



2021년 11월 23일 | Equity Research



자동차 Overweight

비정상의 정상화, 그 과정에서의 주가 상승

글로벌 자동차 시장은 3년간 이연된 수요와 공급차질 완화에 힘입어 회복되고, 이 과정에서 한국 자동차 업체들의 EPS도 10% 증가할 것이다. 전기차 시장은 고성장이 지속되지만, 다자 경쟁구도로 빠르게 전환되고, IT와 SW 기술을 기반으로 한 자율주행/모빌리티 플랫폼으로의 전환 경쟁도 가열될 것이다. 한국 자동차의 주가 Valuation은 전기차 전용 모델들의 판매가 증가하는 과정에서 글로벌 평균까지 회복될 것이다. 결론적으로 2022년 자동차 업종의 주가는 20% 이상의 반등을 예상한다. 최선호주들은 기아(TP 11.0만원), 현대차(TP 28.0만원), 만도(TP 7.3만원), 현대글로비스(TP 25.0만원)이다.



Analyst 송선재
02-3771-7512
sunjae.song@hanafn.com

RA 안영준
02-3771-8144
yj.ahn@hanafn.com

2022년 전망

Top picks

- 기아(000270) | BUY | TP 110,000원 | CP(11월22일) 85,700원
- 현대차(005380) | BUY | TP 280,000원 | CP(11월22일) 218,500원
- 만도(204320) | BUY | TP 73,000원 | CP(11월22일) 63,300원
- 현대글로비스(086280) | BUY | TP 250,000원 | CP(11월22일) 163,000원



기아 EV9 컨셉 모델

CONTENTS

Summary	3
1. 자동차 시장은 서서히 정상화 중	5
1) 이연된 수요가 만들어 내는 시장성장률 상승	5
2) 차량용 반도체 공급부족 이슈는 해소되지는 않지만, 완화될 것	6
3) 글로벌 믹스개선과 인센티브 하락은 마무리 국면	9
2. 2022년, 본격적인 전기차 경쟁 라운드에 돌입	15
1) 전기차 시장의 고성장 지속	15
2) 전기차 시장의 모델 경쟁도 본격화	16
3) 전기차 HW보다 중요한 IT 및 SW 경쟁도 가열될 것	18
3. 알파는 전기차 점유율과 자율주행으로의 전환 속도	22
1) 한국 업체들의 이익은 '시장 회복 vs. 모델 사이클 Peak'의 구도에서 증익	22
2) 2022년 자동차 업종의 주가는 '반등 + 알파'로 판단	26
3) Valuation 확장은 전기차 점유율 상승과 자율주행 내재화 속도에 연동	28
Top picks	38
기아(000270)	39
현대차(005380)	43
만도(204320)	47
현대글로비스(086280)	51

2021년 11월 23일 | Equity Research

자동차

비정상적 정상화, 그 과정에서의 주가 상승

1. 글로벌 자동차 시장은 최근 3년간의 부진을 딛고, 글로벌 3천만대 이상으로 추정되는 이연된 수요를 기반으로 2022년 6% 성장이 기대된다. 공급차질만 완화된다면, 추가적인 성장도 가능하다. 차량용 반도체 공급부족은 해소되지는 않겠지만, 일회성 요인들의 제거와 반도체 업체들의 공정개선 등에 힘입어 완화될 것으로 예상된다.
2. 2021년 자동차 시장의 수급불균형은 인위적인 믹스 개선과 인센티브 급락이라는 상당히 이례적인 판매자 우위의 시장을 형성시켰고, 예상보다 적은 판매에도 불구하고 글로벌 자동차 업체들의 수익성을 견인하는데 일조했다. 2022년에는 생산차질이 만회되면서 판매자 우위 환경은 약화되겠지만, 시장 내 이연수요가 많고 완성차의 재고축적까지 시일이 소요된다는 점에서 급격하지는 않을 것이다. 또한, 대당 수익성 하락을 공장 가동률 상승에 따른 영업 레버리지 효과가 상쇄할 수 있다.
3. 전기차 시장의 고성장은 지속될 것이다. 글로벌 전기차 시장의 규모는 2021년 89% 성장한 608만대, 침투율 7.5%(+3.3%p)로 예상되고, 2022년에도 30% 성장하는 등 향후 4년간 연평균 30%의 고성장이 이어질 것이다. 한편, 이에 대응하여 다양한 전기차 모델들의 출시도 예정되어 있어 전기차 시장은 다자 경쟁구도로 빠르게 전환될 것이다. 더불어 전기차 하드웨어보다 중요도가 커진 IT 및 소프트웨어 부문의 기술개발도 가속되면서 자율주행/모빌리티 플랫폼으로의 전환 경쟁도 가열될 것이다.
4. 한국 완성차들의 주요 모델 사이클은 한국에서는 2021년, 글로벌에서는 2022년 정점을 기록하고 하락하여 결과적으로 ASP 상승도 둔화될 것이다. 하지만, 현대차/기아의 신차 모델에 대한 이연수요도 충분하다는 점에서 하락 속도는 가파르지 않을 전망이다. 판매 증가와 가동률 상승에 기반하여 합산 매출액/영업이익이 각각 5%/9% 증가하고, 영업이익률은 0.2%p 상승할 전망이다.
5. 한국 완성차들의 주가 Valuation은 글로벌 평균 대비 낮은 수준인데, 전기차 전용 모델들의 판매가 증가하는 과정에서 글로벌 평균까지 회복될 것으로 전망한다. 결론적으로 2022년 자동차 업종의 주가는 판매증가에 기반한 EPS 증가(+10%)와 글로벌 평균까지의 Valuation 회복(+10%~+20%)에 기반하여 20~30% 반등할 것으로 전망한다.
6. Valuation 추가 확장의 핵심은 미래차에 대한 준비 정도이다. 단기로 보면 내연기관차에서 전기차로의 전환 과정에서 판매/점유율/수익성 훼손이 없어야 하고, 중장기로 보면 전기차를 기반으로 자율주행과 모빌리티로의 빠른 전환이 요구된다. 1차적으로 현재 6% 수준인 전기차 점유율이 내연기관차 점유율인 8% 수준까지 회복될 필요가 있다. 2차적, 그리고 궁극적인 필요조건은 자율주행 기술의 빠른 내재화인데, 2023년 관련 기술의 적용을 통해 충족될 것이다. 이 시점에서 기존 제조 기업에서 모빌리티 서비스 기업으로의 재평가가 진행될 전망이다.
7. 2022년 자동차 업종의 선호 종목은 차별적인 성장동력이 보이고, Valuation에서 업종 평균보다 낮은 종목이 될 것이다. 모델 사이클이 양호하고, P/E Multiple이 낮은 기아를 최선호한다. 전기차 전용 모델의 확장이 이어지는 현대차는 차선호이다. 자동차부품에서는 해외 전기차 모델에 대한 공급이 늘어나는 만도, 물류/CKD/완성차해상운송 부문의 성장이 꾸준한 현대글로벌비스이다.

2022년 전망

Overweight

Top Picks 및 관심종목

종목명	투자 의견	TP(12M)	CP(11월22일)
기아 (000270)	BUY	110,000원	85,700원
현대차 (005380)	BUY	280,000원	218,500원
만도 (204320)	BUY	73,000원	63,300원
현대글로벌비스 (086280)	BUY	250,000원	163,000원

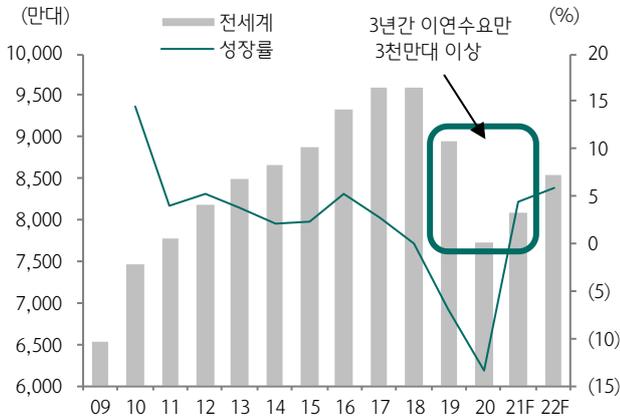


Analyst 송선재
02-3771-7512
sunjae.song@hanafn.com

RA 안영준
02-3771-8144
yj.ahn@hanafn.com

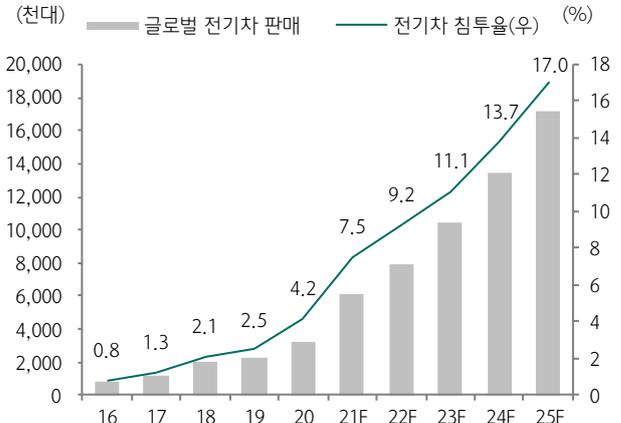
Summary

글로벌 자동차 시장 전망



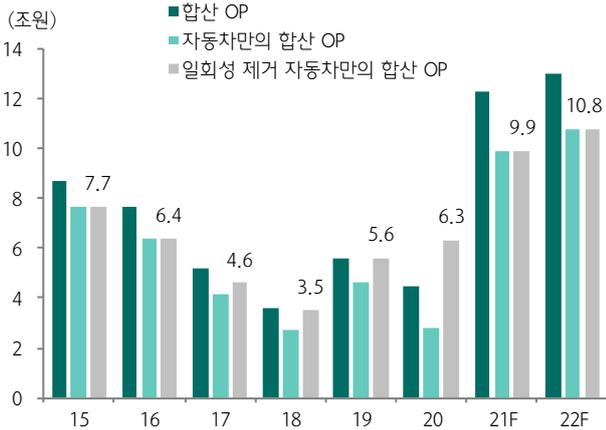
자료: Ward's Auto, 각국 자동차 협회, 하나금융투자

글로벌 전기차 판매 및 침투율 추이와 전망



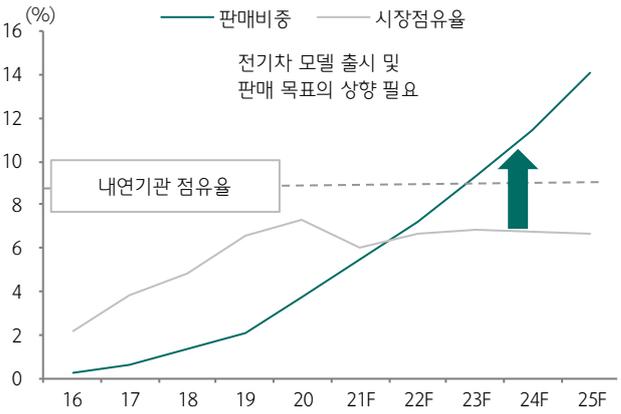
자료: Ward's Auto, SNER, 하나금융투자

현대차/기아의 합산 영업이익 추이와 전망



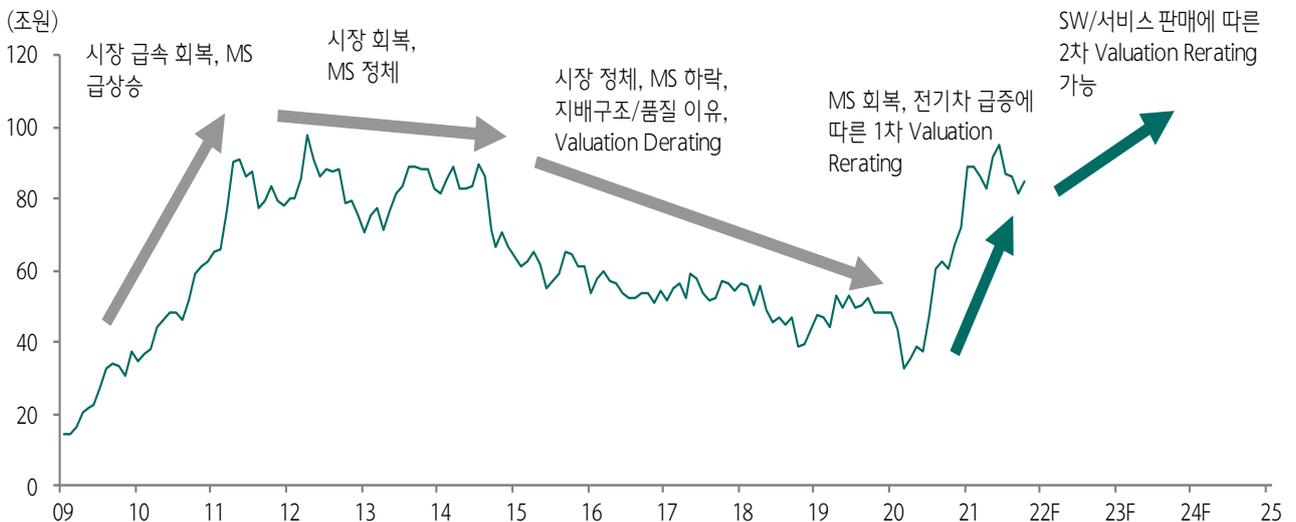
자료: 현대차, 기아, 하나금융투자

현대차/기아의 합산 전기차 점유율 추이와 전망



자료: 현대차, 기아, 하나금융투자

2009년 이후 현대차/기아의 합산 시가총액 변화와 주요 변화의 이유



자료: 현대차, 기아, 하나금융투자

1. 자동차 시장은 서서히 정상화 중

1) 이연된 수요가 만들어 내는 시장성장률의 상승

글로벌 자동차 시장은 2021년 +4%, 2022년 +6% 회복될 전망. 최근 3년간 이연된 수요를 기반으로 수요/공급이 정상화되는 과정을 거칠 것

2019년~2021년 글로벌 자동차 시장은 COVID-19와 차량용 반도체 부족으로 수요와 공급의 양 측면에서 모두 부진했다. 2019년~2020년에 걸쳐 약 20%의 판매감소를 겪었던 글로벌 시장은 2021년에는 전년의 낮은 기저로 상반기 높은 성장률을 기록했지만, 2분기 이후 이어지고 있는 차량용 반도체 공급부족의 여파로 생산차질이 발생하면서 4% 회복에 그칠 것이다. 여전히 위드 코로나의 지연과 주요 부품(반도체 포함)의 공급차질 위험이 있지만, 최근 3년간 이연된 판매만 3천만대 이상이라는 점을 감안할 때 2022년 글로벌 자동차 시장은 수요/공급 회복 과정 속 6% 성장이 기대된다. 공급차질만 완화된다면, 추가적인 성장률 상승도 가능하다.

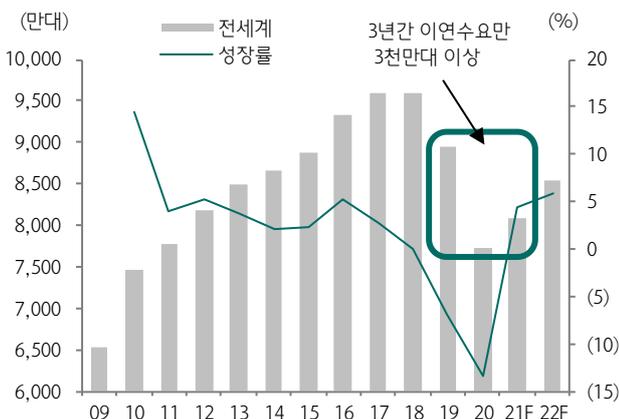
표 1. 글로벌 자동차 시장 전망

(단위: 천대, %)

구분	14	15	16	17	18	19	20	21F	22F
글로벌	8,665	8,870	9,340	9,601	9,602	8,936	7,732	8,075	8,550
한국	166	183	183	179	181	178	190	179	183
미국	1,644	1,739	1,747	1,722	1,726	1,707	1,457	1,504	1,609
중국	1,923	2,082	2,404	2,424	2,274	2,104	1,960	1,994	2,094
유럽	1,301	1,420	1,513	1,563	1,562	1,581	1,196	1,231	1,317
기타	3,654	3,465	3,503	3,713	3,859	3,368	2,930	3,166	3,347
비중									
글로벌	100	100	100	100	100	100	100	100	100
한국	2	2	2	2	2	2	2	2	2
미국	19	20	19	18	18	19	19	19	19
중국	22	23	26	25	24	24	25	25	24
유럽	15	16	16	16	16	18	15	15	15
기타	42	39	38	39	40	38	38	39	39
증가율									
글로벌		2	5	3	0	-7	-13	4	6
한국		10	0	-2	1	-2	7	-6	2
미국		6	0	-1	0	-1	-15	3	7
중국		8	15	1	-6	-8	-7	2	5
유럽		9	7	3	0	1	-24	3	7
기타		-5	1	6	4	-13	-13	8	6

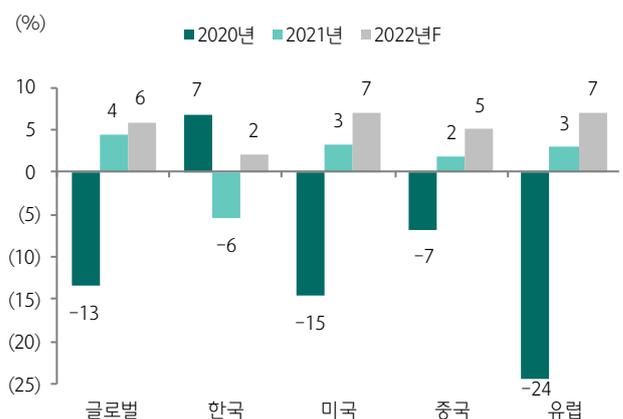
자료: Ward's Auto, 각국 자동차 협회, 하나금융투자

그림 1. 글로벌 자동차 시장 전망



자료: Ward's Auto, 각국 자동차 협회, 하나금융투자

그림 2. 주요 시장의 성장률 전망



자료: Ward's Auto, 각국 자동차 협회, 하나금융투자

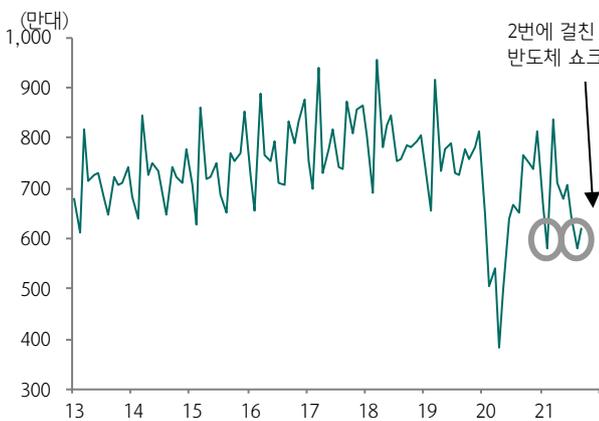
2) 차량용 반도체 공급부족 이슈는 해소되지는 않지만, 완화될 것

2021년 차량용 반도체 공급부족에 따른 생산차질이 글로벌 자동차 판매에 부정적 영향. 글로벌 8백만대 이상의 판매기회 상실

2021년에는 차량용 반도체의 공급부족으로 2차례에 걸친 심각한 생산차질이 발생하면서 글로벌 기준 8백만대 이상의 판매기회 상실이 있는 것으로 추정한다. 특히, 3분기에 최악의 공급부족이 있었는데, 차량용 반도체의 주요 생산지에서 COVID-19 확산 영향이 컸다.

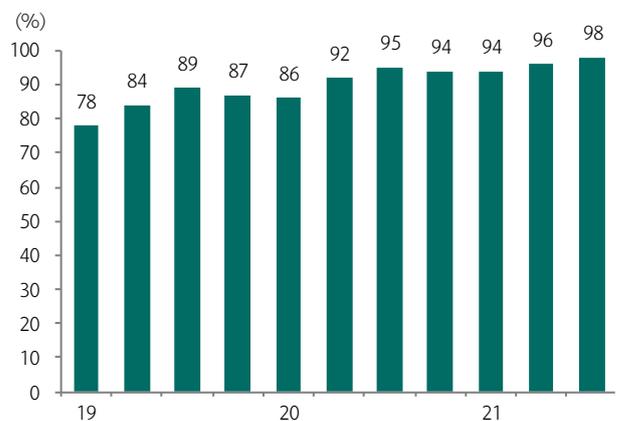
하지만, 보다 근본적인 원인은 반도체 업체들이 공장 전체적으로 생산 여유가 없는 상태(현재 공장 가동률 90% 중반)에서 자동차 시장의 부진과 상대적 저수익을 이유로 차량용 반도체 증설에 소극적이었던 반면, COVID-19 이후 자동차 업체들로부터의 수요는 빠르게 회복된 영향이다. 실제 반도체 업체들은 2020년 차량용 반도체 수요의 증가율을 -9%로 예상했으나 실제로는 이것보다 16%p 높은 +7%를 기록했었다.

그림 3. 글로벌 자동차의 월별 판매 추이



자료: Ward's Auto, 하나금융투자

그림 4. 글로벌 반도체 공장의 평균 가동률 추이



자료: netscribes, 하나금융투자

표 2. 주요 반도체 용도별 2020년 성장률 추정치와 실제 성장률

(단위: 십억달러, %)

구분	시장규모 (십억달러)	2020년 추정치	2020년 실제치	차이
무선통신	127	4	10	6
PC	67	0	11	11
스토리지/GPU/주변장치	52	11	18	7
산업용	49	3	0	-3
차량용	41	-9	7	16
가전	38	0	15	15
서버	29	9	11	2
유선통신	26	7	13	6

자료: IHS, Strategy Analytics, Mckinsey, 하나금융투자

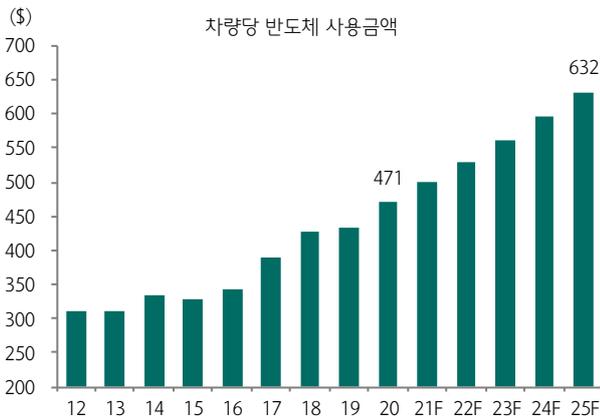
차량용 반도체의 수요는 지속적으로 증가하는데 비해 공급능력은 비례적으로 늘어날 수 없기 때문에 공급불균형이 재발될 가능성은 상존

차량용 반도체의 수요는 지속적으로 증가하는데 비해 공급능력은 비례해서 증가할 수 없기 때문에 공급불균형이 재발될 가능성이 상존한다. 현재 자동차 생산원가에서 차량용 반도체가 차지하는 단가는 471달러, 생산원가 내 비중은 2% 대인데, 자동차의 친환경/전장화가 가속화되면서 ADAS/DCU/xEV용 위주로 차량 1대당 반도체 소요량이 향후 5년간 연평균 7%씩 증가하고, 이후 전기차/자율주행차로 완전히 전환되면 생산원가 내 비중도 3배 증가한 6% 이상으로 상승할 전망이다.

한편, 반도체 업체들의 입장에서는 차량용 반도체가 전체 반도체 시장에서 차지하는 비중이 10%로 작은 편이고, 수익성도 타 반도체들 대비 낮아 생산능력 확충에 상대적으로 소극적일 수 밖에 없다. 자동차 업계 및 각국 정부의 요청으로 일부 증설에 나서기는 했지만 실제 물량이 나오기까지 최소 6개월~22개월이 걸린다.

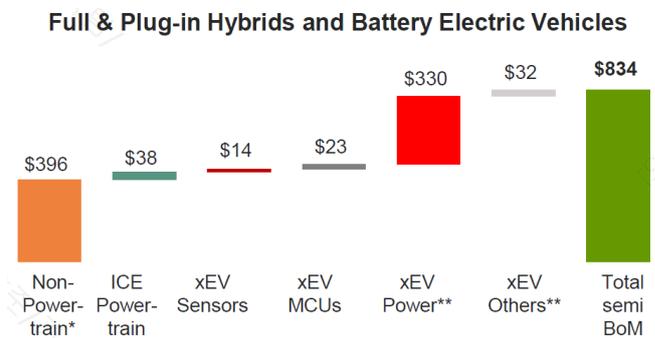
결론적으로 주요 차량용 반도체 생산업체들의 공급능력이 여전히 수요에 비해 부족하고, 추가적인 생산 확충에도 시간이 소요된다는 점에서 차량용 반도체의 공급차질 문제는 2022년 완전한 해소보다는 점진적 완화라는 측면에서 접근해야 한다.

그림 5. 차량당 반도체 사용금액 추이



자료: Ward's Auto, 하나금융투자

그림 6. 기존 내연기관차 대비 전기차에 추가되는 반도체 사용금액



자료: 인피니온, 하나금융투자

표 3. 반도체 개발 및 생산에 소요되는 기간과 고려 요인

대구분	생산능력 구축		제품개발		생산
	신규 공장 건설	기존 라인 증설	반도체 설계	수율/물량 향상	
소구분	신규 공장 건설	기존 라인 증설	반도체 설계	수율/물량 향상	실 생산
평균 소요기간(개월)	12~18	6~18	12~36 (자동차는 24~36)	6~	4~
영향 요인	<ul style="list-style-type: none"> 클린룸 건설 각종 설비(HVAC, 가스, 전기 등) 	<ul style="list-style-type: none"> 장비 조달기간 생산시설 안정화 	<ul style="list-style-type: none"> 제품 복잡성 	<ul style="list-style-type: none"> 제품 복잡성 공장 수율 	<ul style="list-style-type: none"> 제품 복잡성 물리적/화학적 과정 공장 수율
기타 고려 요인		기존 공장의 확장 시 필요	공장 건설과는 별개로 진행 가능	기존 제품을 다른 라인에서 생산시에도 필요	

자료: Mckinsey, 하나금융투자

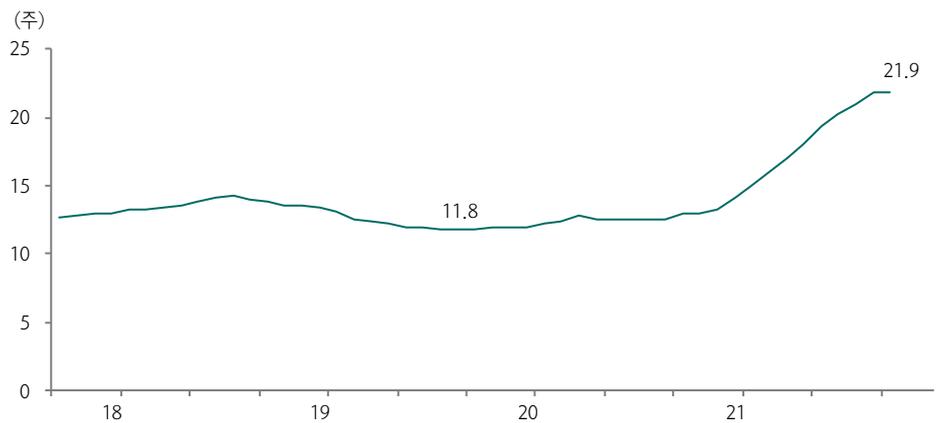
3분기 최악을 지나 4분기 이후 수급 상황은 점진적으로 개선될 것. 반도체에 대한 발주기간도 상승폭이 둔화되고 있고, 완성차들도 생산차질이 완화되고 있음을 밝힘

그럼에도 불구하고, 2021년 3분기 수급불균형을 추가적으로 악화시켰던 동남아 COVID-19의 확산이 진정되고, 주요 공급업체들의 가동률도 회복되고 있어 4분기 이후 수급 상황이 점진적으로 개선될 것이라는 점에 주목해야 한다.

