220	-236
무형자산 감소(증가)	-208	-199	-216	-216	-216
투자자산 감소(증가)	-5	0	-6	-6	-7
기타투자활동	-1,297	-60	-16	-17	-17
재무활동 현금	**829**	**676**	**-171**	**-192**	**-214**
차입금의 증가(감소)	980	839	0	0	0
자본의 증가(감소)	-171	-163	-171	-192	-214
배당금의 지급	171	171	171	192	214
기타재무활동	20	0	0	0	0
현금의 증가	**-331**	**639**	**-480**	**88**	**110**
기초현금	1,018	687	1,325	845	933
기말현금	687	1,325	845	933	1,043

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

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	18.7	78.6	27.0	22.0	17.6
P/B	2.7	4.1	3.2	3.0	2.8
EV/EBITDA	9.2	13.7	11.6	10.0	9.0
P/CF	6.5	14.0	9.4	8.9	8.2
배당수익률 (%)	2.9	2.0	2.7	3.0	3.0
성장성 (%)					
매출액	20.5	-3.9	5.3	1.4	7.0
영업이익	11.5	-34.7	14.0	38.4	21.3
세전이익	7.3	-65.7	138.8	27.6	25.0
당기순이익	13.7	-64.8	138.3	22.6	25.0
EPS	14.7	-65.4	140.2	22.6	25.0
안정성(%)					
부채비율	203.0	248.6	230.7	222.6	211.1
유동비율	139.7	127.5	133.5	138.0	143.2
순차입금/자기자본	86.9	92.0	108.5	99.0	87.7
영업이익/금융비용	6.8	3.5	4.2	5.8	7.0
총차입금 (십억원)	2,746	3,433	3,433	3,433	3,433
순차입금 (십억원)	2,032	2,060	2,539	2,448	2,337
주당지표 (원)					
EPS	597	207	497	609	761
BPS	4,153	3,967	4,155	4,404	4,765
CFPS	1,704	1,161	1,430	1,499	1,629
DPS	320	320	360	400	400

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:25 PC-1420

2021. 11. 22 | 자동차

한국타이어앤테크놀로지 (161390)

공급차질 vs 판가인상

Analyst **유지웅**
02. 3779-8886
jwyoo@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가 63,000 원
현재주가 41,100 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
○		

2022년, 인플레이션 따라 타이어 판가도 상승

동사는 2021년에만 이미 RE타이어 시장에서 판가를 3회가량 인상을 통해 안정적인 스프레드를 확보한 것으로 판단된다. 특히 최근에는 원자재 가격이 우하향 추세를 나타나고 있어 순차적으로 4Q21 → 1H22로 가며 뚜렷한 스프레드 개선세가 나타날 것으로 기대된다. 한편 2Q21부터 동사는 타이트한 선박일정 영향 등으로 부분적인 생산차질이 나타나고 있으나, 4Q21 연말 시즌 들어 이러한 현상은 peak-out 될 것으로 보인다.

핵심은 RE타이어의 수요 급증

동사는 완성차로 직납되는 OE타이어에 대한 비중이 현재 20% 미만까지 감소해 완성차 업황의 영향을 제한적으로 받는다. 반면 리테일 시장인 RE타이어 시장은 매우 타이트한 상황이며, 특히 COVID-19 이후 e-commerce, delivery 등이 활성화 되며 확진자수가 높은 상황임에도 불구하고 자동차 주행거리는 COVID-19 이전 수준을 이미 기록하고 있고 운송 네트워크 전반에 걸친 가격 상승이 나타나고 있어 RE타이어 상승세가 당분간 지속될 것으로 전망된다.

기업본연의 경쟁력은 강화기조 뚜렷: EV타이어 수주 증가

한편 동사의 OE매출에서는 약 6% 수준의 EV타이어 매출이 발생하고 있는데, 대부분 유럽 프리미엄 메이커에 집중되어 있다. 이는 단기적인 실적 결정변수는 아니나, 잠재적으로 시장이 EV로 전환된 후의 시장 점유율 확보에 있어 매우 중요하다. 현재 OE매출은 주로 현대기아/중국 VW등에 공급되고 있어 4Q21은 QoQ성장이 기대된다.

