

COVERAGE INITIATION

IVI와 PBV도 좋고, 건설기계도 좋아!

Analyst **곽민정**

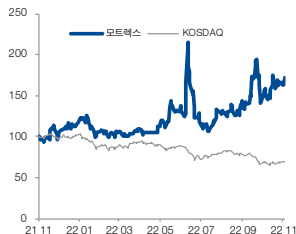
02-3787-2160 Jessica.kwang@hmsec.com

현재주가 (11/04)	16,300원		
상승여력	65.6%		
시가총액	399십억원		
발행주식수	24,496천주		
자본금/액면가	12십억원/500원		
52주 최고가/최저가	20,400원/8,822원		
일평균 거래대금 (60일)	42십억원		
외국인지분율	1.16%		
주요주주	이형환 외 7 인 39.69%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	12.0	29.9	43.7
상대주가(%p)	12.5	54.5	86.4

※ KIFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(22F)	EPS(23F)	T/P
Before	-	-	-
After	2,016	2,259	27,000
Consensus	N/A	N/A	-
Cons. 차이	N/A	N/A	N/A

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 2022년 매출액 5,371억원(+23.0% yoy), 영업이익 477억원(+35.0% yoy)으로 전망. 이머징 시장의 소득수준 성장과 신규 국가 확보, 대응 모델 증가 등으로 IV 시스템 탑재가 증가하고 있고, 고부가 제품 위주의 제품 믹스 개선, 우호적인 환율, PBV 시장 진출에 따른 선진시장 진입, 전진건설로봇의 미국 인프라 투자에 따른 실적 상승에 따라 호실적이 기대됨
- 동사에 대해 2023년 EPS 2,259원에 역사적 P/E 평균 13.5배를 적용하여 목표주가 27,000원, 투자의견 매수 제시

주요이슈

- 동사는 2001년 설립되어 2017년 코스닥 시장에 상장하였으며, 차량용 HMI(Human Machine Interface) 기술을 바탕으로 IV(In Vehicle Infotainment) 제품과 RSE(Rear Seat Entertainment), 차량 내 공기청정기 등 전장 제품을 PIO(Port Installed Option) 방식으로 제공하는 업체. 또한 2018년 전진건설로봇을 인수하였으며, 2Q22 기준 주요 사업부별 매출 비중은 IV가 약 73%이며, 전진건설로봇이 27%임
- 시장조사기관 '마켓스터디리포트'에 따르면 차량용 인포테인먼트 시장은 2020년 250억달러(약 29조 7000억원)에서 연평균 8% 성장하며 2027년 429억달러(약 50조 9000억원) 규모로 전망. 동사의 주력시장은 국내 완성차 업체의 전략적으로 중요한 시장인 이머징 시장 타겟
- 3Q22 실적은 매출액 1,491억원(+23.0% qoq, +22.5% yoy), 영업이익률 9.0%을 기록할 것으로 전망. 실적 개선의 이유는 1) 계획대비 판매수량 초과 달성으로 매출액이 큰 폭으로 증가하였으며, 2) AVNT 개발비 상각 완료로 이익률 개선, 3) 자가양산 비중 증가에 따른 고정비 감소로 이익률 증가, 4) 달러강세에 따른 영업이익 개선효과 등임

주가전망 및 Valuation

- 동사는 1H22 기아자동차의 PBV 공급 업체로 선정되었으며, 현대자동차의 PBV 프로젝트에도 참여. 동사의 PBV 시장 진출을 통해 동사의 밸류에이션 리레이팅이 가능할 것으로 전망. 또한 전기차 등에도 탑재하기 때문에 PBV를 통한 경쟁력 확보가 가능해졌다고 판단함
- 전진건설로봇의 경우, 북미매출 비중이 약 48%를 차지하며, 미국 인프라 정책의 수혜를 받고 있으며 북미향 매출 성장이 지속될 것으로 기대되며, 안정적인 영업이익률을 바탕으로 동사의 캐시카우 역할을 할 것으로 전망됨

