

2014 하반기 산업전망: 자동차/부품

패러다임의 변화, 누가 수혜를 볼 것인가?

원화강세와 양적성장의 둔화 속에서 고군분투(孤軍奮鬪)하는 완성차업체보다 높은 성장이 가능한 부품업체는 없을까?

과거 완성차의 기술 방향성이 동적 성능에만 집중했다면, 최근 주요국의 환경, 안전규제는 보다 강화되고 소비자의 니즈는 변화했다. 현재 자동차업계는 친환경, 안전성, 편의성 강화를 위해 역량을 집중하고 있음에 주목한다. 세 단어가 이제 자동차산업에서 피해갈 수 없는 패러다임이 되었다. 이에 기술 방향성에 부합한 부품업체들은 완성차 수요성장보다 향후 폭발적인 성장 가능성이 높다고 판단한다.

본 보고서에서는 2014년 50여건의 기업탐방 중 패러다임 변화에 가장 부합하고, 성장이 유망한 11개의 부품업체를 선정해 집중 분석하였다.



자동차/부품 담당 장문수

Tel. 368-6199

moonsu.chang@eugenefn.com

Glossary

용어	정의
변속기 (Transmission)	엔진에서 발생하는 동력을 속도에 따라 필요한 회전력으로 바꾸어 전달하는 변속장치
부변속기 (Transfer)	차량의 4륜구동을 위해 전, 후륜에 동력을 전달하는 장치
등속조인트 (CVJ, C.V.Joint)	변속기의 구동력을 등속으로 휠에 전달해주는 구동부품
조향기어 (Power Steering)	차량의 진행방향을 제어하는 유압식 조향 기어
엔진 (Engine)	실린더 내 연료흡입, 압축, 폭발, 배기의 공정을 반복하면서 피스톤의 왕복운동을 캠샤프트의 회전력으로 바꾸워 원동력을 발생시키는 장치
샤시모듈 (Chassis Module)	차체와 바퀴를 연결하면서 각 방향으로 적절한 강성을 유지. 차량 자체와 타이어간의 상대 운동을 제어하는 기능을 하는 부품의 조립단위
터보차저 (T/C, Turbo Charger)	배기매니폴드와 축매 사이에 장착되어 배기가스 압력으로 흡입 공기를 압축시켜, 엔진으로 들어가는 공기량 증대를 통해 엔진 성능을 향상시키는 장치
듀얼클러치변속기 (DCT, Dual Clutch Transmission)	2개의 클러치를 이용 클러치 조작 및 기어 변속을 자동으로 수행하는 장치
FRMS (Front Rear Monitoring System)	전방모니터링시스템. 전/후/측방의 사각지역 영상을 통하여 운전자의 시각을 보조하는 시스템, 저속 주행이나 주차 시 운전자의 시각을 보조
Night Vision	적외선 안전장치. 야간 주행 시 전방의 영상을 보여주는 시스템
HUD (Head Up Display)	작동 원리는 현재 속도 및 RPM의 정보를 수집한 후, HUD 장치에 이를 display하는 방식
FWD (Full Windshield Display)	자동차 전면 유리 전체에 정보를 디스플레이 하는 시스템
TPMS (Tire Pressure Management System)	타이어 압력감지 시스템. 타이어의 공기압 정보를 운전자에게 전달
UWS (Ultrasonic Warning System)	근거리 물체 감지 및 경고 시스템으로 주차, 좁은 골목길 등에서 활용도가 높은 기술
SOWS (Side Obstacle Warning System)	차선 변경 시 후 측방 접근차량의 유무를 감지하여 경고하는 시스템
LDWS (Lane Departure Warning System)	차선 이탈 여부 경고 시스템, 전방 영상 처리 기술을 이용한 기술
PCS (Pre Crash Safet.)	충돌 사고 예방 시스템. 전후방 교통상황을 판단해 사고 가능성을 운전자에게 경고
LKSS (Line Keeping Support System)	차선이탈방지시스템. 차선 이탈을 일정속도 초과 시 카메라로 감시, 처리해 이탈여부 판단
CAS (Collision Avoidance System)	충돌예방시스템. 주행 중에 전후방의 차량과의 충돌을 속도 조절을 통해 적극적으로 방어하는 제어가 충돌 사고 예방 시스템
ACC (Advanced Cruise Control)	운전자의 앞차와의 거리 유지 요구에 따라 가/감속 페달에 의한 입력 없이 전방 레이더를 통해 차량 속도를 유지하고 긴급 상황발생 시 비상 제동을 수행
Stability System	주행 중 노면마찰상태와 차량속도, 차량무게에 따라 급격한 감/가속 핸들링에 차량을 제어
ABS (Antilock Brake System)	급격한 제동 요구에 바퀴가 급격히 잠기는 것을 방지
EBD (Electronic Brake Force Distribution)	적재하중에 따라 제동력을 분배, 하중 차이에 따른 차량의 쏠림을 예방
ESP (Electronic Stability Program)	전자 자세제어시스템. 차량의 주행 주건 및 노면의 상태에 따라 4륜과 엔진을 제어
Smart Air Bag	운전자 및 탑승자에 따라 에어백 전개를 조절. 에어백 전개로 인한 2차 상해 예방
PAS (Parking Assistant System)	주차지원시스템. 주차 시 주변 공간과 주변 차량을 감지하여 운전자의 주차를 보조
Smart Air Conditioning System	공조 시스템에 있어서의 기술 발전은 설정 온도의 유지에서 더 나아가 탑승자가 쾌적하게 느끼는 온도를 자동 연산하여 온도 자동조절 및 공기 청정 기능을 제공하는 기능까지 발전

Summary

원화강제와 양적성장의 둔화 속에서 고군분투(孤軍奮鬪)하는 완성차업체보다 높은 성장이 가능한 부품업체는 없을까?

과거 완성차의 기술 방향성이 동적 성능에만 집중했다면, 최근 주요국의 환경, 안전규제는 더욱 강화되고 소비자의 니즈는 변화했다. 현재 자동차업체는 친환경, 안전성, 편의성 강화를 위해 역량을 집중하고 있음에 주목한다. 세 단어는 이제 자동차산업에서 피해갈 수 없는 패러다임이 되었다.

이에 기술 방향성에 부합한 부품업체들은 완성차 수요성장보다 향후 폭발적인 성장 가능성이 높다고 판단한다. 즉, 완성차의 기술 방향성에 부합하는 부품업체들은 1) 높아지는 품질 요구 및 신제품 개발로 인한 가격(P) 인상과 2) 기존 거래처 내 M/S 증가 혹은 타 OE 수주 확대를 통한 물량(Q) 증가로 완성차 수요성장보다 추후 높은 성장을 할 것이다.

본 보고서에서는 2014년 50여건의 기업탐방 중 패러다임 변화에 가장 부합하고, 성장이 유망한 11개의 부품업체를 선정해 집중 분석하였다.

1. 친환경 (연비개선, 배출가스제한 등)

- Facts: 유럽 중심의 규제 강화 & 주요국 연비 기준이 유럽에 수렴 중, 이와 더불어 소비자 구매 기준 1위가 연비
- Analysis: 현대기아차 등 Mass Brand에 적합한 연비개선기술은 **적은 추가비용, 고효율성, 장착 시 개선 효과가 큰 기술**이라고 판단
- Action: 이에 부합하는 연비개선기술은 파워트레인, 공조, 전장화 (DCT > 고단변속기 > T/C, 다운사이징 > 가변스트로크 HVAC > ESC)
- 수혜주: 현대위아(엔진, T/C, DCT), 삼기오토모티브(엔진, DCT), 경창산업(고단변속기), 한라비스테온공조(친환경 공조기술), 현대모비스(ESC, ADAS), 만도(ESC, ADAS)

2. 안전/편의

- Facts: 안전의 범주가 피해 경감에서 사고 예방으로 확대, 사회적 비용 감소를 위한 사회 전반의 안전 강화, 정부의 ADAS 법제화
- Analysis: 의무 장착 ADAS 및 안전/편의 장치 관련 시장 급성장 기대(과거 ESP 의무화로 시장 급성장한 사례)
- Action: 성장의 축이 안전과 편의로 이동, 진입장벽 높은 업체는 매출성장뿐 아니라 해당 아이템 수익성까지 높아 고성장 기대
- 수혜주: 현대모비스(ESC, ADAS), 만도(ESC, ADAS, 센서), 평화정공(Active Hood System), 에스엘(DRL, LED램프), 새로운오토모티브(중국 Non steel 마찰재), NVH코리아(감성품질 강화로 NVH 수요 증가)

최우선 추천주로 **현대위아**(011210.KS)를 추천하고 **S&T모티브**(064960.KS)와 **한라비스테온공조**(018880.KS)를 신규 커버리지 개시하였다. 또, 커버리지 외 8개의 투자유망종목 중 투자매력도가 높은 종목으로 **에스엘**(005850.KS)와 **코리애프티**(123410.KQ)를 추천한다.

현대위아 [투자의견 BUY, TP 230,000원(상향)]: 패러다임 변화에 부합하는 부품주 Top-pick으로 다운사이징 엔진 확대의 직접적인 수혜

S&T모티브 [투자의견 BUY, TP 43,000원(신규)]: 친환경차 성장으로 구동모터의 구조적 성장 수혜

한라비스테온공조 [투자의견 BUY, TP 54,000원(신규)]: 친환경차 확대 및 연비개선 트렌드 수혜

코리애프티 [Not Rated]: 증발가스 규제에 따른 카본캐니스터 ASP가 개선, 경량화 수혜

에스엘 [Not Rated]: LED 광원램프 확대 및 DRL 확대로 중장기 성장성이 유망, 2014-2015년 턴어라운드 원년

자동차산업 기술 방향성에 부합하는 투자유망종목

종목	투자 의견	목표주가 (원)	현재주가 (원)	시가총액 (십억원)	'14E PER(X)	구분	주요 생산품목	투자 포인트
현대위아	BUY	230,000	180,000	4,631.4	10.0	엔진	엔진, 터보차저, 감속기, DCT	- 디운사이징 기술 확대 수혜(중소형엔진, T/C) - 6속 DCT 및 감속기 생산
S&T모터브	BUY	43,000	28,750	414.1	8.2	구동모터	친환경차 구동모터	- 친환경차 성장에 따른 구동모터 성장 - GM向 변속기 오일펌프 수주 확대
현대비스테온공조	BUY	54,000	47,500	5,071.1	15.2	공조	공조시스템	- 공조부품 Cost 대비 연비가개선효과 높음 - 전자식컴프레서, PTC히터, 배터리쿨러 등 친환경차 확대 수혜
에스엘	NR	-	19,500	660.4	8.5	램프류	램프류, 사시류	- DRL 확대 적용 시 믹스 개선 - LED 광원 램프 확대로 동사 믹스 개선 전망
코리아에프티	NR	-	6,000	167.0	8.1	경량화, 증발가스포집	플라스틱 필라넥, 카본캐니스터	- 증발가스 규제로 카본캐니스터 믹스 개선 - 플라스틱 필라넥 경량화 수혜
삼키오토모티브	NR	-	9,100	140.3	8.9	엔진, T/M	엔진, 변속기(DCT 포함)	- DCT 확대에 따른 수혜 (VW 등 DCT 수주 확대에 성장 지속)
경창산업	NR	-	12,950	227.4	6.1	T/M	변속기(A/T)	- 중국 자동 6속 변속기 확대 수혜
평화정공	NR	-	19,900	417.9	7.1	도어부품류	도어 시스템, 도어부품 류	- 신제품 액티브후드시스템 등 의무 적용 - 신제품 확대에 믹스 개선 전망
새론오토모티브	NR	-	10,850	208.3	8.9	미탈재류	브레이크 패드 류	- 중국 Non Steel 미탈재 채용 확대 수혜 - 원화강세 수혜주
NVH코리아	NR	-	5,200	149.4	7.1	NVH류	헤드라이너, NVH 부품	- 소음, 진동 등 감성품질 강화 수혜
화신	NR	-	12,500	436.5	7.0	경량화	차량 경량화(사시)	- 경량화 수혜

주: 붉은 음영은 투자 매력도 높은 종목
자료: 유진투자증권

자동차/부품 담당 장문수
Tel. 368-6199
moonsu.chang@eugenefn.com



Contents

Summary	4
I. 자동차 기술 패러다임의 변화, 누가 수혜주인가?	8
패러다임 변화의 키워드 세가지: 친환경, 안전성, 편의성	
II. 패러다임의 변화: 친환경, 안전성, 편의성으로	14
1. 친환경, 이제는 선택이 아닌 필수	
2. 안전과 편의, 규제와 수요의 교집합	
III. 누가 수혜를 볼 것인가?	42
기술 방향성에 부합하는 수혜 부품업체 11 선	
기업분석	45
현대위아(011210.KS)	
S&T 모티브(064960.KS)	
한라비스테온공조(011880.KS)	
에스엘(005850.KS)	
코리아에프티(123410.KQ)	
삼기오토모티브(122350.KQ)	
경창산업(024910.KQ)	
평화정공(043370.KQ)	
새론오토모티브(075180.KQ)	
엔브이에이치코리아(067570.KQ)	
화신(010690.KS)	



I. 자동차 기술 패러다임의 변화, 누가 수혜주인가?

패러다임 변화의 키워드 세가지: 친환경, 안전성, 편의성

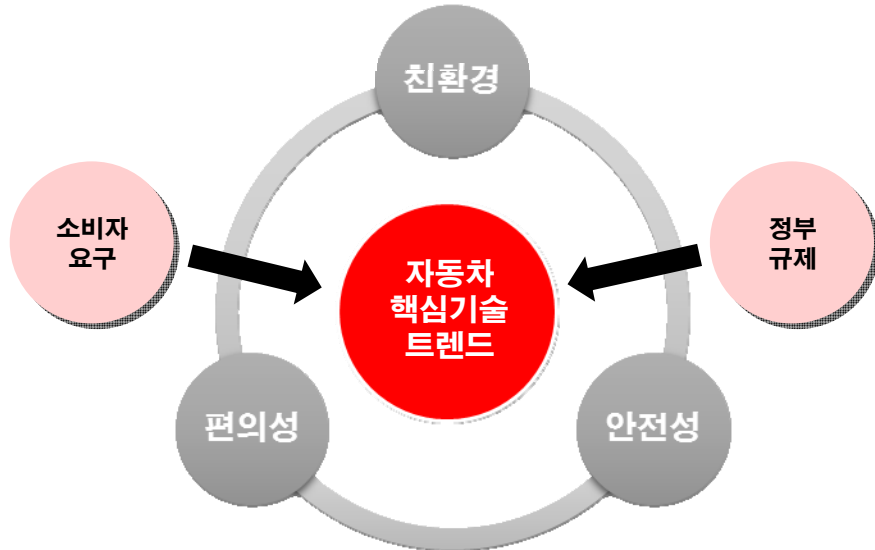
동적 성능에서
친환경, 안전성, 편의성으로
패러다임의 변화

자동차 기술 방향성의 패러다임이 바뀌고 있다.

완성차업체의 기술 방향성이 과거 동적 성능의 개선에 주력했다면, 현재는 친환경, 안전성, 편의성 강화에 주력한다. 주요국은 연비와 배기가스 등 친환경 요소의 강화는 기본이고, 안전규제의 범주를 운전자부터 보행자까지 확대 강화하고 있다. 소비자 또한 차량 구매에 있어 유지비용(연비)뿐 아니라 운전자의 안전성과 편의성에 대한 요구를 높이고 있다. 이는 완성차업체의 기술 방향성을 **친환경, 안전성, 편의성**으로 변화시키는 요인이다.

본 보고서에서는 최근 원화강세와 양적성장의 둔화 속 고군분투(孤軍奮鬪)하는 자동차업종 내에서 기술 방향성의 패러다임 변화가 투자자들에게 던지는 화두에 대해 고민해보았다. 이런 변화에 가장 부합하고, 성장이 유망한 부품업체를 선정하기 위해 2014년 50여건의 기업탐방을 실시하였다. 장기적인 관점에서 **완성차 업체보다 성장 가능성이 높은 부품업체를 11개 선정, 집중 분석해** 보고자 한다.

도표 1 자동차 핵심기술 트렌드의 변화: 정부 규제와 소비자 요구에 부합하는 친환경, 안전성, 편의성 강화로 변화



자료: 유진투자증권



부품업체는
완성차대비
높은 매출성장이 가능

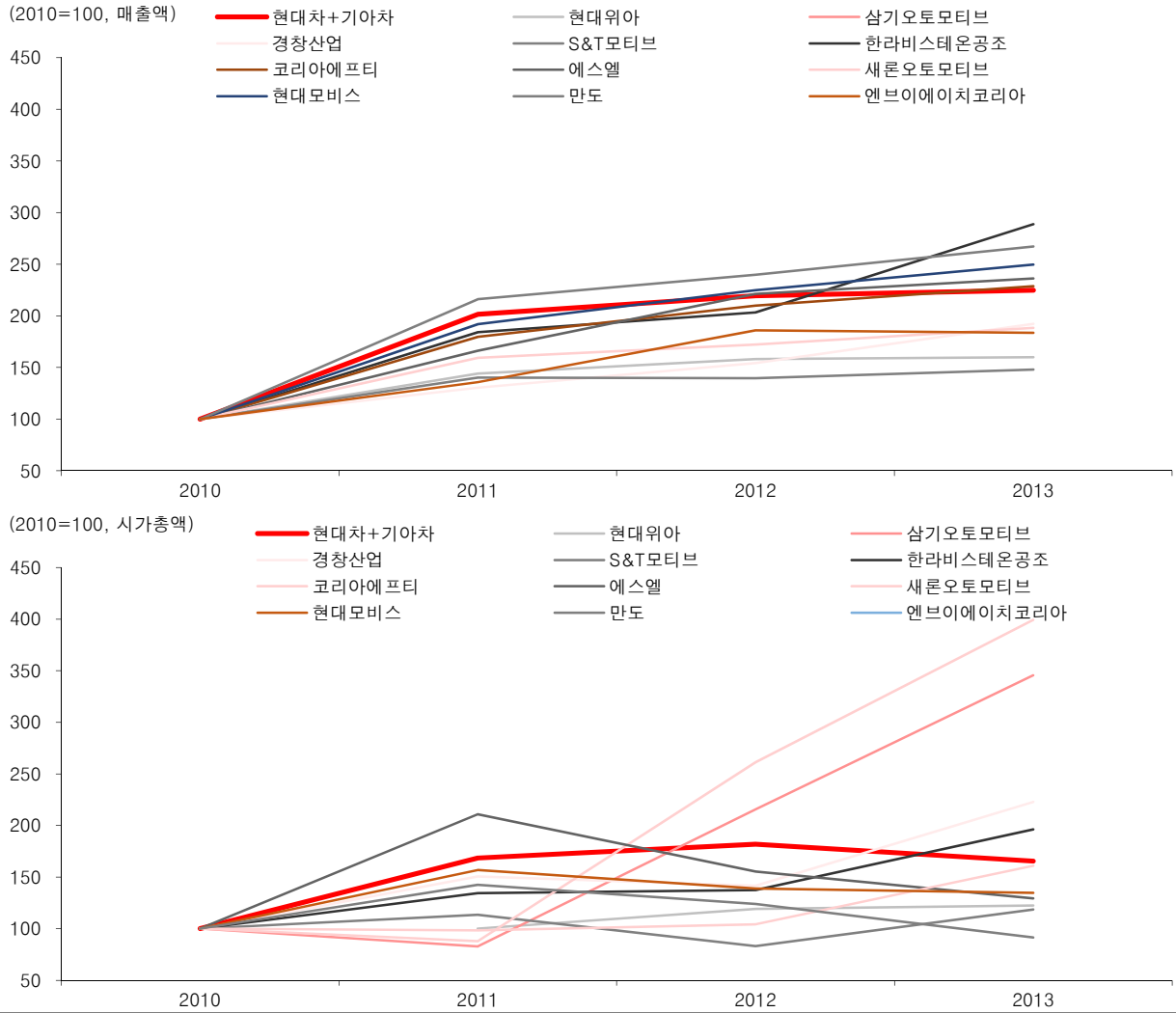
과거 국내 완성차업체 2개사(현대차+기아차)와 부품업체의 2004년 이후 10년간 시가총액의 추이를 비교해 보면 부품업체의 성장이 두드러진다. 시가총액의 차이는 수익성의 변동폭이 비교적 적은 자동차 부품산업의 특성을 감안할 때, 완성차 대비 부품사들의 높은 매출증가에 기인한다.

해외 상황도 크게 다르지 않다. 완성차인 GM과 부품사인 델파이, 도요타와 덴소, VW과 컨티넨탈의 사례에서도 부품업체의 매출액뿐 아니라 시가총액 성장률이 완성차업체를 월등히 앞서왔던 것을 확인할 수 있다.

2010년에서 2013년까지 완성차업체와 부품업체의 매출액 성장률, 시가총액 증가율을 비교해보면 차이는 보다 명확하다. 글로벌 부품업체들도 대체로 비교 가능한 완성차업체 대비 매출성장률이 높았고, 시가총액 증가율은 월등히 앞섰다. GM 매출액 14.6%, 시가총액 17.5% 증가할 동안 델파이는 매출액 19.2%, 시가총액 160.6% 증가했다. 도요타 매출액 35.3%, 시가총액 75.8% 증가할 동안 덴소는 매출액 30.8%, 시가총액 77.4% 증가했다. 폭스바겐이 매출액 55.3%, 시가총액 85.9% 증가할 동안 컨티넨탈은 매출액 20.8%, 시가총액은 169.5% 증가했다.



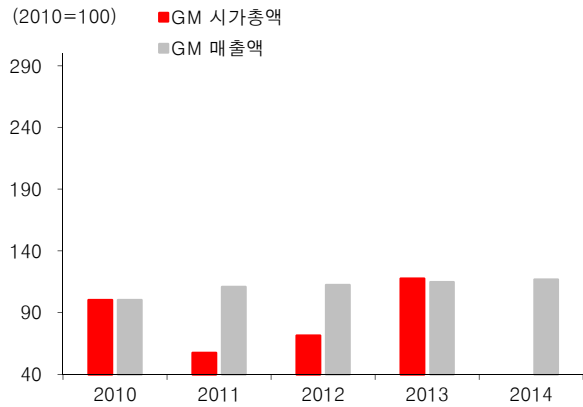
도표 2 국내 자동차업체 vs. 부품업체, 매출액 및 시가총액 추이



자료: Quantwise, 유진투자증권

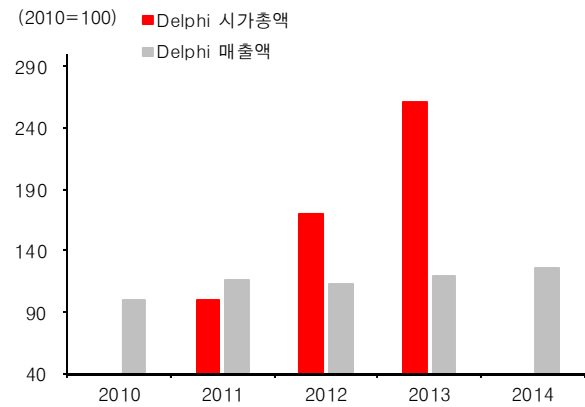


도표 3 GM 매출액 및 시가총액 추이



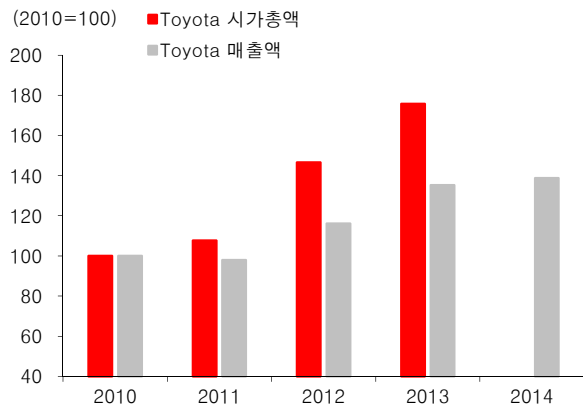
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 4 델파이 매출액 및 시가총액 추이



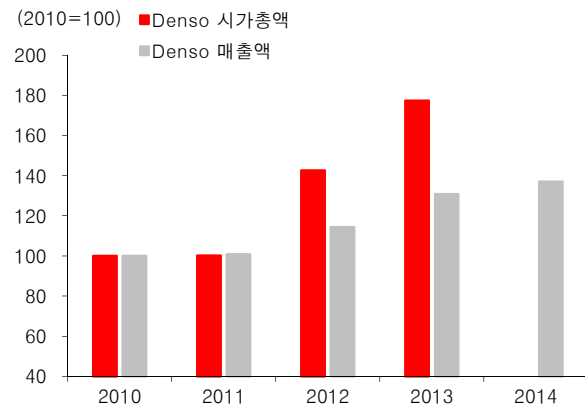
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 5 도요타 매출액 및 시가총액 추이



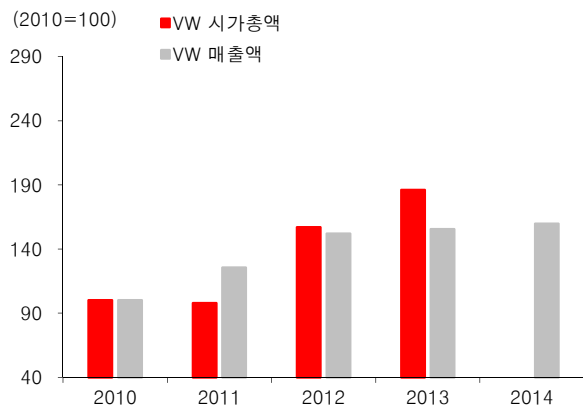
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 6 덴소 매출액 및 시가총액 추이



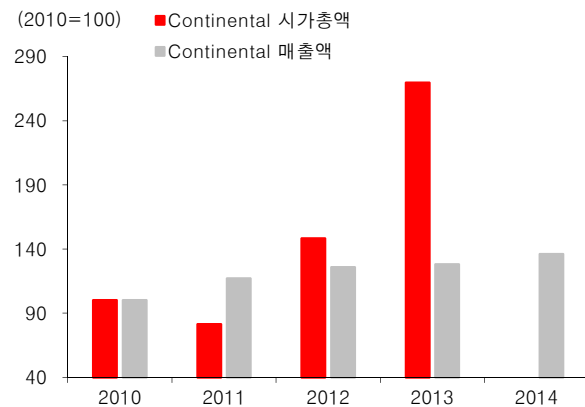
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 7 폭스바겐 매출액 및 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 8 컨티넨탈 매출액 및 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권



Active 요인에 의한 성장성에 프리미엄 부과 가능

부품업체가 완성차업체 대비 매출증가가 높았던 원인은 **단가(P) 상승**과 **물량(Q) 증가** 측면에서 성장률이 높았기 때문이다.

1) 단가(P) 상승

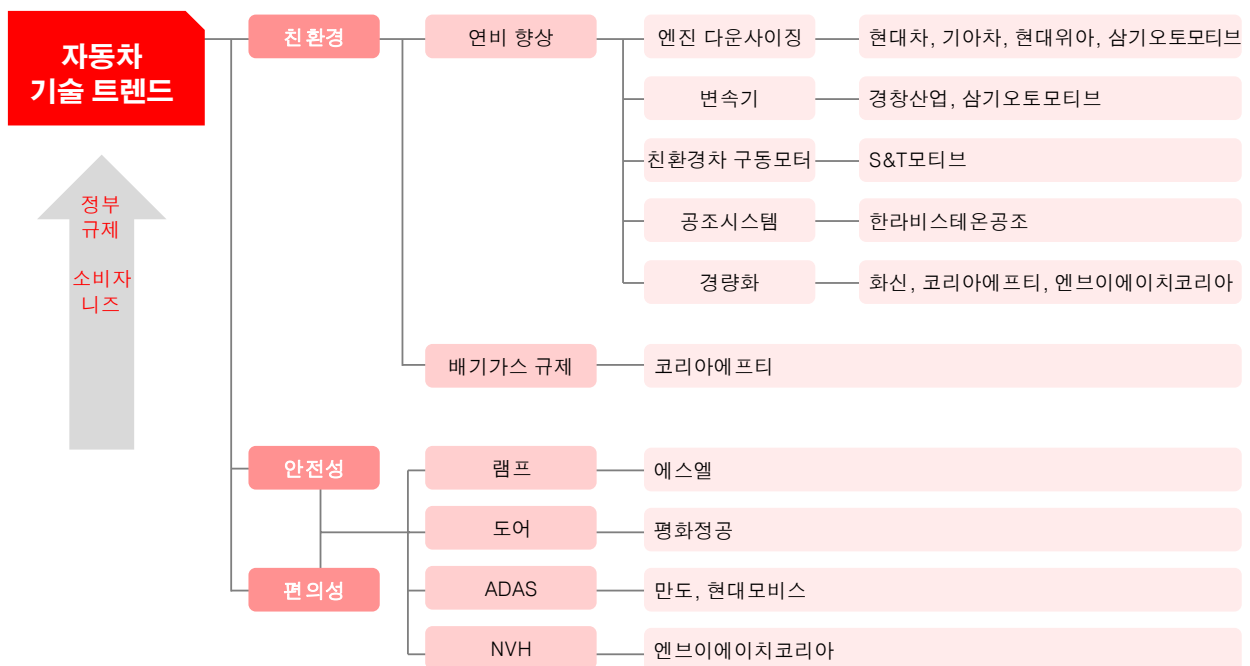
- **Passive**: 모듈화 혹은 차량 ASP 증가에 따른 단가 상승
- **Active**: 높아지는 품질 요구 및 신제품 개발 등에 의한 가격 상승

2) 물량(Q) 증가

- **Passive**: 납품업체의 물량 증가
- **Active**: i) 기존 거래처 내 M/S 증가, ii) 타 OE 수주 증가

기본적으로 **Passive**보다 **Active** 요인에 의한 매출성장이 보다 탄력적이다. 타 OE 수주가 확대되고 규제나 편의 요구 확대로 고급/신제품의 믹스가 개선되는 성장성이 높은 업체에 Premium을 부여하는 이유도 동일하다.

도표 9 Flow Chart: 자동차 기술 방향성에 부합하는 수혜업종과 투자유망종목



자료: 유진투자증권



기술 방향성에
부합하는
부품업체에 주목

이에 본 보고서는 **자동차 기술 방향성에 부합한 부품업체**에 주목한다.

이러한 기술 방향성에 부합하는 부품업체는 1) **가격 인상(마진 보전)**이 가능하고 동시에 2) **탑재를 확대** 혹은 3) **타 OE 수주 확대**에 따른 물량 증가로 매출 증가가 클 것으로 판단하기 때문이다. 즉, 이들 업체들이 가격(P)과 수량(Q) 측면의 Active한 요인 때문에 경쟁업체 매출성장이나 자동차 수요증가 대비 높은 수준의 매출성장을 가능하게 할 것이라 판단한다.

본 보고서에서는 이러한 패러다임 변화에 부합하는 부품주 Top-pick으로 다운사이징 엔진 확대에 직접적인 수혜가 있는 **현대위아**[투자의견 BUY, TP 230,000원(상향)]를 추천한다. 또, 친환경차 성장으로 구동모터의 구조적 성장의 수혜가 있는 **S&T모티브**[투자의견 BUY, TP 43,000원(신규)]와 친환경차 확대 및 연비 개선 트렌드에 수혜가 있는 **한라비스테온공조**[투자의견 BUY, TP 54,000원(신규)]를 신규 커버리지 개시하였다.

또한 커버리지 3개 종목 외 8개의 투자유망종목 중 투자매력도가 높은 종목으로 **코리아에프티**(중발가스 규제에 따른 카본캐니스터 ASP 개선 및 경량화 수혜 종목)와 **에스엘**(LED 광원램프 확대 및 DRL 확대에 중장기 성장성이 유망하고 2014~2015년이 턴어라운드 원년)을 관심종목으로 추천한다.

도표 10 자동차산업 기술 방향성에 부합하는 투자유망종목

종목	투자 의견	목표주가 (원)	현재주가 (원)	시가총액 (십억원)	'14E PER(X)	구분	주요 생산품목	투자 포인트
현대위아	BUY	230,000	180,000	4,631.4	10.0	엔진	엔진, 터보차저, 감속기, DCT	- 다운사이징 기술 확대 수혜(중소형엔진, T/C) - 6속 DCT 및 감속기 생산
S&T모티브	BUY	43,000	28,750	414.1	8.2	구동모터	친환경차 구동모터	- 친환경차 성장에 따른 구동모터 성장 - GM向 변속기 오일펌프 수주 확대
한라비스테온공조	BUY	54,000	47,500	5,071.1	15.2	공조	공조시스템	- 공조부품 Cost 대비 연비개선효과 높음 - 전자식컴프레서, PTC히터, 배터리쿨러 등 친환경차 확대 수혜
에스엘	NR	-	19,500	660.4	8.5	램프류	램프류, 사시류	- DRL 확대 적용 시 믹스 개선 - LED 광원 램프 확대에 동사 믹스 개선 전망
코리아에프티	NR	-	6,000	167.0	8.1	경량화, 중발가스포집	플라스틱 필라넥, 카본캐니스터	- 중발가스 규제에 따른 카본캐니스터 믹스 개선 - 플라스틱 필라넥 경량화 수혜
삼기오토모티브	NR	-	9,100	140.3	8.9	엔진, T/M	엔진, 변속기(DCT 포함)	- DCT 확대에 따른 수혜 (VV 등 DCT 수주 확대에 성장 지속)
경량산업	NR	-	12,950	227.4	6.1	T/M	변속기(A/T)	- 중국 자동 6속 변속기 확대 수혜
평화정공	NR	-	19,900	417.9	7.1	도어부품류	도어 시스템, 도어부품 류	- 신제품 액티브후드시스템 등 의무 적용 - 신제품 확대에 믹스 개선 전망
새로운오토모티브	NR	-	10,850	208.3	8.9	마찰재류	브레이크 패드 류	- 중국 Non Steel 마찰재 채용 확대 수혜 - 원화강세 수혜주
NMH코리아	NR	-	5,200	149.4	7.1	NMH류	헤드라이너, NMH 부품	- 소음, 진동 등 감성품질 강화 수혜
화신	NR	-	12,500	436.5	7.0	경량화	차량 경량화(사시)	- 경량화 수혜

주: 붉은 음영은 투자 매력도 높은 종목
자료: 유진투자증권



II. 패러다임의 변화: 친환경, 안전성, 편의성으로

1. 친환경, 이제는 선택이 아닌 필수

유럽을 중심으로 주요국 환경규제 목표 강화

유럽을 중심으로 친환경 정책과 규제 강화

중국을 비롯한 미국, 유럽, 일본 등 자동차 주요국은 자동차 환경규제 목표를 앞다투어 강화하고 있다. 대부분 국가에서 배출가스, 연비 혹은 연료소비 등 규제의 대상만 다를 뿐, 짧게는 2015년에서 길게는 2025년까지 현재 대비 48%~89%의 연비개선을 요구하고 있다.

해당 연비가 기준치에 부합하지 않을 경우의 패널티도 강화되었다. 미국의 경우 0.1mpg당 5.5달러의 벌금을 판매차량 전체에 부과하고, 유럽은 초과 배출량을 기준으로 5~95유로까지 누진 벌금을 부과할 계획이다. 일본도 목표 미달성 업체의 차량을 공개하고 벌금을 부과하는 등 제재를 강화할 예정이다.

도표 11 주요국 환경규제 목표 요약: 유럽의 규제가 가장 강도 높음

	EU	일본	미국	중국	한국	캐나다
규제대상	배출가스	연비	연비	연료소비	연비	온실가스
목표연도	2020	2020	2025	2020	2015	2016
규제치(g/km)	95	105	107	117	153	170

주: 미국, 캐나다는 경량차, 중국은 기술린차 기준. 규제치는 이산화탄소 배출량 단위로 환산
자료: 각국 규제정책 자료, 유진투자증권

도표 12 주요국 자동차 연비규제 현황

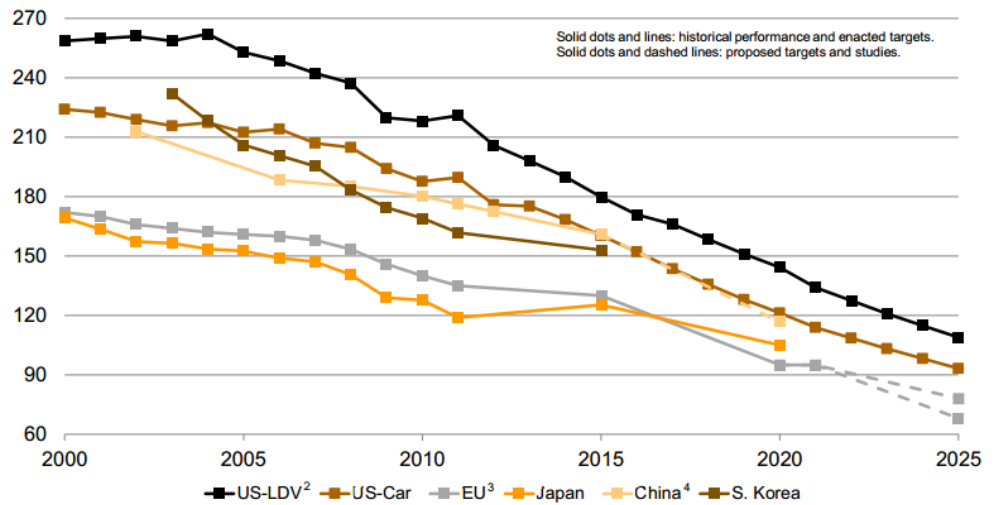
국가	세부 내용
유럽	- 2015년까지 연비 17.9km/l, 배기가스 130g/km 수준, 2020년까지 연비 24.4km/l, 배기가스 95g/km 수준으로 개선 - 2015년부터 자동차의 이산화탄소 배출량이 130g/km을 초과할 경우 초과 배출량 기준으로 5~95유로의 누진 벌금을 부과할 계획
미국	- 2016년까지 연비 15.1km/l, 배기가스 155g/km 수준, 2025년까지 연비 23.2km/l, 배기가스 101g/km 수준으로 규제 - 평균 연비가 기준치에 미달할 경우 0.1mpg에 5.5달러의 벌금을 전체 판매 차량에 부과
일본	- 2015년까지 연비 16.8km/l, 배기가스 130g/km 수준, 2020년까지 연비 20.3km/l, 배기가스 105g/km 수준으로 규제 - 2015년까지 연비 목표 미달성시 미달업체 차량공개, 벌금 부과 등의 제재 예정

자료: 각국 규제정책 자료, 유진투자증권



이러한 규제 강화의 선두에 유럽이 있다. 유럽의 규제 강도는 주요국 중 가장 공격적이다. 주목할 점은 유럽의 규제에 주요국 규제목표가 수렴하고 있다는 점이다. 상대적으로 규제가 강하지 않은 미국 LDV(Light Duty Vehicle)이나 중국 승용차의 경우도 2020년~2025년까지 EU 규제에 준하는 수준까지 연비를 개선해야 한다. 완성차업체는 이러한 범국가적인 환경규제의 목표 강화 때문에 연비강화를 위한 기술 개발에 비용 지출을 아끼지 않을 것으로 판단한다.