투자의견 Buy, 목표주가 63,000원 유지

동사에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 63,000원을 유지한다. 물류 공급차질에 따른 실적 훼손은 4Q21에도 이어질 전망이나, 이미 2Q21부터 주가에 반영되어 반영되어 왔다. 반면 천연고무 가격 상승세 둔화에 따른 스프레드 개선이 1H22 전반에 걸쳐 나타날 전망이기 때문에 실적 모멘텀 발생에 따른 기업가치 재평가를 예상한다.

Stock Data

KOSPI(11/19)		2,971.02 pt
시가총액		51,532 억원
발행주식수		123,875 천주
52 주 최저가/최고가		32,700/57,300 원
90 일 일평균거래대금		101 억원
외국인 지분율		41.7%
배당수익률(21.12E)		1.0%
BPS(21.12E)		64,743 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-4.5%
	6 개월	-9.1%
	12 개월	9.9%
주주구성	한국앤컴퍼니 (외 27 인)	43.2%
	국민연금공단 (외 1 인)	7.2%
	자사주신탁 (외 1 인)	1.5%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	6,883	544	590	430	3,387	-19.7	1,176	9.9	4.2	0.6	6.0
2020	6,453	628	578	385	3,006	-11.2	1,256	13.1	3.9	0.7	5.1
2021E	7,051	739	828	675	5,364	78.4	1,338	7.8	3.3	0.6	8.6
2022E	7,333	834	872	687	5,494	2.4	1,437	7.6	2.7	0.6	8.2
2023E	7,773	884	935	739	5,905	7.5	1,501	7.0	2.3	0.6	8.1

자료: 한국타이어앤테크놀로지, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:25 PC-1420

표42 한국타이어앤테크놀로지 실적추정치 변경 전후 비교

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	**7,052**	**7,333**	**7,052**	**7,333**	**0.0**	**0.0**
영업이익	**739**	**834**	**739**	**834**	**0.0**	**0.0**
영업이익률(%)	10.5	11.4	10.5	11.4		
순이익(지배)	664	681	664	681	0.0	0.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표43 한국타이어앤테크놀로지 Valuation: 목표주가 63,000 원 유지

구분	단위	수치	비고
EPS	(원)	5,494	2022년
Target P/E	(배)	11.6	글로벌 주요 Peer P/E 20% 할증
Target Price	**(원)**	**63,000**	
현재주가	(원)	41,100	
Upside	(%)	53.3	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:26 PC-1420