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2020	354	11	-18	31	-827	적지	N/A	2.3	14.3	N/A	0.0
2021	437	35	12	52	492	흑전	22.4	2.0	8.6	9.4	0.0
2022F	537	48	49	71	2,016	309.3	7.8	2.1	7.6	30.8	0.0
2023F	591	54	55	74	2,259	12.1	7.0	1.6	6.5	25.9	0.0
2024F	682	66	68	81	2,759	22.1	5.7	1.3	5.0	24.6	0.0

* KIFRS 연결 기준

IVI(In Vehicle Infotainment)의 판매 호조와 PBV 시장 진출에 따른 수혜 기대

동사는 2001년 설립되어 2017년 코스닥 시장에 상장하였으며, 차량용 HMI (Human Machine Interface) 기술을 바탕으로 IVI (In Vehicle Infotainment) 제품과 RSE (Rear Seat Entertainment), 차량 내 공기청정기 등 전장 제품을 PIO (Port Installed Option) 방식으로 제공하고 있다. 또한 2018년 전진건설로봇을 인수하며 콘크리트 펌프카 사업으로 진출하며 사업 영역을 확장하였다. 2Q22 기준, 주요 사업부별 매출 비중은 IVI가 약 73%이며, 전진건설로봇이 27% 이다.

동사의 사업은 크게 전장 사업과 전진건설로봇으로 구성된다. 동사의 주력 제품인 AV, AVN, AVNT 등의 IVI (In Vehicle Infotainment) 시스템은 차량 탑승자에게 주행 정보와 더불어 다양한 영역의 미디어 콘텐츠를 즐길 수 있도록 하며, IVI 제품 개발 기술력을 바탕으로 RSE 제품을 개발하여 SUV와 RV 차량 및 대형버스를 대상으로 제품 공급을 확대하고 있다. 동사가 제품을 공급할 때 채택하고 있는 PIO 방식은 선적 전 항구에서 완성차 기업과 고객의 요구사항에 따라 결정된 사양의 제품을 차량에 장착하는 것으로, 전통적인 OEM 방식 대비 제품 개발 기간을 단축할 수 있는 장점이 있다.

IVI 제품은 판매되는 국가에 따라 소비자의 니즈가 다양하며, 트렌드 변화가 빠르기 때문에 대량생산으로 획일화된 제품을 적용하기 어렵다. 이에 동사는 PIO 방식을 채택하여 고객 만족도를 향상하고 IVI 시장 트렌드에 유연하게 대응하고 있다

전진건설로봇의 제품은 원하는 장소에 콘크리트를 이송하는 장비인 콘크리트 펌프카 (Concrete Pump Car), 콘크리트를 분사하여 터널 상단면에 고착화하는 장비인 숏크리트 (Shortcrete), 초고층에 사용되는 고공 콘크리트 타설장비인 플레이싱 붐(Placing Boom) 등으로 구분된다. 2Q22 기준 매출비중은 콘크리트 펌프카 83.1%, 기타 16.9% 이다. 전진건설로봇 사업은 국내 건설사 및 건설장비 임대기업에 제품을 제공하고 있으며, 해외의 경우 주로 딜러를 통해 콘크리트 펌프카나 상부 구조물인 콘크리트 펌프만 따로 판매하는 방식으로 제품을 제공하고 있다.

<그림1> 모트렉스의 IM (In Vehicle Infotainment)



자료 : 모트렉스, 현대차증권

<그림2> 모트렉스의 IM 핵심기술



자료 : 모트렉스, 현대차증권

AVNT의 매출 성장이 가팔라지고 있다.

