In-Depth

자동차/부품 (Overweight)

과거와는 다른 성장모형이 요구되는 시점



자동차/부품 **김형민**

☎ 2184-2419 ✉ hymin@ktb.co.kr

02 *Feb. 2015*

Companies on our radar

종목명	투자의견	목표가	Top-picks
현대차	BUY	21만원	
기아차	BUY	5.7만원	
현대모비스	BUY	31만원	
현대위아	BUY	23만원	☂
만도	BUY	25만원	
한라홀딩스	BUY	8만원	
한라비스테온공조	HOLD	4.3만원	
새론오토모티브	BUY	1.6만원	
한국단자	BUY	8.2만원	☂

Issue

자동차 부품산업 In-Depth 리포트

Pitch

단순히 현대/기아차 해외 Capa. 증설에 의존한 외형성장 보다 개별 기업의 경쟁우위를 바탕으로 이익 성장이 동반될 수 있는 업체를 장기보유 할 것을 추천. 한국단자에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 82,000원으로 신규 커버리지 개시. 새론오토모티브에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 16,000원 유지.

Rationale

- 45개 중소 부품사를 기준으로 지난 10년간 매출액은 3.3배, 영업이익은 4.4배 성장하였음. 이는 현대/기아차의 해외 생산능력 확대와 궤를 같이 함. 향후에도 현대/기아차의 1,000만대 Capa. 가동 시점까지 중소 부품사의 매출 성장은 지속될 전망.

- 문제는 수익성. 지난 3년간 부품사 합산 매출액은 15% 성장 하였음에도 OPM, NPM, ROE는 하락추세를 지속. 당사는 이에 대해 3가지 이유가 있다고 판단. 첫째는 금융위기 이후 지속된 달러화 대비 원화강세, 둘째는 신흥국 통화약세(헤알화, 루블화, 루피화), 셋째는 국내 부품사들의 낮은 가격 협상력임. 특히 현대/기아차에 과도히 편중된 국내 중소 부품사의 매출구조는 장기간 Valuation 할인요인으로 작용해 왔음. 글로벌 생산능력 1,000만대라는 현대차그룹의 비전에도 불구하고 중소 부품사의 PSR은 0.2x~0.4x 수준으로 지난 10년간 형성되어 온 박스권을 돌파하지 못하고 있는 것이 이를 증명.

- 현대/기아차에만 의존한 성장모델은 장기적으로 전방 고객사의 생산능력 성장률 둔화에 따라 한계를 지닐 것으로 전망. 따라서 향후 부품업체들의 주가 방향성 역시 고객사 다변화, 선행 R&D 능력, 가격 협상력 보유 여부 등 개별 기업간 경쟁력과 이익 창출능력에 따라 차별화가 심화될 것으로 전망.

- 한국단자는 차량용 커넥터를 생산하는 업체로 국내시장은 스위스의 Tyco AMP와 점유율을 양분하고 있음. 차량용 커넥터 시장은 자동차 전장화 추세에 힘입어 2018년까지 CAGR 12%의 성장이 전망되고 글로벌 커넥터 기업들의 12M Fwd PER은 18.5배에 거래. 1위 업체인 TE Connectivity는 자동차 외 IT/통신/에너지/방산/의료기기 분야로 매출처가 다각화되어 있으며 한국단자 또한 높은 기술력을 기반으로 자동차에서 IT분야로 매출처를 확대해 나가고 있음.

CONTENTS

03 I. Summary & Key Chart

09 II. 현대/기아차와 성장의 궤를 같이
- II-1. 지난 10년간 중소 부품사 매출액 3.3배, 영업이익 4.4배 성장
- II-2. 부품회사간 무차별했던 고성장
- II-3. 부품회사의 매출 성장성은 최소 2017년까지 지속될 전망이나...