도표 13 유럽 규제에 수렴하는 배기가스 규제 (gram CO2/km)



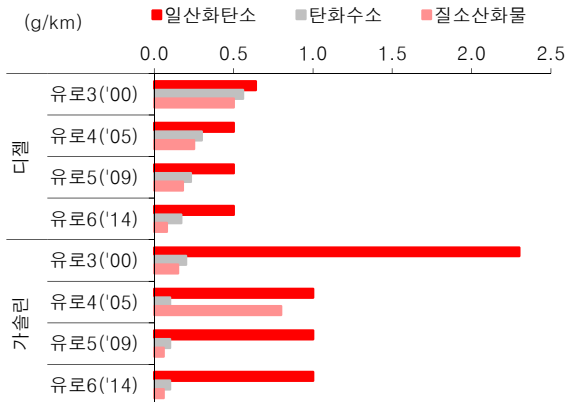
자료: ICCT(2014), 컨티넨탈, 유진투자증권

도표 14 주요국 환경규제 목표 세부내용

국가	목표연도	기준	규제	구조	적용차종
미국(California 포함) (발효)	2016	연비/ 온실가스	34.1 mpg 혹은 250 gCO2/mi	사이즈 기준 기업평균연비	승용차/경트럭
미국 (발효)	2025	연비/ 온실가스	49.1 mpg 혹은 165 gCO2/mi	사이즈 기준 기업평균연비	승용차/경트럭
캐나다 (발효)	2016	온실가스	153 (157) gCO2/km	사이즈 기준 기업평균연비	승용차/경트럭
EU (발효) EU (제안)	2015 2020	CO2	130 gCO2/km 95 gCO2/km	중량 기준 기업평균연비	승용차/SUV
일본 (발효) 일본 (발효)	2015 2020	연비	16.8km/L 20.3km/L	중량, 차급 기준 기업평균연비	승용차
중국 (발효) 중국 (연구 중)	2015 2020	연비	6.9L/100km 5L/100km	8개 차급간 기업평균연비	승용차/SUV
대한민국 (발효)	2015	연비/ 온실가스	17km/L 혹은 140 gCO2/km	중량 기준 기업평균연비	승용차/SUV
멕시코 (발효)	2016	연비/ 온실가스	35.1mpg 혹은 157 g/km	사이즈 기준 기업평균연비	승용차/경트럭
브라질 (발효)	2017	연비	1.82MJ/km	중량 기준 기업평균연비	승용차
인도 (제안)	2016 2021	CO2	130g/km 113g/km	중량 기준 기업평균연비	승용차/SUV

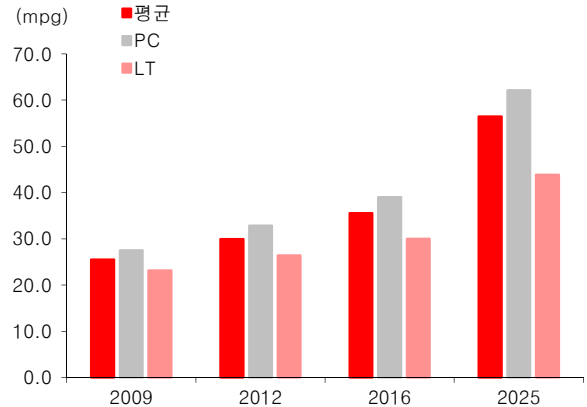
자료: 각국 규제정책 자료, 유진투자증권

도표 15 유럽 배기가스 규제: 디젤 질소산화물 기준
2014년까지 '09년 대비 56% 개선 요구



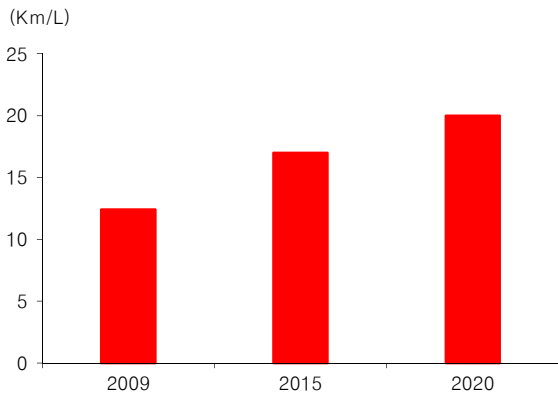
자료: 각국 규제정책 자료, 유진투자증권

도표 16 미국 연비규제: 2025년까지 '12년 대비 89% 개선 요구



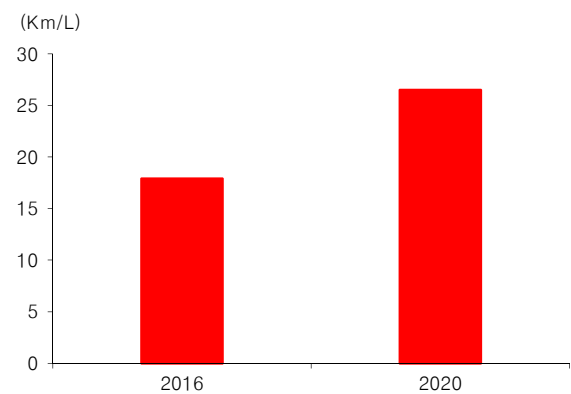
자료: 각국 규제정책 자료, 유진투자증권

도표 17 한국 연비규제: 2020년까지 '09년 대비 61% 개선 요구



자료: 각국 규제정책 자료, 유진투자증권

도표 18 중국 연비규제: 2020년까지 '16년 대비 48% 개선 요구



자료: 각국 규제정책 자료, 유진투자증권



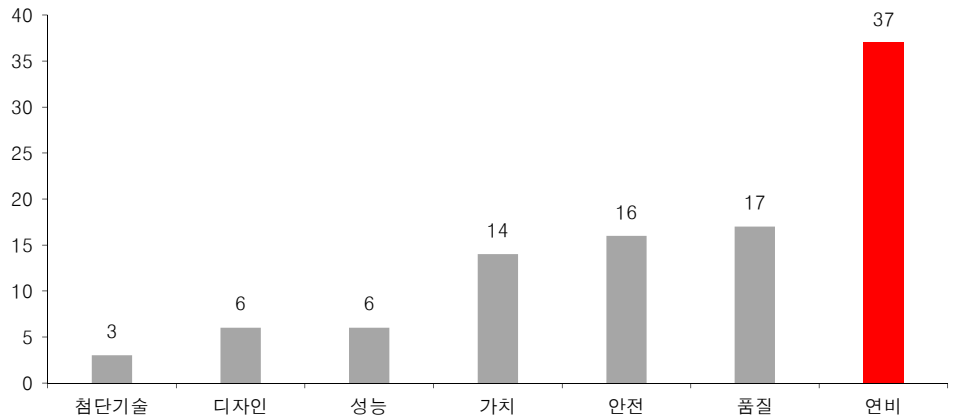
연비, 이제는 소비자 선택의 필수적 요소

이제는 규제 당국이 아닌 수요의 관점에서 바라보자.

소비자들도
유지비 부담 없는
고연비 차량 선호

소비자들도 또한 차량 선택에 있어 연비를 가장 중요한 요소로 꼽는다. 2012년 美컨슈머리포트의 ‘소비자들이 자동차 구매 시 우선 고려요인’ 조사 결과, 소비자의 37%가 ‘연비’를 구매의 최우선 고려요소로 꼽았다. 소비자들은 경기 둔화와 고유가가 지속됨에 따라 가용소득이 감소하였고, 이에 자동차 유지비용의 부담 완화가 구매의 최우선 요인이 되었을 것으로 판단한다.

도표 19 자동차 선택에 최우선 요소, 연비!

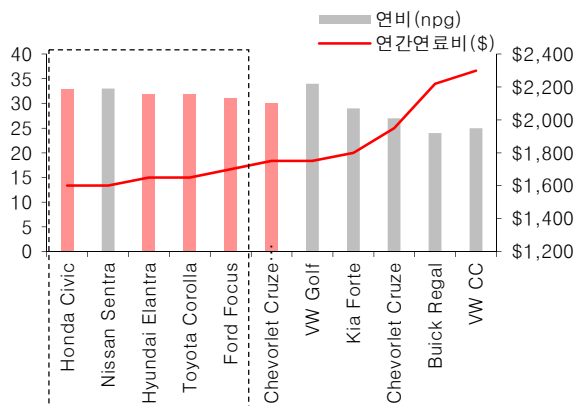


자료: Consumer Report(2012), 유진투자증권



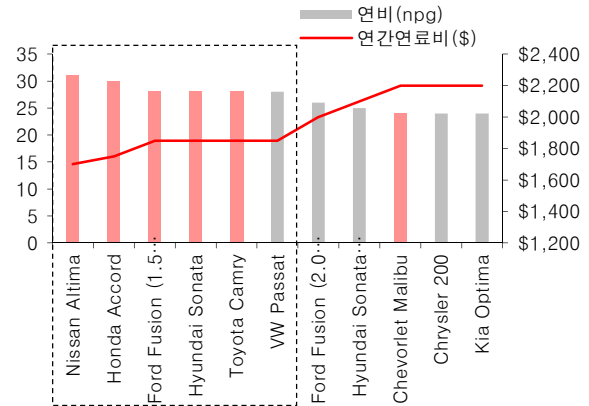
실제 미국 Compact car 및 Midsize car의 연비(모델연식 2014년 기준)와 판매대수를 분석해보면, 연비와 판매대수가 비례함을 알 수 있다. Compact car 및 Midsize car 차급 상위 50%의 차종들의 2013년 판매 호조가 두드러진다. 2013년 미국 베스트셀러 상위 20위를 살펴보면, 랭크된 11개 차종의 Midsize Car 중 연비가 우수한 상위 50% 모델인 도요타 캠리, 코롤라, 혼다 어코드, 시빅, 닛산 알티마, 현대 쏘나타, 엘란트라, 포드 퓨전, 포커스 등 9개 모델이 연비가 효율적이지 못한(하위 50%) 경쟁차량 2개(쉐보레 말리부, 크루즈)대비 판매 상위에 다수(82%, 11개 차종 중 9개) 랭크되어 있다.

도표 20 Midsize Car 기준 연비 상위 50%가
2013년 판매 Top 20 내 82% 포진 (1)



주: 붉은색은 2013년 미국 베스트셀링카 Top 20
자료: EPA, 유진투자증권

도표 21 Midsize Car 기준 연비 상위 50%가
2013년 판매 Top 20 내 82% 포진 (2)



주: 붉은색은 2013년 미국 베스트셀링카 Top 20
자료: EPA, 유진투자증권



이 같은 결과는 소비자 구매의 판단 근거가 변화했다는 방증이다. 즉, 소비자 니즈에 부합하는 차량의 요건이 과거 우수한 동적 성능이었다면 현재는 효율적인 연비개선 수준이 된 것이다. 따라서, 업체간 연비 경쟁은 규제뿐 아니라 수요 측면에서도 피할 수 없는 필수 과제다.

도표 22 2013년 미국 베스트셀러 Top 20: 동급 내 연비 상위 차종 2013년 판매 Top 20 안에 대거 포진 (Midsize car 11차종 중 상위 9개, 하위 2개)

판매순위	회사	차명	세그먼트	누적판매량	yoy(%)
1	포드	F시리즈 픽업	픽업트럭	688,810	19.5
2	쉐보레	실버라도 픽업	픽업트럭	437,821	19.1
3	도요타	캠리	중형차	378,520	1.3
4	혼다	어코드	중형차	333,804	10.4
5	닷지	램 픽업	픽업트럭	322,268	22.5
6	혼다	시빅	중형차	307,180	7.9
7	닛산	알티마	중형차	295,907	6.1
8	도요타	코롤라/매트릭스	소형차	279,618	5.0
9	혼다	CR-V	소형 SUV	275,145	7.5
10	포드	이스케이프	소형 SUV	271,531	12.7
11	포드	퓨전	중형차	270,872	22.0
12	쉐보레	크루즈	중형차	230,062	6.3
13	현대	엘란트라	소형차	226,220	23.6
14	쉐보레	이쿼녹스	소형 SUV	220,980	11.0
15	포드	포커스	소형차	219,001	-1.9
16	도요타	프리우스	HEV	218,508	0.9
17	도요타	RAV4	소형 SUV	197,279	25.2
18	현대	소나타	중형차	189,169	-9.8
19	쉐보레	말리부	중형차	185,101	-7.1
20	지프	그랜드체로키	SUV	157,758	14.6

주: Compact & Midsize Car 중 붉은 영역은 상위 50% 연비 보유 차량, 회색 영역은 하위 50% 연비 보유 차량
자료: Motor Intelligence, 유진투자증권



도표 23 미국 Model Year 2014 기준 Compact/ Midsize Car 연비 비교

Compact Car 연비 비교										
업체명		Buick	Chevrolet	Chrysler	Hyundai	Kia	Nissan		Toyota	VW
모델명	모델	Verano	Sonic	200컨버터블	Accent	Rio	Versa	Versa	Yaris	Jetta
	변속기	6 A/T	6 A/T	6 A/T	6 A/T	6 A/T	CVT	6 A/T	4 A/T	6 A/T
	배기량(L)	2.0	1.8	2.4	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5	1.8
	기통수(cyl)	4	4	4	4	4	4	4	4	4
	기타	-	-	-	-	-	-	-	-	-
연비(MPG)	혼합	24	28	22	31	31	35	30	32	29
	도심/고속	21/30	25/35	18/29	27/38	27/37	31/40	26/35	30/36	25/36
연간연료비(USD)		\$2,220	\$1,850	\$2,400	\$1,700	\$1,700	\$1,500	\$1,750	\$1,650	\$1,800
온실가스등급(GHG rating)		6	7	5	8	8	9	8	8	7

MidsizeCar 연비 비교 (1)												
업체명		Buick	Chevrolet		Ford	Honda	Hyundai	Kia	Nissan	Toyota	VW	
모델명	모델	Regal	Cruze	Cruze	Focus	Civic	Elantra	Forte	Sentra	Corolla	CC	Golf
	변속기	6 A/T	6 A/T	6 A/T	6 A/T	CVT	6 A/T	6 A/T	CVT	CVT	6 DCT	6 DCT
	배기량(L)	2.0	1.4	1.8	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	2.0	2.0
	기통수(cyl)	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
	기타	-	터보	-	-	-	-	-	-	-	터보	터보
연비(MPG)	혼합	24	30	27	31	33	32	29	33	32	25	34
	도심/고속	21/30	26/38	22/35	27/31	30/39	28/38	25/36	30/39	29/38	22/31	30/42
연간연료비(USD)		\$2,220	\$2,220	\$1,750	\$1,950	\$1,700	\$1,600	\$1,650	\$1,800	\$1,600	\$1,650	\$2,300
온실가스등급(GHG rating)		6	6	8	7	8	8	8	7	8	8	6

MidsizeCar 연비 비교 (2)												
업체명		Chevrolet	Chrysler	Ford		Honda	Hyundai		Kia	Nissan	Toyota	VW
모델명	모델	Malibu	200	Fusion	Fusion	Accord	Sonata	Sonata	Optima	Altima	Camry	Passat
	변속기	6 A/T	6 A/T	6 A/T	6 A/T	CVT	6 A/T	6 A/T	6 A/T	CVT	6 A/T	6 A/T
	배기량(L)	2.0	2.4	2.0	1.5	2.4	2.0	2.4	2.0	2.5	2.5	1.8
	기통수(cyl)	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
	기타	터보	-	터보	터보	-	터보	-	터보	-	-	터보
연비(MPG)	혼합	24	24	26	28	30	28	25	24	31	28	28
	도심/고속	21/30	21/30	22/33	23/36	27/36	24/35	21/32	20/31	27/38	25/35	24/34
연간연료비(USD)		\$2,220	\$2,200	\$2,200	\$2,000	\$1,850	\$1,750	\$2,100	\$1,850	\$2,200	\$1,700	\$1,850
온실가스등급(GHG rating)		6	6	6	7	7	8	6	7	6	8	7

주: 굵은문자는 연간연료비 기준 상위 50% 차종. Small Car, Midsize Car(1) \$1,700이하, Midsize Car(2) \$2,000 이하

주: 붉은문자는 연비개선기술(터보, DCT, CVT 등)

자료: EPA, 유진투자증권



연비개선기술, 다다익선(多多益善)?

하이브리드와 CNG가 연비개선에 가장 효과적

앞서 설명한 바와 같이 규제와 소비자 니즈의 변화로 완성차 업체들은 친환경을 염두한 고연비, 배기가스 저감기술에 대한 관심이 높아지고 있다. 대표적인 연비개선기술은 크게 1) 엔진, 연료시스템, 트랜스미션 등 파워트레인 계통의 개선기술과 2) 공조시스템 개선 3) 경량화, 공기역학, 타이어굴림저항 등을 이용한 기술이 있다.

표면적으로 가장 높은 연비개선은 하이브리드, 전기차와 같은 친환경차(xEV) 기술이나 압축천연가스(CNG)를 이용한 구동계의 장착이다. 이를 통해 적게는 15%에서 25%까지 차량의 연비가 개선된다. ICE(내연기관) 이용 시 기술적으로 커먼 레일 인젝션과 터보차저를 이용한 엔진 다운사이징이 유용하다. 이 기술을 통해 각각 15%의 자동차 연비개선이 가능하다. 또한 변속기(DCT 및 고단 변속기) 변경만으로 연비개선이 가능하며, 부가적인 ADAS, 연료관리 및 타이어압력관리 시스템, 브레이크 개선으로도 연료절감이 가능하다.

도표 24 대표적인 연비개선기술

엔진	실린더 작동 정지	대형 엔진의 경우 고속주행 시 불필요한 실린더 작동 정지해 연료 절감
	터보차저	배기시스템에서 버려지는 열을 이용, 엔진에 흡입되는 공기를 압축해 효율성 확대 (엔진 다운사이징 가능)
연료시스템	직분사방식	공기와 연료의 혼합을 크게 개선시켜 연소과정 개선
	가변밸브 리프트/타이밍	공기와 연료 흐름을 효율적으로 통제해 연료효율성 높여 성능 개선
트랜스미션	고단변속기	기어 수를 늘려 엔진에서 발생한 동력을 바퀴에 전달 시 손실 동력 최소화
	DCT	듀얼클러치변속기, 자동변속기 편리성과 수동변속기 고연비를 접합
	CVT	계속가변변속기, 엔진이 가장 효율적인 스피드로 작동 가능하도록 고안된 기술
공조시스템		냉방시스템 호스와 연결부분은 냉매 유출을 줄여 환경 보호
경량화 등		가벼운 차체와, 공기저항 적은 외관과 타이어 굴림 저항 개선으로 연비 향상 가능

자료: 산업자료, 유진투자증권

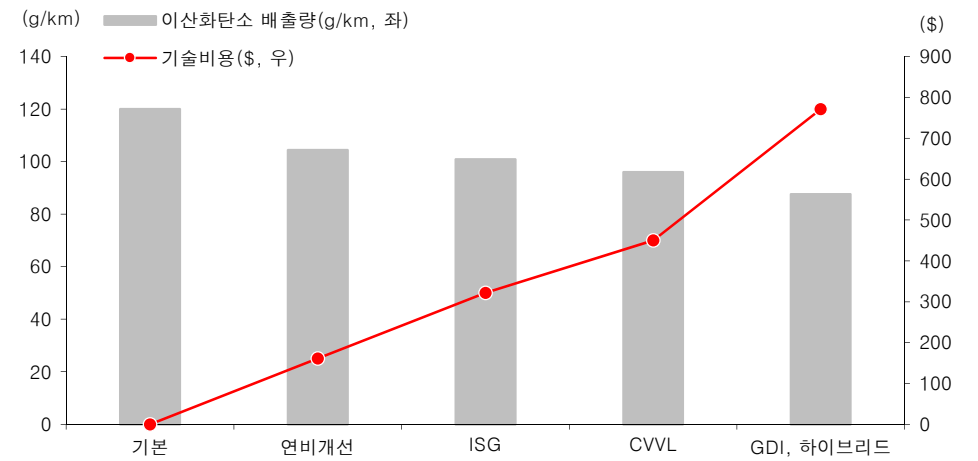


연비개선기술 적용에는
많은 비용이 들어
성장성은 아이템별로
다들 전망

하지만 몸에 좋은 약이라고 마냥 사용할 수는 없다. 기술의 상반성(incompatibility)과 높은 비용 때문이다. DCT와 고단 자동변속기를 동시에 장착할 수 없는 것처럼 좋은 기술이라도 병행하지 못하는 경우(상반성)가 있다. 해당 기술을 장착할 수 있을지라도 개선 정도에 따라 비용은 급격히 증가한다. 때문에 가격 경쟁력(수익성) 약화와 품질(연비) 강화라는 딜레마 속에서 자동차 업체들은 마냥 연비개선에 용이한 기술을 장착할 수는 없다.

특히, 국내 대표적인 완성차업체 현대차, 기아차, 쌍용차는 시장 내 Mass Brand로 가격대비 성능비를 중시하는 포지션에 있다. 이를 감안할 때 비용 증가에 따른 차량가격 인상 여지(소비자 전가 비용) 혹은 비용 감당(수익성 훼손) 정도가 Luxury Brand 대비 현저히 낮아 **무조건적인 기술의 장착은 제한적일 것**이라고 판단한다.

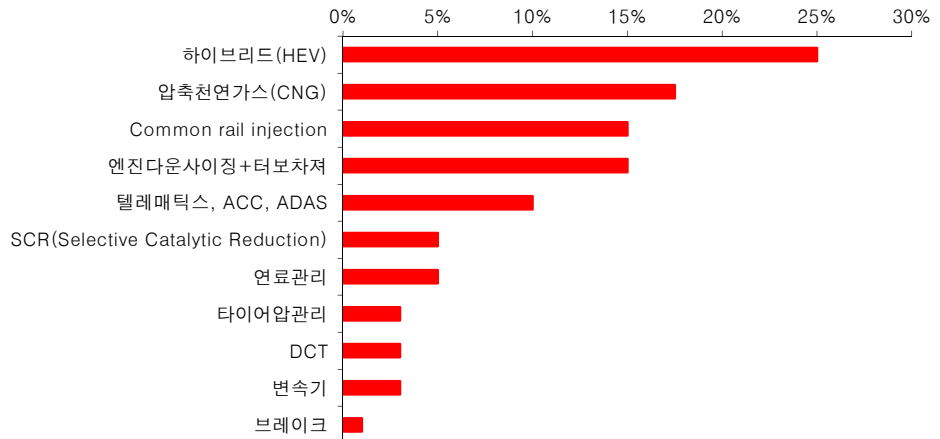
도표 25 연비개선기술 탑재에 따른 기술비용 증가: 좋다고 무조건 장착할 수는 없다!



주: 연비개선은 RR 개선, 엔진, 경량화, 공기저항개선, DWT 추가
자료: 산업자료, 유진투자증권

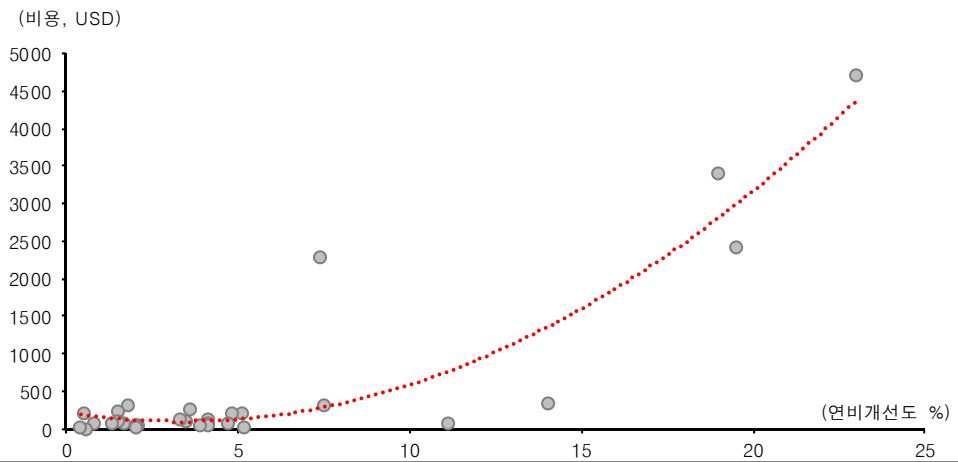


도표 26 연비개선기술과 연비개선 정도: HEV와 천연가스가 연비개선에 매우 효과적



자료: 컨티넨털, 유진투자증권

도표 27 연비개선을 위해 비용은 기하급수적으로 증가
(미국 기준 온실가스 및 연비개선 기술비용과 효과(2013) 정리)



자료: ICCT(2013), 유진투자증권



파워트레인, 가장 용이한 연비개선 방법

완성차업체 입장에서
파워트레인 개선이
가장 용이

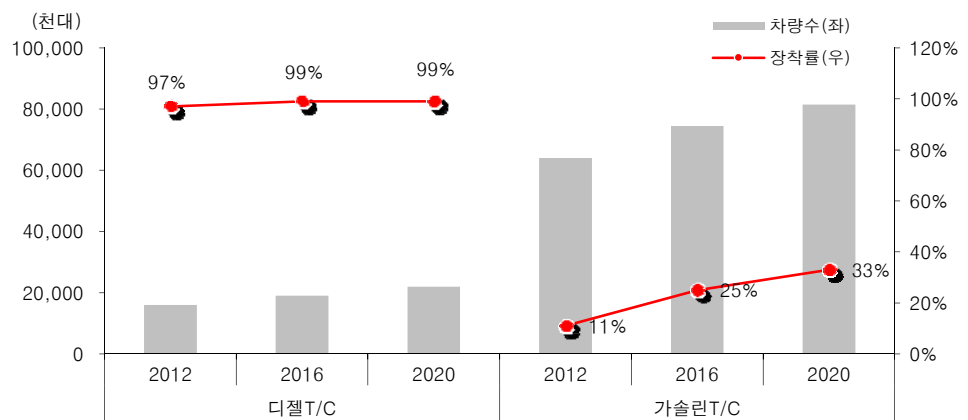
완성차 입장에서 연비개선을 위한 가장 용이한 접근 중 하나는 파워트레인의 개선이다.

대부분 내연기관을 바탕으로 성장해 온 완성차업체들 입장에서 파워트레인의 개선은,

- 1) (효율성) 연비개선 정도가 타 기술대비 높고
- 2) (낮은 구매/서플라이어 리스크) 타 기술대비 서플라이어와 아이템의 추가/변경이 적고
- 3) (기술 내재화/고부가) 원천기술이 대부분 해외업체에 있어 기술내재화 시 비용절감 등 부가가치가 높고
- 4) (기술 원천) 엔진/변속기 기술이 상당부분 완성차업체에 종속되어 있어

엔진/변속기 등 파워트레인을 통한 연비개선은 장기적으로 완성차업체에 유리하다.

도표 28 티보차저(T/C) 시장 전망: 가솔린 T/C 기술의 급격한 성장 전망 (CAGR 디젤 T/C 3.0%, 가솔린 T/C 19.2%)



자료: 컨티넨탈, 유진투자증권

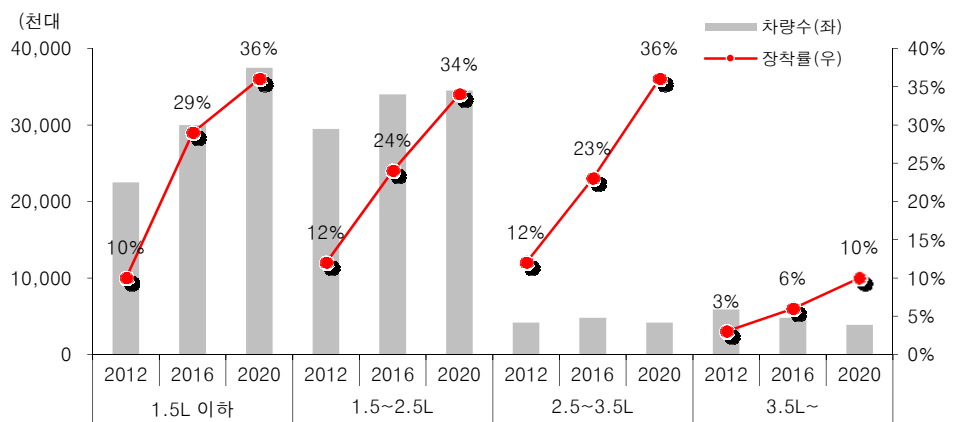


엔진 다운사이징 기술은
터보차저에 기반

이에 엔진 다운사이징 기술에 기반한 터보차저 및 직분사시스템 성장이 높아 보인다.

특히 현대기아차는 현재 다운사이징 기술 기본인 터보차저(T/C)에 대한 원천기술을 가지고 있지 않아 원천 기술 보유한 일본의 IHI와 현대위아의 합작 법인(JV, Joint Venture)을 통해 해당 기술을 내재화할 계획이다. 이를 통해 현재 다운사이징 엔진과 터보차저의 수요가 높아지고 있음에도, 현대위아의 터보차저 기술 확보 시 현대차그룹의 다운사이징 엔진 공급이 보다 원활할 것으로 판단한다.

도표 29 배기량별 가솔린 T/C 시장 전망: 다운사이징 염두한 1.5L 이하, 1.5~2.5L 중 소형 배기량 엔진 T/C 시장의 성장 주목 (CAGR ~1.5L 24.8%, 1.5~2.5L 15.4%, 2.5~3.5L 14.6%, 3.5L~ 13.5%)



자료: 컨티넨탈, 유진투자증권



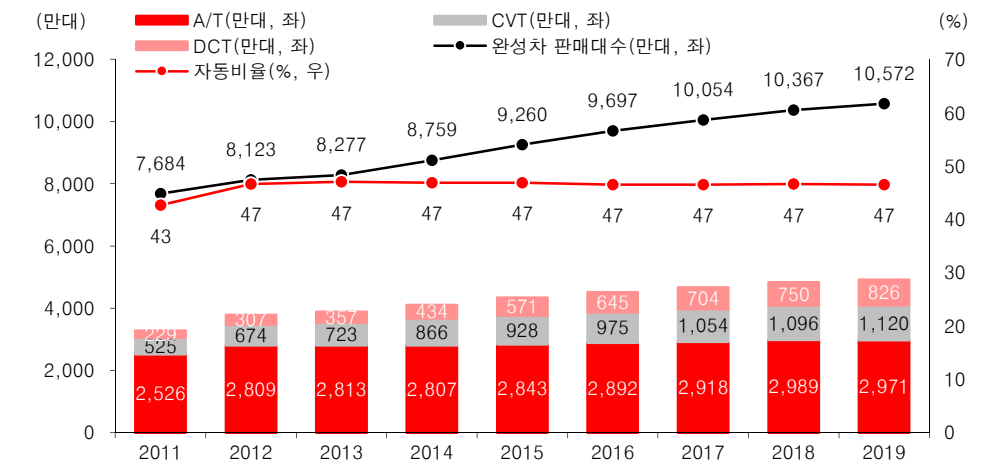
차세대 변속기인
CVT, DCT 성장도
높을 전망

또한 CVT나 DCT 등 차세대 변속기 채용으로 인한 연비개선 가능성이 높아 보인다.

최근 고단 변속기 채용 증가한 부분도 연비개선의 주된 요인이다. 현대기아차 기준 주력 변속기가 6속 자동 변속기임(8~10년/세대)을 감안할 때 가격대비 효율이 높은 7~8속 변속기로 확대 채용에 따른 성장이 장기적으로도 가능하다. 하지만 현재 기술로는 8속 변속기 이상에서 비용대비 효율성 떨어지기 때문에 변속기의 고단화를 대체할 차세대 변속기에 대한 요구도 확대되고 있다.

이에 차세대로 주목받고 있는 변속기는 CVT와 DCT이다. 특히 DCT는 연비개선이 타 변속기 대비 탁월해 성장 가능성이 높다. 현재 VW 등 유럽 업체들이 수동 일색인 유럽시장을 중심으로 수동변속기 기반인 DCT를 빠르게 성장시키고 있다. 일본업체들은 Jatco를 중심으로 CVT를 통한 연비개선에 역점을 두고 있다. IHS 전망에 따르면, 2019년까지 연평균 성장률이 A/T는 2.0%인데 반해 CVT는 10.0%, DCT는 17.4%로 고성장을 할 것으로 전망했다. 변속감과 응답성, 비용이 상이하기 때문에 지역에 맞는 대응이 필요하겠지만, 장기적으로 연비개선을 염두한 해당 변속기로의 성장이 기대된다.

도표 30 변속기별 시장 전망: 자동 변속기 중 DCT의 성장이 가장 높음
(CAGR DCT 17.4%, CVT 10.0%, A/T 2.0%)



자료: IHS(2013.10), 유진투자증권

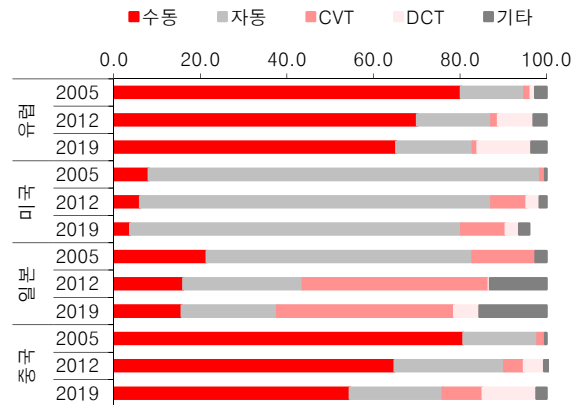


도표 31 가솔린 직분사, 터보차저 등 기술이 급속히 성장할 것으로 전망

(단위: 백만배)	직분사시스템		터보차저	
	디젤	가솔린	디젤	가솔린
2012	17	9	17	7
2014	18	14	17	11
2016	19	22	19	16
2018	21	29	20	20
2020	22	33	21	24
CAGR	3.1	17.8	2.9	17.5

자료: KARI, 유진투자증권

도표 32 지역별 T/M 비중 추이 및 전망: 유럽과 중국은 수동 중심, 미국은 자동 중심



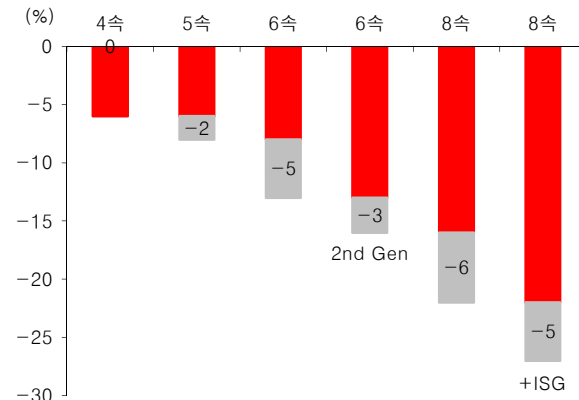
자료: KARI, 유진투자증권

도표 33 변속기별 변속감, 응답성, 연비, 비용 비교: DCT의 연비개선은 타 변속기대비 탁월

	자동변속기(AT)	무단변속기(CVT)	듀얼클러치(DCT)
변속감	중	상	하
응답성	중	하	상
연비개선	하	중	상
비용	저	중	고

자료: KARI, 유진투자증권

도표 34 고단변속기 채용시 연비개선: 고단화 될수록 개선 정도는 체감하나 비용은 급격히 증가



자료: ZF, 유진투자증권



Mass Brand의 연비개선기술 Top-picks: 파워트레인, 공조기술, 전장기술

대중브랜드에 적용 용이한
연비개선기술은
효율성 높고 비용 낮아야

당사 분석에 따르면 Mass Brand가 접근이 유리한 연비개선 기술은 파워트레인, 공조기술, 전장기술로, 연비개선 트렌드에 해당 기술의 수혜가 가장 클 것으로 판단한다.

현대기아차와 같이 소위 '가성비'가 높은 Value Car를 공급하는 Mass Brand 업체들의 연비개선을 위해 접근 가능한 기술의 우선순위가 무엇인지 분석해 보았다. 해당 브랜드 업체들은 Volume이 크기 때문에 부품 업체에 미치는 파급효과가 클 것으로 판단했기 때문이다.

이를 위해서는 우선 1) 연비개선 효율성이 높고 2) Volume 모델에 적용이 용이해야 하므로 큰 비용이 들지 않아야 했다. 그리고 3) 장착 시 연비개선 정도가 높은 기술 중심으로 정렬해 보았다. 이러한 기술을 선별하기 위해 아래와 같은 기준으로 기준에 부합하는 상위 5개 기술을 선별했다.

- 1) (평균 추가비용 \$500 이하) 추가비용이 높지 않아 중저가 모델 채용률 확대가 용이하고
- 2) (1% 연비개선비용 \$50 이하) 장착 시 효율성이 높으며
- 3) (상기 2개 기준으로 정렬 시 상위 5개 기술) 장착 시 개선 정도가 높은 기술

그 결과 상기 기준으로 선정한 비용대비 높은 효율성을 지닌 연비개선기술을 우선순위로 정렬해보면, 'DCT > 7속 변속기 > 티보차저/다운사이징 > 가변스트로크 HVAC > 전자식 스티어링' 순이다.



**DCT, 고단변속기,
다운사이징이 효과가 우수**

즉, 연료 효율성이 높은 기술관련 부품을 양산하는 업체는 주로 파워트레인(엔진, 변속기) 계통 생산업체와 공조업체, 전장업체이다. 이에 국내 업체 중 해당 기술의 수혜가 큰 업체를 다음과 같이 요약 하였다.

