

오토노마스 (Autono-MaaS)

Robo-Taxi의 확산과 부품업체의 변신

- Part I 총돌: MaaS vs 전통 자동차 산업
- Part II 탄생: 오토노마스 (Autono-MaaS)
- Part III 변신: 부품업체, 자동차를 만들다
- Part IV 종목별 투자의견



이베스트투자증권 **유지웅** 입니다.

2019년 들어서 글로벌 자동차 시장에서 가장 빠르게 변화하고 있는 분야는 Robo-Taxi 입니다.
캘리포니아 주에서는 전세계에서 구름처럼 몰려든 61개의 회사가 자율주행 테스트 허가를 받았고,
실제 자율주행 운송 서비스는 4개의 회사가 허가가 났습니다.
Level4의 완전자율주행의 시대가 열리고 있고 운송 서비스 (MaaS, Mobility as a Service)로 확대될 예정입니다.
줄임말로써는 Autono-MaaS 라고 불리는 새로운 시장이 열릴 예정입니다.

Autono-MaaS 시대의 특징은 1)잠재적으로 3천조원이 넘어가는 新시장의 개화, 2)MaaS-OEM간 파트너십 확대
3)Tier-1 Supplier 들의 OEM 역할 대체 등 크게 3가지로 구분해 볼 수 있습니다.
MaaS 시장은 완전자율주행 기능이 매년 개선되고 있기 때문에 잠재 시장가치가 매우 클 것으로 판단 됩니다.
따라서 이 시장에서는 압도적인 기술적 진보를 이루거나 해당 기술업체들, 그리고 플랫폼 보유 업체들과의 파트
너십을 확보한 업체가 장기적으로 살아남게 될 것입니다.
글로벌 OEM 중에서는 Toyota가 이러한 변화에 대비해 TRI-AD, Monet 등의 자체 Cluster를 구축했고,
미국에서는 특히 Non-OEM인 Waymo, Zoox, AutoX 등이 Autono-MaaS 시장의 초기진입 장벽을 구축한 상태
로 보여집니다.

자동차 브랜드 보다는 앞으로는 Tier-1 Supplier 들의 역할이 확대될 것으로 보여집니다.
이미 Mobile-플랫폼을 통해 자체 수요처를 확보한 MaaS 업체들 입장에서 자동차 브랜드는 더 이상 필요하지
않기 때문입니다.
이에 Tier-1 Supplier들 중 핵심 센서와 Actuation 기술을 갖춘 업체들은 장기적으로 MaaS 업체들로부터 파트
너십 요청이 올 수 밖에 없을 것입니다.
국내 Tier-1 Supplier 중 하나인 만도의 경우 올해 ADAS 매출액이 7천억원이 넘어 사상 최대 기록을 세우게 되
는데,
지속적으로 Non-Captive 볼륨이 증가하며 이에 대한 기업가치 재평가가 가능할 것으로 판단됩니다.

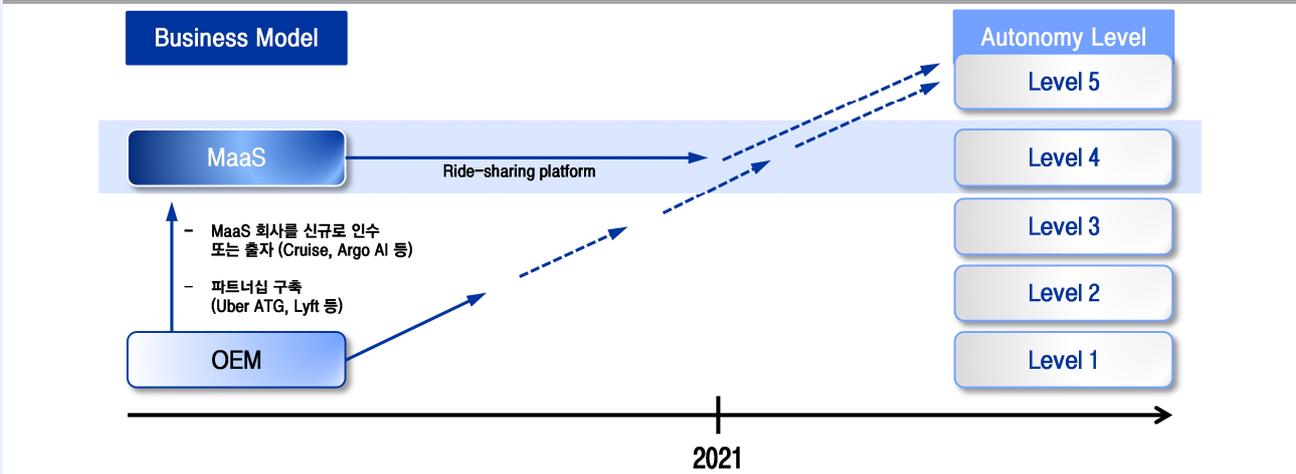
만도를 하반기 Top Pick으로 추천드리고, 추가로 평화정공, 엠에스오토텍도 산업내 포지셔닝이
현격히 격상되고 있어 의미있는 재평가가 가능해 질 것으로 판단합니다.

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



Key Charts

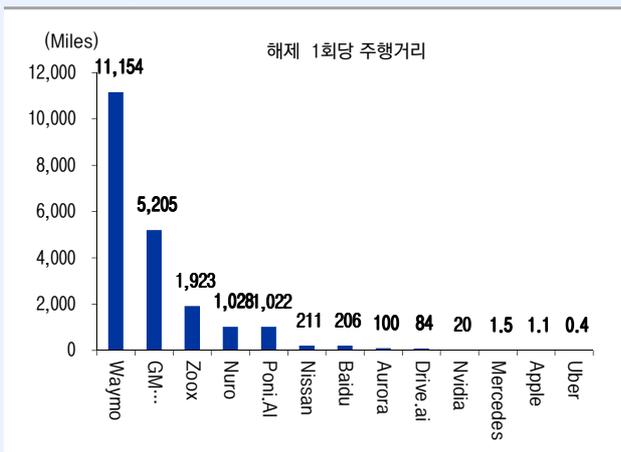
MaaS(Mobility as a Service) 업체와 전통 자동차업체간 비즈니스 비교: MaaS 업체들은 Level4 자율주행 기능을 갖춘 채 사업을 시작



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

- MaaS(Mobility as a Service) 업체는 Level 4 부터 시작, 기존 OEM 들은 경쟁 열위
- 2021 년부터 Robo-Taxi 시장의 확대 예상. MaaS 업체와 자동차 업체간 비즈니스 충돌 불가피

2018 년 California 내 Permit Holder 들의 해제(Disengagement) 1 회당 주행거리



자료: DMV, 이베스트투자증권 리서치센터

2020 년부터 자율주행 상업화를 계획중인 ZooX: 차량은 직접 생산하는 방법을 선택

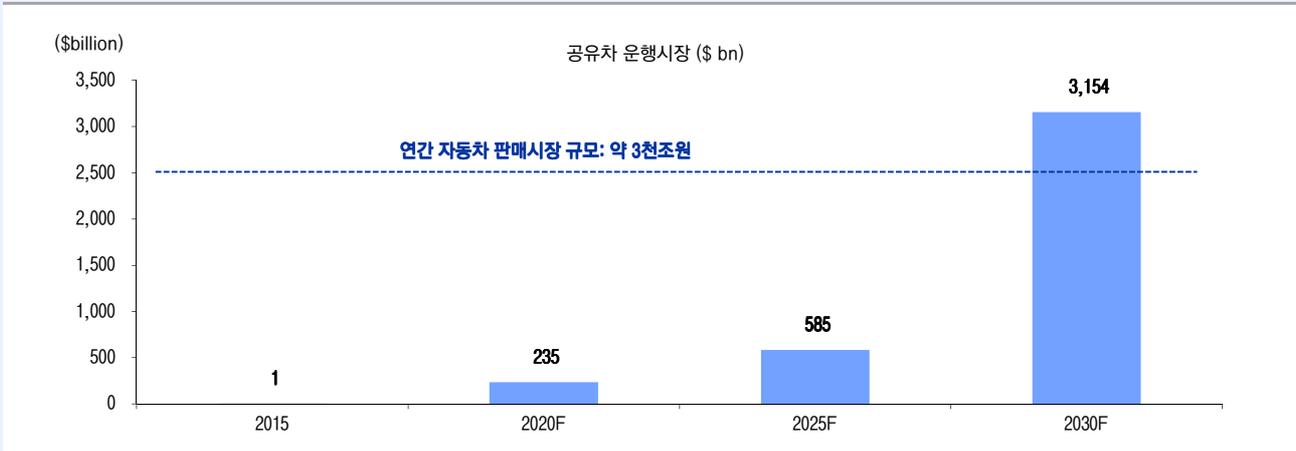


자료: ZooX, 이베스트투자증권 리서치센터

- California 주 에서는 시스템 해제 1 회당 Waymo 가 1.1 만마일의 자율주행거리 확보
- MaaS 업체들은 자체기술개발 뿐만 아니라 자체 차량제작까지 계획 중

Key Charts

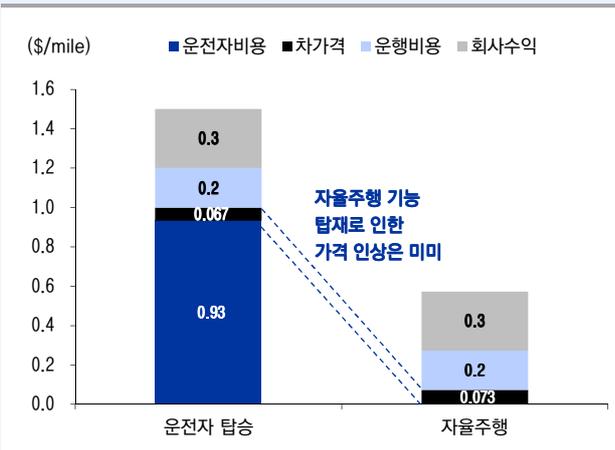
Ride-Sharing 의 시장 추이 및 전망: 2030년 경에는 자동차 판매 시장을 넘어설 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- MaaS 시장은 기존 자동차 대비 매출 승수가 급격히 증가, 2030년에는 자동차 판매시장을 추월할 것
- MaaS 기반으로 형성된 Robo-Taxi 시장은 따라서 부품업체들에게 거대한 신규시장을 제공

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



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

GM의 Cruise는 이미 Solid-State 기반 Lidar 업체 Strobe를 2017년에 인수 완료. 개당 \$100 수준까지 하락

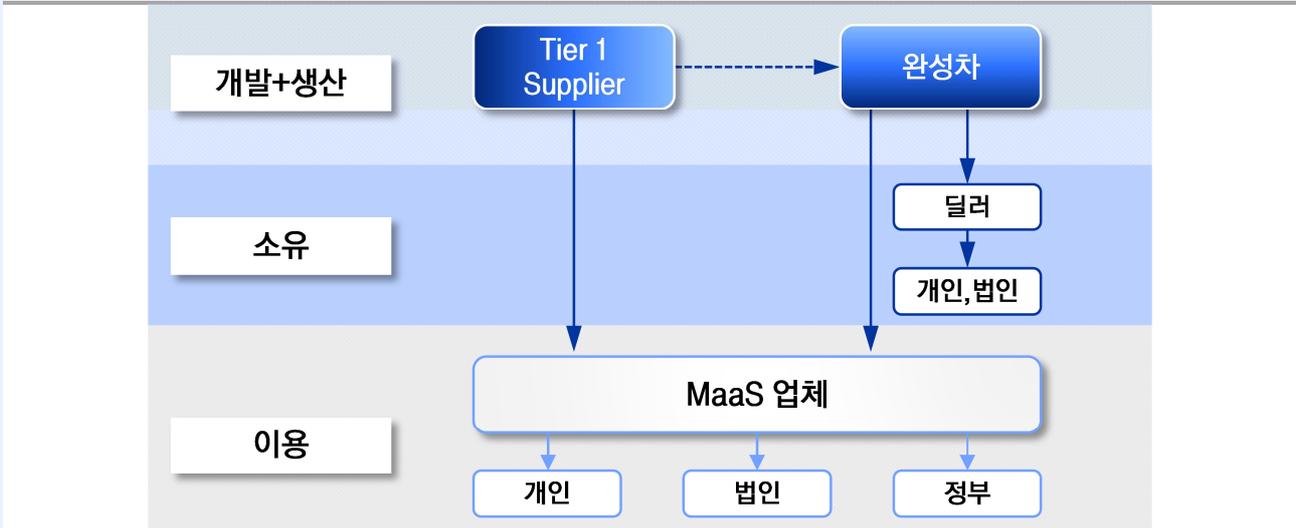


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- Driverless로 변경되면 MaaS 업체들의 운송비용은 극적으로 감소. 2025년부터는 상업화 확대
- Lidar 센서로 인한 기술적 장벽은 해소. Solid State 센서의 출현으로 \$100까지 하락

Key Charts

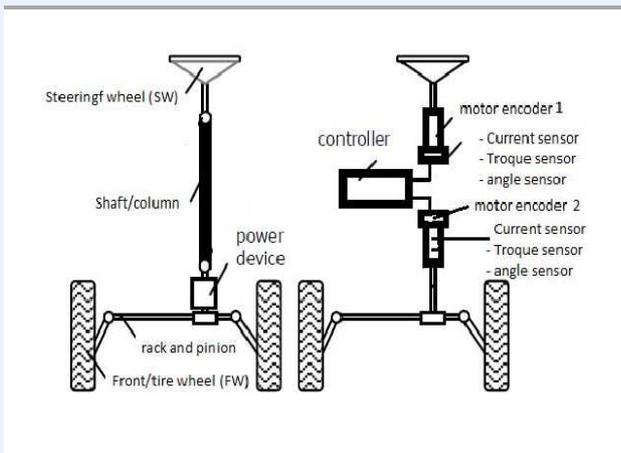
MaaS 시대로 변화함에 따라 Tier-1 Supplier의 역할은 확대되는 반면 완성차의 역할은 축소



자료: 2030 자동차 산업 CASE 혁명, 이베스트투자증권 리서치센터

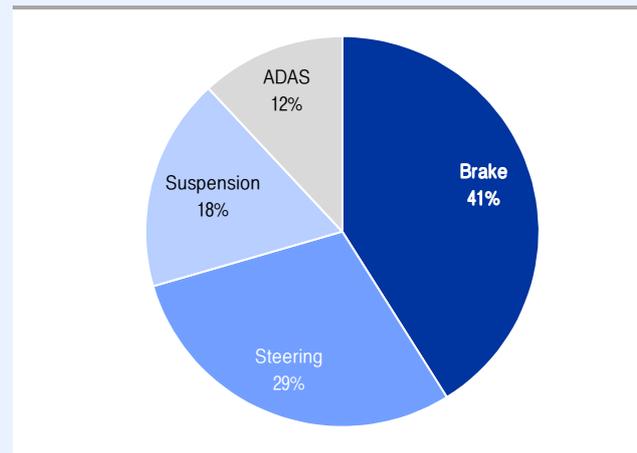
- Tier-1 Supplier가 MaaS 업체로 공급하게 되는 경우가 점진적으로 확대될 것
- Magna의 경우 이미 Lyft와 파트너십 체결을 맺었고, 실제로 위탁생산도 이뤄지고 있음

Steering By Wire(우측 그림): 자율주행 차량은 ECU가 직접 핸들을 Control 하기 때문에 기존에 핸들과 rack bar를 잇는 shaft가 Wire로 교체



자료: Semantic Scholar, 이베스트투자증권 리서치센터

만도의 포트폴리오 비중: 전장화 트렌드 변화에 최적의 포트폴리오를 갖추고 있음



자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터

- Autonomous 자동차에 필요한 제품군들: Steering-By-Wire, IDB 등 전동화가 대세
- 제동, 사시, 서스펜션, ADAS 사업군으로 이뤄진 만도는 Autono-MaaS 시대 최적의 포트폴리오 보유

자동차 Overweight

오토노마스(Autono-MaaS)

로보택시의 확산과 부품업체의 역할 변신

Contents

Part I	총론: MaaS VS 전통 자동차 산업	7
Part II	탄생: 오토노마스 (Autono-MaaS)	15
Part III	변신: 부품업체, 자동차를 만들다	31
Part IV	종목별 투자의견	43

기업분석

만도 (204320)	44
현대모비스 (012330)	51
평화정공 (043370)	57
엠에스오토텍 (123040)	63
Aptiv (APTV US)	67

Part I

총돌: MaaS vs 전통 자동차산업

MaaS(Mobility as a Service) 업체와의 불편한 동거

본격적인 자율주행 기술에 대한 Race가 시작되었습니다. 미국 California에서는 자율주행 Test를 할 수 있는 허가를 내주고 있는데, 2018년 기준 약 20여개 업체들의 기록이 공개되었습니다. Waymo(Alphabet의 자회사)를 필두로 운송 사업을 하려는 업체들의 기록이 전통 자동차 업체들을 압도적인 차이로 뛰어 넘고 있습니다. 완성차와 MaaS 업체들간의 비즈니스 모델 자체가 다르기 때문입니다. MaaS 업체들은 비즈니스 모델 자체가 Level 4 자율주행을 기반으로 하고 있기 때문에, 이러한 격차는 더욱 벌어질 수 있습니다.

2018년 기준, 자율주행 기술에서 1위를 차지하고 있는 Waymo의 경우 자율주행 시스템 해제 1회 당 1.1만마일의 주행기록을 보유하고 있고, 이 밑으로는 Nissan 이 해제 1회당 약 211마일 수준의 기록을 보유하고 있습니다. 전통 자동차 업체들과 MaaS 업체들과의 격차는 이미 크게 벌어진 상태이나 자동차 업체들은 강점을 지닌 제조기술을 기반으로 MaaS 업체들과의 파트너십 확대 로 MaaS 시장에서의 입지를 구축할 것으로 예상됩니다.

MaaS와 전통 자동차산업과 충돌

MaaS, 출발시점 자체가 다르다

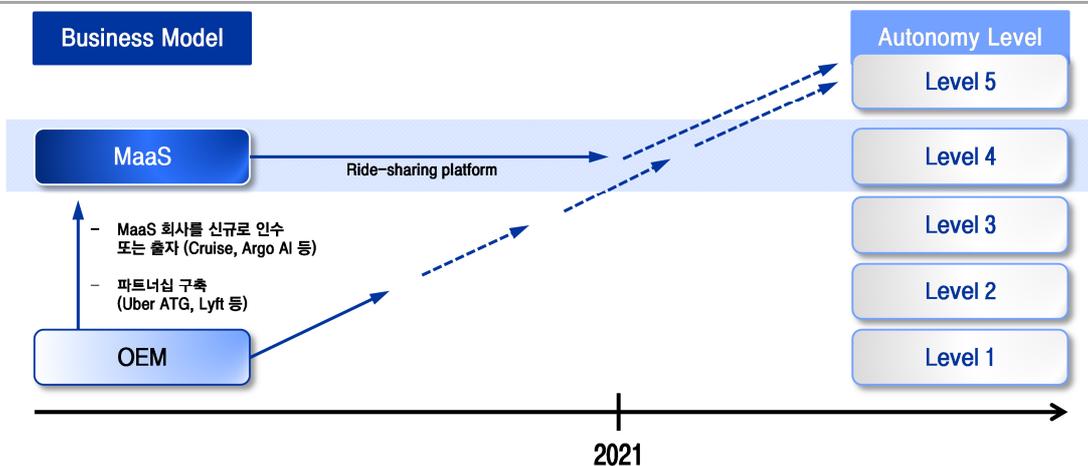
Level4 단계부터 시작하는 MaaS 업체들

MaaS(Mobility as a Service), 즉 모바일 기반 호출 운송 시장이 새롭게 형성되기가 3년이 되기도 무섭게 전통 자동차 업체들과의 기술경쟁이 시작된 것으로 보인다. 하지만 MaaS 업체들과 자동차 업체들의 궁극적인 지향점은 같으나, 시작점은 크게 다르다. 자본시장으로부터 신규로 모집되는 자금을 기반으로 기술개발에 나서는 MaaS 업체들은 진입 초기부터 Level 4 자율주행, 즉 완전자율주행을 기반으로 한 서비스에 나서려 하고 있기 때문이다.

Alphabet의 자율주행 서비스 자회사인 Waymo를 포함, Zoox, AutoX, Pony ai 등 다양한 스타트업 회사들이 대규모 자본력을 바탕으로 이미 robo-taxi 서비스를 시작했거나 적어도 2020년부터는 할 예정이다. SAE(미국 자동차 공학협회)에서 규정하는 Level4 자율주행은 운전자가 여전히 필요한 상황이지만, 실제로 Waymo 가 기록하고 있거나 내놓고 있는 데이터들(ex. 시뮬레이션 상 10억마일 운행, California에서 2018년 1백 30만 마일 운행)을 보면 이미 기존 후발주자들과의 격차가 매우 크다. 자연스럽게, 향후 Robo-Taxi 사업에 대해 기대감을 가지게 될 수 밖에 없다.

MaaS 업체들은 대체로 2022년 경이 넘어서면서 Autono-MaaS, 자율주행 기반의 MaaS 사업을 본격적으로 전개할 예정이다. 이 과정에서 이미 Level4 수준의 기술확보가 이뤄지지 못하거나 Ride-hailing 플랫폼을 구축하지 못한 자동차 업체들과의 충돌이 예상되는 한편, 기존 자동차 업체 또는 Tier-1 부품업체들과의 협업도 매우 빈번히 이뤄지고 있어 장기적으로는 기존 업체들간의 승자와 패자가 뚜렷하게 갈리게 될 가능성이 큰 것으로 보인다.

그림1 MaaS(Mobility as a Service) 업체와 전통 자동차업체간 비즈니스 비교: MaaS 업체들은 Level4 자율주행 기능을 갖춘 채 사업을 시작



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표1 주요 업체별 자율주행 시행과 관련된 발표 사항: 2019년 6월 이후 집중적으로 발표 시작

MaaS 신규진입자	Level 4 Milestones
Waymo	<ul style="list-style-type: none"> - 시뮬레이션 상 100억 마일 자율주행 테스트 완료 - California에서 직원/게스트 대상 Taxi 서비스 허가 획득 (2019. 7) - Arizona주 Phoenix시에서 자율주행 택시 가동 (2018. 11) - California에서 Driverless car testing permit 유일하게 획득 (2018. 10)
Uber	<ul style="list-style-type: none"> - ATG(Advanced Technology Group) 설립 - Masabi(Mobile Ticketing, Payment 업체) 와 파트너십 (2019. 7)
Lyft	<ul style="list-style-type: none"> - Aptive와 Las Vegas 무인택시 Pilot Program 결성 (2018) - Phoenix시에서 Waymo기반 서비스 시작(2019. 7)
Didi Chuxing	<ul style="list-style-type: none"> - Didi Woya Technology 설립 (2019. 3) - BAT 3사 이후 처음으로 북경시내 자율주행 테스트 허가 획득 (2018. 9) - 캘리포니아에서 자율주행 허가 획득(2018. 5)
Monet	<ul style="list-style-type: none"> - 일반차량 기반 MaaS 영업 시작(2019. 2) - 2020년까지 자율주행 기반 MaaS (Autono-MaaS) 영업 시작 (2019. 2)
Zoox	<ul style="list-style-type: none"> - California에서 자율주행 택시 서비스 허가 획득 (2018. 12) - 2020년 완전자율주행 차량의 '직접 양산' 시작
Autox Technologies	<ul style="list-style-type: none"> - NEVS와 함께 로보택시 대량양산 Pilot 가동 발표 (2019. 07)
Pony.ai	<ul style="list-style-type: none"> - 직원들 대상으로 완전자율주행 프로그램인 PonyPilot 가동 (2019. 4) - Full-stack platform PonyAlpha 발표 (2018. 9)
e.GO Mobile	<ul style="list-style-type: none"> - Tier-1 Supplier ZF와 함께 2019년 말 부터 자율주행차 공급 (2019. 1)
전통 자동차 업체	
Toyota	<ul style="list-style-type: none"> - 계열 부품회사들과 자율주행전용 칩 JV 결성(2019. 7) - 스바루, 마쓰다 등 5개 업체들이 Monet에 투자 결정 (2019. 7)
VW	<ul style="list-style-type: none"> - Ford의 자율주행 유닛 Argo AI에 \$2.6billion 투자 결정. 2021년 양산 (2019. 7) - Sedric 컨셉트로 스쿨버스나 자율주행 버스 2025년에 양산 (2019. 1)
GM	<ul style="list-style-type: none"> - 자율주행 자회사 Cruise의 2019년 DMV permit 지연
Daimler	<ul style="list-style-type: none"> - Vision Urbanetic 발표 (2018. 9) - BMW와 함께 2024년 아우토반 전용 자율주행차 양산 발표 (2019. 7)
르노-닛산	<ul style="list-style-type: none"> - Waymo와 함께 프랑스/일본 등에서 사용될 자율주행차/기술 협력 발표(2019. 6)
Tier-1 부품업체	
Aptiv	<ul style="list-style-type: none"> - Fleet Management를 위해 Hertz와 파트너십(2018.7) - 2020년 Full Level4 기반 완전자율주행 시현 예정 (2019. 3)
Magna	<ul style="list-style-type: none"> - Waymo로 사용되는 Jaguar I-Pace 생산 (2019)
Bosch	<ul style="list-style-type: none"> - 디지털 시스템이 대거 탑재된 자율주행 셔틀 공개 (2019. 1) - 2020년대 중반경 자율주행 셔틀시장 대폭 확대 예측 (2019. 1)
ZF	<ul style="list-style-type: none"> - e.GO Mobile, Transdev와 함께 2019년말부터 자율주행차 양산 (2019. 1)
현대모비스	<ul style="list-style-type: none"> - Yandex와 2020년에 자율주행 택시 프로토타입 개발 (2019. 7)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

이미 시작된 무한경쟁의 Race: 2020년부터 자율주행 업체들 대거 출현할 것

2020년부터는 자율주행 기반 MaaS 사업이 전세계적으로 시작된다. 이를 알 수 있는 명확한 척도 중 하나로 California주에서 자율주행 Test 참여 업체들의 레코드를 참고할 수 있다. 전세계 자율주행에 대한 공공기관의 지지가 가장 적극적인 곳은 California주이기 때문에 MaaS 업체들을 포함한 자동차/부품 업체들도 적극적으로 이 지역에서의 참여도를 높이고 있다. 2018년도 기준, 이 지역에서 자율주행 Test Permit을 받은 업체는 총 61개 업체에 달하고 있고 **국내 업체 중에서는 만도와 삼성전자가 포함된다.**

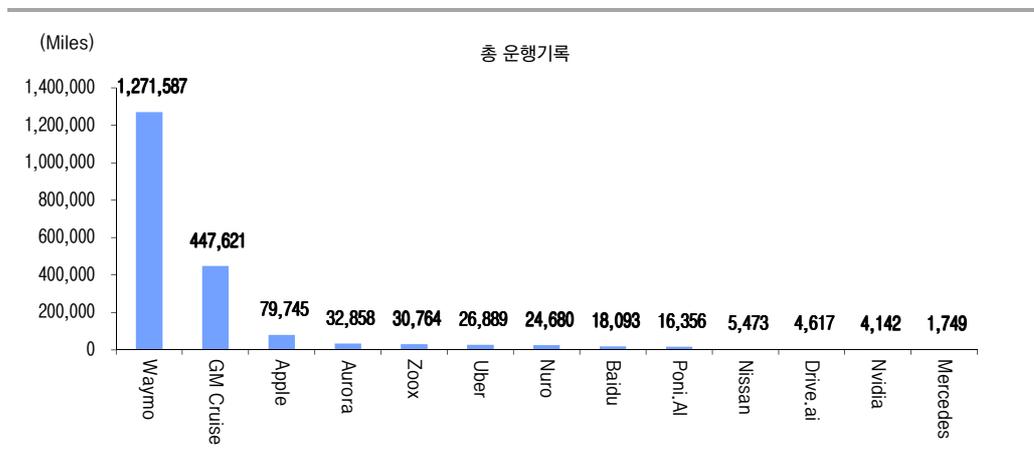
한편 CPUC(California Public Utilities Commission)에서는 자율주행 Test가 아닌 실제 자율주행 기반 운송 허가를 관할하고 있는데, 지난 2018년 12월을 Zoos를 시작으로 AutoX, Pony AI, Waymo등 총 4곳의 MaaS 업체들에게 Permit을 부여했다. Waymo를 제외한 이들 업체들은 California주 내에서의 운행 레코드는 뒤지는 편이지만 CPUC로부터의 Permit은 선제적으로 확보되었기 때문에 이미 Waymo와 대등한 수준의 자율주행 시스템을 확보한 것으로 판단된다.