표44 한국타이어앤테크놀로지 실적 추이 및 전망

(십억원)	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2021E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E
매출액	**6,458**	**1,617**	**1,806**	**1,829**	**1,799**	**7,052**	**1,692**	**1,875**	**1,881**	**1,885**	**7,333**
한국	792	185	187	194	209	775	196	189	196	217	798
중국	771	197	210	204	238	849	203	223	205	255	885
유럽	2,129	563	608	676	579	2,426	586	635	696	602	2,520
북미	1,656	417	488	492	457	1,854	435	508	512	479	1,933
기타	1,110	255	313	286	316	1,170	273	335	309	331	1,247
생산량(천본)	85,340	22,866	22,025	23,704	24,643	93,238	21,500	22,906	24,652	25,629	94,686
	76	71	82	78	73	76	82	82	82	82	77
매출원가	4,551	1,132	1,305	1,318	1,266	5,021	1,174	1,290	1,307	1,319	5,090
매출원가율(%)	70	70.0	72.3	72.0	70.4	71	69.4	68.8	69.5	70.0	69
판관비	1,278	299	314	331	347	1,291	321	366	357	364	1,408
판관비율(%)	20	18	17	18	19	18	19	20	19	19	19
영업이익	**628.4**	**186.0**	**187.2**	**180.8**	**185.3**	**739.3**	**196.3**	**219.4**	**216.3**	**201.7**	**833.6**
영업이익률(%)	9.7	11.5	10.4	9.9	10.3	10.5	11.6	11.7	11.5	10.7	11.4
세전이익	579	224	182	227	194	828	205	228	226	213	872
세전이익률(%)	9.0	13.9	10.1	12.4	10.8	11.7	12.1	12.2	12.0	11.3	11.9
당기순이익	362	174.9	161.6	188.8	149.6	675	153.9	182.3	180.5	170.7	687
당기순이익률(%)	5.6	10.8	8.9	10.3	8.3	9.6	9.1	9.7	9.6	9.1	9.4
지배주주순이익	**355**	**173**	**161**	**186**	**145**	**664**	**152**	**180**	**179**	**169**	**681**
지배순이익률(%)	**5.5**	**10.7**	**8.9**	**10.2**	**8.1**	**9.4**	**9.0**	**9.6**	**9.5**	**9.0**	**9.3**
YoY(%)											
매출액	**-6.2**	**12.6**	**32.1**	**-3.0**	**1.8**	**9.2**	**4.6**	**3.8**	**2.8**	**4.8**	**4.0**
한국	-5.9	5.7	-1.6	-6.3	-5.0	-2.1	6.0	1.0	0.8	4.0	3.0
중국	0.5	65.5	2.4	-6.4	4.0	10.1	3.0	6.0	0.4	7.0	4.2
유럽	-3.3	14.7	44.8	2.3	4.0	14.0	4.0	4.5	3.0	4.0	3.8
북미	-13.0	7.8	58.4	-3.3	1.0	11.9	4.2	4.0	4.0	5.0	4.3
기타	-4.8	-3.3	28.0	-2.0	2.0	5.4	7.0	7.0	8.0	4.7	6.6
영업이익	**15.7**	**75.6**	**166.7**	**-19.5**	**-18.6**	**17.6**	**5.5**	**17.2**	**19.6**	**8.8**	**12.8**
세전이익	-1.8	23.4	700.6	18.7	6.2	43.1	-8.6	24.9	-0.7	9.9	5.3
지배주주순이익	**-15.4**	**27.7**	**789.3**	**22.9**	**0.6**	**87.2**	**-11.7**	**12.4**	**-4.1**	**16.6**	**2.4**
투입원가											
N/R(USD/톤)	1,415	1,659	1,829	1,816	1,828	1,783	1,820	1,800	1,700	1,700	1,755
S/R(USD/톤)	1,588	1,815	1,902	1,998	1,908	1,906	1,900	1,900	1,750	1,750	1,825
Blended Mix (천원/톤)	1,712	1,799	1,915	1,815	2,068	1,899	2,000	2,000	1,900	1,900	1,950

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:26 PC-1420

한국타이어앤테크놀로지 (161390)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	4,114	4,688	5,490	5,767	6,143
현금 및 현금성자산	878	1,061	1,545	1,736	1,923
매출채권 및 기타채권	1,374	1,311	1,280	1,350	1,400
재고자산	1,725	1,563	1,577	1,549	1,642
기타유동자산	136	754	1,088	1,132	1,178
비유동자산	6,051	5,970	5,996	6,123	6,318
관계기업투자등	1,147	1,110	1,248	1,299	1,351
유형자산	4,106	3,902	3,838	3,894	4,016
무형자산	341	271	264	257	251
자산총계	**10,165**	**10,659**	**11,486**	**11,890**	**12,461**
유동부채	2,131	1,781	1,816	1,579	1,558
매입채무 및 기타재무	625	669	1,053	1,104	1,170
단기금융부채	1,063	530	459	159	59
기타유동부채	443	583	304	316	329
비유동부채	846	1,465	1,616	1,626	1,537
장기금융부채	678	1,229	1,372	1,372	1,272
기타비유동부채	168	237	245	255	265
부채총계	**2,977**	**3,246**	**3,433**	**3,205**	**3,095**
지배주주지분	7,157	7,377	8,020	8,651	9,333
자본금	62	62	62	62	62
자본잉여금	2,973	2,973	2,973	2,973	2,973
이익잉여금	4,344	4,665	5,251	5,882	6,564
비지배주주지분(연결)	30	35	33	33	33
자본총계	**7,187**	**7,412**	**8,054**	**8,685**	**9,366**