선정한 저비용, 고효율 연비개선기술은 'DCT > 7속 변속기 > 터보차저/다운사이징 > 가변스트로크 HVAC > 전자식 스티어링' 기술이며, 해당 부품을 양산하는 업체는

- 1) DCT - 현대위아, 삼기오토모티브
- 2) 고단 변속기 - 삼기오토모티브, 경창산업
- 3) 터보차저/다운사이징 - 현대위아
- 4) 가변스트로크 HVAC - 한라비스테온공조
- 5) 전자식스티어링 - 현대모비스, 만도

도표 35 연비개선기술과 기술도입비용 (2011)

	평균추가비용	평균개선연비	연비개선1%당비용
저점도윤활유	\$6	0.5%	\$12.00
WT-Coupled Cam Phasing (CCP), OHV	\$53	2.5%	\$21.00
가변스트로크 HVAC	\$80	3.5%	\$22.86
터보차저/다운사이징	\$129	5.0%	\$25.80
저굴림저항타이어	\$40	1.5%	\$26.67
공기저항개선 5%-10%	\$45	1.5%	\$30.00
전자식스티어링	\$95	3.0%	\$31.67
Valve Event Manipulation	\$52	1.5%	\$34.67
7속 변속기	\$235	6.0%	\$39.17
WT-Coupled Cam Phasing (CCP), SOHC	\$105	2.5%	\$42.00
WT-Dual Cam Phasing (DCP)	\$105	2.2%	\$46.67
DCT	\$350	7.5%	\$46.67
CVT	\$207	4.0%	\$51.63
8속 변속기	\$425	7.0%	\$60.71
Valve Event Manipulation (가변식밸브리프트)	\$760	11.0%	\$69.09
WT-Intake Cam Phasing (ICP)	\$105	1.5%	\$70.00
실린더비활성화, OHV	\$353	5.0%	\$70.50
엔진마찰감소	\$95	1.3%	\$75.60
CWL	\$450	5.0%	\$90.00
경량화 5%	\$297	3.3%	\$91.38
경량화 10%	\$713	6.5%	\$109.69
실린더비활성화, SOHC	\$555	5.0%	\$111.00
하이브리드	\$6,000	47.0%	\$127.66
DWL, SOHC/DOHC	\$293	2.3%	\$130.00
경량화 20%	\$1,600	12.0%	\$133.33
기술린직분사(GDI)	\$319	2.2%	\$141.78
Stop/Start Hybrid	\$885	4.0%	\$221.20

주: 붉은음영은 평균추가비용 \$500 이하, 1% 연비개선 비용 \$50 이하 중 평균연비개선 정도가 높은 상위 5개 기술 자료: 산업자료(2011), 유진투자증권



국내 현대기아차 납품업체 중 DCT는 **현대위아**(6속)와 **다이모스**(7속)에서 공급하고 있으며, **삼기오토모티브**가 현대기아차 및 VW向 변속기 하우징과 밸브바디를 공급하고 있어 DCT 성장에 따른 매출 확대가 가능하다고 판단한다.

고단변속기 확대로 수혜가 가능한 업체는 현대기아차에 자동변속기를 납품하고 있는 **현대파워텍**(비상장)과 현대차그룹 주력 변속기인 6속 A/T 부품을 납품하는 **삼기오토모티브**, **경창산업** 등이 있다.

현대위아는 다운사이징 핵심기술인 T/C(터보차저)에 대한 기술 내재화를 위해 원천기술을 보유한 日 IHI와 합작사(JV, Joint Venture)를 통해 현대차그룹 T/C를 납품할 계획이다. 다운사이징 대응이 용이한 2.5L 미만의 엔진까지 현대위아에서 생산하고 있어 동사의 수혜가 클 것으로 판단한다.

한라비스테온공조는 가변스트로크 HVAC 등 연비개선 효과가 탁월하고 효율성이 우수한 공조사업에 강점을 가지고 있다. 글로벌 2위 공조업체인 한라비스테온공조는 친환경차에 특성화된 공조 기술력을 바탕으로 Tesla, BMW i시리즈 등 유수의 친환경차 업체/모델에 기존 대비 높은 가격에 고스펙 부품을 공급하고 있어 해당 시장 성장에 따른 큰 수혜가 기대된다.

전자식스티어링으로 대표될 수 있는 전장부품은 **현대모비스**와 **만도**가 국내 시장을 주도하고 있다. 특히 현대기아차 뿐만 아니라 글로벌 OE에 수주선을 넓게 가진 만도의 기술력은 자회사를 통해 센서시장으로까지 확대하고 있어 중장기적 성장성이 높다고 판단한다.



참고: ICCT(The International Council on Clean Transportation) 연비개선 기술과 효과 (2013)

앞선 평가와 동일한 기준으로 적용 가능성이 높은 기술을 정렬 시, 연비개선기술 항목 중

터보+다운사이즈 > 8단 건식 DCT > 10-20% 경량화 > Aggressive shift logic 2 > CVT 순으로 나타났다.

도표 36 미국기준 온실가스 및 연비개선기술비용과 효과 (2013)

Technology	CO2 Reduction (% from baseline vehicle)		2017 Total Cost for small car	2025 Total Cost for small car
	SMALL CAR	LARGE CAR	2010\$	2010\$
ENGINE TECHNOLOGY				
Low-friction lubricants	0.6	0.8	4	4
Engine friction reduction level 1	2	2.7	44	43
Engine friction reduction level 2	3.5	4.8	97	93
Cylinder deactivation (includes imp. oil pump, if available)	n.a.	6.5	196	160
WT - intake cam phasing	2.1	2.7	46	39
WT - coupled cam phasing	4.1	5.5	46	39
WT - dual cam phasing	4.1	5.5	95	78
Discrete WLT	4.1	5.6	163	133
Continuous WLT	5.1	7	244	200
Stoichiometric gasoline direct injection	1.5	1.5	277	226
Turbo+downsize (incremental to GDI-S) (18-27-bar)	11-17	14-21	427	337
Cooled exhaust gas recirculation (incremental to 24-bar TRBDS+SGDI)	3.6	3.6	305	249
Advanced diesel engine (T2B2 emissions level)	19.5	22.1	2965	2420
TRANSMISSION TECHNOLOGY				
Aggressive shift logic 1	2	2.7	33	27
Aggressive shift logic 2	5.2	7	34	27
Early torque converter lockup	0.4	0.4	30	25
High efficiency gearbox	4.8	5.3	251	202
6-speed automatic (from base 4AT)	3.1	3.9	-9	-8
8-speed dry DCT (from base 4AT)	11.1	13.1	80	66
Manual transmission (MT6)	0.5	0.5	260	218
HYBRID AND BATTERY ELECTRIC TECHNOLOGY				
12V start-stop	1.8	2.4	401	308
HV mild hybrid	7.4	7.2	3170	2273
Power split HEV	19	36	4483	3406
Two-mode hybrid drivetrain	23	28	7099	4722
Plug-in hybrid electric vehicle - 40-mile range	63	63	14401	8626
Full electric vehicle (EV) - 100-mile range	100	100	17837	9676
ACCESSORY TECHNOLOGY				
Improved high efficiency alternator and electrification of accessories (12 v)	1.7	1.3	89	75
Electric power steering	1.5	1.1	109	92
Improved high efficiency alternator and electrification of accessories (42 v)	3.3	2.5	143	120
Aero drag reduction (20% on car, 10% on trucks)	4.7	4.7	74	71
Low-rolling-resistance tires (20% on car, 10% on trucks)	3.9	3.9	73	44
Low-drag brakes	0.8	0.8	74	71
Secondary axle disconnect (unibody only)	1.3	1.3	98	82
MASS REDUCTION				
Mass reduction 10-20%	5-10%	5-10%	149-668	120-526

주: 붉은문자는 당사가 선정한 기준에 의해 비용대비 효율성과 개선효과가 클 것으로 판단하는 상위 5개 기술
자료: ICCT, 유진투자증권



2. 안전과 편의, 규제와 수요의 교집합

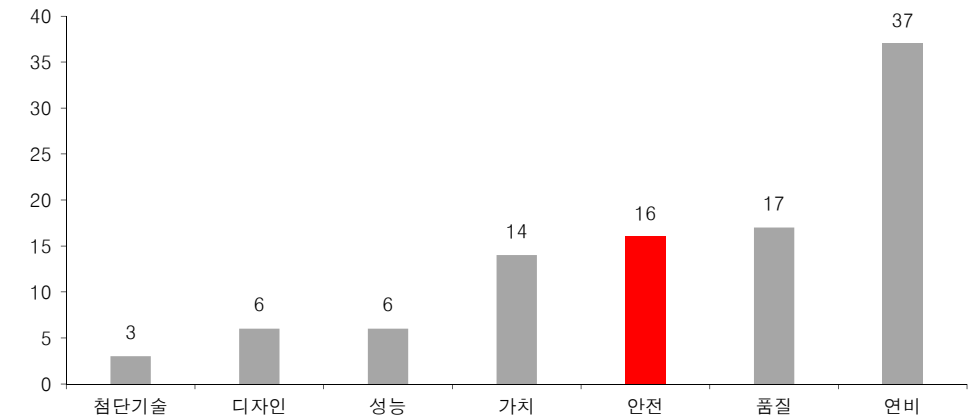
안전과 편의를 강화하는 정부의 규제 강화: ADAS 법제화

소비자 요구와 정부 규제로
안전과 편의 강화

안전과 편의 또한 완성차업체들이 피할 수 없는 영역이다.

소비자들의 선택은 이미 연비 다음으로 품질과 안전을 꼽고 있어 차량 선택에 중요한 Key Factor가 되었다. 안전과 편의강화에는 정부의 규제도 한 몫을 하고 있다. NCAP으로 대표되는 신차평가프로그램은 유럽을 중심으로 안전/편의 규제를 강화하고 있다. 이에 주요국들에서는 규제를 통해 신차 의무장착사항으로 각종 전장제품 채용을 의무화 내지 독려하고 있다.

도표 37 연비 다음으로 중요하게 생각하는 요소는 품질과 안전!



자료: Consumer Report(2012), 유진투자증권

도표 38 정부의 규제도 자동차 안전성 강화에 큰 역할



자료: 유진투자증권



유럽을 선두로
ADAS 탑재를 통한
능동안전으로의 변화 촉구

2013년부터 유럽에서는 Euro NCAP 5Star 요건을 단계적 강화하는 즉, 기존 수동안전에서 능동안전으로 의무 사항을 보강하고 있다. Euro NCAP은 통상적인 성인탑승자(Advanced Occupant Protection, AOP) 보호의 범주에서 안전성과 편의성을 강조한 보행자 보호(Pedestrian Protection, PP), 안전성지원(Safety Assistance, SA), 아동탑승자 보호(Child Occupant Protection)까지 안전의 범주를 확대해 신차의 안전성을 평가한다. 성인탑승자와 보행자 보호와 관련된 평가까지 의무화된다는 것은 전체 차량에 대한 해당 평가가 의무화된다는 의미이다.

도표 39 유로 NCAP은 5 Star 요건을 단계적 강화해 능동안전으로 변화 촉구

구분	의무화시기	가산점 관련 능동안전시스템(ADAS)	
성인탑승자보호	-	수동안전 6개 항목	
	2014	AEB city(정지차량 충돌회피, 피해경감, 경보)	차량위치검출
보행자보호	-	수동안전 3개 항목	
	2016	AEB pedestrian (보행자 감지, 충돌회피)	보행자위치검출
주행보조	-	SBR(Seat Belt Reminder)	
	-	ESC(Electronic Stability Control)	
	2014	AEB urban (정속/감속차량 충돌회피, 피해경감, 경보)	차량위치검출
	2014	LDW/ LKA	차선인식
	2013	SAS(Speed Assist System)	표지판제한속도인식

자료: 현대모비스, 유진투자증권



가산점이 추가되는 ADAS(Advanced Driver Assistance System, 첨단운전보조시스템) 주요 항목은 AEB(Autonomous Emergency Braking), BSD(Blind Spot Detection), LDW(Lane Departure Warning, 차선이탈경고시스템), LKA(Lane Keeping Assist, 차선유지보조시스템)이다.

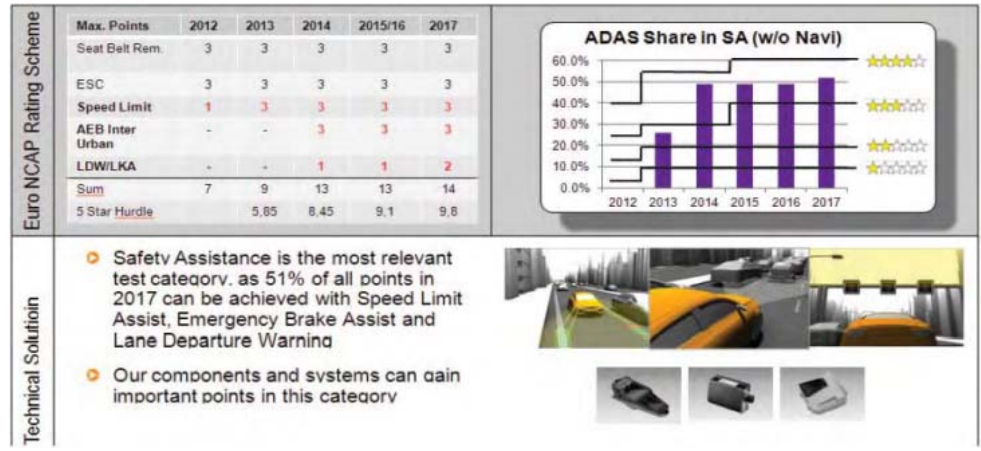
특히 ESC(전자식조향장치)의 경우, 유럽과 미국은 2011년, 한국은 2012년 이후 의무로 장착 되었고, TPMS(타이어공기압측정기) 또한 미국 2007년 의무장착을 시작으로 2013년 한국과 유럽에 의무화되었다. FCWS(충돌방지 시스템)과 LDWS(차선이탈경보시스템)은 미국에서 2011년 의무장착이 시행되었으며, LDWS와 AEBS(자동제동시스템)은 2014년 유럽, 2016년 한국에서 의무화할 예정이다.

도표 40 주요 지역 ADAS 부품 적용 로드맵

	유럽	미국	일본	중국
BUA	2012(의무장착)			
AEB	2010(보험료할인) 2014(의무장착, 상용) 2016(가산점) 2020(의무장착, 승용)	2010(보험료할인) 2016(가산점) 2020(의무장착)	2014(가산점) 2020(의무장착)	2016(가산점)
LDW	2011(가산점) 2020(의무장착)	2014(가산점) 2020(의무장착)	2014(의무장착, 상용) 2016(가산점) 2020(의무장착)	2016(가산점)
FCW	2011(가산점) 2019(의무장착)			
BSD				2016(가산점)

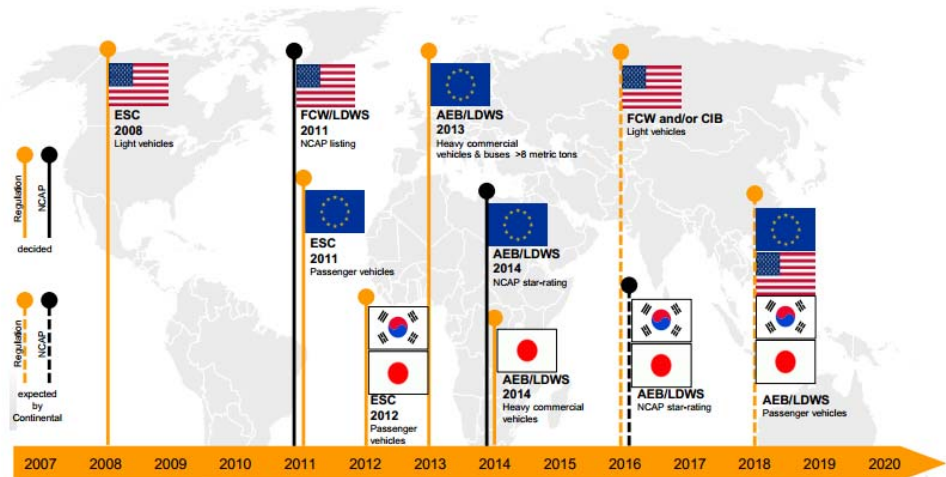
자료: 현대모비스, 유진투자증권

도표 41 유로 NCAP SA 부문에서 큰 비중을 차지하는 ADAS



자료: 컨티넨탈, 유진투자증권

도표 42 유럽, 미국, 일본 등 ADAS 법제화 및 NCAP 전망



주: ESC(Electronic Stability Control), FCWS(Forward Collision Warning System), LDWS(Lane Departure Warning System), AEB(SAdvanced Emergency Braking System), CIBS(Crash Imminent Braking System)

주: 검은선은 NCAP 규정, 노란선은 정부 규제, 실선은 발효 예정, 점선은 컨티넨탈 예상

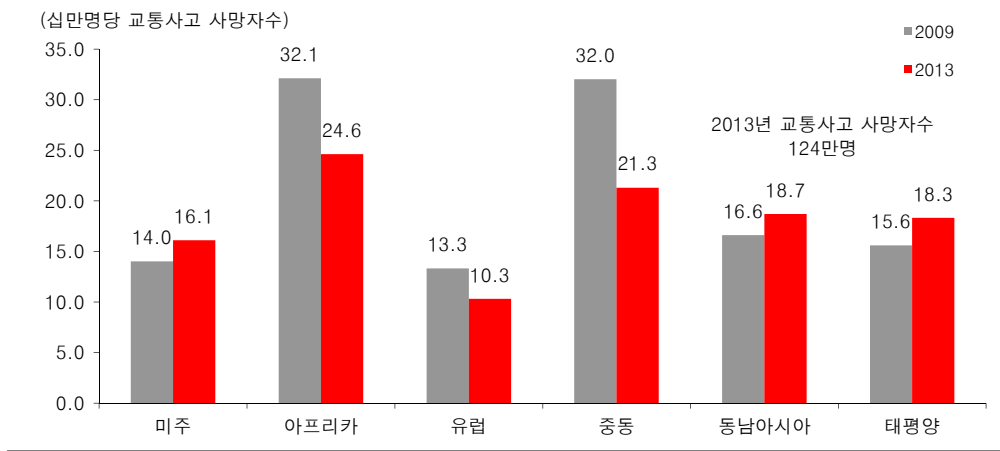
자료: 컨티넨탈, 유진투자증권

ADAS 강화의 배경: 사회적 비용의 감소와 안전 개념의 확대

안전의 범주가
피해 경감에서
사고 회피로 확대

정부의 안전/편의 규제 강화와 ADAS 법제화, 사용 독려의 배경은 교통사고로 인한 사상자 증가로 사회적 비용이 증가하는 것을 방지하려는 목적이다. 과거, 안전의 범주가 단순한 상해 차감(수동안전)에 초점이 맞춰졌다면, 최근 '안전'의 정의가 사고 예방(개별 능동안전)에서 넓게는 사고 회피(통합 능동안전)의 개념까지 확대된 부분도 큰 역할을 하였다. 이렇게 정부 차원에서 자동차에 안전성과 편의성을 강화한 부가 기능 장착을 의무화/강화해 사고로 인한 사회적 비용을 줄이고 사고를 미연에 방지할 목적을 분명히 하였다.

도표 43 2009년~2013년 교통사고 사망자수: 사고 예방과 피해 경감 요구 증가



자료: WHO(2009, 2013), 컨터네티, 유진투자증권

도표 44 사회적 비용 감소를 위한 목적: '10년 도로 교통사고의 사회적 비용을 환산하면 12조 9,599억원으로 2010년 GDP의 약 1.1%와 국가예산의 약 6.4%를 차지

지능형 충돌 예방 시스템

- 1) 긴급 제동 시스템
- 2) 차간거리유지시스템
- 3) 차선유지지원시스템
- 4) 차선이탈경보시스템



교통사고 절감	3.72조
교통사고 사망자 감소	0.75명
보행자 사망 감소	0.66명

자료: 도로교통공단, 유진투자증권

안전과 편의 강화로 자율주행차량으로 발전 모색

최종 자율주행차량으로
발전 모색

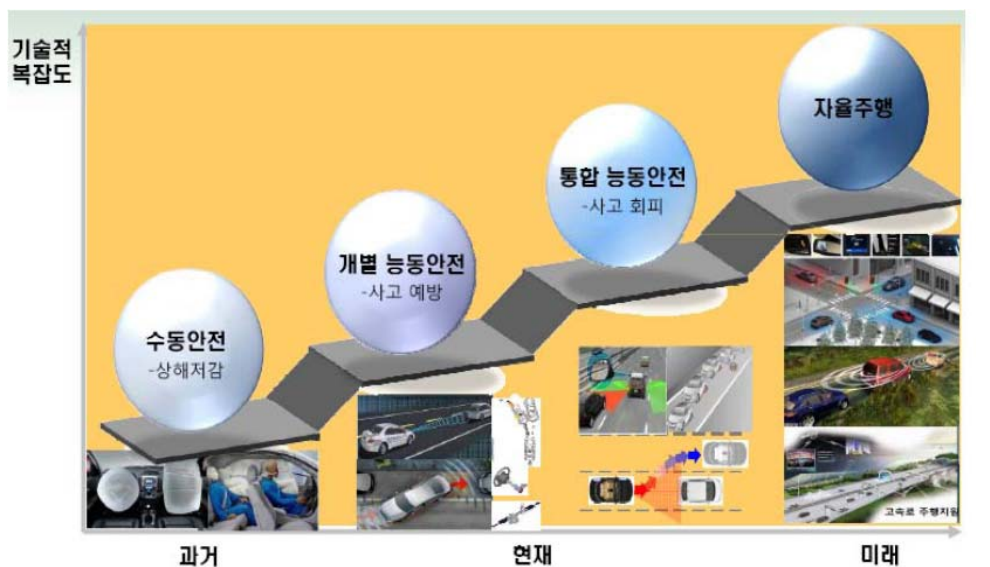
완성차업체 및 S/W 플랫폼 업체들은 편의와 안전성에 대한 정부와 소비자 니즈에 부합하여 궁극적으로는 1) 사고 예방 2) 자동 주행 3) 커넥티드 카로 발전 방향성을 모색하고 있다. 확대되는 안전의 개념과 소비자 들의 주행의 편의성을 동시에 충족시키기 위한 자동차 기술의 정점에는 '자동 주행'이 있으며, 이를 통해 에너지의 효율성까지 극대화 하고자 한다.

도표 45 안전과 편의를 바탕으로 1) 사고 예방, 2) 자동 주행, 3) 커넥티드 카로 발전 목표



자료: 현대모비스, 유진투자증권

도표 46 안전의 범주가 단순한 상해 차감(수동안전)의 개념에서 사고 예방(개별능동안전)과 사고 회피(통합능동안전)으로 확대되면서 자율 주행으로 방향성 모색



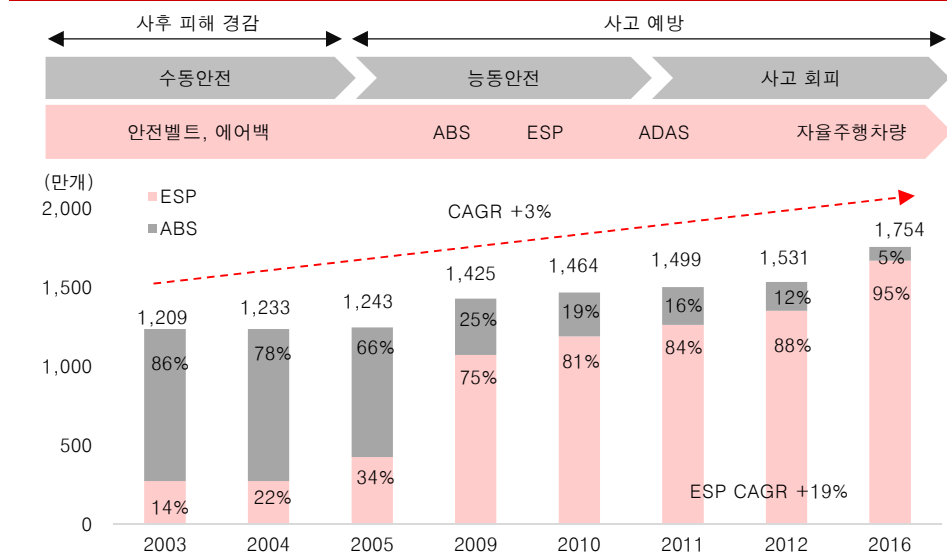
자료: 현대모비스, 유진투자증권

안전과 편의를 강화 = 의무 장착되는 ADAS 시장의 급성장

ESP 의무 장착 확대 시
시장 급성장한 사례

이에 의무 장착되거나 예정인 주요 ADAS 제품 및 운전자, 보행자 안전 강화 부품들의 시장이 급성장할 것으로 판단한다. 실제로 안전 범주가 과거 수동안전에서 능동안전으로 변화함에 따라 ESP(Electronic Stability System) 시장이 급성장했다. 2005년까지 ABS(Antilock Brake System)이 주류였던 제동장치 시장이 2008년 이후 미국에서, 2011년 이후 유럽에서 ESP(Electronic Stability System)이 의무화 됨에 따라 해당 채용율이 급격하게 상승하였다. (2005년 34% → 2010년 81%), ESP는 기존 ABS 대비 단가(마진)가 높아 제동장치(사시)를 공급하고 있던 기존 업체들에게는 이익(수익성) 개선의 기회가 되었다.

도표 47 ADAS 성장 사례: 안전규제 강화로 ESP시장 급성장한 사례



자료: Deloitte, TechNavio, 유진투자증권

도표 48 안전관련 ADAS 의무장착 사례: ESC, TPMS, AEB 시장 확대

지역	의무장착 ADAS	의무장착시점	의무장착차종
유럽	ESC(Electronic stability control)	2011년 11월	신형차종
		2014년 11월	신형차종
	TPMS(Tire pressure monitoring system)	2012년 11월	신형차종(승용차)
		2014년 11월	신차종
		2014년 11월	신형차종(상용차, 버스)
미국	AEB(Advanced emergency braking system)	2013년 11월	신차종(상용차, 버스)
	LDW(Lane departure warning)	2015년 11월	신차종(상용차, 버스)
미국	BAS(Brake assist system)	2009년 11월	신형차종(승용차)
	ESC(Electronic stability control)	2011년 11월	신차종(승용차)
미국	ESC(Electronic stability control)	2011년	신형차종(Light vehicle)
	TPMS(Tire pressure monitoring system)	2007년 9월	신형차종(Light vehicle)
브라질	ABS(Anti-lock brake system)	2014년 1월	신형차종(승용차)
	ESC(Electronic stability control)	2014년 1월	신형차종(Light vehicle)
러시아	ESC(Electronic stability control)	2014년 1월	신형차종(Light vehicle)
	TPMS(Tire pressure monitoring system)	2016년 1월	신형차종(Light vehicle)
일본	ESC(Electronic stability control)	2012년 10월	신형차종(승용차)
		2014년 10월	신형차종(승용차)
	AEB(Advanced emergency braking system)	예상	신차종(상용차, 버스)
	LDW(Lane departure warning)	예상	신차종(상용차, 버스)
한국	ESC(Electronic stability control)	2012년 1월	신차종(Light vehicle)
	TPMS(Tire pressure monitoring system)	2013년 1월	신차종(승용차)

자료: 각국 규제 자료, 유진투자증권

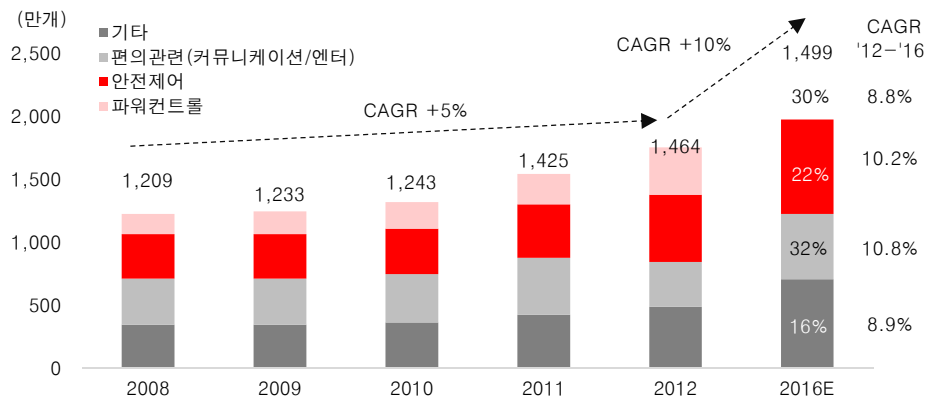
ADAS 시장은 안전과 편의를 강조한 부품 중심으로 성장성이 돋보일 것으로 판단한다.

ADAS 시장은
안전과 편의 중심으로
높은 성장 전망

딜로이트에서 전망한 ADAS 시장 전망에 따르면, 안전과 편의(커뮤니케이션과 엔터테인먼트) 관련 ADAS의 성장이 각각 10.2%와 10.8%로, 파워컨트롤(8.8%) 및 기타ADAS(8.9%)보다 높은 성장을 할 것으로 전망했다. 또한 Strategic Analytics에 따르면, 2017년까지 주요 5개 ADAS(LDW, BSD, NVS, DDD, ACC)의 성장은 연평균 14%로 높은 성장을 지속할 것으로 전망하였다.

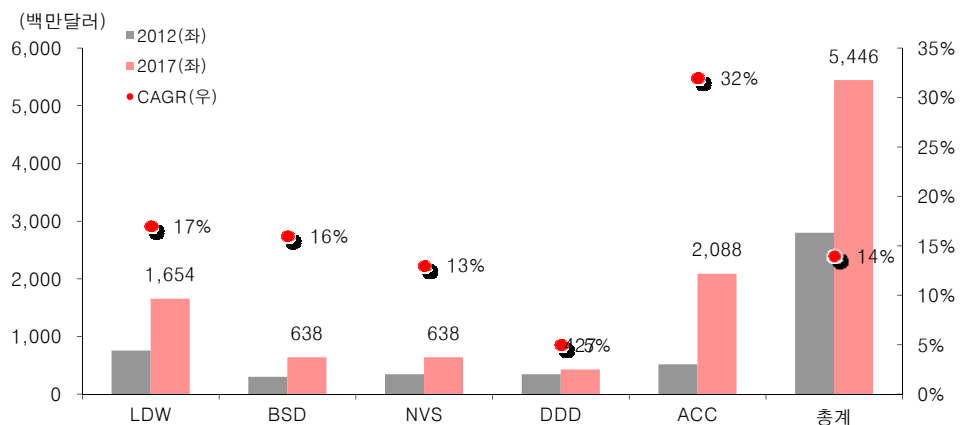
이들 주요 ADAS는 차선이탈방지, 사각지대시야확보, 야간가시성확보, 졸음방지, 스마트크루즈 등 안전과 편의와 관련된 사양이 대부분으로, 향후 해당 부품과 유관한 시장(센서, 카메라, ECU)에 동반해서 성장이 가능할 것으로 판단한다.

도표 49 ADAS 시장 전망: 안전과 편의(커뮤니케이션/엔터테인먼트) 관련 성장이 압도



자료: Deloitte, 유진투자증권

도표 50 ADAS 성장 전망: 주요 5개 ADAS 매출 2017년까지 연평균 15% 성장 전망



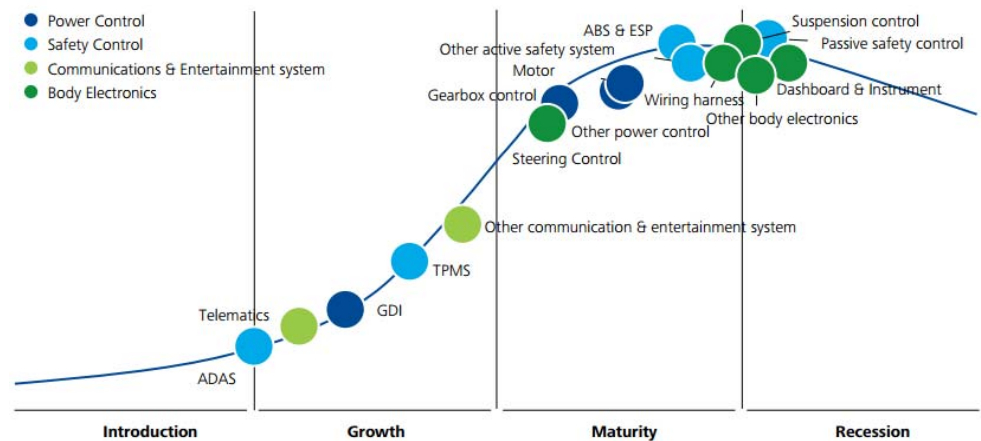
주: LDW(Lane Departure Warning), BSD(Blind Spot Detection), NVS(Night Vision System), DDD(Driver Drowsiness Detection), ACC(Adaptive Cruise Control)

자료: Strategy Analytics, Roland Berger, 유진투자증권

타 부품대비 성장성 높고
진입장벽과 수익성이 높아
업체간 차별화 전망

게다가 자동차 개별 부품의 성장축이 과거 와이어하네스 등과 같은 차체 전장화에서 현재는 최근 규제가 강화되고 있는 안전과 편의 기반의 TPMS, ADAS 등으로 변화되고 있다. 상대적으로 경쟁이 치열한 성숙기에 있는 타 부품계열 대비 ADAS는 성장성이 높고 마진 또한 우수하므로 재무적인 손익 관점에서도 해당 업체들의 수혜가 예상된다.

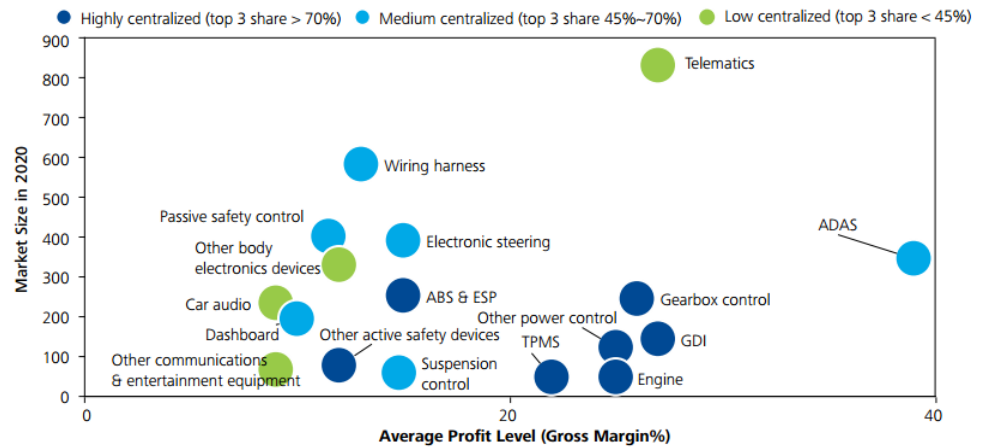
도표 51 ADAS 성장축은 body electronics에서 Safety로 변화



자료: Deloitte, 유진투자증권

도표 52 ADAS는 경쟁업체 대비 일부 업체 독과점으로 수익성이 높음

Unit: \$100 Million



Source: Strategy Analytics, TechNavio, ABI Research, Visiongain, Deloitte Analysis

자료: Deloitte, 유진투자증권



안전과 편의에 부합하는
수혜 업체

국내 자동차 부품업체 중 안전과 편의에 수혜 가능한 업체를 크게 1) ADAS를 공급하는 업체와 2) 의무장착 안전관련 부품업체 3) 안전 및 편의 강화 추세에 부합하는 업체로 분류하고, 이를 바탕으로 수혜종목을 선별하였다.

- 1) **현대모비스**: 현대기아차 ADAS 공급
- 2) **만도**: 현대기아차 및 글로벌 주요 OE ADAS 공급. 자회사 통한 센서사업 확대
- 3) **평화정공**: Active Hood Hinge 등 보행자 안전 의무 장착 수혜
- 4) **에스엘**: DRL 등 의무 장착 확대 및 편의 강화에 따른 LED 램프 확대 수혜
- 5) **새론오토모티브**: 마찰재 업체, 중국 Non-steel 마찰재 확대 수혜, 원화강제 수혜
- 6) **NVH코리아**: 편의 및 감성품질 강화로 NVH 품질강화 수혜

현대기아차에 ADAS를 공급하는 **현대모비스**와 현대기아차 및 글로벌 주요 OE에 ADAS를 공급하는 **만도**는 안전과 편의관련 ADAS 시장이 급성장함에 따라 국내 업체 중에서는 가장 직접적인 수혜가 기대된다. 특히 만도는 자회사를 통해 카메라 알고리즘, 센서 사업으로 영역을 확대해 추후 추가적인 성장이 기대된다.

의무 장착되는 안전관련 부품업체에는 평화정공과 에스엘이 있다.

평화정공은 유럽 의무장착 사항 중 하나인 보행자 안전 관련 Active hood hinge 등 신제품이 추후 미국과 국내로 확대됨에 따라 신제품 믹스 개선으로 영업이익률이 상승할 것으로 판단한다. **에스엘**도 교통사고 방지 등을 목적으로 하는 유럽 DRL(Day Running Light, 주간주행등) 의무가 추후 국내 및 미국 등 주요국으로 확대될 수 있어 ASP 상승에 따른 손익 개선이 기대된다.

추가적으로 안전 및 편의 강화 추세에 부합하는 업체로 새론오토모티브, NVH코리아를 추천한다.

새론오토모티브는 원화강제의 수혜를 입는 마찰재 업체로, 중국의 감성품질 요구 확대로 차량 소음저감 요구에 맞춰 Non-steel 마찰재가 확대될 수 있어 해당 사업에 강점을 가진 동사의 수혜가 기대된다.

NVH코리아는 차량의 품질 강화에 주요 요소 중 하나인 NVH(소음저감, 진동저감)에 대한 요구 증가에 힘입어 해당 부품을 생산하는 동사의 수혜가 기대된다.



III. 누가 수혜를 볼 것인가?

기술 방향성에 부합하는 수혜 부품업체 11선

본 보고서에서는 완성차업체의 기술 방향성에 부합한 업체들이 단가(P) 상승과 물량(Q) 증가 측면에서 완성차 대비 높은 성장이 가능하다고 판단, 이에 따라 투자 유망한 업체들을 선별하였다.