표2 DMV와 CPUC의 자율주행 참여기관 비교: 지난해 말부터 CPUC에서는 자율주행 운송을 4개 업체에 Permit 공유

기관	DMV (California Department of Motor Vehicle)	CPUC (California Public Utilities Commission)
Permit		Autonomous Carrier Permit
해당 업체		Zoos, AutoX, Pony AI, Waymo 등 4곳
Permit	Driverless Testing (With Human Drivers)	
해당 업체	Waymo 등 61개 업체 (국내업체는 만도, 삼성전자 2곳)	
Permit	Driverless Testing (Without Human Drivers)	
해당 업체	Waymo 1곳	

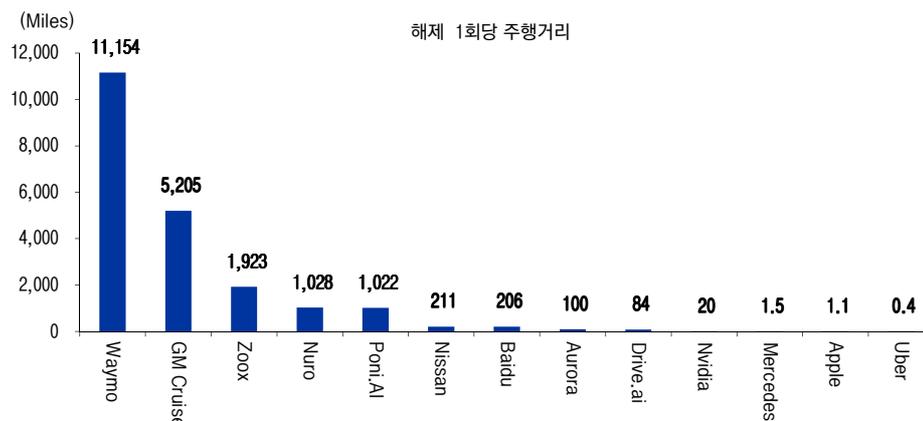
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 2018년 California 내 Permit Holder들의 해제(Disengagement) 1 회당 주행거리: Waymo에 이어 Apple이 압도적으로 운행기록 상승 중



자료: California DMV, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 2018년 California 내 Permit Holder 들의 해제(Disengagement) 1 회당 주행거리



자료: California DMV, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 완전자율주행에 가장 근접한 기술 보유한 4개 스타트업 업체 (Waymo 제외)

업체	Zoox	AutoX	Pony. AI	Waymo
CPUC 허가 취득일	2018. 12	2019. 6	2019. 6	2019. 7
설립일	2014	2016	2016	2009
국적	미국	미국	중국	미국
차량 양산방식	차량을 자체 생산 자율주행 시스템 자체생산	스웨덴 제조사 NEVS와 합작 자율주행 시스템은 자체개발	자율주행 시스템은 자체개발	FCA, Jaguar로부터 차량 구매 자율주행 시스템은 자체개발
Autonomous 서비스 개시	2020	2018. 8	2019. 1에 WeChat기반 시작	2018. 12에 Phoenix에서 시작
서비스 형태	Robo-Taxi	Grocery Delivery 등 비승객호출 사업	Robo-Taxi	Robo-Taxi

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

이들 업체들의 공통점은 대부분 2014년경 전후에 설립이 되었고 2020년부터는 실제로 자율주행 운송 서비스를 목표로 하고 있는 점이다. 차량은 대부분 Waymo와 마찬가지로 OEM들로부터 공급받는 방식을 택하고 있으나 자율주행 시스템은 자체개발을 목표로 하고 있고, Zoox의 경우 전용 Fleet의 조립을 전공정 직접 이루려는 계획을 갖추고 있다. 이 경우, Auto-MaaS 시대 OEM이 할 수 있는 역할 중 하나가 필요 없어지게 되는 셈이다.

한편 캘리포니아에 출현한 자율주행 업체 중에는 중국 업체들도 이미 포진되어 있다. 이는 이미 중국내 에서 자율주행 test가 상당히 이뤄졌음을 의미한다. 중국에서는 T1~T5(T5는 완전자율주행)의 단계로 자율주행 test 허가가 주어지는데, Baidu나 Pony.AI의 경우 각각 T4, T3의 라이선스를 획득했다. Baidu의 경우 북경에서 발생한 자율주행 License 중 유일하게 가장 높은 T4를 지난 7월에 획득했다. Pony.AI의 경우 2016년에 기존 Baidu의 자율주행 개발자들이 설립한 경우인데, Pony Alpha라는 회사를 2018년도에 설립, 자체적으로 full-scale의 자율주행 시스템을 구축했다.

국내에서 자율주 부품업체 중 유일하게 DMV로부터 permit을 획득한 만도의 경우 자율주행 Test를 현지에서 아직 시작한 단계는 아니지만, 국내에서 유일하게 통합 Active Safety System을 구현하고 있고 최근 한국 판교에서도 자율주행 브랜드 Hockey를 출범해 장기적으로 미국 시장에서도 역할이 확대될 것으로 판단된다.

그림4 Zoox: 차량제조, 자율주행 시스템을 자체 제작



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 중국내 T4 License 를 획득한 Baidu



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

자율주행 Package의 수요처는 자동차회사가 아닌 MaaS 업체

기존 Delphi가 분사하며 자율주행만 Kit를 주로 공급하는 Aptiv는 최근의 인터뷰에서 2020년부터는 완전자율주행 Kit이 이뤄질 것으로 언급했다. Aptiv는 현재 Bosch, Continental과 더불어 세계 최고 수준의 기술력을 보유하고 있을 뿐 아니라 Lyft와도 사실상 파트너십 관계에 있다. 특히 Aptiv는 Lyft에 퓨전 센서 패키지 직접 공급하는 방식을 택해 왔기 때문에 사실상 향후 고객사는 OEM들에 국한되지 않을 것이다. 오히려 MaaS 비즈니스가 아닌 판매 비즈니스를 주로 하는 OEM들은 Level 4/5 패키지를 양산차에 공급하는데 상대적으로 더 어려움을 겪을 가능성이 크다.

일반적으로 Level4/5로 가게 되면서 자율주행 패키지의 가격은 급상승 추이를 보일 것이다. 그림 6에서 보이는 것처럼 완전자율주행 Kit는 전/후방, 측면에 까지 레이더/카메라/센서가 총 6~8개 이상씩 소요되며, 다수의 Solid-state lidar도 각 면에 부착되어 엄청난 가격상승을 이루게 되고 현재가격 기준으로는 대당 1천만원 이상까지 올라간다.

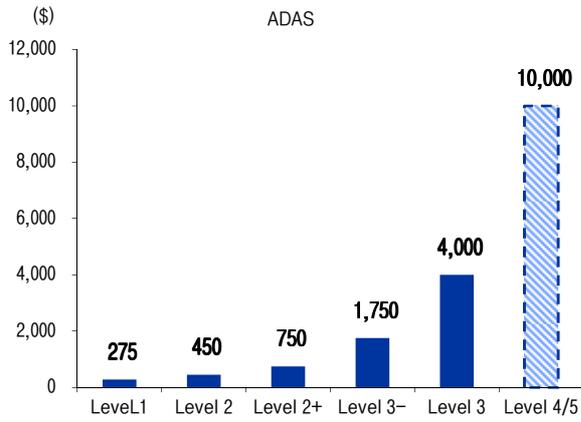
부품업체들의 기술개발이 Level4/5 양산단계에 이른다 하더라도 이러한 완전자율주행 Kit를 자동차 업체들이 본격적으로 선택할 가능성은 크지 않다. 반면 MaaS에서 사용하는 비즈니스 모델은 자동차 판매에서 나오는 이익이 아니라, 차량의 라이프 사이클에서 얻어지는 이익이다. 매출액 기준으로 보면, 3천만원 vs 1억원 가량의 비교가 될 수 있다. 호출/배차 시스템이 고도화 되며 Robo-taxi의 연간 운행 km가 10만km로 가정시 대당 매출액은 1억원이 넘어가기 때문에 Level 4/5 시스템 채용에 문제가 없는 것이다.

그림6 Tier-1 Supplier Aptiv: 2020년부터 완전자율주행 Kit 제공



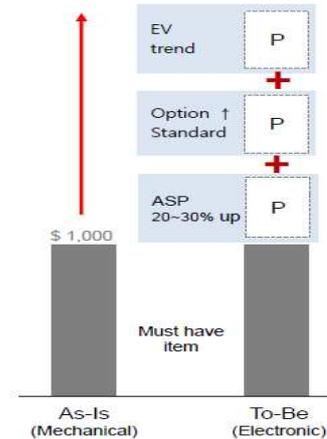
자료: Aptiv, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 자율주행 Level에 따라 ADAS 가격 상승 변화



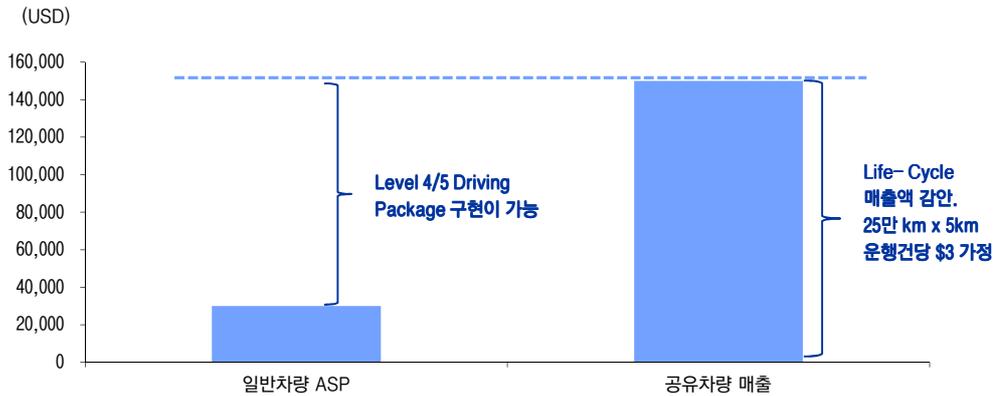
자료: Aptiv, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 기존 Mechanical Chassis(제동, 조향, 현가)의 가격 변화



자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 자동차 판매 VS 차량공유 매출 비교



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 건당 5km의 주행거리를 가정한 Autono-MaaS 차량의 매출액 Simulation (in USD)

운행 거리		5km 당 평균 fare(USD)								
운행 KM	5KM 건수	1.0	1.5	2.0	2.5	3.0	3.5	4.0	4.5	5.0
100,000	20,000	20,000	30,000	40,000	50,000	60,000	70,000	80,000	90,000	100,000
150,000	30,000	30,000	45,000	60,000	75,000	90,000	105,000	120,000	135,000	150,000
200,000	40,000	40,000	60,000	80,000	100,000	120,000	140,000	160,000	180,000	200,000
250,000	50,000	50,000	75,000	100,000	125,000	150,000	175,000	200,000	225,000	250,000
300,000	60,000	60,000	90,000	120,000	150,000	180,000	210,000	240,000	270,000	300,000
350,000	70,000	70,000	105,000	140,000	175,000	210,000	245,000	280,000	315,000	350,000
400,000	80,000	80,000	120,000	160,000	200,000	240,000	280,000	320,000	360,000	400,000
450,000	90,000	90,000	135,000	180,000	225,000	270,000	315,000	360,000	405,000	450,000
500,000	100,000	100,000	150,000	200,000	250,000	300,000	350,000	400,000	450,000	500,000
550,000	110,000	110,000	165,000	220,000	275,000	330,000	385,000	440,000	495,000	550,000
600,000	120,000	120,000	180,000	240,000	300,000	360,000	420,000	480,000	540,000	600,000
650,000	130,000	130,000	195,000	260,000	325,000	390,000	455,000	520,000	585,000	650,000
700,000	140,000	140,000	210,000	280,000	350,000	420,000	490,000	560,000	630,000	700,000

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

전통 자동차 업체의 MaaS 진입

VW과 Ford의 자율주행차 개발: 사실상 가장 늦은 대형 OEM

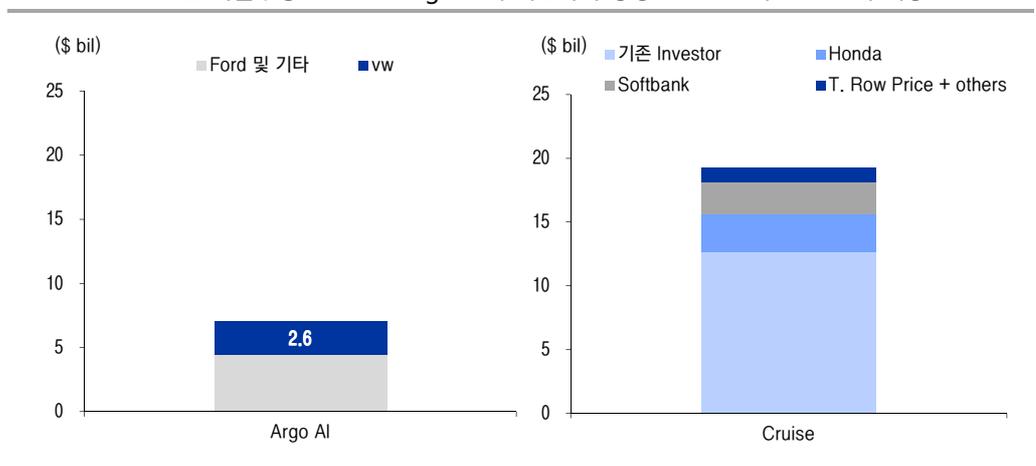
폭스바겐은 지난주 Ford와 함께 자율주행 기술 확보를 위한 공동 투자 전략을 발표했다. 지난 3월에 발표했던 MEB 플랫폼 라이선스 아웃에 이어 올들어 두번째로 대규모 스케일의 전략적 변경이다. 현재 Ford가 초기에 투자해 놓은 자율주행 업체 Argo AI에 \$2.6billion 가량 투자한다는 내용인데, 금번 투자를 통해 Argo AI의 밸류에이션은 \$7billion에 달하게 되었다.

폭스바겐은 2018년부터 완전자율주행 기반 운송수단에 대해 언급해 왔으나 실제 가동 시점에 대해서는 2025년으로 언급해 왔다. MEB 플랫폼을 통해 친환경차 시장에서는 앞서가는 반면 Autonomous-MaaS 분야에 있어서는 GM, Toyota에 비해 뒤쳐지는 형국이다. Sedric이라고 불리어 왔던 기존의 자율주행 형태의 shuttle 비즈니스 성공 여부 자체가 상당히 모호한 평가를 받아온 후 경쟁 업체들이 먼저 치고 나가는 형국으로 발전한 상태다.

GM의 경우 이미 자회사 Cruise는 지난 1년간 Softbank, Honda 등 전략적 투자의 증가 및 자체 추가 투자, 그리고 최근에 재무적 투자자들까지 대거 가세하며 \$19billion 수준으로 크게 증가했다. Cruise의 경우 이미 기 개발된 BEV Bolt 차량까지 GM에서 보유하고 있기 때문에 사실상 Waymo와 견줄 수 있는 유일한 업체로 평가 받고 있다. Toyota의 경우 Uber-Softbank와의 연합을 이루고 있고, 자체 자율주행 시스템을 확보를 위해 전년부터 TRI-AD를 구축, 2020년 공개될 e-Palette 기반 Autono-MaaS 구축을 2018년초부터 준비해 왔다.

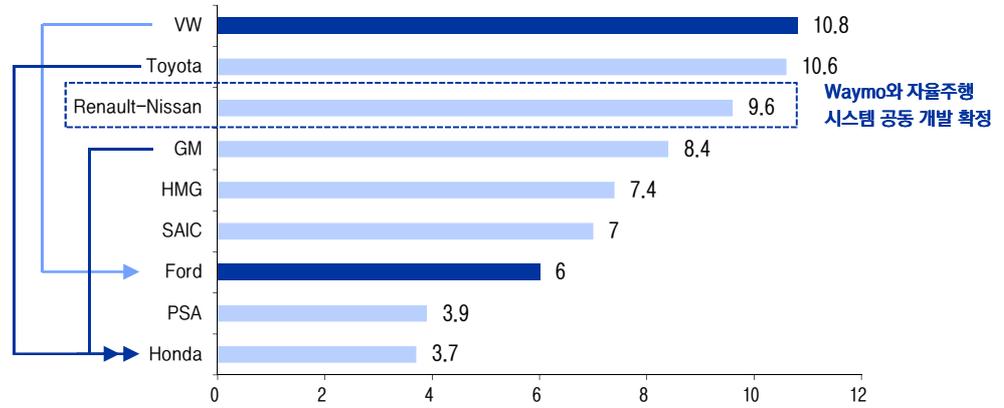
따라서 가장 늦은 폭스바겐의 이러한 행보는 기존 자동차 회사들의 늦은 행보를 다시한 번 확인시켜주는 사례인 것으로 보여진다. 독일에서는 오히려 기술기반이 강한 Bosch, Continental, ZF 등 Tier-1 Supplier들이 MaaS 업체들에게 적합한 자율주행 플랫폼을 공개하고 있어 오히려 부품업체들에게 더욱 큰 기회요인들이 발견되고 있다.

그림10 VW-Ford 간 자율주행 Alliance: Argo AI의 기업가치 향상으로 GM의 Cruise에 대한



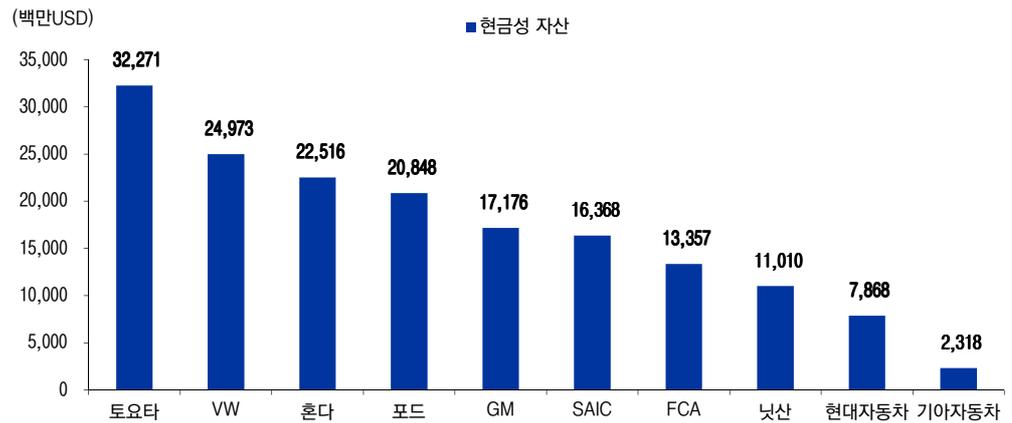
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 폭스바겐이 자율주행 공동투자 요청을 한 이유: GM의 경우 이미 Cruise를 기반으로 파트너사 확보(Softbank 및 Honda). Toyota의 경우 e-Palette 기반 MaaS 플랫폼 기획보



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 주요 OEM 별 Net Cash 비교



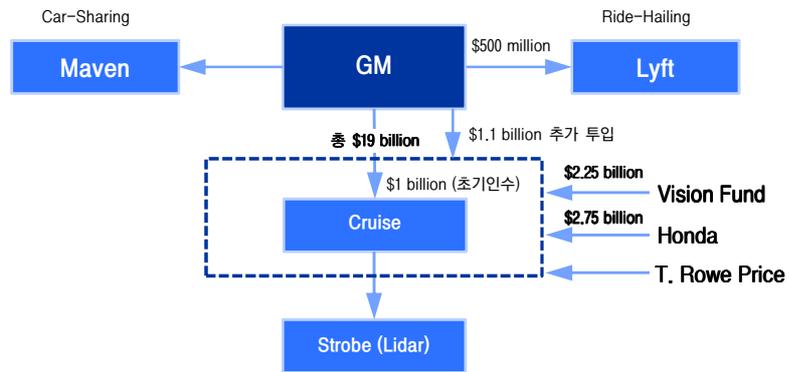
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 독일의 경우 자동차 회사보다는 부품업체가 오히려 더 빠른 행보를 보이고 있음



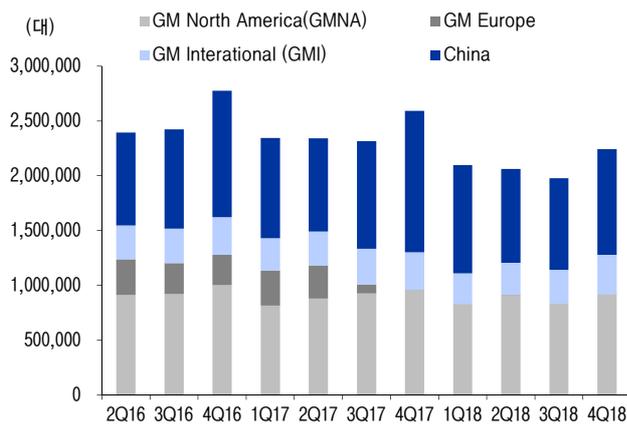
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 GM의 Cruise 투자 및 타 MaaS 서비스에 대한 투자 현황(Maven 은 단독 출자)



자료: GM, 언론, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 GM의 경우 International Operation 을 과감하게 줄인 후 미래사업에 투자를 집중시키는 형태를 보이고 있음



자료: GM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 GM은 의사결정 자체가 Ford 대비 약 2년간 앞섬. Ford의 경우 자체 플랫폼 대신 파트너십(Rivian)을 선택



자료: Rivian, 이베스트투자증권 리서치센터

현대차그룹의 개발 방향성: 향후 2년간 고속 투자기간 진입

현대차그룹의 경우 MaaS 사업 전개에 있어 타 OEM에 비해 지리적 disadvantage가 크다. 국내법 상 MaaS 호출 서비스가 카카오 택시에 국한되어 있기 때문이다. 반면 해외 시장에서는 빠른 속도로 스타트업 MaaS 업체들과 파트너십을 넓혀나가고 있고, E-GMP(Electric Global Modular Platform) 자체적으로 개발하고 있어 양산이 준비되는 시점인 2021년부터는 의미있는 비즈니스 모델의 변화를 기대해볼 수 있다.