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**6,883**	**6,453**	**7,051**	**7,333**	**7,773**
매출원가	4,961	4,550	5,022	5,090	5,396
매출총이익	**1,922**	**1,903**	**2,030**	**2,242**	**2,377**
판매비 및 관리비	1,378	1,275	1,291	1,408	1,493
영업이익	**544**	**628**	**739**	**834**	**884**
(EBITDA)	1,176	1,256	1,338	1,437	1,501
금융손익	-7	-68	0	10	19
이자비용	57	47	41	38	30
관계기업등 투자손익	46	5	41	32	32
기타영업외손익	7	13	-4	-3	0
세전계속사업이익	**590**	**578**	**828**	**872**	**935**
계속사업법인세비용	160	193	154	185	196
계속사업이익	430	385	675	687	739
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**430**	**385**	**675**	**687**	**739**
지배주주	420	372	664	681	731
총포괄이익	**473**	**385**	**675**	**687**	**739**
매출총이익률 (%)	27.9	29.5	28.8	30.6	30.6
영업이익률 (%)	7.9	9.7	10.5	11.4	11.4
EBITDA 마진률 (%)	17.1	19.5	19.0	19.6	19.3
당기순이익률 (%)	6.2	6.0	9.6	9.4	9.5
ROA (%)	4.2	3.6	6.0	5.8	6.0
ROE (%)	6.0	5.1	8.6	8.2	8.1
ROIC (%)	5.9	6.3	9.7	10.7	11.1

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**760**	**846**	**1,212**	**1,281**	**1,258**
당기순이익(손실)	430	385	675	687	739
비현금수익비용가감	894	945	124	577	588
유형자산감가상각비	606	603	578	583	598
무형자산상각비	25	24	20	20	19
기타현금수익비용	-60	318	-475	-25	-29
영업활동 자산부채변동	-335	-77	414	16	-69
매출채권 감소(증가)	-19	-20	161	-70	-50
재고자산 감소(증가)	-102	115	257	28	-93
매입채무 증가(감소)	-112	56	-8	51	66
기타자산, 부채변동	-102	-228	4	8	8
투자활동 현금	**-241**	**-777**	**-640**	**-741**	**-822**
유형자산처분(취득)	-224	-298	-418	-643	-720
무형자산 감소(증가)	-6	-7	-12	-13	-13
투자자산 감소(증가)	-12	-767	-250	-59	-62
기타투자활동	1	295	41	-26	-27
재무활동 현금	**-245**	**246**	**-88**	**-350**	**-250**
차입금의 증가(감소)	-186	-14	-20	-300	-200
자본의 증가(감소)	-60	-68	-68	-50	-50
배당금의 지급	60	68	68	50	50
기타재무활동	1	328	0	0	0
현금의 증가	**266**	**183**	**484**	**190**	**187**
기초현금	612	878	1,061	1,545	1,736
기말현금	878	1,061	1,545	1,736	1,923

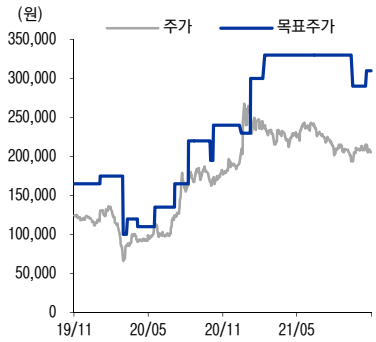
주: K-IFRS 연결 기준 자료: 한국타이어앤테크놀로지, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	9.9	13.1	7.8	7.6	7.0
P/B	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.2	3.9	3.3	2.7	2.3
P/CF	3.1	3.7	6.5	4.1	3.9
배당수익률 (%)	1.6	1.4	1.0	1.0	1.0
성장성 (%)					
매출액	1.3	-6.2	9.3	4.0	6.0
영업이익	-22.6	15.5	17.6	12.8	6.0
세전이익	-15.5	-2.0	43.3	5.3	7.2
당기순이익	-19.0	-10.3	75.2	1.9	7.5
EPS	-19.7	-11.2	78.4	2.4	7.5
안정성(%)					
부채비율	41.4	43.8	42.6	36.9	33.0
유동비율	193.0	263.2	302.3	365.2	394.3
순차입금/자기자본	11.2	0.6	-8.6	-14.1	-17.6
영업이익/금융비용	9.5	13.2	18.1	22.0	29.3
총차입금 (십억원)	1,741	1,759	1,831	1,531	1,331
순차입금 (십억원)	806	45	-691	-1,221	-1,650
주당지표 (원)					
EPS	3,387	3,006	5,364	5,494	5,905
BPS	57,774	59,556	64,743	69,837	75,342
CFPS	10,682	10,739	6,448	10,211	10,711
DPS	550	550	400	400	400