일례로 차량용을 포함한 전체 반도체의 발주기간(Lead Time)은 2018년~2020년 12주~13주를 유지하다가 2021년 1월부터 급격히 상승하여 2021년 8월 21.0주로 60% 상승했었다(월평균 7% 상승). 이후 9월에는 21.8주, 10월에는 21.9주로 추가 상승했지만, 상승폭은 4%(월평균 2%, 특히 10월 상승률은 0.5%)에 그쳐 추가 상승이 제한되고 있다.

여전히 높은 수준이지만, 반도체 후공정 업체들 위주로 가동률이 상승하고 있다고 밝히고 있고, 주요 완성차들도 대체소자를 발굴하거나 완성차 생산시 일부 반도체를 뺀 상태에서 출고하는 방식으로 대응하고 있기 때문에 수급불균형은 완화될 것으로 보인다. 실제 미국 완성차 업체인 GM은 11월 첫번째 주에 들어 지난 2월 이후 처음으로 북미 생산공장의 어느 곳도 반도체 부족으로 인한 생산차질이 발생하지 않았다고 밝혔다.

그림 7. 반도체의 발주기간 추이



자료: Susquehanna Financial Group, 하나금융투자

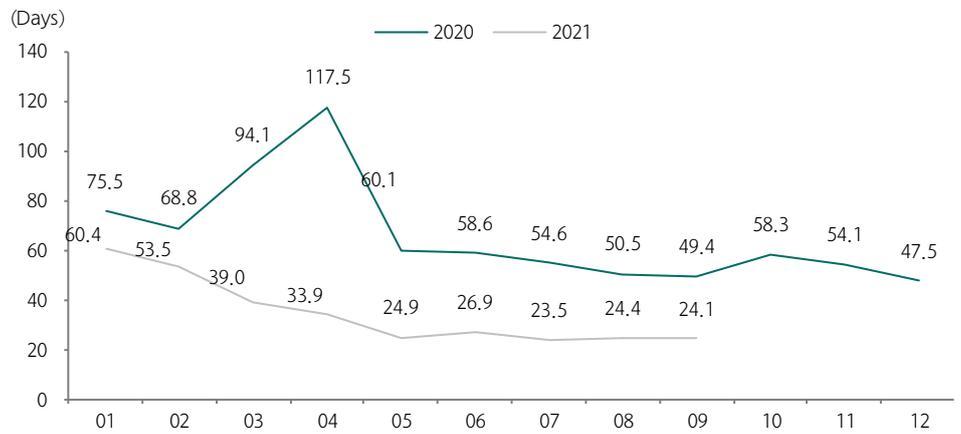
3) 글로벌 믹스개선과 인센티브 하락은 마무리 국면

2021년 자동차 시장의 수급불균형은 재고일수 급락과 중고차 가격지수 급등의 환경으로 강력한 판매자 우위의 시장을 조성

자동차 시장의 수급불균형은 상당히 이례적인 현상을 만들었다. 자동차 수요가 회복되는 도중 공급차질이 발생하면서 완성차의 협상력 극대화으로 강력한 판매자 시장(Seller's Market)이 형성된 것이다.

미국 시장 내 완성차의 재고일수는 현재 24일 정도 수준인데, 이는 전년 동월대비 절반 정도에 불과하다. 신차 출고지연으로 중고차 가격은 급등했는데, 10월 Manheim 중고차 가격지수는 223.7pt로 전년 동월대비 38%, 최근 2년 최저치였던 125.8pt(2020년 4월) 대비로는 78% 상승했다. Manheim 중고차 가격지수가 2008년부터 2019년까지 연평균 2.4% 상승했던 것에 비해 2019년~2021년 동안 61% 급등한 것이다.

그림 8. 미국 자동차시장 월별 재고일수 추이



주: 2021년 9월까지 Data 기준
 자료: Ward's Auto, 하나금융투자

그림 9. 미국 내 중고차 가격 지수



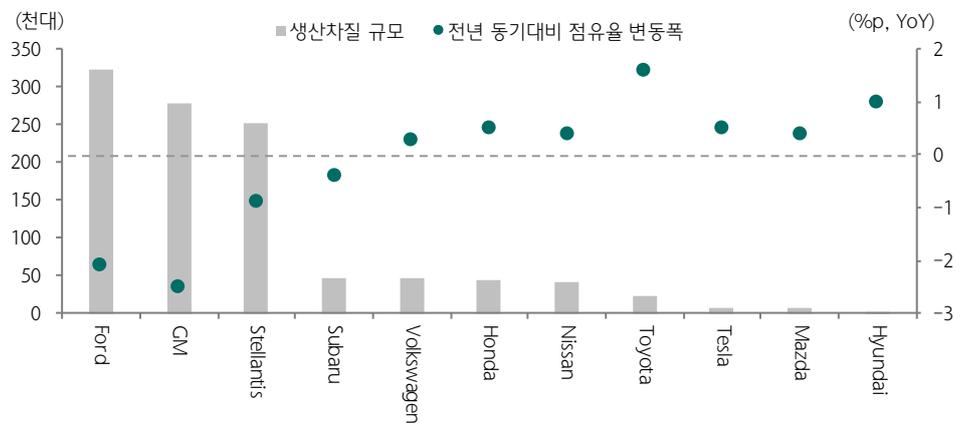
주: 1995년 1월 값을 100으로 두었을 때의 수치
 자료: Manheim, 하나금융투자

판매자 우위의 시장은 세 가지 경로로 영향. 공급차질 적은 업체들의 점유율 상승과 인위적인 믹스 개선, 그리고 적은 판매비용 수반이 그것

수급불균형이 만들어 낸 판매자 시장의 특징은 ① 수요초과 상태로 공급차질이 적은 기업들의 점유율이 올라가고, ② 판매자들이 선택적으로 공급하는 고가의 상품군들도 소비자들에게 수용되며, ③ 판매 과정에서 상대적으로 적은 비용을 수반한다는 것이다.

우선 아래 그림을 보면, 미국 내 생산차질 규모와 비율이 컸던 포드/GM/스텔란티스(각각 전년 판매대수 대비 16%/11%/14% 비율) 등의 시장점유율은 2021년 10월 누적으로 전년 동기대비 2.1%p/2.5%p/0.9%p 하락한 반면, 상대적으로 생산차질 규모가 적었던 혼다/닛산/토요타/현대차 등의 점유율은 0.5%p/0.4%p/1.6%p/1.0%p (YoY) 상승했다. 수요초과 시장에서 공급이 상대적으로 원활했던 완성차들의 점유율이 상승한 것을 확인할 수 있다.

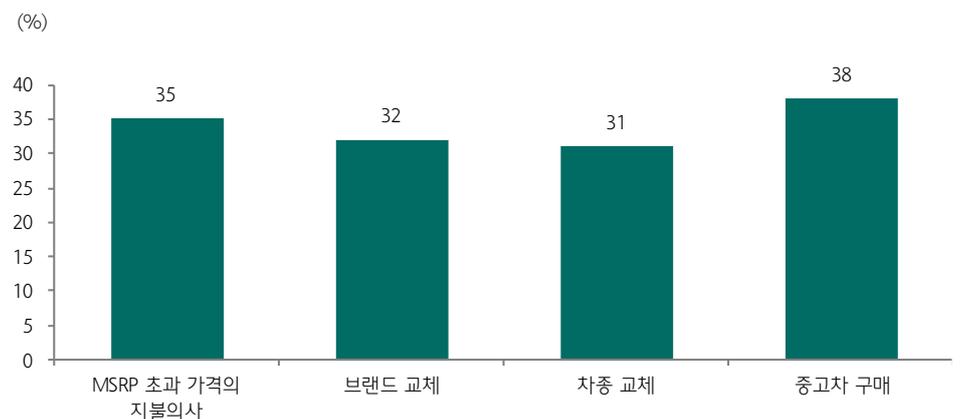
그림 10. 반도체 공급부족에 따른 미국 내 완성차별 생산차질 규모와 점유율 변화 비교



자료: AutoForecast Solutions, Detroit Free Press, Ward's Auto, 하나금융투자

판매자 우위의 시장에서는 완성차들이 공급하는 고가 모델들이 소비자들에게 충분히 수용되어 믹스 개선이 발생하고, 판매 과정에서의 인센티브(=가격할인폭)도 줄어들게 되어 업체별 평균판매가격(ASP)이 상승하게 된다. 아래 Cox Automotive가 조사한 자료에 의하면, 차량용 반도체 부족에 따른 공급부족 상황에서 소비자들 중 MSRP(권장소비자가격) 이상으로 가격을 지불할 의사가 있는 소비자들 비중이 35%였고(의사있음 35% vs. 의사없음 65%), 브랜드 및 차종을 교체해서라도 사겠다는 의사를 가진 소비자들의 비율도 32%/31%였다. 비상 상황에서 가격과 차종의 수용도가 완화된 것이다.

그림 11. 차량용 반도체 부족에 따른 공급부족 상황에서의 소비자 태도 변화



자료: Cox Automotive, 하나금융투자

미국 내 인센티브와 인센티브 비율이 급락하면서 신차 평균가격은 큰 폭으로 상승

이는 미국 시장 내 평균 인센티브와 인센티브 비율, 그리고 신차 가격 추이를 통해 확인된다. 미국 자동차 시장의 평균 해당 인센티브는 10월 2,277달러로 전년 동월대비 45% 하락했고, 1월 초 대비로도 40% 하락했다. 신차 가격 대비 인센티브 비율은 10월 5.8%로 전년 동월의 9.9% 대비 4.1%p 하락했는데, 다른 조건이 동일하다면 해당 수익성이 4.1%p 상승한 것이다. 현대차/기아의 미국 인센티브 비율은 평균보다 큰 5.1%p/7.4%p (YoY) 하락했다. 믹스 개선과 인센티브 하락의 덕분으로 미국 내 평균 신차 가격은 10월 기준 4만달러를 넘었고, 전년 동월대비 8% 상승했다. 현대차/기아의 평균 신차 가격도 17%/3% (YoY) 상승해 있다.

그림 12. 미국 내 산업 평균 해당 인센티브의 추이



자료: Truecar, 하나금융투자

그림 13. 미국 내 평균 신차 가격 대비 인센티브 비율의 추이



자료: Truecar, 하나금융투자

그림 14. 미국 내 산업 평균 신차 가격의 추이



자료: Truecar, 하나금융투자

그림 15. 미국 내 현대차/기아의 신차 가격 추이



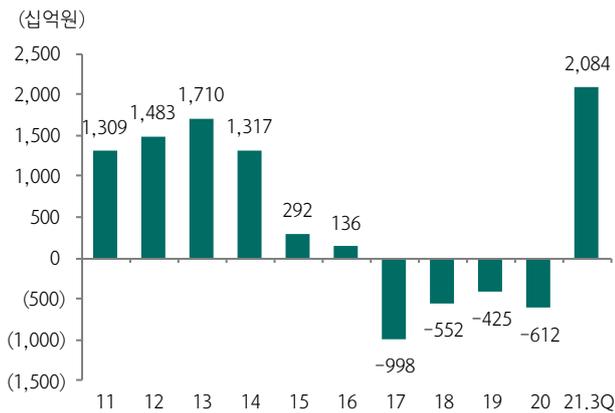
자료: Truecar, 하나금융투자

대당 판매가격 상승 효과에 힘입어 현대차/기아의 미국 내 이익이 급증. 3분기 만에 3.0조원의 이익증가 효과

이러한 시장 환경과 현대차/기아의 미국 내 신차 사이클이 어우러지면서 미국 법인의 이익 기여가 크게 증가했다. 현대차/기아의 미국 내 제조/판매법인 4개사의 합산 순이익은 2017년~2020년까지 평균 -6,470억원으로 적자를 기록했었는데, 2020년 -6,120억원을 기록한 후 2021년 3분기 누적으로는 20,840억원의 흑자로 급 반전되어 무려 2.7조원 규모의 이익증가를 기록했다. 완성차 판매와 연동되는 금융법인을 포함할 경우 이익증가폭은 3.0조원에 이른다. 2021년 3분기 누적으로 평균 인센티브가 현대차/기아 각각 25%/30% 감소했고, 인센티브 총액이 합산으로 1.3조원 이상 감소한 덕분이다.

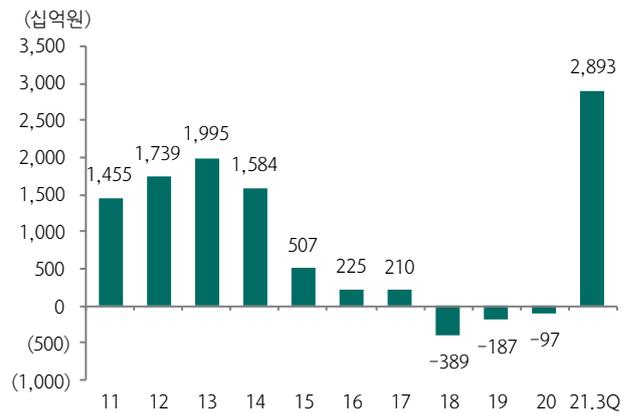
이는 분기실적을 통해서도 확인된다. 현대차/기아의 미국 내 제조/판매법인 4개사의 합산 분기 순이익은 2020년 3분기 큰 폭의 적자를 기록한 후 4분기부터 큰 폭의 흑자로 전환되었는데, 2021년 1분기부터는 고가 모델 위주의 판매증가와 인센티브가 전년 동기대비 20~40% 감소한 덕분이다.

그림 16. 현대차/기아 미국 내 제조/판매법인의 합산 순이익 추이



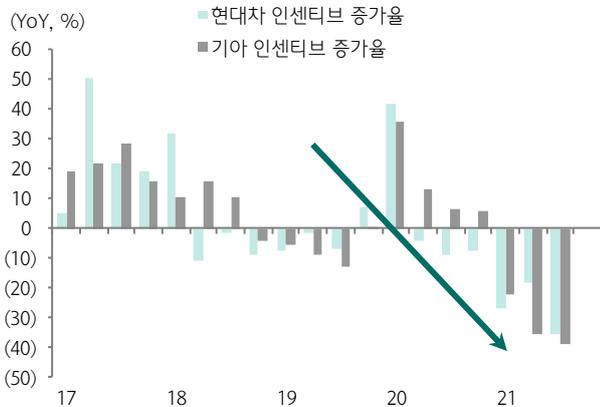
자료: 현대차, 기아, 하나금융투자

그림 17. 현대차/기아 미국 내 제조/판매/금융법인의 합산 순이익 추이



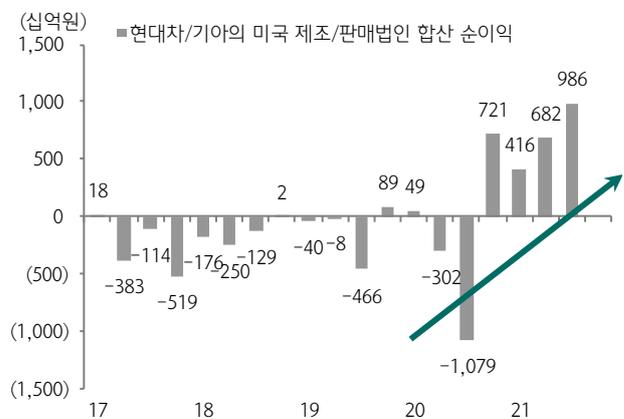
자료: 현대차, 기아, 하나금융투자

그림 18. 현대차/기아의 미국 인센티브 증가율 추이



자료: Truecar, 하나금융투자

그림 19. 현대차/기아의 미국 제조/판매법인들의 합산 분기 순이익 추이



자료: 현대차, 기아, 하나금융투자

2022년에는 해당 수익성이 하락하겠지만, 그 속도는 빠르지 않을 것. 가동률 상승에 따른 영업 레버리지 효과가 상쇄할 수 있음

2022년에 차량용 반도체 공급이 다소 호전되어 생산차질이 완화된다면, 평균 인센티브가 1년 만에 45% 하락한 것과 같은 이례적인 판매자 우위 환경은 악화될 것이다. 다만, 공급차질에 따른 시장 내 이연수요도 있다는 것과 완성차의 재고가 충분하지 못해 재고축적이 이루어지기 전까지 인센티브 경쟁의 강도가 크지 않을 것이라는 점에서 악화 속도는 초기에 급격하지 않을 것이다.

일례로 Cox Automotive의 미국 소비자 조사에 의하면, 원하는 차량이 없을 경우 구매지연을 할 의사가 있는 비중은 10월 48%로 절반에 육박하고, 4월 37% 대비로도 상승했다. 구매지연을 할 경우 기다릴 수 있는 기간은 80%가 3달 이상이고, 장기 기다림의 비중도 4월 대비 상승했다. 대기수요가 충분한 것이다.

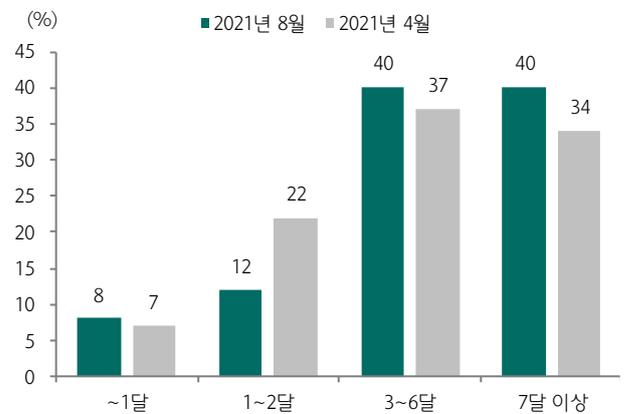
또한, 해당 수익성은 하락하겠지만, 고정비 비중이 높은 자동차 업체들의 특성상 공장 가동률 상승에 따른 영업 레버리지 효과가 상쇄할 수 있음도 고려해야 한다. 즉, 공급차질이 완화되면서 현재의 해당 고수익 환경은 악화되겠지만, 시장 내 이연수요가 해소되고 재고축적까지 충분히 이루어지는 2022년 하반기 이전에는 현재의 높은 수익성이 유지될 것으로 예상된다.

그림 20. 원하는 차량이 없을 경우 구매지연 의사



주: 미국 소비자 기준
자료: Cox Automotive, 하나금융투자

그림 21. 구매지연을 할 경우 기다릴 수 있는 기간



주: 미국 소비자 기준
자료: Cox Automotive, 하나금융투자

2. 2022년, 본격적인 전기차 경쟁 라운드에 돌입

1) 전기차 시장의 고성장 지속

2021년 글로벌 전기차 시장은 89% 증가한 608만대, 침투율 7.5% 전망. 2022년에도 30% 성장하고 2025년까지 연평균 30% 성장할 것

자동차 시장에서의 전기차 침투율 상승은 가속화되고 있다. 2021년 글로벌 전기차 판매량은 전년대비 89% 증가한 608만대로 전망한다. 반도체 공급부족의 영향으로 전체 자동차 시장이 4% 회복에 그침에도 불구하고, 전기차 시장은 각국 정부의 전기차 지원 정책과 주요 업체들의 전기차 라인업 확대에 힘입어 고성장을 지속하면서 침투율은 전년대비 3.3%p 상승한 7.5%를 기록할 것으로 보인다. 이러한 기조는 향후에도 이어져 전기차 시장은 향후 4년간 연평균 30% 이상의 성장률이 예상되고, 2025년 판매량은 1,723만대로 침투율은 17.0%까지 상승할 것으로 전망한다.

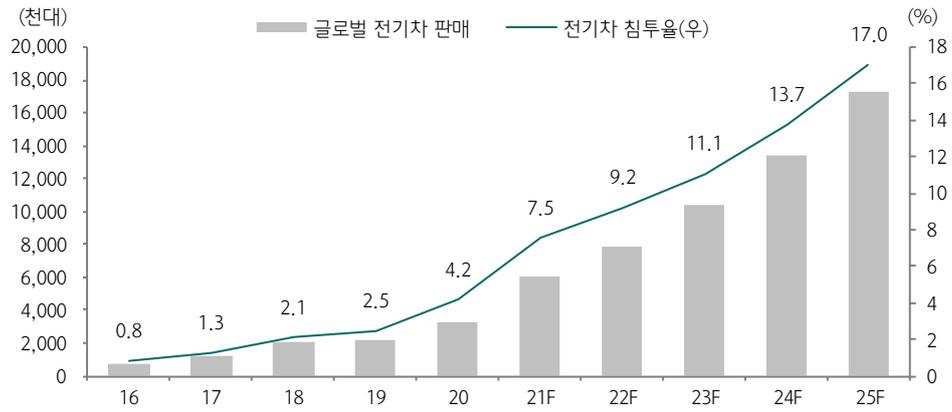
표 4. 글로벌 전기차 시장 전망

(단위: 천대, %)

구분	지역	16	17	18	19	20	21F	22F	23F	24F	25F
EV Total	글로벌	774	1,224	2,018	2,210	3,214	6,081	7,899	10,387	13,462	17,227
	미국	160	194	361	333	325	607	885	1,280	1,669	2,172
	중국	329	556	1,002	1,020	1,298	2,721	3,350	4,246	5,383	6,930
	유럽	200	288	387	559	1,410	2,196	2,832	3,694	4,530	5,457
	한국	5	12	30	33	56	96	146	205	247	291
	기타	80	173	238	206	125	461	686	962	1,632	2,376
증가율 (%)	글로벌		58	65	9	45	89	30	31	30	28
	미국		21	86	-8	-2	87	46	45	30	30
	중국		69	80	2	27	110	23	27	27	29
	유럽		44	34	44	152	56	29	30	23	20
	한국		123	148	8	71	72	53	40	21	18
	기타		116	38	-13	-39	269	49	40	70	46
비중 (%)	글로벌	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
	미국	21	16	18	15	10	10	11	12	12	13
	중국	42	45	50	46	40	45	42	41	40	40
	유럽	26	24	19	25	44	36	36	36	34	32
	한국	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2
	기타	10	14	12	9	4	8	9	9	12	14
EV 침투율 (%)	글로벌	0.8	1.3	2.1	2.5	4.2	7.5	9.2	11.1	13.7	17.0
	미국	0.9	1.1	2.1	2.0	2.2	4.0	5.5	7.5	9.5	12.0
	중국	1.4	2.3	4.4	4.8	6.6	13.6	16.0	19.5	24.0	30.0
	유럽	1.3	1.8	2.5	3.5	11.8	17.8	21.5	25.5	29.5	34.5
	한국	0.3	0.7	1.7	1.8	2.9	5.3	8.0	11.0	13.0	15.0
	기타	0.2	0.5	0.6	0.6	0.4	1.5	2.1	2.5	4.0	5.6
전체 자동차	글로벌	93,404	96,008	96,020	89,363	77,324	80,750	85,504	93,682	98,063	101,394
	미국	17,535	17,220	17,256	17,069	14,568	15,042	16,095	17,061	17,573	18,100
	중국	23,886	24,236	22,741	21,035	19,597	19,941	20,938	21,776	22,429	23,102
	유럽	15,130	15,629	15,617	15,805	11,959	12,309	13,170	14,487	15,356	15,817
	한국	1,825	1,793	1,813	1,777	1,898	1,793	1,829	1,866	1,903	1,941
	기타	35,027	37,130	38,592	33,677	29,302	31,665	33,472	38,493	40,802	42,434

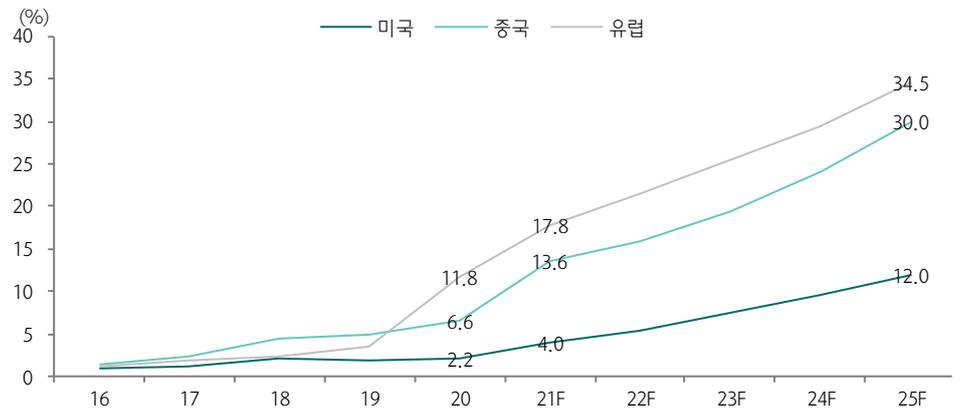
자료: Ward's Auto, CPCA, EV-sales, ACEA, KAMA, SNER, BNEF, 하나금융투자

그림 22. 글로벌 전기차 판매 및 침투율 추이와 전망



자료: Wards Auto, SNER, 하나금융투자

그림 23. 주요 국가의 전기차 침투율 추이와 전망



자료: Wards Auto, SNER, 하나금융투자

2) 전기차 시장의 모델 경쟁도 본격화

주요 자동차 업체들이 다양한 전기차 모델들을 출시할 예정. 전기차 시장은 다자 경쟁구도로 빠르게 전환될 것

전기차 시장의 고성장에 맞춰 다양한 전기차 모델들의 출시가 예정되어 있어 전기차 시장은 다자 경쟁구도로 빠르게 전환될 것으로 보인다. 기존 완성차 업체들은 전용 플랫폼을 기반으로 한 전기차 전용 모델들의 출시를 늘릴 예정인데, 대표적으로 폭스바겐이 MEB를 기반으로 ID 시리즈의 모델들을 확대하고, 현대차그룹은 E-GMP 기반의 아이오닉/EV 시리즈를 순차적으로 출시 중이다. GM은 BEV2 플랫폼 기반의 라인업을 확대하고, 토요타도 e-TNGA 기반의 bZ 시리즈를 2022년 첫 출시한다. 이외에도 다임러, 포드, 스텔란티스 등도 새롭게 전기차 플랫폼을 개발 중이다. 전용 플랫폼을 통한 개발기간 단축과 비용구조 개선 등의 효과를 기대할 수 있다.