현대차는 지난 3월 CEO Investor Day를 통해 향후 5년간의 투자계획을 밝혔다. 5년간 비전통분야에 총 15조원을 투자할 계획임을 밝혔고, 그 중 가장 큰 비중으로 약 6.5조원의 모빌리티 투자 계획을 밝혔다. 이와 별개로, 2.5조원가량은 자율주행 분야에만 추가로 투자할 계획임을 밝혔다. 또한 이와 동시에 Grab, Ravv, Car Next Door 등 글로벌 MaaS 업체들에 지분투자가 시작되어 사실상 국내보다 해외 시장에서 Mobility 분야에 대해 의미있는 투자가 진행되고 있다고 볼 수 있다.

Robo-Taxi 사업의 경우 2021년경에 기술분야 투자를 완료하고 2024년부터는 상용화에 나설 것으로 예정되어 있다. 특히 최근에는 러시아의 Yandex와 공동으로 자율주행 차량 개발에 나선 것으로 알려졌으며, 현대모비스가 핵심 파트너로 지정되어 개발이 시작되었다. 핵심 기술로는 만도로부터 공급받는 HDA2 탑재 차량이 올해 GV80부터 첫 도입이 되는데, 고속도로에서 실제 차선교체가 가능한 현존하는 양산 기술 중 가장 진보된 Level 2+ 수준의 시스템 개발이 완료되었다.

현대차는 투자비가 상대적으로 거대하게 들어가는 전기차 분야에선 현대모비스와 타 계열사로 역할이 배분되며 이에 대한 투자부담이 상대적으로 적다. 리튬이온 배터리 팩, e-Axle 등 신규 파워트레인에 대한 시스템매출은 2013년부터 이미 현대모비스로 이관되어 개발되고 있고, 차후 현대위아와 현대트랜시스의 경우도 e-4WD개발이 이뤄지고 있어 차후 각자 업사이드 포텐셜이 뚜렷하게 나타날 것으로 기대된다. 이러한 모델은 Toyota가 전동차 개발을 위해 계열 부품회사들과 출자하여 만든 TRI-AD, Blue Nexus 등과 유사한 형태를 띄고 있다.

그림17 현대차그룹 자율주행 기술개발 전략: 2021년 Robo-Taxi 사업 상용화 계획



자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 현대차 향후 5년간 신규사업분야 투자 계획

투자금액	분야	내용
6.4조원	모빌리티	공유 플랫폼 개발, 데이터 관리
3.3조원	전동화	EV전용 플랫폼, 14개 이상 EV신모델
2.5조원	자율주행, 커넥티비티	소프트웨어, 지도 등
2.5조원	기타	선형개발 및 R&D 지원

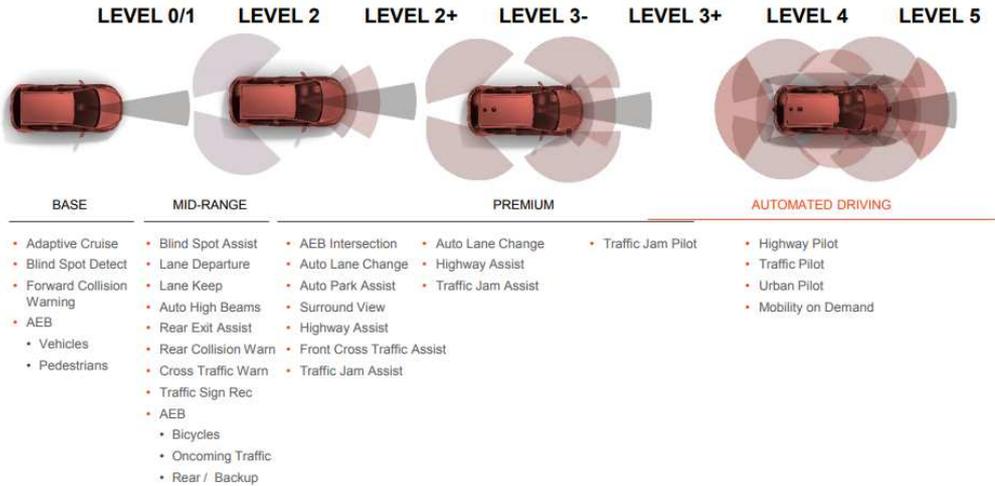
자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 현대차의 글로벌 모빌리티 플랫폼 투자 시작: 지역별 핵심업체 투자 및 발굴시작



자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 안전운전기술의 진행: 올해 GV80부터 LEVEL 2+ 이상 급으로 분류되는 Auto Lane Change 기능이 새롭게 탑재 (현대차 기준 HDA2)



자료: Aptiv, 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

탄생: 오토노마스 (Autono- MaaS 의 탄생)

Autono-MaaS의 개화, Toyota가 이끈다

자율주행차 상업화를 위해 가장 필요한 요건 중 하나인 높은 기술에 의한 가격 장벽이 무너지고 있습니다. 전방의 물체를 스캐닝해 형체를 인식하는데 최적화된 Lidar 센서가 기존 고가의 Mechanical 방식에서 저가의 Solid-State 방식으로 전환되고 있기 때문입니다. 개당 \$100 남짓한 Lidar 센서가 전,후,측방 여러군데 적용되기 시작했는데, 이는 기존에 \$80,000 에 달하던 기계식 방식을 완전 대체하기 시작해 자율주행에 필요한 기술적 장벽이 사실상 해소되기 시작했습니다.

Autono-MaaS는 자율주행 기반의 MaaS를 뜻합니다. Toyota는 지난 2018년 CES에서 발표한 e-Palette를 상업화 시키기 위해 전기차개발(Blue Nexus) - 자율주행차 개발(TRI-AD) - 공유 플랫폼(Monet)에 이르는 밸류체인에 각각 투자를 완료했습니다. GM과 더불어 가장 앞서나가는 것으로 알려져 있어 Toyota와 계열 부품업체들의 역할은 향후 다른 Supplier들의 방향성을 제시할 것으로 보입니다.

Autono-MaaS의 탄생

무인차와 라이드 셰어링의 결합, 'Autono-MaaS'

Ride-Sharing 시장의 규모: 자동차 판매 시장을 능가하기 때문에 모두가 뛰어든다

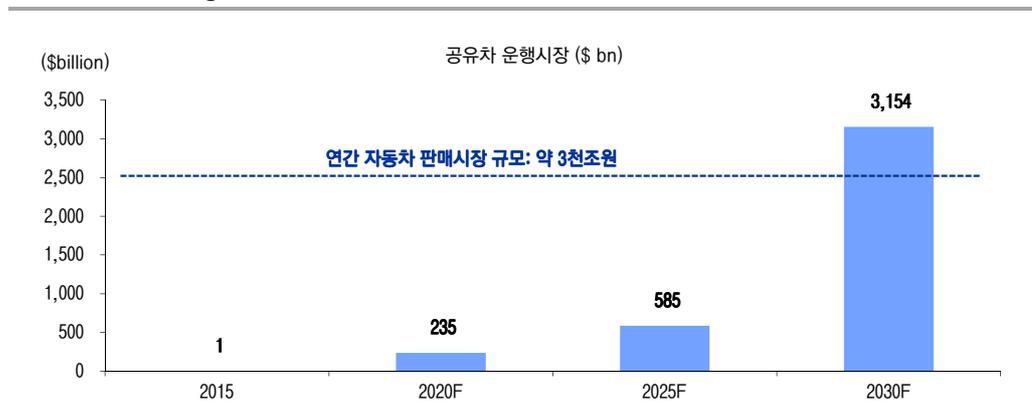
Ride-Sharing, 즉 MaaS 업체들의 출현으로 인해 생기는 이 시장의 규모가 2025년경 이 지나면서부터는 자동차 시장의 규모를 뛰어넘게 될 것으로 보인다. 특히 2025년경 부터 Level4/5의 Autonomous 기능이 상용화 될 예정이기 때문에 시장의 확장 속도가 더욱 커질 것으로 예상된다.

2030년경에는 약 3,154조원 가량의 Ride-Sharing 시장이 형성될 것으로 추정된다. 우리는 이 같은 수치에 도달하기 위해 기존 자동차의 연간 운행거리 11조km에 공유차량의 침투율과 가동률 변수(multiplier)를 적용해 산출했다. 일반 소유 차량의 경우 하루 평균 운행시간이 30분에 불과하나, MaaS업체들이 운영하는 차량은 10배까지 가동률이 증가하는 것으로 가정했다

Level5 운행기술이 갖춰지게 되면 운행비용이 급감하기 때문에 시장확대는 가속화 될 전망이다. 현행 모빌리티 업체들은 평균적으로 마일당 \$1.6를 charge하고 있는데, 이 중 60% 이상이 운전자 비용이다. 최근에는 고가의 mechanical 타입에서 Solid state 타입으로 Lidar 센서의 형태가 전환되고 있고 가격은 \$100수준까지 급락해 자율주행 Full-package의 비용자체가 하락하며 운전자를 대체할 수 있는 수준까지 온 것이다.

미국내 상업화된 MaaS 업체 중 가장 큰 규모의 Uber는 지난해 ATG(Advanced Technology Group)을 설립했다. Waymo와 Cruise에 비해 한발 뒤쳐졌다는 평가를 받아온 Uber는 ATG를 설립 후 소프트뱅크와 바로 Toyota의 전략적 투자를 받으며 한층 무인 호출서비스에 다가서게 된다. 이러한 프로그램의 일환으로 Toyota는 자율주행이 가능한 미니밴 Sienna 차량을 2021년부터 생산하기 시작할 예정이다.

그림20 Ride-Sharing 의 시장 추이 및 전망: 2030년 경에는 자동차 판매 시장을 넘어설 전망



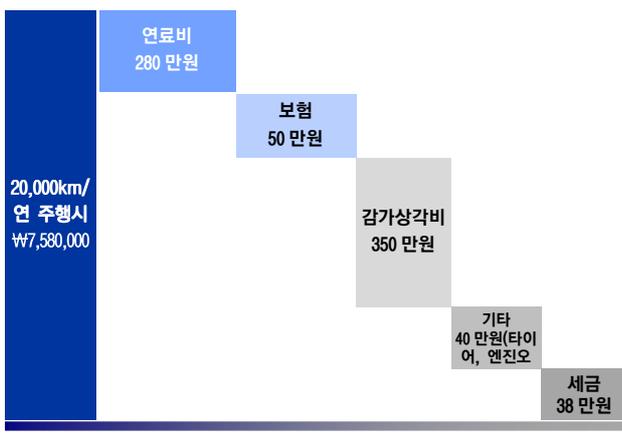
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표6 Ride-Hailing 시장규모 추정: 완성차 판매 시장을 크게 상회하는 거대한 potential 보유

구분	2015	2020F	2025F	2030F
공유차 운행시장 전망				
기존 소유차량				
전세계 (bn mile)	7,200	6,984	6,774	6,571
전세계 (bn km)	11,520	11,174	10,839	10,514
Ride-Sharing 추정				
공유차 침투율 (%)	0.005	2	6	10
utilization multiplier (배)	3	3	3	10
공유차 운행거리 (bn km)	2	670	1,951	10,514
공유차 운행시장 (\$ bn)	1	235	585	3,154
공유차 운행비용 추정				
Fixed Fare \$	8	4	2	1
km 당 주행비용 (\$)	0.3	0.35	0.3	0.3
총 주행비용(\$)	0.5	0.5	0.5	0.5

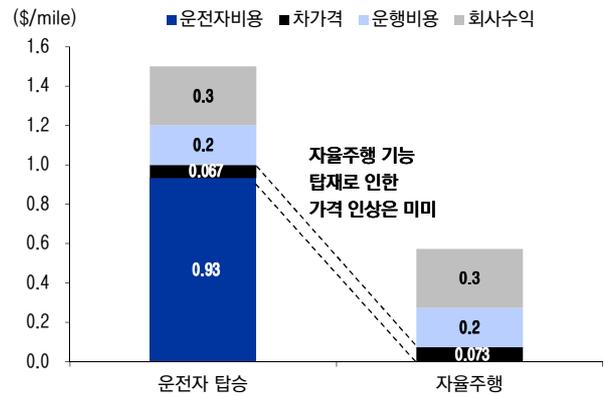
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 Ownership의 감소, 공유 증가의 배경: 연간 2만 km 운행 하더라도 소유비용 758만원씩 발생



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 Autonomous, 즉 운전자 비용이 Level5 자율주행 부품으로 대체될 경우 Ride-hailing 가격인하 가능



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표7 주요 업체별 Lidar 관련 현황 및 진행 상황

업체	주요내용
GM	자회사 Cruise Automation을 통해 Strobe를 2017년 9월에 인수
Tesla	Lidar를 사용하지 않음
Ford	지난 2월 Argo AI에 \$1billion를 투자하기로 결정 자회사 Argo를 통해 10월 Princeton Lighwave를 인수
Toyota	Luminar로부터 solid state lidar를 자율주행 Test Platform 2.1에 공급
Continental	2020년 까지 lidar 양산
Valeo	2019년에 solid state lidar를 Audi에 공급하기로 결정
ZF	Ibeo(지분 40%)를 통해 2019년부터 양산
Waymo	Velodyne을 사용하다가 2017년부터 in-house system을 개발
Uber	Tyto, Velodyne을 사용. 현재 Waymo와 소송진행중

자료: Bloomberg, Forbes, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 GM의 Cruise는 이미 Solid-State 기반 Lidar 업체 Strobe를 2017년에 인수 완료



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 Lidar Type 별 가격대: Solid-State 타입의 출현으로 가격대는 큰 폭으로 하락

LIDAR Type	Suppliers	Approximate Price
MEMS	Innoluce <small>Readying production; Acquired by Inflexion in 2016.</small>	\$250
Optical Phased Array (OPA)	Quanergy <small>Raised \$90 million in 2016 from Sensata Technologies, the lead investor, as well as from Delight Automotive, Motus Ventures, Samsung Ventures, and GP Capital.</small>	\$1,000
Solid-State	Velodyne <small>Drew \$150 million last year from Ford and Baidu.</small> Valeo <small>A leading tier-one automotive supplier.</small> Quanergy	\$250
Mechanical Mirror	Velodyne Valeo	\$70,000
3D Flash	Continental <small>Also a leading tier-one automotive supplier.</small>	\$200

Dinvestless.id Source: Frost & Sullivan

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 Velodyne과의 결별 후 in-house lidar system을 사용하기 시작한 Waymo



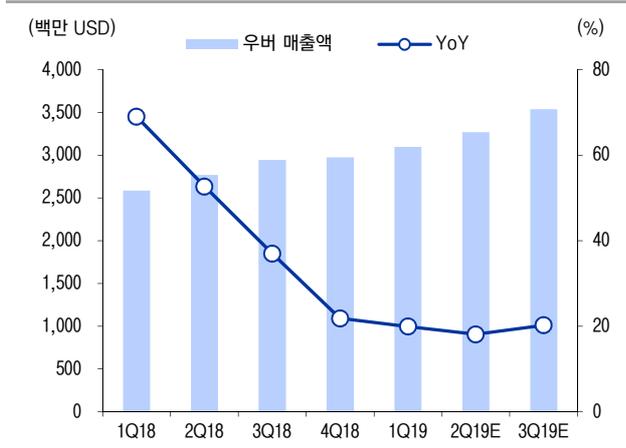
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 AI 전문 회사인 Argo AI를 통해 Lidar 회사인 Princeton Lightwave에 투자를 결정한 Ford



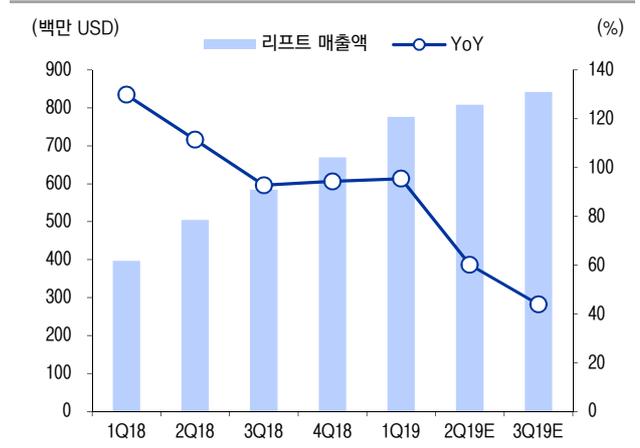
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 우버 매출액 추이 및 예상 경로



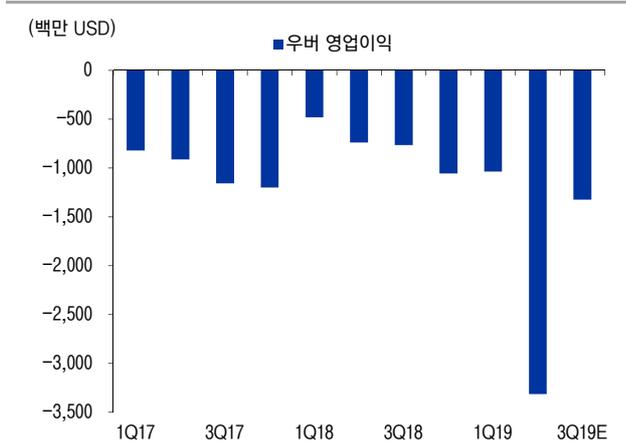
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 Lyft 매출액 추이 및 예상 경로



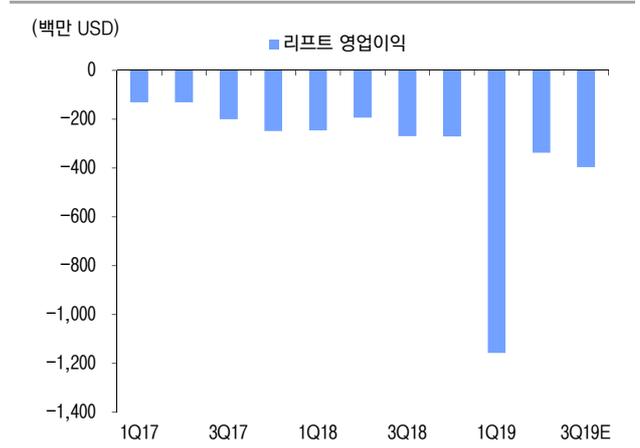
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 우버 영업이익 추이 및 예상 경로



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 Lyft 영업이익 추이 및 예상 경로



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

Toyota의 Autono-MaaS: Monet

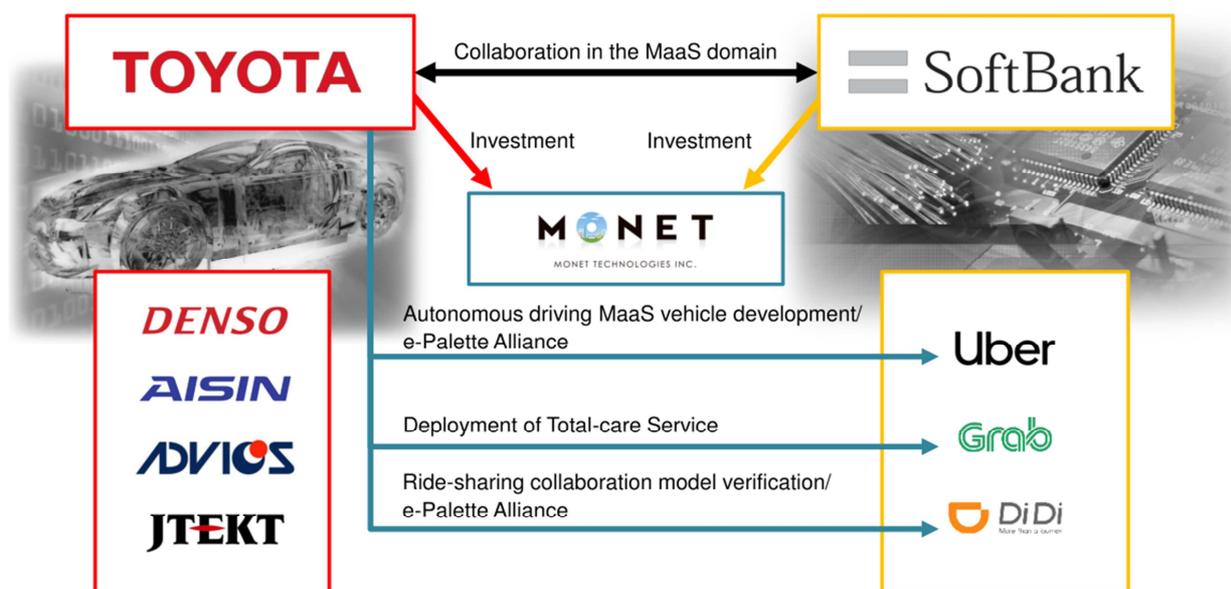
Toyota는 MaaS 시장 진출을 위해 가장 체계적으로 준비를 해오고 있는 케이스다. 2020년에 열리는 동경 올림픽에서 Toyota가 전세계에 선보일 기술로 수소차, 전고체 배터리가 언급되어 왔는데, 돌연 Toyota는 지난 5월 전기차 100만대 양산 계획을 발표한다. Toyota의 이러한 전동화 전략은 MaaS 전략의 배경 중 하나로 보이며, 2022~2023년경 부터는 본격적으로 운송 사업에 나설 전망이다. 이러한 방향성 하에 Toyota가 Softbank와 합작 하에 만든 회사가 바로 Monet이다.

Monet의 주 목적은 순수하게 MaaS(Mobility as a Service)에 기반한다. 2019년 부터는 일반 차량을 이용한 On-demand 운송 서비스를 시작하게 되고, 2023년부터는 자율주행 전기차인 e-Palette를 기반으로 서비스를 시작할 전망이다.

Monet을 본격적으로 상용화 시키기 위해 Toyota는 추가로 자금을 모집하게 되는데, 최근에는 약 5개의 일본 자동차 회사들이 바로 이 Monet 컨소시엄에 합류하게 되고 현재까지는 총 276개의 회사가 합류한 상태다.

한편 Monet의 설립으로 인해 Toyota는 Softbank의 네트워크를 활용할 수 있을 뿐만 아니라 자동차 형태인 e-Palette 자체가 Softbank의 투자회사인 Uber, Grab, Didi의 네트워크를 활용할 수 있게 된다. 이 과정에서 e-Palette의 생산물량 증대는, 생산에 참여하게 되는 Denso, Aisin, Advics, JTEKT의 핵심매출 증가가 동반될 전망이다.

그림31 Toyota-Softbank 간 합작 MaaS사 형태인 MONET 탄생



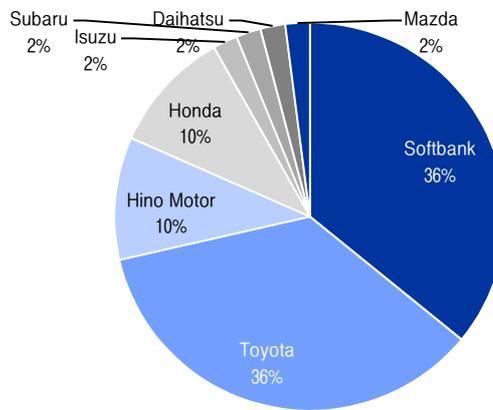
자료: Toyota, 이베스트투자증권 리서치센터

표8 Monet의 설립 이후 Event 정리

날짜	내용
2018. 3	자율주행 기술 확대를 위해 Toyota는 Denso, Aisin-Seiki와 함께 TRI-AD 설립.
2018. 10	Toyota-Softbank간 Vehicle-Software 파트너십 결성 확정. 2020년 하반기 e-Palette 출하가 목표
2018. 12	Denso-Aiskin Seiki간 전기차 전용 모듈 회사인 Blue Nexus를 설립
2019. 2	Monet 운영 시작 (非 자율주행 시스템)
2019. 3	Honda와 Hino Motor가 Monet 파트너로 참여
2019. 6	Mazda, Subaru 등 5개의 일본 자동차회사가 Monet 파트너로 추가 참여

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 MONET의 지분구조: Softbank가 IT 기반 솔루션 제공



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 Monet 존재의 이유: 2020년 하반기 e-Palette 운영을 위한



자료: Toyota, 이베스트투자증권 리서치센터

Toyota의 MaaS를 만드는 업체들

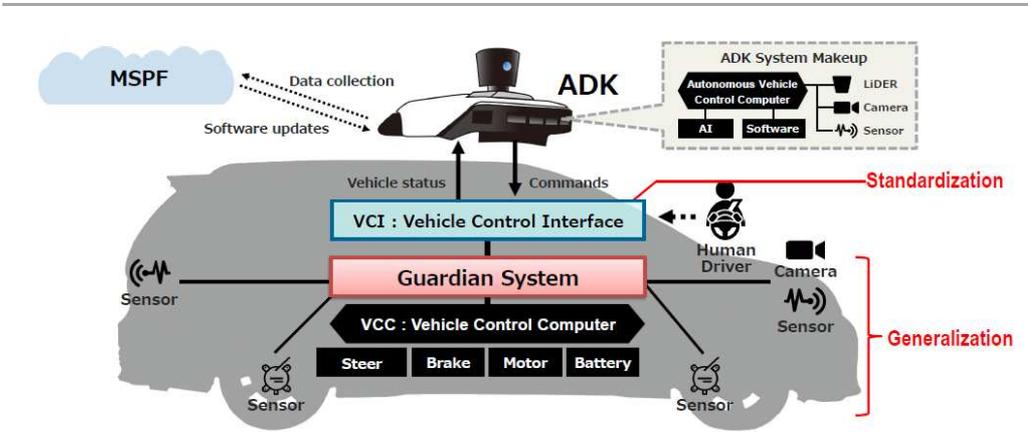
Toyota는 자율주행차 생산을 위해 2018년초부터 자사의 부품업체들을 지속적으로 reshuffling 하는 작업을 시작한다. Toyota의 Autono-MaaS를 만드는 업체들, 즉 Monet을 가동시키기 위한 실질적인 투자도 병행해 온 것이다.