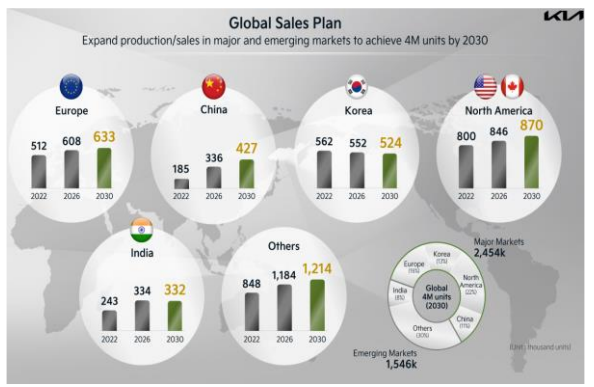
동사의 주력인 IVI (In Vehicle Infotainment) 사업부는 AV, AVN, AVNT, RSE 사업을 영위한다. 특히 4Q20 AVNT 출시 이후 매출 성장이 가팔라지고 있으며, 3Q22 AVNT 개발비 상각 완료가 이루어졌다. 동사의 IVI 제품은 제품개발까지 7-14개월 정도 소요되어 소비자들의 트렌드 변화에 즉각적인 대응이 가능하여 선호되고 있다. IVI 시장은 주문자상표부착생산(OEM)으로 이뤄진 비포 마켓과 애프터 마켓, PIO 마켓으로 구분된다. 비포 마켓은 완성차 업체가 제품 사양을 결정하고 개발·생산을 주도한다. 반면 애프터 마켓은 제품 공급업체가 주도하되 차량이 고객에게 인도된 이후 장착된다.

시장조사기관 '마켓스터디리포트'에 따르면 차량용 인포테인먼트 시장은 2020년 250억달러(약 29조 7000억원)에서 연평균 8% 성장하며 2027년 429억달러(약 50조 9000억원)으로 성장할 것으로 전망되고 있다. 특히 동사의 주력시장은 매스마켓이 아니지만, 국내 완성차 업체의 전략적으로 중요한 시장인 동남아시아, 중동, 중남미, 아프리카, 이스라엘 등 이머징 시장 타겟이다. PIO(Port Installed Option) 마켓은 완성차 업체와 사양을 협의하고 공급 여부를 결정하면 제품 개발, 생산은 공급업체가 주도하는 방식으로 진행하며, 현지 딜러에게 배송한 자동차를 팔기 전에 옵션 형태로 장착한다. 이 같은 방식은 다양한 시장 수요에 탄력적으로 대응할 수 있으며, 완성차 업체들에 대해 어느 정도 자유롭게 가격 협상력을 가져갈 수 있어 OEM보다 수익성 확보가 용이한 장점이 있다.

또한 동사가 주력하는 이머징 시장국가들의 소득 수준 향상에 따라 차량내 IVI 제품 채택이 늘어나면서 PIO 방식의 장점이 극대화되고 있다. 공급량의 70%를 차지하는 북미와 서유럽 등 선진국 시장의 경우 완성차 업체에 의존하는 OEM 방식으로 이뤄진다. 반면 규모가 크지 않은 이머징 시장의 경우, 국내 완성차업체들의 IVI 옵션 주도권을 동사가 가지고 있어

유연한 대응이 가능하다. 그에 따라 동사는 2017년, 70여개 국가에 40여개 차종, 112개 모델의 제품을 공급했었는데, 2022년 현재 기준 87개 국가에 50여개 차종, 185개 모델을 공급하며, 판매지역 다변화 및 판매차종 확대가 이루어지고 있다.