테슬라/루시드/리비안/샤오핑 등 전기차 전문 업체들도 신차 출시에 박차를 가할 전망이다. 이미 루시드는 루시드에어, 리비안은 R1T 모델을 출시했고, 테슬라가 사이버트럭, 피스커는 오션, 그리고 카누는 LV 모델의 출시를 앞두고 있다.

표 5. 2022년 출시 예정인 주요 전기차 모델들

업체	현대차	토요타	폭스바겐
모델명	아이오닉6	bZ4x	ID.5
사진			
플랫폼	E-GMP	e-TNGA	MEB
주행거리 (km)	483	460/500	480/520
배터리용량(kWh)	73	71.4	77
업체	테슬라	피스커	카누
모델명	사이버트럭	Ocean	LV
사진			
주행거리 (km)	483/800	482	400
배터리용량(kWh)	100	80	80

자료: 각사, 하나금융투자

전기차 시장의 경쟁은 갈수록 심해질 것. 주요 업체들의 전동화 전환 목표도 빨라지고 있음

이러한 전기차 라인업의 확대는 시장 수요기반 확대에 기여하겠지만, '가장 최근에 나온 전기차가 가장 성능이 좋다' 라는 말이 있을 만큼 제품 경쟁력의 중요성이 커짐을 의미하기도 한다. 자동차 업체들이 전동화 전환 시기를 서두르고 있어 전기차 시장의 경쟁은 갈수록 심해질 것이다. 포드, GM, 재규어랜드로버, 벤츠, 볼보 등은 2021년 11월 개최된 UN 기후 변화 회의에서 2040년부터 내연기관차의 판매를 금지하는 데 합의했고, 자체적으로는 보다 빠른 전동화 전환 목표를 설정하기도 했다. 이는 아래 표에서 주요 업체들이 설정한 전동화 목표 및 투자금액을 통해서도 확인된다.

표 6. 주요 완성차 업체의 전동화 전략

업체명	시기	차종	목표	투자금액
테슬라	~2030년	BEV	연간 2천만대	990억달러
폭스바겐	~2030년	EV	50%	860억달러
GM	~2030년	EV	40~50%	350억달러
기아	~2040년	EV	100%	250억달러
벤츠	~2025년 ~2030년		50% 100%	470억달러
스텔란티스	~2030년	EV	유럽 70%/미국 40%	350억달러
포드	~2030년	EV	40%	300억달러
BMW	~2030년	EV	50%	240억달러
Mini	~2030년	EV	100%	
JLR	~2030년	EV	100%	340억달러
현대차	~2030년 ~2040년	EV/FCEV	30% 80%	160억달러
제네시스	~2030년	EV/FCEV	100%	
토요타	~2030년	HEV/EV/FCEV	연간 800만대 (HEV 600만대)	137억달러
르노그룹	~2030년	EV	90%	100억유로
볼보	~2030년	EV	100%	

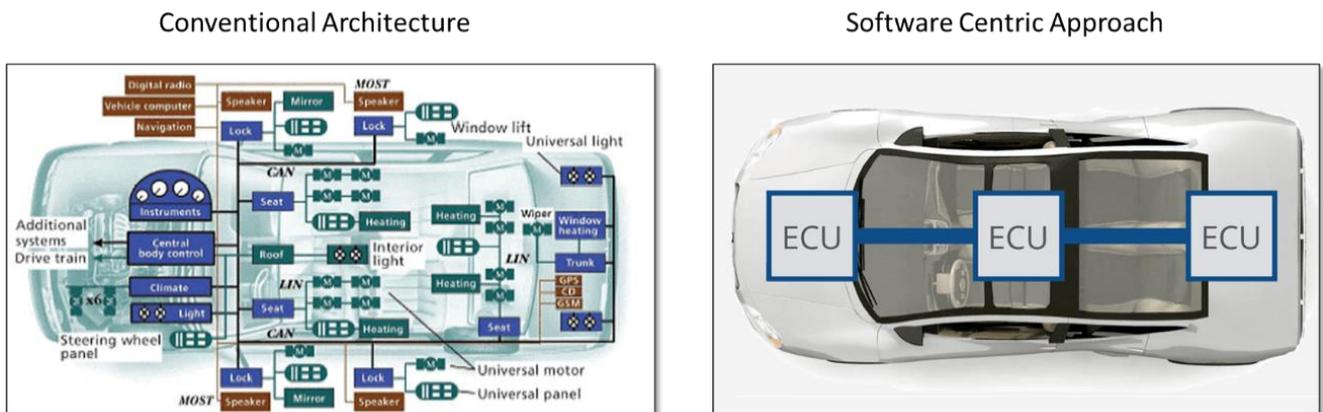
주: 목표는 판매 비중, 투자금액은 전동화 전략에 대한 투자 금액
자료: 각 사, 하나금융투자

3) 전기차 HW보다 중요한 IT 및 SW 경쟁도 가열될 것

자동차에서 SW와 IT에 막대한 투자를 하는 이유는 결국 자율주행에 기반한 CaaS를 신규 비즈니스 모델로 활용하기 위함

전기차로의 전환은 단순히 자동차 동력원이 내연기관에서 배터리로 바뀌는 것에 그치지 않고, 자동차가 이동수단을 넘어 모빌리티 영역으로 확장됨을 의미한다. 전기차는 전자식 제어를 통한 빠른 응답속도와 적은 운용비용 등의 장점을 기반으로 자율주행 기술에 적합하고, 자율주행의 확대는 곧 CaaS(Car as a service)가 새로운 비즈니스 모델로 활용될 수 있음을 의미하기 때문이다. 자동차 업체들이 전기차 하드웨어에 못지 않게 소프트웨어와 IT에 막대한 투자를 하는 이유도 바로 여기에 있다.

그림 24. 기존 자동차와 SW가 통합된 자동차의 아키텍처 비교



자료: Autovisionnews, 하나금융투자

차량용 SW/IT를 통합하는 과정이 선행되어야 하는데, 주요 업체들은 이미 이를 시작하고 있음

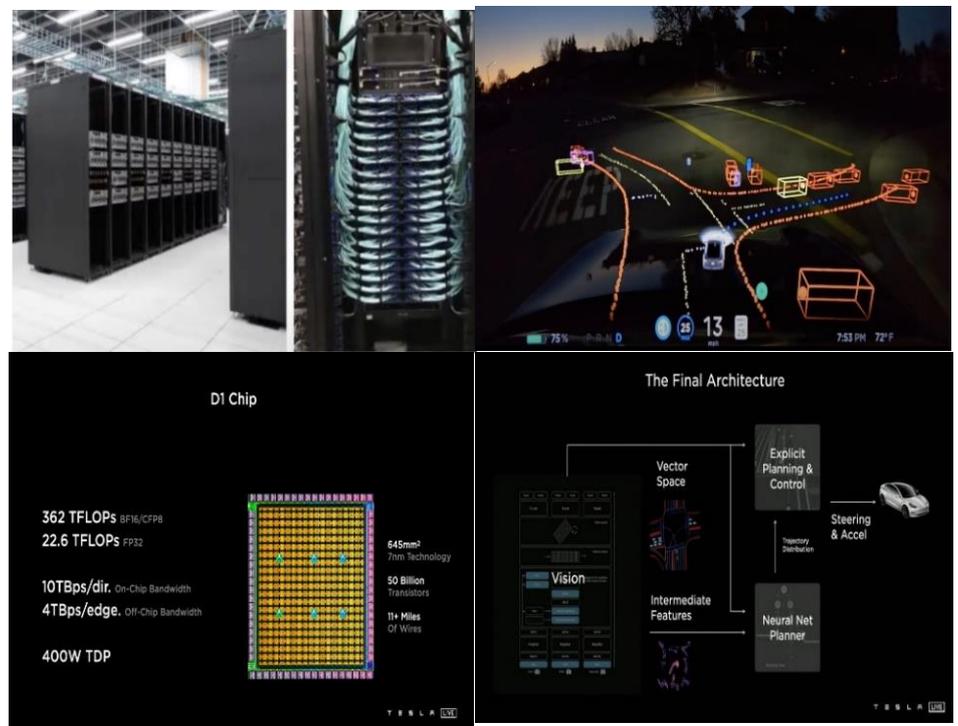
향후 새로운 부가가치를 창출하게 되는 영역은 소프트웨어/IT 기술을 기반으로 한 자율주행/모빌리티 부문이며, 해당 부문의 경쟁력이 차별화 능력으로서 점증할 수 밖에 없다. 우선 차량용 소프트웨어/IT를 통합하는 과정이 선행되어야 한다. 기존 자동차에서는 전자식 제어를 적용한 부품이 많지 않았고, 부품별/기능별로 소프트웨어를 개별적으로 사용하는 것이 일반적이었다. 하지만, 차량 내 전자장치의 수가 급증하고 IT 기능 및 배터리 등에 대한 정교한 제어가 중요해지면서 각각의 소프트웨어들의 상호간섭 방지와 효율적인 데이터 처리를 위해 IT/소프트웨어들을 통합할 필요성이 대두되었다. 대표적으로 테슬라/폭스바겐/GM 등의 전략을 살펴본다.

(3-1) 테슬라: 이미 통합제어 시스템을 적용하여 운영 중

테슬라는 SW와 IT 통합에 가장 앞서 있고, 이를 기반으로 자율주행 상용화를 빠르게 추진 중

테슬라는 초기부터 주요 핵심기능의 내재화를 주요 전략으로 내세웠고, 그 결과 IT/소프트웨어 통합 및 상용화에도 가장 앞서고 있다. 일례로 테슬라 모델3는 독자OS를 기반으로 4개의 전자제어장치(ECU)만으로 차량의 주요 기능을 제어할 수 있는 반면, 독자OS가 없는 일반적인 차량은 수십~100개의 전자제어장치가 필요하다. 테슬라는 이를 통해 기능의 차별적 우위, 운영의 효율성, 그리고 비용절감 등에서 상당한 경쟁력을 보유하게 되었다. 추가적으로 테슬라는 2021년 8월 AI Day 행사를 통해 자체 개발한 슈퍼컴퓨터 '도조'와 머신러닝 전용칩 'D1'을 공개했는데, 자율주행 기술의 기반이 되는 연산 장치까지 내재화에 성공했다는 점에서 의미가 크다.

그림 25. 테슬라의 D1칩, 도조, 그리고 자율주행 시스템



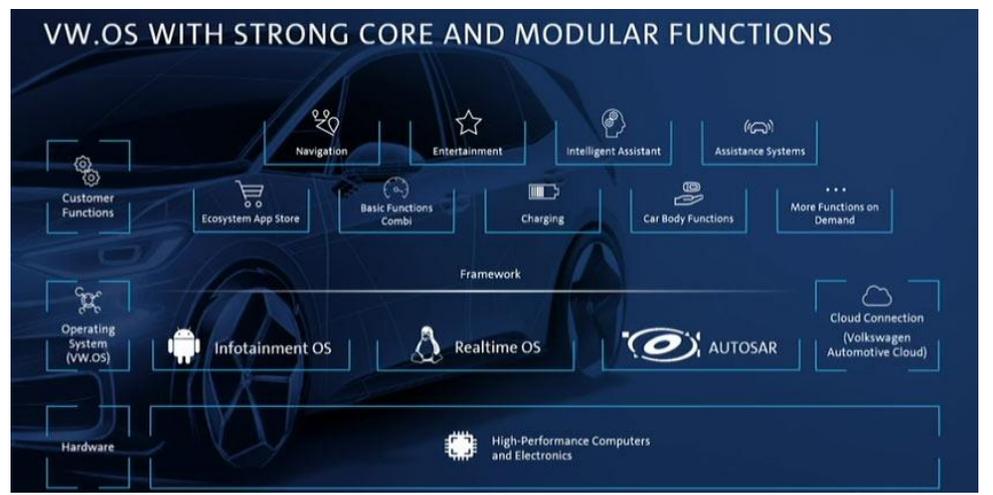
자료: Tesla, 하나금융투자

(3-2) 폭스바겐: 자회사 CARIAD를 통해 소프트웨어 통합을 준비

폭스바겐은 SW 자회사인 카리아드를 설립하여 2025년까지 대규모 투자를 계획 중

폭스바겐은 자회사 CARIAD를 설립하여 차량용 소프트웨어 역량을 강화하는데 집중하고 있다. CARIAD의 주요 목표는 차량 운영체제 소프트웨어인 'VW.OS'를 개발하는 것인데, 궁극적으로는 폭스바겐의 모든 차량을 공통된 소프트웨어와 클라우드로 연결하고, 축적된 데이터를 기반으로 운전자에게 최적화된 서비스를 제공한다는 것이다. 폭스바겐은 관련 연구인력을 두배인 1만명까지 늘리고, 현재 10% 미만 수준인 자체 소프트웨어의 비중을 2025년까지 60% 이상으로 확대할 계획이며, 2030년까지 새로운 소프트웨어를 400만대 이상의 차량에 적용하는 것을 목표 중이다.

그림 26. 폭스바겐의 OS 기능 설명



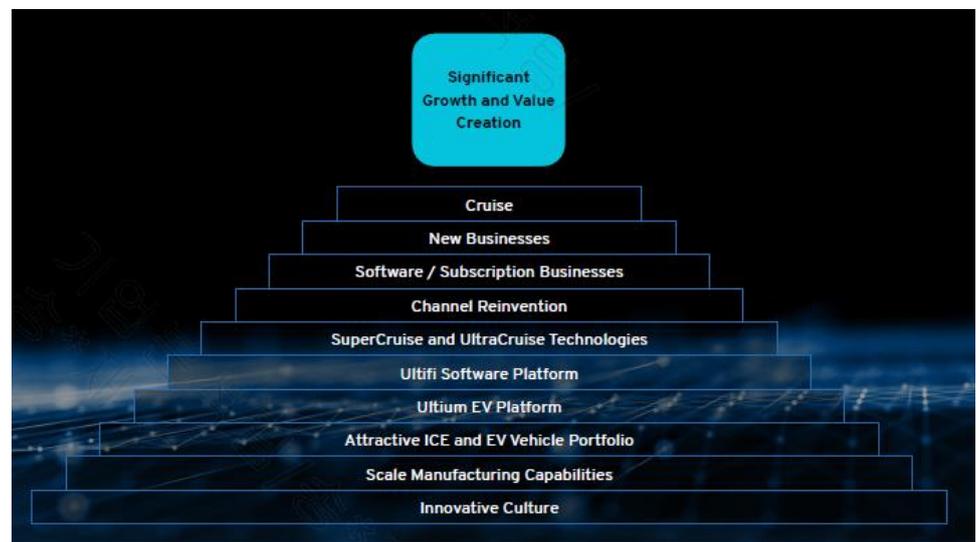
자료: 폭스바겐, 하나금융투자

(3-3) GM: 통합 소프트웨어 플랫폼 Ultifi를 2023년부터 적용

GM은 차량용 SW 플랫폼인 얼티파이를 공개. 2023년부터 출시되는 차량에 적용할 계획

GM은 2021년 10월 자체적으로 개발한 차량용 소프트웨어 플랫폼인 Ultifi를 공개했다. Ultifi는 클라우드 기반의 소프트웨어이고, 차량의 다양한 기능을 하나로 통합하여 관리하는 소프트웨어인 동시에 스마트폰 등 외부 기기와 연동하여 차량의 원격 제어가 가능하다는 특징이 있다. GM은 2023년부터 출시되는 차량에 Ultifi를 탑재할 계획인데, 기존 Ultium EV 플랫폼과 함께 자율주행 기술의 완성도를 높이고 궁극적으로 SW 및 구독경제 사업을 추가하고 신규 사업까지 확대한다는 목표를 제시했다.

그림 27. GM이 목표하는 성장과 가치창출 로드맵



자료: GM, 하나금융투자

3. 알파는 전기차 점유율과 자율주행으로의 전환 속도

1) 한국 업체들의 이익은 '시장 회복 vs. 모델 사이클 Peak'의 구도에서 중익

현대차/기아의 글로벌 점유율은 2019년 이후 모델 사이클의 상승과 함께 회복. 특히, 미국과 유럽 내 점유율이 크게 상승

2019년 이후 현대차그룹의 모델 사이클은 상승기였다. 2014년~2018년까지 주요 모델들의 노후화와 중국에서의 점유율 급락으로 글로벌 합산 점유율이 8.9%에서 7.6%까지 하락했었는데, 2018년 이후 팰리세이드/텔루라이드 등 대형 SUV 모델의 출시와 제네시스 모델 라인업 확충, 인도 등 신시장 진출, 그리고 투싼/카니발/쏘렌토/스포티지 등 기존 모델들의 신차 출시 등으로 점유율이 반등하기 시작했다.

2021년에는 양호한 신차 사이클이 유지되는 가운데, 주요 시장에서 경쟁업체들 대비 공급차질이 적어 점유율이 추가 상승한 효과를 얻었다(2020년 8.3%에서 2021년 8.9%로 상승). 중국에서 점유율이 2.8%로 하락하는 반면, 미국/유럽에서의 점유율은 10.0%/8.2%까지 상승하는 덕분이다.

미국에서는 팰리세이드/텔루라이드 판매가 양호한 가운데, 제네시스 브랜드의 GV70/GV80이 신규 가세했고 카니발/쏘렌토 등의 신차 효과가 작용했다. 여기에 차량용 반도체 수급 피해가 상대적으로 적어 공급차질이 제한된 것도 기여했다. 미국 내 현대차/기아의 합산 점유율은 2020년 8.4%에서 2021년 10.0%로 1.6%p 상승할 것으로 추정한다.

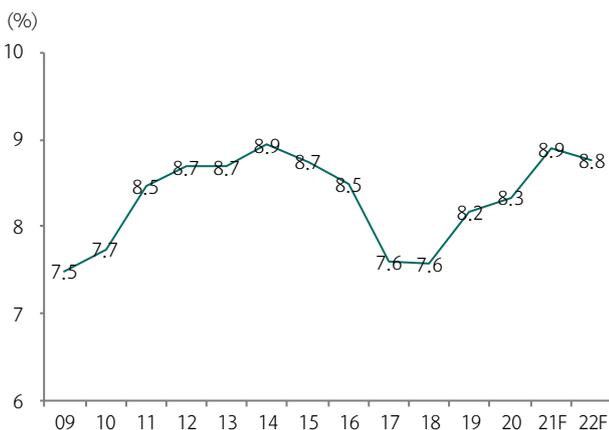
비슷한 상황이 유럽에서도 발생했다. 투싼/씨드 등 기존 라인업의 신차 효과가 있었고, 아이오닉5/EV6 등도 신규 가세했으며, 생산차질의 여파도 적었다. 유럽 내 현대차/기아의 합산 점유율은 2020년 6.9%에서 2021년 8.2%로 1.3%p 상승할 것으로 추정한다.

주요 모델의 노후화와 경쟁업체들의 공급차질도 완화되면서 2022년에는 점유율이 소폭 하락할 전망이다. 그렇지만, 하락폭이 크지는 않을 것

2022년에는 글로벌 자동차 판매가 6% 증가하는 가운데, 현대차/기아의 판매대수 증가는 5%를 기록하면서 합산 점유율이 소폭 하락할 전망이다. 2021년 점유율 급등을 이끌었던 요인들이 2022년에는 약화되기 때문이다. 2018년 이후 SUV 모델 위주의 신차 사이클은 한국에서는 2021년, 글로벌에서는 2022년에 정점을 기록하고 하락할 것으로 예상된다. 2019년~2021년에 출시되었던 주요 모델들이 양산 후 2년~4년에 접어들면서 노후화되기 때문이다. 또한, 2021년에는 상대적으로 공급차질 여파가 적었던 반면, 2022년에는 차량용 반도체의 공급상황이 다소 호전되면서 주요 경쟁업체들의 공급차질도 완화될 것이기 때문이다.

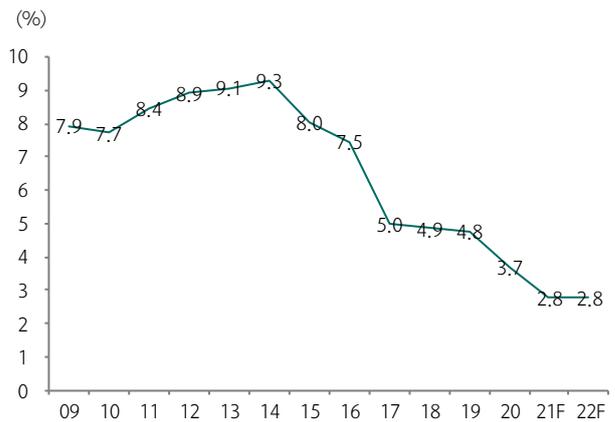
이에 따라 현대차/기아의 합산 점유율은 미국에서 0.6%p 하락한 9.4%, 유럽에서는 0.3%p 하락한 7.9%를 기록할 것이다. 기타 시장에서는 인도/인도네시아 위주로 증산 효과가 발생하면서 0.1%p 상승한 9.1%로 예상된다. 글로벌로는 0.1%p 하락한 8.8%로 전망한다. 다만, 시장 내 이연수요와 마찬가지로 현대차/기아의 신차 모델에 대한 이연수요도 있다는 점을 감안할 때 점유율 하락 속도가 급격하지는 않을 것이고, 점유율 하락은 상대적인 것이라 펀더멘탈 훼손으로 해석하지는 말아야 한다.

그림 28. 현대차/기아의 합산 글로벌 점유율 추이



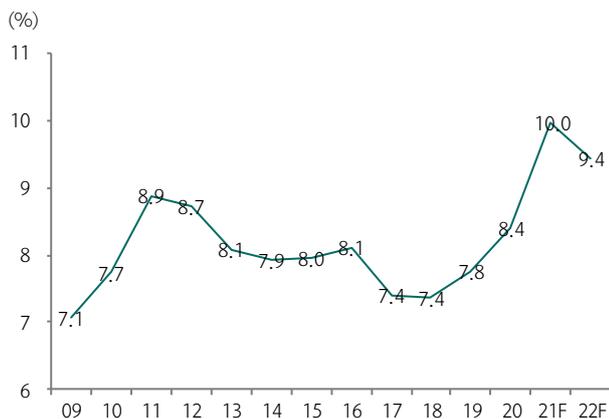
자료: 현대차, 기아, 하나금융투자

그림 29. 현대차/기아의 합산 중국 점유율 추이



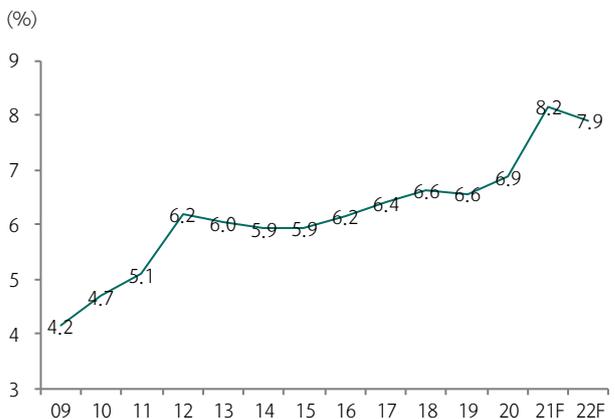
자료: 현대차, 기아, 하나금융투자

그림 30. 현대차/기아의 합산 미국 점유율 추이



자료: 현대차, 기아, 하나금융투자

그림 31. 현대차/기아의 합산 유럽 점유율 추이



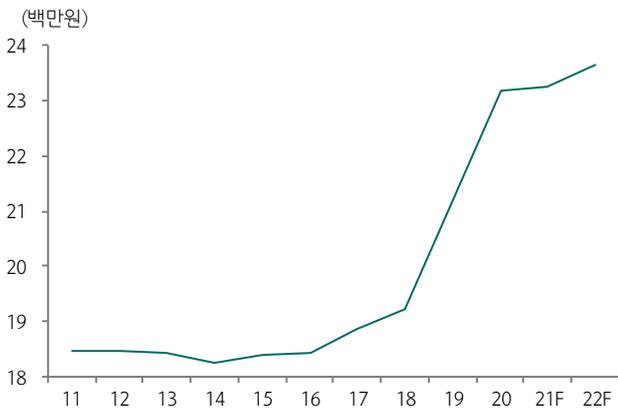
자료: 현대차, 기아, 하나금융투자

최근 2년간 현대차그룹의 이익성장을 이끌었던 변수는 물량이 아닌 가격. 평균 ASP가 연간 7% 급등한 덕분

최근 2년간 현대차그룹의 이익성장을 이끌었던 변수는 가격변수였다. 2012년 이후 2021년 까지 연간 판매대수 증가가 거의 없었다는 점에서 최근 3년간의 외형성장은 철저하게 ASP 상승이 이끈 것이다. 단순 ASP 기준으로 현대차와 기아의 ASP는 2012년~2018년의 6년간 각각 4%/5% 상승한데 그친 반면(연평균 1% 미만), 2018년~2021년의 3년간은 각각 21%/17% 급등했다(연평균 7%).

2012년~2018년에는 물량과 ASP가 동반 부진한 가운데, 인건비/상각비와 같은 고정비 증가를 커버하지 못하여 이익이 감소한 반면, 2018년~2021년에는 물량 부진을 ASP 상승이 상쇄하면서 외형이 성장했고, 고정비용의 증가는 제한적이었기 때문에 큰 폭의 이익증가가 이루어졌다.