Toyota의 MaaS 플랫폼은 MSPF(Mobile Service Platform)가 완전자율주행 패키지인 ADK(Advanced Driving Kit)와 교신하는 구조이며, 차량은 일반적으로 고도화된 안전운행 시스템인 Guardian System을 기반으로 운행한다. Toyota는 이러한 시스템 구축을 위해 자율주행 기술 개발의 상당부분은 덴소로 이관하거나 자체적으로 자율주행 기술만 개발하는 TRI-AD에 이런 기능을 넘겼다.

또한 이 시스템을 구동하기 위해서는 Motor/ Battery등 전동화 파워트레인에 대한 신규투자와 자율주행차 특성상 내부공간 확보 및 미세조작을 가동하는데 필요한 wire 기반 Chassis의 체계적인 재투자가 ECU 단계부터 필요하다. 이를 위해 Toyota 그룹 내에서는 Aisin Seiki, Denso, Advic, JTEKT가 각각 출자하여 ECU만 전문적으로 하는 JV와 Aisin Seiki와 Denso가 각각 50:50으로 출자한 JV 등 주요 JV가 두 개나 설립되었다. 후자의 경우 순수하게 친환경차 시스템 개발에 초점을 두고 있어 전동화 부분의 개발에만 순수하게 초점을 맞추고 있다.

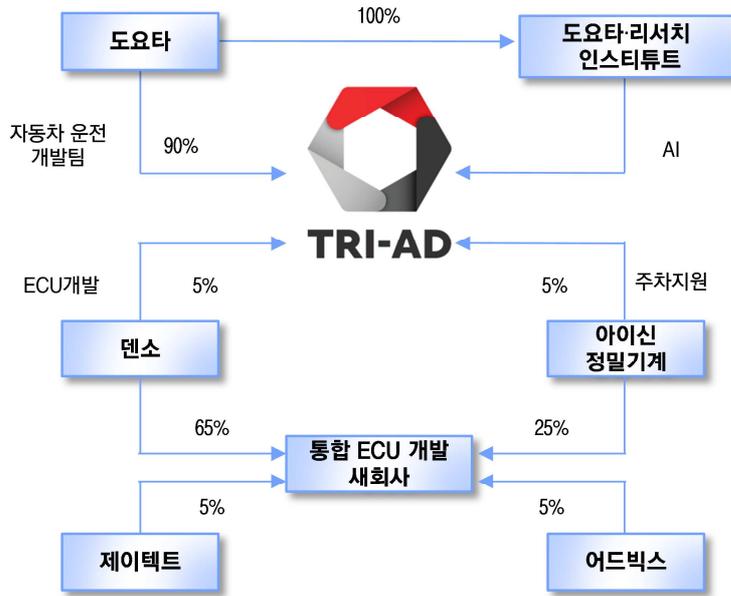
현대차그룹의 경우, Toyota의 적극적인 움직임에 비해 상대적으로 느린 행보를 보이고 있다. Toyota가 전동화 분야 본격 진출을 위해 사업구조 재편에 드라이브를 걸기 시작한 2018년 초에는 사실상 현대차그룹의 Focus가 지배구조 개편에 몰입되어 있었던 반면 Toyota는 Autonomous, ECU, Electric Drive, MaaS 등 모든 분야에서 체계적으로 신규조직 개편이 이뤄지고 있었기 때문이다. 현대차그룹은 기존에 수동변속기와 자동변속기를 각각 생산하고 있었던 현대파워텍과 현대다이모스를 1Q19에나 합병했기 때문에 사실상 1년 이상의 격차가 벌어졌을 가능성이 크다.

그림34 Toyota 가 구현하려는 Autono-MaaS Driving Kit 구조: Guardian System(고도화 센서) + Level5 자율주행 패키지(ADK)로 운행하고 Toyota 의 MSPF 와 교신하는 구조



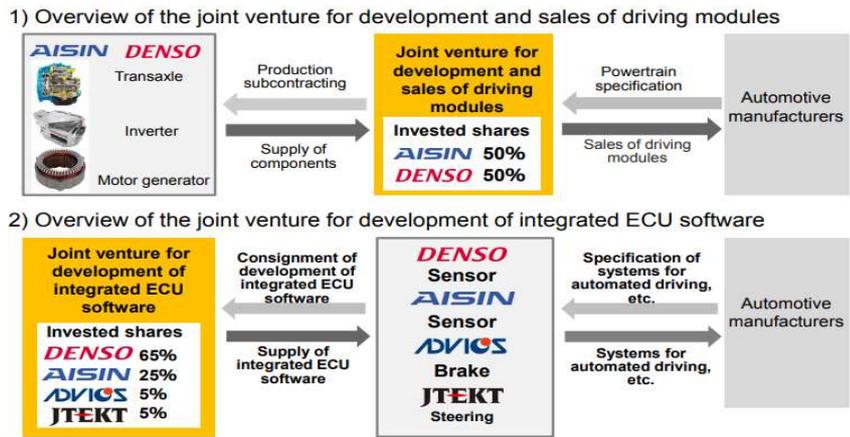
자료: Toyota, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 자율주행 JV TRI-AD와 통합 ECU 회사에 대한 Toyota 계열회사들의 출자지분 구조



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 Toyota 그룹내 최근 설립된 두개의 JV(E-Module, ECU Software)의 밸류체인과 포지셔닝



자료: Aisin, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 Denso 주가추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 Aisin Seiki 주가: 3월 Monet 참여 발표이후 역시 급등



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

현대차그룹의 계열회사 재편 필요

현재 현대차그룹의 파워트레인 공급은 현대모비스, 현대위아, 현대트랜시스 이렇게 3개 업체가 영위하고 있는데, 전동화 부분(E-Drive)부분의 강화가 이뤄질 필요가 있다. 이를 위해서는 Toyota와 같이 세부 사업부분에 대한 집중적인 투자가 이뤄져야 한다. 자동차 업체의 미래 Mobility 사업을 강력하게 뒷받침 할 수 있는 한 축이 바로 전동화 파워트레인의 효율성 강화에 달려있기 때문이다. 대부분의 MaaS 사업 자체가 전동화 파워트레인(=EV)이기 때문에 제조단계에서의 이익확보는 필수 요건이다.

한편 현대차그룹은 2021년 6월부터는 E-GMP 기반의 순수 EV launching이 예정되어 있는데, 아직까지 대부분 전동화부분 사업은 제조와 모듈을 현재 모두 현대모비스에서 이뤄지고 있다. 반면 기존에 내연기관 파워트레인을 집중적으로 공급해 왔던 현대위아, 현대트랜시스의 경우 아직 핵심 역할이 정해지지 않은 것으로 보여 전동화부분에 특화된 사업이 부품업체들 간에 의미있게 이뤄질 필요가 있는 것으로 판단된다.

표9 현재 파워트레인 계열 3사의 전동화 파워트레인 공급 구조: 불필요하거나 상호간에 효율성이 떨어지는 부품들 위주로 이뤄지고 있음

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

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표10 현대차그룹 친환경차 판매대수 추이 및 2025년까지 예상 대수

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

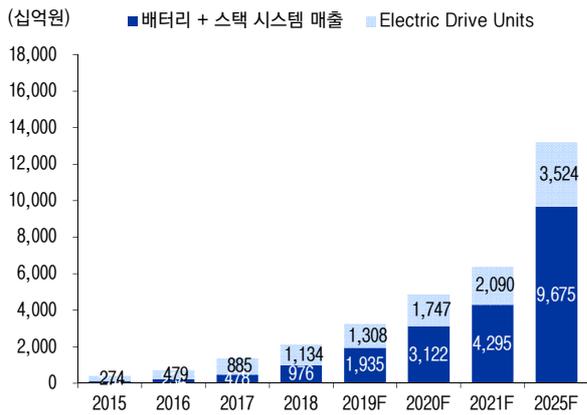
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표11 2020년부터 AWD를 가정한 현대차그룹의 xEV 시스템 Cost: 현대모비스 1개사가 혼자자 대응하기에는 너무 많아지는 볼륨

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

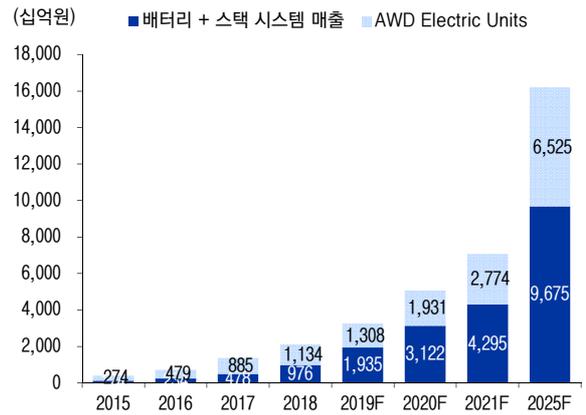
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 전륜기반 구동시스템을 감안한 시스템 매출액 추정



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 4륜기반 구동시스템을 감안한 시스템 매출액 추정



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표12 일본 주요 자동차/부품업체 Valuation (in USD)

업체명	Toyota	Honda	Nissan	덴소	아이신정기	스바루	이스트자동차	스즈키자동차
Mkt Value (Mil \$)	210,963	47,457	30,177	33,848	10,070	19,292	9,447	20,854
Stock Price (\$)	64.7	26.2	7.1	43.0	34.2	25.1	11.1	42.5
Sales (Mil \$)								
17	265,175	138,647	107,869	46,107	35,281	29,178	18,687	33,912
18	281,252	144,705	103,265	51,255	37,687	31,033	20,143	36,197
19E	293,451	151,120	108,422	55,262	40,931	32,457	21,593	39,471
OP (Mil \$)								
17	21,661	7,524	5,188	3,725	2,291	3,425	1,505	3,377
18	24,179	7,229	2,039	3,562	1,754	2,654	1,572	3,057
19E	26,644	8,582	3,705	4,197	2,217	2,958	1,840	3,611
OPM (%)								
17	8.2	5.4	4.8	8.1	6.5	11.7	8.1	10.0
18	8.6	5.0	2.0	6.9	4.7	8.6	7.8	8.4
19E	9.1	5.7	3.4	7.6	5.4	9.1	8.5	9.1
Net Income								
17	22,510	9,561	6,741	2,893	1,214	1,989	954	1,947
18	21,444	6,300	1,810	2,838	938	2,071	997	1,947
19E	23,192	7,380	3,755	3,370	1,207	2,285	1,165	2,280
ROE(%)								
17	13.7	13.9	14.6	9.3	10.6	14.6	12.2	17.8
18	11.7	8.0	3.4	8.3	7.3	13.5	11.0	14.3
19E	10.9	8.5	7.6	8.8	8.6	12.8	11.1	13.3
PER(x)								
17	8.1	6.2	5.8	14.2	11.8	12.1	12.2	11.7
18	8.5	7.2	15.8	11.8	9.9	9.3	8.3	10.0
19E	7.7	6.2	7.4	9.9	7.7	8.4	7.1	8.6
PBR(x)								
17	1.1	0.8	0.8	1.3	1.2	1.7	1.4	2.0
18	0.9	0.6	0.6	1.0	0.7	1.2	0.9	1.3
19E	0.8	0.5	0.5	0.9	0.6	1.1	0.7	1.1
EV/EBITDA(x)								
17	8.4	7.4	1.9	6.3	4.5	3.7	5.9	4.7
18	11.0	8.2	3.2	5.0	4.0	3.2	5.0	4.6
19E	10.1	7.0	2.5	4.3	3.3	2.8	4.4	3.9
EPS Growth (%)								
17	35.7	68.5	12.3	흑전	7.6	-23.3	9.9	적전
18	-0.3	-32.3	-73.8	-1.7	-21.5	3.8	10.9	흑전
19E	10.1	17.8	112.6	19.4	27.7	10.9	16.5	16.8

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

변신: 부품업체, 자동차를 만들다

변신: 부품업체, 자동차를 만들다

Autono-MaaS 시대의 특징은 부품업체가 자동차회사뿐만 아니라 MaaS 업체들에게도 직접 공급을 한다는 점입니다. MaaS 업체들 입장에서는 값비싼 OEM 들로부터 모델을 직접 공급받을 이유가 없기 때문입니다. 이미 California 에서 Waymo 와 비등한 자율주행 운행 레코드를 갖춘 Zoox 의 경우 자체적으로 자동차를 생산하기로 했습니다.

부품업체들의 기존 제품들은 Autonomous 기능을 구현하기 위해 기존의 기계식/유압식 조작방식들은 모두 전동식으로 바뀌게 됩니다. 사람이 조작하는게 아니라 ECU 로직에 따라 핸들과 브레이크가 조작되기 때문에 더 이상 이를 인식할 수 있는 모터만 있으면 되기 때문입니다. 장기적으로 SBW(Steering by Wire)나 IDB(통합 브레이크 시스템), BWB(Brake by Wire)등이 중요한 부품군으로 부각될 전망입니다.

변신: 부품업체, 자동차를 만든다

Supplier의 역할, MaaS 시대에는 크게 격상

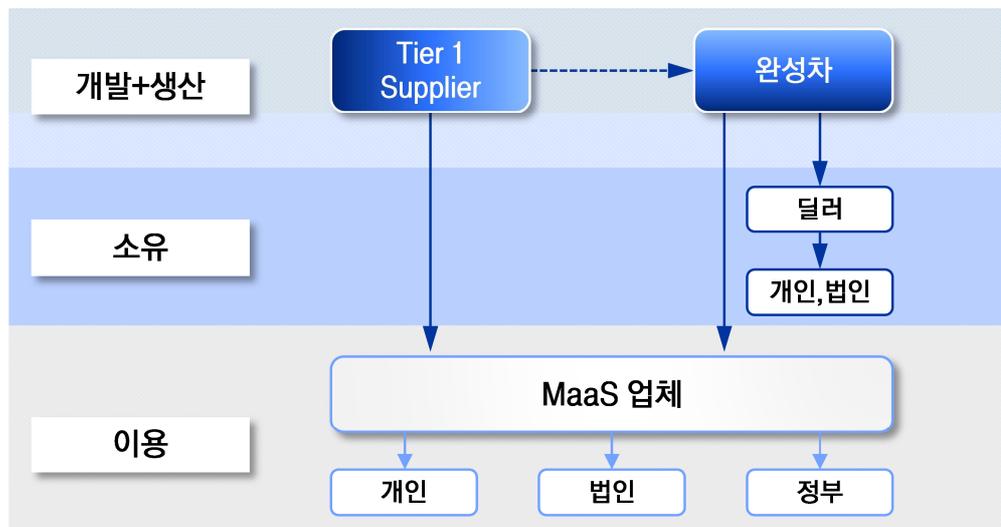
MaaS 사업자가 나타나며 OEM의 역할 감소, Supplier 역할 확대

MaaS 시장이 확대됨에 따라 기존에 단순 부품 공급에만 그쳐왔던 Supplier 들의 역할에 큰 변화가 생길 것으로 예상된다. MaaS 업체들은 현재 완성차로부터 차량을 공급받는 구조이다. 전세계 1위 MaaS 사업자인 Waymo 역시 아직까지 자동차회사로부터 공급을 받고 있지만, Lidar 시스템을 포함, 핵심 자율주행 패키지는 이미 자체생산하고, 센서는 오히려 외부판매를 시작한 상태다. OEM의 역할이 점차 감소하는 순간이다.

반면 그동안 자동차 회사에 핵심 부품을 공급해 왔던 Tier-1 Supplier는 번지듯이 많아지고 있는 스타트업 업체들이 의존할 수 있는 최적의 파트너로 자리매김할 수 있는 포지션이다. 최근들어 나타난 이러한 파트너십 중 가장 부각되는 업체들이 Magna와 Lyft간의 파트너십이다. Magna는 지난 2018년초 Lyft와 자율주행 Technology 공동 개발을 위한 파트너십을 맺은 바 있는데 Magna는 자사 계열회사인 Magna 스타이어를 통해 BMW5 시리즈, 재규어 E-페이스 등을 위탁생산 사업을 하고 있다.

이러한 형태의 파트너십이 좀더 진행되면, Tier-1 Supplier가 직접 MaaS 업체에게 완성된 형태의 자동차를 공급하거나 아니면 모듈 단위의 부품을 공급하게 될 가능성이 크다. 특히 자율주행 드라이브 패키지와 핵심 chassis인 조향, 제동, 현가장치를 통합으로 공급할 수 있는 부품업체는 기존 대형 고객사인 완성차와의 이해상충이 직접적으로 발생하지 않으면서도 신규 대형 고객사를 확보할 수 있다는 이점이 생긴다.

그림41 MaaS 시대로 변화함에 따라 Tier-1 Supplier의 역할 확대



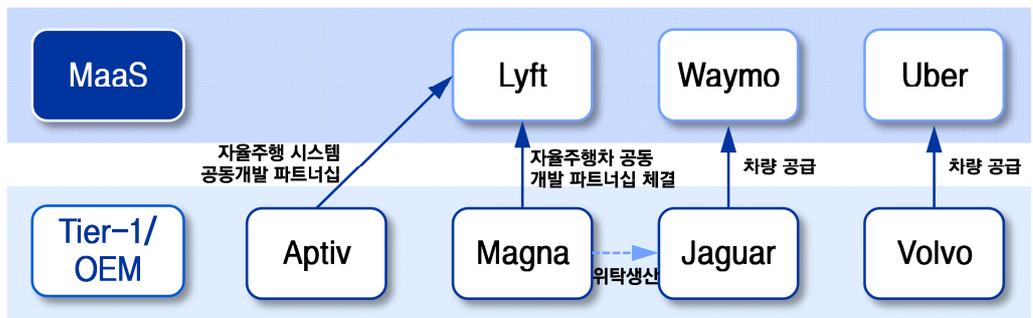
자료: 2030 자동차산업 CASE 혁명, 이베스트투자증권 리서치센터

표13 Tier-1 부품업체 – MaaS 업체들간의 파트너십

업체	최근 Milestone	핵심 사업부
Magna	Lyft에 투자 2천억원 투자 및 파트너십 체결	Jaguar E-Pace, BMW 5 시리즈 등 위탁생산, 샤시, 보디, ADAS
ZF	Transdev에 e.GO Moove와 함께 연간 1만대 공급	ADAS, 핵심 샤시, 보디
Continental	Cube 개발 플랫폼으로 Easymile에 무인셔틀 공급	ADAS, 핵심 샤시
Bosch	홈/전자결제 시스템 가능한 무인셔틀 개발	ADAS, 핵심 샤시
Aptiv	Lyft와 기술개발 파트너십 체결	ADAS, 핵심 샤시

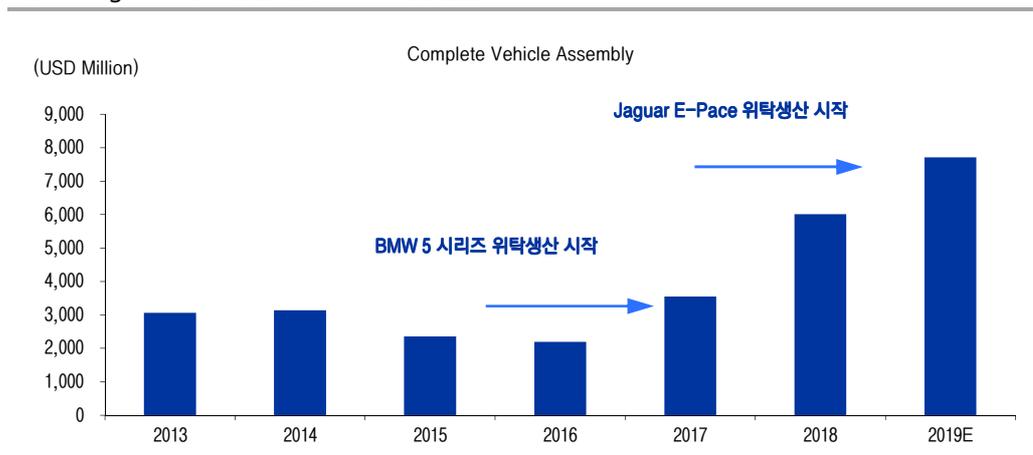
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 Tier-1 업체의 공급구조: OEM 과 동일선상에서의 역할 또는 대체 역할도 가능



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 Magna의 위탁생산 매출액 추이 및 전망



자료: Magna, 이베스트투자증권 리서치센터

자율주행차는 시스템 공급이 핵심: 제어는 누가 할 것인가

자율주행 시스템은 일반적으로 인지-판단-제어로 나뉘게 된다. 각 세 분야는 모두 중요도가 동일하지만, 업체별로 보유한 technology의 스펙트럼이 다르기 때문에 지금까지는 각기 다른 분야의 업체들이 공급해 왔던 구조이다. 이중 인지와 판단의 분야에서는 고도의 computing 능력을 갖춘 연산 chip이 반도체 회사로부터 공급받는 구조이나, 이를 실제 자동차에서 사용할 수 있도록 적용하는 algorithm 설계능력은 전적으로 부품업체의 R&D 능력에 달려있다. Toyota가 Monet를 위해 Tri-AD 및 ECU Software 전용 JV를 설립한 이유도 인지-판단 분야에서의 성능을 획기적으로 끌어올리기 위해서이다.

표14 자율주행의 3 단계: 인지-판단-제어: 샤시-ADAS 통합 공급이 가능한 부품업체

단계	인지(Sensing)	판단, 연산(Processing)	제어(Actuation)
제어	Vehicle Detection Pedestrian Detection Traffic Detection	Processing DSM(졸음운전 판단) HMI(안면인식)	Braking, Accelerating Steering
해당 부품	Camera Sensor Radar Sensor Lidar Sensor	Electronics ECUs, DCUs CPUs, GPUs	Brakes, Steering Wheels (By Wire)
주요 핵심업체	Bosch, Hella, Continental, Valeo, 만도	Bosch, Continental, Intel, Nvidia, Hella, Aptiv	Bosch, Continental, Autoliv, Magna, Denso, 만도, Valeo, ZF
헤드램프 기능	Vehicle Detection Pedestrian Detection	Lighting Strategy LED Control	Lighting
해당 부품	Camera Sensor Radar Sensor Lidar Sensor	Electronics ECUs	LED chips, module 헤드램프
주요 핵심업체	Bosch, Hella, Continental, 현대모비스, 에스엘	Valeo, Hella, AL, Continental, 현대모비스, 에스엘	Hella, Koito, Stanley, Valeo, SL, Osram, 현대모비스, 에스엘

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 Continental 이 제공하고 있는 자율주행차 개발 플랫폼 CUBE(그림과 같은 형태의 자동차의 핵심 시스템을 제공)



자료: Continental, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 Bosch 가 제공하고 있는 자율 주행차 플랫폼: Bosch 의 IoT 플랫폼이 적용되는 e-shuttle 개발 완료



자료: Bosch, 이베스트투자증권 리서치센터

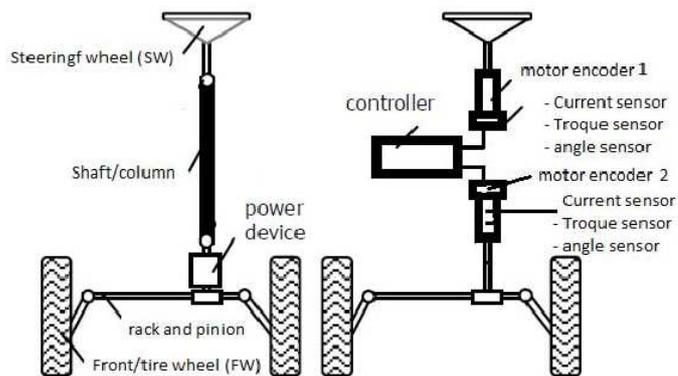
자율주행차에서 변형되는 조향 및 제어장치

전통 부품업체들은 제어(Actuation) 분야를 공급해 왔는데, 자율주행 차에서는 핵심 제어부품의 변화가 요구되고 있다. 자율주행의 제어는 사람이 하는 방식이 아니고 중앙 서버에서 전달된 신호를 바탕으로 사실상 컴퓨터가 하는 제어이므로 기존의 인지-판단-제어 중 사실상 판단-제어를 통합적으로 설계할 수 있는 능력이 필요하다. 국내 부품업체 중에서는 만도와 현대모비스가 이러한 제어시스템에 특화되어 있고, 급변하고 있는 전망산업의 트렌드를 감안할 때 중·단기 적으로 다수의 신규 고객사를 확보하게 될 가능성이 높다.

Actuation의 가장 핵심부품 중 하나인 스티어링 시스템은 자율주행이 이뤄지며 기존에 사람이 직접 제어하는 방식이 아니고 자율주행차의 Central CPU가 전망의 상황을 판단한 후 이 신호를 받아 ECU가 로직에 따라 시스템 제어를 하게 된다. 이 제어 방식이 기존에는 사람의 핸들에 의해 이뤄졌다면, 자율주행차는 ECU가 스스로 제어를 하는데 필요한 Wire만 필요하고 시스템 중간에 물리적 공간을 차지하고 있던 shaft와 column이 존재할 필요가 없어진다.

반면에 노면의 상황을 정교하게 측정해 controller까지 전달시키기 위한 각종 토크센서, 앵글센서 등이 시스템에 부착되는데, 이들에 대한 비용이 증가하며 종합적으로 시스템 ASP는 증가하게 된다고 볼 수 있다. 일반적으로 기존의 EPS가 30~50만원에 위치하고 있었다면 SBW(Steering By Wire)의 경우 이보다 30~50% 높은 단가가 형성될 것이다.