<그림3> 기아의 글로벌 판매 계획



자료 : Kia, 현대차증권

<그림4> 모트렉스의 주요 판매 국가



자료 : 모트렉스, 현대차증권

<그림5> 기아의 PBV 라인업



자료 : Kia, 현대차증권

<그림6> 현대차의 PBV



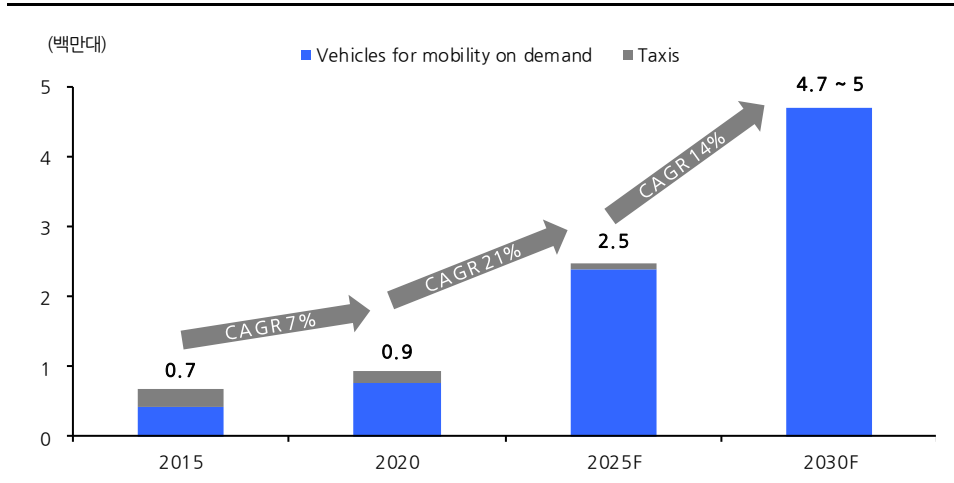
자료 : 현대자동차, 현대차증권

PBV 시장 진출을 통한 밸류에이션 리레이팅 가능

PBV(Purpose Built Vehicle)은 스케이트보드 EV 플랫폼과 고객의 니즈에 맞춰 Upper Body가 결합한, 사용 목적이 뚜렷한 목적 기반 모빌리티로, 운행 용도에 최적화된 구성을 갖추고, 승객 또는 화물을 안전하고 효율적으로 이동하는 운송 수단이다. 당사 자동차 애널리스트인 장문수 책임연구원의 코멘트에 따르면, PBV의 성장 가능성이 주목받는 배경으로는 전통적인 차량의 소유에서 벗어나 카셰어링(차량 공유 서비스), 라이드 헤일링(호출형 승차공유 서비스) 등 모빌리티 중심의 공유경제 확대와 코로나 19 이후 물류 수요가 높아졌기 때문이다. 그에 따라 글로벌 PBV 시장은 2020년 94만대에서 2025년 500만대로 약 2.5배 증가하며, 2030년에는 글로벌 신차판매량의 25%인 연평균 2,000만대 수준까지 확대할 것으로 전망되고 있다.

동사는 1H22 기아자동차의 PBV 공급 업체로 선정되었으며, 현대자동차의 PBV 프로젝트에도 참여하고 있다. PBV의 특성상 관련 인포테인먼트 제품도 다품종 소량생산으로 고객의 니즈에 맞게 커스터마이징이 필수이다. 그에 따라 동사의 PBV 시장 진출을 통해 동사의 밸류에이션 리레이팅이 가능할 것으로 전망된다. 또한 전기차 등에도 탑재하기 때문에 PBV를 통한 경쟁력 확보가 가능해졌다고 판단된다.

<그림7> PBV, 성장하는 시장



<그림8> PBV 솔루션을 위한 IVI플랫폼



자료 : 모트렉스, 현대차증권

미국 인프라 투자 수혜 - 전진건설로봇의 실적 이상향 기대

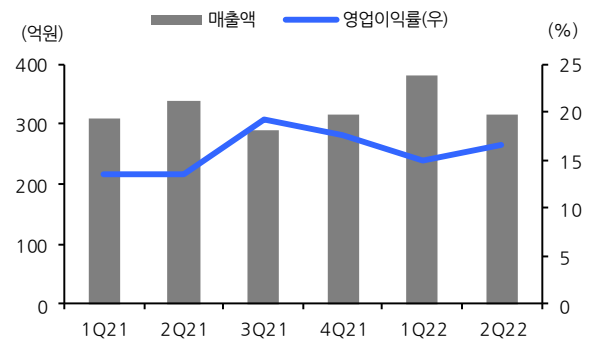
전진건설로봇은 미국 인프라 부양책에 따른 건설기계 수요 증대에 따라 북미지역을 중심으로 성장세가 이어질 것으로 전망된다. 전진건설로봇은 콘크리트 펌프카 글로벌 4위, 국내 1위 기업으로, 안정적인 캐시카우 역할을 하고 있다. 1H22 기준 전진건설로봇의 실적은 매출액 696억원, 영업이익 110억원, 영업이익률 15.8%을 기록하였으며, 2H22에도 미국의 인프라 투자 지속에 따른 수혜가 이어질 것으로 예상된다.