그림 32. 현대차의 ASP 추이



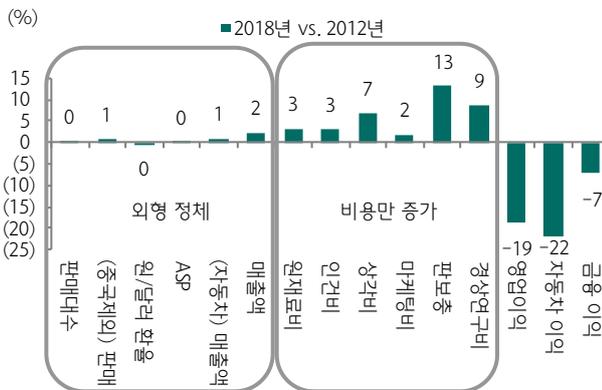
자료: 현대차, 하나금융투자

그림 33. 기아의 ASP 추이



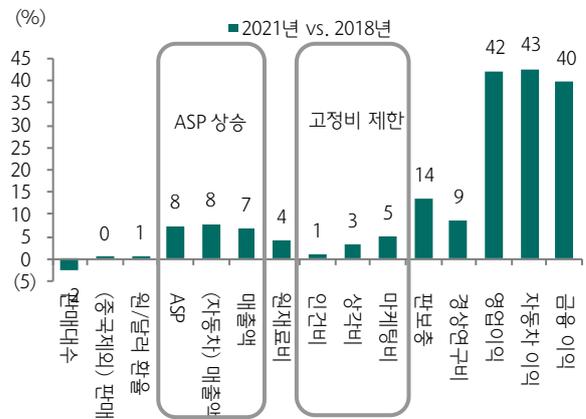
자료: 기아, 하나금융투자

그림 34. 현대차의 2012년~2018년 연간 이익변수 증가율 비교



자료: 현대차, 하나금융투자

그림 35. 현대차의 2018년~2021년 연간 이익변수 증가율 비교



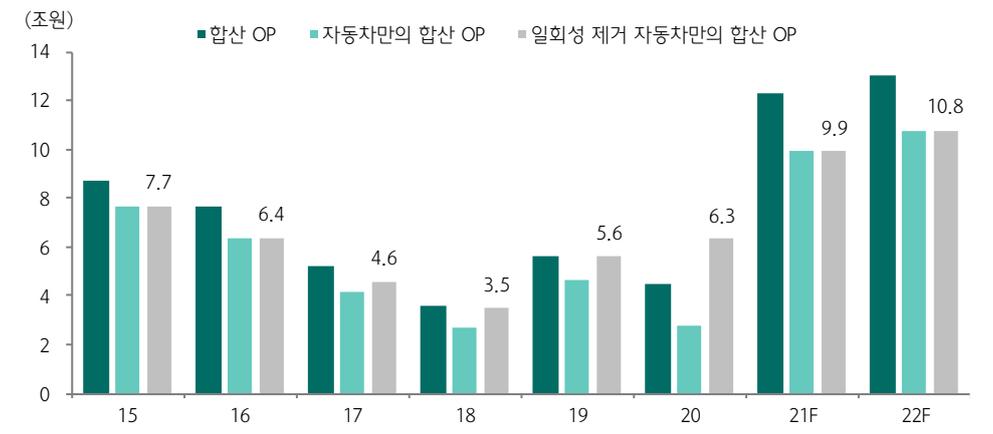
자료: 현대차, 하나금융투자

2022년에는 ASP 상승세가 둔화되겠지만, 여전히 높은 수준 유지. 단위당 수익성 하락은 가동률 상승에 따른 영업 레버리지 효과가 상쇄 가능

2022년에는 ASP 상승세가 둔화될 것이다. 최근의 ASP 상승에는 상대적 고가인 SUV 및 럭셔리 모델들의 판매비중 상승과 함께 인센티브 하락이 복합적으로 작용했다. 앞서 말한 바와 같이 2019년 이후 출시된 주요 고가 모델의 노후화로 판매증가율이 둔화되면서 비중 상승이 제한적이고, 시장 내 경쟁증가로 인센티브도 점진적으로 증가하면서 ASP에 부정적인 영향을 줄 것이다. 이는 판매 단위당 수익성이 하락함을 의미한다.

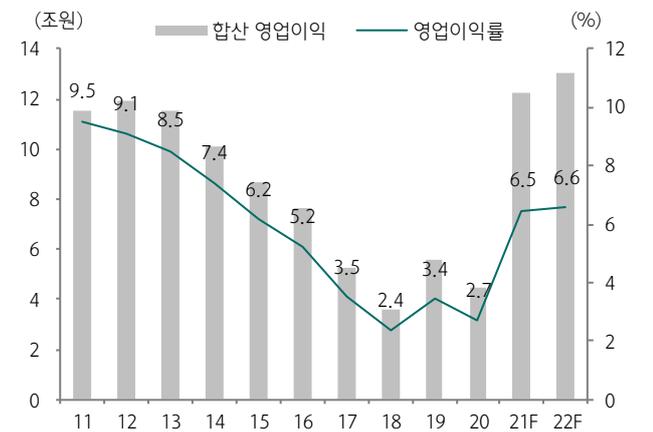
하지만, 단위당 수익성 하락은 판매 증가와 가동률 상승에 기반한 영업 레버리지 효과가 상쇄해 줄 수 있다. 자동차 산업은 전체 비용 중 고정비 비중이 높은 장치 산업의 성격이 크기 때문에 평균적으로 20% 대의 공헌이익률을 보이고 있다. 이는 현대차/기아의 글로벌 합산 인센티브가 10% 상승하더라도 4%의 매출액 성장이 이루어질 경우 현재의 수익성은 유지될 수 있다는 것인데, 하나금융투자는 2022년 현대차/기아의 합산 판매대수가 4% 증가하고 ASP는 1% 상승하여 매출액 증가율 5%으로 예상된다. 이에 따라 현대차/기아 자동차 부문의 합산 영업이익은 9% 증가하고, 자동차 부문의 영업이익이익률은 0.2%p 개선될 것이다(연결/기타 포함한 연결 영업이익이익률은 +0.1%p). 합산 순이익은 10% 증가하고, 합산 ROE도 2021년 수준인 10.1%를 유지할 전망이다

그림 36. 현대차/기아의 합산 영업이익 추이와 전망



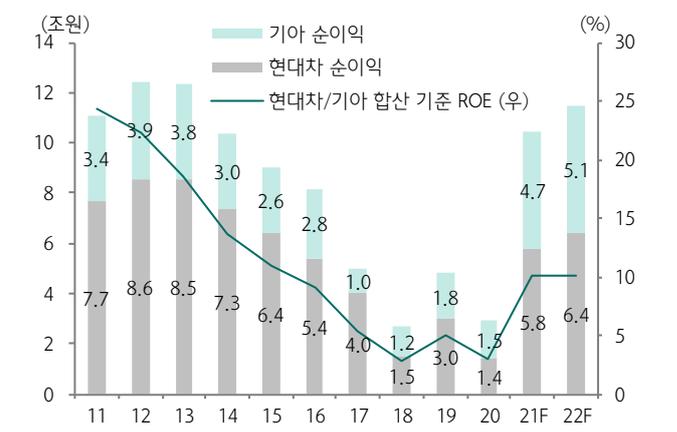
자료: 현대차, 기아, 하나금융투자

그림 37. 현대차/기아의 합산 영업이익과 영업이익률 추이



자료: 현대차, 기아, 하나금융투자

그림 38. 현대차/기아의 순이익 추이 및 합산 ROE 전망



자료: 현대차, 기아, 하나금융투자

2) 2022년 자동차 업종의 주가는 '반등 + 알파'로 판단

2022년 자동차 업종의 주가는 10%의 EPS 증가와 10% 이상의 Valuation 상승에 기반하여 20% 이상의 반등을 예상

현대차/기아의 2022년 합산 EPS가 자동차 시장의 회복과 이연수요에 기반한 모델 사이클의 연장으로 2021년 대비 10% 증가한다는 것은 Valuation의 확장이 없다면 주가는 EPS 상승만을 반영하여 10% 상승한다는 것을 의미한다. 이제 주가 Valuation을 점검해 볼 시기이다.

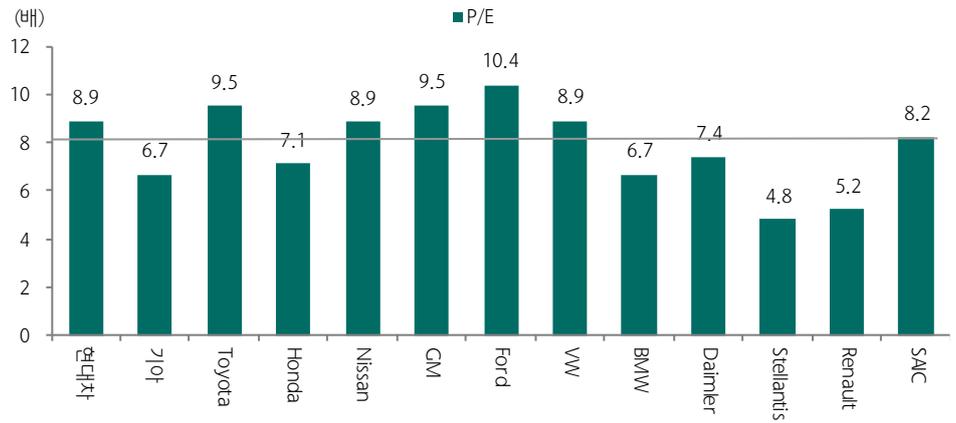
현재 글로벌 주요 완성차 13개사의 평균 P/E Multiple은 약 8배 수준이고, P/B Multiple은 0.9배 전후이다. 일본 완성차들이 평균 8.5배, 미국 완성차들 평균은 10.0배, 그리고 유럽 완성차들의 주가는 평균 6.6배에서 거래되고 있다. 미국 완성차들이 상대적으로 높은 Valuation을 적용받고 있는 이유는 차량용 반도체의 공급부족 여파가 가장 심해 EPS 추정치가 낮은 상태에서 생산차질이 완화될 경우 EPS 상향의 여지가 상대적으로 크다는 점과 전기차 및 자율주행차로의 빠른 전환에 대한 기대감이 반영된 것으로 보인다. 반면, 유럽 완성차들에 대한 낮은 평가에는 이익 증가세 유지에 대한 기대감이 낮고, 미래기술 흐름에 상대적으로 뒤쳐져 있다는 인식이 깔려 있다는 판단이다.

한국 완성차들의 주가 Valuation은 글로벌 평균 대비 낮은 수준이다. P/E Multiple은 현대차가 8.9배, 기아가 6.7배로 현대차는 평균 대비 소폭 높지만, 기아는 평균 이하에서 거래 중이다. P/B Multiple은 현대차/기아가 0.7배/0.9배로 평균 대비 25%/7% 할인되어 있다. 2020년 하반기~2021년 상반기에는 글로벌 평균과 유사하거나 할증된 Valuation을 적용받았는데, Premium에 대한 근거였던 상대적으로 적은 생산차질 및 전기차/자율주행차 부문에 대한 기대감이 약화되면서 평균 대비 할인된 영역으로 Valuation이 하락한 상태이다.

현대차/기아의 현재 수익성과 성장성이 글로벌 평균과 유사하고, 미래 기술에 대한 전반적인 준비는 다소 빠르다는 점을 고려할 때 평균 이하의 Valuation을 지속적으로 적용받을 이유는 없다는 판단이다. 차량용 반도체 공급부족이 완화되고, 현대차/기아의 전기차 전용 모델들의 판매가 증가하는 과정에서 글로벌 평균 수준의 Valuation까지 회복될 것으로 전망한다.

결론적으로, 2022년 자동차 업종의 주가는 판매증가에 기반한 EPS 증가(+10%)와 글로벌 평균까지의 Valuation 회복(+10%~+20%)에 기반하여 20~30% 반등할 것으로 전망한다. 이후 추가적인 상승을 위해서는 전기차 및 자율주행차 부문에서의 약진과 이에 따른 Valuation Premium 적용이 필요할 것이다.

그림 39. 글로벌 완성차들의 P/E Valuation 비교



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 40. 글로벌 완성차들의 P/B Valuation 비교



자료: Bloomberg, 하나금융투자

3) Valuation 확장은 전기차 점유율 상승과 자율주행 내재화 속도에 연동

향후 Valuation의 확장의 핵심은 미래차에 대한 준비 정도가 좌우할 것. 1차적으로 전기차 점유율이 상승해야 하고, 2차적으로는 자율주행/모빌리티 기술의 빠른 내재화 필요

자동차 업종의 Valuation 확장의 핵심은 역시 미래차에 대한 준비 정도이다. 단기로 보면 내연기관차에서 전기차로의 전환 과정에서 판매/점유율/수익성 훼손이 없어야 하고, 중장기로 보면 전기차를 기반으로 자율주행과 모빌리티로의 빠른 전환이 요구된다.

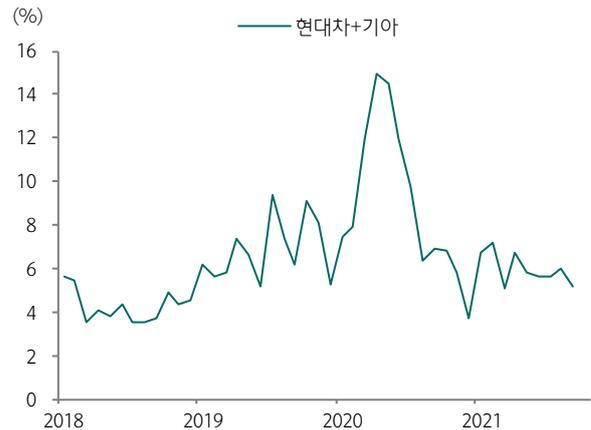
현대차/기아의 합산 전기차 점유율은 2020년 9.0%를 기록했는데, 상대적으로 현대차/기아의 판매가 미미한 중국 전기차 시장의 급격한 회복(9월 누적으로 글로벌 내 비중이 43%)과 현대차 코나EV의 내수 단종, 그리고 아이오닉5/EV6의 생산지연 등이 맞물리면서 2021년 9월 누적 합산 출하는 24.7만대(+48% (YoY), 비중 5.1%)로 증가했지만, 점유율은 5.9%로 하락했다. 내연기관차를 포함한 현대차/기아의 합산 자동차 점유율인 9.0%에 크게 못 미치는 고 있다.

그림 41. 현대차/기아의 합산 월별 친환경차 출하비중 추이



자료: 현대차, 기아, 하나금융투자

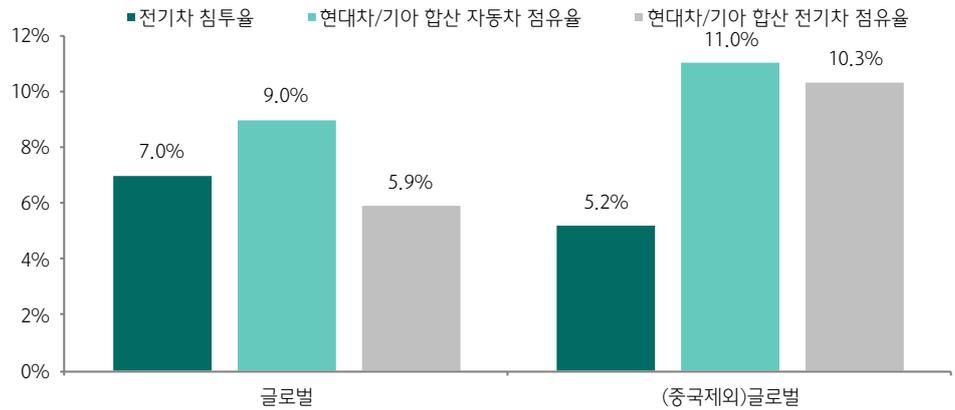
그림 42. 현대차/기아의 전기차 점유율 추이



자료: 현대차, 기아, 하나금융투자

물론, 5.9%의 점유율에는 중국 전기차 시장의 급성장에 비해 중국 내 전기차 판매가 거의 전무한 현대차/기아의 상황이 맞물려 있다. 글로벌 전기차 침투율은 7.0%이고, 이중 현대차/기아의 전기차 점유율은 5.9%인데, 중국을 제외한 기준으로는 전기차 침투율이 5.2%로 낮아지고 현대차/기아의 전기차 점유율은 10.3%로 상승한다. 중국을 포함한 글로벌에서 현대차/기아의 합산 자동차 점유율과 전기차 점유율의 차이 3.1%p(=9.0%-5.9%) 대비 중국을 제외할 경우 차이가 0.7%p(=11.0%-10.3%)로 줄어든다.

그림 43. 현대차/기아의 합산 전기차 점유율 비교 (글로벌 vs. 중국 제외 글로벌)



자료: 현대차, 기아, 하나금융투자

그럼에도 불구하고, 세계 최대의 자동차 시장이자 세계 최대의 전기차 시장인 중국에서의 전기차 판매가 미미하다는 점과 중국을 제외한 시장에서의 전기차 점유율도 여전히 내연기관차 점유율보다 낮다는 점은 투자자들에게 최근과 같은 전기차 시장으로의 급속한 전환이 현대차그룹에게 우호적인지에 대한 확신을 주지 못하고 있다는 판단이다. 현대차그룹의 전기차 모델 출시 스케줄이 시장전환 속도보다 늦고, 2025년 전기차 판매목표(현대차/기아 합산 100만대 이상)도 낮기 때문이다.

표 7. 글로벌 전기차 시장과 현대차/기아의 전기차 판매대수 전망

(단위: 천대, %, 조원)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
글로벌 전기차 시장	774	1,224	2,018	2,210	3,214	6,081	7,899	10,387	13,462	17,227
(증가율, %)		58	65	9	45	89	30	31	30	28
(침투율, %)	0.8	1.3	2.1	2.5	4.2	7.5	9.2	11.1	13.7	17.0
현대차/기아 전기차 판매대수	17	47	97	145	234	364	524	709	904	1,149
(증가율, %)		179	108	49	62	55	44	35	27	27
판매비중	0.2	0.6	1.4	2.0	3.8	5.4	7.2	9.3	11.4	14.1
시장점유율	2.2	3.8	4.8	6.5	7.3	6.0	6.6	6.8	6.7	6.7
현대차/기아 전기차 매출액					9.2	15.1	21.1	27.7	34.2	42.3
(자동차 매출액 대비, %)					6.5	9.8	13.0	16.2	19.2	23.1
(전체 매출액 대비, %)					5.6	8.5	11.2	13.9	16.6	19.9

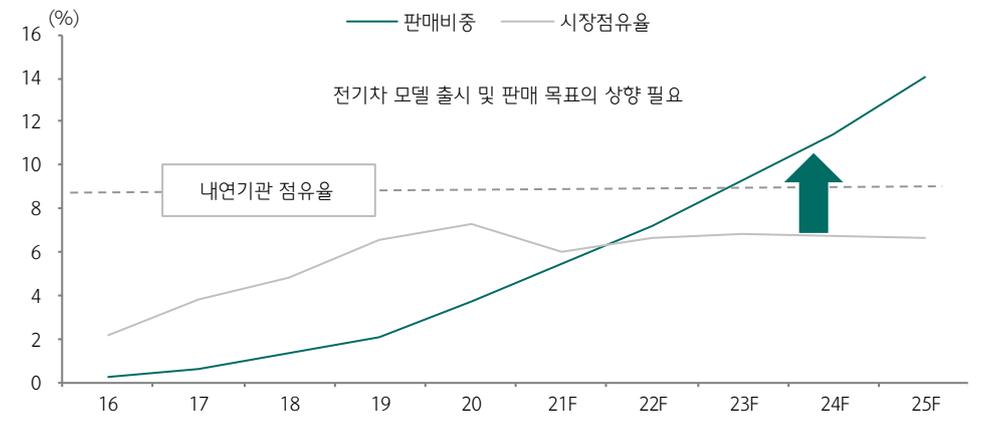
자료: Ward's Auto, CPCA, EV-sales, ACEA, KAMA, SNER, 현대차, 기아, 하나금융투자

우선 현재 6%에 미치지 못하는 전기차 점유율이 내연기관차 점유율 수준인 8%에 근접할 필요. 기 출시된 모델의 생산증가와 함께 추가 모델의 출시가 필요. 현대차그룹의 전기차 목표도 상향될 필요

투자자들의 우려를 불식시키고, Valuation 확장을 이끌기 위해서는 1차적으로 전기차 점유율이 내연기관차 점유율 수준까지 회복될 필요가 있다. 기본적으로 전기차로의 전환은 동력원 변화만을 의미하는 것이 아니라 전기차를 기반으로 한 자율주행/모빌리티에 유리한 플랫폼을 갖는다는 의미이기 때문이다.

현대차/기아의 합산 전기차 점유율이 상승하기 위해서는 이미 출시한 아이오닉5와 EV6의 월 출하/판매가 목표치(각각 연 10만대/월 8천대 수준)에 도달해야 하고, 내년에 추가적으로 아이오닉6 및 타 모델의 빠른 출시와 원활한 생산이 필요하다. 또한, 현대차그룹의 전기차 판매목표와 전략도 시장 속도에 맞는 재설정이 요구되는데, 이에 대한 공감대가 있는만큼 조만간 상향된 목표가 발표될 것으로 기대된다.

그림 44. 현대차/기아의 합산 전기차 점유율 추이와 전망



자료: 현대차, 기아, 하나금융투자

Valuation 확장의 궁극적인 필요조건은 자율주행 기술의 빠른 내재화일 것. 국내외 주요 기술기업들과의 제휴관계 형성 중

Valuation 확장의 2차적, 그리고 궁극적인 필요조건은 자율주행 기술의 빠른 내재화가 될 것이다. 현대차는 2025년 전략적 지향점으로 디바이스와 서비스의 결합을 통해 종합 모빌리티 솔루션을 제공하는 기업으로 설정하면서 이를 구체화할 전략을 이미 발표했다. 우선 국내외 자율주행 기술 기업들과과 다양한 제휴관계를 맺었는데, 대표적으로 미국 앵티브(Aptiv)와 함께 자율주행 JV인 모셔널(Motional)을 설립했고, 그랩(Grab)/올라(OLA)/오로라(AURORA)/코드42(CODE42) 등에는 지분을 투자했으며, 바이두(BAIDU)/얀덱스(YANDEX) 등과도 협업을 진행 중이다.

그림 45. 현대차의 미래차 관련 제휴관계 및 투자



자료: 현대차, 기아, 하나금융투자

그림 46. 기아의 미래차 관련 제휴관계

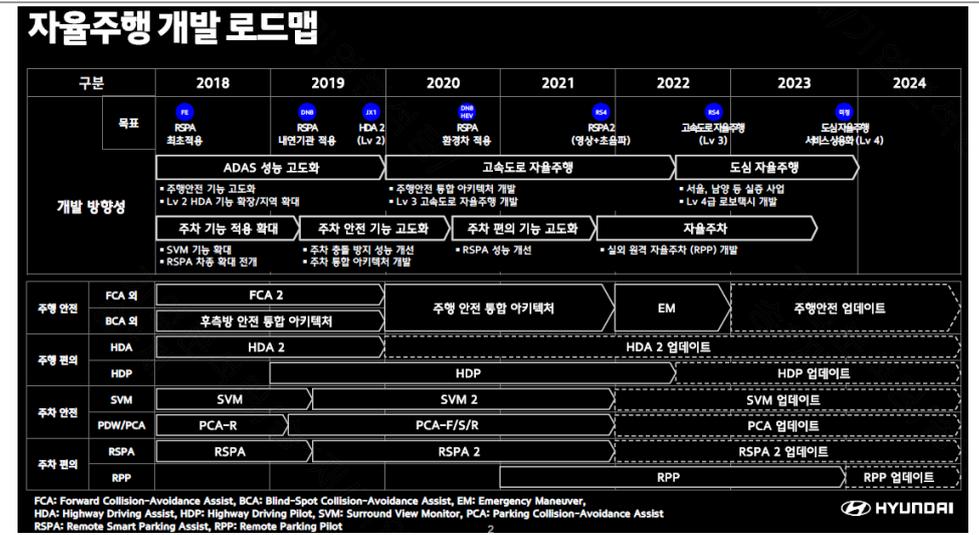


자료: 현대차, 기아, 하나금융투자

자율주행 기술의 양산 모델로의 적용은 2023년 통합 제어기와 OTA 기능을 도입하는 것이 중요

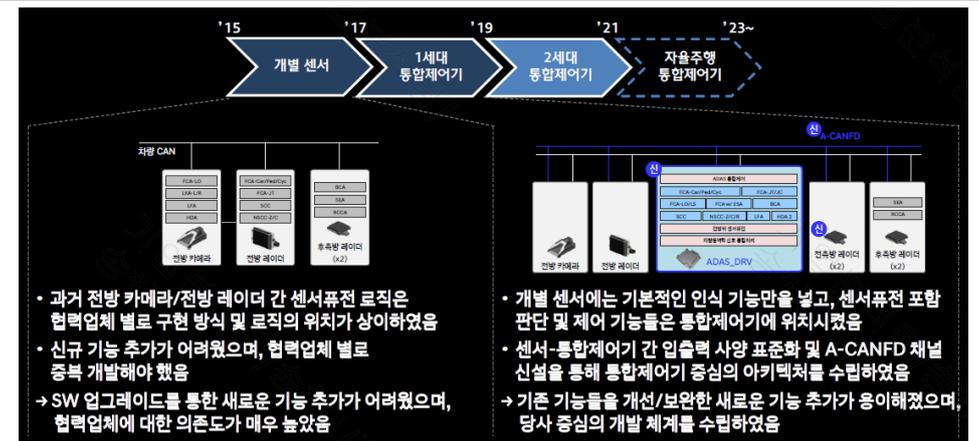
기술적인 측면에서는 현재 자율주행 2.5단계 기술을 적용하고 있는데, 2.5단계는 제한된 지역에서 자율주행이 가능한 수준이다. 2021년 인포테인먼트 OTA(무선 SW 업데이트)와 FoD(SW 선택 구매)를 적용하고, 2022년 ccOS를 장착하여 3단계 수준인 도심내 부분자율주행을 지원한다. 2023년부터는 고성능 프로세서와 딥러닝 활용한 자율주행 통합 제어기 및 제어기 OTA를 도입하는데, OTA 업데이트를 통해 출력/주행거리 등 성능 향상, 첨단운전자 보조시스템(ADAS) 기능 변화, 커넥티비티 기능 변화, SW 오류 수정 등 차량 전반에 변화를 줄 수 있을 것으로 기대 중이다. 실질적으로 자율주행 기술의 핵심을 적용하는 것이다. 2024년에는 센서퓨전 3단계와 모셔널과의 협력을 기반으로 4/5단계 수준의 로보택시 상용화를 계획하고 있다.