그림46 Steering By Wire(우측 그림): 자율주행 차량은 ECU가 직접 핸들을 Control 하기 때문에 기존에 핸들과 rack bar 를 잇는 shaft 가 Wire 로 교체



자료: Semantic Scholar, 이베스트투자증권 리서치센터

자율주행차, 브레이크 시스템도 통합적으로 공급된다

자율주행차는 브레이크 시스템에서도 구조적 변화가 나타난다. 특히 자율주행차는 전기차 형태로 제작될 것임을 가정하고 있기 때문에 더더욱 변화가 크다.

첫째로 중앙 ECU 개발 자체가 새롭게 이뤄진다. 사람이 직접 제동 시점을 판단하는게 아니기 때문에, 기존에 페달과 연결되어 있는 마스터 부스터에 모터가 탑재되며 전동식으로 구동하게 된다. 둘째로, 친환경차 특성상 주행거리를 늘리기 위해서는 회생제동 장치가 제동량을 정밀하게 제어할 수 있는 전동식 장치가 들어가고, 마지막으로 ESC까지 함께 통합 설계되어 기존의 브레이크 시스템 대비 큰 폭의 부피절감을 이루게 된다.

따라서 이러한 통합형태의 브레이크 시스템은 단순 친환경차를 넘어 자율주행차량에서도 필수적으로 사용될 것으로 예측되고 있으며, 중장기적으로 자율주행차 보급이 가속화되는 2025년 이후에는 in-wheel 구동모터 기반의 4륜 차량에서 사용되는 brake-by-wire 시스템까지 확대될 것으로 전망된다.

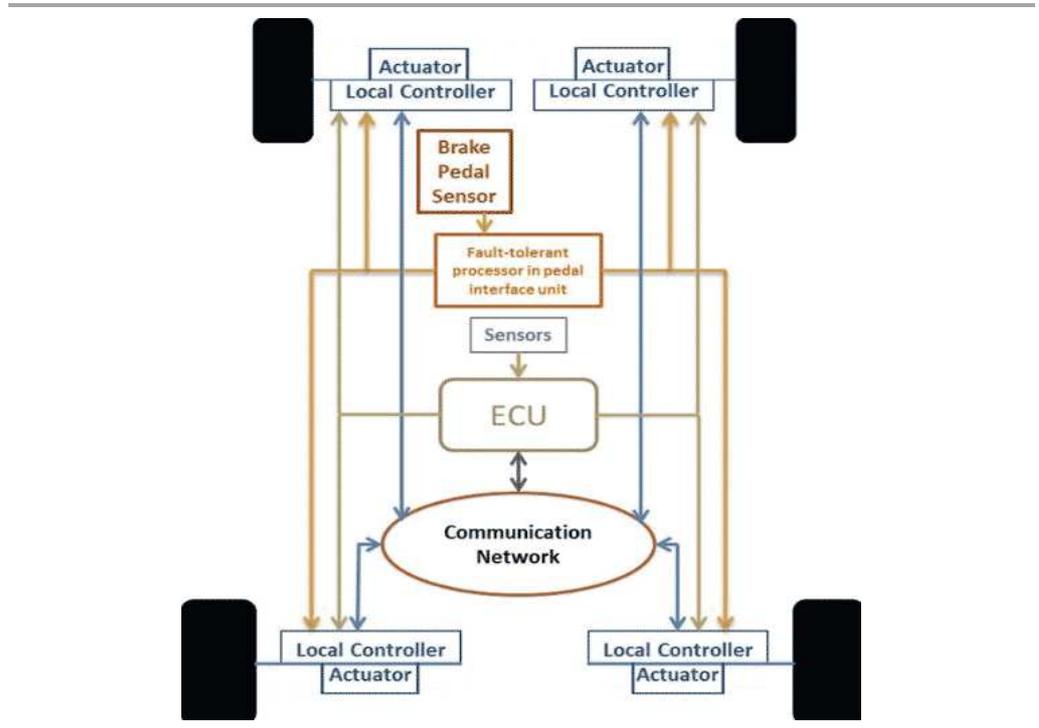
한편 현존하는 Level4+ 급의 자율주행 차량인 Waymo의 경우 실제로 이 brake-by-wire 방식을 택하고 있어 최적의 제어 성능과 회생제동 성능을 구현하고 있는 것으로 보여진다.

그림47 Integrated Brake System: 기존의 유압식 브레이크 시스템이 전동식 조절방식으로 바뀌게 되고, 마스터 부스터, 펌프, ESC 등이 통합되며 부피절감을 이루게 된다.



자료: 현대모비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 Waymo가 사용하고 있는 Brake-By-Wire 방식의 제동방식. 중앙제어 및 ECU 로직에 따라 각 바퀴에 각각 다른 제동력을 부여함으로써 최적의 주행 효율 확보



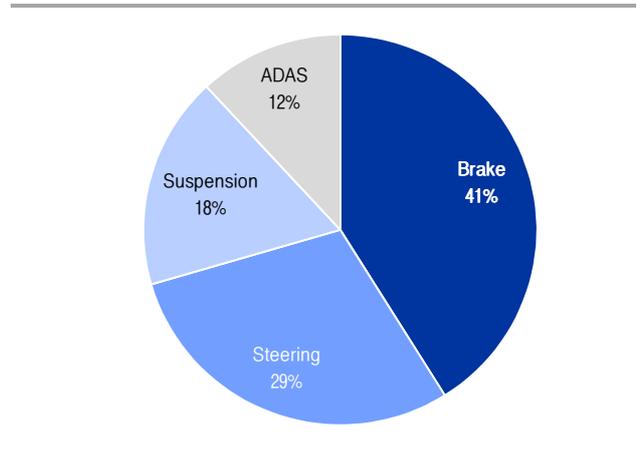
자료: 클랩슨 대학, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 컨티넨털 CUBE 개발 플랫폼: 통합 브레이크 시스템으로 공간 활용 극대화



자료: Continental, 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 만도의 포트폴리오 비중: 전장화 트렌드 변화에 최적의 포트폴리오를 갖추고 있음



자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터

Part IV

종목별 투자의견

종목별 투자의견

자동차 섹터의 모멘텀은 상반기에 이어 하반기에도 이어질 전망입니다.

섹터 내에서는, 상반기 주가 퍼포먼스가 상대적으로 가장 약세를 보였던 만도의 주가 re-rating이 기대되고 있습니다. 중국 Operation은 이미 구조조정을 통해 고정비에 대한 부담감이 소멸된 상태이기 때문에 하반기 미국에서의 turnaround, ADAS의 모멘텀이 더해질 것으로 예상되기 때문입니다.

본 자료에서는 또한 위탁생산을 통해 향후 거대한 성장성이 예상되는 엠에스오 토택에 대해 다뤄봤고, 자동차 섹터내에서 밸류에이션 매력도가 가장 높은 종목 중 하나이자 향후 도어 개폐기능의 진화로 폭넓은 수혜가 예상되는 평화정공을 다뤄봤습니다.

해외 기업으로는 Aptiv에 대해 다뤄봤습니다. Aptiv는 기존 Delphi에서 자율주행 부문만 따로 분사된 케이스로, Level4/5 자율주행에 특화된 Tier-1 Supplier입니다.

종목별 투자의견

종목별 투자의견

만도 Top Pick

2019년 하반기 Top Pick으로 만도를 제시한다. 중국사업의 부진과 구조조정에 대한 불확실성은 현 주가에 대부분 반영되어 있는 한편 미국사업의 turn-around로 인해 손익구조가 개선되기 시작할 것으로 전망한다.

완성차 서프라이즈는 3분기부터 기대

완성차 실적의 핵심은 3Q19로 기대되는 펠리세이드 추가 증설이다. 기아차의 경우에도 3Q19 경에 텔룰라이드 볼륨 증설이 결정될 전망이다. 펠리세이드는 지난 7월 18일부로 4공장 조합원이 2공장에서 공동생산하는 방안에 전격 합의했으며, 따라서 3Q19에 모멘텀이 크게 부각될 것으로 보인다.

중소형주: 평화정공

평화정공은 2Q19 실적 정상화 (vs 1Q19 실적부진)를 바탕으로 주가재평가가 이뤄질 것으로 예상된다. 북미에서는 미국 GM향 실적의 급격한 증가추이가 지속될 것으로 예상되며, 하반기에는 베트남 진출 등 신규 모멘텀이 가시화 될 것으로 기대된다.

해외기업: APTIV

Autono-MaaS 시장이 커지면서 Tier-1 Supplier에 대한 중요도가 상승될 전망이다. 실제 MaaS 업체들(Waymo, Baidu, Uber 등)은 OEM들과의 파트너십보다 사실상 자율주행 시스템에 대한 공급을 필요로 하는 편인데, 부품업체 중 Tech 기반 성장성이 가장 높은 업체이다. Lyft와도 자율주행 파트너십이 맺어져 있고, 내년부터는 Level5 자율주행 Package 공급이 이뤄지며 주가 재평가가 이뤄질 것으로 기대된다.

표15 업종 주요 종목: 2019년 하반기 Top Pick: 만도

종목	투자의견/TP		매출액 십억원	영업이익 십억원	순이익(지배) 십억원	EPS (원)	OPM (%)	P/E (x)	P/B (x)	D/Y (%)
현대차	BUY 170,000원	2017	96,376	4,575	4,033	18,263	4.7	8.5	0.6	2.6
		2018	97,252	2,423	1,509	6,395	2.5	18.5	0.5	3.4
		2019E	102,055	4,086	3,816	17,798	4.0	7.6	0.5	3.3
기아차	BUY 50,000원	2017	53,536	662	968	2,388	1.2	14.0	0.5	3.3
		2018	54,170	1,157	1,156	2,852	2.1	11.8	0.5	2.7
		2019E	57,915	2,027	2,280	5,625	3.5	7.7	0.6	2.3
현대모비스	BUY 280,000원	2017	35,145	2,025	1,558	16,109	5.8	16.3	0.9	1.3
		2018	34,879	2,025	1,888	19,396	5.8	9.8	0.6	2.1
		2019E	37,571	2,281	2,524	26,746	6.1	8.7	0.7	1.9
현대위아	BUY 60,000원	2017	7,487	17	-63	-2,317	0.2	-28.1	0.6	0.9
		2018	7,880	5	-56	-2,043	0.1	-24.6	0.4	1.2
		2019E	8,069	139	116	4,241	1.7	11.8	0.4	2.0
현대글로비스	BUY 195,000원	2017	16,358	727	680	18,147	4.4	7.5	1.3	2.2
		2018	16,700	703	459	12,230	4.2	10.5	1.1	2.3
		2019E	18,117	850	731	19,491	4.7	8.2	1.2	2.1
한온시스템	Hold 13,000원	2017	5,586	468	289	541	8.4	25.7	3.7	2.2
		2018	5,938	434	278	520	7.3	20.8	2.8	3.1
		2019E	7,080	493	307	574	7.0	21.0	2.9	3.1
만도 Top Pick	Buy 40,000원	2017	5,685	84	5	102	1.5	605.8	2.1	1.6
		2018	5,825	197	106	2,250	3.4	12.9	0.9	2.8
		2019E	6,000	176	108	2,307	2.9	12.4	0.8	3.5
평화정공	BUY 11,000원	2017	1,054	25	17	3,549	2.4	3.0	0.4	1.5
		2018	1,067	19	45	2,135	1.8	3.1	0.3	2.4
		2019E	1,145	29	26	1,247	2.5	7.3	0.3	1.9
에스엘	BUY 31,000원	2017	1,485	55	95	2,720	3.7	8.7	0.9	1.6
		2018	1,602	17	30	889	1.0	22.4	0.7	2.3
		2019E	2,526	102	101	2,266	4.0	9.5	0.9	2.1
S&T모티브	BUY 56,000원	2017	1,137	97	57	3,888	8.5	12.0	1.0	2.1
		2018	1,058	56	53	3,848	5.3	7.0	0.5	4.4
		2019E	1,075	72	-9	-601	6.7	-78.5	1.0	2.8

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

만도 (204320)	44
현대모비스 (012330)	51
평화정공 (044370)	57
엠에스오토텍 (123040)	63
APTIV PLC (APTV US)	67

Universe		
종목명	투자판단	목표주가
만도	Buy (유지)	40,000 원(상향)
현대모비스	Buy (유지)	280,000 원(유지)
평화정공	Buy (유지)	13,000 원(상향)
엠에스오토텍	NR	NR
APTIVE PLC	NR	NR

만도 (204320)

2019. 7. 22

자동차

자율주행 by 만도

Analyst 유지웅

02. 3779-8886

jwyyoo@ebestsec.co.kr

실적 불확실성 변수는 현재 주가에 충분히 반영

동사는 1Q19이후부터 중국내 구조조정을 통해 가동률 개선 작업을 펼쳐왔고, 2H19부터는 현대기아의 핵심 현지전략모델 출시(ix25, kx3)로 중국 사업은 소폭 회복이 가능할 것으로 예상된다. 최근 발표된 임직원 희망퇴직은 지난해 4개의 BU(Business Unit)으로 사업구조를 재편의 연장선상이며, 성장 정체에 따른 결과로 보기는 어려운 것으로 보인다. 상기 두가지 불확실성 요인은 현재 주가에 충분히 반영되어 있는 것으로 판단되며, 금번 2Q19 실적발표를 기점으로 주가 re-rating이 이뤄질 것으로 판단된다.

Buy (maintain)

목표주가 40,000 원

현재주가 28,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

의미있는 이익 변화 나타나기 시작. 2019 북미 매출액 1.2조원(YoY +27%)

2Q19는 국내의 ADAS 매출 급증, 미국 및 멕시코 공장 가동률 개선효과에 힘입어 시장의 기대치를 넘는 502억원(YoY -24.3%)이 가능할 것으로 판단된다. 북미 지역은 HMG의 Ex-Factory 볼륨이 YoY +7% 증가하고, 2014년 준공한 주물공장의 가동률 개선으로 손익이 증가할 것으로 예상된다. 추가로 타OEM향 매출이 올해부터 급격하게 증가해 총 매출액이 1.19조원(YoY +27%)에 달할 것으로 보이며, 4Q19에는 3,210억원을 기록해 중국(예상 매출액 3,090억원)의 이익 기여를 넘어설 것으로 전망된다.

Stock Data

KOSPI (7/19)	2,094.36 pt
시가총액	13,383 억원
발행주식수	46,957 천주
52 주 최고가/최저가	41,900 / 26,550 원
90 일 일평균거래대금	113.52 억원
외국인 지분율	20.2%
배당수익률(19.12E)	2.1%
BPS(19.12E)	32,238 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -0.8%
	6개월 -12.1%
	12개월 -19.9%
주주구성	한라홀딩스 외 5인 30.3%
	국민연금공단 13.5%
	만도우리사주 1.1%

NTO향 수주 급증 가능성에 주목: Robo-Taxi Supplier라면?

ADAS 매출액은 최근 펠리세이드 증산, GV80출시 등으로 인해 2H19에도 초고성장세를 이어갈 것으로 보이는 가운데(연간 7,280억원, YoY +39%), NTO(스타트업 EV 메이커들)향 신규 수주가 확대될 가능성이 커 보인다. 한편 동사는 Robo-Taxi(Level4 이상) 업체들이 사용하는 액츄에이터인 SBW(Steering By Wire), IDB(통합 브레이크 시스템)의 개발이 완료되었거나 이미 양산하고 있어 갈수록 신규 통합수주(ADAS+샤시)에 대한 기대감이 밸류에이션 re-rating에 반영될 전망이다.

Stock Price



목표주가 40,000원으로 상향. 업종 Top Pick으로 제시

1)북미매출 증가분 2)ADAS(수주잔고 4조, Non-HMG 비중 10%) 확대가능성 3)NTO향 SBW등 액츄에이터 수주 가능성을 종합적으로 고려해 목표주가를 40,000원으로 상향하고 업종 Top Pick으로 제시한다. 목표주가는 일회성비용 조정기준 12개월 Forward EPS 2,860원에 Target P/E 13.8배를 적용해 산정했다.

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	5,685	84	19	18	102	-97.6	329	605.8	12.4	2.1	0.3
2018	5,665	197	141	113	2,250	2,109.2	469	12.9	5.6	1.0	7.6
2019E	6,000	176	145	113	2,307	2.5	443	12.4	5.1	0.9	7.4
2020E	6,461	223	192	146	3,009	30.5	468	9.5	4.8	0.8	9.0
2021E	6,807	260	228	173	3,574	18.8	499	8.0	4.0	0.8	9.9

자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표16 만도 Valuation: Target Price 40,000 원으로 상향조정

(원, 배)	단위	값	비고
순이익	(십억원)	152	12개월 Forward, 총당금 제외가정
EPS	(원)	2,849	12개월 Forward, 총당금 제외가정
Target P/E	(배)	13.75	Denso 등 글로벌 Parts 업체 6개사의 2017~2019 평균 P/E 30% 할증
Target Price	(원)	40,000	
현재주가	(원)	28,500	
Upside	(%)	39.9	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표17 실적추정치 변경 전후

	New		Old		차이	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	6,000	6,461	5,965	6,425	0.6	0.6
영업이익	176	223	169	219	4.3	2.2
순이익(지배)	108	141	103	138	5.3	2.6

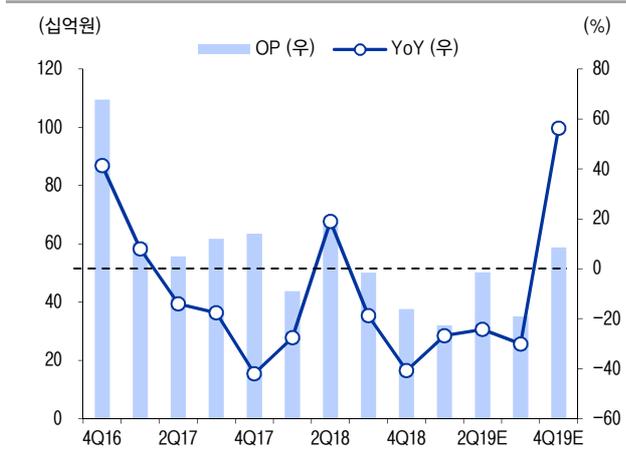
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표18 컨센서스대비 비교: 시장 기대치 상회 예상

(십억원)	2Q19	2Q18	YoY(%)	1Q19	QoQ	컨센서스	Diff(%)
매출액	1,498	1,433	4.5	1,415	5.9	1,484	1.0
영업이익	50.2	66.3	-24.3	32.0	56.9	47	6.3
영업이익률(%)	3.4	4.6		2.3		3.2	
순이익(지배)	31.2	36.5	-14.5	16.8	85.3	29.9	4.4

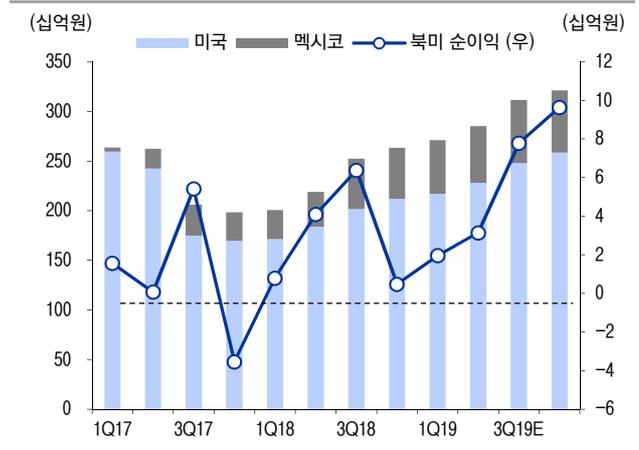
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 영업이익 흐름: 하반기는 증가추세 접어들 전망



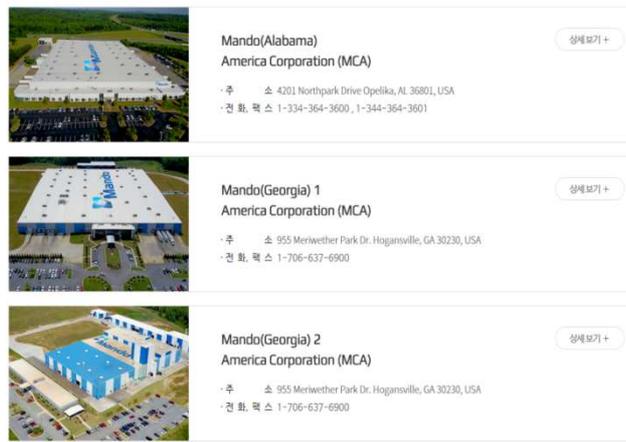
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 북미지역 합산 손익: 1Q19 이후 턴어라운드 시작



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 미국 조지아 2 공장 효과, 2019년부터 본격화



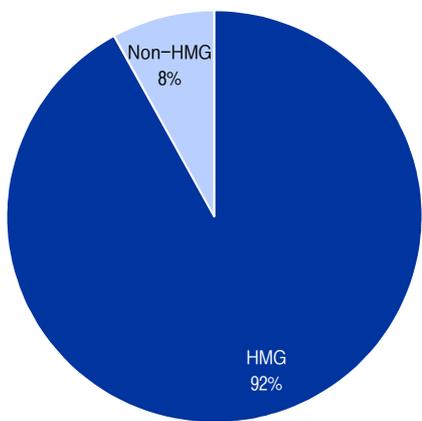
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림54 SBW, 자율주행 시대 동사의 최대 Advantage 중 하나



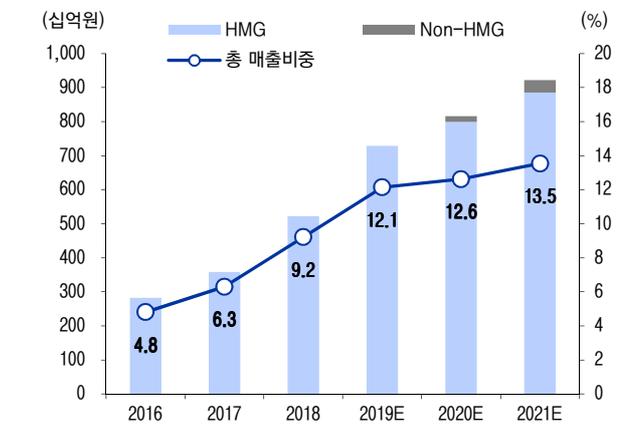
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 만도 ADAS 수주잔고: 총 4 조원에 육박, Non-HMG 수주 증가 추이에 진입



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 만도 현재 포트폴리오 비중: ADAS 비중 12% 까지 확대



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 만도의 자율주행 패키지 공급현황: 센서-액츄에이션에 이르는 통합 수주 가능

Powertrain		OBC, BSG(Mild hybrid), e-Drive • Home charging / Fuel efficiency
ADAS		ADAS (Camera, Radar, DCU) • Active safety system solutions
Brake		Electric parking break • Cable-less and compact Integrated dynamics break • One package & Regeneration for xEV
Steering		Electric power steering • Full redundancy & Fuel efficiency Steer by wire • Design flexibilities, support to autonomous
Suspension		Active Suspension • Decrease of motion sickness in autonomous driving

자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 만도의 주요 수요처: NTO(Non-Traditional OEMs)로의 기회 확산



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표19 만도 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E	2020E
매출액 계	1,346	1,433	1,399	1,490	5,669	1,415	1,498	1,472	1,615	6,000	6,461
한국	703	790	754	907	3,153	786	859	811	961	3,416	3,623
중국	395	398	367	337	1,497	321	330	316	308	1,274	1,309
글로벌 OE	164	180	178	175	697	150	151	157	159	617	632
로컬 OE	231	218	189	162	800	171	178	159	149	657	677
북미	201	219	252	264	937	271	286	311	321	1,190	1,399
미국	171	184	202	212	769	217	228	248	259	951	1,123
멕시코	29	35	51	51	167	54	58	63	63	239	276
기타	176	180	185	193	734	198	189	198	204	789	890
인도	111	107	114	115	448	117	108	119	119	462	522
유럽 + 기타	65	73	70	77	286	81	81	79	85	326	367
내부거래	129	153	159	210	651	158	166	164	179	667	759
단순합계	1,475	1,587	1,558	1,701	6,320	1,575	1,665	1,635	1,794	7,944	7,221
ADAS 매출액	94	133	133	162	522	167	184	177	201	728	816
ADAS 매출액 비중(%)	7.0	9.3	9.5	10.9	9.2	11.8	12.3	12.0	12.4	12.1	12.6
매출원가	1,180.4	1,230.5	1,216.1	1,350.7	4,978	1,239.9	1,308.7	1,282.3	1,410.9	5,242	5,689
매출원가율(%)	87.7	85.8	86.9	90.6	87.8	87.6	87.3	87.1	87.4	87.4	88.1
판매비	122.1	136.6	132.7	102.1	494	143.1	139.3	154.6	145.4	582	549
판매비율(%)	9.1	9.5	9.5	6.9	8.7	10.1	9.3	10.5	9.0	9.7	8.5
영업이익	43.7	66.3	50.1	37.6	197.7	32.0	50.2	35.0	58.8	176.0	223.4
영업이익률(%)	3.2	4.6	3.6	2.5	3.5	2.3	3.4	2.4	3.6	2.9	3.5
영업외손익	-5.3	-17.3	-16.1	-17.2	-56	-7.1	-8.9	-6.8	-8.0	-30.9	-34.3
금융 및 기타손익	-6.1	-18.8	-16.7	-7.8	-49	-7.1	-9.7	-7.6	-9.0	-33.6	-38.0
지분법 손익	0.8	1.5	0.6	-9.4	-6.5	0.0	0.8	0.8	1.0	2.6	3.7
세전이익	38.0	49.0	33.9	20.6	141	25.0	41.3	28.2	50.8	145.2	279.1
당기순이익	24.7	39.1	26.9	22.3	112.9	18.7	32.2	22.0	40.1	112.9	212.1
지배주주지분 순익	22.9	36.5	24.3	21.9	105.7	16.8	31.2	21.3	38.9	108.3	141.3
YoY(%)											
매출액 계	-5.9	2.9	3.6	-1.3	-0.3	5.1	4.5	5.2	8.4	5.8	7.7
한국	-7.6	-1.6	-3.2	11.0	-0.2	11.8	8.8	7.5	6.0	8.4	6.0
중국	-5.7	28.1	-1.5	-38.4	-9.2	-18.8	-17.1	-14.1	-8.5	-14.9	2.8
미국	-23.6	-17.2	23.0	33.1	0.6	34.7	30.7	23.5	21.6	27.0	17.5
기타	11.3	14.1	7.6	5.8	9.5	12.4	5.1	7.0	5.8	7.5	12.8
ADAS	11.7	42.5	44.8	82.8	45.8	77.2	38.0	33.0	24.0	39.5	12.0
영업이익	-27.6	19.0	흑전	-40.8	135.5	-26.8	-24.3	-30.1	56.3	-11.0	26.9
지배주주지분 순익	-29.8	9.9	흑전	-35.2	2,109.2	-26.6	-14.5	-12.1	77.5	2.5	30.5