높아지는 품질 요구 및 신제품 개발이 패러다임 변화에 부합해 단가상승이 가능하고, 이를 바탕으로 기존 거래처 내 점유율 확대/ 타 OE 수주가 확대되어 매출성장이 경쟁사 대비 높다고 판단하기 때문이다. 즉, 이들 업체들은 가격(P)과 수량(Q) 측면에서 Active한 매출성장 요인을 보유해 경쟁업체 대비 높은 수준의 성장이 가능하게 할 것이라 전망한다.

도표 53 자동차산업 기술 방향성에 부합하는 투자유망종목 (1)

종목	투자 의견	목표주가 (원)	현재주가 (원)	시가총액 (십억원)	'14E PER(X)	구분	주요 생산품목	투자 포인트
현대위아	BUY	230,000	180,000	4,631.4	10.0	엔진	엔진, 터보차저, 감속기, DCT	- 다운사이징 기술 확대 수혜(중소형엔진, T/C) - 6속 DCT 및 감속기 생산
S&T모터브	BUY	43,000	28,750	414.1	8.2	구동모터	친환경차 구동모터	- 친환경차 성장에 따른 구동모터 성장 - GM向 변속기 오일펌프 수주 확대
한라비스테온공조	BUY	54,000	47,500	5,071.1	15.2	공조	공조시스템	- 공조부품 Cost 대비 연비개선효과 높음 - 전자식 컴프레서, PTC히터, 배터리쿨러 등 친환경차 확대 수혜
에스엘	NR	-	19,500	660.4	8.5	램프류	램프류, 샴시류	- DRL 확대 적용 시 믹스 개선 - LED 광원 램프 확대로 동사 믹스 개선 전망
코리아에프티	NR	-	6,000	167.0	8.1	경량화, 증발가스포집	플라스틱 필라믹, 카본캐니스터	- 증발가스 규제 카본캐니스터 믹스 개선 - 플라스틱 필라믹 경량화 수혜
삼기오토모티브	NR	-	9,100	140.3	8.9	엔진, T/M	엔진, 변속기(DCT 포함)	- DCT 확대에 따른 수혜 (VV 등 DCT 수주 확대로 성장 지속)
경창산업	NR	-	12,950	227.4	6.1	T/M	변속기(A/T)	- 중국 저동 6속 변속기 확대 수혜
평화정공	NR	-	19,900	417.9	7.1	도어부품류	도어 시스템, 도어부품 류	- 신제품 액티브후드시스템 등 의무 적용 - 신제품 확대로 믹스 개선 전망
새론오토모티브	NR	-	10,850	208.3	8.9	미찰재류	브레이크 패드 류	- 중국 Non Steel 미찰재 채용 확대 수혜 - 원화강세 수혜주
NVH코리아	NR	-	5,200	149.4	7.1	NVH류	헤드라이너, NVH 부품	- 소음, 진동 등 감성품질 강화 수혜
화신	NR	-	12,500	436.5	7.0	경량화	차량 경량화(사시)	- 경량화 수혜

주: 붉은 음영은 투자 매력도 높은 종목
자료: 유진투자증권



기술 방향성의 첫번째 키워드인 ‘친환경’과 관련하여 Mass brand가 장착 용이한 ‘저비용 고효율 연비개선 기술’을 DCT, 7속 변속기, 터보차저/다운사이징, 가변스트로크 HVAC, 전자식 스티어링으로 선정했다. 이에 수혜 가능한 업체를 파워트레인(엔진, 변속기) 계통 생산업체와 공조업체, 전장업체로 한정하고 다음과 같이 수혜업체를 선별하였다.

- 1) DCT - 현대위아, 삼기오토모티브
- 2) 고단 변속기 - 삼기오토모티브, 경창산업
- 3) 터보차저/다운사이징 - 현대위아
- 4) 가변스트로크 HVAC - 한라비스테온공조
- 5) 전자식스티어링 - 현대모비스, 만도

기술 방향성의 두번째, 세번째 키워드인 안전과 편의의 수혜가 가능한 업체를 ADAS의 공급 업체와, 의무장착 안전관련 부품업체, 안전 및 편의 강화 추세에 부합하는 업체로 선별하였다. 이에 수혜 가능한 6개 업체는 다음과 같다.

- 1) 현대모비스: 현대기아차 ADAS 공급
- 2) 만도: 현대기아차 및 글로벌 주요 OE ADAS 공급. 자회사 통한 센서사업 확대
- 3) 평화정공: Active Hood Hinge 등 보행자 안전 의무 장착 수혜
- 4) 에스엘: DRL 등 의무 장착 확대 및 편의 강화에 따른 LED 램프 확대 수혜
- 5) 새론오토모티브: 마찰재 업체, 중국 Non-steel 마찰재 확대 수혜, 원화강세 수혜
- 6) NVH코리아: 편의 및 감성품질 강화로 NVH 품질강화 수혜



본 보고서에서는 앞서 언급한 패러다임 변화에 부합하는 부품주 Top-pick으로 다운사이징 엔진 확대에 직접적인 수혜가 있는 **현대위아**[투자의견 BUY, TP 230,000원(상향)]를 추천하고, 친환경차 성장으로 구동모터의 구조적 성장의 수혜가 있는 **S&T모티브**[투자의견 BUY, TP 43,000원(신규)]와 환경차 확대 및 연비개선 트렌드의 수혜가 있는 **한라비스테온공조**[투자의견 BUY, TP 54,000원(신규)]를 신규 커버리지 개시하였다.

또한 커버리지 3개 종목 외 8개의 투자유망종목 중 투자매력도가 높은 종목으로 **코리아에프티**(중발가스 규제에 따른 카본캐니스터 ASP 개선 및 경량화 수혜 종목)와 **에스엘**(LED 광원램프 확대 및 DRL 확대로 중장기 성장성이 유망하고 2014-2015년이 턴어라운드 원년)을 관심종목으로 추천한다.

도표 54 자동차산업 기술 방향성에 부합하는 투자유망종목 (2)

종목	투자 의견	목표 주가 (원)	현재 주가 (원)	시가 총액 (십억원)	'14E PER (X)	투자 매력	성장성	PT효율성 (연비)개선	배출 가스 제한	친환경차	경량화	안전성	편의성
현대위아	BUY	230,000	180,000	4,631.4	10.0	★★★★	★★★★	○		○			
S&T모티브	BUY	43,000	28,750	414.1	8.2	★★★★	★★★☆☆			○	○		
한라비스테온공조	BUY	54,000	47,500	5,071.1	15.2	★★★☆☆	★★★★	○		○			
에스엘	NR	-	19,500	660.4	8.5	★★★★	★★★☆☆					○	○
코리아에프티	NR	-	6,000	167.0	8.1	★★★★	★★★★		○		○		
삼기오토모티브	NR	-	9,100	140.3	8.9	★★★☆☆	★★★★	○					
경량산업	NR	-	12,950	227.4	6.1	★★★☆☆	★★★☆☆	○					
평화정공	NR	-	19,900	417.9	7.1	★★★☆☆	★★★☆☆					○	○
새론오토모티브	NR	-	10,850	208.3	8.9	★★★☆☆	★★★★					○	○
NVH코리아	NR	-	5,200	149.4	7.1	★★★☆☆	★★★☆☆				○		○
화신	NR	-	12,500	436.5	7.0	★★★☆☆	★★★☆☆				○		

주: 붉은 음영은 투자 매력도 높은 종목
자료: 유진투자증권



EUGENE
your best
partner.



기업분석

현대위아(011210.KS)

BUY(유지) / TP 230,000원(상향)
작아진 엔진에 힘이 들어가기 시작한다!!!

S&T모티브(064960.KS)

BUY(신규) / TP 43,000원(신규)
친환경차 핵심부품업체를 찾으십니까?

한라비스테온공조(011880.KS)

BUY(신규) / TP 54,000원(신규)
친환경차가 가는 곳에 HVCC도 간다!

에스엘(005850.KS)

NR
'15년까지 그린라이트는 On!!!

코리아에프티(123410.KQ)

NR
가볍게, 상쾌하게, 자신있게 달린다!!!

삼기오토모티브(122350.KQ)

NR
지금까지의 성장은 시동에 불과하다!

경창산업(024910.KQ)

NR
중국발 AT 훈풍이 불어옵니다

평화정공(043370.KQ)

NR
이미 성장으로 가는 문은 두드렸다!!!

새론오토모티브(075180.KQ)

NR
중국인들이 제동에도 정숙성을 요구하기 시작했다!

엔브이에이치코리아(067570.KQ)

NR
소리없이 강하다! 디젤에도 강하다!

화신(010690.KS)

NR
가벼운 차가 멀리 간다

your best
partner
유진투자증권



현대위아(011210.KS)

자동차/부품 담당 장문수

Tel. 368-6199 / moonsu.chang@eugenefn.com

작아진 엔진에 힘이 들어가기 시작한다!!!

- **Company Brief: 현대차그룹 엔진, 부변속기 등 차부품과 기계(범용, 산업, FA) 생산업체**
 - 현대차그룹의 알파, 베타, 감마, 카파, 누우엔진과 6속 DCT, 터보차저 등 파워트레인 계통 및 CVJ, 모듈 등을 생산하는 자동차부품 부문(매출액 80%)과 범용기, 산업기계, FA 등을 생산하는 기계 부문(매출액 20%)으로 구성
 - 현대차그룹 내 상장업체 중 완성차업체를 제외하고 유일하게 엔진 등 파워트레인 공급. 최근 연료 효율을 높이기 위해 배기량 낮은 엔진에 터보차저(T/C), 직분사 기술 등을 이용한 다운사이징으로 파워트레인 계통의 기술 방향. 중소형 엔진 및 T/C를 생산하는 동시에 수혜가 클 전망
- **Investment Points: 연비개선을 위한 핵심 파워트레인(엔진, 변속기) 부품업체**
 - **1) 엔진 다운사이징의 수혜:** 현대차 북미형 소나타의 3.3 램다엔진을 2.0 세타 T-GDi로 대체하는 등 최근 엔진 다운사이징이 연비개선기술로 각광
 - 1) 이에 다운사이징 엔진의 기반인 중소형 엔진을 전략적으로 생산하고,
 - 2) 그룹 내 전략적으로 육성 중인 다운사이징 부품(T/C 등)을 양산 계획 중인 동시에 수혜가 증장기적으로 클 전망
 - **2) 중국 4공장 증설 시 수혜:** 동사는 현대기아차 중국 증설 시 그룹 내에서 수혜가 가장 클 전망. 현대차 중국 4공장 증설을 2015년 하반기 가동으로 가정 시 1) 가동 12개월 전부터 기계설비 수주에 따른 매출증가, 2) 가동 전후로 현지 주력 대응모델인 B~C 차급의 엔진의 생산능력(동사가 주력 대응하는 엔진)이 확대될 전망
- **2015년 이후 성장성 감안 시 주가는 여전히 저평가, 목표주가 23만원으로 9.5% 상향**
 - 2014년 예상 손익은 매출액 7.6조원(+6.5% yoy), 영업이익 5,714억원(+8.0% yoy, OPM 7.6%), 당기순이익 4,742억원(+11.6% yoy) 전망
 - 1H14 기계 부진 지속과 차부품 CAPA 증설 직전으로 매출성장 둔화와 수익성 개선은 제한적일 전망. 여전히 기계 부문의 보수적인 입장 유지하나, 여전히 하반기 부품주 Top-pick으로 제시하는 이유는 1) 장기 성장성 여전히 유효하고, 2) 현대차 중국 4공장 증설 수혜가 가장 크며, 3) 기계 부문의 하반기 매출, 수익성 개선 감안 시 주가 수준은 여전히 매력적으로 판단하기 때문
 - 현 주가는 PER 9.5배로 과거 평균 9.9배 대비 저평가. 2014년 하반기 중국 CVJ 30만대 증설(기존 80만대), 2015년 산동 엔진법인 30만대 증설(기존 80만대), 부변속기 15만대 증설(기존 50만대), 기계 공장 1기 증설(기존 3기) 및 서산부지 Turbo Charger 가동 등 증장기 성장성 높아 여전히 투자 매력도 높음
 - 투자 의견 BUY 유지, 목표 PER 11.9배 유지하는 가운데 12개월 선행 EPS 조정으로 목표주가 기존 210,000원 대비 230,000원으로 9.5% 상향. 부품주 Top-pick 유지

BUY(유지)

목표주가(12M, 상향) 230,000원
현재주가(05/30) 180,000원

Key Data	(기준일: 2014. 05. 30)
KOSPI(pt)	1,995.0
KOSDAQ(pt)	546.5
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	4,631.4
52주 최고/최저(원)	200,500 / 150,500
52주 일간 Beta	0.76
발행주식수(천주)	25,730
평균거래량(3M, 천주)	94
평균거래대금(3M, 백만원)	15,859
배당수익률(14F, %)	0.3
외국인 지분율(%)	19.5
주요주주 지분율(%)	
현대자동차외 1인	41.0
국민연금	9.9

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.9	6.5	-5.3	8.8
KOSPI 대비 상대수익률	4.2	5.7	-2.8	9.0

Financial Data

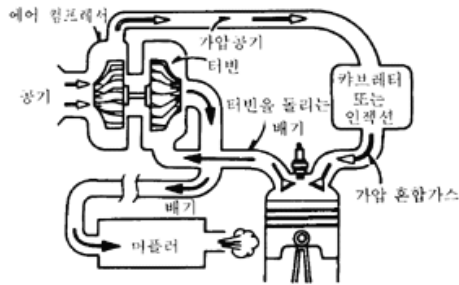
결산기(12월)	2013A	2014E	2015E
매출액(십억원)	7,092.0	7,552.5	8,101.1
영업이익(십억원)	529.2	571.4	612.4
세전계속사업손익(십억원)	556.2	622.9	683.7
당기순이익(십억원)	425.0	474.2	520.4
EPS(원)	16,224	18,217	20,025
증감률(%)	-0.2	12.3	9.9
PER(배)	11.7	10.0	9.1
ROE(%)	20.8	19.1	17.5
PBR(배)	2.2	1.7	1.5
EV/EBITDA(배)	7.9	6.6	5.9

자료: 유진투자증권



도표 55 터보차저 구성 원리: 기존 대기로 방출되는 배기 에너지를 배기구 터bin으로 회수해, 압축기로 연료 효율을 높이고 출력을 향상시키는 장치

〈터보차저〉



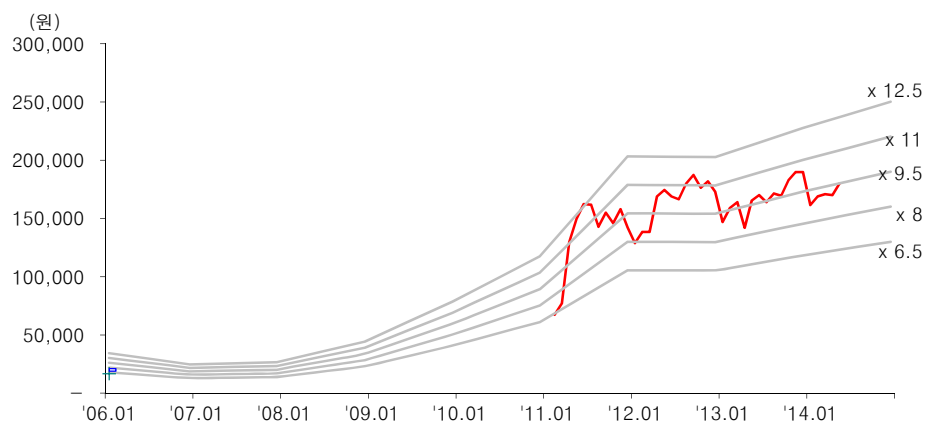
자료: 현대차, 유진투자증권

도표 56 현대위아 서산 터보차저 양산 계획 요약

초기자본금	370억원
초기생산능력	연산 75만대
기공식	2013년 08월 08일
준공예정	2014년 예정
양산일정	2015년 예정
기술제휴	日 이시카와社와 JV 형태 통해 기술내재화/ 양산 계획

자료: 현대위아, 유진투자증권

도표 57 현대위아 PER 밴드



자료: 현대위아, 유진투자증권



도표 58 현대위아 분기별 실적 전망

단위: 십억원	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2013	2014E	2015E
매출액	1,780	1,847	1,692	1,773	1,909	1,956	1,806	1,881	7,092	7,553	8,101
-부품	1,421	1,480	1,341	1,503	1,562	1,608	1,435	1,602	5,745	6,207	6,663
-기계	359	366	351	270	347	348	371	279	1,347	1,346	1,438
영업이익	113	132	139	145	133	139	145	155	529	571	612
세전이익	116	138	151	151	145	150	157	173	556	624	685
지배순이익	87	105	117	114	111	114	119	131	425	475	522
%margin											
영업이익률	6.3%	7.1%	8.2%	8.2%	7.0%	7.1%	8.0%	8.2%	7.5%	7.6%	7.6%
세전이익률	6.5%	7.5%	8.9%	8.5%	7.6%	7.7%	8.7%	9.2%	7.8%	8.3%	8.5%
지배순이익률	4.9%	5.7%	6.9%	6.4%	5.8%	5.8%	6.6%	7.0%	6.0%	6.3%	6.4%
%yoy											
매출액	7.8%	9.6%	-2.8%	-8.7%	7.2%	5.9%	6.7%	6.1%	1.0%	6.5%	7.3%
-부품	13.3%	19.6%	6.8%	-1.5%	9.9%	8.7%	7.0%	6.6%	8.9%	8.0%	7.3%
-기계	-9.5%	-18.2%	-27.7%	-35.3%	-3.3%	-5.0%	5.7%	3.3%	-22.9%	-0.1%	6.9%
영업이익	1.3%	3.6%	2.8%	-12.3%	17.6%	5.4%	3.8%	6.7%	-1.9%	8.0%	7.2%
세전이익	-2.5%	7.7%	6.0%	-9.3%	25.0%	8.2%	4.2%	14.0%	0.0%	12.2%	9.8%
지배순이익	-4.8%	11.5%	8.5%	-13.3%	27.6%	8.1%	2.5%	13.0%	0.1%	11.9%	9.8%
%qoq											
매출액	-8.4%	3.7%	-8.4%	4.8%	7.7%	2.5%	-7.7%	4.1%	-	-	-
-부품	-6.9%	4.2%	-9.4%	12.0%	3.9%	3.0%	-10.8%	11.6%	-	-	-
-기계	-13.9%	1.9%	-4.2%	-23.0%	28.6%	0.1%	6.6%	-24.8%	-	-	-
영업이익	-31.7%	16.6%	5.8%	4.2%	-8.5%	4.5%	4.1%	7.2%	-	-	-
세전이익	-30.5%	19.5%	8.8%	0.4%	-4.2%	3.3%	4.8%	9.9%	-	-	-
지배순이익	-33.9%	21.4%	10.6%	-2.4%	-4.6%	2.9%	4.8%	9.9%	-	-	-

자료: 현대위아, 유진투자증권



현대위아(011210.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
유동자산	2,789	2,769	3,005	3,319	3,658
현금성자산	575	691	784	940	1,145
매출채권	1,531	1,371	1,494	1,601	1,692
재고자산	661	681	701	752	794
비유동자산	1,785	2,091	2,374	2,672	2,988
투자자산	257	332	346	360	374
유형자산	1,398	1,588	1,778	1,988	2,220
무형자산	130	171	250	325	393
자산총계	4,573	4,860	5,379	5,992	6,646
유동부채	1,790	1,535	1,586	1,684	1,766
매입채무	1,407	1,294	1,343	1,440	1,521
단기차입금	230	112	112	112	112
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	901	1,014	1,021	1,028	1,035
사채및장기차입금	760	844	844	844	844
기타비유동부채	141	169	176	183	190
부채총계	2,691	2,549	2,606	2,711	2,801
자본금	129	129	129	129	129
자본잉여금	241	241	241	241	241
자본조정	-2	16	16	16	16
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,465	1,869	2,330	2,838	3,402
자본총계	1,882	2,311	2,773	3,280	3,844
총차입금	990	956	956	956	956
순차입금(순현금)	415	265	172	16	-190
투자자본	2,074	2,290	2,647	2,986	3,332

현금흐름표

(단위:십억원)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
영업활동현금흐름	593	468	501	578	648
당기순이익	425	425	474	520	577
유형자산상각비	112	127	167	187	209
기타비현금손익가감	-29	-33	-47	-69	-88
운전자본의변동	-41	-88	-93	-60	-50
매출채권감소(증가)	144	22	-123	-107	-90
재고자산감소(증가)	117	-22	-20	-50	-42
매입채무증가(감소)	-45	-187	49	97	81
기타	-258	99	1	1	1
투자활동현금흐름	-518	-504	-410	-423	-444
단기투자자산처분(취득)	-185	-132	-14	-14	-15
장기투자증권처분(취득)	4	0	42	64	83
설비투자	-317	-308	-330	-365	-405
유형자산처분	43	4	0	0	0
무형자산감소(증가)	-38	-64	-106	-106	-106
재무활동현금흐름	-56	19	-13	-13	-13
차입금증가(감소)	-43	32	0	0	0
자본증가(감소)	-13	-13	-13	-13	-13
배당금지급	13	13	13	13	13
현금의 증가(감소)	15	-16	79	142	191
기초현금	350	365	349	428	569
기말현금	365	349	428	569	760
Gross cash flow	724	693	594	638	698
Gross investment	374	460	489	469	480
Free cash flow	350	233	106	169	218

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
매출액	7,021	7,092	7,553	8,101	8,563
증가율 (%)	9.8	1.0	6.5	7.3	5.7
매출총이익	824	820	869	937	1,006
매출총이익율 (%)	11.7	11.6	11.5	11.6	11.7
판매비외관리비	284	291	298	325	342
증가율 (%)	7.1	2.4	2.3	9.1	5.4
영업이익	540	529	571	612	664
증가율 (%)	69.8	-1.9	8.0	7.2	8.3
EBITDA	652	656	738	799	873
증가율 (%)	56.6	0.6	12.5	8.3	9.2
영업외손익	17	27	51	71	95
이자수익	15	17	21	23	24
이자비용	45	34	29	27	24
외화관련손익	-16	-16	-9	-8	-9
지분법손익	29	44	53	77	96
기타영업외손익	34	15	14	7	7
세전계속사업손익	556	556	623	684	758
법인세비용	132	131	149	163	181
중간사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	425	425	474	520	577
증가율 (%)	76.3	0.1	11.6	9.8	10.9
당기순이익률 (%)	6.0	6.0	6.3	6.4	6.7
EPS	16,262	16,224	18,217	20,025	22,205
증가율 (%)	76.0	-0.2	12.3	9.9	10.9
완전희석EPS	16,262	16,224	18,217	20,025	22,205
증가율 (%)	76.0	-0.2	12.3	9.9	10.9

주요투자지표

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
주당지표(원)					
EPS	16,262	16,224	18,217	20,025	22,205
BPS	71,238	87,626	105,554	125,281	147,210
DPS	500	500	500	500	500
밸류에이션(배,%)					
PER	10.6	11.7	10.0	9.1	8.2
PBR	2.4	2.2	1.7	1.5	1.2
PCR	6.1	7.1	7.9	7.4	6.7
EV/ EBITDA	7.5	7.9	6.6	5.9	5.2
배당수익률	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
수익성 (%)					
영업이익률	7.7	7.5	7.6	7.6	7.7
EBITDA이익률	9.3	9.2	9.8	9.9	10.2
순이익률	6.0	6.0	6.3	6.4	6.7
ROE	25.9	20.8	19.1	17.5	16.5
ROIC	20.2	18.5	17.6	16.6	16.0
안정성(% 배)					
순차입금/자기자본	22.1	11.5	6.2	0.5	-4.9
유동비율	155.8	180.3	189.5	197.1	207.1
이자보상배율	18.0	32.0	73.3	160.6	-1,290.7
활동성(회)					
총자산회전율	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4
매출채권회전율	4.6	4.9	5.3	5.2	5.2
재고자산회전율	9.7	10.6	10.9	11.1	11.1
매입채무회전율	4.9	5.3	5.7	5.8	5.8



S&T모티브(064960.KS)

자동차/부품 담당 장문수

Tel. 368-6199 / moonsu.chang@eugenefn.com

친환경차 핵심부품업체를 찾으십니까?

- **Company Brief: 사시, 모터, 전장, 방산을 주력으로 하는 자동차 부품업체**
 - GM(글로벌 및 한국) 매출 비중이 53.4%, 사시, 모터를 주력으로 하는 자동차 부품업체. 안정성과 세밀한 제어능력을 요구하는 차량용 모터에 경쟁력이 강한 업체로 모듈에 탑재하는 소형모터에서 전기차, 하이브리드용 구동모터까지 생산 납품
 - 부문별 매출비중(2013년):** 사시(45%), 모터(25%), 전장(18%), 방산(12%) 등
 - 고객별 매출비중(2013년):** 한국GM(33%), 글로벌GM(20%), 모터수출(14%), 현대모비스(10%), 방산(7%) 등
- **Investment Points: 친환경차 비탕 성장성 확보, 방산 개선과 종속회사 구조조정 까지**
 - 1) **친환경차 성장 수혜:** S&T모티브는 현대기아차 하이브리드 HSG모터(구동모터)를 독점 공급하고 있어 하이브리드 판매 증가에 따른 매출증가가 기대. 특히, 2H15 출시 예정인 현대차 하이브리드 전용모델(연산 10만대 규모)에도 납품 예정으로 친환경차 확대 수혜
 - 2) **방산 매출 개선:** Cashcow인 방산 사업 매출 2Q14 이후 개선되어 2014년 83% 성장. K11 판매효과 제외해도 전년동기대비 30% 성장. 이는 기존 노후화 K2 교체수요 및 지연된 K11 매출 재개 효과 때문
 - 3) **종속회사 구조조정:** 적자 사업부 S&T모터스 매각, S&TC 인수로 연결손익 개선
 S&TC: 매출액 2,008억원, 영업이익 168억원, OPM 8.4%(2013년)
 S&T모터스(현, KR모터스): 매출액 996억원, 영업이익 -35억원, OPM -3.5% (2013년)
 S&TC 지분 50.7% 인수(619억원, '13년 11월), S&T모터스 32.1% 매각(320억원, '14년 1월)해 연결 매출액, 영업이익, 순이익 각각 10.5%, 39.0%, 76.3% 개선(2013년 기준)
- **'14년 손익구조 개선의 원년. 투자의견 BUY, 목표주가 43,000원 제시!!!**
 - S&T모티브에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 43,000원 제시
 목표주가는 2012년 이후 PER 고점인 11.1배와 12개월 선행 EPS 3,856원 적용한 43,000원 도출. 현 주가는 2014년 기준 PER 8.6배로 2009년 이후 Valuation 하단 (8.2배)에 근접해 저평가 매력력이 매우 높음
 - 2014년 예상 손익은 매출액 1,120억원(+16.1% yoy), 영업이익 718억원(+38.2% yoy, OPM 6.4%), 당기순이익 590억원(+98.2% yoy) 전망. 매출성장과 수익성 개선은 1) 종속회사 구조조정으로 매출성장, 수익성 개선 및 2) 고마진 방산 회복 때문
 - 단기적으로 종속회사 개편과 GM 수주 확대로 외형 성장이 높고, 장기적으로 친환경차 및 자동차 전장화에 필수인 모터 경쟁력을 바탕으로 성장 지속할 것으로 판단

BUY(신규)

목표주가(12M, 신규) 43,000원
현재주가(05/30) 28,750원

Key Data	(기준일: 2014. 05. 30)
KOSPI(pt)	1,995.0
KOSDAQ(pt)	546.5
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	414.0
52주 최고/최저(원)	32,000 / 24,800
52주 일간 Beta	0.62
발행주식수(천주)	14,403
평균거래량(3M,천주)	37
평균거래대금(3M,백만원)	1,013
배당수익률(14F, %)	2.2
외국인 지분율(%)	6.5
주요주주 지분율(%)	
(주)S&T홀딩스외 2인	45.8
국민연금공단	8.3
신영자산운용	5.0

Company Performance

	1M	3M	6M	12M
주가수익률(%)				
절대수익률	3.0	-0.3	-0.7	1.8
KOSPI 대비상대수익률	1.4	-1.1	1.7	2.0

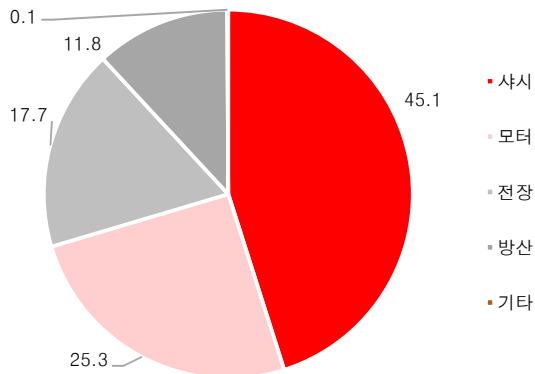
Financial Data

결산기(12월)	2013A	2014E	2015E
매출액(십억원)	960.3	1,115.3	1,278.7
영업이익(십억원)	52.0	71.8	85.0
세전계속사업손익(십억원)	40.8	68.2	80.2
당기순이익(십억원)	29.9	59.0	61.3
EPS(원)	2,340	4,241	4,257
증감률(%)	26.3	81.2	0.4
PER(배)	11.7	6.9	6.8
ROE(%)	6.1	10.7	10.2
PBR(배)	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	6.2	3.5	2.8

자료: 유진투자증권

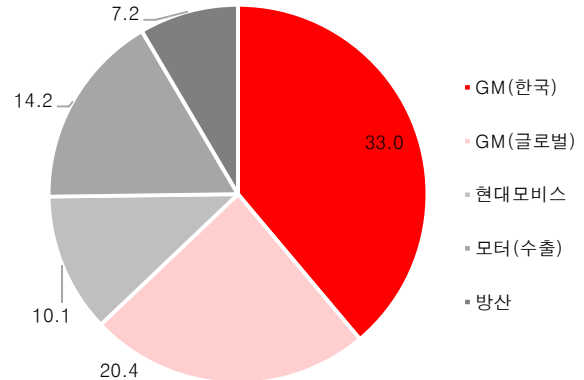


도표 59 제품별 매출액 비중(2013)



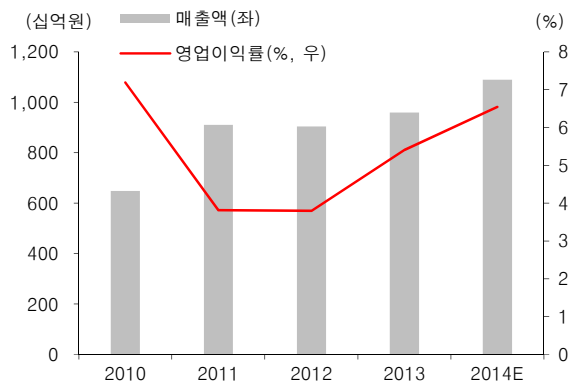
자료: S&T모티브, 유진투자증권

도표 60 고객별 매출액 비중(2013)



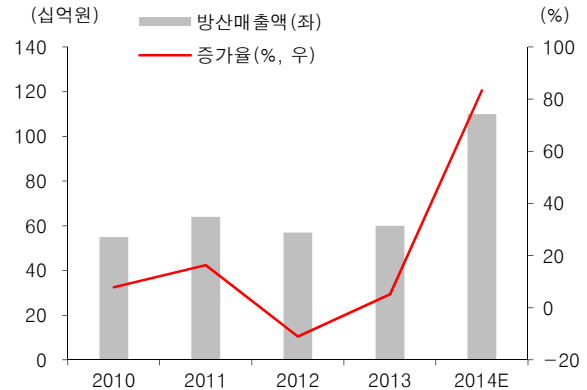
자료: S&T모티브, 유진투자증권

도표 61 연결기준 매출액 및 영업이익률 추이



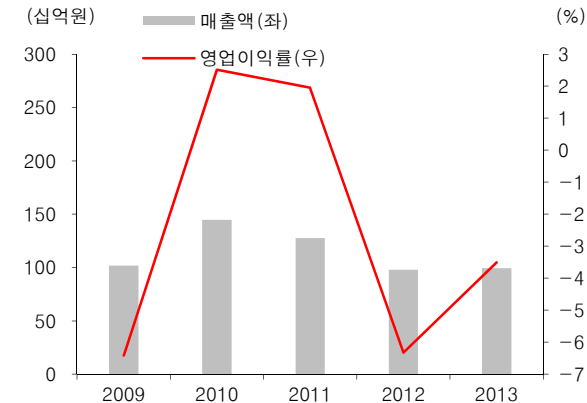
자료: S&T모티브, 유진투자증권

도표 62 방산매출액 및 증가율 추이



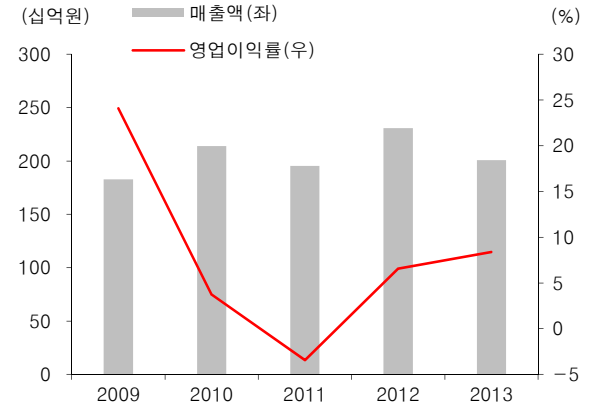
자료: S&T모티브, 유진투자증권

도표 63 매출액 및 영업이익률 추이(KR모터스)



자료: KR모터스(구, S&T모터스), 유진투자증권

도표 64 매출액 및 영업이익률 추이(S&TC)



자료: S&TC, 유진투자증권



도표 65 S&T모티브 분기별 실적 현황

(단위:십억원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2013	2014E	2015E
매출액	214.5	245.8	210.7	289.3	248.1	287.6	278.5	301.1	960.3	1,115.3	1,278.7
영업이익	12.8	15.4	11.0	12.7	15.2	18.8	17.9	19.9	52.0	71.8	85.0
세전이익	22.0	8.2	3.9	6.7	16.7	17.3	15.7	18.7	40.8	68.5	80.5
순이익	16.9	6.1	2.2	4.7	19.7	13.3	12.0	14.3	29.9	59.2	61.6
(매출액대비 %)											
영업이익률	6.0	6.3	5.2	4.4	6.1	6.5	6.4	6.6	5.4	6.4	6.6
세전이익률	10.2	3.3	1.9	2.3	6.7	6.0	5.6	6.2	4.2	6.1	6.3
순이익률	7.9	2.5	1.1	1.6	7.9	4.6	4.3	4.8	3.1	5.3	4.8
(전년동기비 %)											
매출액	-1.6	4.5	-5.1	25.8	15.7	17.0	32.2	4.1	6.1	16.1	14.7
영업이익	880.5	63.3	-14.0	16.9	18.2	21.8	63.4	56.3	51.1	38.2	18.3
세전이익	713.3	-2.6	-55.7	156.5	-23.9	111.7	297.0	180.9	80.3	67.9	17.7
순이익	684.9	-10.6	-62.6	466.9	16.3	118.0	441.1	205.5	90.3	98.2	4.0
(전분기대비 %)											
매출액	-6.7	14.6	-14.3	37.3	-14.2	15.9	-3.1	8.1	-	-	-
영업이익	18.0	20.1	-28.8	15.8	19.4	23.6	-4.4	10.8	-	-	-
세전이익	745.0	-62.7	-51.8	69.0	150.6	3.7	-9.6	19.6	-	-	-
순이익	1,942.7	-64.0	-63.6	111.8	319.3	-32.6	-9.6	19.6	-	-	-

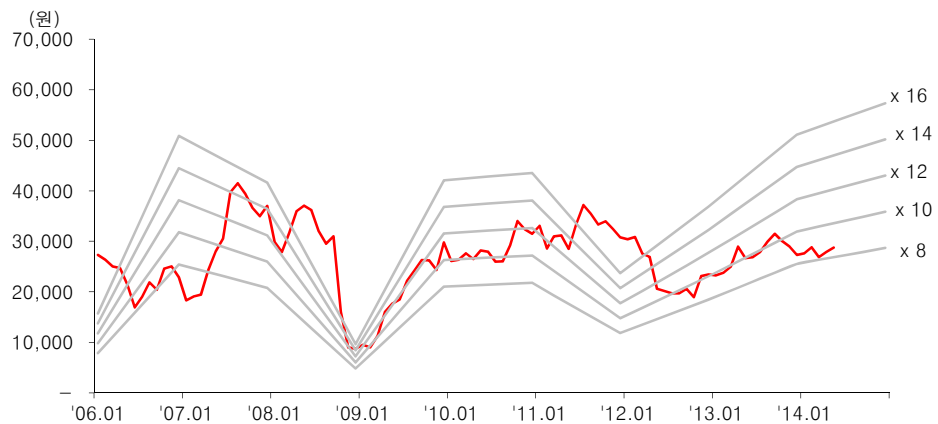
자료: S&T모티브, 유진투자증권

도표 66 부문별 주요 수주/매출 발생 요약

		2013	2014	2015
사시	오일펌프		북미 GM 8단 변속기용 250억원	한국, 상해 GM 변속기용 5,600억원/5년
	Aux펌프	GM Volt 향 70억원	GM Volt 향 70억원	GM Volt 향 70억원
모터	현대기아차 HSG모터	Sole Vendor 공급 중		
	구동모터		Soul 전기차용 납품	
	DCT모터	Getrage 향 1,000억원/5년	LFa (8월~) 100억원	
방산	K2	200억원	400억원	
	K11	115억원	412억원	
	K14	40억원	40억원	

자료: S&T모티브, 유진투자증권

도표 67 S&T모티브 PER 밴드: 현재 PER 8.6배, '09년 이후 최저 8.2배와 유사



자료: 유진투자증권



S&T모티브(0064960.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
유동자산	454	639	725	819	889
현금성자산	69	129	148	178	231
매출채권	218	313	353	393	404
재고자산	145	171	197	220	226
비유동자산	441	567	517	520	523
투자자산	7	10	12	12	13
유형자산	428	545	494	494	495
무형자산	6	11	12	14	16
자산총계	895	1,206	1,243	1,340	1,412
유동부채	310	436	473	513	525
매입채무	211	290	336	374	385
단기차입금	53	72	62	64	65
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	95	110	96	100	104
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	94	108	94	98	102
부채총계	405	546	569	613	629
자본금	73	73	73	73	73
자본잉여금	32	36	36	36	36
자본조정	-12	27	26	26	26
자기주식	-10	-6	-6	-6	-6
이익잉여금	357	388	441	493	550
자본총계	490	660	674	727	783
총차입금	53	72	62	64	65
순차입금(순현금)	-17	-56	-86	-115	-166
투자차분	472	602	587	610	615

현금흐름표

(단위:십억원)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
영업활동현금흐름	40	41	36	65	87
당기순이익	16	30	51	61	65
유형자산상각비	23	25	24	24	24
기타비현금손익가감	2	-2	4	4	4
운전자본의변동	-15	-27	-37	-2	-6
매출채권감소(증가)	-3	-13	-75	-41	-11
재고자산감소(증가)	2	-10	-44	-23	-6
매입채무증가(감소)	-27	12	73	39	10
기타	13	-15	10	0	0
투자활동현금흐름	-39	1	-8	-27	-27
단기투자자산처분(취득)	-11	8	-2	-0	-0
장기투자증권처분(취득)	0	1	-0	-0	-0
설비투자	-27	-19	-30	-26	-26
유형자산처분	0	1	2	2	2
무형자산감소(증가)	-2	-3	-2	-2	-2
재무활동현금흐름	-5	17	-9	-8	-7
차입금증가(감소)	1	15	0	1	1
자본증가(감소)	-6	3	-10	-9	-9
배당금지급	6	7	10	9	9
현금의 증가(감소)	-3	59	19	30	52
기초현금	63	60	119	138	168
기말현금	60	119	138	168	221
Gross cash flow	66	73	79	89	93
Gross investment	43	34	43	51	33
Free cash flow	23	39	36	38	60

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
매출액	905	960	1,115	1,279	1,319
증가율 (%)	-0.6	6.1	16.1	14.7	3.1
매출총이익	98	120	172	201	209
매출총이익율 (%)	10.8	12.5	15.4	15.7	15.8
판매비와관리비	64	68	100	116	119
증가율 (%)	-10.4	6.8	47.7	15.4	2.9
영업이익	34	52	72	85	90
증가율 (%)	-1.0	51.1	38.2	18.3	5.5
EBITDA	58	77	95	109	113
증가율 (%)	1.0	32.8	24.6	13.9	4.4
영업외손익	-12	-11	-4	-5	-5
이자수익	1	2	2	2	2
이자비용	3	2	2	2	2
외환관련손익	-6	-3	1	1	1
지분법손익	0	3	-0	-0	-0
기타영업외손익	-4	-11	-4	-5	-5
세전계속사업손익	23	41	68	80	85
법인세비용	7	11	17	19	20
중단사업이익	0	0	8	0	0
당기순이익	16	30	59	61	65
증가율 (%)	-61.4	90.3	97.5	3.9	5.9
당기순이익률 (%)	1.7	3.1	5.3	4.8	4.9
EPS	1,853	2,340	4,241	4,257	4,507
증가율 (%)	-45.8	26.3	81.2	0.4	5.9
완전희석EPS	1,853	2,340	4,232	4,248	4,498
증가율 (%)	-45.8	26.3	80.9	0.4	5.9

주요투자지표

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
주당지표(원)					
EPS	1,853	2,340	4,241	4,257	4,507
BPS	31,234	36,355	39,381	42,975	46,814
DPS	500	600	600	600	600
밸류에이션(배,%)					
PER	12.7	11.7	6.9	6.8	6.5
PBR	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
PCR	4.1	5.4	5.4	4.8	4.6
EV/ EBITDA	6.3	6.2	3.5	2.8	2.2
배당수익률	2.1	2.2	2.1	2.1	2.1
수익성 (%)					
영업이익율	3.8	5.4	6.4	6.6	6.8
EBITDA이익율	6.4	8.0	8.6	8.5	8.6
순이익율	1.7	3.1	5.3	4.8	4.9
ROE	3.5	6.1	10.7	10.2	9.9
ROIC	5.1	7.1	9.1	10.8	11.2
안정성(%배)					
순차입금/자기자본	-3.4	-8.5	-12.7	-15.8	-21.2
유동비율	146.4	146.6	153.4	159.6	169.2
이자보상배율	21.1	96.5	571.5	644.1	647.4
활동성(회)					
총자산회전율	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
매출채권회전율	4.1	3.6	3.4	3.4	3.3
재고자산회전율	6.1	6.1	6.1	6.1	5.9
매입채무회전율	4.0	3.8	3.6	3.6	3.5



한라비스테온공조(011880.KS)

자동차/부품 담당 장문수

Tel. 368-6199 / moonsu.chang@eugenefn.com

친환경차가 가는 곳에 HVCC도 간다!