19 III. 과거와는 다른 성장모형이 요구되는 시점
- III-1. 상승하는 완성차의 대당 원가
- III-2. 현대/기아차의 대당 원가 상승 속도는 더 빠를 수도...
- III-3. 부품사 Valuation re-rating을 위한 조건들

28 IV. 결론 및 투자 아이디어

29 V. Appendix (조사대상 부품사 리스트)

35 VI. 종목별 투자의견
- 한국단자 (025540)

I. Summary & Key Chart

지난 10년간 주요 상장 부품업체들의 매출액은 3.3배, 영업이익은 4.4배 성장하였다. 높은 성장률의 배경에는 현대/기아차의 해외공장 동반 진출이 주 이유로 작용했다. 현대/기아차 해외 공장 생산대수는 2002년 14.6만대에서 2014년에는 441만대로 약 30배 증가하였는데, 부품업체들은 현지 공장 건설, 본사에서 현지 공장으로의 CKD 수출 등을 통해 동반 성장을 이루어 나갔다. 향후에도 기아차의 멕시코 공장 증설, 현대차의 중국 4, 5공장 투자에 따라 현지에서 부품 공급을 하게 될 부품업체들은 최소 2017년까지 외형 성장을 지속할 것으로 전망된다.

지난 10년간 현대/기아차의 해외공장 생산능력이 가장 크게 증가한 지역은 중국이고, 향후에도 가장 크게 확대될 지역은 중국이다. 대부분의 부품사들은 타 지역 보다 중국에서 높은 수익성을 나타내고 있기 때문에 중국 매출 비중이 상승한다면 부품사들의 연결 수익성은 이론적으로 개선되어야 하는 것이 정상이다(다른 변수 동일하다고 가정 시). 그러나 이와 반대로 지난 3년간 부품사들의 매출액은 15% 성장하였음에도 OPM과 NPM은 정체흐름을 나타내고 있으며 ROE는 2010년 고점을 형성한 하락추세를 지속하고 있다. 이는 달러화 대비 원화강세, 주요 신흥국 통화약세(헤알화, 루블화) 등 환율 요인도 크게 작용했지만 더 근본적인 이유는 부품사들의 낮은 가격 협상력 때문으로 생각된다.

향후 부품업체들이 매출 성장과 더불어 수익성을 유지하기 위해서는 선행 제품개발 능력(R&D), 고객사 다변화가 필수적일 것으로 전망되고, 현대/기아차에만 의존한 부품업체들의 성장모델은 전방 고객사의 capa. 성장 둔화 시점에 한계를 나타낼 수 밖에 없을 것으로 판단된다. 또한 지속적으로 강화되고 있는 자동차 연비 및 안전규제로 완성차 업체들의 원가상승 압력은 더욱 높아질 전망이며, 가격 협상력을 보유한 부품업체와 그렇지 못한 업체간의 수익성은 향후 추가 확대될 가능성이 높아 보인다.

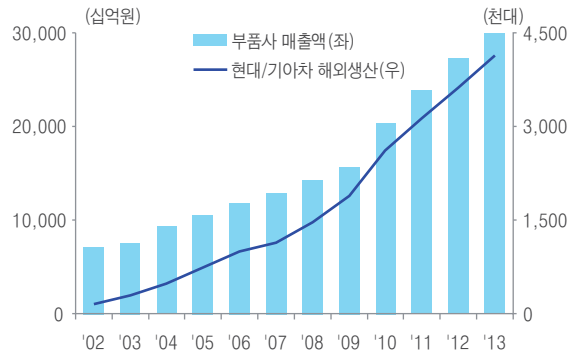
결론적으로 수익성이 동반되지 못하는 외형 성장만으로는 부품사들의 low valuation 탈피가 어려울 것으로 예상되며, 부품사들의 valuation re-rating 조건은 1) R&D를 통한 제품의 고부가가치화, 2) 지속적인 고객사 다변화 확대, 3) M&A를 통한 신성장 동력 확보로 판단된다. 한편, 단기적으로 중소 부품사들의 실적은 1) 주요국 환율에 대한 exposure 정도, 2) 가격 협상력 보유 여부, 3) 원재료 하락에 대한 spread 수혜 여부에 따라 수익성이 양극화 될 것으로 전망되는데, 당사의 중소 부품 커버리지 2개사는 모두 긍정적 차별화 요인을 갖추고 있어 2015년에도 양호한 이익 성장을 시현할 것으로 예상된다.

한국단자에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 82,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2015년 예상 EPS에 Target PER 14.8배를 적용해 산출하였다. Target PER 14.8배는 글로벌 커넥터 기업들의 12M Fwd 평균 PER 18.5배에 20%의 할인을 적용한 것이다.