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표20 만도 연간 실적추정 추이 및 전망

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액 계	5,299	5,866	5,684	5,669	6,000	6,461	6,807
한국	3,115	3,158	3,159	3,153	3,416	3,623	3,731
중국	1,435	1,766	1,649	1,497	1,274	1,309	1,434
글로벌 OE		1,119	795	697	617	632	683
로컬 OE		647	853	800	657	677	751
북미	1,021	1,131	932	937	1,190	1,399	1,477
미국	1,021	1,130	847	769	951	1,123	1,184
멕시코		-	84	167	239	276	293
기타	513	609	670	734	789	890	1,005
인도	345	402	443	448	462	522	590
유럽 + 기타	169	208	227	286	326	367	415
내부거래	784	798	725	651	667	759	841
단순합계	6,083	6,664	6,409	6,320	7,944	7,221	7,648
ADAS 매출액		282	358	522	728	816	922
ADAS 매출액 비중(%)		4.8	6.3	9.2	12.1	12.6	13.5
매출원가	4,358	5,007	4,964	4,978	5,242	5,689	5,934
매출원가율(%)	82.2	85.3	87.3	87.8	87.4	88.1	87.2
판관비	621	555	568	494	582	549	613
판관비율(%)	11.7	9.5	10.0	8.7	9.7	8.5	9.0
영업이익	244.8	305.1	84.0	197.7	176.0	223.4	260.2
영업이익률(%)	4.6	5.2	1.5	3.5	2.9	3.5	3.8
영업외손익	-64.5	-25.9	-64.3	-56	-30.9	-34.3	-34.1
금융 및 기타손익	-56.6	-39.5	-67.5	-49	-33.6	-38.0	-37.8
지분법 손익	-7.9	5.1	3.3	-6.5	2.6	3.7	3.7
세전이익	201.2	279.1	19.3	141	145.2	279.1	295.4
당기순이익		210.0	18.3	112.9	112.9	212.1	224.5
지배주주지분 순익	125.8	199.5	4.8	105.7	108.3	141.3	167.8
YoY(%)							
매출액 계		10.7	-3.1	-0.3	5.8	7.7	5.3
한국		1.4	0.0	-0.2	8.4	6.0	3.0
중국		23.1	-6.7	-9.2	-14.9	2.8	9.5
미국		10.8	-17.6	0.6	27.0	17.5	5.6
기타		18.8	9.9	9.5	7.5	12.8	13.0
ADAS			27.0	45.8	39.5	12.0	13.0
영업이익		24.6	-72.5	135.5	-11.0	26.9	16.5
지배주주지분 순익		58.6	-97.6	2,109.2	2.5	30.5	18.8

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

만도 (204320)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,021	1,973	2,357	2,523	2,849
현금 및 현금성자산	119	118	574	611	929
매출채권 및 기타채권	1,435	1,377	1,239	1,333	1,309
재고자산	313	319	367	395	418
기타유동자산	154	159	177	185	192
비유동자산	2,430	2,465	2,502	2,480	2,460
관계기업투자등	84	78	74	77	80
유형자산	1,905	1,943	1,963	1,939	1,916
무형자산	223	212	191	178	167
자산총계	4,451	4,437	4,859	5,003	5,309
유동부채	1,954	1,836	1,884	1,874	1,978
매입채무 및 기타채무	1,220	1,137	1,323	1,333	1,410
단기금융부채	565	560	454	430	452
기타유동부채	169	139	107	111	116
비유동부채	1,085	1,120	1,391	1,427	1,489
장기금융부채	775	826	1,078	1,103	1,153
기타비유동부채	310	294	313	324	336
부채총계	3,039	2,956	3,275	3,301	3,467
지배주주지분	1,352	1,416	1,514	1,631	1,771
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	602	602	602	602	602
이익잉여금	604	681	767	884	1,024
비지배주주지분(연결)	61	66	70	70	70
자본총계	1,412	1,482	1,584	1,701	1,842

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	277	287	657	285	496
당기순이익(손실)	19	141	113	146	173
비현금수익비용가감	522	386	213	253	247
유형자산감가상각비	210	219	233	220	215
무형자산상각비	35	53	34	25	23
기타현금수익비용	-5	114	-53	8	8
영업활동 자산부채변동	-193	-171	330	-114	76
매출채권 감소(증가)	-22	55	140	-94	23
재고자산 감소(증가)	23	-5	-48	-28	-23
매입채무 증가(감소)	-14	-76	170	10	77
기타자산, 부채변동	-180	-145	68	-2	-2
투자활동 현금	-377	-298	-284	-220	-217
유형자산처분(취득)	-283	-256	-229	-196	-192
무형자산 감소(증가)	-66	-42	-12	-12	-12
투자자산 감소(증가)	0	-3	-1	0	0
기타투자활동	-29	3	-43	-11	-12
재무활동 현금	41	10	84	-27	39
차입금의 증가(감소)	95	32	107	1	72
자본의 증가(감소)	-54	-22	-23	-28	-33
배당금의 지급	54	22	23	28	33
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	-66	-1	456	37	318
기초현금	185	119	118	574	611
기말현금	119	118	574	611	929

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

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	5,685	5,665	6,000	6,461	6,807
매출원가	5,012	4,940	5,236	5,689	5,934
매출총이익	673	724	764	772	873
판매비 및 관리비	589	527	588	549	613
영업이익	84	197	176	223	260
(EBITDA)	329	469	443	468	499
금융손익	-43	-38	-25	-35	-36
이자비용	35	41	30	41	42
관계기업등 투자손익	3	-7	3	3	4
기타영업외손익	-24	-11	-8	0	0
세전계속사업이익	19	141	145	192	228
계속사업법인세비용	1	28	32	46	55
계속사업이익	18	113	113	146	173
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	18	113	113	146	173
지배주주	5	106	108	141	168
총포괄이익	-45	100	126	146	173
매출총이익률 (%)	11.8	12.8	12.7	11.9	12.8
영업이익률 (%)	1.5	3.5	2.9	3.5	3.8
EBITDA 마진률 (%)	5.8	8.3	7.4	7.2	7.3
당기순이익률 (%)	0.3	2.0	1.9	2.3	2.5
ROA (%)	0.1	2.4	2.3	2.9	3.3
ROE (%)	0.3	7.6	7.4	9.0	9.9
ROIC (%)	3.1	6.1	5.4	6.8	8.0

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	605.8	12.9	12.4	9.5	8.0
P/B	2.1	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	12.4	5.6	5.1	4.8	4.0
P/CF	5.4	2.6	4.1	3.4	3.2
배당수익률 (%)	1.6	1.7	2.1	2.5	2.8
성장성 (%)					
매출액	-3.1	-0.3	5.9	7.7	5.3
영업이익	-72.6	136.3	-10.8	26.9	16.5
세전이익	-93.1	634.1	2.7	32.0	18.8
당기순이익	-91.3	518.8	0.0	29.0	18.8
EPS	-97.6	2,109.2	2.5	30.5	18.8
안정성(%)					
부채비율	215.2	199.5	206.8	194.0	188.3
유동비율	103.5	107.5	125.1	134.6	144.0
순차입금/자기자본 (x)	83.7	84.4	59.2	52.9	35.5
영업이익/금융비용 (x)	2.4	4.8	5.9	5.5	6.2
총차입금 (십억원)	1,340	1,385	1,532	1,533	1,605
순차입금 (십억원)	1,183	1,251	938	900	653
주당지표 (원)					
EPS	102	2,250	2,307	3,009	3,574
BPS	28,786	30,151	32,238	34,741	37,725
CFPS	11,524	11,233	6,951	8,483	8,949
DPS	1,000	500	600	700	800

현대모비스 (012330)

2019. 7. 22

자동차

친환경차 시스템 제조가 가능한 Tier-1 Supplier

Analyst 유지웅

02. 3779-8886

jwyyoo@ebestsec.co.kr

전동화부분: Autonomous 시대 핵심 부품, 2019년 매출 YoY +66% 예상

동사의 최대 핵심사업부인 전동화부분 매출액은 2019년 약 2.9조원(YoY +66%)을 기록할 것으로 기대된다. 장기적으로도 고속성장세가 지속될 것으로 예상되는데, 그룹사에서 2021년경부터는 시작할 것으로 예상되는 Robo-Taxi사업 자체가 파워트레인을 신규 전동화에 기반하고 있기 때문에 동사의 성장성도 크게 부각될 것으로 예상된다.

그룹사 Robo-Taxi 핵심 사업자로 이미 부각, 2021년 까지 모멘텀 지속

현대차는 지난 6월 러시아의 IT기업 Yandex와 자율주행차 합작 개발을 발표했는데, 핵심 파트너의 역할은 동사가 수행할 계획이다. 동사는 전동화 파워트레인 뿐만 아니라 자율주행차에 필요한 전동화 브레이크 시스템 등 Actuator 개발이 가속화되고 있고 ADAS 자체양산도 2020년부터는 이뤄지며 자율주행 핵심부품의 통합수주가 가능해 질 것으로 전망된다. 포트폴리오가 완성되며 2021년부터는 현대차의 Robo-Taxi 핵심 사업자로 부각될 것으로 전망된다.

3Q19부터 실적은 Turn-around, 수주 가속화로 실적 우려는 경감

동사 실적은 3Q19부터 턴어라운드 부각될 것이다. 2Q19의 경우 영업이익 5,620억원(YoY +5.8%)을 기록해 소폭 증익에 그칠 전망이지만, 3Q19부터는 중국 전략차종 대응 시작(x25, kx3), 펠리세이드/텔룰라이드 증설효과가 나타날 전망이다. 여기에 추가로 Non-Captive 수주가 2H19에는 가속화 될 예정이어서 수주모멘텀까지 더해지며 1H19의 실적 우려가 상당부분 경감될 것으로 예상된다.

투자의견 BUY, 목표주가 280,000원 유지

동사에 대해 기존 투자의견 BUY를 유지하며, 목표주가는 기존 280,000원을 유지한다. 동사의 Peer인 일본의 Denso, Aisin Seiki 등은 그룹사의 향후 Mobility 사업(Monet, E-Palette, TRI-AD)의 핵심 사업자로 부각되고 있고, 이에 대한 대응을 위해 지속적인 사업구조 재편을 2018년초부터 해오고 있다. 동사의 경우 전동화부분이 현대차그룹의 미래전략에 밀접하게 관련되어 있어 실적에 대한 우려보다는 전동화부분의 방향성이 주가의 방향성의 결정변수로 작용할 것으로 판단된다.

Buy (maintain)

목표주가 **280,000 원**

현재주가 **233,500 원**

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI (7/19)	2,094.36 pt	
시가총액	222,541 억원	
발행주식수	95,307 천주	
52 주 최고가 / 최저가	237,000 / 167,000	
90 일 일평균거래대금	412.89 억원	
외국인 지분율	48.6%	
배당수익률(19.12E)	2.4%	
BPS(19.12E)	340,935 원	
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	5.9%
	6 개월	12.6%
	12 개월	13.4%
주주구성	기아자동차외 5인	30.8%
	국민연금공단	11.0%
	미래에셋자산운용	5.1%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	35,145	2,025	2,734	1,558	16,109	-48.4	2,735	16.3	7.1	0.9	5.4
2018	35,149	2,025	2,475	1,888	19,403	20.4	2,739	9.8	4.0	0.6	6.3
2019E	37,571	2,281	3,366	2,527	25,925	33.6	2,934	9.0	4.9	0.7	7.9
2020E	40,132	2,473	3,655	2,730	28,046	8.2	3,137	8.3	4.5	0.6	8.0
2021E	42,942	2,899	4,172	3,117	32,018	14.2	3,577	7.3	4.1	0.6	8.5

자료: 현대모비스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표21 현대모비스 Valuation: 목표주가 280,000 원 유지

	단위	2019E	비고
당기순이익	(십억원)	2,524	
EPS	(원)	27,731	12개월 Forward
Target P/E	(배)	10	글로벌 Peer 7개사 평균 P/E 9.6배
Target Price	(원)	280,000	
현재주가	(원)	233,500	
Upside	(%)	19.9	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표22 실적 추정치 변경 전후 비교

(십억원, 원)	New		Old		변동률	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	37,571	40,132	37,644	40,213	-0.2	-0.2
영업이익	2,281	2,473	2,367	2,567	-3.6	-3.7
(지배)순이익	2,524	2,730	2,604	2,809	-3.1	-2.8

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표23 2Q19 실적 Preview: 영업이익 5,620 억원(YoY +5.8%) 예상

(십억원)	2Q19	2Q18	YoY(%)	1Q19	QoQ	컨센서스	Diff(%)
매출액	9,592	8,884	8.0	8,738	9.8	9,280	3.4
영업이익	562	531	5.8	494	13.9	561	0.3
영업이익률(%)	5.9	6.0		5.7		6.0	
순이익(지배)	654	553	흑전	483	35.4	590	10.8

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표24 현대모비스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E	2020E
매출액	8,194	8,884	8,427	9,644	34,879	8,738	9,592	9,136	10,105	37,571	40,132
모듈	6,450	7,201	6,677	7,593	27,921	6,929	7,879	7,333	8,289	30,429	32,786
전동화	304	362	427	712	1,805	575	681	692	1,039	2,987	4,221
부품제조	1,535	1,795	1,869	2,052	7,251	1,886	2,028	2,054	2,222	8,190	8,831
모듈조립	4,612	5,044	4,381	4,829	18,866	4,468	5,170	4,587	5,027	19,253	19,734
A/S부품	1,744	1,683	1,750	1,781	6,958	1,809	1,713	1,803	1,817	7,142	7,347
핵심부품 비중(%)	22	24	27	29	26	28	28	30	32	30	33
판관비	609	619	621	694	2,542	639	669	683	749	2,739	3,082
영업이익	450	531	462	581.7	2,025	493.8	562	592	633	2,281	2,473
모듈	27	116	9	144.7	297	39	134	145	184	502	651
A/S부품	423	416	453	437	1,729	455	428	447	449	1,779	1,822
영업이익률	5.5	6.0	5.5	6.0	5.8	5.7	5.9	6.5	6.3	6.1	6.2
모듈	0.4	1.6	0.1	1.9	1.1	0.6	1.7	2.0	2.2	1.7	2.0
A/S부품	24.2	24.7	25.9	24.5	24.8	25.1	25.0	24.8	24.7	24.9	24.8
영업외손익	165	206	111	-31	450	222	287	280	297	1,085	1,182
금융손익	16	7	-8	53	67	55	65	66	51	237	203
기타손익	5	10	12	-37	-10	14	14	14	3	45	40
지분법 이익	144	189	107	-47	393	153	207	199	243	803	940
지배주주순익	467	553	449	420	1,889	483	654	671	716	2,524	2,730
YoY(%)											
매출액	-11.6	7.3	-3.9	9.3	-0.8	6.6	8.0	8.4	4.8	7.7	6.8
모듈	-14.1	8.2	-4.4	6.8	-1.2	7.4	9.4	9.8	9.2	9.0	7.7
전동화	43.1	20.3	32.8	110.2	53.8	89.3	88.0	62.0	46.0	65.5	41.3
부품제조	-10.6	12.6	11.1	20.6	8.3	22.9	13.0	9.9	8.3	13.0	7.8
모듈조립	-17.4	5.9	-12.0	-4.7	-7.5	-3.1	2.5	4.7	4.1	2.0	2.5
A/S부품	-0.7	3.6	-2.2	3.9	1.1	3.7	1.8	3.0	2.0	2.6	2.9
영업이익	-32.7	7.9	-15.1	74.8	-0.6	9.8	5.8	28.1	8.8	12.6	8.4
모듈	-89.1	37.8	-90.3	흑전	-3.8	43.6	16.0	1,513.3	27.2	69.4	29.5
A/S부품	1.0	1.7	0.5	-3.3	-0.1	7.6	3.0	-1.4	2.7	2.9	2.4
지배주주순익	-38.7	14.9	-6.9	흑전	20.4	3.5	18.2	49.6	70.3	33.6	8.2

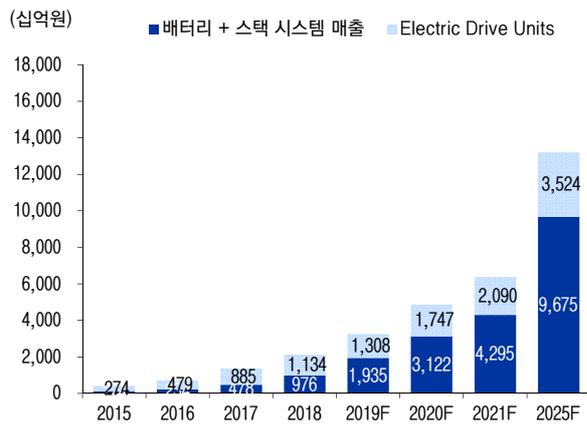
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표25 현대차그룹 친환경차 판매대수 추이 및 2025년까지 예상 대수

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

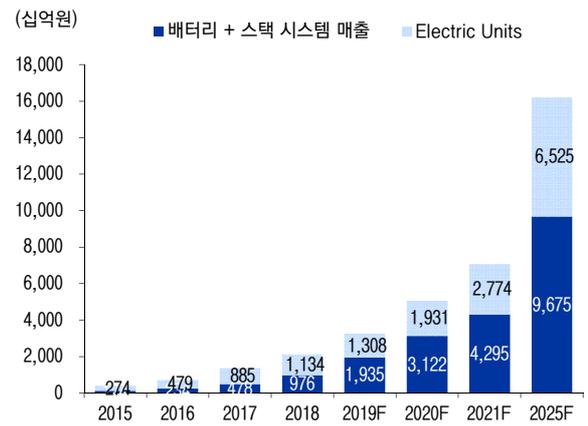
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 전륜기반 구동시스템을 감안한 시스템 매출액 추정



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 4륜기반 구동시스템을 감안한 시스템 매출액 추정



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표26 2020년부터 AWD를 가정한 현대차그룹의 xEV 시스템 Cost: 현대모비스 1개사가 혼자 대응하기에는 너무 많아지는 볼륨

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

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표27 전동화 사업부내 배터리 시스템/ 스택 Cost 추이 및 전망

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

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

현대모비스 (012330)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	18,218	19,720	20,261	21,323	22,118
현금 및 현금성자산	2,408	2,335	2,476	2,615	2,356
매출채권 및 기타채권	6,151	6,578	6,645	7,057	7,551
재고자산	2,690	2,763	2,769	2,940	3,146
기타유동자산	6,969	8,045	8,372	8,711	9,065
비유동자산	23,515	23,351	26,393	28,185	31,073
관계기업투자등	13,997	13,960	16,322	16,985	17,674
유형자산	8,206	8,030	8,282	8,485	8,728
무형자산	957	931	898	867	838
자산총계	41,737	43,071	46,654	49,508	53,191
유동부채	7,893	8,242	9,116	9,370	9,820
매입채무 및 기타채무	4,907	5,193	6,091	6,351	6,796
단기금융부채	1,746	1,642	1,612	1,601	1,601
기타유동부채	1,240	1,407	1,412	1,418	1,424
비유동부채	4,485	4,126	4,277	4,681	5,381
장기금융부채	1,328	1,059	1,086	1,361	1,926
기타비유동부채	3,157	3,066	3,191	3,320	3,455
부채총계	12,378	12,368	13,392	14,051	15,201
지배주주지분	29,295	30,630	33,189	35,384	37,917
자본금	491	491	491	491	491
자본잉여금	1,407	1,396	1,396	1,396	1,396
이익잉여금	28,780	30,095	32,233	34,427	36,960
비지배주주지분(연결)	64	73	73	73	73
자본총계	29,359	30,703	33,262	35,457	37,990

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	2,477	2,444	3,746	2,258	2,681
당기순이익(손실)	1,558	1,888	2,527	2,730	3,117
비현금수익비용가감	1,398	556	396	-146	-178
유형자산감가상각비	637	639	586	600	616
무형자산상각비	73	75	66	64	62
기타현금수익비용	689	-158	-257	-810	-856
영업활동 자산부채변동	65	0	823	-326	-258
매출채권 감소(증가)	823	-404	-67	-412	-494
재고자산 감소(증가)	38	-90	-6	-172	-206
매입채무 증가(감소)	-749	285	898	260	445
기타자산, 부채변동	-48	209	-2	-2	-2
투자활동 현금	-1,593	-1,777	-3,211	-1,848	-2,921
유형자산처분(취득)	-661	-509	-839	-803	-859
무형자산 감소(증가)	-45	-29	-33	-33	-33
투자자산 감소(증가)	-834	-1,164	-1,878	-55	-45
기타투자활동	-54	-75	-462	-957	-1,985
재무활동 현금	-396	-740	-393	-272	-19
차입금의 증가(감소)	-79	-388	-4	264	565
자본의 증가(감소)	-332	-352	-389	-535	-584
배당금의 지급	332	341	389	535	584
기타재무활동	16	0	0	0	0
현금의 증가	359	-73	141	138	-259
기초현금	2,049	2,408	2,335	2,476	2,615
기말현금	2,408	2,335	2,476	2,615	2,356

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

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	35,145	35,149	37,571	40,132	42,942
매출원가	30,679	30,582	32,550	34,578	36,744
매출총이익	4,465	4,567	5,021	5,555	6,197
판매비 및 관리비	2,440	2,542	2,739	3,082	3,298
영업이익	2,025	2,025	2,281	2,473	2,899
(EBITDA)	2,735	2,739	2,934	3,137	3,577
금융손익	50	67	237	215	244
이자비용	50	64	69	72	83
관계기업등 투자손익	685	393	803	940	991
기타영업외손익	-26	-10	45	27	38
세전계속사업이익	2,734	2,475	3,366	3,655	4,172
계속사업법인세비용	1,177	587	840	925	1,056
계속사업이익	1,558	1,888	2,527	2,730	3,117
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,558	1,888	2,527	2,730	3,117
지배주주	1,568	1,889	2,524	2,730	3,117
총포괄이익	1,557	1,881	2,527	2,730	3,117
매출총이익률 (%)	12.7	13.0	13.4	13.8	14.4
영업이익률 (%)	5.8	5.8	6.1	6.2	6.8
EBITDA 마진률 (%)	7.8	7.8	7.8	7.8	8.3
당기순이익률 (%)	4.4	5.4	6.7	6.8	7.3
ROA (%)	3.8	4.5	5.6	5.7	6.1
ROE (%)	5.4	6.3	7.9	8.0	8.5
ROIC (%)	11.9	16.7	18.8	19.2	18.9

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	16.3	9.8	8.9	8.2	7.2
P/B	0.9	0.6	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	7.1	4.0	4.8	4.4	4.0
P/CF	8.7	7.6	7.7	8.7	7.7
배당수익률 (%)	1.3	2.1	2.4	2.6	2.8
성장성 (%)					
매출액	-8.1	0.0	6.9	6.8	7.0
영업이익	-30.3	0.0	12.6	8.4	17.3
세전이익	-33.5	-9.5	36.0	8.6	14.2
당기순이익	-48.9	21.2	33.8	8.1	14.2
EPS	-48.4	20.4	33.6	8.2	14.2
안정성(%)					
부채비율	42.2	40.3	40.3	39.6	40.0
유동비율	230.8	239.3	222.3	227.6	225.2
순차입금/자기자본	-20.6	-24.4	-23.9	-23.0	-20.2
영업이익/금융비용	40.4	31.8	33.1	34.3	35.1
총차입금 (십억원)	3,074	2,702	2,698	2,962	3,527
순차입금 (십억원)	-6,061	-7,496	-7,960	-8,167	-7,689
주당지표 (원)					
EPS	16,109	19,403	25,925	28,046	32,018
BPS	300,935	314,650	340,935	363,480	389,497
CFPS	30,368	25,107	30,018	26,542	30,191
DPS	3,500	4,000	5,500	6,000	6,500

평화정공 (043370)

2019. 7. 22

자동차

북미매출증가로 이익개선폭 커질 것

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

2Q19 매출액 2,863억원(YoY +11%), 영업이익 80억원(YoY +235%) 예상

동사는 북미 대형 OEM향 신규매출 증가와 중국법인 손익 정상화가 이뤄지며 2Q19부터 손익이 개선될 것으로 예상된다. 2Q19 매출액은 2,863억원(YoY +11%), 영업이익은 80억원(YoY +235%, OPM 2.8%)를 기록할 전망이다. 1Q19대비 북경평화정공의 매출 및 손익이 개선될 것으로 기대된다.