그림 47. 현대차그룹의 자율주행 개발 로드맵



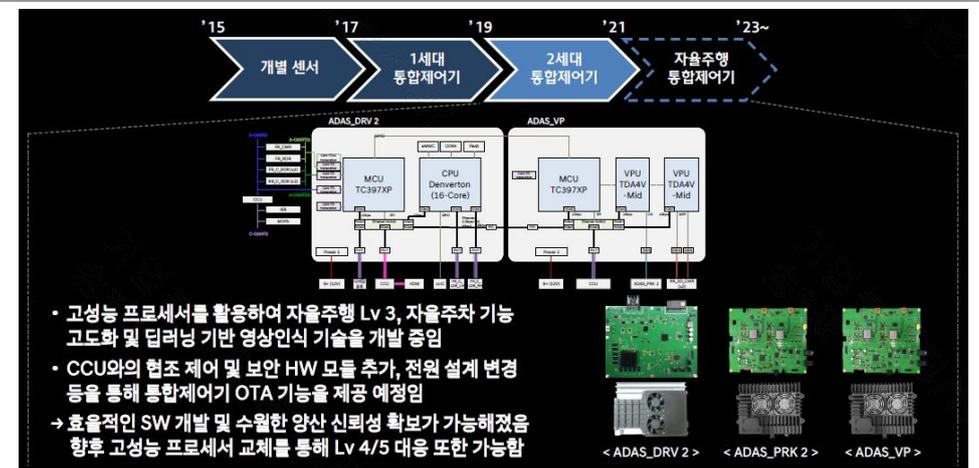
자료: 현대차, 하나금융투자

그림 48. 현대차의 통합 제어기 개발 로드맵



자료: 현대차, 하나금융투자

그림 49. 현대차의 통합 제어기 개발 로드맵



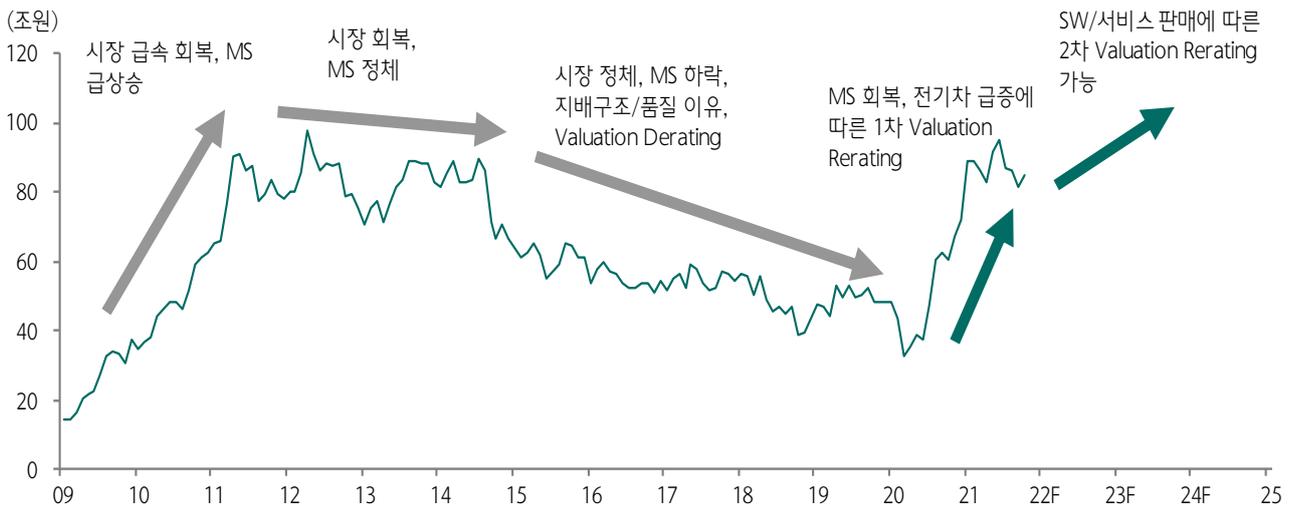
자료: 현대차, 하나금융투자

아쉬운 점은 2023년에 본격화되기 때문에 2022년까지는 큰 폭의 Valuation 재평가를 기대하기에는 한계가 있음

아쉬운 점은 이러한 자율주행 기술개발 및 양산화 적용 시점이 2023년으로 선발업체 대비 속도 측면에서 빠르지 않다는 점이다. 선발업체인 테슬라는 이미 중앙집중형 전기전자 아키텍처와 통합 ECU를 적용하고, OTA 기능과 여기서 수집한 데이터를 중앙 슈퍼컴퓨터로 보내 딥러닝에 기반한 인공지능 알고리즘 개발을 진행하고 있다. 이를 기반으로 자율주행 기능인 FSD(Full Self-Driving) 성능을 향상시키고 있다.

현대차그룹의 자율주행 기술적 완성도를 투자자들이 충분히 인지하기 전까지는 기술개발 속도가 Valuation 측면에서의 제약 요인으로 작용할 것이다. 이는 2022년에는 큰 폭의 Valuation 재평가가 없을 것이라는 의미이기도 하다. 2023년부터 자율주행 기능이 적용되면, 기존 단순 제조/판매 기업에서 자율주행 플랫폼을 기반으로 한 모빌리티 서비스 기업으로서의 Valuation을 적용받을 수 있을 것이다. 진정한 Valuation 재평가라고 할 수 있다.

그림 50. 현대차/기아의 합산 시가총액 변화와 이유



자료: 현대차, 기아, Bloomberg, 하나금융투자

4. Top Picks

업종 내 선호 종목들은 기아, 현대차, 2022년 자동차 업종은 주가 반등의 이유도 있고, 알파가 필요한 것도 명확하다. 이러한 관점에서 자동차 업종의 선호 종목은 상대적으로 차별적인 성장동력이 보이고, Valuation에서 업종 평균보다 낮은 종목이 될 것이다. 완성차에서는 모델 사이클이 상대적으로 양호하고, P/E Multiple이 낮은 기아를 최선호한다. 차선호는 전기차 전용 모델의 확장이 이어지고, 미래차 기술에 대한 주도적 투자를 진행하고 있는 현대차이다. 자동차부품에서의 선호 종목으로는 해외 전기차 모델들에 대한 제품공급이 늘어나는 만도, 물류/CKD/완성차해상운송 부문의 성장이 꾸준하고 P/E Multiple이 낮은 현대글로벌비스를 제시한다.

표 8. 주요 자동차 업체들의 Valuation Table

(단위: 원)

종목명		기아		현대차		만도		현대글로벌비스	
투자이건		매수		매수		매수		매수	
목표가		110,000		280,000		73,000		250,000	
현재가 (11월 22일)		85,700		218,500		63,300		163,000	
투자지표	단위	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	십억원	71,526.6	75,712.5	118,090.0	123,279.2	6,100.4	6,504.2	21,698.5	23,059.8
영업이익	십억원	5,354.0	5,781.9	6,929.0	7,282.3	293.9	354.1	1,135.6	1,168.5
세전이익	십억원	6,426.0	6,948.2	8,586.3	9,084.9	276.6	310.8	1,052.6	1,171.7
순이익	십억원	4,691.0	5,072.2	5,764.6	6,400.8	196.6	220.9	789.5	878.8
EPS	원	11,572	12,513	20,816	23,113	4,186	4,704	21,054	23,436
증감률	%	215.31	8.13	304.74	11.03	3,303.25	12.37	30.24	11.31
PER	배	7.33	6.78	10.14	9.13	13.81	12.29	8.05	7.23
PBR	배	1.00	0.88	0.77	0.72	1.48	1.33	1.11	0.98
EV/EBITDA	배	3.62	2.93	10.47	9.86	6.25	5.39	4.62	4.16
ROE	%	14.64	13.91	8.02	8.33	11.33	11.43	14.64	14.42
BPS	원	84,857	96,183	274,067	293,405	39,169	43,374	152,632	172,368
DPS	원	1,200	1,300	4,000	4,000	500	600	3,700	4,000

자료: 각 사, 하나금융투자

기아는 양호한 성장이 이어지고 P/E 기준 Valuation도 글로벌 업종평균 대비 저평가된 상태

기아는 글로벌 자동차 시장의 회복과 양호한 믹스 효과에 힘입어 2022년 영업이익이 8% 증가할 전망이다. EV6를 필두로 전기차 전용 모델의 순차적인 출시로 전기차 비중도 지속적으로 상승한다. 그럼에도 현재 주가를 기준 P/E 7배 초반으로 글로벌 업종평균에 비해 저평가된 상태이다.

표 9. 기아의 분기별 실적 추이

(단위: 천대, 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	2018	2019	2020	2021F	2022F
글로벌 판매대수	631	527	735	769	705	824	745	756	2,815	2,869	2,662	3,030	3,155
YoY	(7)	(29)	5	3	12	56	1	(2)	2	2	(7)	14	4
(중국 제외)	594	470	675	700	666	783	710	716	2,457	2,573	2,438	2,875	2,990
한국	117	162	137	137	130	148	125	132	532	520	552	535	550
미국	138	125	165	158	160	219	177	164	590	615	586	720	740
중국	37	57	61	69	40	41	35	40	358	296	224	155	165
유럽	113	65	133	105	114	138	137	121	495	503	417	510	530
인도	34	8	30	68	50	40	48	62	0	45	140	200	220
기타	192	110	210	232	213	238	223	237	840	889	743	910	950
매출액	14,567	11,369	16,322	16,911	16,582	18,339	17,753	18,853	54,170	58,146	59,168	71,527	75,712
YoY	17	(22)	8	5	14	61	9	11	1	7	2	21	6
영업이익	444	145	195	1,282	1,076	1,487	1,327	1,463	1,157	2,010	2,066	5,354	5,782
YoY	(25)	(73)	(33)	117	142	924	580	14	75	74	3	159	8
영업이익률 (%)	3.1	1.3	1.2	7.6	6.5	8.1	7.5	7.8	2.1	3.5	3.5	7.5	7.6
(품질비용 제거 기준)	444	145	1,208	1,282	1,076	1,487	1,327	1,463	1,437	2,320	3,079	5,354	5,782
(영업이익률 (%))	3.1	1.3	7.4	7.6	6.5	8.1	7.5	7.8	2.7	4.0	5.2	7.5	7.6
세전이익	282	211	232	1,116	1,319	1,838	1,606	1,663	1,469	2,531	1,841	6,426	6,948
세전이익률 (%)	1.9	1.9	1.4	6.6	8.0	10.0	9.0	8.8	2.7	4.4	3.1	9.0	9.2
순이익	266	126	134	962	1,035	1,343	1,135	1,178	1,156	1,827	1,488	4,691	5,072
순이익률 (%)	1.8	1.1	0.8	5.7	6.2	7.3	6.4	6.3	2.1	3.1	2.5	6.6	6.7
지배주주순이익	266	126	134	962	1,035	1,343	1,135	1,178	1,156	1,827	1,488	4,691	5,072

자료: 기아, 하나금융투자

현대차는 전기차 전용 모델 라인업의 확대와 미래차 기술에 대한 주도적인 투자를 긍정적으로 평가

현대차는 아이오닉5/GV60에 이어 아이오닉6를 통해 전기차 전용 모델 라인업의 확장이 진행되면서 전동화 전략이 가속되고 있다. 전기차/수소차/자율주행차/UAM 등 미래차 기술에 대한 주도적인 투자로 중장기 성장동력을 확보하고 있는 것도 긍정적으로 평가할 만하다.

표 10. 현대차의 분기별 실적 추이

(단위: 천대, 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	2018	2019	2020	2021F	2022F
글로벌 판매대수	872	759	1,025	1,127	1,025	1,100	1,022	1,003	4,456	4,426	3,783	4,150	4,335
YoY	(18)	(34)	(5)	(5)	18	45	(0)	(11)	(2)	(1)	(15)	10	4
(중국 제외)	763	632	910	975	913	1,008	927	902	3,710	3,716	3,281	3,750	3,915
한국	159	226	199	204	185	201	155	189	721	742	788	730	760
미국	135	145	175	184	175	251	189	164	681	710	639	780	780
중국	108	127	115	152	112	92	95	102	746	710	502	400	420
유럽	104	60	129	113	115	137	127	115	540	536	405	495	510
기타	366	202	407	474	437	419	455	434	1,769	1,728	1,449	1,745	1,865
매출액	25,319	21,859	27,576	29,243	27,391	30,326	28,867	31,507	96,813	105,746	103,998	118,090	123,279
YoY	6	(19)	2	5	8	39	5	8	0	9	(2)	14	4
자동차	19,555	16,057	21,487	23,480	21,700	24,674	22,578	25,550	75,265	82,487	80,577	94,503	99,021
금융	4,176	4,341	4,441	3,890	4,287	4,038	4,571	4,046	14,958	16,027	16,848	16,942	17,281
기타	1,589	1,461	1,649	1,873	1,403	1,614	1,718	1,911	6,589	7,133	6,572	6,646	6,978
영업이익	864	590	(314)	1,254	1,657	1,886	1,607	1,780	2,422	3,606	2,395	6,929	7,282
YoY	5	(52)	적전	8	92	219	흑전	42	(47)	49	(34)	189	5
(품질비용 제거 기준)	864	590	1,821	1,641	1,657	1,886	1,607	1,780	2,922	4,289	4,917	6,930	7,282
자동차	575	276	(892)	769	1,050	1,236	958	1,314	1,571	2,619	729	4,558	5,019
(품질비용 제거 기준)	575	276	1,243	1,156	1,050	1,236	958	1,314	2,071	3,302	3,251	4,558	5,019
금융	218	272	505	372	530	554	570	379	746	888	1,367	2,033	1,901
기타	71	42	73	113	77	96	79	87	105	99	299	339	363
영업이익률 (%)	3.4	2.7	(1.1)	4.3	6.0	6.2	5.6	5.6	2.5	3.4	2.3	5.9	5.9
(품질비용 제거 기준)	3.4	2.7	6.6	5.6	6.0	6.2	5.6	5.6	3.0	4.1	4.7	5.9	5.9
자동차	2.9	1.7	(4.2)	3.3	4.8	5.0	4.2	5.1	2.1	3.2	0.9	4.8	5.1
(품질비용 제거 기준)	2.9	1.7	5.8	4.9	4.8	5.0	4.2	5.1	2.8	4.0	4.0	4.8	5.1
금융	5.2	6.3	11.4	9.6	12.4	13.7	12.5	9.4	5.0	5.5	8.1	12.0	11.0
기타	4.5	2.9	4.4	6.0	5.5	5.9	4.6	4.6	1.6	1.4	4.5	5.1	5.2
세전이익	724	596	(362)	1,135	2,046	2,502	1,937	2,101	2,530	4,164	2,093	8,586	9,085
세전이익률 (%)	2.9	2.7	(1.3)	3.9	7.5	8.3	6.7	6.7	2.6	3.9	2.0	7.3	7.4
순이익	553	377	(189)	1,183	1,522	1,983	1,487	1,620	1,645	3,186	1,925	6,611	6,995
순이익률 (%)	2.2	1.7	(0.7)	4.0	5.6	6.5	5.2	5.1	1.7	3.0	1.9	5.6	5.7
지배주주순이익	463	227	(336)	1,070	1,327	1,762	1,306	1,369	1,508	2,980	1,424	5,765	6,401

자료: 현대차, 하나금융투자

만도는 영업이익 22% 증가. 전기차 모델들에 대한 공급 확대가 성장동력

만도는 기저효과와 고객사들의 생산증가로 동반 실적개선이 예상된다. 2022년 영업이익이 22% 증가할 전망이다. 또한, 북미 전기차, 니오, 폭스바겐, 북미 전기트럭 업체 등 전기차 업체들향 공급도 늘어난다. 다만, 향후 ADAS/센서 자회사인 HL클레무브의 지분매각 이슈는 잠재적인 부담이 될 수 있다.

표 11. 만도의 분기실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	1,310	1,013	1,501	1,739	1,501	1,488	1,436	1,708	5,665	5,982	5,564	6,133	6,558
YoY	-7	-31	2	6	15	47	-4	-2	0	6	-7	10	7
한국	626	522	677	770	651	681	590	731	2,612	2,760	2,595	2,653	2,760
중국	174	293	323	447	324	350	357	469	1,450	1,267	1,236	1,500	1,619
미국	243	105	304	190	231	255	277	186	736	888	842	950	1,001
기타	268	93	198	332	295	202	212	322	867	1,066	890	1,030	1,179
영업이익	19	-76	66	80	72	77	53	88	197	219	89	290	352
YoY	-42	적전	-7	25	288	흑전	-19	9	136	11	-59	226	22
영업이익률 (%)	1.4	-7.5	4.4	4.6	4.8	5.2	3.7	5.1	3.5	3.7	1.6	4.7	5.4
세전이익	14	-109	52	49	68	102	32	66	141	176	5	268	308
세전이익률 (%)	1.1	-10.8	3.5	2.8	4.5	6.9	2.2	3.9	2.5	3.0	0.1	4.4	4.7
순이익	10	-112	39	77	52	80	26	51	113	118	14	209	234
순이익률 (%)	0.7	-11.0	2.6	4.4	3.5	5.4	1.8	3.0	2.0	2.0	0.2	3.4	3.6
지배주주순이익	8	-112	37	73	49	78	23	46	106	111	6	196	219

자료: 만도, 하나금융투자

현대글로벌비스는 주력 사업들의 고른 성장과 함께 낮은 Valuation 기록 중 현대글로벌비스는 고객사의 생산/물동량 증가 및 비계열 물량의 꾸준한 증가에 힘입어 물류/CKD/PCTC 부분의 고른 성장이 기대된다. 중장기로는 수소 유통/물류/인프라구축 및 배터리 회수/재활용 등 친환경 관련 사업으로의 확장도 계획 중이다. 현재 주가를 기준으로 P/E 7배 초반의 저평가 상태인데, 본업의 성장만으로도 충분히 매력적인 상태이다.

표 12. 현대글로벌비스의 실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	4,703	3,270	3,668	4,879	5,065	5,467	5,404	5,763	16,866	18,270	16,520	21,698	23,060
물류	1,400	1,115	1,448	1,639	1,645	1,814	1,752	1,860	5,397	5,864	5,601	7,072	7,534
국내물류	354	360	370	402	402	429	381	438	1,355	1,466	1,486	1,651	1,733
해외물류	1,047	754	1,078	1,237	1,243	1,385	1,371	1,422	4,042	4,398	4,116	5,421	5,800
해운	712	527	550	626	635	763	912	918	2,900	3,220	2,415	3,227	3,406
PCTC	507	351	381	466	476	546	616	646	1,528	2,051	1,705	2,283	2,443
Bulk	205	176	168	160	159	217	297	272	1,372	1,169	710	944	963
유통	2,591	1,628	1,671	2,615	2,785	2,891	2,740	2,985	8,569	9,187	8,504	11,399	12,120
CKD	2,023	1,189	1,181	2,122	2,297	2,304	2,128	2,386	6,178	6,846	6,515	9,115	9,753
중고차	119	118	127	139	167	181	178	173	440	504	503	700	735
기타유통	448	321	363	354	320	406	433	425	1,951	1,837	1,486	1,584	1,635
매출원가	4,370	3,032	3,379	4,448	4,778	5,098	4,995	5,329	15,715	16,904	15,229	20,201	21,512
매출원가율	92.9	92.7	92.1	91.2	94.3	93.3	92.4	92.5	93.2	92.5	92.2	93.1	93.3
매출총이익	333	238	289	431	286	369	409	433	1,151	1,366	1,290	1,497	1,548
판관비	138	107	128	255	77	92	94	99	441	490	628	362	380
판관비율	2.9	3.3	3.5	5.2	1.5	1.7	1.7	1.7	2.6	2.7	3.8	1.7	1.6
영업이익	195	131	161	175	209	277	315	334	710	877	662	1,136	1,168
물류	63	52	72	88	86	141	138	149	283	327	274	515	712
해운	28	15	28	23	19	36	66	66	77	156	93	187	246
유통	105	64	62	65	104	99	111	119	350	393	295	434	679
영업이익률	4.1	4.0	4.4	3.6	4.1	5.1	5.8	5.8	4.2	4.8	4.0	5.2	5.1
물류	4.5	4.6	5.0	5.4	5.2	7.8	7.9	8.0	5.2	5.6	4.9	7.3	9.4
해운	3.9	2.9	5.1	3.6	3.0	4.7	7.2	7.2	2.7	4.8	3.9	5.8	7.2
유통	4.0	3.9	3.7	2.5	3.7	3.4	4.0	4.0	4.1	4.3	3.5	3.8	5.6
금융손익	-13	-15	-12	-11	-7	-11	-11	-12	-54	-66	-51	-40	-34
기타영업손익	24	18	29	55	-48	-4	-53	29	-70	-125	125	-76	3
관계기업등 투자이익	16	6	8	-1	14	8	5	6	40	42	30	33	34
법인세차감전순이익	222	140	186	218	168	270	256	358	626	727	767	1,053	1,172
순이익	160	115	162	168	130	214	183	262	437	502	606	790	879

자료: 현대글로벌비스, 하나금융투자

Top Picks

기아(000270)	39
현대차(005380)	43
만도(204320)	47
현대글로비스(086280)	51

2021년 11월 23일

기아(000270)

모델 사이클은 이어지고, 전기차 모멘텀은 강화된다

SUV 사이클의 해외 지속. 전기차 모멘텀 회복

기아에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 11.0만원을 제시한다. 기존 SUV 모델들의 사이클이 국내에서는 다소 둔화되었지만 글로벌로는 내년 상반기까지 이어질 것이고, 전기차 전용 모델인 EV6의 국내 출시 이후 유럽/글로벌 시장에 본격적으로 투입되면서 전기차 점유율이 상승하는 모멘텀도 기대된다. 현재 P/E 7배 초반으로 글로벌 업종평균 대비 저평가된 상태이다.

2022년 이슈 (1) 이어지는 모델 사이클

기아의 모델 사이클은 텔루라이드(북미 전용)/카니발/쏘렌토/스포티지 등의 SUV 볼륨 모델들의 연속적인 출시였다. 평균 판매가격이 높고, 높은 상품성을 담보로 옵션 채택률도 높아졌으며, 초기 수요 초과로 인한 인센티브 하락이 글로벌 ASP를 2018년 이후 3년간 17%(연평균 5%) 상승시키면서 수익성 개선에 크게 기여했다(일회성 제거 기준) 영업이익률 2017년 1.5%→2021년 3분기 누적 7.4%. 2022년에는 텔루라이드/카니발/쏘렌토가 출시된지 4년/2년이 경과하여 미국/한국에서 모델 사이클이 둔화되기 시작하고, 시장 내 수급불균형이 만들어낸 이례적으로 낮은 인센티브 환경도 약화될 것이다. 하지만, 카니발/쏘렌토/스포티지가 글로벌로 순차적으로 투입되고 있고 2021년 출시된 모델들에 대한 공급이 부족하여 이연된 대기 수요가 많으며, 지역별 현지화 모델들의 출시도 기대된다는 것을 감안한다면, 기아의 모델 사이클은 2022년 중순까지 양호하게 유지되면서 높은 ASP 및 수익성을 이끌 것이다.

2022년 이슈 (2) EV 라인업 확대

기아는 2021년 3분기 누적으로 12.6만대의 전기차(BEV+PHEV)를 판매했고, 전체 판매 중 약 6.2%의 비중을 기록했다. 글로벌 전기차 시장 내 점유율은 3.0%였다. 8월 전기차 전용 플랫폼인 E-GMP를 기반으로 전용 모델인 EV6를 출시하였는데, 초기 차량용 반도체 및 모터 수급부족으로 시기와 생산에 차질이 있었지만 10월에는 월 7천대에 근접하는 출하를 기록하면서 안정적으로 증가하고 있다(연간 생산목표는 10만대, 월 8.3천대 기준). 2022년에는 신형 니로EV가 투입되고, 확정되지 않았지만 EV 시리즈의 추가 모델이 투입될 가능성이 높다. 기아는 2027년까지 7종의 전용 모델을 출시(파생모델 포함시 11개 모델)하면서 2026년 66만대(전기차 비중 17%)를 목표 중인데, 최근 예상보다 훨씬 빠른 속도로 전기차 시장이 성장하면서 이에 맞게 판매목표 및 모델 투입속도를 재조정할 것으로 보인다. 이러한 전기차로의 전환 가속은 현재의 낮은 Valuation을 상향시키는 동력으로 작용할 것이다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 110,000원 | CP(11월22일): 85,700원

Key Data		Consensus Data	
		2021	2022
KOSPI 지수 (pt)	3,013.25		
52주 최고/최저(원)	101,500/57,800	매출액(십억원)	71,215.3 / 76,376.6
시가총액(십억원)	34,739.6	영업이익(십억원)	5,388.5 / 5,956.7
시가총액비중(%)	1.56	순이익(십억원)	4,799.9 / 5,292.1
발행주식수(천주)	405,363.3	EPS(원)	11,841 / 13,055
60일 평균 거래량(천주)	1,552.5	BPS(원)	85,606 / 97,272
60일 평균 거래대금(십억원)	130.1		
21년 배당금(예상, 원)	1,200	Stock Price	
21년 배당수익률(예상, %)	1.42		
외국인지분율(%)	35.37		
주요주주 지분율(%)			
현대자동차 외 5인	35.62		
국민연금공단	8.46		
추가상승률	1M 6M 12M		
절대	2.8 3.6 47.5		
상대	2.5 8.6 25.0		

Financial Data						
투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	58,146.0	59,168.1	71,526.6	75,712.5	78,741.0
영업이익	십억원	2,009.7	2,066.5	5,354.0	5,781.9	6,019.6
세전이익	십억원	2,531.1	1,841.4	6,426.0	6,948.2	7,307.1
순이익	십억원	1,826.7	1,487.6	4,691.0	5,072.2	5,334.2
EPS	원	4,506	3,670	11,572	12,513	13,159
증감율	%	57.99	(18.55)	215.31	8.13	5.16
PER	배	9.83	17.00	7.33	6.78	6.44
PBR	배	0.62	0.84	1.00	0.88	0.78
EV/EBITDA	배	3.76	4.89	3.62	2.93	2.33
ROE	%	6.50	5.05	14.64	13.91	12.95
BPS	원	72,020	74,274	84,857	96,183	108,056
DPS	원	1,150	1,000	1,200	1,300	1,400



Analyst 송선재
02-3771-7512
sunjae.song@hanafn.com

RA 안영준
02-3771-8144
yj.ahn@hanafn.com

기아의 이익이 정체/감소된 2012년~2018년에는 판매대수와 ASP가 동반 부진했던 반면, 상각비/경상연구비와 같은 고정비 증가가 커서 이익률이 훼손되었었다. 2018년 이후에는 출시된 신차가 호조를 보이고, 믹스 개선과 인센티브 감소로 ASP가 상승하면서 외형이 크게 성장했다. 여전히 고정비 증가는 있었지만, 외형 성장이 이를 상쇄하면서 영업 레버리지 효과가 발생해 큰 폭의 이익증가가 이루어지고 있다. 2022년에도 이러한 기초가 유지될 것이다. 기아의 매출액/영업이익은 자동차 시장의 회복과 기아의 모델 사이클 연장, 그리고 ASP 소폭상승에 힘입어 각각 6%/8% 증가할 전망이다. 영업이익률은 2021년 대비 0.1%p 상승한 7.6%로 예상된다.