- **Company Brief: 자동차용 컨벤셔널 및 친환경 연비개선 공조부품 생산업체**
 - 자동차용 컨벤셔널 및 친환경 공조부품 생산업체. 19개국 35개 생산법인과 4개의 R&D센터 보유. Visteon 공조사업부 인수 이후 외형 성장 지속
 - 기존 공조사업(HVAC, 컴프레서 등)뿐만 아니라 내연기관 열관리(CAC, EGR 등), 전기차 열관리(전기차, 하이브리드, 연료전기차) 시스템을 생산하는 글로벌 2위 업체
 - 글로벌 점유율:** 덴소(24%), HVCC(13%), 발레오(13%), Behr(8%), 델파이(7%) 등
 - 지역별 매출비중(2013년):** 한국(45%), 유럽(38%), 중국(20%), 유럽(17%) 등
- **Investment Points: 연비개선을 위한 핵심 파워트레인(엔진, 변속기) 부품업체**
 - **1) 연비규제 강화 시 높은 수혜 전망:** 친환경 공조 부품 변경에 따른 연비개선은 타 부품 대비 가격 효율이 높고 미국 내 연비개선 Credit 확보로 정책적인 이점이 존재해 수주가 증가할 전망. 동사는 BMW i시리즈 등 미국과 유럽 등 업체에 수주로 기술력 인정
 - **2) 합병 시너지로 수익성 개선 기대:** 2013년 비스테온 공조사업부 인수 이후 수익성이 부진한 인수 사업부 영향으로 인수 전 8% 후반의 높은 영업이익률이 6%대로 하락. 하지만 생산성 향상으로 원가 절감하여 2016년까지 8%대를 목표로 매년 0.5%p 영업이익률 개선 계획
 - **3) 적극적인 성장 전략 지속:** 공조시장 기술 선도를 목적으로 고급 연구 인력 충원 지속. 또한 고객 다변화와 기술력 확보를 위해 유기적/ 비유기적 성장 전략 지속 계획
- **친환경차 증가 및 내연기관 연비개선의 수혜, 투자의견 BUY, 목표주가 54,000원 제시**
 - 2014년 예상 손익은 매출액 5,7조원(+7.4% yoy), 영업이익 4,102억원(+10.3% yoy, OPM 7.1%), 당기순이익 3,472억원(+11.2% yoy) 전망
 - 가변스트로크 HVAC 등 공조아이템 개선으로 내연기관 연비개선이 효율적/효과적이기 때문에 동사에 수혜가 클 것으로 기대. 뿐만 아니라 아이템들이 대부분 연비개선(미션쿨러, EGR, HER, 전자식컴프레서), 디젤(PTC히터), 친환경차(전자식컴프레서, PTC히터, 배터리쿨러)와 밀접한 관계를 가지고 있어 동사에 수혜가 클 전망
 - 현 주가는 PER 14.2배로 글로벌 경쟁업체 평균 12.8배 대비 높음. 그러나 합병 시너지로 수익성이 개선되고, 연비개선 요구에 따른 성장성을 감안할 때 이익 성장성이 높고, 고객 다변화 및 기술력 확보를 위한 성장 전략 지속 시 경쟁업체 대비 성장성이 돋보여 프리미엄 가능할 것으로 판단
 - 투자의견 BUY, 목표주가 54,000원 제시. 5년간(2012~2016년) 평균 15.6%가 넘는 영업이익 성장성 감안 시, 24개월 평균 EPS 7,153원에 PER 15.0배 적용한 목표주가 54,000원까지 주가 상승 가능할 전망

BUY(신규)

목표주가(12M, 신규) 54,000원
현재주가(05/30) 47,500원

Key Data	(기준일: 2014. 05. 30)
KOSPI(pt)	1,995.0
KOSDAQ(pt)	546.5
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	5,071.1
52주 최고/최저(원)	48,600 / 31,200
52주 일간 Beta	0.57
발행주식수(천주)	106,760
평균거래량(3M, 천주)	189
평균거래대금(3M, 백만원)	8,236
배당수익률(14F, %)	2.5
외국인 지분율(%)	90.0
주요주주 지분율(%)	
VHI, LLC	70.0
국민연금공단	5.9

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.2	19.5	24.0	38.3
KOSPI 대비 상대수익률	8.5	18.7	26.5	38.5

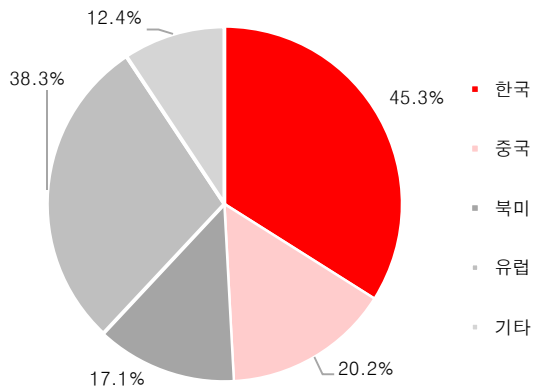
Financial Data

결산기(12월)	2013A	2014E	2015E
매출액(십억원)	5,189.4	5,684.8	6,122.2
영업이익(십억원)	363.5	401.2	485.7
세전계속사업손익(십억원)	396.7	439.5	538.0
당기순이익(십억원)	312.1	347.2	417.0
EPS(원)	2,776	3,080	3,711
증감률(%)	28.0	10.9	20.5
PER(배)	14.0	15.1	12.6
ROE(%)	21.6	21.5	22.1
PBR(배)	2.8	2.9	2.4
EV/EBITDA(배)	7.9	8.2	6.7

자료: 유진투자증권

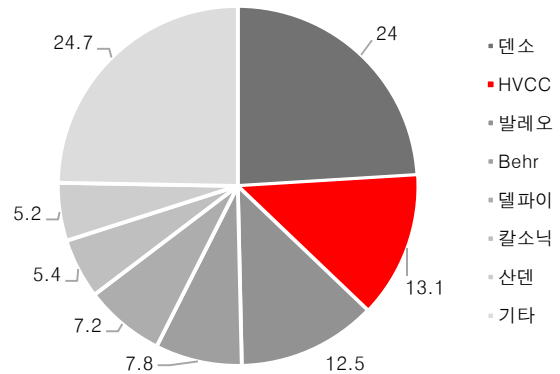


도표 68 지역별 매출액 비중(2013)



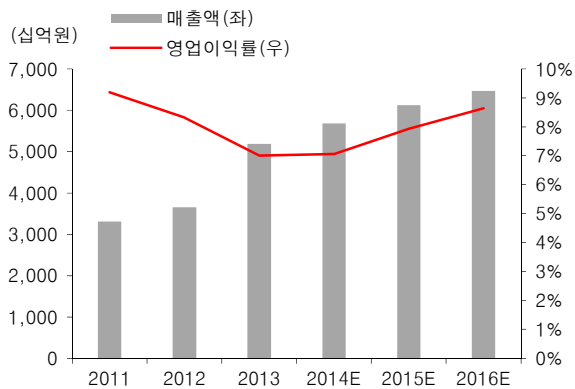
자료: 한라비스테온공조, 유진투자증권

도표 69 글로벌 공조업체 점유율(2012)



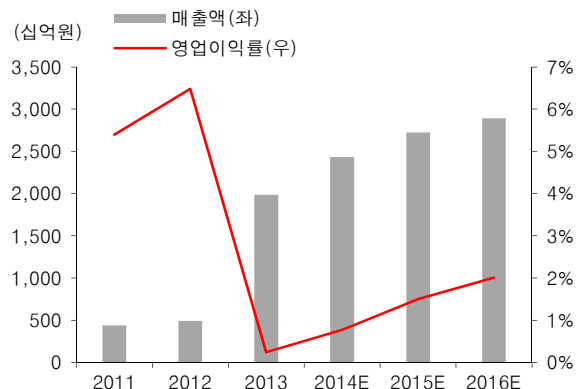
자료: 한라비스테온공조, 유진투자증권

도표 70 연결기준 매출액 및 영업이익률 추이



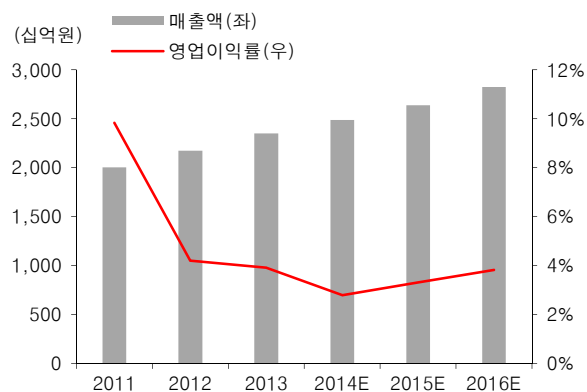
자료: 한라비스테온공조, 유진투자증권

도표 71 유럽 매출액 및 증가율 추이



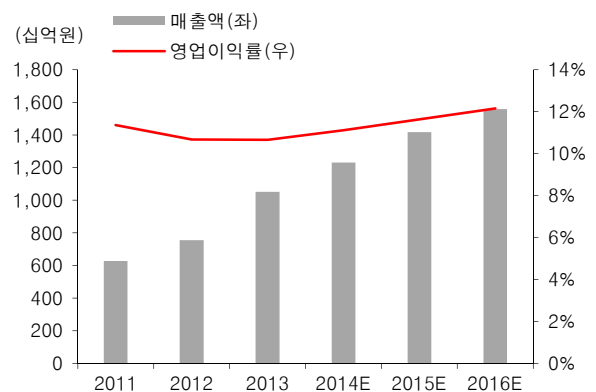
자료: 한라비스테온공조, 유진투자증권

도표 72 국내 매출액 및 영업이익률 추이



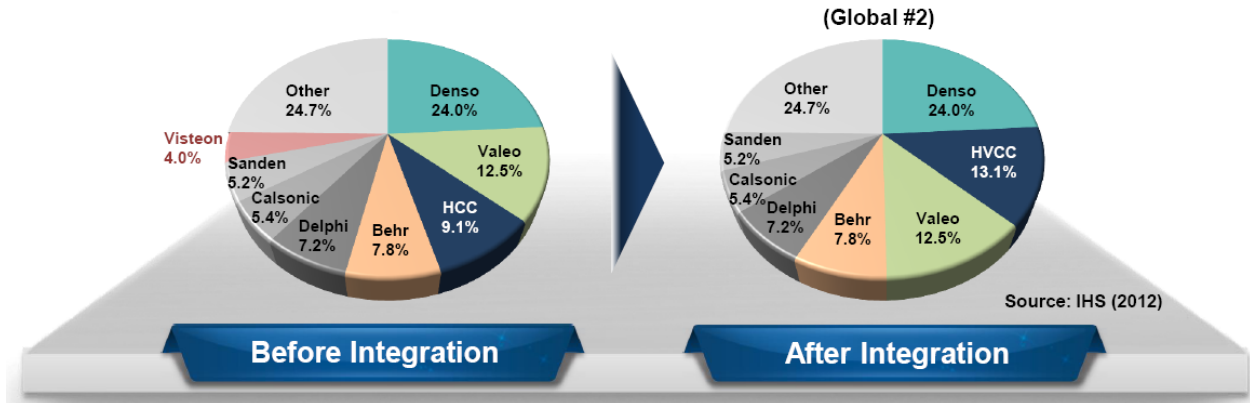
자료: 한라비스테온공조, 유진투자증권

도표 73 중국 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 한라비스테온공조, 유진투자증권

도표 74 한라비스테온공조는 비스테온 공조사업부 인수 이후 글로벌 2위로 도약



자료: IHS, 한라비스테온공조, 유진투자증권

도표 75 한라비스테온공조의 제품 포트폴리오: 1) 기존 공조사업 2) 내연기관 열관리 시스템 3) 전기차량 열관리 시스템으로 기존 전통방식의 공조시스템에서부터 차량 효율화 제품 군, 친환경 차량까지 대응 가능



자료: 한라비스테온공조, 유진투자증권

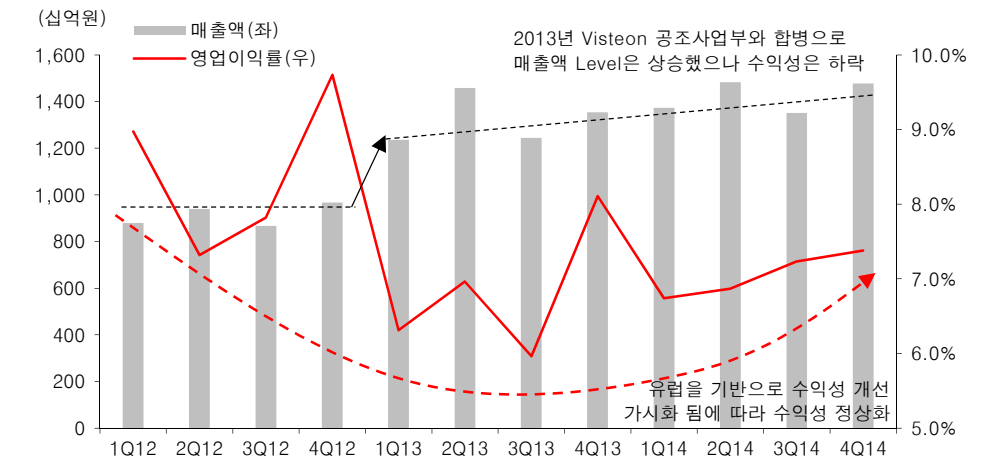


도표 76 한라비스테온공조 분기별 실적 현황

(단위:십억원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2013	2014E	2015E
매출액	1,236	1,458	1,244	1,354	1,373	1,483	1,351	1,477.1	5,292	5,685	6,122
영업이익	78	101	74	110	93	102	98	109.0	364	401	486
세전이익	92	106	84	115	99	112	108	120.3	397	439	538
순이익	76	76	61	98	77	89	86	95.6	312	347	417
(매출액대비 %)											
영업이익률	6.3%	7.0%	6.0%	8.1%	6.7%	6.9%	7.2%	7.4%	6.9%	7.1%	7.9%
세전이익률	7.5%	7.2%	6.8%	8.5%	7.2%	7.5%	8.0%	8.1%	7.5%	7.7%	8.8%
순이익률	6.2%	5.2%	4.9%	7.3%	5.6%	6.0%	6.3%	6.5%	5.9%	6.1%	6.8%
(전년동기비 %)											
매출액	40.6%	55.2%	43.4%	39.9%	11.0%	1.7%	8.7%	9.1%	44.9%	7.4%	7.7%
영업이익	-1.1%	47.7%	9.4%	16.6%	18.5%	0.4%	31.7%	-0.7%	17.4%	10.3%	21.1%
세전이익	9.5%	42.1%	4.8%	10.6%	7.6%	6.0%	28.3%	4.8%	15.8%	10.8%	22.4%
순이익	15.9%	32.9%	27.1%	33.3%	1.0%	16.7%	39.7%	-2.9%	27.3%	11.2%	20.1%
(전분기대비 %)											
매출액	27.8%	17.9%	-14.7%	8.9%	1.4%	8.0%	-8.9%	9.3%	-	-	-
영업이익	-17.1%	30.0%	-26.9%	48.0%	-15.7%	10.1%	-4.1%	11.5%	-	-	-
세전이익	-11.0%	14.4%	-20.5%	36.6%	-13.4%	12.7%	-3.7%	11.6%	-	-	-
순이익	3.0%	0.2%	-19.5%	60.5%	-22.0%	15.8%	-3.7%	11.6%	-	-	-

자료: 한라비스테온공조, 유진투자증권

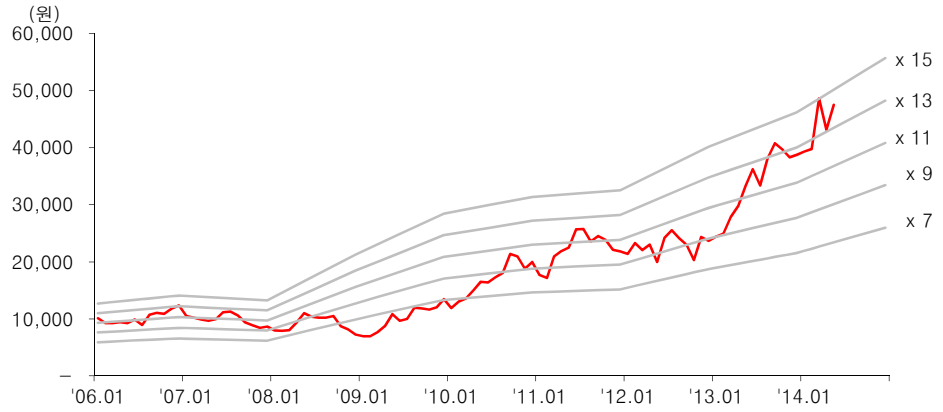
도표 77 한라비스테온공조 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 한라비스테온공조, 유진투자증권



도표 78 한라비스테온공조 PER band Chart: 12개월 Forward PER은 14.2배



자료: 유진투자증권

도표 79 Global Peer Valuation

		한라비스테온 공조	DENSO CORP	DELPHI	SANDEN CORP	CALSONIC KANSEI	Average	Median
증가	(한지통화)	47,500	4,663	69	484	635	-	-
시가총액	(백만달러)	4,971	40,579	21,017	669	1,708	-	-
PER	2014	15.2	12.8	13.9	10.9	8.8	12.3	12.8
(배)	2015	13.5	11.6	12.1	7.2	8.1	10.5	11.6
PBR	2014	2.9	1.3	5.6	1.2	1.0	2.4	1.3
(배)	2015	2.5	1.2	4.3	1.0	0.9	2.0	1.2
EPS	2014	3.1	3.6	5.0	0.4	0.7	2.6	3.1
(USD)	2015	3.4	3.9	5.7	0.7	0.8	2.9	3.4
BPS	2014	15.8	35.6	12.4	4.1	6.5	14.9	12.4
(USD)	2015	18.3	38.7	16.3	4.6	7.1	17.0	16.3
EPSGrowth	2014	-99.9	-99.0	27.6	-99.0	-99.2	-73.9	-99.0
(%)	2015	12.8	10.4	15.0	51.2	9.5	19.8	12.8
ROE	2014	20.5	20.5	20.5	20.5	20.5	20.5	20.5
(%)	2015	20.0	10.4	40.9	15.9	11.5	19.8	15.9

자료: Bloomberg, 유진투자증권



한라비스테온공조(018880.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
유동자산	1,373	1,705	2,261	2,572	3,039
현금성자산	427	358	736	933	1,310
매출채권	695	900	1,042	1,124	1,190
재고자산	217	347	382	412	437
비유동자산	863	1,249	1,299	1,309	1,292
투자자산	53	123	138	144	150
유형자산	655	970	1,005	1,010	988
무형자산	154	156	155	155	154
자산총계	2,236	2,954	3,559	3,881	4,331
유동부채	733	1,034	1,314	1,317	1,386
매입채무	552	813	1,057	1,141	1,208
단기차입금	83	76	110	27	27
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	64	379	465	470	475
사채및장기차입금	0	237	317	317	317
기타비유동부채	49	114	122	127	132
부채총계	798	1,413	1,779	1,788	1,861
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	47	-23	-23	-23	-23
자본조정	-33	-79	-77	-77	-77
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,329	1,542	1,781	2,095	2,471
자본총계	1,439	1,541	1,780	2,093	2,470
총차입금	84	313	426	344	344
순차입금(순현금)	-343	-45	-310	-589	-966
투하자본	1,066	1,418	1,387	1,418	1,415

현금흐름표

(단위:십억원)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
영업활동현금흐름	278	418	472	553	624
당기순이익	245	312	347	417	484
유형자산상각비	112	162	169	173	172
기타비현금손익가감	3	-7	34	-8	-9
운전자본의변동	-119	-35	-58	-29	-23
매출채권감소(증가)	-95	105	-76	-83	-66
재고자산감소(증가)	-17	-42	-40	-30	-24
매입채무증가(감소)	32	-79	24	84	67
기타	-39	-19	34	0	0
투자활동현금흐름	-128	-554	-196	-171	-141
단기투자자산처분(취득)	-1	2	1	-0	-0
장기투자증권처분(취득)	0	0	7	10	11
설비투자	-134	-193	-214	-189	-160
유형자산처분	7	5	12	12	12
무형자산감소(증가)	-1	-2	-1	-1	-1
재무활동현금흐름	-79	101	111	-186	-107
차입금증가(감소)	-4	213	111	-82	0
자본증가(감소)	-75	-77	0	-104	-107
배당금지급	75	77	0	104	107
현금의 증가(감소)	54	-54	388	197	377
기초현금	347	401	347	735	932
기말현금	401	347	735	932	1,308
Gross cash flow	465	580	550	582	647
Gross investment	246	590	255	199	164
Free cash flow	219	-10	294	383	483

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
매출액	3,653	5,189	5,685	6,122	6,466
증가율 (%)	10.3	42.1	9.5	7.7	5.6
매출총이익	586	863	934	1,036	1,140
매출총이익율 (%)	16.0	16.6	16.4	16.9	17.6
판매비와관리비	277	500	533	550	581
증가율 (%)	1.6	80.6	6.7	3.2	5.7
영업이익	310	364	401	486	559
증가율 (%)	14.4	17.4	10.3	21.1	15.0
EBITDA	422	525	570	659	731
증가율 (%)	6.4	24.5	8.5	15.6	10.9
영업외손익	33	33	38	52	65
이자수익	11	9	5	8	8
이자비용	6	12	3	-3	-13
외환관련손익	-14	3	-13	-18	-19
지분법손익	1	8	11	13	14
기타영업외손익	41	25	38	47	49
세전계속사업손익	343	397	439	538	624
법인세비용	97	85	92	121	140
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	245	312	347	417	484
증가율 (%)	4.9	27.3	11.2	20.1	15.9
당기순이익률 (%)	6.7	6.0	6.1	6.8	7.5
EPS	2,169	2,776	3,080	3,711	4,302
증가율 (%)	3.8	28.0	10.9	20.5	15.9
완전희석EPS	2,169	2,776	3,080	3,711	4,302
증가율 (%)	3.8	28.0	10.9	20.5	15.9

주요투자지표

(단위:십억원)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
주당지표(원)					
EPS	2,169	2,776	3,080	3,711	4,302
BPS	13,082	13,995	16,242	19,178	22,707
DPS	716	970	970	1,000	1,020
밸류에이션(배, %)					
PER	10.9	14.0	15.1	12.6	10.8
PBR	1.8	2.8	2.9	2.4	2.1
PCR	5.4	7.1	9.1	8.6	7.7
EV/ EBITDA	5.3	7.9	8.2	6.7	5.5
배당수익률	3.0	2.5	2.1	2.1	2.2
수익성 (%)					
영업이익율	8.5	7.0	7.1	7.9	8.6
EBITDA이익율	11.6	10.1	10.0	10.8	11.3
순이익율	6.7	6.0	6.1	6.8	7.5
ROE	18.5	21.6	21.5	22.1	21.6
ROIC	21.4	23.0	22.6	26.8	30.6
안정성(% 배)					
순차입금/자기자본	-23.8	-2.9	-17.4	-28.1	-39.1
유동비율	187.3	164.8	172.0	195.2	219.3
이자보상배율	-59.4	107.6	-180.4	-45.1	-26.2
활동성(회)					
총자산회전율	1.7	2.0	1.7	1.6	1.6
매출채권회전율	5.7	6.5	5.9	5.7	5.6
재고자산회전율	17.5	18.4	15.6	15.4	15.2
매입채무회전율	7.0	7.6	6.1	5.6	5.5



에스엘(005850.KS)

자동차/부품 담당 장문수

Tel. 368-6199 / moonsu.chang@eugenefn.com

'15년까지 그린라이트는 On!!

- Company Brief: 램프를 포함한 프론트엔드모듈(FEM)과 레버, 페달 등의 사시부품업체**
 - 자동차의 헤드, 리어, 정지램프를 포함한 프론트엔드모듈과 레버, 페달 등의 사시부품 생산 업체, 국내 에스엘, 라이팅, 서봉 등 7개의 계열사와, 5개의 중국법인, 2개의 미국 법인, 3개의 유럽법인과 1개의 인도법인 보유(연결대상 법인은 6개사)
 - 국내 자동차용 램프사업 선도기업, LED 램프 설계기술부터 양산설비까지 보유. 주 거래사인 현대기아차 내 점유율은 60% 수준(모비스 램프사업부문(40%)과 경쟁)
 - 고객별 매출비중(2013년):** 현대기아차(68%), GM(25%), 쌍용(0.4%), 기타(6.6%)
 - 제품별 매출비중(2013년 결합매출액 기준):** 램프(56%), 사시(15%), 기타(29%)
- Investment Points: 미국 가동률 회복에 따른 연결 손익 회복, 중국 호조 지속에 주목**
 - 1) 미국 가동률 회복:** 2013년 매출비중 28%인 북미법인 SL아메리카('13년 세전이익률 0.7%)는 가동률 회복에 따른 연결영업이익률 상승 기여할 전망
 - SL테네시: 2H13 이후 GM 신차종 2개 양산 시작, 1개 볼륨모델(2015년 말 양산) 감안시 가동률 2015년까지 상승 지속
 - SL알라바마: 현대차 신차 투입으로 1) 단가 개선, 2) 가동률 상승
 - 2) 중국 호조 지속:** '13년 가동률 93%의 북경법인 대비 연대(상해GM 대응)법인과 동풍법인(동풍차 대응)은 가동률이 각각 67%, 48%에 불과해 대응업체 생산증가로 지분법 이익 증가 요인
 - 3) 현대기아차 向 수주 안정화:** 현대기아차 내 램프사업 점유율 안정화
현대모비스 램프사업 진출 이후 점유율 확대로 동사의 현대기아차 向 수주 감소에 따른 우려 지속되었으나, 2012년을 저점으로 수주는 안정 지속 중으로 판단
 - 4) DRL(유럽 의무, ASP +10%) 및 LED램프(채용률 1% 추정)는 중장기 성장 유효**
- 안정적인 수주환경 회귀, 2014년 이후 이익 회수기 돌입으로 Valuation 매력 부각!!!**
 - 2014년 예상 손익은 컨센서스 기준 매출액 1,330억(+7.3% yoy), 영업이익 502억(+42.2% yoy, OPM 3.8%), 당기순이익 799억(+8.4% yoy) 전망
 - 수주 감안한 선제적 CAPEX 증가에도 2012년 현대기아차 向 수주 감소로 OPM은 '10년 3.7% 부터 '13년 2.8%로 점차 하락했으나, 2014년 이후 거래 OE 신차 출시, 신규 수주 매출 인식으로 이익회수기 돌입(OPM '14년 3.8% → '15년 4.2%)
 - 동사는 높은 기술력과 양산능력을 바탕으로 고성장, 고마진 자동차 램프사업 영위함에 따라 국내 타 부품사 대비 높은 Valuation 부여. 하지만, 1) 모비스 램프사업 확대로 현대기아차 向 수주 감소, 2) 대규모 투자 지속된 2010~12년 CAPEX-매출 시차로 마진 훼손 지속되어 Valuation은 6.0배~8.0배 사이에서 하향 안정화
 - 현 주가는 2014년 기준 PER 7.9배로 과거 2010~현재 PER 평균 9.9배 대비 저평가 상황. 현대기아차 수주가 안정화 되고 선 CAPEX 투자에 따른 이익회수기가 2014년 이후 돌입한 만큼, 2014년 말까지 이익 증가로 과거 PER 평균 9.9배, 23,000원까지 Valuation 회복은 가능할 것으로 판단

Not Rated

현재주가(05/30) 19,500원

Key Data	(기준일: 2014. 05. 30)
KOSPI(pt)	1,995.0
KOSDAQ(pt)	546.5
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	660.3
52주 최고/최저(원)	19,900 / 13,600
52주 일간 Beta	0.39
발행주식수(천주)	33,865
평균거래량(3M,천주)	98
평균거래대금(3M,백만원)	1,784
배당수익률(14F, %)	#N/A
외국인 지분율(%)	11.6
주요주주 지분율(%)	
이성업외 7인	60.3
국민연금	8.4
Stanley Electric Co.	5.0

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.6	17.5	15.4	16.1
KOSPI 대비 상대수익률	7.9	16.7	17.8	16.3

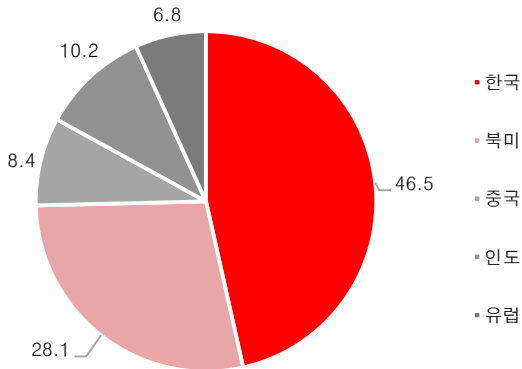
Financial Data

결산기(12월)	2012A	2013A	2014F
매출액(십억원)	1,162.5	1,241.7	1,332.2
영업이익(십억원)	37.1	35.3	50.2
세전계속사업손익(십억원)	78.2	100.2	106.8
당기순이익(십억원)	60.1	73.7	79.9
EPS(원)	1,715	2,158	2,333
증감률(%)	4.3	25.8	8.1
PER(배)	8.3	7.6	8.5
ROE(%)	10.2	11.7	11.4
PBR(배)	0.8	0.8	0.9
EV/EBITDA(배)	4.5	3.9	8.8

자료: FnConsensus, 유진투자증권

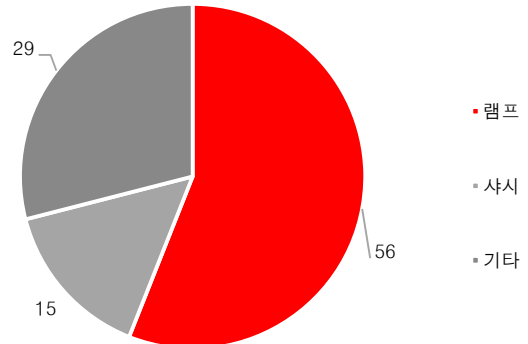


도표 80 지역별 매출액 비중(2013)



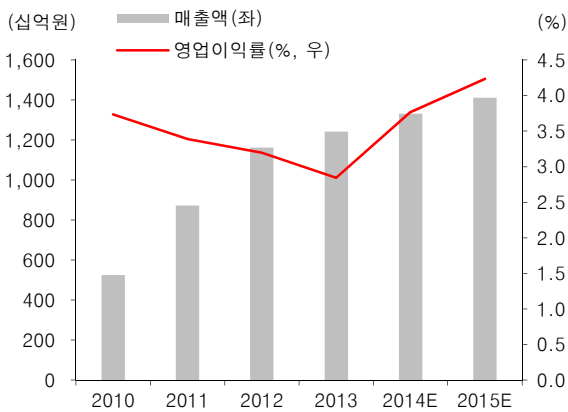
자료: 에스엘, 유진투자증권

도표 81 제품별 매출액 비중(2013, 결합기준)



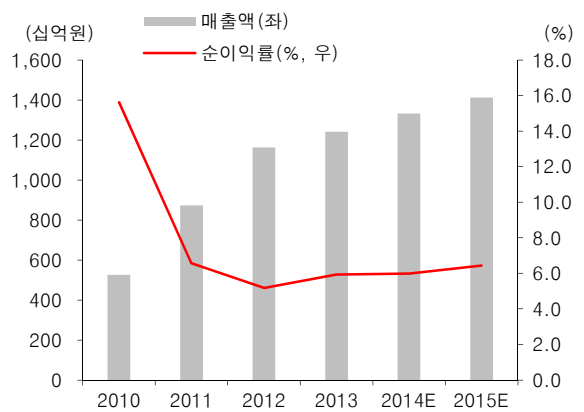
자료: 에스엘, 유진투자증권

도표 82 연결 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 에스엘, FnConsensus, 유진투자증권

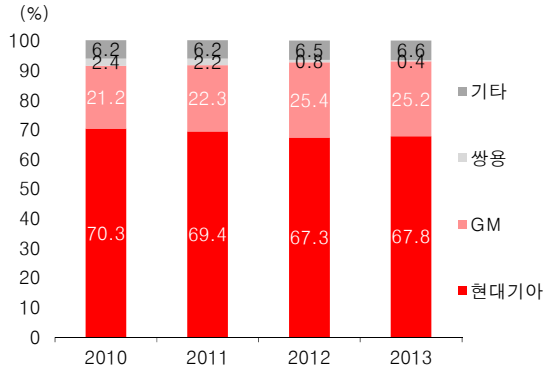
도표 83 연결 매출액 및 순이익률 추이



자료: 에스엘, FnConsensus, 유진투자증권

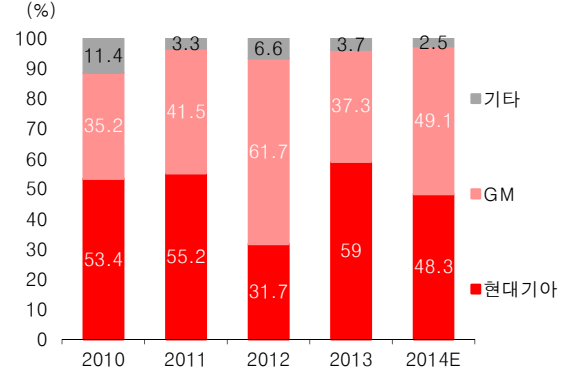


도표 84 고객별 매출액 비중(2010~2013)



자료: 에스엘, 유진투자증권

도표 85 신규 수주 고객별 breakdown:
현대기아 수주물량 2013년 이후 안정화



자료: 에스엘, 유진투자증권

도표 86 헤드램프: DRL채용 확대로 ASP가 10% 수준 확대. LED확대 채용 감안 시 성장성 높음



자료: 에스엘, 유진투자증권

도표 87 리어램프: 광원으로 LED 사용 확대 추세. 반응 속도 향상되어 안전성 향상



자료: 에스엘, 유진투자증권

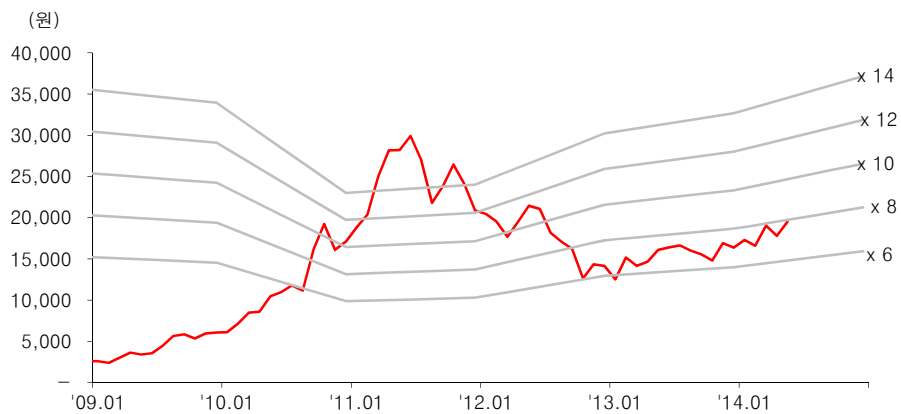


도표 88 에스엘 연간 주요 재무 요약

(단위: 십억원)	2011	2012	2013	2014E	2015E
연결기준					
매출액	873.1	1,162.5	1,241.7	1,332.2	1,411.8
영업이익	29.6	37.1	35.3	50.2	59.8
세전이익	76.5	78.2	100.2	106.8	121.6
순이익	57.3	60.1	73.7	79.9	91.0
% of sales					
영업이익률	3.4	3.2	2.8	3.8	4.2
세전이익률	8.8	6.7	8.1	8.0	8.6
순이익률	6.6	5.2	5.9	6.0	6.4
% yoy					
매출액	66.1	33.1	6.8	7.3	6.0
영업이익	50.7	25.6	-5.0	42.2	19.1
세전이익	-19.8	2.2	28.1	6.6	13.8
순이익	-30.2	4.9	22.6	8.4	13.9

자료: 에스엘, Fnconsensus 유진투자증권

도표 89 에스엘 PER 밴드: 현 주가는 PER 7.9배로 저점 1) 모비스 램프사업 확대로 현대기아차 향 수주 감소, 2) CAPEX-매출간 시차 발생으로 마진 훼손 지속됨에 따라 Valuation은 하향 안정화. 하지만, 현대기아차 수주가 안정화 되고, 2014년 이후 이익회수기 돌입한 만큼 이익 증가에 따른 과거 평균 9.9배 수준의 Valuation 회복은 어렵지 않을 것으로 판단



자료: 유진투자증권



코리아에프티(123410.KQ)

자동차/부품 담당 장문수

Tel. 368-6199 / moonsu.chang@eugenefn.com

가볍게, 상쾌하게, 자신있게 달린다!!!