SUV 비중증가와 차량고급화 → 전장화 제품 증가 수혜

동사의 국내매출액 중 스마트트럭/파워트럭/액티브 후드 시스템에 장착되는 도어개폐 자동화 부품들이 전장화 사업부로 나뉘게 되는데, 차량 고급화 및 SUV 차량에서 해당 penetration이 올라간다. 전장사업부 매출액은 2018년 약 1,290억원을 기록했고, 2019년에는 약 1,500억원(YoY +16%), 2020년에는 약 1,800억원(YoY +20%)로 급증할 것으로 예상된다.

해외 OEM비중 증가 + 베트남 진출 원년

동사는 지난 2015년 9월경 유럽의 R&D 전문업체 AS를 직접 인수하면서부터 해외 OEM 고객 base가 확대되기 시작한다. 특히 럭셔리 업체, EV업체들 위주로 거래선 확대에 진전이 있었으며 올해는 중국 로컬 고객 확대도 기대되고 있다. 4Q19부터는 설비가 이전된 베트남공장이 가동하기 시작해 손익개선이 기대되고, 주 고객사의 인도네시아 공장 진출 가능성도 확대되고 있어 베트남 사업에 대한 잠재력이 부각될 것이다.

투자의견 Buy, 목표주가 13,000원으로 확대

동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 기존 11,000원에서 13,000원으로 상향조정 한다. 적용 EPS를 12개월 Forward로 조정하고, Target P/E 8배를 반영해 목표주가를 산정했다. 동사는 지난 2년간 지주사 지분 매각을 통해 순유동자산 규모가 1,800억원에 육박한 반면 기존의 저마진 수익구조 탈피를 위해 2년 이상 구조조정 작업을 펼쳐 왔기 때문에 현 주가 수준은 매우 매력적인 구간으로 판단된다. 또한 동사의 포트폴리오 자체가 도어 개폐기능이 강조되는 미래의 Mobility 서비스 사업에서 중요한 부분을 차지하고 있고 실제로 타OEM향 수주가 증가하고 있기 때문에 이익 턴어라운드 원년인 올해를 기점으로 지속적으로 비중확대 전략을 권고한다.

Buy (maintain)

목표주가 **13,000 원**
현재주가 **9,060 원**

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI (7/19)	674.06 pt	
시가총액	1,903 억원	
발행주식수	21,000 천주	
52 주 최고가 / 최저가	11,800 / 5,850 원	
90 일 일평균거래대금	10.78 억원	
외국인 지분율	6.6%	
배당수익률(19.12E)	1.9%	
BPS(19.12E)	27,083 원	
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	8.5%
	6 개월	30.3%
	12 개월	36.1%
주주구성	김상태 외 2 인	54.6%
	신영자산운용	13.3%
	국민연금공단	7.1%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	1,054	25	100	75	3,549	39.8	82	3.0	3.0	0.4	15.1
2018	1,067	19	71	45	2,135	-39.8	72	3.1	1.4	0.3	8.5
2019E	1,145	29	35	26	1,247	-41.6	87	7.3	1.5	0.3	4.7
2020E	1,202	40	46	36	1,724	38.3	98	5.3	1.1	0.3	6.2
2021E	1,271	44	51	41	1,930	12.0	100	4.7	0.7	0.3	6.5

자료: 평화정공, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표28 실적추정치 변경 전후

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	1,145	1,202	1,123	1,165	1.9	3.2
영업이익	29	40	28	39	2.2	3.4
순이익	26	36	26	40	1.9	-10.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표29 평화정공 Valuation: 목표주가 13,000 원으로 상향

(원, 배)	단위	값	비고
순이익	억원	262	2019년 Full-Year 기준
EPS	원	1,699	12개월 Forward
Target P/E	배	8	
목표주가	원	13,000	Target P/E x 12개월 Forward EPS
현재주가	원	9,060	
Upside	%	43	

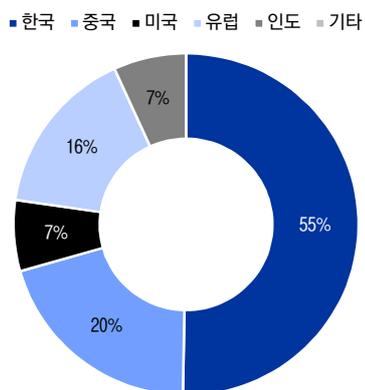
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표30 최근까지 주요 이벤트

주요 이벤트	일시	비고
PHC 지분 매각	2017. 3	11.8만주 매각, 862억원 현금 유입, 지주사 체제 본격화
PH E&E 인수	2018.1	기존 100% 계열사로 사출업체의 흡수합병
베트남 공장 추진	2018.6	2019. 9월 완공, 기존 국내물량 대응 및 현지/해외 물량 대응
PHC 잔여지분 매각	2018.12	10.6만주 매각, 805억원 현금 유입

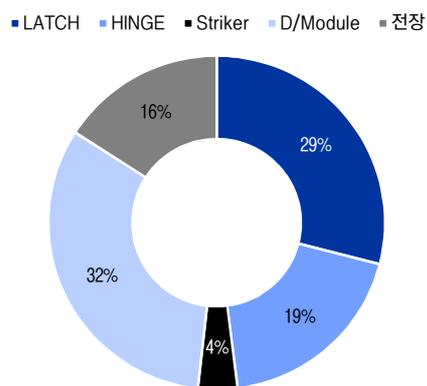
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 평화정공 지역별 매출 분포도(2018년 기준)



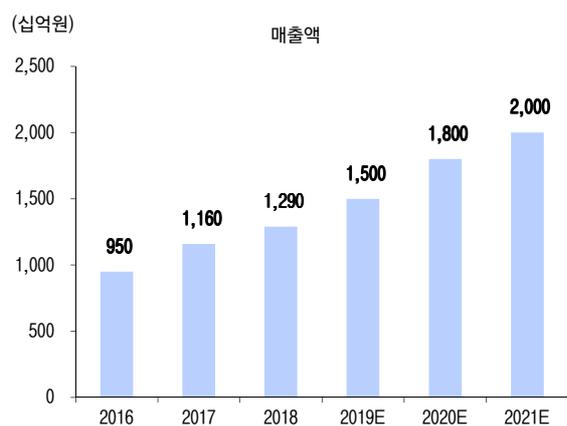
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 제품별 매출액 비중: 전장부분 비중 증가(2018년 기준)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 전장사업부분 매출액 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 파워트링크 시스템 및 ECU (전장사업부분)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표31 평화정공 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E	2020E
매출액	253	258	258	298	1,067	252.1	286.3	279	327	1,145	1,202
평화정공(주)	146	161	140	182	629	150.9	172.7	151.9	194.1	670	710
(주)에이에스티	13	14	13	15	56	12.5	14.3	13.6	15.7	56	58
북경평화정공기차부건(유)	31	30	34	33	128	12.7	26.0	34.6	35.5	109	112
태창평화정공기차배건(유)	20	17	26	26	89	17.1	15.0	27.9	28.6	88	95
염성평화정공기차배건(유)	10	9	6	11	37	8.9	8.5	6.6	12.4	36	39
PHA India PVT Ltd	24	18	22	21	85	20.8	19.3	24.1	25.0	89	101
PHA America INC	15	16	26	28	84	34.8	38.5	31.4	32.5	137	144
PHA Czech s. r. o	27	28	25	28	109	23.5	30.6	27.0	30.8	112	121
PHA Slovakia s.r.o	23	23	21	23	90	24.5	24.4	23.1	24.9	97	105
(주)PHA E&E	2	2	3	-	7						-
단순합계	311	319	315	368	1,313	305.7	349	340	399	1,394	1,484
연결제거	-59	-61	-56	-70	-246	-54	-63	-61	-72	-250	-282
연결제거비중(%)	19	19	18	19	19	18	18	18	18	18	19
매출원가	223	233	237	263	956	229	255	249	289	1,023	1,066
매출원가율(%)	88.2	90.3	91.7	88.3	90	90.9	89.1	89.4	88.4	89	89
매출총이익	30	25	21	35	111	23	31	30	38	122	137
매출총이익률(%)	11.8	9.7	8.3	11.7	10.4	9.1	10.9	10.6	11.6	10.6	11.4
판관비	24	23	21	24.6	92	21	23	22	26	93	97
판관비율(%)	9.4	8.8	7.9	7.8	8.6	8.4	8.1	7.9	8	8.1	8.0
영업이익	5.9	2.4	0.8	10.2	19.3	1.8	8.0	7.5	11.8	29.1	39.8
영업이익률(%)	2.3	0.9	0.3	3.4	1.8	0.7	2.8	2.7	3.6	2.5	3.3
영업외 손익	-2.0	4.1	-3.4	49.9	49	1.5	1.1	1.9	0.8	5	6
세전이익	3.9	6.5	-2.6	63.4	71.2	0.3	9.1	9.5	12.6	31.6	45.8
순이익	3.9	6.5	-2.6	37.9	45.7	1.5	7.2	7.5	10.0	26.2	36.2
YoY(%)											
매출액	-10.7	3.7	0.2	12.5	1.2	-0.2	11.1	7.9	9.9	7.3	5.1
평화정공(주)	-9.0	3.5	-8.4	22.4	1.9	3.2	7.2	8.8	6.8	6.5	6.0
(주)에이에스티	-12.3	-8.7	-12.5	18.2	-4.7	-5.8	3.0	3.0	3.0	0.9	3.0
북경평화정공기차부건(유)	-18.6	-41.4	32.2	40.1	-7.6	-59.1	-13.0	3.0	7.0	-14.8	3.0
태창평화정공기차배건(유)	-27.6	89.6	21.5	-14.5	0.6	-14.7	-12.0	8.0	8.0	-0.9	8.0
염성평화정공기차배건(유)	-29.4	45.6	1.9	-27.9	-12.9	-14.0	-11.0	8.0	12.0	-1.8	8.0
PHA India PVT Ltd	2.7	-27.5	-21.8	17.6	-9.9	-13.0	5.0	10.0	20.0	4.9	13.0
PHA America INC	-43.7	-35.1	20.7	74.1	-4.2	135.2	145.0	22.0	16.0	62.8	4.9
PHA Czech s. r. o	-4.2	7.0	2.0	3.3	2.0	-12.0	8.0	8.0	8.0	3.1	8.0
PHA Slovakia s.r.o	-0.8	1.9	2.6	10.6	3.4	6.7	8.0	8.0	8.0	7.7	8.0
영업이익	-5.0	-433.3	-80.7	-34.1	-23.4	-69.6	235.3	812.4	16.0	50.9	36.8
순이익	-93.7	-887.3	-153.5	336.4	-38.7	-61.7	11.2	-388.8	-73.7	-42.7	38.3

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표32 평화정공 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	694	883	999	1,057	1,149	1,222	1,054	1,067	1,145	1,202	1,271	1,331
평화정공㈜	418	481	508	535	623	667	617	629	670	710	746	769
(주)에이에스티	37	49	49	58	66	68	58	56	56	58	60	61
북경평화정공기차부건(유)	125	169	204	224	221	215	138	128	109	112	115	119
태창평화정공기차배건(유)	67	88	88	88	89	103	89	89	88	95	103	111
염성평화정공기차배건(유)	4	31	43	51	59	67	42	37	36	39	42	46
PHA India PVT Ltd	93	94	85	76	84	89	94	85	89	101	111	122
PHA America INC	0	46	90	107	118	107	88	84	137	144	148	153
PHA Czech s. r. o	66	78	76	72	87	101	106	109	112	121	130	141
PHA Slovakia s.r.o	0	51	71	74	72	88	87	90	97	105	113	122
(주)PHA E&E	0	0	40	26	39	43	43	7		-	-	-
단순합계	811	1,086	1,254	1,311	1,457	1,548	1,363	1,313	1,394	1,484	1,569	1,644
연결제거	-116	-204	-255	-254	-308	-326	-310	-246	-250	-282	-298	-312
연결제거비중(%)	14	19	20	19	21	21	23	19	18	19	19	19
매출원가	849	748	849	917	990	1,053	932	956	1,023	1,066	1,125	1,178
매출원가율(%)	122.2	84.8	85	87	86	86	88	90	89	89	89	88
매출총이익	150	134	150	140	159	137	121	111	122	137	145	154
매출총이익률(%)	21.6	15.2	15.0	13.2	13.9	11.2	11.5	10.4	10.6	11.4	11.4	11.5
판관비	81	78	81	89	154	100	96	92	93	97	101	106
판관비율(%)	11.7	8.8	8.1	8.4	13.4	8.2	9.1	8.6	8.1	8.0	8.0	8.0
영업이익	68.7	56.9	68.7	50.9	4.9	69.7	25.2	19.3	29.1	39.8	44.2	47.8
영업이익률(%)	9.9	6.5	6.9	4.8	0.4	5.7	2.4	1.8	2.5	3.3	3.5	3.6
영업외 손익	-7.2	-5.6	-17	11	46	-60	49	49	5	6	7	7
세전이익	61	51.3	51.3	61.5	50.8	9.2	74.5	71.2	31.6	45.8	51.3	55.1
순이익	47.4	39.3	7.4	53.3	74.5	44.8	74.5	45.7	26.2	36.2	40.5	43.5
YoY(%)												
매출액		27.2	13.1	5.8	8.7	6.4	-13.8	1.2	7.3	5.1	5.7	4.8
평화정공㈜		15.1	5.7	5.3	16.4	7.1	-7.5	1.9	6.5	6.0	5.1	3.1
(주)에이에스티		31.5	-0.2	18.3	13.8	2.6	-13.6	-4.7	0.9	3.0	3.0	3.0
북경평화정공기차부건(유)		35.0	20.9	9.9	-1.5	-2.4	-35.8	-7.6	-14.8	3.0	3.0	3.0
태창평화정공기차배건(유)		32.1	-0.9	1.1	1.0	15.2	-13.8	0.6	-0.9	8.0	8.0	8.0
염성평화정공기차배건(유)		665.5	40.9	16.3	17.3	13.0	-36.6	-12.9	-1.8	8.0	8.0	8.0
PHA India PVT Ltd		0.7	-10.0	-10.4	11.1	5.7	5.9	-9.9	4.9	13.0	10.0	10.0
PHA America INC		18,097.9	95.9	19.4	10.1	-8.8	-18.2	-4.2	62.8	4.9	3.0	3.0
PHA Czech s. r. o		17.4	-1.8	-5.0	19.4	16.8	5.3	2.0	3.1	8.0	8.0	8.0
PHA Slovakia s.r.o			37.9	3.8	-2.2	22.6	-1.4	3.4	7.7	8.0	8.0	8.0
영업이익		-17.1	20.6	-25.8	-90.4	1,319.8	-63.8	-23.4	50.9	36.8	10.8	8.1
순이익		-17.0	-81.3	623.7	39.8	-39.8	66.2	-38.7	-42.7	38.3	12.0	7.3

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

평화정공 (043370)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	488	525	590	633	664
현금 및 현금성자산	108	163	182	182	190
매출채권 및 기타채권	224	197	230	243	256
재고자산	129	142	144	171	180
기타유동자산	27	22	35	37	38
비유동자산	408	383	383	370	362
관계기업투자등	56	14	15	15	16
유형자산	301	301	294	278	268
무형자산	16	15	14	14	13
자산총계	896	908	973	1,003	1,026
유동부채	367	336	376	371	355
매입채무 및 기타채무	184	161	211	224	235
단기금융부채	132	124	121	102	73
기타유동부채	50	51	43	45	47
비유동부채	23	29	29	31	33
장기금융부채	1	1	1	2	3
기타비유동부채	23	28	28	29	30
부채총계	390	365	405	401	388
지배주주지분	507	543	569	601	638
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	41	41	41	41	41
이익잉여금	440	511	534	567	603
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	507	543	569	601	638

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	39	29	68	63	83
당기순이익(손실)	75	45	26	36	41
비현금수익비용가감	25	44	28	55	52
유형자산감가상각비	56	52	57	57	55
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타현금수익비용	-87	-9	-30	-4	-4
영업활동 자산부채변동	-55	-35	13	-28	-10
매출채권 감소(증가)	13	25	-24	-13	-13
재고자산 감소(증가)	2	-13	1	-27	-9
매입채무 증가(감소)	-23	-24	39	12	12
기타자산, 부채변동	-46	-23	-3	0	0
투자활동 현금	9	35	-45	-41	-43
유형자산처분(취득)	-69	-42	-46	-42	-44
무형자산 감소(증가)	-3	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	89	1	8	4	5
기타투자활동	-8	77	-7	-2	-3
재무활동 현금	-35	-8	-4	-22	-32
차입금의 증가(감소)	-32	-5	-1	-19	-28
자본의 증가(감소)	-3	-3	-3	-4	-4
배당금의 지급	3	3	3	4	4
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	8	56	19	0	8
기초현금	100	108	163	182	182
기말현금	108	163	182	182	190

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

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,054	1,067	1,145	1,202	1,271
매출원가	932	956	1,023	1,066	1,125
매출총이익	121	111	122	137	145
판매비 및 관리비	96	92	93	97	101
영업이익	25	19	29	40	44
(EBITDA)	82	72	87	98	100
금융손익	-5	-1	2	1	2
이자비용	3	3	3	3	2
관계기업등 투자손익	2	4	4	5	5
기타영업외손익	78	48	0	0	0
세전계속사업이익	100	71	35	46	51
계속사업법인세비용	26	26	8	10	11
계속사업이익	75	45	26	36	41
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	75	45	26	36	41
지배주주	75	45	26	36	41
총포괄이익	29	13	26	36	41
매출총이익률 (%)	11.5	10.4	10.6	11.4	11.4
영업이익률 (%)	2.4	1.8	2.5	3.3	3.5
EBITDA 마진률 (%)	7.8	6.8	7.6	8.2	7.9
당기순이익률 (%)	7.1	4.2	2.3	3.0	3.2
ROA (%)	8.2	5.0	2.8	3.7	4.0
ROE (%)	15.1	8.5	4.7	6.2	6.5
ROIC (%)	4.1	2.5	4.5	6.3	6.9

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	3.0	3.1	7.3	5.3	4.7
P/B	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	3.0	1.4	1.5	1.1	0.7
P/CF	2.2	1.6	3.5	2.1	2.1
배당수익률 (%)	1.5	2.4	1.9	2.0	2.1
성장성 (%)					
매출액	-13.8	1.2	7.3	5.1	5.7
영업이익	-63.8	-23.3	50.7	36.8	10.8
세전이익	38.7	-28.8	-51.5	32.8	12.0
당기순이익	39.8	-39.8	-41.6	38.3	12.0
EPS	39.8	-39.8	-41.6	38.3	12.0
안정성(%)					
부채비율	77.0	67.2	71.2	66.8	60.8
유동비율	133.2	156.3	157.0	170.6	186.8
순차입금/자기자본	4.9	-7.3	-10.7	-13.2	-18.1
영업이익/금융비용	8.9	6.3	9.7	15.4	23.1
총차입금 (십억원)	133	125	122	104	75
순차입금 (십억원)	25	-40	-61	-79	-116
주당지표 (원)					
EPS	3,549	2,135	1,247	1,724	1,930
BPS	24,121	25,862	27,083	28,637	30,387
CFPS	4,755	4,219	2,585	4,326	4,397
DPS	160	160	170	180	190

엠에스오토텍 (123040)

2019. 07. 22

자동차

경량화 그리고 타 OEM향 매출

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

복잡한 지배구조의 개선, 큰 그림 확보를 위한 첫걸음

동사는 2020년부터 시작될 것으로 예정되어 있는 대규모 capex기반 투자를 앞두고 지난 2018년 지배구조 개편을 단행했다. 기존 대주주 산하에 있던 심원 개발, 미국, 중국 등이 9월부로 명신산업 산하로 편입되며 연결기준 대상법인으로 변경되었고, 기존의 명신 및 인도, 브라질 법인 등은 존속법인인 명신산업항성 산하로 변경되었다. 동사는 기존부터 보유하고 있던 핫스탬핑 기술을 기반으로 미국법인을 통해 미국 전기차업체 공급이 이뤄진 상태이며, 이에 대한 이익이 엠에스오토텍으로 귀속되기 시작하며 재무적 개선이 이뤄지기 시작한 것으로 판단된다.

NR

목표주가
현재주가

NR
4,470 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

명신산업 기반으로 연결실적 개선: 미국 공급사 볼륨 증가로 실적 개선

동사는 명신산업의 연결실적 편입으로 외형성장이 3Q18부터 급격하게 이뤄지기 시작했다. 명신산업의 미국내 공급사의 주요 모델이 3Q18부터 대량양산에 성공하기 시작했는데, 동사는 해당 모델에 핫스탬핑 제품을 대당 30개 이상 공급하며 실적으로 연결되는 구조다. 1Q19의 경우 해당 모델의 생산량이 일시적으로 소폭감소했으나 2Q19에는 record-high 생산 실적을 기록해 뚜렷한 실적 모멘텀을 보일 것으로 예상된다.

Stock Data

KOSPI (7/19)	674.06 pt
시가총액	1,393 억원
발행주식수	31,166 천주
52 주 최고가 / 최저가	5,130 / 1,675 원
90 일 일평균거래대금	36.7 억원
외국인 지분율	1.6%
배당수익률(19.12E)	1.1%
BPS(19.12E)	3,208 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 23.6%
	6개월 83.1%
	12개월 114.6%
주주구성	심원 (외 3인) 34.8%
	빌리언포드자산운용 5.1%
	엠에스오토텍우리스주 2.2%

전기차의 핵심, 경량화: 핫스탬핑 러브콜은 이미 예견

동사는 2006년부터 자동차 경량화 제품의 핵심인 핫스탬핑에 대한 연구개발을 시작했고, 2014년부터 현대차그룹, 2018년부터 미국의 EV업체로 공급이 시작되었다. 핫스탬핑은 약 1,000도 이상의 고온에서 스틸 기반 제품들을 급속냉각 시켜 강성을 높이는 한편 무게는 25% 줄이는 효과를 낸다. 알루미늄과 마그네슘 등으로 자동차 외형의 소재가 바뀌지 않는 한 핫스탬핑이 당분간은 최적의 경량화 소재로 사용될 것이다.

Stock Price



위탁생산 업체로서 장기 성장동력 부각될 것

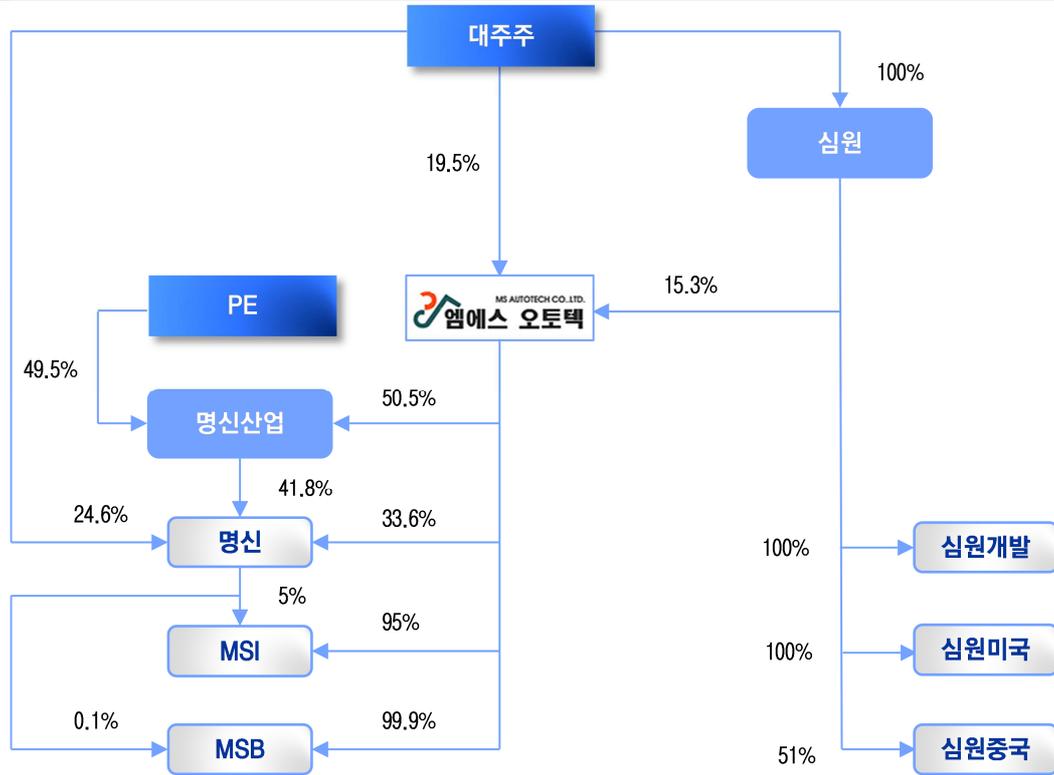
명신산업의 실적 개선 외에도 장기적으로 동사의 위탁생산 사업이 장기 성장모멘텀으로 작용할 전망이다. 현재 이미 중국 EV업체로도 핫스탬핑 수주실적이 있으며, 군산공장의 인수로 위탁생산 계약이 중단기적 타임라인 안에 이뤄질 것으로 예상된다. 나아가 2020년도 부터는 실제로 설비발주, 추가 투자유치 등이 이뤄진 후 차량생산에 있어 본격적인 준비단계로 진입할 전망이다.