<그림9> 바이든 정부 향후 8년간 인프라 투자

분야	세부분야	규모(십억달러)
교통 인프라 (6,200억 달러)	도로·교량재건	115
	대중교통 개선	85
	철도 재건	80
	전기차 네트워크 구축	174
	공항 개선·항구 재건	42
	교통 불평등 해소	42
	인프라 재건	50
생활 인프라 (6,500억 달러)	기타	30
	상수도 개량	111
	초고속 통신망	100
	전력 인프라	100
	신규주택 200만호 이상 건설	213
	지역 대학 지원	137
제조업 지원 (5,800억 달러)	기타	28
	R&D	180
	제조업·소기업	300
복지 (4,000억 달러)	인력 개발	100
	노령층·장애인 돌봄 기반 확대 등	400

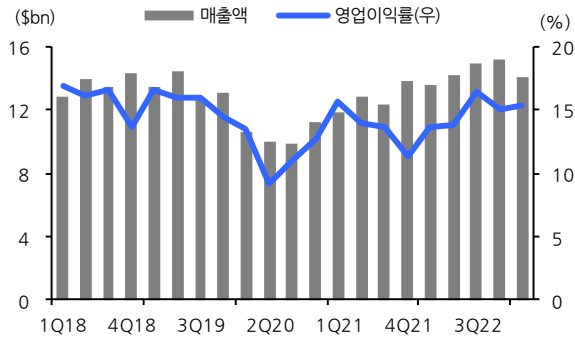
자료 : 모트렉스, 현대차증권

<그림10> 전진건설로봇 실적 추이



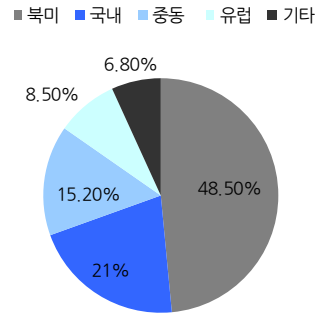
자료 : 모트렉스, 현대차증권

<그림11> Caterpillar의 실적 추이



주: 전망치는 Bloomberg 컨센서스
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림12> 전진건설로봇의 지역별 매출 비중



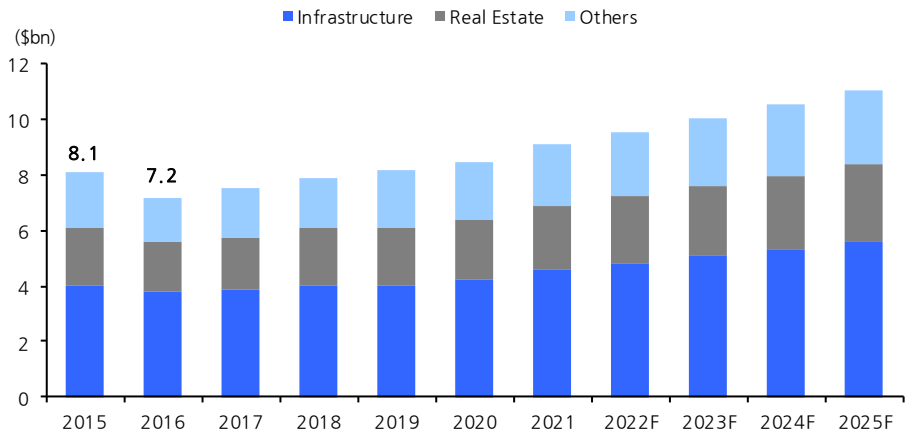
주: 2Q22 실적 기준
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림13> 전진건설로봇의 콘크리트 펌프카