- Company Brief: 카본캐니스터(친환경) 및 플라스틱 필러넥(경량화) 부품 생산업체**
 - 자동차의 연료탱크 내부 증발가스를 포집하는 카본캐니스터, 연료주입구와 연료탱크를 연결해주는 플라스틱 필러넥 및 의장부품을 생산하는 업체. 안성, 경주, 공도 등 국내 3개 공장과, 북경과 염성에 2개 중국법인, 인도와 폴란드법인 보유
 - 자동차 증발가스 규제가 강화되고 차량 경량화 통한 연비개선 요구로 동사의 증발가스 완화부품 카본캐니스터와 기존 스틸 대체품인 플라스틱 필러넥 수혜
지역별 매출비중(2013년): 한국(54%), 폴란드(34%), 중국(19%), 인도(4%)
제품별 매출비중(2013년): 캐니스터(24%), 필러넥(31%), 의장부품(41%) 등
- Investment Points: 경량화 수혜, 증발가스 규제 강화 수혜, 타 OE 확대**
 - 1) **경량화 수혜:** 최근 연비향상 위한 경량화가 강조되면서 기존 스틸 제품을 대체한 경량화 소재(플라스틱 등) 부품업체에 주목. 당사는 기존 스틸 필러넥을 플라스틱으로 대체하여 부품을 생산(아시아 유일)하고 있어 경량화에 따른 수혜가 기대
 - 2) **증발가스 규제 강화 수혜:** 유럽, 미국, 한국 등 주요국 배기 및 증기가스 규제 강화로 이를 포집하기 위한 캐니스터의 사양 개선 요구가 상승. 이에 해당 부품에 탁월한 기술력과 점유율(현대기아차 80%)을 보유한 동사에 수혜가 기대 (과거 저사양 제품의 단가대비 적게는 2.5배에서 하이브리드용의 경우 4.5배까지 ASP개선)
 - 3) **의장 확대로 외형 성장에 높은 기술력으로 타 OE 수주 확대:** 현대기아차 신차종 의장부품 수주로 폴란드의 외형 성장이 두드러질 전망. 납품 부품은 유럽에서 단일 공급하고 있어 최근 유럽 수요 증가의 수혜 전망. 또한, 르노 등 수주 확대로 캐니스터 등 부품에 대해 현지 OE 매출을 확대하고 있어 중장기 성장성 또한 유호
- 친환경, 경량화 수혜, 올해보다 내년 성장이 더 기대돼 프리미엄 가능!!!**
 - 2014년 예상 손익은 컨센서스 기준 매출액 2,825억원(+7.8% yoy), 영업이익 266억원(+14.4% yoy, OPM 9.4%), 당기순이익 216억원(+18.9% yoy) 전망
 - 현 주가는 PER 7.6배로 업종평균 7.3배와 유사한 수준. 하지만, 1) 높은 기술력을 바탕으로 경쟁사 대비 고수익성이 유지되고 있으며, 2) 업종 내 이익 개선 속도가 빠르고, 3) 규제 강화 및 자동차 기술 개선 방향에 부합한다는 점에서 업종 내 Premium 부가 가능
 - 또한, 2015년 당사 추정 매출액은 19.1% 증가한 3,397억원, 영업이익은 22.4% 증가한 322억원으로, 2014년 대비 2015년 이익 성장폭이 커 완성차 대비 높아진 부품업체의 Valuation 부담에도 상대적으로 저평가 프리미엄 부각. Valuation 상위그룹 PER 평균인 8.9배(13% Premium) 이상 적용 가능하다는 판단
 - 12개월 선행 EPS 806원에 PER 8.9배 적용 시 7,200원까지 20.0% Upside Potential 존재. 현 주가 수준은 매력적. 완성차 Valuation 상승에 따라 과거 업종평균 역사 상단인 PER 10.5배까지 추가 Upside 존재

Not Rated

현재주가(05/30) 6,000원

Key Data	(기준일: 2014. 05. 30)
KOSPI(pt)	1,995.0
KOSDAQ(pt)	546.5
액면가(원)	100
시가총액(십억원)	167.0
52주 최고/최저(원)	6,050 / 3,540
52주 일간 Beta	0.96
발행주식수(천주)	27,841
평균거래량(3M,천주)	118
평균거래대금(3M,백만원)	628
배당수익률(14F, %)	N/A
외국인 지분율(%)	1.3
주요주주 지분율(%)	
SIS S,R,L외 3인	41.0
김재년	16.1

Company Performance

주요수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.3	10.1	6.8	52.1
KOSPI 대비 상대수익률	12.6	9.3	9.2	52.3

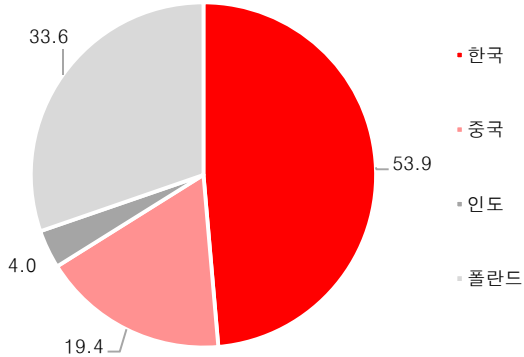
Financial Data

결산기(12월)	2012A	2013A	2014F
매출액(십억원)	240.4	262.2	282.5
영업이익(십억원)	17.7	23.3	26.6
세전계속사업손익(십억원)	17.0	22.3	26.6
당기순이익(십억원)	18.0	18.1	21.6
EPS(원)	644	614	738
증감률(%)	75.5	-4.7	20.2
PER(배)	4.4	8.5	8.1
ROE(%)	31.2	20.8	20.8
PBR(배)	1.0	1.6	1.6
EV/EBITDA(배)	3.5	4.8	-

자료: FnConsensus, 유진투자증권

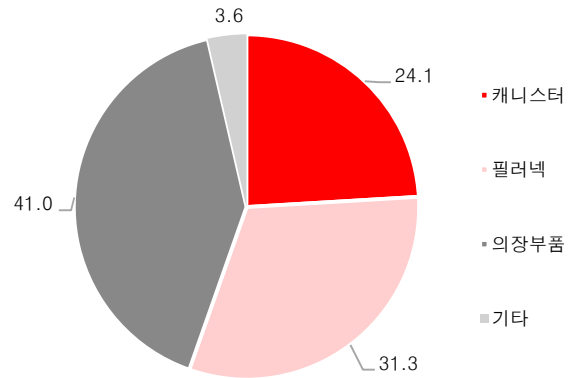


도표 90 지역별 매출액 비중(2013)



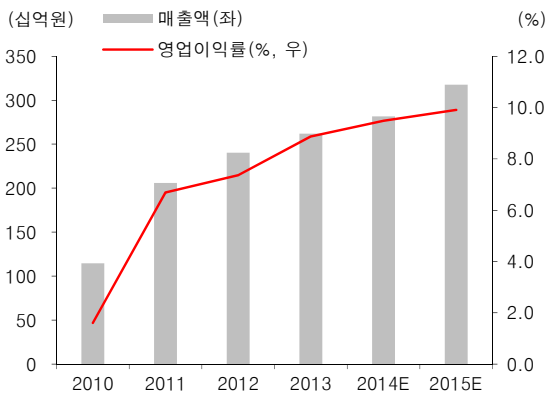
자료: 코리아에프티, 유진투자증권

도표 91 제품별 매출액 비중(2013)



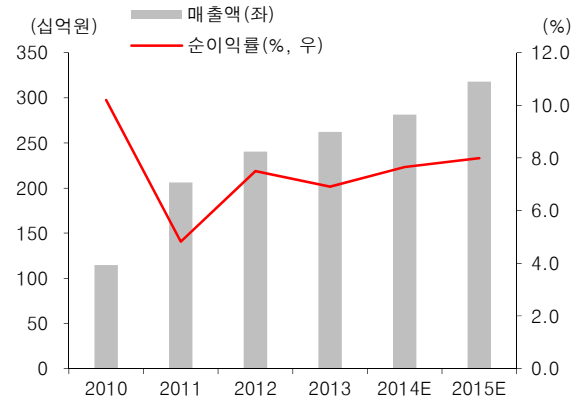
자료: 코리아에프티, 유진투자증권

도표 92 연결기준 매출액 및 영업이익률 추이



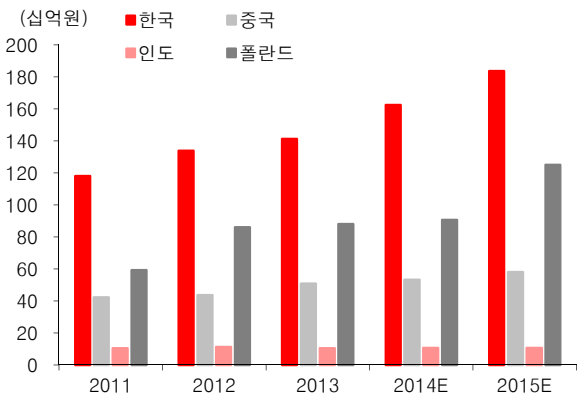
자료: 코리아에프티, 유진투자증권

도표 93 연결기준 매출액 및 순이익률 추이



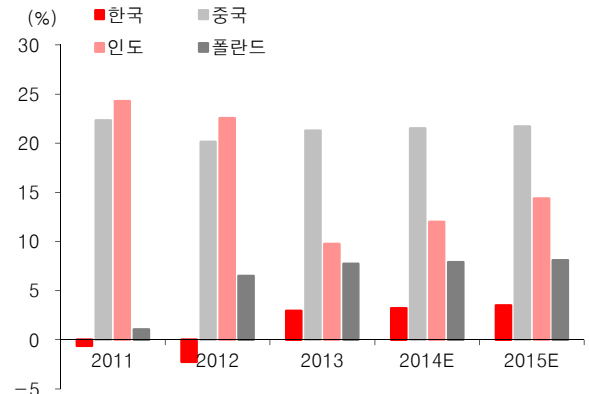
자료: 코리아에프티, 유진투자증권

도표 94 법인별 매출액 추이 (2011~2015E)



자료: 코리아에프티, 유진투자증권

도표 95 법인별 영업이익률 추이 (2011~2015E)



자료: 코리아에프티, 유진투자증권



도표 96 제품 1: 캐니스터(Canister)



자료: 코리아에프티, 유진투자증권

도표 97 제품 2: 필러넥(Filler neck)



자료: 코리아에프티, 유진투자증권

도표 98 증발가스 규제 강화로 캐니스터 요구 성능 강화 (단가 인상 및 고급 사양 채용률 확대)

	기존	2014년 이후
미국	LEV-2 (0.65g/t)	LEV-3 (0.3g/t)
유럽	유로5 (2.0g/t)	유로6 (0.6g/t)
한국	2.0g/t	1.2g/t

자료: 코리아에프티, 유진투자증권

도표 99 지역별 수주 현황 (매출 발생 시기)

한국	<ul style="list-style-type: none"> - GM 스파크후속 플라스틱 필러넥 (2015~2019) - 르노 CSFI 카본캐니스터 (2015~2020) - 쏘나타 후속 및 쏘렌토 신형 카본캐니스터(2014~2019) - 선쉐이드 매년 50억원 매출성장 및 고사양 캐니스터 믹스 개선
중국	- 현대기아차 중국 증설에 따른 기존 제품 물량 증가
폴란드	<ul style="list-style-type: none"> - 르노 CSFI카본캐니스터 (2015~2020, 연 40억원) - 현대기아차 신차종 의장부품 (2015~ 2차종, 2016~ 2차종)

자료: 코리아에프티, 유진투자증권



도표 100 코리아에프티 연간 주요 재무 요약 (컨센서스)

(단위: 십억원)	2011	2012	2013	2014E	2015E
연결기준					
매출액	206.1	240.4	262.2	282.5	328.8
영업이익	13.8	17.7	23.3	26.6	31.9
세전이익	13.3	17.0	22.3	26.6	31.3
순이익	9.9	18.0	18.1	21.6	25.4
% of sales					
영업이익률	6.7	7.4	8.9	9.4	9.7
세전이익률	6.5	7.1	8.5	9.4	9.5
순이익률	4.8	7.5	6.9	7.6	7.7
% yoy					
매출액	79.8	16.7	9.1	7.8	16.4
영업이익	651.3	28.4	31.6	14.4	19.6
세전이익	-0.9	27.6	31.5	18.9	17.9
순이익	-14.9	81.4	0.4	18.9	17.9

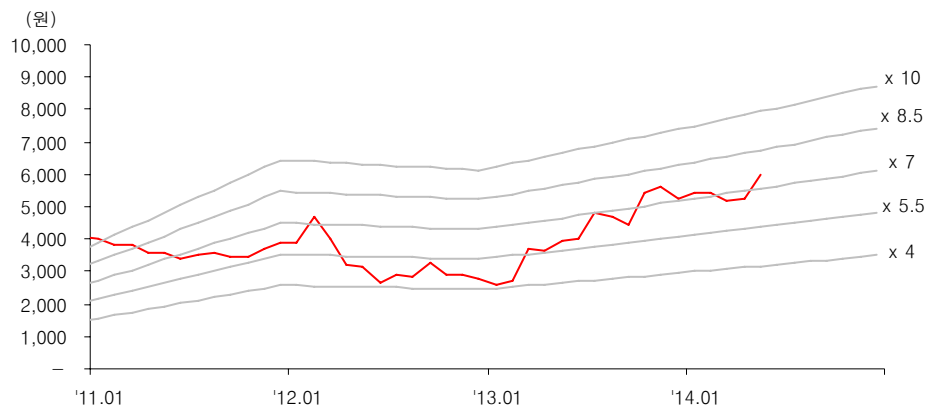
자료: 코리아에프티, Fcnconsensus, 유진투자증권

도표 101 코리아에프티 지역별 재무 요약 (유진추정)

(단위: 십억원, %)		2011	2012	2013	2014E	2015E	2014 % yoy	2015 % yoy
한국	매출액	118.1	133.9	141.3	162.4	183.6	15.0	13.0
	영업이익	-0.7	-3.0	4.1	5.2	6.4	25.6	23.6
	영업이익률	-0.6	-2.2	2.9	3.2	3.5		
중국	매출액	42.3	43.7	50.8	53.3	58.1	5.0	9.0
	영업이익	9.4	8.8	10.8	11.5	12.6	6.1	10.0
	영업이익률	22.3	20.1	21.3	21.5	21.7		
인도	매출액	10.4	11.2	10.5	10.6	10.7	1.0	1.0
	영업이익	2.5	2.5	1.0	1.3	1.5	24.4	20.8
	영업이익률	24.3	22.6	9.7	12.0	14.4		
폴란드	매출액	59.3	86.1	88.0	90.6	125.1	3.0	38.0
	영업이익	0.6	5.6	6.8	7.2	10.1	5.3	41.5
	영업이익률	1.1	6.5	7.7	7.9	8.1		
합계	매출액	206.1	240.4	262.2	285.3	339.7	8.8	19.1
	영업이익	13.8	17.7	23.3	26.3	32.2	13.2	22.4
	영업이익률	6.7	7.4	8.9	9.2	9.5		

자료: 코리아에프티, 유진투자증권

도표 102 코리아에프티 PER 밴드: 현 주가는 PER 7.6배로 성장성 감안 시 Valuation 상위그룹 PER 평균인 8.9배(17% Premium) 이상 적용 가능



자료: 유진투자증권



삼기오토모티브(122350.KQ)

자동차/부품 담당 장문수

Tel. 368-6199 / moonsu.chang@eugenefn.com

지금까지의 성장은 시동에 불과하다!

- Company Brief: 엔진 및 변속기용 알루미늄 다이캐스팅 핵심부품 생산업체**
 - 자동차 엔진, 변속기용 알루미늄 다이캐스팅 업체. 엔진 레터프레임, 오일팬, 커버 등과 변속기 밸브바디, 리어커버 등 생산. 자회사 에코미션과 합병, 외부 알루미늄 스크랩으로 잉곳을 생산해 안정적인 원재료 조달부터 가공까지 일괄생산 가능
 - 현대차그룹 내 점유율이 확대되고 있고, 타 OE 수주까지 증가해 2018년까지 기존 수주만으로 안정적인 매출성장 가능
 - 고객별 매출비중(2013년):** 현대기아차(73%), 마그나(6%), GM(4%), 기타(18%) 등
제품별 매출비중(2013년): 엔진(48%), 변속기(41%), 합금(11%) 등
- Investment Points: 연비개선을 위한 핵심 파워트레인(엔진, 변속기) 부품업체**
 - 1) **연비개선 수혜주:** 파워트레인(엔진, 변속기) 부품을 현대기아차 및 VW 등에 납품. 또한 DCT와 연료 효율성을 개선 시키는 차량 부품은 현대차그룹의 기술 방향성에 부합, 해당 부품 채용율 성장에 따른 동사의 수혜가 기대
 - 2) **중국 자동변속기 확대:** 50%도 못 미치는 중국 자동변속기 채용율 확대에 현대차그룹 내 주력 6속 자동변속기 확대에 중국 현대파워텍 통해 납품, 직접적 수혜
 - 3) **기존 수주만으로 높은 매출성장 지속:** 중국 현대파워텍, VW 그룹을 통해 기수주한 물량과, DCT 관련 수주만으로 2018년까지 높은 매출성장 가능
- 현재 이익 증가는 시작에 불과, 늘어나는 수주에 따라 이익 성장은 추가로 늘어날 전망**
 - 2014년 예상 손익은 컨센서스 기준 매출액 2,506억원(+22.7% yoy), 영업이익 216억원(+27.1% yoy, OPM 8.6%), 당기순이익 159억원(+26.0% yoy) 전망
 - 기 수주된 매출 실현 만으로 2014~2015년 17% 넘는 매출 신장이 가능. 타 OE 수주 초기 국면으로 향후 순차적으로 타 차종 확대를 통해 Volume을 증가할 가능성이 존재해 긍정적 (기존 VW 골프, Audi Q3 → Audi A3, A4, A5로 수주 확대)
 - 또한, 글로벌 OE들의 연비개선 강화 추세가 지속되는 상황에서 DCT 등의 수주 증가 및 기존 수주 계약의 물량 확대 가능성 높음. 특히 해당 변속기 채용이 많고 기술력 높은 VW 수주 확대되는 점은 타 OE 수주 확대 가능성을 높이는 요인
 - 현 주가는 PER 8.0배로 경쟁업체 PER 7.3배대비 높은편이나 **업종 Valuation 상단인 8.9배(11.3% Premium) 이상 적용 가능.** 기존 수주로만 업종 내 이익 성장성 높고, 연비개선 위한 핵심부품 공급한다는 점이 OE의 기술 전략에 부합하기 때문
 - 12개월 선행 EPS 1,162원에 PER 8.9배 적용 시 10,400원까지 상승여력 존재 (14.3% Upside Potential) 현 주가 수준은 매력적. 특히, 중장기 성장성 높아 이익 증가에 따른 주가 상승이 높을 전망

Not Rated

현재주가(05/30) 9,100원

Key Data	(기준일: 2014. 05. 30)
KOSPI(pt)	1,995.0
KOSDAQ(pt)	546.5
액면가(원)	100
시가총액(십억원)	140.2
52주 최고/최저(원)	9,260 / 4,500
52주 일간 Beta	1.09
발행주식수(천주)	15,414
평균거래량(3M, 천주)	222
평균거래대금(3M, 백만원)	1,766
배당수익률(14F, %)	N/A
외국인 지분율(%)	3.9
주요주주 지분율(%)	
김상현외 7인	41.2
KB자산운용	10.4

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.9	25.3	10.6	73.3
KOSPI 대비 상대수익률	12.2	24.6	13.0	73.6

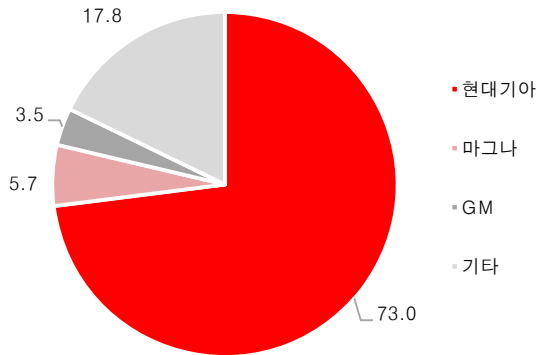
Financial Data

결산기(12월)	2012A	2013A	2014E
매출액(십억원)	187.5	204.2	250.6
영업이익(십억원)	18.1	17.0	21.6
세전계속사업이익(십억원)	13.7	14.3	18.3
당기순이익(십억원)	10.8	12.6	15.9
EPS(원)	769	777	1,013
증감률(%)	-93.5	1.0	30.4
PER(배)	6.4	9.2	8.6
ROE(%)	14.8	28.8	-
PBR(배)	1.0	1.5	-
EV/EBITDA(배)	4.2	4.4	-

자료: FnConsensus, 유진투자증권

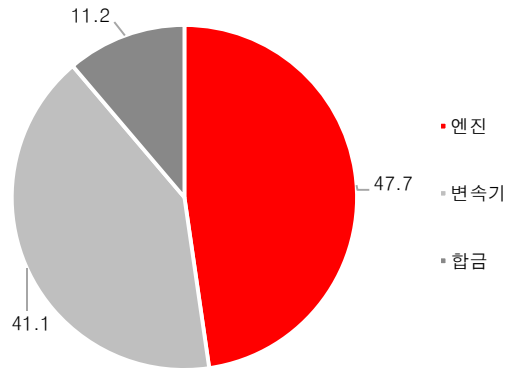


도표 103 고객별 매출액 비중(2013)



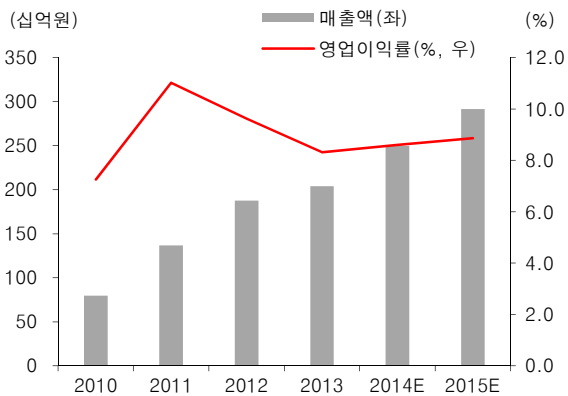
자료: 삼기오토모티브, 유진투자증권

도표 104 제품별 매출액 비중(2013)



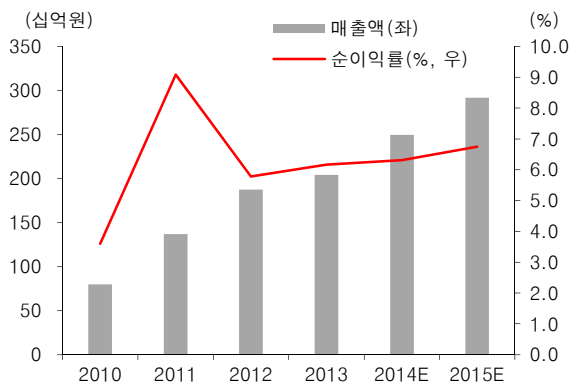
자료: 삼기오토모티브, 유진투자증권

도표 105 연결기준 매출액 및 영업이익률 추이



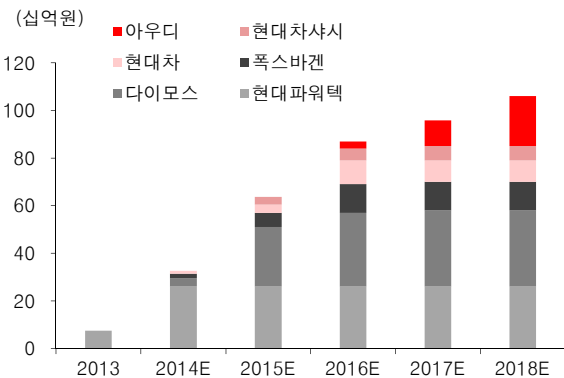
자료: 삼기오토모티브, 유진투자증권

도표 106 연결기준 매출액 및 순이익률 추이



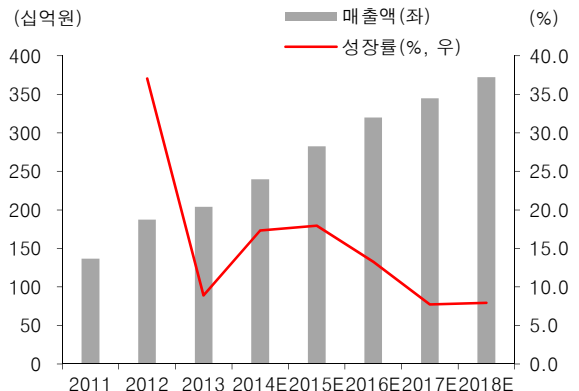
자료: 삼기오토모티브, 유진투자증권

도표 107 기존 수주 매출 발생 전망 (2013~2018)



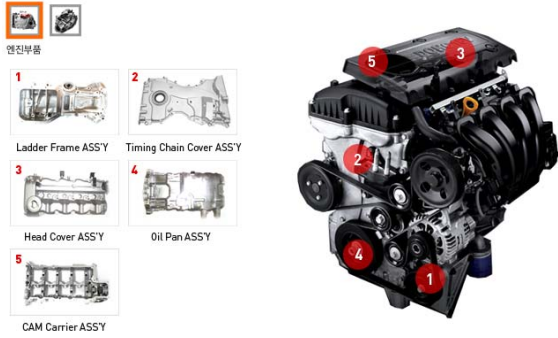
자료: 삼기오토모티브, 유진투자증권

도표 108 장기 매출 전망(기존 수주만 반영 시) (2011~2018E)



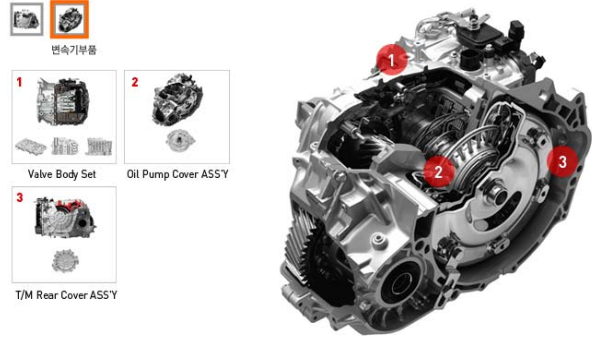
자료: 삼기오토모티브, 유진투자증권

도표 109 엔진부품: 엔진용 레더프레임, 헤드커버 등



자료: 삼기오토모티브, 유진투자증권

도표 110 변속기부품: 밸브바디, 오일펌프 커버 등



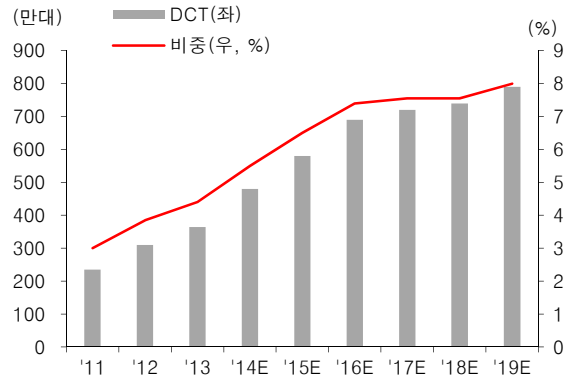
자료: 삼기오토모티브, 유진투자증권

도표 111 DCT 장점: 연비 절감과 빠른 변속



자료: 삼기오토모티브, 유진투자증권

도표 112 DCT 시장 전망: 연평균 16.8% 고성장



자료: IHS, 유진투자증권

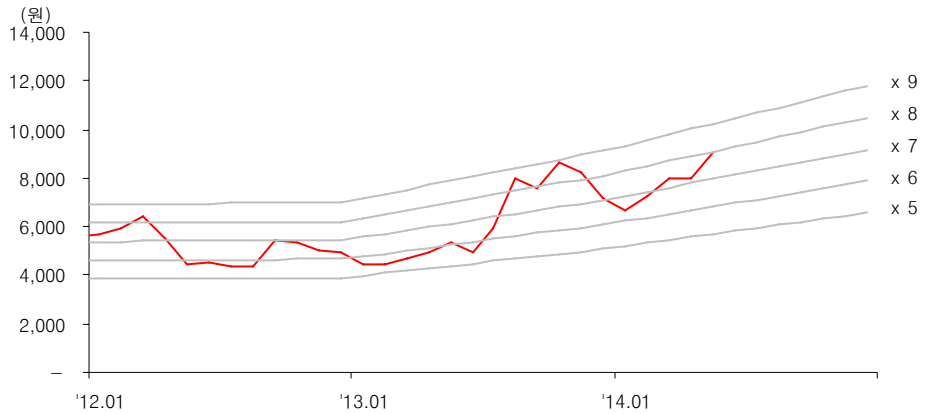


도표 113 삼기오토모티브 연간 주요 재무 요약

(단위: 십억원)	2011	2012	2013	2014E	2015E
연결기준					
매출액	136.8	187.5	204.2	250.6	297.1
영업이익	15.1	18.1	17.0	21.6	26.3
세전이익	13.4	13.7	14.3	18.3	23.2
순이익	12.4	10.8	12.6	15.9	20.1
% of sales					
영업이익률	11.0	9.6	8.3	8.6	8.9
세전이익률	9.8	7.3	7.0	7.3	7.8
순이익률	9.1	5.8	6.2	6.3	6.8
% yoy					
매출액	71.6	37.1	8.9	22.7	18.6
영업이익	160.6	19.8	-5.9	27.1	21.8
세전이익	347.9	2.2	4.3	28.0	26.7
순이익	333.2	-12.7	16.1	26.0	26.6

자료: 삼기오토모티브, Fnconsensus, 유진투자증권

도표 114 삼기오토모티브 PER 밴드: 현 주가는 PER 8.0배



자료: 유진투자증권



경창산업(024910.KQ)

자동차/부품 담당 장문수

Tel. 368-6199 / moonsu.chang@eugenefn.com

중국 발 AT 훈풍이 불어옵니다

- **Company Brief: 자동차 자동변속기(A/T)용 부품과 케이블, 사시류 등 부품 생산업체**
 - 현대차그룹 자동변속기용 가공단품에서 용접부품까지 생산하는 업체. 용접부품 생산을 통해 2004년 이후 대규모 투자가 지속되었고, 2009년 이후 매출 발생에 따라 외형성장이 지속되어 옴
 - 현대차그룹 중국 6단 자동변속기 용접부품을 모두 공급하고 있어 34%에 불과한 중국 내 자동변속기 장착률이 상승함에 따라 동사에 수혜가 클 것으로 전망. 현대차그룹 내 6단 자동변속기 채용율이 확대되고 있어 안정적인 매출성장 가능

고객별 매출비중(2013년): A/T 부품(80%), 케이블(7%), 페달 및 레버(11%) 등
지역별 매출비중(2013년): 국내 내수(22%), 수출(72%)/ 해외 내수(5%), 수출(1%)
- **Investment Points: 연비개선을 위한 핵심 파워트레인(엔진, 변속기) 부품업체**
 - **1) 중국 자동변속기 확대:** 2013년 34%에 불과한 중국 자동변속기 채용율이 지속 확대되고, 현대차그룹 내 주력 6속 자동변속기 탑재율이 확대되고 있어 중국 현대파워텍 통해 납품 중인 동사에 직접적 수혜
 - **2) 고단 변속기 수주로 성장 지속:** 현대차 후륜 8속 공급에 이어 2015년 이후 전륜 8속 공급까지 수주받아 현대차그룹 연비개선을 위한 고단변속기 채용률 증가로 동사에 수혜 지속될 전망
 - **3) 투자회수기 진입:** 용접관련 대규모 투자가 완료됨에 따라 비용 부담이 빠르게 감소. 또한 2012년 설비투자(기계) 내용연수 변경에 따른 감가상각비 등 고정비 부담이 감소함에 따라 투자회수기 진입
- **고정비 부담 완화로 성장성 부각, 이를 감안 시 현 주가 수준은 매우 매력적!!!**
 - 2014년 예상 손익은 컨센서스 기준 매출액 6,130억원(+16.4% yoy), 영업이익 420억원(+41.1% yoy, OPM 6.9%), 당기순이익 374억원(+36.9% yoy) 전망
 - 연비개선을 위해 중국 6단 자동변속기 채용률 증가. 추후 현대기아차 내 전/후륜 8단 등 고단변속기 채용율이 증가함에 따라 동사에 수혜가 기대
 - 현 주가는 PER 6.2배로 경쟁업체 PER 7.3배 대비 매우 저평가. 업종 평균 PER인 7.3배(18% Premium) 이상 적용 가능
 - 12개월 선행 EPS 2,108원에 PER 7.3배만 적용해도 15,400원까지 상승여력 높아 (18.9% Upside Potential)해 현 주가 수준은 매력적

Not Rated

현재주가(05/30) 12,950원

Key Data	(기준일: 2014. 05. 30)
KOSPI(pt)	1,995.0
KOSDAQ(pt)	546.5
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	227.4
52주 최고/최저(원)	12,750 / 6,880
52주 일간 Beta	0.52
발행주식수(천주)	17,560
평균거래량(3M,천주)	103
평균거래대금(3M,백만원)	1,152
배당수익률(14F, %)	N/A
외국인 지분율(%)	4.2
주요주주 지분율(%)	
손일호외 14인	38.5
템플턴투신운용	5.2

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.1	25.1	23.3	78.1
KOSPI 대비 상대수익률	10.4	24.4	25.8	78.4

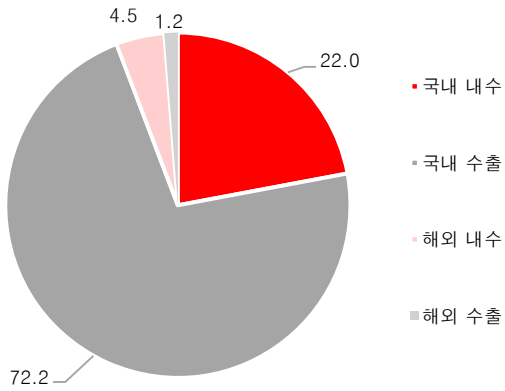
Financial Data

결산기(12월)	2012P	2013P	2014F
매출액(십억원)	423.1	526.6	613.0
영업이익(십억원)	12.6	29.8	42.0
세전계속사업손익(십억원)	14.0	31.0	45.5
당기순이익(십억원)	12.1	27.3	37.4
EPS(원)	637	1,479	2,027
증감률(%)	78.9	132.2	37.1
PER(배)	7.3	6.4	6.1
ROE(%)	14.8	28.8	31.1
PBR(배)	1.0	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	4.2	4.4	-

자료: FnConsensus, 유진투자증권

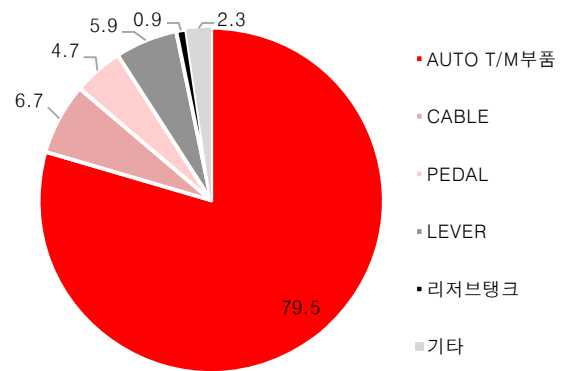


도표 115 지역별 매출액 비중(2013)