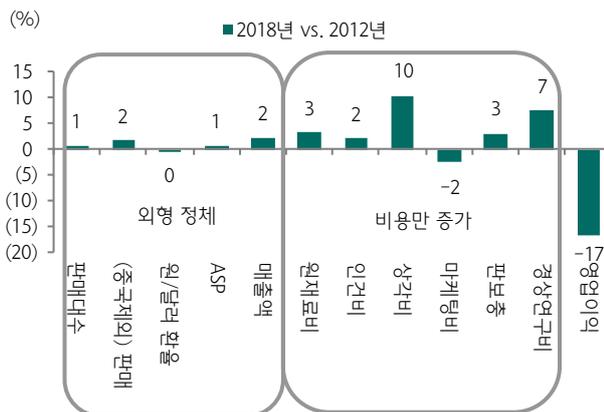
표 1. 기아의 실적 추이

(단위: 천대, 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	2018	2019	2020	2021F	2022F
글로벌 판매대수	631	527	735	769	705	824	745	756	2,815	2,869	2,662	3,030	3,155
YoY	(7)	(29)	5	3	12	56	1	(2)	2	2	(7)	14	4
(중국 제외)	594	470	675	700	666	783	710	716	2,457	2,573	2,438	2,875	2,990
한국	117	162	137	137	130	148	125	132	532	520	552	535	550
미국	138	125	165	158	160	219	177	164	590	615	586	720	740
중국	37	57	61	69	40	41	35	40	358	296	224	155	165
유럽	113	65	133	105	114	138	137	121	495	503	417	510	530
인도	34	8	30	68	50	40	48	62	0	45	140	200	220
기타	192	110	210	232	213	238	223	237	840	889	743	910	950
매출액	14,567	11,369	16,322	16,911	16,582	18,339	17,753	18,853	54,170	58,146	59,168	71,527	75,712
YoY	17	(22)	8	5	14	61	9	11	1	7	2	21	6
영업이익	444	145	195	1,282	1,076	1,487	1,327	1,463	1,157	2,010	2,066	5,354	5,782
YoY	(25)	(73)	(33)	117	142	924	580	14	75	74	3	159	8
영업이익률 (%)	3.1	1.3	1.2	7.6	6.5	8.1	7.5	7.8	2.1	3.5	3.5	7.5	7.6
(품질비용 제거 기준)	444	145	1,208	1,282	1,076	1,487	1,327	1,463	1,437	2,320	3,079	5,354	5,782
(영업이익률 (%))	3.1	1.3	7.4	7.6	6.5	8.1	7.5	7.8	2.7	4.0	5.2	7.5	7.6
세전이익	282	211	232	1,116	1,319	1,838	1,606	1,663	1,469	2,531	1,841	6,426	6,948
세전이익률 (%)	1.9	1.9	1.4	6.6	8.0	10.0	9.0	8.8	2.7	4.4	3.1	9.0	9.2
순이익	266	126	134	962	1,035	1,343	1,135	1,178	1,156	1,827	1,488	4,691	5,072
순이익률 (%)	1.8	1.1	0.8	5.7	6.2	7.3	6.4	6.3	2.1	3.1	2.5	6.6	6.7
지배주주순이익	266	126	134	962	1,035	1,343	1,135	1,178	1,156	1,827	1,488	4,691	5,072

자료: 기아, 하나금융투자

그림 1. 기아의 2012년~2018년 연간 이익변수 증가율 비교



자료: 기아, 하나금융투자

그림 2. 기아의 2018년~2021년 연간 이익변수 증가율 비교



자료: 기아, 하나금융투자

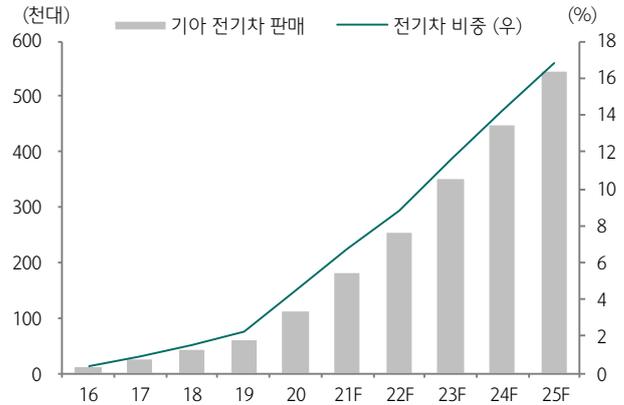
기아는 2021년 3분기 누적으로 12.6만대의 전기차(BEV+PHEV)를 판매했고, 전체 판매 중 비중은 약 6.2%, 글로벌 전기차 시장 내 점유율은 3.0%를 기록했다. 8월 전기차 전용 모델인 EV6를 출시하면서 월 7천대 수준까지 판매가 늘어나고 있기 때문에 2021년 연간으로는 18.2만대, 비중 6.7%, 전기차 시장 점유율 3.0%를 예상한다. 2027년까지 10개 모델을 추가 투입할 예정인 바, 시장 성장과 더불어 2025년 54.4만대, 비중 16.9%를 기록할 것으로 예상한다. 기아는 2025년까지 총 29조원 투자계획 중 미래사업에 10조원을 투자할 계획으로 있다.

그림 3. 기아의 글로벌 ASP 추이



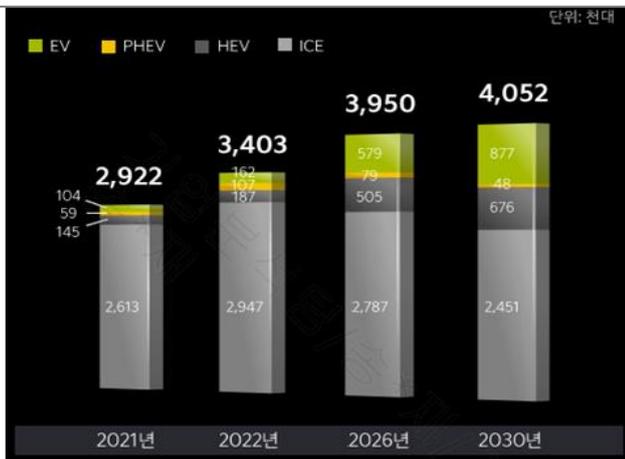
자료: 기아, 하나금융투자

그림 4. 기아의 전기차 판매와 비중 추이



자료: 기아, 하나금융투자

그림 5. 기아의 연도별 전체 자동차 판매 및 전기차 판매대수 목표



자료: 기아, 하나금융투자

그림 6. 기아의 중장기 투자 계획



자료: 기아, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	58,146.0	59,168.1	71,526.6	75,712.5	78,741.0
매출원가	48,766.6	49,222.6	58,613.8	61,964.8	64,437.0
매출총이익	9,379.4	9,945.5	12,912.8	13,747.7	14,304.0
판매비	7,369.7	7,879.1	7,558.9	7,965.8	8,284.4
영업이익	2,009.7	2,066.5	5,354.0	5,781.9	6,019.6
금융손익	(54.5)	(82.9)	(30.9)	95.4	164.2
중속/관계기업손익	507.1	61.4	1,084.5	1,127.9	1,156.1
기타영업외손익	68.8	(203.6)	18.4	(57.0)	(32.8)
세전이익	2,531.1	1,841.4	6,426.0	6,948.2	7,307.1
법인세	704.4	353.8	1,735.0	1,876.0	1,972.9
계속사업이익	1,826.7	1,487.6	4,691.0	5,072.2	5,334.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,826.7	1,487.6	4,691.0	5,072.2	5,334.2
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	1,826.7	1,487.6	4,691.0	5,072.2	5,334.2
지배주주지분포괄이익	2,095.5	1,374.6	4,691.0	5,072.2	5,334.2
NOPAT	1,450.4	1,669.4	3,908.4	4,220.8	4,394.3
EBITDA	4,139.1	4,286.0	7,639.2	8,122.6	8,407.4
성장성(%)					
매출액증가율	7.34	1.76	20.89	5.85	4.00
NOPAT증가율	59.21	15.10	134.12	7.99	4.11
EBITDA증가율	33.85	3.55	78.24	6.33	3.51
영업이익증가율	73.62	2.83	159.09	7.99	4.11
(지배주주)순이익증가율	58.03	(18.56)	215.34	8.13	5.17
EPS증가율	57.99	(18.55)	215.31	8.13	5.16
수익성(%)					
매출총이익률	16.13	16.81	18.05	18.16	18.17
EBITDA이익률	7.12	7.24	10.68	10.73	10.68
영업이익률	3.46	3.49	7.49	7.64	7.64
계속사업이익률	3.14	2.51	6.56	6.70	6.77

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	21,555.4	26,093.4	32,241.8	36,293.9	41,557.0
금융자산	9,132.4	14,835.4	17,920.4	21,142.9	25,805.9
현금성자산	4,268.7	10,160.7	12,612.3	15,620.3	20,128.1
매출채권	2,154.7	1,819.0	2,401.8	2,542.4	2,644.1
재고자산	8,108.7	7,094.0	9,189.0	9,726.8	10,115.8
기타유동자산	2,159.6	2,345.0	2,730.6	2,881.8	2,991.2
비유동자산	33,789.4	34,397.1	37,853.8	39,210.2	40,230.0
투자자산	14,626.2	15,265.7	18,357.5	19,404.8	20,162.5
금융자산	709.7	652.1	691.6	705.0	714.7
유형자산	15,746.7	15,579.7	15,856.6	16,092.9	16,294.7
무형자산	2,552.8	2,665.6	2,753.5	2,826.4	2,886.7
기타비유동자산	863.7	886.1	886.2	886.1	886.1
자산총계	55,344.8	60,490.4	70,095.6	75,504.1	81,787.0
유동부채	17,276.6	21,097.6	25,587.5	27,037.1	28,785.4
금융부채	2,543.6	5,318.4	6,044.0	6,367.4	7,301.0
매입채무	6,766.8	7,302.4	8,827.7	9,344.3	9,718.0
기타유동부채	7,966.2	8,476.8	10,715.8	11,325.4	11,766.4
비유동부채	9,090.0	9,501.2	10,326.4	9,694.1	9,415.8
금융부채	4,181.5	5,166.7	5,140.0	4,204.3	3,706.4
기타비유동부채	4,908.5	4,334.5	5,186.4	5,489.8	5,709.4
부채총계	26,366.7	30,598.8	35,913.8	36,731.2	38,201.2
지배주주지분	28,978.1	29,891.7	34,181.7	38,772.8	43,585.8
자본금	2,139.3	2,139.3	2,139.3	2,139.3	2,139.3
자본잉여금	1,715.8	1,715.8	1,715.8	1,715.8	1,715.8
자본조정	(216.2)	(216.2)	(216.2)	(216.2)	(216.2)
기타포괄이익누계액	(717.0)	(920.6)	(920.6)	(920.6)	(920.6)
이익잉여금	26,056.2	27,173.4	31,463.5	36,054.6	40,867.5
비배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	28,978.1	29,891.7	34,181.7	38,772.8	43,585.8
순금융부채	(2,407.2)	(4,350.3)	(6,736.4)	(10,571.2)	(14,798.6)

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	4,506	3,670	11,572	12,513	13,159
BPS	72,020	74,274	84,857	96,183	108,056
CFPS	14,641	18,376	18,489	19,978	20,689
EBITDAPS	10,211	10,573	18,845	20,038	20,741
SPS	143,442	145,963	176,451	186,777	194,248
DPS	1,150	1,000	1,200	1,300	1,400
주가지표(배)					
PER	9.83	17.00	7.33	6.78	6.44
PBR	0.62	0.84	1.00	0.88	0.78
PCFR	3.03	3.40	4.59	4.24	4.10
EV/EBITDA	3.76	4.89	3.62	2.93	2.33
PSR	0.31	0.43	0.48	0.45	0.44
재무비율(%)					
ROE	6.50	5.05	14.64	13.91	12.95
ROA	3.41	2.57	7.18	6.97	6.78
ROIC	6.49	7.26	16.55	17.18	17.49
부채비율	90.99	102.37	105.07	94.73	87.65
순부채비율	(8.31)	(14.55)	(19.71)	(27.26)	(33.95)
이자보상배율(배)	10.65	8.81	18.13	19.50	20.47

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	3,610.7	5,423.9	6,424.0	6,543.8	6,731.5
당기순이익	1,826.7	1,487.6	4,691.0	5,072.2	5,334.2
조정	413	573	112	125	124
감가상각비	2,129.4	2,219.5	2,285.2	2,340.8	2,387.9
외환거래손익	39.2	73.8	(110.0)	8.9	(23.7)
지분법손익	(507.1)	(61.4)	(1,084.5)	(1,127.9)	(1,156.1)
기타	(1,248.5)	(1,658.9)	(978.7)	(1,096.8)	(1,084.1)
영업활동 자산부채변동	(2,350.7)	(1,797.7)	610.3	224.1	162.1
투자활동 현금흐름	(1,104.2)	(2,864.9)	(5,180.7)	(2,792.7)	(2,383.1)
투자자산감소(증가)	(752.3)	(639.4)	(2,007.4)	80.7	398.4
자본증가(감소)	(1,659.1)	(1,603.3)	(2,000.0)	(2,000.0)	(2,000.0)
기타	1,307.2	(622.2)	(1,173.3)	(873.4)	(781.5)
재무활동 현금흐름	(726.3)	3,517.3	298.0	(1,093.4)	(85.6)
금융부채증가(감소)	(21.1)	3,759.9	698.9	(612.3)	435.6
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(344.4)	218.5	0.0	(0.0)	0.0
배당지급	(360.8)	(461.1)	(400.9)	(481.1)	(521.2)
현금의 증감	1,976.1	6,076.3	2,267.2	3,008.0	4,507.8
Unlevered CFO	5,934.9	7,449.1	7,494.9	8,098.3	8,386.5
Free Cash Flow	1,874.2	3,762.0	4,424.0	4,543.8	4,731.5

자료: 하나금융투자

2021년 11월 23일

현대차(005380)

전기차 라인업 확대. 미래 기술에 대한 주도적 투자

전동화 전략을 가속화할 전망

현대차에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 28,0만원을 제시한다. 2021년 아이오닉5/GV60를 출시한데 이어 2022년에는 아이오닉6 등을 통해 전기차 전용 모델 라인업의 확장이 이어진다. 추가적으로 예상보다 빠른 전기차 시장의 확대에 발맞춰 전기차 판매목표 및 모델 투입시기의 재조정으로 전동화 전략을 가속화할 것이다. 수소차/자율주행차/UAM/로봇 등 미래차 기술에 대한 주도적인 투자로 중장기 성장동력을 확보해가고 있다는 점도 긍정적이다. 현재 P/B는 0.7배 대로 글로벌 업종평균 대비 저평가된 상태이다.

2022년 이슈 (1) 전기차 라인업 확대

현대차는 2021년 3분기 누적으로 12.2만대의 전기차(BEV+PHEV)를 판매했고, 전체 판매 중 약 4.2%의 비중을 기록했다. 글로벌 전기차 시장 내 점유율은 2.9%였다. 2021년에는 전기차 전용 플랫폼인 E-GMP를 기반으로 전용 모델인 아이오닉5와 제네시스 GV60를 출시하였는데, 현재 월 9천대의 판매를 기록하면서 연간 생산목표(합산 12만대, 월 1만대 기준)에 근접하고 있다. 2022년에는 아이오닉6의 출시가 확정되었고, 추가적으로 다른 아이오닉 시리즈 모델의 투입도 기대된다. 한편, 현대차는 2025년 56만대를 전기차 판매를 목표 중인데, 전기차 시장의 확대가 예상보다 빨라 판매목표와 모델 출시일정을 시장속도에 맞춰 재조정할 것으로 예상된다. 이러한 전동화 전략의 가속은 현대차의 전기차 모멘텀을 회복시키는 동력이 될 것이다.

2022년 이슈 (2) 미래차 기술에 대한 주도적 투자

현대차는 전기차 뿐만 아니라 수소차/자율주행차/UAM/로봇 등 미래차 기술에 대한 주도적인 투자로 중장기 성장동력을 확보해 나가고 있다. 수소 부문에서는 HTWO라는 수소모빌리티 브랜드를 출시했는데, 넥쏘 등 승용차 라인업을 확대하고, 2028년까지 모든 상용차 라인업에서 수소연료전지를 적용하며, 자동차 이외 모빌리티(트램/기차/선박/UAM 등)와 에너지 솔루션(주택/빌딩/공장/발전소 등) 분야로까지 확대한다는 목표로 투자를 확대 중이다. 자율주행차에서는 자체 개발 뿐만 아니라 합작법인인 모셔널을 통해 2023년부터 로보택시를 상용화할 예정이다. 도심항공 모빌리티인 UAM에서는 슈퍼넬(Supernal) 법인을 설립하고 2028년까지 관련 사업모델 및 기체 출시를 목표로 연구를 진행 중이다. 로봇에서는 보스턴다이나믹스의 지분 30%(그룹사 전체 80%)를 인수하고, 개발된 모델들의 상용화를 추진하고 있다. 미래 사업들은 당장의 EPS 기여가 없지만, 현대차의 중장기 성장축을 견고하게 만들 분야라는 점에서 Valuation에 긍정적인 영향을 줄 것이다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 280,000원 | CP(11월22일): 218,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,013.25		
52주 최고/최저(원)	267,500/177,000		
시가총액(십억원)	46,686.5		
시가총액비중(%)	2.10		
발행주식수(천주)	213,668.2		
60일 평균 거래량(천주)	672.9		
60일 평균 거래대금(십억원)	139.8		
21년 배당금(예상, 원)	4,000		
21년 배당수익률(예상, %)	1.90		
외국인지분율(%)	28.93		
주요주주 지분율(%)	현대모비스 외 6인 29.38		
국민연금공단	8.79		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	5.3	(4.0)	23.4
상대	5.1	0.6	4.6

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	117,425.6	125,900.2
영업이익(십억원)	7,103.1	7,982.0
순이익(십억원)	6,684.4	7,426.0
EPS(원)	21,513	24,273
BPS(원)	286,824	308,236

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	105,746.4	103,997.6	118,090.0	123,279.2	128,826.8
영업이익	십억원	3,605.5	2,394.7	6,929.0	7,282.3	7,689.0
세전이익	십억원	4,163.8	2,093.3	8,586.3	9,084.9	9,548.4
순이익	십억원	2,980.0	1,424.4	5,764.6	6,400.8	6,727.4
EPS	원	10,761	5,143	20,816	23,113	24,292
총감율	%	101.07	(52.21)	304.74	11.03	5.10
PER	배	11.20	37.33	10.14	9.13	8.69
PBR	배	0.47	0.75	0.77	0.72	0.67
EV/EBITDA	배	12.61	17.67	10.47	9.86	9.32
ROE	%	4.32	2.04	8.02	8.33	8.16
BPS	원	258,478	257,028	274,067	293,405	313,922
DPS	원	4,000	3,000	4,000	4,000	4,100



Analyst 송선재
02-3771-7512
sunjae.song@hanafn.com

RA 안영준
02-3771-8144
yj.ahn@hanafn.com

현대차의 이익이 정체된 2012년~2018년에는 판매대수와 ASP가 동반 부진한 가운데, 인건비/상각비와 같은 고정비 증가를 커버하지 못하여 이익이 감소했다. 2018년 이후에는 SUV와 럭셔리 모델 위주로 신차가 호조를 보이면서 믹스 개선과 인센티브 감소가 발생해 ASP가 상승하여 외형 성장을 이루어내고 있다. 반면, 고정비 증가는 제한적이었기 때문에 영업 레버리지 효과가 발생해 이익이 증가 중이다. 2022년에는 ASP 상승이 다소 둔화되었지만, 자동차 시장의 회복에 힘입어 현대차의 매출액/영업이익은 각각 4%/5% 증가한 123.3조원/7.3조원, 영업이익률은 5.9%로 예상된다.

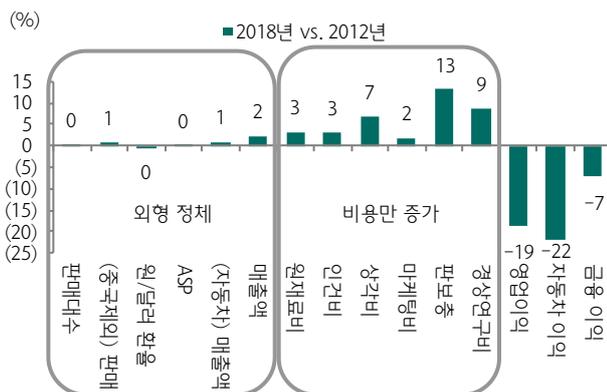
표 1. 현대차의 분기별 실적 추이

(단위: 천대, 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	2018	2019	2020	2021F	2022F
글로벌 판매대수	872	759	1,025	1,127	1,025	1,100	1,022	1,003	4,456	4,426	3,783	4,150	4,335
YoY	(18)	(34)	(5)	(5)	18	45	(0)	(11)	(2)	(1)	(15)	10	4
(중국 제외)	763	632	910	975	913	1,008	927	902	3,710	3,716	3,281	3,750	3,915
한국	159	226	199	204	185	201	155	189	721	742	788	730	760
미국	135	145	175	184	175	251	189	164	681	710	639	780	780
중국	108	127	115	152	112	92	95	102	746	710	502	400	420
유럽	104	60	129	113	115	137	127	115	540	536	405	495	510
기타	366	202	407	474	437	419	455	434	1,769	1,728	1,449	1,745	1,865
매출액	25,319	21,859	27,576	29,243	27,391	30,326	28,867	31,507	96,813	105,746	103,998	118,090	123,279
YoY	6	(19)	2	5	8	39	5	8	0	9	(2)	14	4
자동차	19,555	16,057	21,487	23,480	21,700	24,674	22,578	25,550	75,265	82,487	80,577	94,503	99,021
금융	4,176	4,341	4,441	3,890	4,287	4,038	4,571	4,046	14,958	16,027	16,848	16,942	17,281
기타	1,589	1,461	1,649	1,873	1,403	1,614	1,718	1,911	6,589	7,133	6,572	6,646	6,978
영업이익	864	590	(314)	1,254	1,657	1,886	1,607	1,780	2,422	3,606	2,395	6,929	7,282
YoY	5	(52)	적전	8	92	219	흑전	42	(47)	49	(34)	189	5
(품질비용 제거 기준)	864	590	1,821	1,641	1,657	1,886	1,607	1,780	2,922	4,289	4,917	6,930	7,282
자동차	575	276	(892)	769	1,050	1,236	958	1,314	1,571	2,619	729	4,558	5,019
(품질비용 제거 기준)	575	276	1,243	1,156	1,050	1,236	958	1,314	2,071	3,302	3,251	4,558	5,019
금융	218	272	505	372	530	554	570	379	746	888	1,367	2,033	1,901
기타	71	42	73	113	77	96	79	87	105	99	299	339	363
영업이익률 (%)	3.4	2.7	(1.1)	4.3	6.0	6.2	5.6	5.6	2.5	3.4	2.3	5.9	5.9
(품질비용 제거 기준)	3.4	2.7	6.6	5.6	6.0	6.2	5.6	5.6	3.0	4.1	4.7	5.9	5.9
자동차	2.9	1.7	(4.2)	3.3	4.8	5.0	4.2	5.1	2.1	3.2	0.9	4.8	5.1
(품질비용 제거 기준)	2.9	1.7	5.8	4.9	4.8	5.0	4.2	5.1	2.8	4.0	4.0	4.8	5.1
금융	5.2	6.3	11.4	9.6	12.4	13.7	12.5	9.4	5.0	5.5	8.1	12.0	11.0
기타	4.5	2.9	4.4	6.0	5.5	5.9	4.6	4.6	1.6	1.4	4.5	5.1	5.2
세전이익	724	596	(362)	1,135	2,046	2,502	1,937	2,101	2,530	4,164	2,093	8,586	9,085
세전이익률 (%)	2.9	2.7	(1.3)	3.9	7.5	8.3	6.7	6.7	2.6	3.9	2.0	7.3	7.4
순이익	553	377	(189)	1,183	1,522	1,983	1,487	1,620	1,645	3,186	1,925	6,611	6,995
순이익률 (%)	2.2	1.7	(0.7)	4.0	5.6	6.5	5.2	5.1	1.7	3.0	1.9	5.6	5.7
지배주주순이익	463	227	(336)	1,070	1,327	1,762	1,306	1,369	1,508	2,980	1,424	5,765	6,401

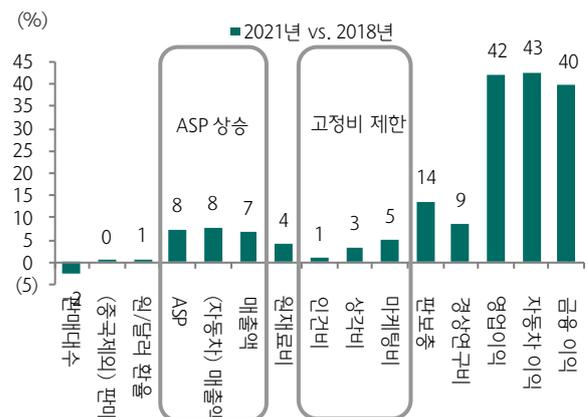
자료: 현대차, 하나금융투자

그림 1. 현대차의 2012년~2018년 연간 이익변수 증가율 비교



자료: 현대차, 하나금융투자

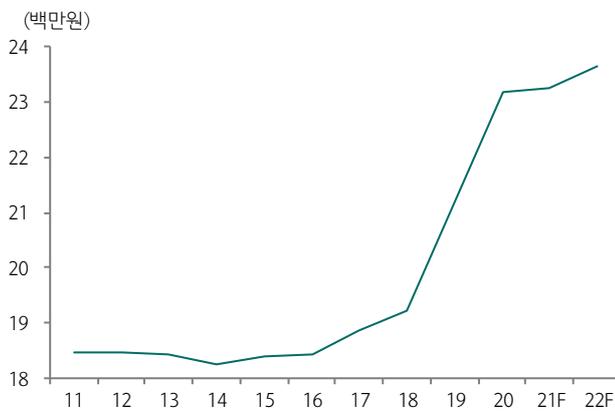
그림 2. 현대차의 2018년~2021년 연간 이익변수 증가율 비교



자료: 현대차, 하나금융투자

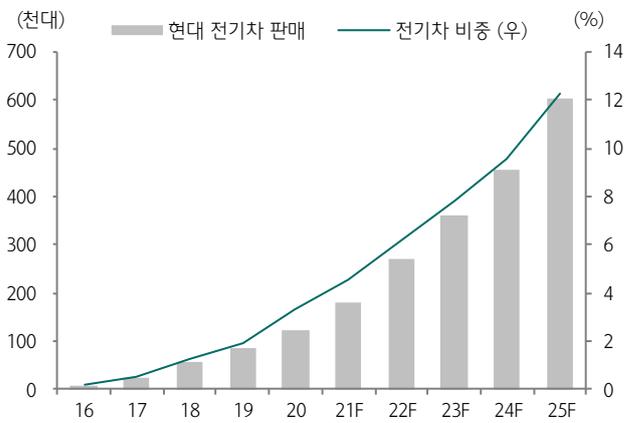
현대차는 2021년 3분기 누적으로 12.2만대의 전기차(BEV+PHEV)를 판매했고, 전체 판매 중 비중은 약 4.2%, 글로벌 전기차 시장 내 점유율은 2.9%를 기록했다. 2021년에는 전기차 전용 모델인 아이오닉5와 제네시스 GV60를 출시하면서 월 9천대 수준까지 출하를 기록 중이기 때문에 2021년 연간으로는 18.1만대, 비중 4.6%, 전기차 시장 점유율 3.0%를 예상한다. 현대차의 전기차 판매는 시장 성장과 더불어 2025년 60.5만대, 비중 12.3%를 기록할 것으로 예상된다. 현대차는 2025년까지 총 60.1조원 중 미래산업 역량확보에 23.5조원을 투자할 계획인데, 이 중 전동화 10.8조원, 자율주행 1.6조원, 모빌리티/플랫폼 1.2조원, 커넥티비티 1.0조원, UAM/로보틱스/AI 등 4.8조원 등이다.