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:27 PC-1420

현대차 목표주가 추이

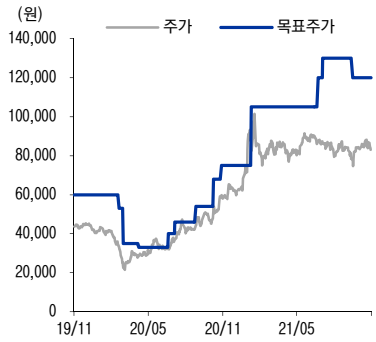


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 평균 대비
2015.11.09	변경	유지웅			
2019.11.20	Buy	165,000	-23.0		-27.3
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
2021.03.02	Buy	330,000	-26.2		-31.9
2021.10.05	Buy	290,000	-25.9		-28.3

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 평균 대비
2021.11.08	Buy	310,000			

기아 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 평균 대비
2015.11.09	변경	유지웅			
2019.11.20	Buy	60,000	-24.6		-30.4
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	-32.8		-35.5
2021.10.05	Buy	120,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 평균 대비

현대모비스 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 평균 대비
2015.11.09	변경	유지웅			
2019.12.06	Buy	300,000	-11.0		-24.3
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	-16.0		-21.0
2021.10.05	Buy	280,000	-2.5		-5.1
2021.10.29	Hold	280,000	-8.8		-11.5
2021.11.22	Hold	260,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 평균 대비

현대위아 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 평균 대비
2015.11.09	변경	유지웅			
2020.01.09	Buy	67,000	-20.7		-33.7
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	-18.3		-26.3
2021.10.05	Buy	110,000	-18.5		-25.5
2021.11.22	Buy	100,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 평균 대비

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:28 PC-1420

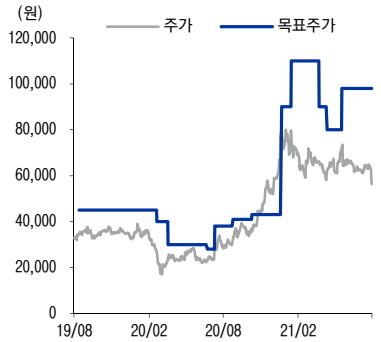
만도 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2015.11.09	변경	유지웅			
2020.01.07	Buy	45,000	-13.3		-25.7
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	-25.1		-36.0
2021.10.05	Buy	81,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 평균 대비

한온시스템 목표주가 추이

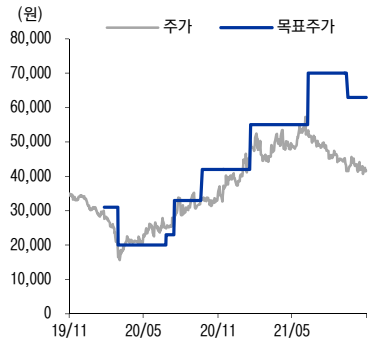


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2015.11.09	변경	유지웅			
2020.01.10	Hold	12,000	-5.8		-11.0
2020.03.19	Hold	10,000	-6.8		-10.8
2020.05.14	Hold	8,500		1.3	12.2
2020.07.17	Hold	10,000	10.0		-1.6
2020.08.12	Hold	11,000	67.7		24.6
2021.01.11	Buy	23,000	-18.0		-26.5
2021.10.05	Buy	20,000	-22.3		-25.3
2021.11.10	Buy	18,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 평균 대비

한국타이어앤테크놀로지 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2015.11.09	변경	유지웅			
2020.02.14	Hold	31,000	-8.9		-19.0
2020.03.19	Hold	20,000	39.0		12.7
2020.07.15	Hold	23,000		8.3	11.4
2020.08.04	Buy	33,000	6.8		-5.4
2020.10.12	Buy	42,000	10.8		-11.3
2021.02.08	Buy	55,000	4.2		-10.2
2021.06.29	Buy	70,000	-23.7		-31.8
2021.10.05	Buy	63,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 평균 대비

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:28 PC-1420

Compliance Notice

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

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 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

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

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

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

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.8% 6.2%	2018 년 10 월 25 일부터 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 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)

유지웅 기업분석팀 2021/11/22 10:34:30 PC-1420