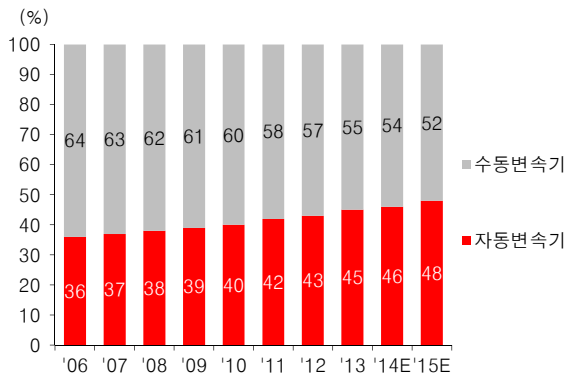
자료: 경창산업, 유진투자증권

도표 116 제품별 매출액 비중(2013)



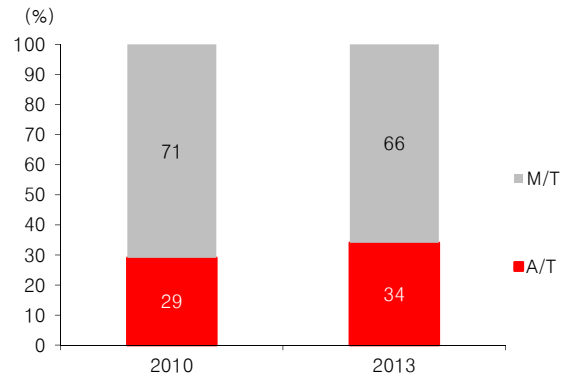
자료: 경창산업, 유진투자증권

도표 117 중국 변속기 채용률 추이



자료: 산업자료, 유진투자증권

도표 118 중국 변속기 채용률 현황(PC 기준)



자료: CEIC, 유진투자증권

도표 119 A/T용 부품: 매출액 79.5%를 차지



자료: 경창산업, 유진투자증권

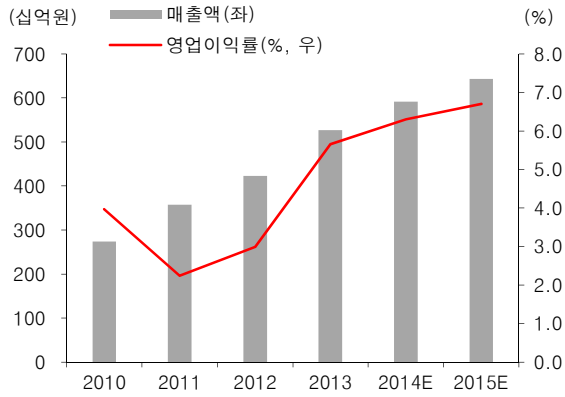
도표 120 Cable류: 매출액 6.7%를 차지



자료: 경창산업, 유진투자증권

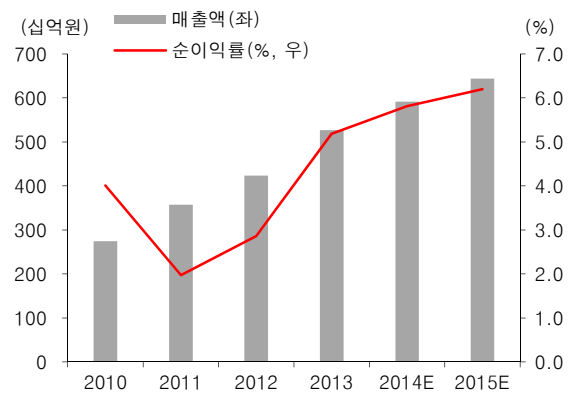


도표 121 연결기준 매출액 및 영업이익률 추이



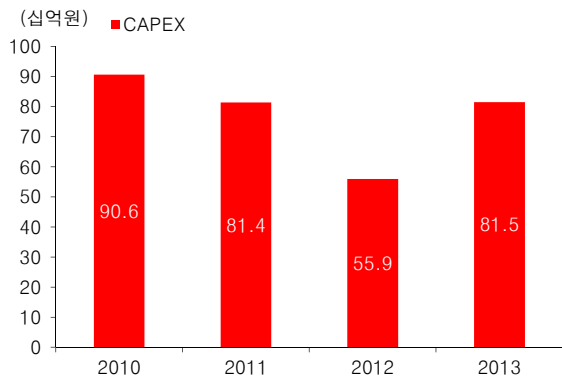
자료: 경창산업, 유진투자증권

도표 122 연결기준 매출액 및 순이익률 추이



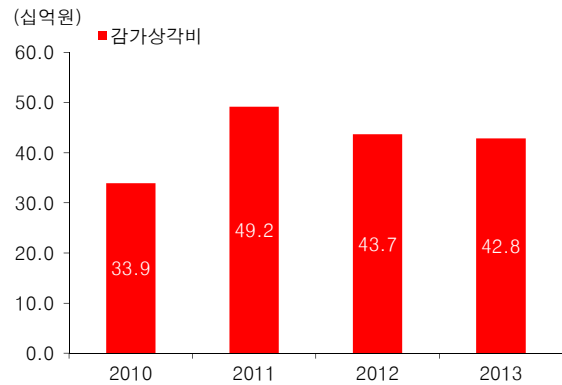
자료: 경창산업, 유진투자증권

도표 123 CAPEX 추이



자료: 경창산업, 유진투자증권

도표 124 감가상각비 추이



자료: 경창산업, 유진투자증권

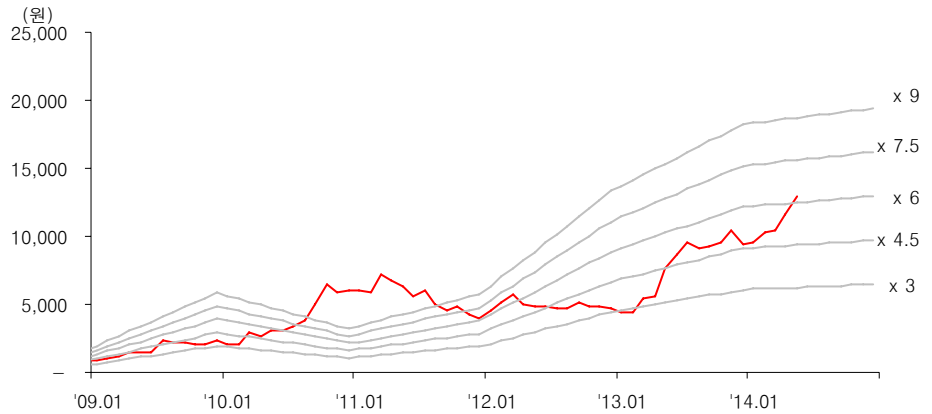


도표 125 경차산업 연간 주요 재무 요약

(단위: 십억원)	2011	2012	2013	2014E	2015E
연결기준					
매출액	357.2	423.1	526.6	613.0	643.5
영업이익	8.0	12.6	29.8	42.0	43.1
세전이익	9.3	14.0	31.0	45.5	45.3
순이익	7.0	12.1	27.3	37.4	39.9
% of sales					
영업이익률	2.2	3.0	5.7	6.9	6.7
세전이익률	2.6	3.3	5.9	7.4	7.0
순이익률	2.0	2.9	5.2	6.1	6.2
% yoy					
매출액	30.3	18.5	24.5	16.4	5.0
영업이익	-26.4	57.7	135.7	41.1	2.6
세전이익	-22.4	49.8	121.7	46.6	-0.4
순이익	-35.9	72.0	125.5	36.9	6.7

자료: 경차산업, Fnconsensus, 유진투자증권

도표 126 경차산업 PER 밴드: 현 주가는 PER 6.2배



자료: 유진투자증권



평화정공(043370.KQ)

자동차/부품 담당 장문수

Tel. 368-6199 / moonsu.chang@eugenefn.com

이미 성장으로 가는 문은 두드렸다!!!

- **Company Brief: 자동차의 안전과 편의성까지 책임지는 도어 시스템 전문업체**
 - 자동차의 안전과 밀접한 도어 시스템 업체로, 현대기아차 도어 모듈을 비롯해 랫치, 힌지, 스트라이커 등 도어 부품 생산 업체. 국내 6개 공장과, 3개의 중국법인을 비롯해 미국, 인도, 체코, 슬로바키아 등 7개의 해외법인 보유
 - 자동차용 도어부품업체로 우수한 감성품질과 안전성능 보유. 부품 특성상 단품(랫치, 힌지, 스트라이커)은 범용성 높아 고객 다변화를 바탕으로 규모의 경제를 형성
 - 고객별 매출비중(2013년):** 현대기아차(80%) 등 15개국 48개사 납품 중
 - 제품별 매출비중(2013년):** 랫치(37%), 힌지(20%), 스트라이커(4%), 도어모듈(34%)
- **Investment Points: 중국 성장, 국내 및 미국 수익성 회복, 신제품 확대 적용으로 성장**
 - **1) 중국 성장 지속:** 중국 매출비중, 영업이익률은 2013년 기준 각각 33.5%, 5.9% **북경**(‘13년 매출액 2,038억원): 현대차 전담, 현대차 3공장 증설로 물량 증가 전망 **태창**(‘13년 매출액 876억원): ‘14년말 증설로 ‘15년 매출액 1,200억원 이상 전망 **염성**(‘13년 매출액 435억원): 기아(60%), 로컬(40%) 대응. 기아 3공장 증설 효과
 - **2) 국내 및 미국 수익성 회복:** 2Q14 소나타 출시 효과로 손익 개선 기대
국내 - 울산공장 통합으로 임대료 등 고정비 완화 및 생산성 향상으로 수익성 개선
미국 - 아빈메리토 미국공장 인수 이후 법인 통합효과로 손익이 회복 중. LFa 등 신차 중 투입으로 기존 모델 교체되어 수익성 개선에 기여
 - **3) 신제품 확대 적용:** 동사의 신제품인 Active hood lift, Power trunk system, Cinching door latch는 기아차 K9, 현대차 제네시스, 싼타페에 독점 납품 중. SUV 의 무 장차으로 성장 기대되고 장차 중인 고급모델 판매 증가로 매출호조 지속 전망 (신제품 매출액은 ‘13년 130억원에서 ‘14년 320억원으로 증가(+146% yoy)하며 ‘16년 까지 1,400억원 매출로 빠른 성장 전망)
- **국내와 중국 개선만 감안해도 성장 여력이 높다!! 현 주가에서는 저평가 매력까지 높다!**
 - 2014년 예상 손익은 컨센서스 기준 매출액 1,1조원(+9.1% yoy), 영업이익 772억원 (+12.4% yoy, OPM 7.1%), 당기순이익 569억원(+20.0% yoy) 전망
 - 2011년 이후 연구비 증가 및 투자 확대로 국내 및 중국 마진 하락해 수익성 악화, Valuation은 2011년 11.0배를 고점으로 2013년 초 6.5배까지 하락. 이후 유럽 및 미국법인 인수 효과로 연결영업이익 성장하여 2013년 9월 PER 9.7배까지 상승
 - 1) 신제품 매출 확대와 울산공장 통합효과에 따른 생산성 향상으로 본사 손익이 2Q14 이후 빠르게 개선될 것으로 전망하며, 2) 고마진 중국법인의 매출증가에 따른 수익성 개선, 3) 미국 정상화 전망
 - 현 주가는 PER 6.9배로 2011년 이후 평균 8.5배 대비 저평가. 상기 손익 개선 감안 시 과거 이익 확대되었던 국면인 2011~12년 평균 PER 9.5배(37.6% Upside) 이상 적용 가능

Not Rated

현재주가(05/30) 19,900원

Key Data	(기준일: 2014. 05. 30)
KOSPI(pt)	1,995.0
KOSDAQ(pt)	546.5
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	417.9
52주 최고/최저(원)	26,200 / 17,050
52주 일간 Beta	0.66
발행주식수(천주)	21,000
평균거래량(3M, 천주)	72
평균거래대금(3M, 백만원)	1,500
배당수익률(14F, %)	N/A
외국인 지분율(%)	14.7
주요주주 지분율(%)	
평화코랏치공업외 2인	54.6

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.5	-5.0	-22.9	8.7
KOSPI 대비 상대수익률	-7.2	-5.8	-20.4	9.0

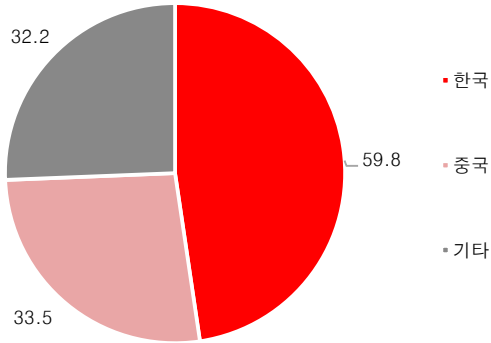
Financial Data

결산기(12월)	2012A	2013A	2014F
매출액(십억원)	882.8	998.6	1,089.2
영업이익(십억원)	56.9	68.7	77.2
세전계속사업손익(십억원)	51.3	61.5	73.7
당기순이익(십억원)	38.4	47.4	56.9
EPS(원)	1,826	2,256	2,725
증감률(%)	-12.6	23.5	20.8
PER(배)	8.6	9.5	7.1
ROE(%)	11.9	13.2	13.9
PBR(배)	1.0	1.2	0.9
EV/EBITDA(배)	4.5	4.9	3.7

자료: FnConsensus, 유진투자증권

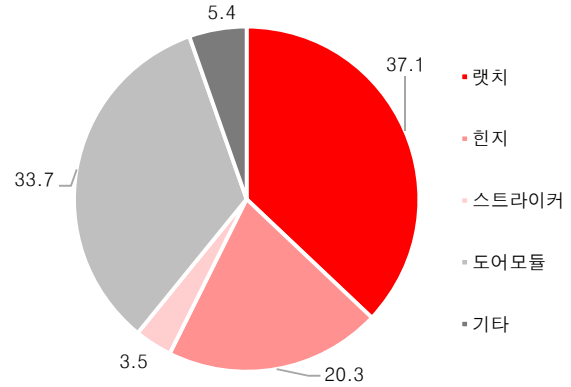


도표 127 지역별 매출액 비중(2013)



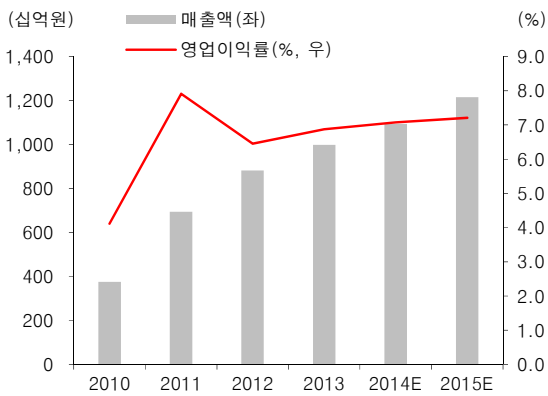
자료: 평화정공, 유진투자증권

도표 128 제품별 매출액 비중(2013)



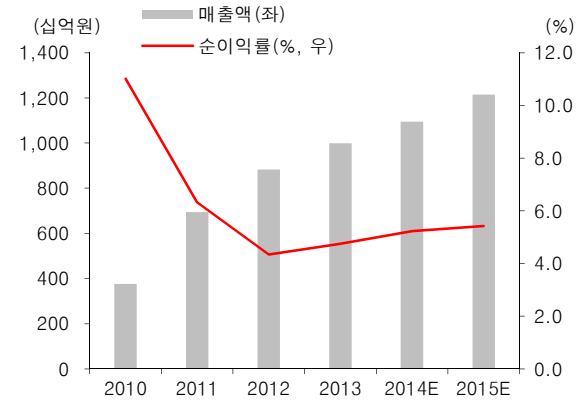
자료: 평화정공, 유진투자증권

도표 129 연결기준 매출액 및 영업이익률 추이



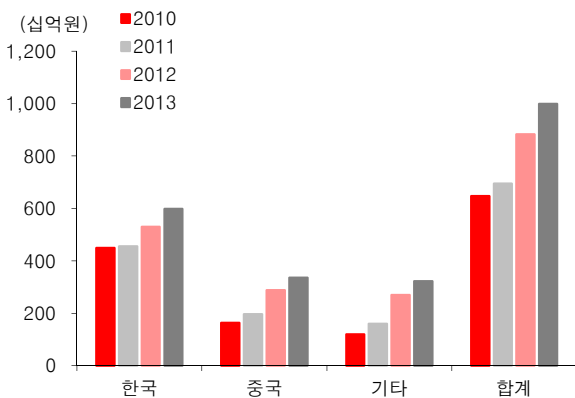
자료: 평화정공, 유진투자증권

도표 130 연결기준 매출액 및 순이익률 추이



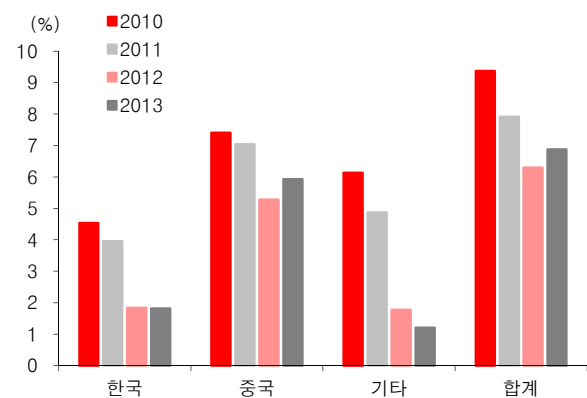
자료: 평화정공, 유진투자증권

도표 131 법인별 매출액 추이 (2010~2013)



자료: 평화정공, 유진투자증권

도표 132 법인별 영업이익률 추이 (2010~2013)



자료: 평화정공, 유진투자증권



도표 133 신제품 탑재: 액티브 후드 리프트, 파워 도어 랫치, 파워 트렁크 시스템



자료: 평화정공, 유진투자증권

도표 134 액티브 후드 리프트: 액추에이터, ECU, 센서로 구성, 보행자 안전을 위해 유럽 의무 사항



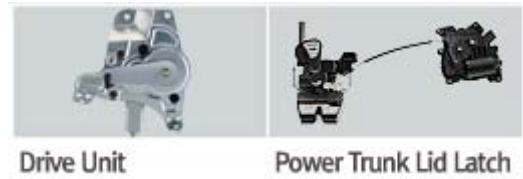
자료: 평화정공, 유진투자증권

도표 135 파워 도어 랫치: 불완전하게 닫힌 문을 자동으로 당겨주는 시스템



자료: 평화정공, 유진투자증권

도표 136 파워 트렁크: 드라이브 유닛과 랫치로 구성



자료: 평화정공, 유진투자증권

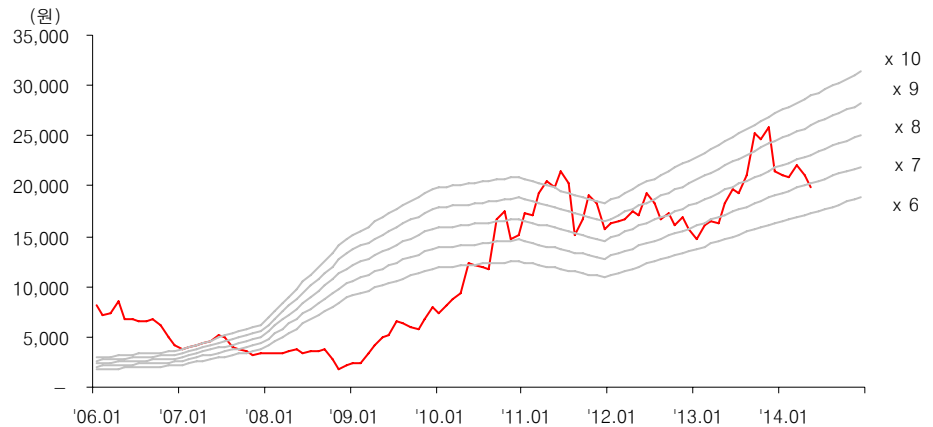


도표 137 평화정공 연간 주요 재무 요약

(단위: 십억원)	2011	2012	2013	2014E	2015E
연결기준					
매출액	694.3	882.8	998.6	1,089.2	1,205.0
영업이익	54.9	56.9	68.7	77.2	87.3
세전이익	56.9	51.3	61.5	73.7	84.8
순이익	43.9	38.4	47.4	56.9	65.3
% of sales					
영업이익률	7.9	6.5	6.9	7.1	7.2
세전이익률	8.2	5.8	6.2	6.8	7.0
순이익률	6.3	4.3	4.7	5.2	5.4
% yoy					
매출액	84.7	27.2	13.1	9.1	10.6
영업이익	255.2	3.7	20.6	12.4	13.1
세전이익	17.4	-9.9	19.8	19.9	15.0
순이익	6.0	-12.6	23.5	20.0	14.9

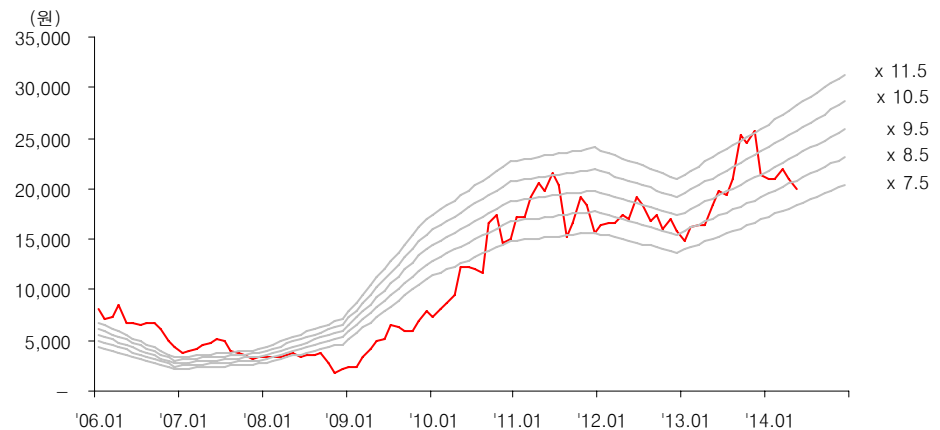
자료: 평화정공, Fnconsensus, 유진투자증권

도표 138 평화정공 PER 밴드: 현 주가는 PER 6.9배



자료: 유진투자증권

도표 139 평화정공 Tr. PER 밴드: 현 주가는 PER 8.1배로 과거 하단 7.5배와 유사. 신차 효과 및 중국 법인 고성장성 감안 시 10.5배까지는 29.6% Upside 존재



자료: 유진투자증권

새론오토모티브(075180.KQ)

자동차/부품 담당 장문수

Tel. 368-6199 / moonsu.chang@eugenefn.com

중국인들이 제동에도 정속성을 요구하기 시작했다!

- **Company Brief: 중국 매출비중 48.2%의 브레이크用 Non-steel 마찰재 업체**
 - 자동차용 브레이크 NonSteel 마찰재 생산업체. 국내 마찰재 과점체제 구축하고 있고, 중국(북경-연결, 상숙-투자)을 거점으로 현대기아차, VW, GM, 닛산 등 공급
 - 고수익성: 2013년 매출액 1,928억원, 영업이익의 312억원, 영업이익률 16.2% 기록. 동사는 통상 3~5% 수준의 국내 자동차 부품사 대비 높은 영업이익률 기록
 - 높은 중국 매출액 및 이익 기여도: 2013년 기준 각각 48.2%, 50.8%
- **Investment Points: 높은 중국성장 지속 및 원화강세 수혜**
 - 1) **고수의 중국법인의 높은 매출성장:** 중국 매출액 성장률 2014년 21.0% 추정 한국대비 중국 수익성 높음 (2013년 OPM 한국 11.4% vs. 중국 17.1%). 또한, 주요 고객 현대기아차, VW, GM의 2017년까지 공격적인 생산능력 확대로 중국 내 수혜 클 전망 (2014년 매출액 성장률 한국 +12.0% yoy vs. 중국 +21.0% yoy 추정)
 - 2) **원화강세 수혜:** 달러 및 엔화 결제 수입 원재료 비중 높아 원화강세 시 수익성 개선. 원재료 매입의 50%가 달러화 및 엔화로 결제되어 달러 및 엔화 대비 원화강세 시 높은 매출총이익률 기록. 2014년 원화강세 유지에 따른 고수익성 지속 기대
 - 3) **LF쏘나타 실적 반영:** 국내법인인 LF쏘나타 프론트, 리어 브레이크패드 모두 수주 국내법인 주요 Client인 현대차의 Volume 모델인 LF쏘나타의 프론트, 리어 패드를 모두 수주, 매출성장 및 수익성 개선에 기여할 전망(2014년 국내법인 매출액 성장률 +12.0% yoy)
 - 4) **적자 상쇄법인 Turnaround:** 2014년 매출액 300억원, 순이익 30억원 흑자전환 전망. 투자회사인 중국 상숙법인은 2013년 매출액 110억원, 당기순손실 28억원으로 동사의 영업외손실(지분법손실) 14억원 기록했음. 혼다, 닛산 등 일본 OE 납품이 본격화 되고 중국내 일본 OE판매가 일부 회복됨에 따라 2014년 흑자 전환 전망
- **高 성장, 高 수익성으로 Valuation Premium 부각**
 - 2014년 실적 전망: 매출액 2,162억원(+12.2% yoy), 영업이익의 338억원(+8.2% yoy, OPM 15.6%) 추정. 중국 프레스기 CAPA 확대(2014년 5대 추가, +15.2% yoy)에 따른 매출성장(중국 매출액 +21.0% yoy)이 동사의 성장성 견인할 전망
 - 최근 업체간 경쟁 심화에 따른 매출성장 기대감 둔화되는 가운데 수익성 높고 성장 지속하는 중국 매출비중 높은 업체들에 지속적 관심 필요하다고 판단
 - 엔저 심화로 국내 완성차를 비롯한 부품업체의 수익성 둔화 우려되어 추가 상승이 제한적인 가운데 동사의 원화강세 시 수익성 개선은 타업체와 차별화 요인
 - 현 주가는 12개월 Forward EPS 기준 PER 8.6배로 과거 수익성이 좋았던 엔저 시점인 2007년 PER 고점 9.7배 대비 12.8% 할인 거래. 엔저 지속에 따른 고수익성 유지 전망에 따라 Valuation Premium 부각될 것으로 판단
 - 과거 Valuation 고점과 이익 전망치(컨센서스) 감안 시 연말까지 현 주가대비 22.5% 높은 13,300원(2015년 EPS 컨센서스 1,370원 * PER 9.7배)까지 상승 가능할 전망

Not Rated

현재주가(05/30) 10,850원

Key Data (기준일: 2014. 05. 30)

KOSPI(pt)	1,995.0
KOSDAQ(pt)	546.5
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	208.3
52주 최고/최저(원)	12,000 / 7,670
52주 일간 Beta	-0.10
발행주식수(천주)	19,200
평균거래량(3M, 천주)	39
평균거래대금(3M, 백만원)	427
배당수익률(14F, %)	#N/A
외국인 지분율(%)	66.8
주요주주 지분율(%)	
Nisshinbo Holdings외 2인	65.1
국민연금공단	8.1
한라 마이스터	5.4

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.8	5.3	17.2	23.6
KOSPI 대비 상대수익률	1.2	4.6	19.6	23.8

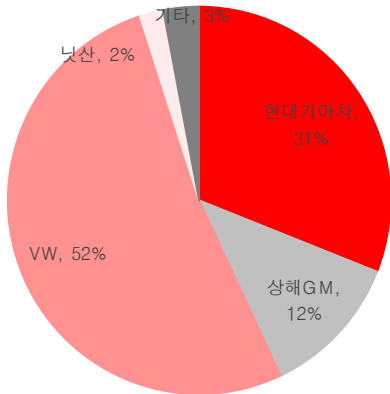
Financial Data

결산기(12월)	2012A	2013A	2014E
매출액(십억원)	176.3	192.8	216.2
영업이익(십억원)	18.8	31.2	33.8
세전계속사업손익(십억원)	16.6	31.3	34.9
당기순이익(십억원)	11.2	21.2	24.4
EPS(원)	586	1,105	1,271
증감률(%)	-17.3	88.6	15.0
PER(배)	9.7	8.2	8.9
ROE(%)	8.4	14.5	14.7
PBR(배)	0.8	1.1	1.2
EV/EBITDA(배)	3.5	3.3	4.0

자료: FnConsensus, 유진투자증권

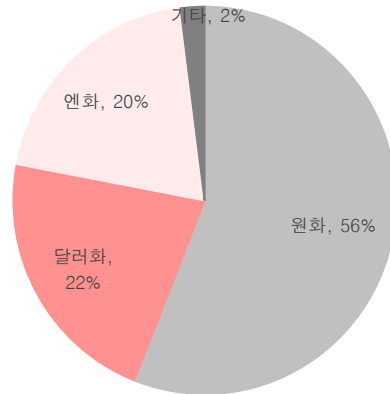


도표 140 중국 내 매출액 비중(2013)



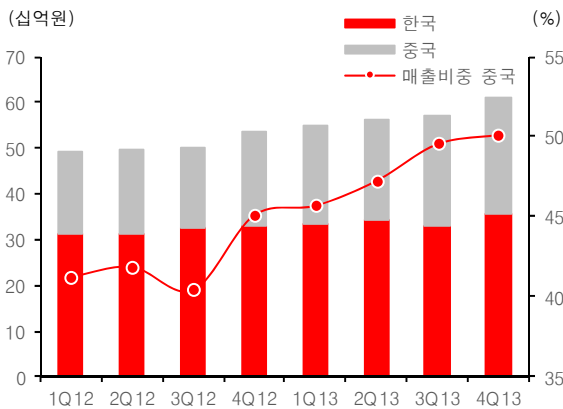
자료: 평화정공, 유진투자증권

도표 141 원재료 주요 통화별 비중(2013)



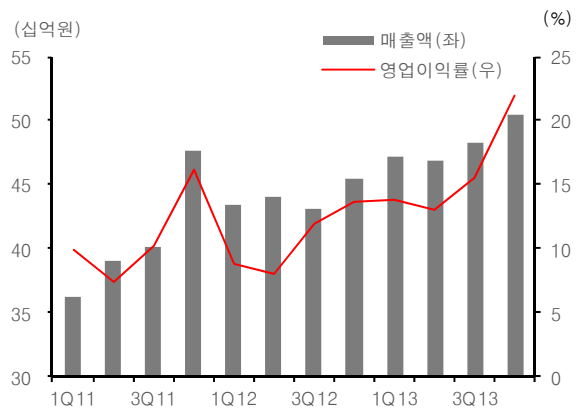
자료: 평화정공, 유진투자증권

도표 142 연결기준 매출액 및 중국비중 추이



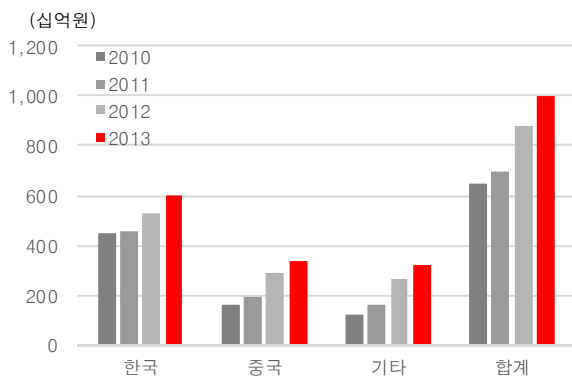
자료: 새론오토모티브, 유진투자증권

도표 143 연결기준 매출액 및 영업이익률 추이



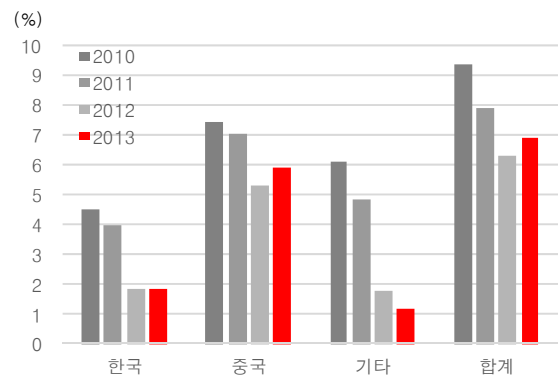
자료: 새론오토모티브, 유진투자증권

도표 144 법인별 매출액 추이 (2010~2013)



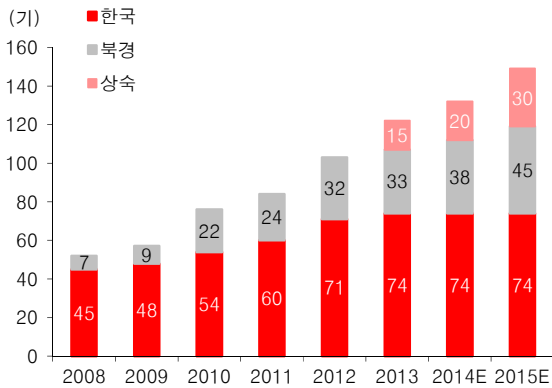
자료: 새론오토모티브, 유진투자증권

도표 145 법인별 영업이익률 추이 (2010~2013)



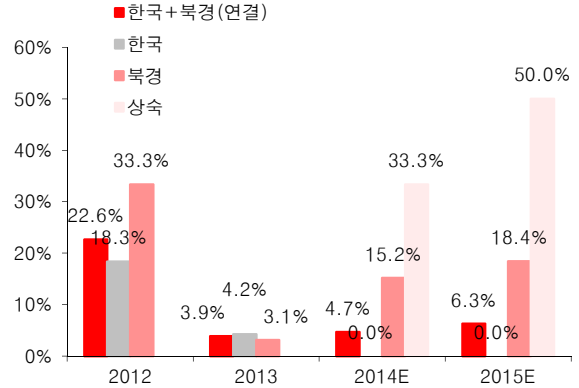
자료: 새론오토모티브, 유진투자증권

도표 146 새론오토모티브 프레스 보유 현황:
프레스 1기당 연 6만대 자동차 생산 가능



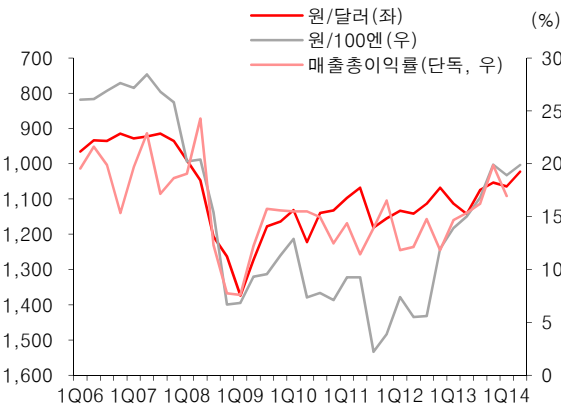
자료: 새론오토모티브, 유진투자증권

도표 147 지역별 생산능력 증가율:
중국 성장에 따른 매출성장 기대



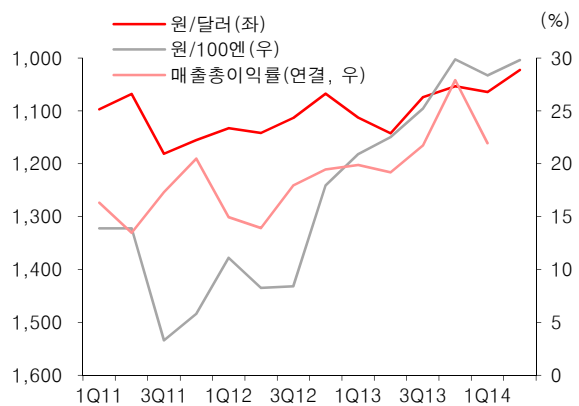
자료: 새론오토모티브, 유진투자증권

도표 148 원화강세 시 매출액 대비 원재료비 하락으로 매
출총이익률 개선(단독 기준)



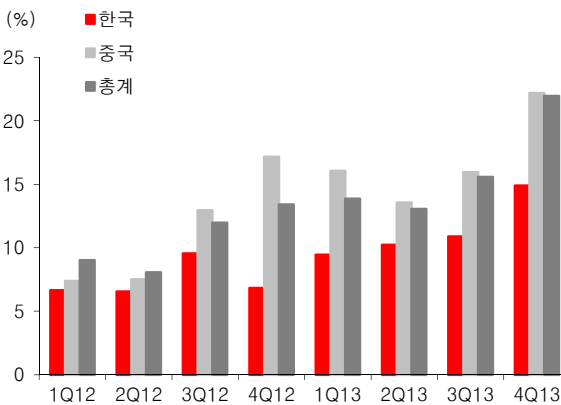
자료: 새론오토모티브, 유진투자증권

도표 149 원화강세 시 매출액 대비 원재료비 하락으로 매
출총이익률 개선(연결 기준)



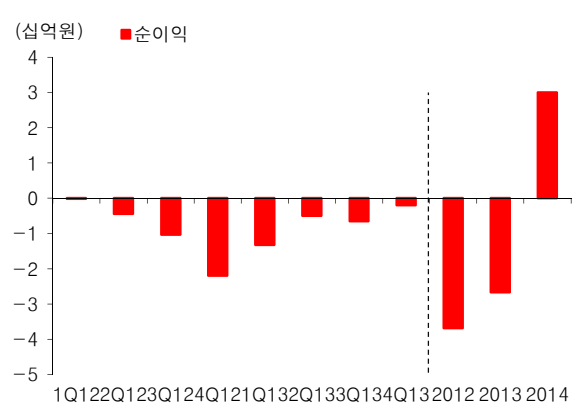
자료: 새론오토모티브, 유진투자증권

도표 150 지역별 영업이익률 추이: 2013년 기준 한국
(11.4%)대비 중국(17.1%)의 수익성 높음



자료: 새론오토모티브, 유진투자증권

도표 151 투자회사인 중국 상속법인 순이익 추이 및 전망:
2014년 매출액 300억원, 순이익 30억원 기대



자료: 새론오토모티브, 유진투자증권

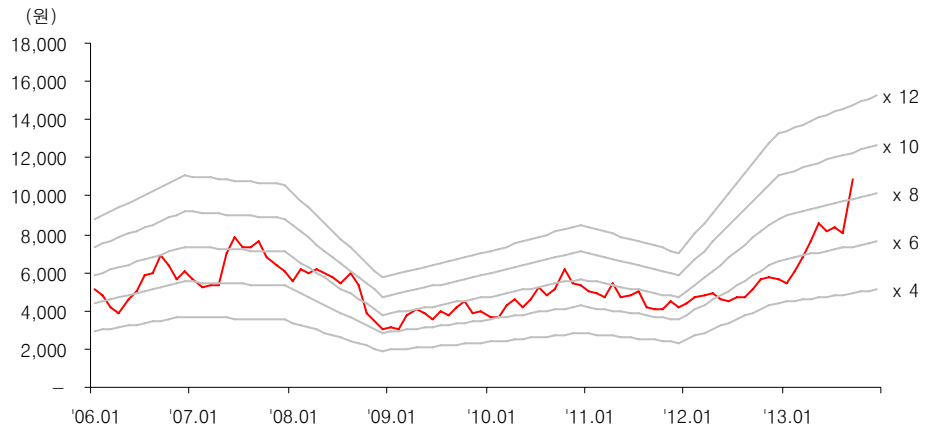


도표 152 새론오토모티브 지역별 매출액 및 영업이익 (연결기준)

		1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2012	2013	2014E
매출액	한국	31.4	31.2	32.4	33.1	33.5	34.2	33.0	35.5	128.1	136.1	152.5
	중국	17.9	18.5	17.5	20.5	21.5	22.1	23.9	25.3	74.4	92.9	112.4
	연결조정	-5.9	-5.5	-6.7	-8.1	-7.9	-9.4	-8.6	-10.3	-26.2	-36.3	-44.0
	총계	43.4	44.1	43.2	45.5	47.1	46.8	48.3	50.5	176.3	192.8	220.8
매출비중	한국	72.2	70.7	75.1	72.8	71.1	72.9	68.3	70.3	72.7	70.6	69.1
	중국	41.2	41.9	40.4	45.1	45.7	47.2	49.5	50.1	42.2	48.2	50.9
매출액 % yoy	한국	-	-	-	-	6.8	9.5	1.6	7.2	6.6	6.2	12.0
	중국	-	-	-	-	20.2	19.7	37.0	23.2	14.1	24.9	21.0
	연결조정	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	총계	-	-	-	-	34.8	70.3	28.2	27.0	8.1	9.3	14.6
영업이익	한국	2.1	2.0	3.1	2.3	3.2	3.5	3.6	5.3	9.5	15.5	16.9
	중국	1.3	1.4	2.3	3.5	3.5	3.0	3.8	5.6	8.5	15.9	18.9
	연결조정	0.5	0.1	-0.2	0.3	-0.1	-0.4	0.1	0.2	0.8	-0.2	-0.5
	총계	3.9	3.6	5.2	6.1	6.5	6.1	7.5	11.1	18.8	31.2	35.3
영업이익률	한국	6.6	6.6	9.5	6.8	9.4	10.2	10.9	14.9	7.4	11.4	11.1
	중국	7.4	7.5	12.9	17.2	16.0	13.6	15.9	22.2	11.4	17.1	16.8
	총계	9.0	8.1	12.0	13.4	13.9	13.0	15.6	21.9	10.6	16.2	16.0
영업이익 % yoy	한국	-	-	-	-	52.0	70.9	15.9	134.2	-10.0	63.9	8.9
	중국	-	-	-	-	161.2	116.4	68.8	59.3	2.2	87.0	18.8
	총계	-	-	-	-	66.8	71.5	45.3	81.4	2.3	66.5	13.0

자료: 새론오토모티브, 유진투자증권

도표 153 새론오토모티브 PER 밴드



자료: 유진투자증권



엔브이에이치코리아(067570.KQ)

자동차/부품 담당 장문수

Tel. 368-6199 / moonsu.chang@eugenefn.com

소리없이 강하다! 디젤에도 강하다!