자료: 모트렉스, 현대차증권

<그림14> 미국 인프라건설장비 시장 전망 - 2025년까지 이상향



자료: Google, 현대차증권

실적 전망 – 2022년 호실적 기대

동사의 3Q22 실적은 매출액 1,491억원(+23.0% qoq, +22.5% yoy), 영업이익률 9.0%을 기록할 것으로 전망된다. 실적 개선의 이유는 1) 계획 대비 판매수량 초과 달성으로 매출액이 큰 폭으로 증가하였으며, 2) AVNT 개발비 상각 완료로 이익률 개선, 3) 자가양산 비중 증가에 따른 고정비 감소로 이익률 증가, 4) 달러 강세에 따른 영업이익 개선효과 등이다.

2022년 매출액 5,371억원(+23.0% yoy), 영업이익 477억원(+35.0% yoy)으로 전망한다. 이머징 시장의 성장과 신규 국가 확보 등으로 IVI 시스템 탑재가 증가하고 있고, 고부가 제품 위주의 제품 믹스 개선, 우호적인 환율, PBV 시장 진출에 따른 선진시장의 확대에 따라 향후에도 호실적이 기대되기 때문이다.

동사에 대해 2023년 EPS 2,259원에 역사적 P/E 평균 13.5배를 적용하여 목표주가 27,000원, 투자 의견 매수 제시한다.

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	354	437	537	591	682
증가율 (%)	12.8	23.4	23.0	10.1	15.3
매출원가	298	344	423	465	535
매출원가율 (%)	84.2	78.8	78.7	78.6	78.5
매출총이익	56	93	114	127	147
매출이익률 (%)	15.8	21.2	21.3	21.4	21.5
증가율 (%)	28.0	65.8	23.6	10.6	16.0
판매관리비	45	57	67	72	81
판매비율 (%)	12.8	13.1	12.4	12.2	11.9
EBITDA	31	52	71	74	81
EBITDA 이익률 (%)	8.7	12.0	13.2	12.4	11.9
증가율 (%)	69.1	70.5	35.3	3.9	9.9
영업이익	11	35	48	54	66
영업이익률 (%)	3.0	8.1	8.9	9.2	9.6
증가율 (%)	흑전	232.0	35.0	13.6	21.0
영업외손익	-29	-19	12	13	16
금융수익	15	16	45	43	40
금융비용	38	31	26	20	13
기타영업외손익	-7	-4	-7	-11	-11
중속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-19	16	60	67	81
세전계속사업이익률	-5.3	3.7	11.1	11.3	11.9
증가율 (%)	적지	흑전	265.5	12.2	22.0
법인세비용	-1	5	10	11	14
계속사업이익	-18	12	49	55	68
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-18	12	49	55	68
당기순이익률 (%)	-5.1	2.6	9.2	9.4	9.9
증가율 (%)	적지	흑전	328.0	11.9	22.1
지배주주지분 순이익	-18	12	49	55	68
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	6	2	-3	0	0
총포괄이익	-12	13	47	55	68

(단위: 십억원)

현금흐름표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	31	24	35	63	66
당기순이익	-18	12	49	55	68
유형자산 상각비	10	10	10	8	7
무형자산 상각비	10	7	13	11	9
외환손익	5	-2	-8	0	0
운전자본의 감소(증가)	0	-27	-32	-11	-12
기타	24	24	3	-1	-6
투자활동으로인한현금흐름	-34	10	-21	-5	0
투자자산의 감소(증가)	-4	-2	1	0	0
유형자산의 감소	6	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-16	-4	-6	0	0
기타	-20	16	-16	-4	1
재무활동으로인한현금흐름	-5	-25	6	4	4
차입금의 증가(감소)	-20	-44	11	1	1
사채의 증가(감소)	-4	25	-5	0	0
자본의 증가	31	11	3	0	0
배당금	-1	-1	0	0	0
기타	-11	-16	-2	3	3
기타현금흐름	2	0	1	0	0
현금의증가(감소)	-6	8	21	62	70
기초현금	21	16	23	44	106
기말현금	16	23	44	106	176