한국단자는 자동차용 커넥터를 생산하는 업체로 국내 차량용 커넥터 시장은 동사와 Tyco AMP가 점유율을 양분하고 있다. 차량용 커넥터 시장은 자동차의 전장화와 친환경차 모델 확대 추세에 힘입어 2018년까지 CAGR 12%의 성장이 전망되고 있으며 커넥터 시장 1위 업체인 TE Connectivity(Tyco AMP 모회사)의 PER은 16배 내외에서 거래되고 있다. TE Connectivity는 차량용 커넥터 외 IT/통신/에너지/방산/ 의료기기 분야로 매출처가 다각화되어 있으며 한국단자 또한 높은 기술력을 기반으로 자동차에서 타 전방산업으로 매출처를 확대해 나가고 있다.

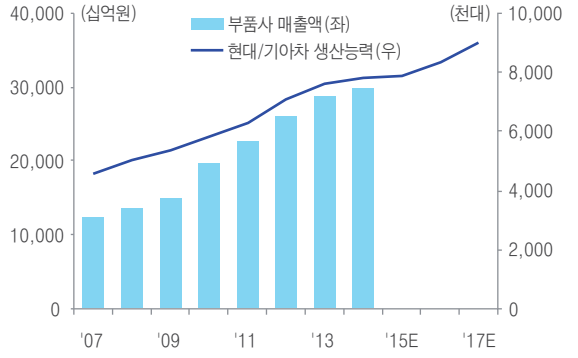
새론오토모티브에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 16,000원을 유지한다. 새론오토모티브는 브레이크 패드 생산업체로 공급구조가 과점화되어 있고, 러시아, 브라질, 유럽 매출 비중이 없으며 오히려 원/엔 환율 하락에 따라 GPM은 추가적으로 확대될 여지가 크다. 참고로, 새론오토모티브는 원재료비의 약 25%를 엔화로 매입하고 있으며, 엔화약세에 따라 GP margin은 지난 3년간 5.2%pt 확대되었다. 또한 동사의 높은 배당성향(3년 평균 29.4%), 다변화된 매출구조(중국 매출비중 현대/기아차 31%, VW 52%), 매년 200억원 이상의 FCF 창출능력은 여전히 동사의 매력적인 투자 포인트다.

Figure 01 10년간 부품사 매출액은 3.3배, OP 4.4배 증가



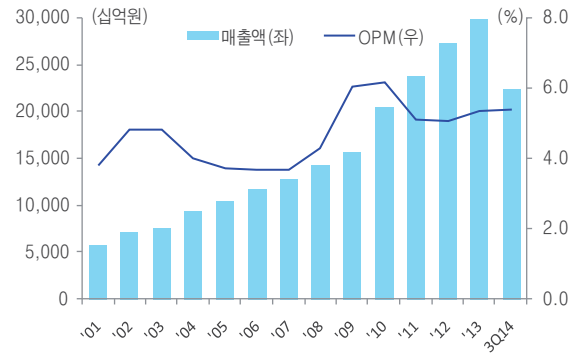
Source: 현대차, 기아차, Dataguide, KTB투자증권

Figure 02 향후에도 현대/기아 증설에 따라 외형성장은 지속



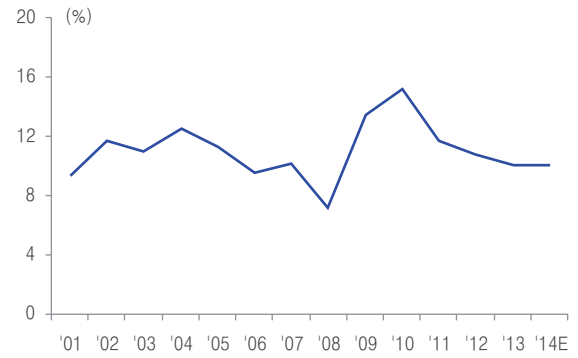
Source: 현대차, 기아차, Dataguide, KTB투자증권

Figure 03 그러나 문제가 되고 있는 것은 수익성



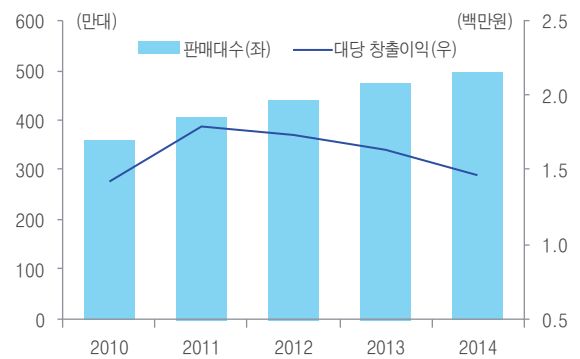
Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 04 45개 부품사 ROE 추이