- Company Brief: 국내 1위 헤드라이너, NVH 핵심 부품 납품업체**
 - 자동차 내부 헤드라이너 모듈과 내외부 소음과 진동을 제어하는 NVH(Noise, Vibration, Harshness) 핵심부품 생산 업체
 - 국내 점유율은 1위(2012년 기준 헤드라이너 44.6%, NVH패키지 49.1%)로 현대기아차 글로벌 M/S 47%를 납품. 경쟁사는 대한솔루션, 동광기연, 한국펠저 등
 - **지역별 매출비중(2013년):** 국내(46%), 중국(24%), 인도(7%), 러시아(12%), 미국(0.1%)
 - **고객별 매출비중(2013년):** 현대기아(94%), 中 SAIC, JAC, 美 혼다, 크라이슬러 확대 예정
- Investment Points: 중국 확대 지속, 중국 외 법인 정상화, 신제품 확대로 성장**
 - **1) 중국 이익 확대:** 中 추가고객 확보 및 기존고객 증설 계획으로 이익성장 지속
기아차 중국 증설(2014~16년 생산 +10만대/년, 매출 +250억원 증가), JAC 매출 확대(2H15이후 400~500억원/년) 매출성장. 현대차 4공장 증설 시 2016년까지 고성장 기대. NVH패키지 확대 적용으로 생산대비 높은 매출성장 가능
 - **2) 중국 외 회복:** 인도, 러시아 실적 회복과 미국 법인 정상화
인도와 러시아법인은 환율 영향으로 2013년 적자. 환율안정 지속으로 2014년 턴어라운드 기대. 미국 법인도 2013년 9월부터 매출 발생, 2013년 매출액 8억원에 불과했으나 모비스 29만대, 혼다 36만대 카매트 공급해 2014년 100억원 매출 전망
 - **3) 수직계열화 통한 경쟁력 확보:** 자회사 삼흥, 금호엔티 통해 원재료(원사, 원단) 안정적 확보 가능(국내, 인도 원사, 원단 계열화/ 중국, 러시아 원사업체 진출)
 - **4) 신제품 확대에 따른 추가 성장:** 신규 고부가 경량화, 저소음 아이টে으로 추가 매출 성장 기대. 특히 고내열성을 바탕으로 연비개선에 도움을 주는 경량화와 확대되는 디젤 라인업에 신규 채용되는 아이টে으로 중장기 성장성 높을 전망
- 현대기아차 감성품질 강화 및 디젤 라인업 확대 수혜. 경쟁사 대비 성장 높을 전망**
 - 2014년 예상 실적은 매출액 5,514억원(+13.4% yoy), 영업이익 277억원(+12.1% yoy, OPM 5.1%), 순이익 228억원(+33.1% yoy) 전망. DYK 중국 증설로 중국부분(+17.2% yoy)을 중심으로 매출성장이 지속할 것으로 기대
 - **2015년 고성장, 마진 개선:** 2015년 DYK 증설과 JAC 매출로 중국 매출성장 지속. 국내 신차 적용으로 매출액은 9.8% 증가한 6,021억원 전망. 특히 현대기아차 6개 차종 Full Model Change 예정. 국내 시작으로 신차 납품 마진 개선 기대 (2015년 매출액 6,021억원, 영업이익 343억원, 순이익 233억원 전망)
 - **감성품질 강화 수혜:** 현대기아차 감성품질 강화로 소음, 진동에 대한 품질 요구 확대. 글로벌 NVH패키지 확대 적용되어 완성차의 생산가대비 높은 매출성장 전망
 - **디젤 확대 수혜:** 디젤차량 확대로 고내열 부품 요구 증가. 엔진 실린더블록 흡음재와 고급차 탑재 엔진룸 격벽 같은 신규 아이টে 확대가 추가 성장 동력이 될 전망
 - 동사는 현대기아차 확대 채용으로, 완성차 생산대비 높은 매출성장 기대. 신규 아이টে 믹스 개선으로 동사의 마진 또한 장기적으로 개선될 전망. 현 주가는 2014년 기준 PER 7.1배로 경쟁사와 Valuation은 유사(평균 7.3배)
 - 2014년 말까지 현 주가 대비 31.1% 높은 6,800원까지 주가 상승 가능하다고 판단. 이는 경쟁사 대비 높은 성장성 감안 시 자동차 부품주 Valuation 상위 PER 8.9배까지 25.3% Premium 가능하고, 2014년 EPS 766원 적용했기 때문

Not Rated

현재주가(05/30) 5,200원

Key Data	(기준일: 2014. 05. 30)
KOSPI(pt)	1,995.0
KOSDAQ(pt)	546.5
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	149.3
52주 최고/최저(원)	6,630 / 3,700
52주 일간 Beta	0.42
발행주식수(천주)	28,722
평균거래량(3M,천주)	243
평균거래대금(3M,백만원)	1,422
배당수익률(14F, %)	N/A
외국인 지분율(%)	5.7
주요주주 지분율(%)	
구자겸외 13인	48.5
(주)제리링크	7.8
이국진	6.3

Company Performance

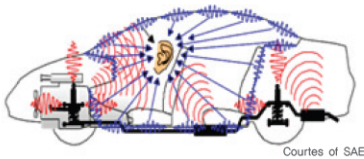
주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-14.2	12.3	N/A	N/A
KOSPI 대비상대수익률	-15.9	11.6	N/A	N/A

Financial Data

결산기(12월)	2012A	2013A	2014E
매출액(십억원)	492.7	486.4	551.4
영업이익(십억원)	21.1	24.7	27.7
세전계속사업이익(십억원)	23.9	22.4	29.1
당기순이익(십억원)	19.1	17.1	22.8
EPS(원)	957	828	766
증감률(%)	-39.9	-13.5	-7.5
PER(배)	0.0	5.1	7.1
ROE(%)	25.5	14.8	-
PBR(배)	0.0	0.8	-
EV/EBITDA(배)	0.1	2.3	-

자료: FnConsensus, 유진투자증권

도표 154 엔브이에이치(NVH)란? 소음, 진동 억제를 통한 감성품질 향상 기술



Noise

자동차에서 발생하는 실내소음 및 외부 소음

Automotive Vibrations

Vibration

차체와 엔진의 운동과정에서 발생하는 전반적인 진동

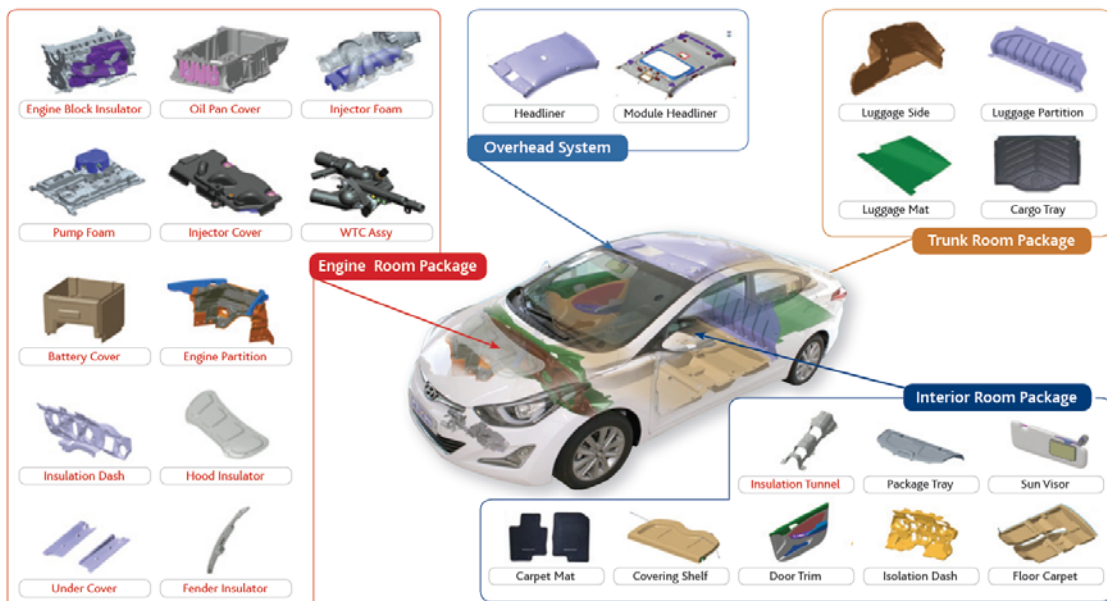


Harshness

거친 노면에서 주행중 느끼는 불편한 진동

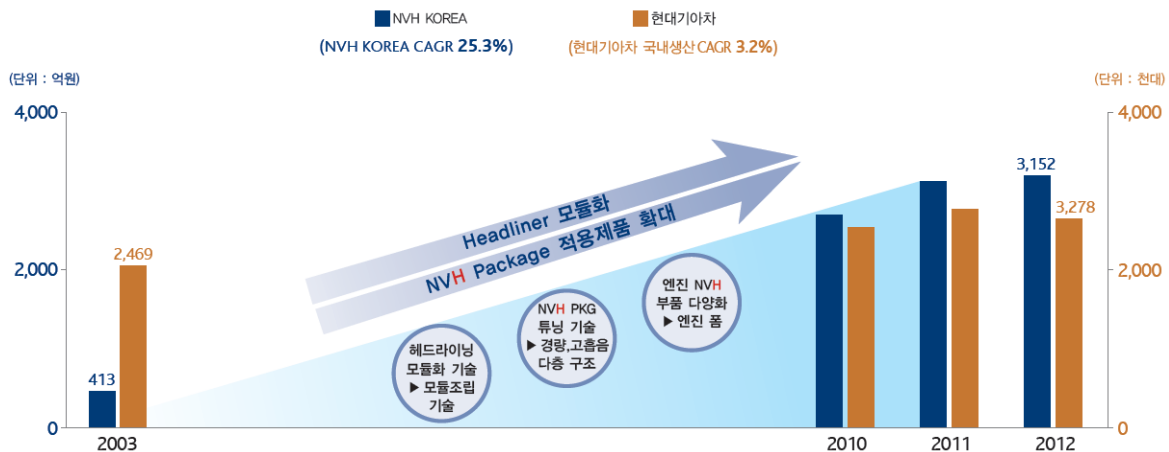
자료: 엔브이에이치코리아, 유진투자증권

도표 155 엔브이에이치코리아 제품군: 1) 헤드라이너 및 2) NVH패키지



자료: 엔브이에이치코리아, 유진투자증권

도표 156 헤드라이너 모듈화와 NVH 패키지 적용 확대로 현대기아차 생산대수 증가대비 엔브이에이치코리아 높은 매출 증가 시현 (NVH Korea 10year CAGR 25.3% vs. 현대기아차 10year CAGR 3.2%)



자료: 엔브이에이치코리아, 유진투자증권

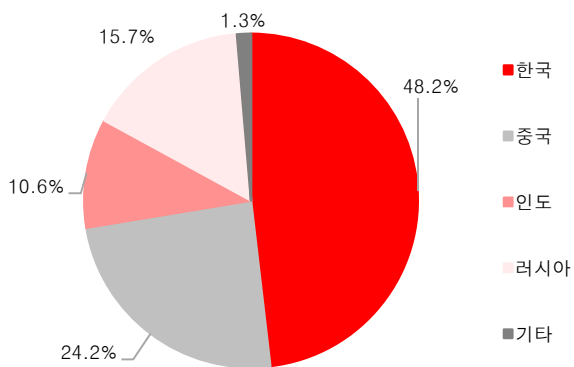
도표 157 엔비에이치코리아 해외법인 현황: 5개국 14개 생산법인 보유(한국, 중국, 인도, 러시아, 미국)



주) 생산·제조 및 판매법인 기준

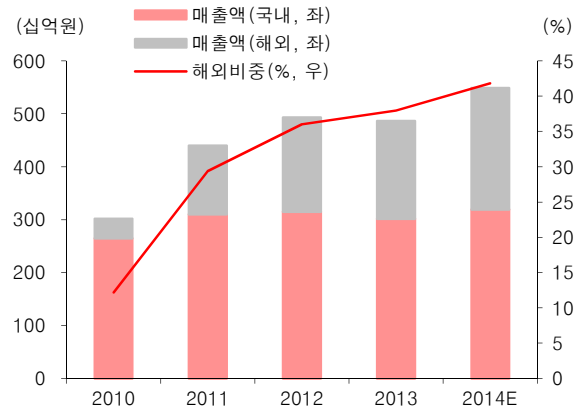
자료: 엔비에이치코리아, 유진투자증권

도표 158 지역별 매출액 비중(1H13)



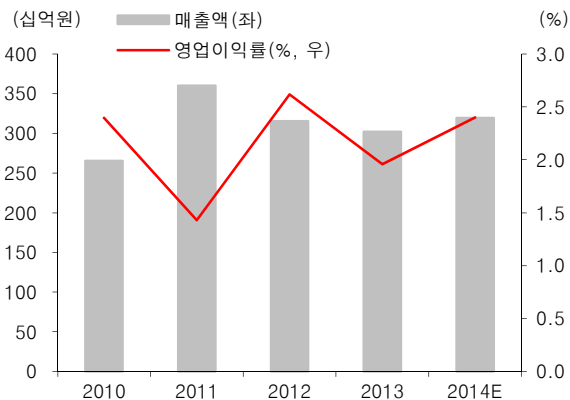
자료: 엔비에이치코리아, 유진투자증권

도표 159 연결기준 지역별 매출액 비중



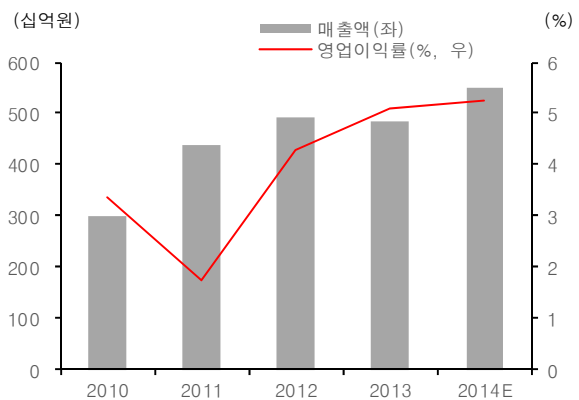
자료: 엔비에이치코리아, 유진투자증권

도표 160 매출액 및 영업이익률 추이(단독기준)



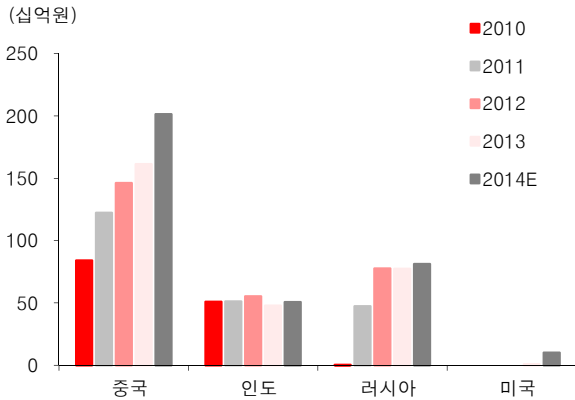
자료: 엔비에이치코리아, 유진투자증권

도표 161 매출액 및 영업이익률 추이(연결기준)



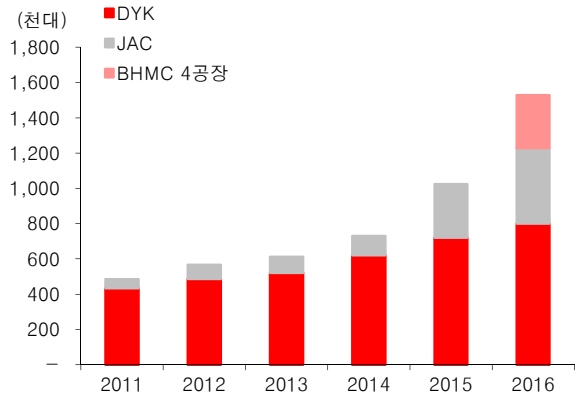
자료: 엔비에이치코리아, 유진투자증권

도표 162 해외법인 지역별 매출액 추이:
중국의 성장 지속, 미국 사업 정상화 기대



자료: 엔브이에이치코리아, 유진투자증권

도표 163 중국 대응(혹은 타겟) 중인 Client별 생산 추이:
안정적인 DYK 생산 증가에 JAC 추가로
2015년 이후 추가 성장성 두각



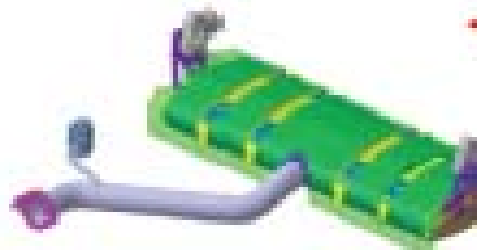
자료: 엔브이에이치코리아, 유진투자증권

도표 164 신규 아이템 1: 엔진실린더블록 흡음재
연 150억원 시장 규모, 소음 저감, 디젤 적용



자료: 엔브이에이치코리아, 유진투자증권

도표 165 신규 아이템 2: 고단열 히트프로텍터
연 150억원 시장 규모, 경량화, 신규 시장



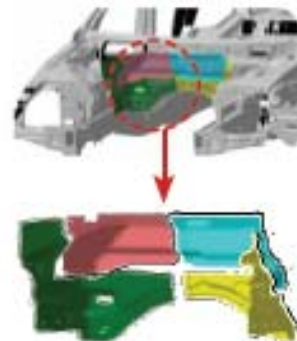
자료: 엔브이에이치코리아, 유진투자증권

도표 166 신규 아이템 3: 엔진냉각수 온도조절장치
연 500억원 시장 규모, 경량화, 경쟁사 인지
컨트롤스



자료: 엔브이에이치코리아, 유진투자증권

도표 167 신규 아이템 4: 엔진룸 격벽
연 80억원 시장 규모, 현 동사 독점으로 제네시스
장착. 소음 저감 장치



자료: 엔브이에이치코리아, 유진투자증권



도표 168 엔브이에이치코리아 별도기준 재무 요약

(단위: 십억원)	2010	2011	2012	2013	2014E
별도기준					
매출액	265.0	359.9	315.2	301.8	310.9
영업이익	6.4	5.1	8.3	5.9	6.5
세전이익	9.2	15.6	17.2	17.1	17.4
순이익	8.0	13.1	15.7	14.8	15.9
% of sales					
영업이익률	2.4	1.4	2.6	2.0	2.1
세전이익률	3.5	4.3	5.5	5.7	5.6
순이익률	3.0	3.6	5.0	4.9	5.1
% yoy					
매출액	31.9	35.8	-12.4	-4.3	3.0
영업이익	154.7	-19.1	60.5	-28.4	10.5
세전이익	53.2	70.5	10.3	-0.5	1.7
순이익	33.2	64.1	20.4	-5.9	7.2

자료: 엔브이에이치코리아, 유진투자증권

도표 169 엔브이에이치코리아 연결기준 재무 요약

(단위: 십억원)	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
연결기준						
매출액	301.7	439.4	492.7	486.4	548.4	602.1
한국	265.0	310.3	315.2	301.8	310.9	332.3
중국	84.0	122.1	146.1	161.1	188.7	220.8
인도	50.8	51.0	55.2	47.7	50.5	53.4
러시아	0.2	47.2	77.5	77.3	81.2	85.2
미국	0.0	0.0	0.0	0.8	9.9	12.4
연결조정	98.3	91.2	101.3	102.3	92.8	102.0
영업이익	10.2	7.6	21.1	24.7	28.3	34.3
세전이익	10.6	14.1	23.9	22.4	23.6	28.6
당기순이익	8.7	12.8	19.1	17.1	19.2	23.3
% of sales						
영업이익률	3.4	1.7	4.3	5.1	5.2	5.7
세전이익률	3.5	3.2	4.9	4.6	4.3	5.2
순이익률	2.9	2.9	3.9	3.5	3.5	4.3
% yoy						
매출액	18.6	45.6	12.1	-1.3	12.8	9.8
한국		17.1	1.6	-4.3	3.0	6.9
중국		45.4	19.7	10.3	17.2	17.0
인도		0.4	8.2	-13.6	5.8	5.8
러시아		23,500.0	64.2	-0.3	5.0	5.0
미국					1,137.5	25.0
영업이익	66.2	-25.4	176.2	17.4	14.5	21.3
세전이익	55.4	33.0	70.1	-6.3	5.3	21.3
순이익	32.7	46.9	49.3	-10.5	12.1	21.3

자료: 엔브이에이치코리아, 유진투자증권



화신(010690.KS)

자동차/부품 담당 장문수

Tel. 368-6199 / moonsu.chang@eugenefn.com

가벼운 차가 멀리 간다

- Company Brief: 현대기아차向 사시 및 바디 부품 전문 생산업체**
 - 자동차의 뼈대 및 몸체를 구성하는 사시와 바디부품 생산 업체. 국내 언하공장, 봉동공장 및 연결중속법인 화신정공(1, 2공장), 새화신과 해외 인도, 중국, 미국, 브라질 생산 법인 보유
 - 현대기아차 사시부품 점유율 47%를 차지해 1위로 경쟁업체는 동희(36%), 서진 등 지역별 매출비중(2013년): 한국(33%), 인도(17%), 중국(21%), 미국(24%), 브라질(5%)
고객내 점유율(2014년): 국내 화신(47%), 동희(36%) / 해외 화신(63%), 동희(37%)
- Investment Points: 법인세 환급, 외환손실 회복으로 순이익 턴어라운드**
 - 1) **법인세 환급**: 2014년 1월 공시된 추징금 부과분 취소 결정으로 236억원의 법인세가 1Q14에 환입될 전망. 이에 2014년 순이익은 전년동기 16억원에서 3,850% 개선된 638억원으로 큰 폭의 회복 기대
 - 2) **외환손실 회복**: 2013년 연간 외환손실은 460억원으로 대부분 인도, 브라질 등 신흥국 통화 약세에 기인. 최근 인도 및 브라질 환율이 약세에서 회복되고 있어 2014년 연간 외환손실액은 2013년 대비 축소될 것으로 판단. 이는 2014년 순이익 개선에 기여할 전망
 - 3) **현대차 중국 4공장 증설 시 수혜**: 동사는 북경에서 현대차 중국 생산법인의 사시 물량을 대응하고 있어 하반기 현대차 중국 4공장 증설 구체화 시에 증설 가능성이 높을 전망
- 신흥국 통화 안정과 매출 기저효과로 신차효과 부각될 2H14에 주기상승 탄력적일 전망**
 - 2014년 예상 손익은 컨센서스 기준 매출액 1,5조원(+1.5% yoy), 영업이익 742억원(+11.8% yoy, OPM 5.0%), 당기순이익 681억원(+4,113.2% yoy) 전망. 매출성장은 제한적이나 1) 236억원 법인세 환급과 2) 외환손실 축소로 순이익 개선이 매우 높을 전망
 - 동사는 납품방식 변경에 따른 내부매출 제기로 3Q13 이후 매출의 level이 낮아진 상황. 이에 환율효과와 더불어 매출인식 변경으로 신차효과에도 불구하고 2014년 매출성장이 +1.5% yoy로 제한적. 게다가 미국 클레임 비용 지급(1Q14) 등 불확실성이 존재하고 법인세 환급 이슈는 이미 1월 공시 이후 시장에 반영되어 있어 단기적인 성장 모멘텀은 제한적
 - 현 주가는 2014년 기준 PER 7.0배로 경쟁업체 PER 7.3배 대비 저평가(법인세 환급효과를 제거한 2014년 EPS 1,132원 적용시 11.1배). 신흥국 통화 안정화에 따른 외환손실 축소와 2H14 신차효과 본격화 및 기저효과로 매출성장이 탄력적임에 주가는 재차 상승할 전망. Trailing 기준 PER로도 10배에서 하방 존재해 주가 하락 압력이 크지 않고, 연말까지 Trailing 12.0배 감안 시 주가는 14,200원까지 상승 가능할 것으로 판단

Not Rated

현재주가(05/30) 12,500원

Key Data	(기준일: 2014. 05. 30)
KOSPI(pt)	1,995.0
KOSDAQ(pt)	546.5
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	436.5
52주 최고/최저(원)	15,750 / 10,300
52주 일간 Beta	1.18
발행주식수(천주)	34,920
평균거래량(3M,천주)	124
평균거래대금(3M,백만원)	1,515
배당수익률(14F, %)	N/A
외국인 지분율(%)	3.9
주요주주 지분율(%)	
정 호	56.9
국민연금공단	9.5

Company Performance

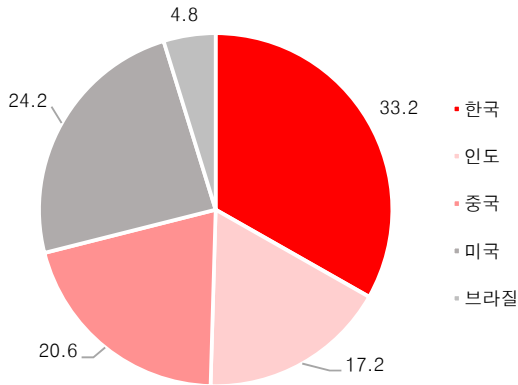
주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.3	-1.6	-4.9	-18.8
KOSPI 대비상대수익률	1.6	-2.3	-2.5	-18.6

Financial Data

결산기(12월)	2012A	2013A	2014F
매출액(십억원)	1,626.1	1,483.5	1,488.1
영업이익(십억원)	98.9	66.4	74.2
세전계속사업이익(십억원)	86.4	30.4	64.2
당기순이익(십억원)	24.6	1.6	68.1
EPS(원)	677	29	1,980
증감률(%)	-31.8	-95.7	6,727.6
PER(배)	14.9	399.2	7.0
ROE(%)	7.0	0.3	17.5
PBR(배)	1.0	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	3.2	6.8	5.8

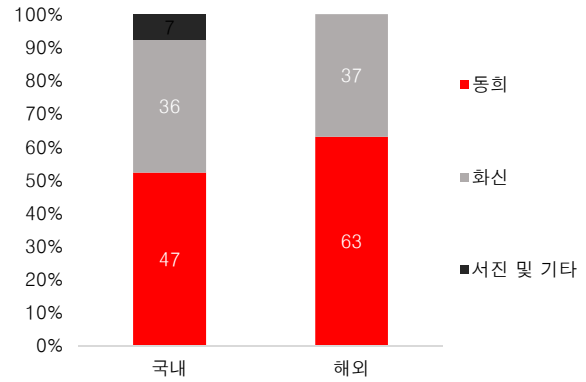
자료: FnConsensus, 유진투자증권

도표 170 지역별 매출액 비중(2013)



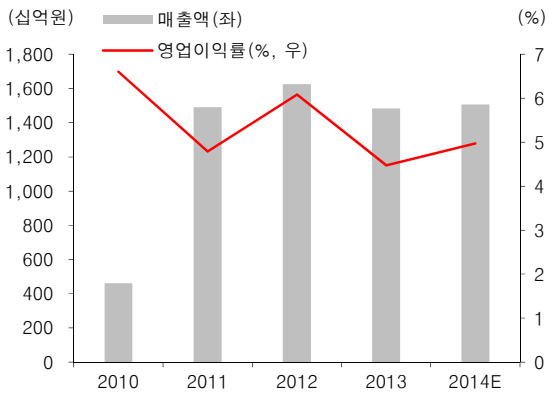
자료: 화신, 유진투자증권

도표 171 현대기아차 내 사시부품 점유율(2014)



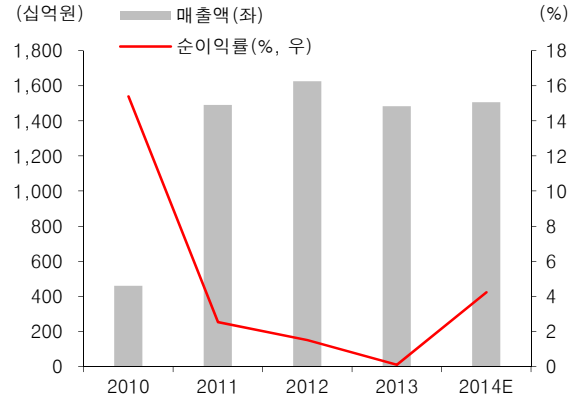
자료: 화신, 유진투자증권

도표 172 연결기준 매출액 및 영업이익률 추이



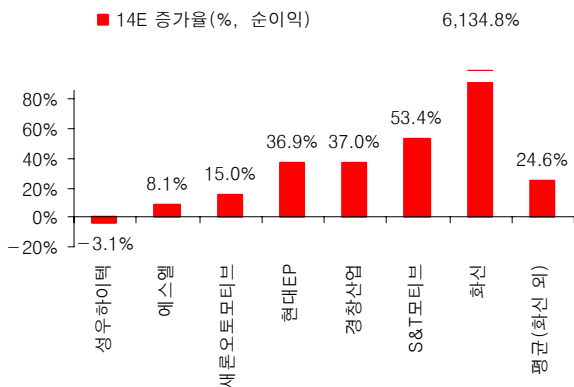
자료: 화신, 유진투자증권

도표 173 연결기준 매출액 및 순이익률 추이



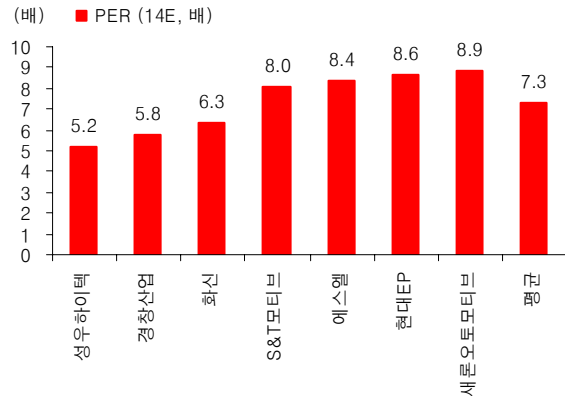
자료: 화신, 유진투자증권

도표 174 2014년 예상 순이익의 증가율



자료: FnConsensus, 유진투자증권

도표 175 2014년 기준 PER



자료: FnConsensus, 유진투자증권



도표 176 FR C/MBR: 차량 앞쪽 중량 지지하는 샤시



자료: 화신, 유진투자증권

도표 177 FR L/ARM: 주행중 타이어 통해 들어오는 횡, 전후, 상하력 지지



자료: 화신, 유진투자증권

도표 178 REINF SIDE OTR: 차량 측면 강성 보강하는 도어 접합 바디 부품



자료: 화신, 유진투자증권

도표 179 CENTER FLOOR: 좌, 우 차체를 연결해주며 각종 케이블을 고정하는 바디 부품



자료: 화신, 유진투자증권

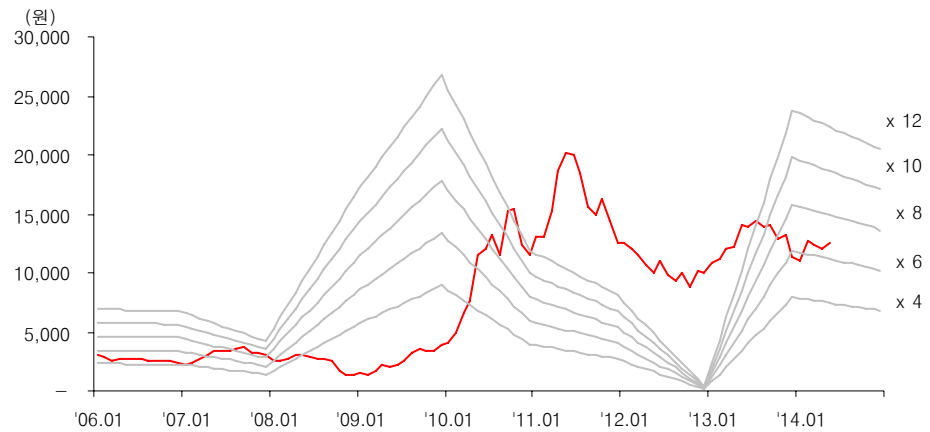


도표 180 화신 연간 주요 재무 요약

(단위: 십억원)	2011	2012	2013	2014E	2015E
연결기준					
매출액	1,490.4	1,626.1	1,483.5	1,488.1	1,572.4
영업이익	71.4	98.9	66.4	74.2	82.5
세전이익	55.5	86.4	30.4	64.2	80.0
순이익	37.9	24.6	1.6	68.1	61.2
% of sales					
영업이익률	4.8	6.1	4.5	5.0	5.2
세전이익률	3.7	5.3	2.1	4.3	5.1
순이익률	2.5	1.5	0.1	4.6	3.9
% yoy					
매출액	223.4	9.1	-8.8	0.3	5.7
영업이익	134.5	38.6	-32.9	11.8	11.3
세전이익	-36.9	55.7	-64.8	110.8	24.6
순이익	-46.5	-35.3	-93.4	4,113.2	-10.0

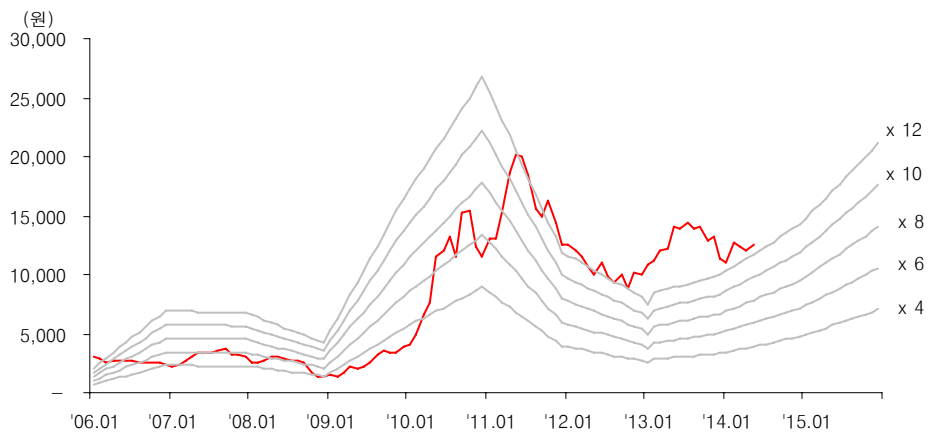
자료: 화신, Fnconsensus 유진투자증권

도표 181 화신 PER 밴드: 현 주가는 PER 6.7배



자료: 유진투자증권

도표 182 화신 Tr. PER: 법인세 효과를 제거하기 위해 2013, 14년 조정 EPS 적용



주: 2013년 EPS는 2012년, 2013년, 2014년(추정) 3개년 평균치를 적용. 동일한 방법으로 2014년 EPS도 적용
자료: 유진투자증권



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유기자권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

• STRONG BUY	추천기준일 증가대비 +50%이상
• BUY	추천기준일 증가대비 +20%이상 ~ +50%미만
• HOLD	추천기준일 증가대비 0%이상 ~ +20%미만
• REDUCE	추천기준일 증가대비 0%미만