* K/FRS 연결기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	182	208	309	398	495
현금성자산	16	23	44	106	176
단기투자자산	26	5	17	18	20
매출채권	60	70	101	112	122
재고자산	72	97	134	147	161
기타유동자산	7	13	13	15	16
비유동자산	244	245	226	207	193
유형자산	110	111	105	97	90
무형자산	102	100	90	79	70
투자자산	20	24	22	22	23
기타비유동자산	12	10	9	9	9
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	426	453	535	605	688
유동부채	125	161	184	196	208
단기차입금	40	51	53	53	53
매입채무	44	49	54	60	66
유동성장기부채	13	14	13	13	13
기타유동부채	28	47	64	71	77
비유동부채	192	158	168	170	173
사채	8	32	28	28	28
장기차입금	100	108	115	115	115
장기금융부채	65	0	0	0	0
기타비유동부채	18	18	25	28	30
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	317	320	352	366	381
지배주주지분	112	135	186	241	309
자본금	4	4	12	12	12
자본잉여금	89	100	94	94	94
자본조정 등	-9	-9	-6	-6	-6
기타포괄이익누계액	9	11	8	8	8
이익잉여금	19	29	77	132	200
비지배주주지분	-3	-2	-2	-2	-2
자본총계	109	133	184	239	307

(단위: 원,배,%)

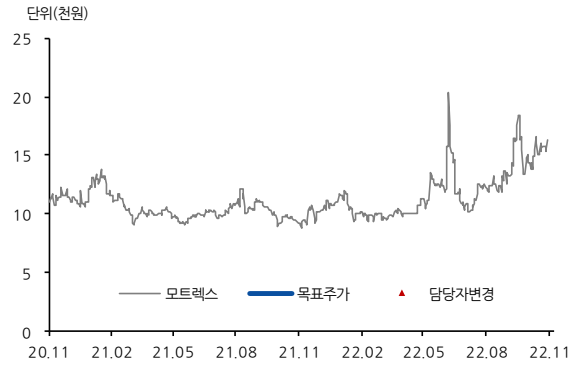
주요투자지표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS(당기순이익 기준)	-841	488	2,016	2,259	2,759
EPS(지배순이익 기준)	-827	492	2,016	2,259	2,759
BPS(자본총계 기준)	4,702	5,474	7,499	9,758	12,517
BPS(지배지분 기준)	4,820	5,558	7,577	9,836	12,595
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	N/A	22.6	7.8	7.0	5.7
P/E(지배순이익 기준)	N/A	22.4	7.8	7.0	5.7
P/B(자본총계 기준)	2.3	2.0	2.1	1.6	1.3
P/B(지배지분 기준)	2.3	2.0	2.1	1.6	1.3
EV/EBITDA(Reported)	14.3	8.6	7.6	6.5	5.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적지	흑전	313.3	12.1	22.1
EPS(지배순이익 기준)	적지	흑전	309.3	12.1	22.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-18.2	9.5	31.2	26.2	24.8
ROE(지배순이익 기준)	-17.5	9.4	30.8	25.9	24.6
ROA	-4.1	2.6	10.0	9.7	10.5
안정성 (%)					
부채비율	289.4	240.0	191.5	153.2	124.3
순차입금비율	170.5	137.2	84.2	38.3	6.8
이자보상배율	1.1	4.1	6.0	6.8	8.2

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.11.07	BUY	27,000		

신규 커버리지 개시

▶ 최근 2년간 모트렉스 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 중간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 객관적인 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL: 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY: 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM): 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
 - SELL: 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2021.10.01~2022.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	168건	90.8%
보유	17건	9.2%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.