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	804	22	-9	-9	-1,294	n/a	70	-3.8	7.1	2.4	-56.2
2015	864	47	9	2	-261	적지	101	-14.7	4.6	1.6	-11.6
2016	748	41	30	25	1276	흑전	92	3.5	5.2	1.1	39.6
2017	704	24	-15	-11	-447	적전	78	-5.8	5.0	0.8	-10.9
2018	892	27	7	5	129	흑전	83	16.2	4.8	0.7	4.1

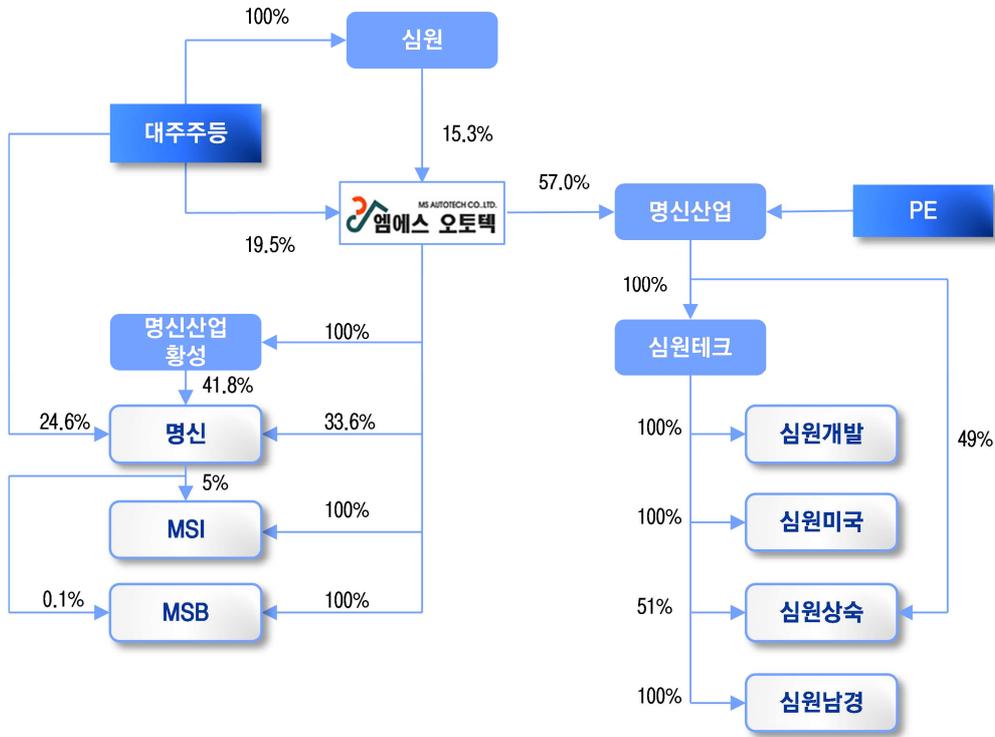
자료: 엠에스오토텍, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림65 MS 그룹 지배구조 변경 전



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 지배구조 변경 후 (3Q18에 명신산업, 심원테크 등 계열사들을 연결대상으로 편입)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표33 엠에스오토텍 실적 추이: 3Q18 부터 연결법인 편입으로 외형성장 시작

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19
연결 매출액	747.9	167.9	182.6	187.9	165.8	704.2	136.5	188.6	217.5	349.4	891.9	295.7
I. 엠에스오토텍	223.0	51.7	48.9	52.8	49.7	203.0	43.5	60.0	56.5	85.4	245.4	85.6
II. 명신산업합성									13.3	16.7	30.0	12.9
명신	164.7	32.5	37.5	50.5	22.7	143.2	29.2	45.3	39.7	50.9	165.1	38.3
MSI	98.5	24.9	26.5	21.2	33.1	105.6	26.8	26.4	33.7	28.8	115.7	28.9
MSGI	54.2	13.7	15.1	17.3		46.1					0.0	
MSB	98.1	25.6	22.4	23.6	31.2	102.7	25.1	26.4	26.8	18.6	96.8	24.8
III. 명신산업	186.0	44.3	51.2	35.6	43.5	174.6	31.3	57.9	40.2	47.3	176.6	38.2
심원테크									16.8	33.0	49.8	45.1
심원개발									27.7	104.1	131.8	83.9
심원미국									16.7	57.0	73.8	57.0
심원상속										8.4	8.4	8.2
심원남경											0.0	
매출원가	663.3	153.8	164.8	171.6	149.6	639.7	136.3	170.8	199.8	310.6	817.6	270.6
원가율(%)	88.7	91.6	90.3	91.3	90.2	90.8	99.9	90.6	91.9	88.9	91.7	91.5
매출총이익	84.6	14.2	17.8	16.3	16.3	64.5	0.1	17.8	17.7	38.8	74.4	25.1
판매비	43.5	11.0	11.2	8.1	10.5	40.7	7.5	9.0	12.7	17.7	47.0	16.4
판매비율(%)	5.8	6.5	6.2	4.3	6.3	5.8	5.5	4.8	5.8	5.1	5.3	5.6
영업이익	41.1	3.2	6.5	8.3	5.8	23.8	-7.4	8.8	5.0	21.1	27.4	8.7
영업외 손익	-11.0	-7.3	-5.5	-6.3	-19.9	-38.9	-4.6	-4.2	-10.1	-1.6	-20.5	0.7
세전이익	30.1	-4.1	1.1	2.0	-14.1	-15.1	-12.0	4.6	-5.1	19.5	6.9	9.4
당기순이익	24.6	-4.7	0.5	1.5	-8.5	-11.2	-12.2	5.7	-4.8	16.3	5.0	8.9
자배주주 순이익	22.5	-4.1	0.2	3.0	-7.8	-8.8	-8.2	3.2	-4.8	13.3	3.5	2.9

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

엠에스오토텍 (123040)

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	228	204	211	214	307
현금 및 현금성자산	14	6	19	29	32
매출채권 및 기타채권	124	121	114	110	105
재고자산	55	47	46	47	90
기타유동자산	35	30	33	28	80
비유동자산	435	443	419	394	394
관계기업투자등	4	4	7	7	3
유형자산	415	422	388	363	360
무형자산	0	0	0	0	1
자산총계	663	647	631	608	701
유동부채	363	393	407	348	423
매입채무 및 기타채무	120	104	95	78	132
단기금융부채	218	266	295	250	239
기타유동부채	25	24	18	20	51
비유동부채	221	161	98	121	162
장기금융부채	211	146	80	107	148
기타비유동부채	10	15	19	14	14
부채총계	584	554	505	469	585
지배주주지분	36	42	72	88	82
자본금	7	7	7	14	14
자본잉여금	44	43	48	74	74
이익잉여금	-16	-21	-1	-9	-9
비지배주주지분(연결)	43	51	53	51	33
자본총계	79	93	125	139	116

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	88	68	94	65	88
당기순이익(손실)	-9	2	25	-11	5
비현금수익비용가감	84	100	70	93	87
유형자산감가상각비	48	54	51	55	56
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	7	17	-8	15	1
영업활동 자산부채변동	19	-32	5	-14	-4
매출채권 감소(증가)	10	-18	33	10	-3
재고자산 감소(증가)	-12	3	4	-9	3
매입채무 증가(감소)	18	-12	-23	-17	23
기타자산, 부채변동	4	-5	-9	1	-27
투자활동 현금	-94	-105	-3	-68	-57
유형자산처분(취득)	-102	-59	-22	-71	-32
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	17	-8	0	1	-12
기타투자활동	-10	-38	19	2	-13
재무활동 현금	12	29	-78	17	-38
차입금의 증가(감소)	9	55	-58	8	5
자본의 증가(감소)	26	-2	1	27	-25
배당금의 지급	1	2	1	2	2
기타재무활동	-23	-24	-21	-19	-18
현금의 증가	6	-9	13	11	3
기초현금	9	14	6	19	29
기말현금	14	6	19	29	32

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

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	804	864	748	704	892
매출원가	731	765	663	640	818
매출총이익	73	99	85	65	74
판매비 및 관리비	51	52	43	41	47
영업이익	22	47	41	24	27
(EBITDA)	70	101	92	78	83
금융손익	-33	-45	-10	-27	-23
이자비용	26	22	20	21	21
관계기업등 투자손익	1	0	0	-11	0
기타영업외손익	1	6	-1	-2	3
세전계속사업이익	-9	9	30	-15	7
계속사업법인세비용	0	7	6	-4	2
계속사업이익	-9	2	25	-11	5
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9	2	25	-11	5
지배주주	-17	-5	23	-9	3
총포괄이익	-6	13	30	-20	-1
매출총이익률 (%)	9.1	11.5	11.3	9.2	8.3
영업이익률 (%)	2.7	5.4	5.5	3.4	3.1
EBITDA 마진률 (%)	8.7	11.7	12.4	11.1	9.4
당기순이익률 (%)	-1.1	0.2	3.3	-1.6	0.6
ROA (%)	-2.7	-0.7	3.5	-1.4	0.5
ROE (%)	-56.2	-11.6	39.6	-10.9	4.1
ROIC (%)	3.4	1.7	7.1	3.8	4.4

주요 투자지표

	2014	2015	2016	2017	2018
투자지표 (x)					
P/E	-3.8	-14.7	3.5	-10.0	34.7
P/B	2.4	1.6	1.1	1.4	1.5
EV/EBITDA	7.1	4.6	5.2	5.8	5.7
P/CF	0.8	0.7	0.8	1.1	1.3
배당수익률 (%)	1.5	2.0	1.7	1.7	1.1
성장성 (%)					
매출액	18.8	7.5	-13.4	-5.8	26.7
영업이익	-49.6	117.1	-12.7	-42.1	15.1
세전이익	적지	흑전	246.6	적전	흑전
당기순이익	적지	흑전	1,533.3	적전	흑전
EPS	적지	적지	흑전	적전	흑전
안정성(%)					
부채비율	739.1	594.5	403.4	337.1	506.0
유동비율	62.9	51.9	51.8	61.4	72.6
순차입금/자기자본	518.3	423.7	275.4	228.9	294.4
영업이익/금융비용	0.8	2.1	2.0	1.1	1.3
총차입금 (십억원)	429	412	374	357	388
순차입금 (십억원)	410	395	345	318	340
주당지표 (원)					
EPS	-1,294	-261	1,276	-447	129
BPS	2,067	2,394	4,007	3,247	3,031
CFPS	5,822	5,830	5,347	4,152	3,396
DPS	75	75	75	75	50

APTIV PLC (APTV US)

2019. 7. 22

자동차

자율주행 Tier-1 Supplier, 완전자율주행을 꿈꾼다!

Analyst **유지웅**

02. 3779-8886

jwyo@ebestsec.co.kr

Robo-Taxi의 상용화 임박, 자율주행 시스템 공급에 대한 수요 급증

美 California를 중심으로 자율주행 Test에 참여하고 있는 업체들이 급격히 증가하고 있는 가운데, Level 4 이상급의 Robo-Taxi를 2020년부터 상용화 시키는 계획을 발표한 업체들이 지속적으로 부각되고 있다. 이미 Phoenix에서 상용화 단계에 접어든 Waymo를 필두로 미국의 Zoox, AutoX, 그리고 중국의 Baidu 및 Pony ai등의 업체들 모두 2020년에서 늦어도 2021년에는 Robo-Taxi 상용화 계획을 갖고 있어, 이에 해당하는 자율주행 시스템에 대한 수요가 급증하고 있다.

대당 ASP는 급증, Early-Mover의 Advantage 현실화 기대

일반적으로 자동차부품 회사들이 OEM으로 공급하고 있는 ADAS 패키지는 Level2 급에서는 약 100만원 수준으로 공급되지만, Level4~Level5로 넘어가게 되면서는 단순 센서의 적용뿐만 아니라 고도의 자율주행 기술을 위해 차량 전면, 측면, 후면 등 다양한 면적에 센서가 적용된다. 이에 따라 ADAS 가격은 급증하게 되고, 따라서 동사의 ASP 역시 구조적으로 증가하게 될 전망이다.

OEM이 아닌 MaaS업체 Lyft와의 파트너십을 맺다

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

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

동사는 기존 ADAS로 구분되는 Active Safety 부분에서 지속적으로 YoY +50%가 넘어가는 매출 증가율을 보여왔음에도 불구하고 타 매출 실적에서 Regional한 임팩트가 나타나며 1Q19까지는 부진한 실적을 보여왔다. 추가 또한 최근 자동차 섹터 전반이 멕시코산 자동차 관세 부과 등으로センチ멘트가 악화된 상태다. 반면 2H19부터는 중국시장의 정상화가 예상되고 있고, 유럽의 CO2 규제 강화로 인해 동사의 Signal and Power Solution 사업부에서도 실적이 정상화되며 주가 모멘텀이 확대될 것으로 기대된다.

Financial Data

(백만USD)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	15,499	1,758	1,615	1,351	4.5	15.4	2,298	14.6	10.1	8.4	49.8
2015	15,165	1,723	1,508	1,450	5.1	12.9	2,263	16.5	12.3	10.6	60.9
2016	12,274	1,539	1,000	1,257	4.6	- 9.4	2,028	15.1	10.7	7.6	54.1
2017	12,884	1,416	1,255	1,355	5.1	10.2	1,962	19.0	12.9	6.8	47.5
2018	14,435	1,473	1,334	1,067	4.0	- 20.3	2,149	12.1	9.3	4.6	31.6

자료: Aptiv, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

NR

목표주가

현재주가

NR

80.2 USD

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI (5/24)	2,045.31 pt
시가총액	203,956 억원
발행주식수	95,307 천주
52 주 최고가/최저가	247,000 / 167,000 원
90 일 일평균거래대금	477.91 억원
외국인 지분율	48.8%
배당수익률(19.12E)	2.6%
BPS(19.12E)	341,756 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -2.2%
	6 개월 26.8%
	12 개월 2.5%
주주구성	T ROWE PRICE 16.48%
	VANGUARD GROUP 9.06%
	BLACKROCK 6.30%

Stock Price



표34 Aptiv 실적 추이: 1Q19까지 중국 불확실성이 실적에 크게 반영. Active Safety(ADAS) 매출액은 YoY +50% 증가 (비공개)

(백만 USD)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2016	2017	2018	2019E
매출액	3,630	3,684	3,485	3,636	3,575	12,274	12,884	14,435	14,691
Signal and Power Solutions	2,617	2,650	2,535	2,600	2,562	9,319	9,507	10,402	
Advanced Safety and User Experience	1,032	1,044	956	1,046	1,023	3,024	3,446	4,078	
Other	-19	-10	-6	-10	-10	-69	-69	-45	
매출액 YoY(%)	15.5	16.8	10.7	5.7	-1.5	-19.1	5.0	12.0	1.8
Signal and Power Solutions	12	13	9	4	-2	14	2	9	
Advanced Safety and User Experience	26	27	13	9	-1	10	14	18	
영업이익	374	421	323	355	297	1,539	1,416	1,473	1,625
Signal and Power Solutions	322	357	277	323	257	1,186	1,206	1,279	
Advanced Safety and User Experience	52	64	46	32	40	461	210	194	
OPM (%)	10.3	11.4	9.3	9.8	8.3	12.5	11.0	10.2	11.1
영업이익 YoY(%)	27.6	15.7	-13.4	-8.0	-20.6	-10.7	-8.0	4.0	10.3
Signal and Power Solutions	11	21	-8	1	-20	17	2	6	
Advanced Safety and User Experience	2,500	-6	-37	-52	-23	44	-54	-8	
순이익	307	291	222	247	240	1,257	1,355	1,067	1,189

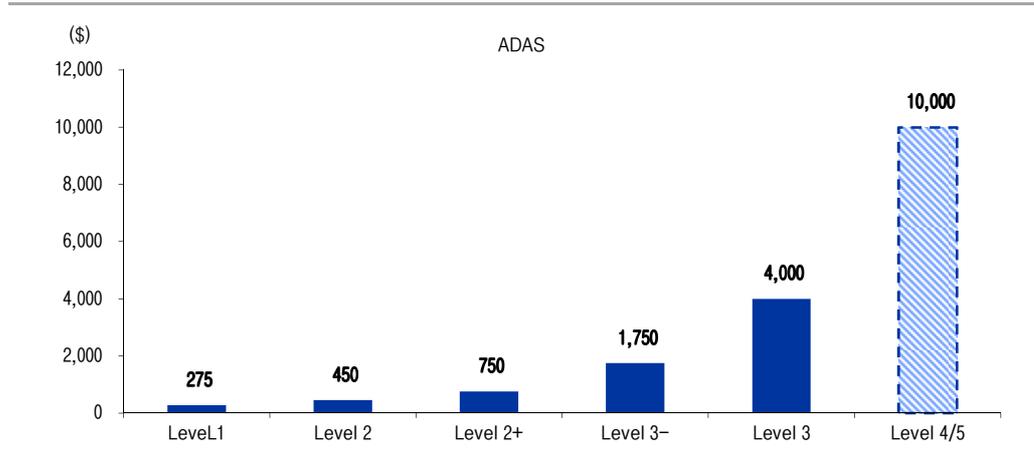
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림67 Aptiv의 자율주행 패키지: 2020년부터 Robo-Taxi 패키지 공급 가능



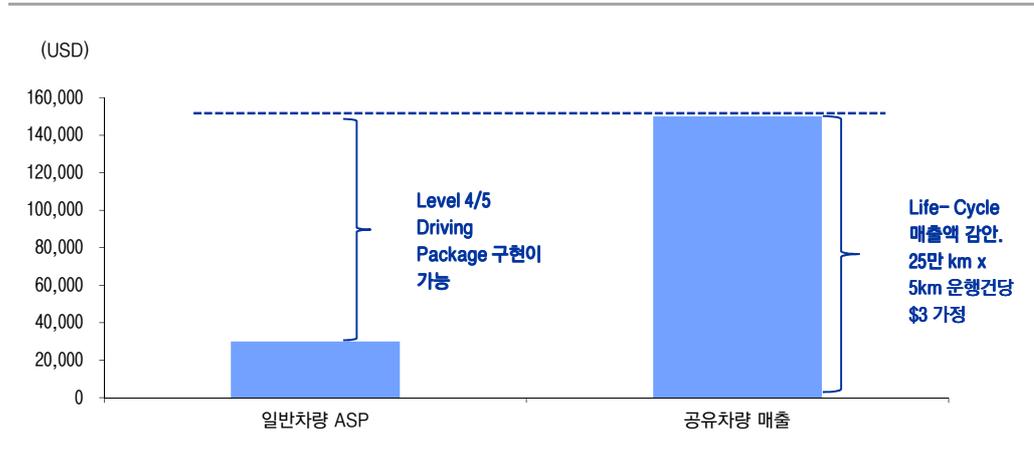
자료: Aptiv, 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 자율주행 Level에 따라 ADAS 가격 상승 변화



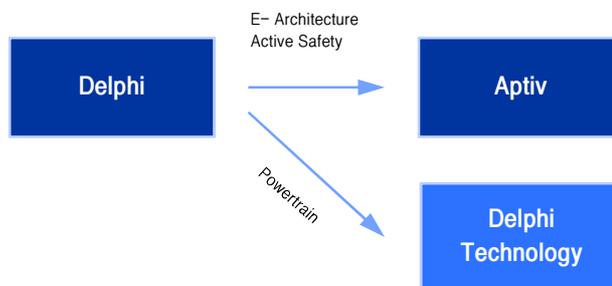
자료: Aptiv, 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 자동차 판매 VS 차량공유 매출 비교



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 2017년 12월 Delphi는 Aptiv와 Delphi Technology로 분사. 존속법인은 자율주행 분야에만 집중하는 사업구조를 가져가게 됨



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

APTIV (APTIV US)

재무상태표

(백만 USD)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	5,224	5,121	5,419	5,641	4,777
현금 및 현금성자산	859	535	737	1,596	567
매출채권 및 기타채권	2,428	2,775	2,137	2,456	2,530
재고자산	1,013	1,181	859	1,083	1,277
기타유동자산	924	630	1,686	506	403
비유동자산	5,497	6,852	6,873	6,528	7,703
관계기업투자등	-	23	6	56	72
유형자산	3,021	3,377	2,325	2,804	3,179
무형자산	1,384	2,922	2,650	3,163	3,904
자산총계	10,721	11,973	12,292	12,169	12,480
유동부채	3,889	3,927	4,148	3,540	3,694
매입채무 및 기타채무	2,278	2,541	1,820	2,227	2,334
단기금융부채	34	52	10	17	306
기타유동부채	1,577	1,334	2,318	1,296	1,054
비유동부채	3,819	5,313	5,381	5,112	5,116
장기금융부채	2,392	3,956	3,953	4,132	4,038
기타비유동부채	1,427	1,357	1,428	980	1,078
부채총계	7,708	9,240	9,529	8,652	8,810
지배주주지분	3,013	2,733	2,763	3,517	3,670
자본금	1,703	1,656	1,636	1,652	1,642
이익잉여금	807	594	765	1,647	1,817
비지배주주지분(연결)	503	483	362	218	211
자본총계	3,013	2,733	2,763	3,517	3,670

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	2,135	1,703	1,941	1,468	1,628
당기순이익(손실)	1,351	1,450	1,257	1,355	1,067
비현금수익비용가감	540	540	489	546	676
영업활동 자산부채변동	38	(212)	223	(315)	70
투자활동 현금	-1,593	-1,777	-3,213	-1,850	-2,923
유형자산처분(취득)	(764)	(694)	(638)	(691)	(833)
기타투자활동	(422)	(1,005)	60	(561)	(1,215)
재무활동 현금	(1,434)	(329)	(1,104)	542	(609)
차입금의 증가(감소)	7	(214)	(34)	(17)	255
자본의 증가(감소)	1	(47)	(20)	16	(10)
배당금의 지급	(301)	(286)	(317)	(310)	(233)
기타재무활동	(1,142)	(1,279)	(723)	57	(621)

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	15,499	15,165	12,274	12,884	14,435
매출원가	12,471	12,155	9,527	10,270	11,706
매출총이익	3,028	3,010	2,747	2,614	2,729
판매비 및 관리비	1,270	1,287	1,208	1,198	1,256
영업이익	1,758	1,723	1,539	1,416	1,473
(EBITDA)	2,298	2,263	2,028	1,962	2,149
세전계속사업이익	1,615	1,508	1,000	1,255	1,334
당기순이익	1,351	1,450	1,257	1,355	1,067
매출총이익률 (%)	19.5	19.8	22.4	20.3	18.9
영업이익률 (%)	11.3	11.4	12.5	11.0	10.2
EBITDA 마진률 (%)	14.8	14.9	16.5	15.2	14.9
당기순이익률 (%)	8.7	9.6	10.2	10.5	7.4
ROA (%)	12.6	12.1	10.2	11.1	8.5
ROE (%)	49.8	60.9	54.1	47.5	31.6

주요 투자지표

	2014	2015	2016	2017	2018
투자지표 (x)					
P/E	14.6	16.5	15.1	19.0	12.1
P/B	8.4	10.6	7.6	6.8	4.6
EV/EBITDA	10.1	12.3	10.7	12.9	9.3
배당수익률 (%)	1.4	1.2	1.7	1.4	1.5
성장성 (%)					
매출액	3.0	-2.2	-19.1	5.0	12.0
영업이익	8.1	-2.0	-10.7	-8.0	4.0
세전이익	10.2	-6.6	-33.7	25.5	6.3
당기순이익	11.5	7.3	-13.3	7.8	-21.3
EPS	15.4	12.9	-9.4	10.2	-20.3
주당지표 (원)					
EPS	4.5	5.1	4.6	5.1	4.0
BPS	8.6	8.1	8.9	12.4	13.3
DPS	1.00	1.00	1.16	1.16	0.88

만도 목표주가 추이		투자이견 변동내역											
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
		2015.11.09	변경	유지음									
		2017.07.28	Buy	300,000	-9.7		-16.7						
		2017.10.13	Buy	330,000	-2.1		-10.5						
		2017.10.30	Buy	380,000	-14.1		-16.2						
		2017.11.09	Buy	360,000	-5.7		-14.2						
		2018.01.18	Buy	340,000	-13.8		-28.5						
		2018.05.08	Buy	61,000	-22.0		-37.6						
		2018.10.16	Buy	50,000	-40.7		-42.6						
		2018.10.29	Buy	45,000	-27.6		-33.8						
		2019.01.07	Buy	40,000	-15.1		-21.2						
		2019.02.25	Hold	33,000	6.5		-4.8						
		2019.04.15	Hold	36,000	3.1		-14.5						
		2019.07.11	Buy	36,000	-18.5		-19.8						
		2019.07.22	Buy	40,000									

현대모비스 목표주가 추이		투자이견 변동내역											
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
		2015.11.09	변경	유지음									
		2017.07.31	Buy	300,000	-14.2		-20.1						
		2017.10.31	Buy	330,000	-17.1		-24.3						
		2018.03.26	Buy	300,000	-11.8		-22.3						
		2018.07.13	Buy	280,000	-15.4		-24.0						
		2019.07.14	Buy	280,000									

평화정공 목표주가 추이		투자이견 변동내역											
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
		2016.05.03	변경	유지음									
		2019.01.22	Buy	11,000	7.3		-18.9						
		2019.07.22	Buy	13,000									

엠에스오토텍 목표주가 추이		투자이견 변동내역											
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
		2019.07.22	변경	유지음									
		2019.07.22	NR	NR									

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 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.9% 6.1%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2018. 7. 1 ~ 2019. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)