그림 3. 현대차의 글로벌 ASP 추이



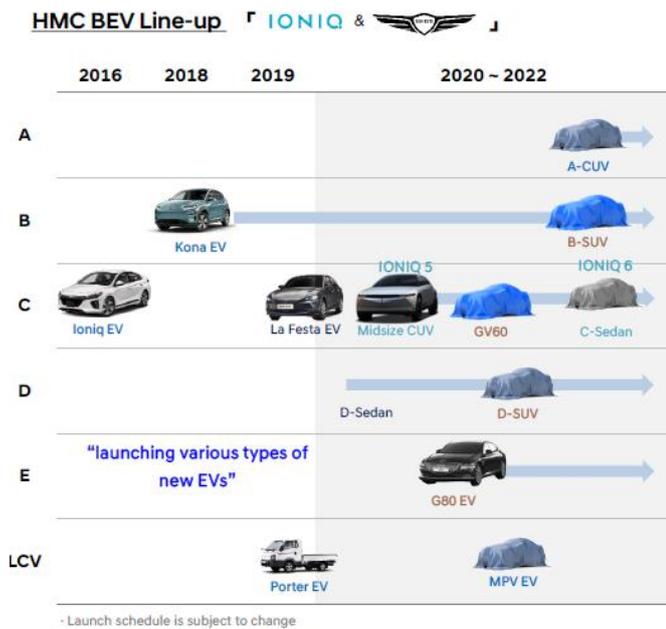
자료: 현대차, 하나금융투자

그림 4. 현대차의 전기차 판매와 비중 추이



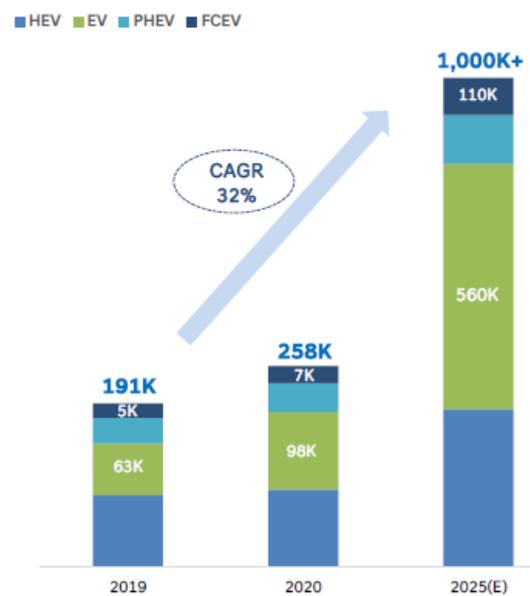
자료: 현대차, 하나금융투자

그림 5. 현대차의 전기차 모델 출시 계획



자료: 현대차, 하나금융투자

그림 6. 현대차의 전기차 판매 목표



자료: 현대차, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	105,746.4	103,997.6	118,090.0	123,279.2	128,826.8
매출원가	88,091.4	85,515.9	96,082.6	100,210.0	104,719.5
매출총이익	17,655.0	18,481.7	22,007.4	23,069.2	24,107.3
판매비	14,049.5	16,087.0	15,078.3	15,786.9	16,418.3
영업이익	3,605.5	2,394.7	6,929.0	7,282.3	7,689.0
금융손익	351.9	(142.1)	46.0	61.4	50.7
중속/관계기업손익	542.8	162.2	1,579.4	1,751.5	1,839.1
기타영업외손익	(336.5)	(321.5)	31.9	(10.3)	(30.3)
세전이익	4,163.8	2,093.3	8,586.3	9,084.9	9,548.4
법인세	978.1	168.7	1,974.9	2,089.5	2,196.1
계속사업이익	3,185.6	1,924.6	6,611.5	6,995.4	7,352.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	3,185.6	1,924.6	6,611.5	6,995.4	7,352.3
비배주주지분 순이익	205.6	500.1	846.8	594.6	624.9
지배주주순이익	2,980.0	1,424.4	5,764.6	6,400.8	6,727.4
NOPAT	3,520.9	395.2	2,895.2	3,063.3	3,219.6
NOPAT	2,758.5	2,201.7	5,335.4	5,607.4	5,920.5
EBITDA	7,437.4	6,580.0	11,384.8	11,975.0	12,580.1
성장성(%)					
매출액증가율	9.23	(1.65)	13.55	4.39	4.50
NOPAT증가율	75.12	(20.18)	142.33	5.10	5.58
EBITDA증가율	20.28	(11.53)	73.02	5.18	5.05
영업이익증가율	48.85	(33.58)	189.35	5.10	5.58
(지배주주)순이익증가율	97.60	(52.20)	304.70	11.04	5.10
EPS증가율	101.07	(52.21)	304.74	11.03	5.10
수익성(%)					
매출총이익률	16.70	17.77	18.64	18.71	18.71
EBITDA이익률	7.03	6.33	9.64	9.71	9.77
영업이익률	3.41	2.30	5.87	5.91	5.97
계속사업이익률	3.01	1.85	5.60	5.67	5.71

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	45,904.7	51,090.3	56,166.7	59,620.0	62,885.5
금융자산	25,424.5	29,978.9	32,431.5	34,861.2	37,032.6
현금성자산	8,682.0	9,862.1	11,319.4	13,382.6	15,162.2
매출채권	3,513.1	3,284.0	3,859.1	4,028.6	4,209.9
재고자산	11,663.8	11,333.7	13,057.0	13,630.7	14,244.1
기타유동자산	5,303.3	6,493.7	6,819.1	7,099.5	7,398.9
비유동자산	86,348.9	88,588.7	90,336.9	91,850.3	93,574.0
투자자산	22,238.1	22,766.3	22,970.4	23,176.5	23,791.3
금융자산	3,862.8	2,841.1	2,845.8	2,850.7	2,855.8
유형자산	32,831.5	34,092.2	35,197.3	36,158.9	36,995.6
무형자산	5,266.5	5,677.6	6,116.7	6,462.4	6,734.5
기타비유동자산	26,012.8	26,052.6	26,052.5	26,052.5	26,052.6
자산총계	194,512.2	209,344.2	219,303.7	227,910.5	236,339.4
유동부채	53,314.1	59,459.5	63,127.7	65,081.8	66,710.9
금융부채	28,491.6	30,126.5	30,570.2	31,021.3	31,479.9
매입채무	7,669.4	8,793.2	9,346.7	9,757.4	10,196.5
기타유동부채	17,153.1	20,539.8	23,210.8	24,303.1	25,034.5
비유동부채	64,832.4	73,543.7	74,269.7	74,972.2	75,465.1
금융부채	53,833.7	62,597.2	62,075.1	62,303.7	62,533.5
기타비유동부채	10,998.7	10,946.5	12,194.6	12,668.5	12,931.6
부채총계	118,146.5	133,003.2	137,397.4	140,054.1	142,176.1
지배주주지분	70,065.8	69,480.7	74,199.1	79,554.6	85,236.7
자본금	1,489.0	1,489.0	1,489.0	1,489.0	1,489.0
자본잉여금	4,197.0	4,190.1	4,190.1	4,190.1	4,190.1
자본조정	(1,516.8)	(1,700.6)	(1,700.6)	(1,700.6)	(1,700.6)
기타포괄이익누계액	(2,353.0)	(3,409.7)	(3,409.7)	(3,409.7)	(3,409.7)
이익잉여금	68,249.6	68,911.8	73,630.3	78,985.8	84,667.8
비지배주주지분	6,300.0	6,860.3	7,707.2	8,301.8	8,926.7
자본총계	76,365.8	76,341.0	81,906.3	87,856.4	94,163.4
순금융부채	56,900.8	62,744.7	60,213.9	58,463.7	56,980.8

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	10,761	5,143	20,816	23,113	24,292
BPS	258,478	257,028	274,067	293,405	313,922
CFPS	66,194	67,643	40,976	43,059	45,291
EBITDAPS	26,856	23,760	41,110	43,241	45,426
SPS	381,840	375,525	426,411	445,149	465,181
DPS	4,000	3,000	4,000	4,000	4,100
주기지표(배)					
PER	11.20	37.33	10.14	9.13	8.69
PBR	0.47	0.75	0.77	0.72	0.67
PCFR	1.82	2.84	5.15	4.90	4.66
EV/EBITDA	12.61	17.67	10.47	9.86	9.32
PSR	0.32	0.51	0.49	0.47	0.45
재무비율(%)					
ROE	4.32	2.04	8.02	8.33	8.16
ROA	1.59	0.71	2.69	2.86	2.90
ROIC	4.34	3.34	7.88	8.08	8.37
부채비율	154.71	174.22	167.75	159.41	150.99
순부채비율	74.51	82.19	73.52	66.54	60.51
이자보상배율(배)	11.37	6.61	18.06	18.92	19.83

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	419.8	(409.8)	11,738.2	10,815.9	10,777.4
당기순이익	3,185.6	1,924.6	6,611.5	6,995.4	7,352.3
조정	1,288	1,466	306	318	336
감가상각비	3,831.9	4,185.4	4,455.8	4,692.7	4,891.2
외환거래손익	(44.8)	136.4	70.0	117.6	197.6
지분법손익	(528.6)	(103.7)	(1,579.4)	(1,751.5)	(1,839.1)
기타	(1,970.5)	(2,752.1)	(2,640.4)	(2,740.8)	(2,913.7)
영업활동 자산부채변동	(15,644.3)	(16,991.8)	2,062.4	643.8	63.3
투자활동 현금흐름	(5,929.2)	(9,337.6)	(8,824.9)	(8,578.8)	(8,804.9)
투자자산감소(증가)	(2,759.1)	(528.3)	1,375.4	1,545.3	1,224.2
자본증가(감소)	(3,500.8)	(4,553.9)	(4,000.0)	(4,000.0)	(4,000.0)
기타	330.7	(4,255.4)	(6,200.3)	(6,124.1)	(6,029.1)
재무활동 현금흐름	4,874.9	11,352.5	(1,124.4)	(365.7)	(356.9)
금융부채증가(감소)	8,660.4	10,403.4	(78.3)	679.6	688.4
자본증가(감소)	(4.2)	(6.9)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2,659.5)	1,746.5	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(1,121.8)	(790.5)	(1,046.1)	(1,045.3)	(1,045.3)
현금의 증감	(431.7)	1,605.1	1,032.3	2,063.3	1,779.5
Unlevered CFO	18,331.6	18,732.9	11,347.8	11,924.7	12,542.8
Free Cash Flow	(3,166.9)	(5,097.6)	7,738.2	6,815.9	6,777.4

2021년 11월 23일

만도 (204320)

전기차쪽으로 좋은 고객이 많다

전방 고객사 회복과 전기차량 공급 추가의 이중주

만도에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 7.3만원을 제시한다. 2021년 완성차 생산에 부정적 영향이 컸던 COVID-19와 차량용 반도체 공급부족이 완화되면서 2022년에는 고객사들의 생산이 증가하여 만도도 동반 실적개선이 가능할 것이다. 또한, 2021년 하반기부터 북미 전기차, 니오, 폭스바겐, 북미 전기트럭 업체 등 전기차 업체 들향 공급이 증가하면서 추가적인 성장도 기대된다. 한편, ADAS/센서 자회사인 HL클레무브의 지분매각 이슈는 잠재적인 부담이 될 것인 바 관련 입장을 주시해야 한다.

2022년 이슈 (1) 전기차 모델로의 공급 확대

만도는 기존 전통적인 완성차 이외 북미 전기차 업체와 중국 니오 등 전기차 전문 업체들의 공급이 늘어나고 있다. 특히, 미국/중국에서 고성장 중인 북미 전기차 업체로의 공급은 2022년 1분기부터 독일 공장까지 추가되면서 관련 매출액이 2021년 5,700억원에서 2022년/2023년 각각 10% 초반 늘어난 6,400억원/7,100억원으로 예상된다. 최근 첫 모델을 출시한 북미 전기 픽업트럭 업체로의 공급도 시작되어 연간 200억원 매출이 기대되고, 중국 니오로의 공급도 2022년 모델이 추가되면서 연간 300억원에서 400억원으로 늘어날 것이다. 2022년 2분기부터는 폭스바겐의 전기차 플랫폼으로 서스펜션 공급이 시작되는데, 10년간 1.4조원 규모라는 점에서 2022년 400억원으로 시작해서 연간 1천억원 중반까지 매출액이 증가할 전망이다. 관련 매출액들로만으로도 연결 매출액에 2~4% 추가 되는 효과가 있다.

2022년 이슈 (2) 자회사 HL클레무브의 지분희석 가능성

만도는 9월 1일부로 기존 ADAS 사업부를 만도모빌리티솔루션즈(MMS)로 분할 설립했는데, 10월 6일 손자회사 만도헬라가 HL클레무브로 사명을 변경하고, 12월 1일부로 MMS와 HL클레무브를 합병할 예정이다. 합병 회사의 지분은 만도가 100%를 보유하고 있는데, 향후 투자자금 확보를 위해 지분의 일부를 제 3자에게 매각하거나 혹은 주식시장 상장을 고려 중이라고 밝혔다. 미래 성장을 위해 투자가 필수적이기는 하지만, 투자자금 확보 후 실제 성장으로 이어지기까지 시일이 필요하다는 점에서 단기적으로 지분희석 부담은 피할 수 없을 것이다. 만도는 12월 중 HL클레무브의 비전과 전략을 발표할 예정인 바, 관련 발표 및 향후 입장을 주시해야 한다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 73,000원 | CP(11월22일): 63,300원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,013.25
52주 최고/최저(원)	80,000/44,200
시가총액(십억원)	2,972.4
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	46,957.1
60일 평균 거래량(천주)	375.5
60일 평균 거래대금(십억원)	23.0
21년 배당금(예상,원)	500
21년 배당수익률(예상,%)	0.80
외국인지분율(%)	22.20
주요주주 지분율(%)	
안라홀딩스 외 4인	30.26
국민연금공단	10.94
주가상승률	1M 6M 12M
절대	1.0 1.8 43.2
상대	0.7 6.6 21.4

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	6,104.6	6,717.5
영업이익(십억원)	288.2	362.6
순이익(십억원)	220.2	257.1
EPS(원)	4,440	5,231
BPS(원)	38,591	43,275

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	5,981.9	5,563.5	6,133.4	6,558.2	6,886.1
영업이익	십억원	218.6	88.7	289.6	351.9	388.4
세전이익	십억원	176.5	5.2	268.3	308.1	345.3
순이익	십억원	110.5	5.8	195.7	218.9	245.3
EPS	원	2,354	123	4,167	4,662	5,225
증감율	%	4.62	(94.77)	3,287.80	11.88	12.08
PER	배	14.95	478.05	14.97	13.38	11.94
PBR	배	1.09	1.68	1.59	1.44	1.30
EV/EBITDA	배	5.92	10.03	6.66	5.75	5.15
ROE	%	7.55	0.37	11.28	11.34	11.48
BPS	원	32,304	34,983	39,150	43,313	47,939
DPS	원	550	0	500	600	600



Analyst 송선재
02-3771-7512
sunjae.song@hanafn.com

RA 안영준
02-3771-8144
yj.ahn@hanafn.com

2021년 완성차 생산에 부정적 영향이 컸던 COVID-19와 차량용 반도체 공급부족이 완화되면서 2022년에는 고객사들의 생산이 증가하여 만도의 실적도 동반 개선될 것이다. 또한, 2021년 하반기부터 북미 전기차, 니오, 폭스바겐, 북미 전기트럭 업체 등 전기차 업체들향 공급이 증가하면서 추가적인 성장도 기대된다. 이러한 요인들이 어우러져 만도의 2022년 매출액/영업이익은 각각 7%/22% 증가한 6.6조원/3,520억원, 영업이익률은 0.7%p 상승한 5.4%로 예상된다.

표 1. 만도의 분기실적 추이

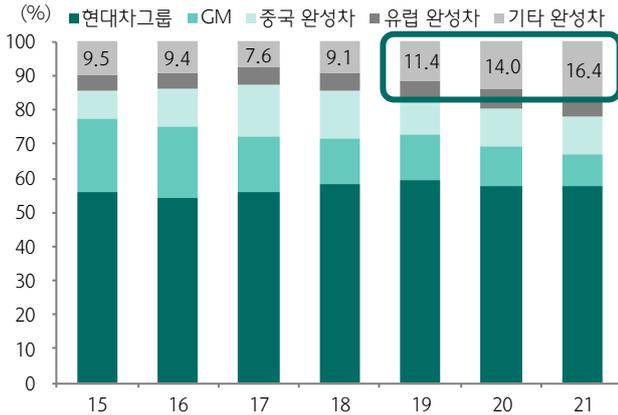
(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	1,310	1,013	1,501	1,739	1,501	1,488	1,436	1,708	5,665	5,982	5,564	6,133	6,558
YoY	-7	-31	2	6	15	47	-4	-2	0	6	-7	10	7
한국	626	522	677	770	651	681	590	731	2,612	2,760	2,595	2,653	2,760
중국	174	293	323	447	324	350	357	469	1,450	1,267	1,236	1,500	1,619
미국	243	105	304	190	231	255	277	186	736	888	842	950	1,001
기타	268	93	198	332	295	202	212	322	867	1,066	890	1,030	1,179
영업이익	19	-76	66	80	72	77	53	88	197	219	89	290	352
YoY	-42	적전	-7	25	288	흑전	-19	9	136	11	-59	226	22
영업이익률 (%)	1.4	-7.5	4.4	4.6	4.8	5.2	3.7	5.1	3.5	3.7	1.6	4.7	5.4
세전이익	14	-109	52	49	68	102	32	66	141	176	5	268	308
세전이익률 (%)	1.1	-10.8	3.5	2.8	4.5	6.9	2.2	3.9	2.5	3.0	0.1	4.4	4.7
순이익	10	-112	39	77	52	80	26	51	113	118	14	209	234
순이익률 (%)	0.7	-11.0	2.6	4.4	3.5	5.4	1.8	3.0	2.0	2.0	0.2	3.4	3.6
지배주주순이익	8	-112	37	73	49	78	23	46	106	111	6	196	219

자료: 만도, 하나금융투자

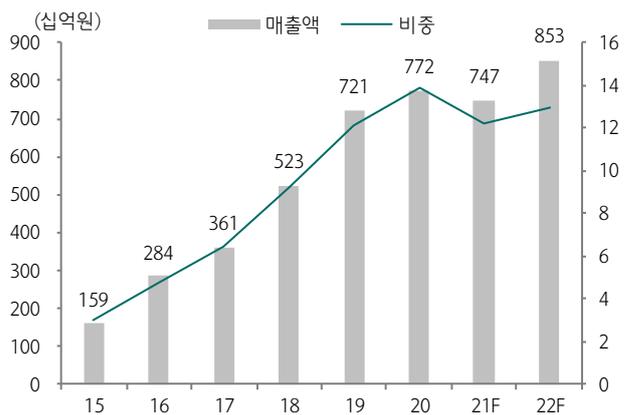
만도는 전기차 모델로의 공급이 크게 늘어나고 있다. 북미 전기차 업체로의 매출이 미국/중국에서 크게 증가한 가운데, 2022년에는 독일에서 추가 공급이 시작된다. 북미 전기 픽업트럭 업체로의 공급도 2021년 하반기 시작되었다. 중국 니오로의 추가 공급이 2022년 시작되고, 폭스바겐의 전기차 플랫폼으로의 서스펜션 공급도 2022년 2분기부터 시작된다. 4개사에 대한 공급 증가만으로도 연결 매출액이 2~4% 증가할 것이다.

그림 1. 만도의 고객별 매출 비중



자료: 만도, 하나금융투자

그림 2. 만도의 ADAS 매출액 추이



자료: 만도, 하나금융투자

그림 3. HL클레무브 합병 관련 일정

Recent Progress

- ✓ **September 1**
Date of ADAS split-off into Mando Mobility Solutions (MMS)
- ✓ **October 6**
Special resolution to change the company name of Mando Hella Electronics (MHE) to **HL Klemove Corp.** approved at MHE shareholders' meeting
Plan to **merge MMS into HL Klemove** approved at the BoD meetings of MMS and HL Klemove

Next Steps

- ✓ **December 1**
Effective date of merger between MMS and HL Klemove
→ The merged company will operate under the name of HL Klemove and will remain a wholly owned subsidiary of Mando
- ✓ **December (TBD)**
Investor Day to share Mando's vision and strategic overview of HL Klemove, including product and innovation roadmaps, and long-term planning framework

자료: 만도, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	5,981.9	5,563.5	6,133.4	6,558.2	6,886.1
매출원가	5,147.8	4,893.8	5,208.2	5,554.8	5,826.7
매출총이익	834.1	669.7	925.2	1,003.4	1,059.4
판매비	615.6	581.0	635.6	651.5	671.0
영업이익	218.6	88.7	289.6	351.9	388.4
금융손익	(26.0)	(49.9)	(40.5)	(35.9)	(31.9)
중속/관계기업손익	(6.5)	3.3	3.5	4.0	4.5
기타영업외손익	(9.6)	(37.0)	15.7	(11.9)	(15.7)
세전이익	176.5	5.2	268.3	308.1	345.3
법인세	58.2	(8.7)	59.0	73.9	82.9
계속사업이익	118.2	13.9	209.3	234.1	262.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	118.2	13.9	209.3	234.1	262.4
비배주주지분 순이익	7.7	8.1	13.6	15.2	17.1
지배주주순이익	110.5	5.8	195.7	218.9	245.3
지배주주지분포괄이익	127.6	158.2	201.9	225.9	253.2
NOPAT	146.4	236.6	225.9	267.4	295.2
EBITDA	519.2	394.5	595.7	658.2	694.7
성장성(%)					
매출액증가율	5.60	(6.99)	10.24	6.93	5.00
NOPAT증가율	(7.11)	61.61	(4.52)	18.37	10.40
EBITDA증가율	10.68	(24.02)	51.00	10.49	5.55
영업이익증가율	10.74	(59.42)	226.49	21.51	10.37
(지배주주)순이익증가율	4.54	(94.75)	3,274.14	11.85	12.06
EPS증가율	4.62	(94.77)	3,287.80	11.88	12.08
수익성(%)					
매출총이익률	13.94	12.04	15.08	15.30	15.38
EBITDA이익률	8.68	7.09	9.71	10.04	10.09
영업이익률	3.65	1.59	4.72	5.37	5.64
계속사업이익률	1.98	0.25	3.41	3.57	3.81

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	2,109.8	2,407.0	2,671.1	2,845.4	3,051.4
금융자산	252.0	588.6	672.1	726.2	840.4
현금성자산	205.3	561.4	644.2	696.9	809.7
매출채권	1,345.4	1,334.0	1,476.9	1,579.2	1,658.1
재고자산	336.8	322.6	363.5	388.6	408.1
기타유동자산	175.6	161.8	158.6	151.4	144.8
비유동자산	2,485.8	2,531.3	2,482.7	2,481.0	2,479.9
투자자산	142.6	157.9	110.4	110.0	110.2
금융자산	98.0	109.6	110.4	110.0	110.2
유형자산	1,946.6	2,039.4	2,036.3	2,033.7	2,031.5
무형자산	171.3	125.2	127.2	128.5	129.5
기타비유동자산	225.3	208.8	208.8	208.8	208.7
자산총계	4,595.6	4,938.3	5,153.7	5,326.4	5,531.3
유동부채	1,756.8	2,031.6	2,095.2	2,185.4	2,252.9
금융부채	445.8	618.7	599.0	589.2	579.4
매입채무	995.1	1,098.8	1,154.2	1,234.2	1,295.9
기타유동부채	315.9	314.1	342.0	362.0	377.6
비유동부채	1,253.2	1,197.2	1,147.2	1,026.6	937.3
금융부채	1,152.6	1,092.2	1,032.2	905.0	809.6
기타비유동부채	100.6	105.0	115.0	121.6	127.7
부채총계	3,010.0	3,228.8	3,242.5	3,212.0	3,190.2
지배주주지분	1,511.7	1,637.5	1,833.2	2,028.6	2,245.8
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	601.8	601.8	601.8	601.8	601.8
자본조정	199.3	199.4	199.4	199.4	199.4
기타포괄이익누계액	(91.0)	67.1	67.1	67.1	67.1
이익잉여금	754.5	722.3	917.9	1,113.4	1,330.6
비지배주주지분	73.9	72.1	78.1	85.8	95.3
자본총계	1,585.6	1,709.6	1,911.3	2,114.4	2,341.1
순금융부채	1,346.4	1,122.4	959.0	768.1	548.7

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	2,354	123	4,167	4,662	5,225
BPS	32,304	34,983	39,150	43,313	47,939
CFPS	10,729	9,710	12,928	13,935	14,699
EBITDAPS	11,056	8,401	12,686	14,016	14,793
SPS	127,390	118,481	130,617	139,664	146,647
DPS	550	0	500	600	600
주기지표(배)					
PER	14.95	478.05	14.97	13.38	11.94
PBR	1.09	1.68	1.59	1.44	1.30
PCFR	3.28	6.06	4.83	4.48	4.25
EV/EBITDA	5.92	10.03	6.66	5.75	5.15
PSR	0.28	0.50	0.48	0.45	0.43
재무비율(%)					
ROE	7.55	0.37	11.28	11.34	11.48
ROA	2.45	0.12	3.88	4.18	4.52
ROIC	6.06	9.69	9.24	10.92	12.07
부채비율	189.83	188.86	169.65	151.91	136.27
순부채비율	84.91	65.65	50.18	36.33	23.44
이자보상배율(배)	4.51	1.97	6.38	8.28	9.91

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	272.5	430.0	508.7	552.6	584.0
당기순이익	118.2	13.9	209.3	234.1	262.4
조정	39	36	30	31	31
감가상각비	300.6	305.8	306.1	306.3	306.3
외환거래손익	7.4	13.1	9.5	3.7	6.4
지분법손익	6.5	(3.3)	0.0	0.0	0.0
기타	(275.5)	(279.6)	(285.6)	(279.0)	(281.7)
영업활동 자산부채변동	(236.2)	52.4	0.5	8.5	8.9
투자활동 현금흐름	(300.1)	(144.4)	(258.7)	(317.2)	(320.6)
투자자산감소(증가)	(25.6)	(8.5)	56.6	(7.2)	(7.8)
자본증가(감소)	(214.1)	(156.5)	(250.0)	(250.0)	(250.0)
기타	(60.4)	20.6	(65.3)	(60.0)	(62.8)
재무활동 현금흐름	114.7	71.4	(79.8)	(160.4)	(133.3)
금융부채증가(감소)	213.0	112.5	(79.8)	(136.9)	(105.1)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(64.3)	(15.3)	0.0	0.0	(0.1)
배당지급	(34.0)	(25.8)	0.0	(23.5)	(28.1)
현금의 증감	87.7	357.0	81.9	52.7	112.8
Unlevered CFO	503.8	455.9	607.1	654.3	690.2
Free Cash Flow	50.6	252.4	258.7	302.6	334.0

2021년 11월 23일

현대글로벌비스 (012330)

현재도 잘하고, 미래도 잘 대비하고 있다

주력 사업들이 고르게 성장. 미래에 대한 준비도 착실

현대글로벌비스에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 25,000원을 제시한다. 주 고객사들의 생산/물동량 증가 및 비계열 물량의 꾸준한 증가에 힘입어 물류/CKD/PCTC 부문의 고른 성장이 기대된다. 또한, 중장기로 수소 유통/물류/인프라구축 및 배터리 회수/재활용 등 친환경 사업으로의 확장을 준비하고 있어 관련 기대감도 점차적으로 현실화될 것이다. 현재 주가를 기준으로 P/E 7배 초반의 저평가 상태이고, 본업의 성장만으로도 충분히 매력적인 상태라는 판단이다.

2022년 이슈 (1) 기존 사업의 회복 및 추가 성장

2021년 급격하게 강세를 보였던 해운 시황이 반전하여 약화될 것으로 보이지만, 단기 시황에 연동되었던 벌크선/비철트레이딩 등 관련 분야가 15% 비중의 비주력 사업이라는 점에서 제한적인 영향일 것이다. 또한, 2021년 부정적인 영향이 있었던 고객사의 생산차질 여파가 완화됨에 따라 주력 사업들은 회복되는 것이 부정적 영향을 상쇄하고 남을 것이다. 주 고객사들인 기아의 인도 공장 증산과 현대차의 인도네시아 공장의 가동 시작에 따라 물류/CKD/PCTC 부문에서 추가적인 실적 성장도 예상된다. 그룹사 이외 비계열 물량도 꾸준히 증가하고 있다. 단기 Spot 시황의 약화에만 매몰되어 주력 사업들이 고르게 성장하고 있다는 사실을 망각하지 말아야 한다.

2022년 이슈 (2) 배터리 및 수소경제 사업화 준비

현대글로벌비스는 배터리 및 수소경제 관련 다양한 사업을 준비 중이다. 배터리 관련해서는 전기차용 배터리 리스와 V2G(전기차-전력망 연결)에 대한 실증사업을 진행 중이고, 배터리 회수 및 재활용 사업도 준비하고 있다. 수소경제와 관련해서는 수소 유통 전문 기업을 목표로 유통/물류(충전소 대상 수소차용 수소 유통 및 운송), 수소연료전지발전(연료전지 발전, AMP 개발 및 수소공급, 경쟁비), 해외 수소 도입(해외 암모니아 구매/해상운송 및 수입 터미널 운영), 각종 인프라 구축(수소 출하센터 및 수소/EV 복합 충전소 운영, 수소 장비 공급) 등의 사업을 계획하고 있다. 이러한 사업들이 시작된 후 의미있는 수준까지 도달하려면 시일이 소요되겠지만, 그룹 내 자원이 풍부하다는 점에서 사업화 가시성 및 성공 가능성은 높은 편이다. 사업화 속도에 맞춰 주가도 점진적으로 이를 반영해나갈 것으로 전망한다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 250,000원 | CP(11월22일): 163,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,013.25
52주 최고/최저(원)	227,500/153,500
시가총액(십억원)	6,112.5
시가총액비중(%)	0.27
발행주식수(천주)	37,500.0
60일 평균 거래량(천주)	113.5
60일 평균 거래대금(십억원)	19.7
21년 배당금(예상, 원)	3,700
21년 배당수익률(예상, %)	2.16
외국인지분율(%)	33.28
주요주주 지분율(%)	
정의선 외 4인	39.34
Den Norske Amerikaljinje AS	11.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(5.5) (12.8) (12.8)
상대	(5.7) (8.7) (26.1)

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	21,352.6	22,050.3
영업이익(십억원)	1,092.1	1,120.8
순이익(십억원)	757.3	823.4
EPS(원)	20,196	21,959
BPS(원)	153,004	171,211

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	18,270.1	16,519.9	21,698.5	23,059.8	23,982.2
영업이익	십억원	876.5	662.2	1,135.6	1,168.5	1,241.4
세전이익	십억원	727.3	766.5	1,052.6	1,171.7	1,240.6
순이익	십억원	502.3	606.2	789.5	878.8	930.6
EPS	원	13,395	16,165	21,054	23,436	24,815
증감율	%	14.85	20.68	30.24	11.31	5.88
PER	배	10.68	11.38	8.05	7.23	6.83
PBR	배	1.15	1.36	1.11	0.98	0.88
EV/EBITDA	배	5.44	7.43	4.62	4.16	3.55
ROE	%	11.25	12.45	14.64	14.42	13.58
BPS	원	124,541	135,079	152,632	172,368	193,183
DPS	원	3,500	3,500	3,700	4,000	4,000



Analyst 송선재
02-3771-7512
sunjae.song@hanafn.com

RA 안영준
02-3771-8144
yj.ahn@hanafn.com

완성차 생산/운송에 부정적 영향이 컸던 COVID-19와 차량용 반도체 공급부족이 완화되면서 2022년에는 고객사들의 생산이 증가하고 현대글로벌비스의 실적도 동반 개선될 것이다. 단기 Spot 시황에 연동되는 벌크선/비철트레이딩 부문이 약세로 전환될 것이지만, 2021년 부정적인 영향이 있었던 고객사의 생산차질 여파가 완화됨에 따른 수혜가 부정적 영향을 충분히 상쇄할 것이다. 또한, 기아의 인도 공장 증산과 현대차의 인도네시아 공장의 가동 시작에 힘입어 물류/CKD/PCTC 부문에서 추가적인 실적 성장이 있을 것이고, 그룹사 이외 비계열 물량도 꾸준히 증가하고 있다. 이러한 요인들이 어우러져 현대글로벌비스의 2022년 매출액/영업이익은 각각 6%/3% 증가한 23.0조원/1.2조원, 영업이익률은 5.1%로 예상한다.

표 1. 현대글로벌비스의 실적 추이

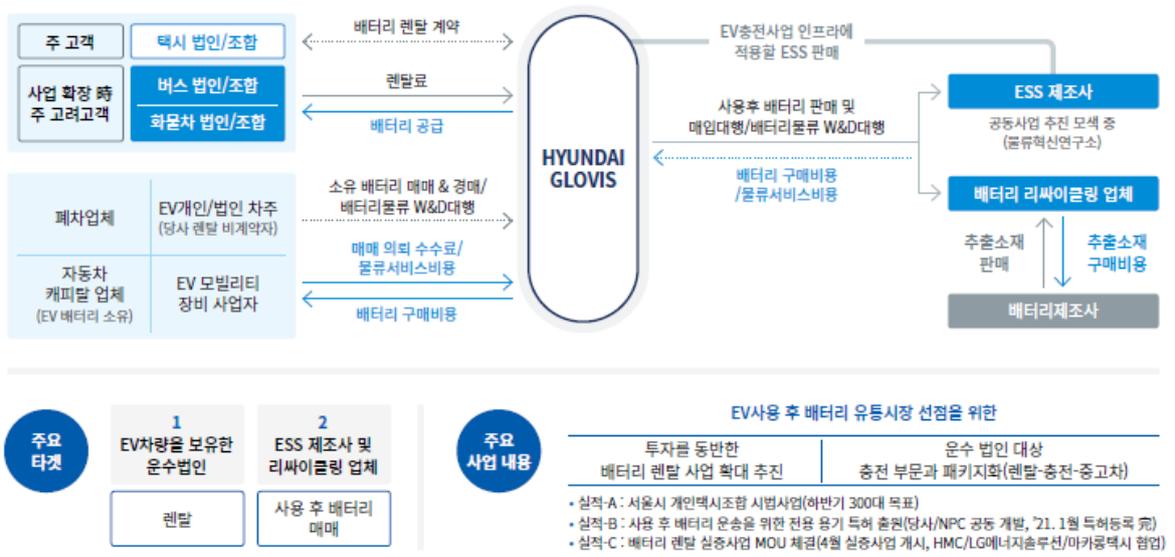
(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	4,703	3,270	3,668	4,879	5,065	5,467	5,404	5,763	16,866	18,270	16,520	21,698	23,060
물류	1,400	1,115	1,448	1,639	1,645	1,814	1,752	1,860	5,397	5,864	5,601	7,072	7,534
국내물류	354	360	370	402	402	429	381	438	1,355	1,466	1,486	1,651	1,733
해외물류	1,047	754	1,078	1,237	1,243	1,385	1,371	1,422	4,042	4,398	4,116	5,421	5,800
해운	712	527	550	626	635	763	912	918	2,900	3,220	2,415	3,227	3,406
PCTC	507	351	381	466	476	546	616	646	1,528	2,051	1,705	2,283	2,443
Bulk	205	176	168	160	159	217	297	272	1,372	1,169	710	944	963
유통	2,591	1,628	1,671	2,615	2,785	2,891	2,740	2,985	8,569	9,187	8,504	11,399	12,120
CKD	2,023	1,189	1,181	2,122	2,297	2,304	2,128	2,386	6,178	6,846	6,515	9,115	9,753
중고차	119	118	127	139	167	181	178	173	440	504	503	700	735
기타유통	448	321	363	354	320	406	433	425	1,951	1,837	1,486	1,584	1,635
매출원가	4,370	3,032	3,379	4,448	4,778	5,098	4,995	5,329	15,715	16,904	15,229	20,201	21,512
매출원가율	92.9	92.7	92.1	91.2	94.3	93.3	92.4	92.5	93.2	92.5	92.2	93.1	93.3
매출총이익	333	238	289	431	286	369	409	433	1,151	1,366	1,290	1,497	1,548
판매비	138	107	128	255	77	92	94	99	441	490	628	362	380
판매비율	2.9	3.3	3.5	5.2	1.5	1.7	1.7	1.7	2.6	2.7	3.8	1.7	1.6
영업이익	195	131	161	175	209	277	315	334	710	877	662	1,136	1,168
물류	63	52	72	88	86	141	138	149	283	327	274	515	712
해운	28	15	28	23	19	36	66	66	77	156	93	187	246
유통	105	64	62	65	104	99	111	119	350	393	295	434	679
영업이익률	4.1	4.0	4.4	3.6	4.1	5.1	5.8	5.8	4.2	4.8	4.0	5.2	5.1
물류	4.5	4.6	5.0	5.4	5.2	7.8	7.9	8.0	5.2	5.6	4.9	7.3	9.4
해운	3.9	2.9	5.1	3.6	3.0	4.7	7.2	7.2	2.7	4.8	3.9	5.8	7.2
유통	4.0	3.9	3.7	2.5	3.7	3.4	4.0	4.0	4.1	4.3	3.5	3.8	5.6
금융손익	-13	-15	-12	-11	-7	-11	-11	-12	-54	-66	-51	-40	-34
기타영업손익	24	18	29	55	-48	-4	-53	29	-70	-125	125	-76	3
관계기업등 투자이익	16	6	8	-1	14	8	5	6	40	42	30	33	34
법인세차감전순이익	222	140	186	218	168	270	256	358	626	727	767	1,053	1,172
순이익	160	115	162	168	130	214	183	262	437	502	606	790	879

자료: 현대글로벌비스, 하나금융투자

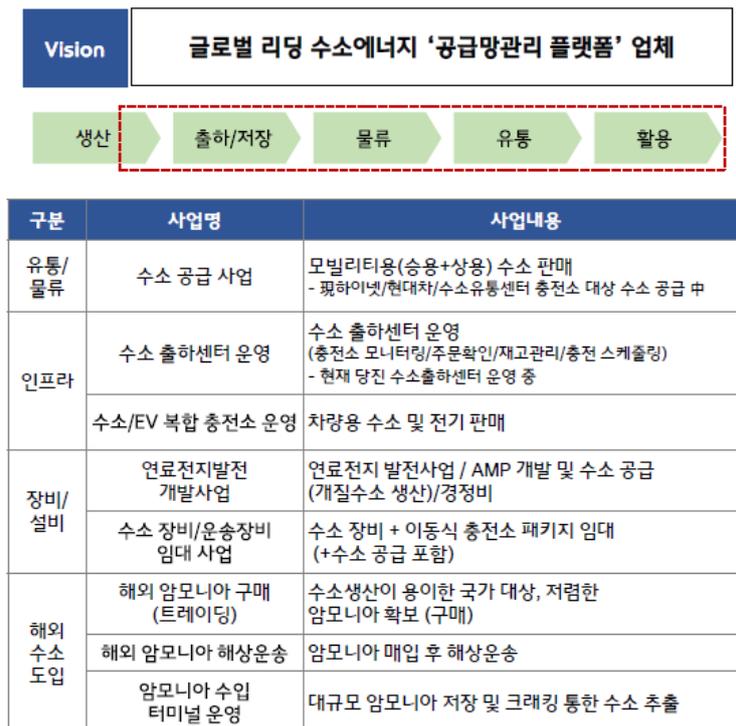
현대글로벌비스는 배터리 및 수소경제 관련 다양한 사업을 준비 중이다. 배터리 솔루션 사업으로는 배터리 리스/렌탈과 V2G, 그리고 배터리 회수와 재활용 사업을 준비하고 있다. 수소 에너지 사업으로는 수소 유통과 운송, 연료전지 발전, 수소 출하센터 및 충전소와 같은 인프라 구축 등을 포함한다. 의미있는 비중까지 도달하려면 시일이 소요되겠지만, 미래 사업에 대한 준비차원에서 점진적으로 주가에 반영될 것이다.

그림 2. 현대글로벌비스의 배터리 솔루션 사업의 내용



자료: 현대글로벌비스, 하나금융투자

그림 3. 현대글로벌비스의 수소 에너지 사업의 비전과 사업내용



자료: 현대글로벌비스, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	18,270.1	16,519.9	21,698.5	23,059.8	23,982.2
매출원가	16,903.6	15,229.4	20,201.3	21,511.6	22,349.7
매출총이익	1,366.5	1,290.5	1,497.2	1,548.2	1,632.5
판매비	489.9	628.3	361.7	379.7	391.1
영업이익	876.5	662.2	1,135.6	1,168.5	1,241.4
금융손익	(66.3)	(50.6)	(39.5)	(34.1)	(24.3)
중속/관계기업손익	41.7	29.6	33.0	34.3	35.7
기타영업외손익	(124.7)	125.4	(76.4)	3.0	(12.2)
세전이익	727.3	766.5	1,052.6	1,171.7	1,240.6
법인세	225.0	160.4	263.1	292.9	310.2
계속사업이익	502.3	606.1	789.4	878.8	930.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	502.3	606.1	789.4	878.8	930.5
비배주주지분 순이익	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
지배주주순이익	502.3	606.2	789.5	878.8	930.6
NOPAT	533.9	526.4	789.6	878.9	930.6
NOPAT	605.4	523.6	851.7	876.4	931.0
EBITDA	1,207.7	1,034.1	1,525.8	1,565.9	1,635.8
성장성(%)					
매출액증가율	8.33	(9.58)	31.35	6.27	4.00
NOPAT증가율	22.08	(13.51)	62.66	2.90	6.23
EBITDA증가율	35.41	(14.37)	47.55	2.63	4.46
영업이익증가율	23.43	(24.45)	71.49	2.90	6.24
(지배주주)순이익증가율	14.84	20.68	30.24	11.31	5.89
EPS증가율	14.85	20.68	30.24	11.31	5.88
수익성(%)					
매출총이익률	7.48	7.81	6.90	6.71	6.81
EBITDA이익률	6.61	6.26	7.03	6.79	6.82
영업이익률	4.80	4.01	5.23	5.07	5.18
계속사업이익률	2.75	3.67	3.64	3.81	3.88

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	5,054.3	5,950.1	7,214.8	8,052.3	8,953.2
금융자산	1,558.3	2,344.4	2,550.8	3,095.8	3,798.4
현금성자산	689.8	1,401.1	1,311.8	1,779.1	2,429.0
매출채권	2,069.8	2,165.2	2,781.3	2,955.8	3,074.0
재고자산	1,033.1	1,115.3	1,411.0	1,499.5	1,559.5
기타유동자산	393.1	325.2	471.7	501.2	521.3
비유동자산	5,075.4	4,948.6	5,184.0	5,312.5	5,344.2
투자자산	747.4	736.9	747.1	757.5	768.1
금융자산	251.5	228.6	228.7	228.7	228.8
유형자산	3,824.9	3,747.1	3,971.6	4,089.0	4,109.5
무형자산	114.4	103.5	104.2	104.9	105.4
기타비유동자산	388.7	361.1	361.1	361.1	361.2
자산총계	10,129.7	10,898.7	12,398.8	13,364.9	14,297.4
유동부채	3,413.5	3,547.7	4,158.1	4,327.7	4,441.4
금융부채	1,379.4	1,491.6	1,530.7	1,537.4	1,540.6
매입채무	1,347.8	1,535.3	1,893.4	2,012.2	2,092.7
기타유동부채	686.3	520.8	734.0	778.1	808.1
비유동부채	2,046.0	2,284.6	2,516.1	2,572.6	2,611.0
금융부채	1,388.9	1,633.7	1,635.3	1,636.5	1,637.5
기타비유동부채	657.1	650.9	880.8	936.1	973.5
부채총계	5,459.5	5,832.3	6,674.2	6,900.3	7,052.4
지배주주지분	4,670.3	5,065.5	5,723.8	6,463.8	7,244.3
자본금	18.8	18.8	18.8	18.8	18.8
자본잉여금	153.6	153.6	153.6	153.6	153.6
자본조정	(0.9)	(0.9)	(0.9)	(0.9)	(0.9)
기타포괄이익누계액	6.3	(72.8)	(72.8)	(72.8)	(72.8)
이익잉여금	4,492.5	4,966.8	5,625.1	6,365.2	7,145.7
비배주주지분	(0.0)	0.9	0.8	0.8	0.7
자본총계	4,670.3	5,066.4	5,724.6	6,464.6	7,245.0
순금융부채	1,210.0	780.9	615.2	78.1	(620.2)

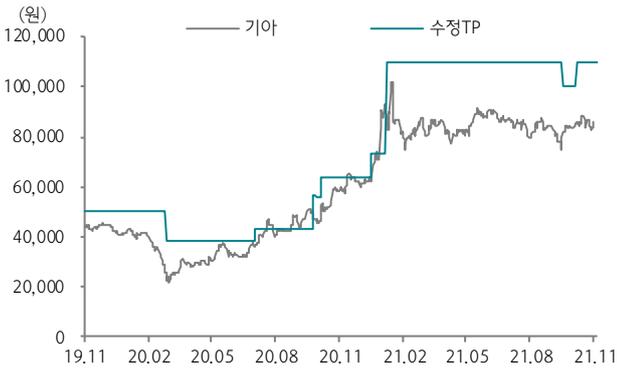
투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	13,395	16,165	21,054	23,436	24,815
BPS	124,541	135,079	152,632	172,368	193,183
CFPS	31,753	30,043	41,231	42,717	45,043
EBITDAPS	32,207	27,577	40,689	41,757	43,622
SPS	487,201	440,530	578,626	614,929	639,526
DPS	3,500	3,500	3,700	4,000	4,000
주기지표(배)					
PER	10.68	11.38	8.05	7.23	6.83
PBR	1.15	1.36	1.11	0.98	0.88
PCFR	4.50	6.12	4.11	3.97	3.76
EV/EBITDA	5.44	7.43	4.62	4.16	3.55
PSR	0.29	0.42	0.29	0.28	0.27
재무비율(%)					
ROE	11.25	12.45	14.64	14.42	13.58
ROA	5.34	5.77	6.78	6.82	6.73
ROIC	12.60	10.05	15.66	15.19	15.77
부채비율	116.90	115.12	116.59	106.74	97.34
순부채비율	25.91	15.41	10.75	1.21	(8.56)
이자보상배율(배)	8.47	7.81	13.88	14.18	15.03

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	741.0	976.9	1,260.8	1,272.6	1,358.4
당기순이익	502.3	606.1	789.4	878.8	930.5
조정	46	28	47	41	44
감가상각비	331.2	372.0	390.3	397.4	394.4
외환거래손익	37.7	(64.3)	115.0	51.4	83.2
지분법손익	(42.0)	(29.6)	(33.0)	(34.3)	(35.7)
기타	(280.9)	(250.1)	(425.3)	(373.5)	(397.9)
영업활동 자산부채변동	(218.1)	88.0	0.9	(18.7)	(12.7)
투자활동 현금흐름	(342.6)	(198.4)	(1,003.4)	(620.7)	(526.3)
투자자산감소(증가)	(5.8)	40.1	22.8	23.9	25.0
자본증가(감소)	(182.3)	(112.7)	(600.0)	(500.0)	(400.0)
기타	(154.5)	(125.8)	(426.2)	(144.6)	(151.3)
재무활동 현금흐름	(364.1)	(31.5)	(90.5)	(130.8)	(145.7)
금융부채증가(감소)	914.9	356.9	40.7	7.9	4.3
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,155.2)	(257.1)	0.1	0.1	0.0
배당지급	(123.8)	(131.3)	(131.3)	(138.8)	(150.0)
현금의 증감	48.4	747.0	(124.9)	467.2	650.0
Unlevered CFO	1,190.7	1,126.6	1,546.2	1,601.9	1,689.1
Free Cash Flow	544.3	853.5	660.8	772.6	958.4

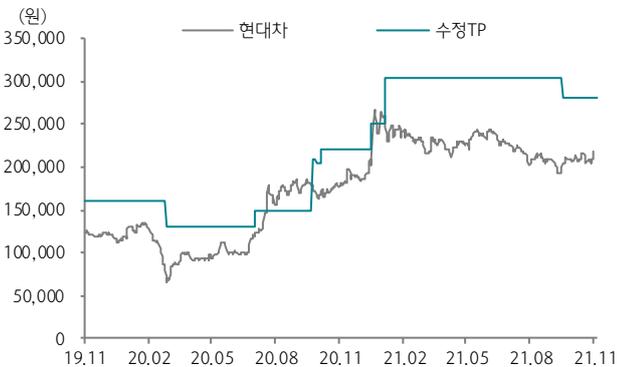
투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

기아



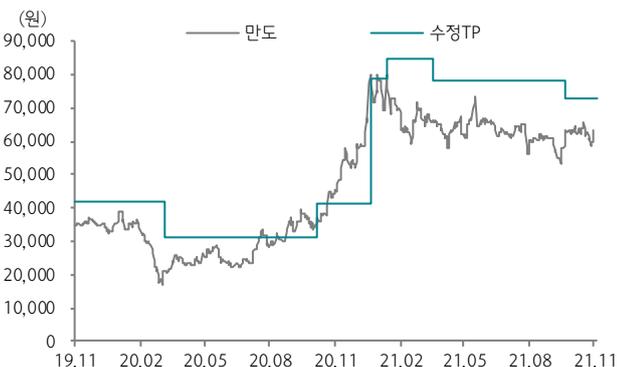
날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.10.28	BUY	110,000		
21.10.8	BUY	100,000	-16.03%	-15.00%
21.1.28	BUY	110,000	-23.04%	-7.73%
21.1.7	BUY	73,000	9.60%	27.81%
20.10.27	BUY	64,000	-7.30%	2.19%
20.10.19	BUY	56,000	-17.25%	-14.38%
20.10.15	BUY	57,000	-17.28%	-17.28%
20.7.24	BUY	43,000	2.60%	18.37%
20.3.18	BUY	38,000	-18.24%	0.00%
19.10.8	BUY	50,000	-17.84%	-9.50%

현대차



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.10.8	BUY	280,000		
21.1.26	BUY	305,000	-25.79%	-18.20%
21.1.7	BUY	250,000	2.23%	7.00%
20.10.26	BUY	220,000	-16.66%	-4.77%
20.10.19	BUY	205,000	-19.21%	-18.29%
20.10.14	BUY	210,000	-17.14%	-16.19%
20.7.24	BUY	150,000	10.24%	24.67%
20.3.18	BUY	130,000	-25.09%	-4.23%
19.4.25	BUY	160,000	-20.74%	-10.31%

만도



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.10.13	BUY	73,000		
21.5.3	BUY	78,000	-19.43%	-5.90%
21.4.9	Neutral	78,000	-19.07%	-15.13%
21.2.4	Neutral	85,000	-21.50%	-13.53%
21.1.12	Neutral	79,000	-5.15%	1.27%
20.10.29	BUY	41,000	24.70%	94.63%
20.3.27	BUY	31,000	-10.16%	26.77%
19.10.25	BUY	42,000	-21.50%	-7.14%

현대글로비스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.7.27	BUY	250,000		
21.4.26	BUY	230,000	-14.04%	-7.39%
20.10.23	Neutral	200,000	-4.65%	13.75%
20.4.24	BUY	150,000	-17.58%	33.67%
19.10.28	BUY	184,000	-28.79%	-14.95%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.00%	5.00%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 11월 20일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 11월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2021년 11월 23일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.