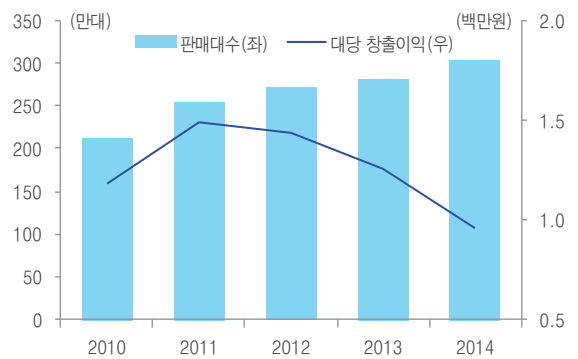
Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 05 현대차 대당 창출이익 완만한 하락세



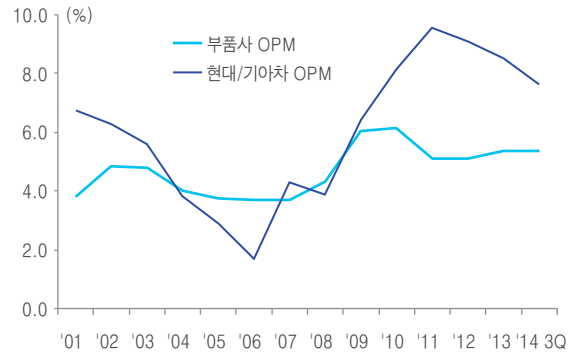
Source: 현대차, KTB투자증권
Note: 자동차부문 영업이익+중국법인 지분법이익으로 계산

Figure 06 기아차 대당 창출이익 급락세



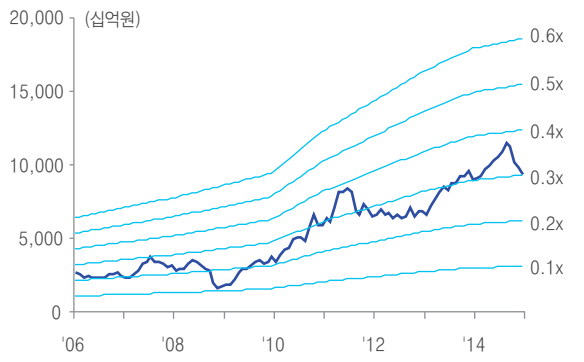
Source: 기아차, KTB투자증권
Note: 자동차부문 영업이익+중국법인 지분법이익으로 계산

Figure 07 부품사의 근본적 문제는 낮은 가격 협상력



Source: 현대차, 기아차, Dataguide, KTB투자증권

Figure 08 이에 따라 PSR 0.2~0.4x의 박스권 지속



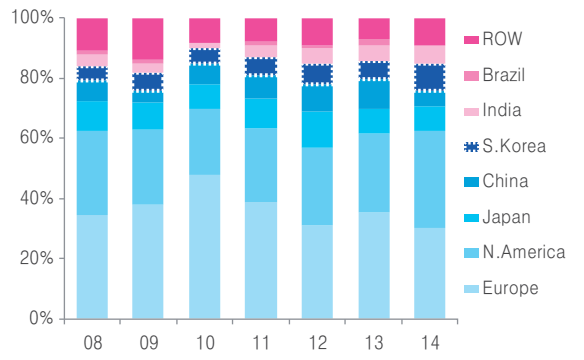
Source: 현대차, 기아차, Dataguide, KTB투자증권

Figure 09 중국 부품사들의 활발한 M&A 활동 지속

인수업체	피인수업체	분야	인수년도
Ningbo Huaxiang	HIB Trim Parts	실내 장식	2013
Consortium of Chinese Investors	iee	안전분야 센서	2013
Wangxiang Group	A123	자동차 베터리 기술	2013
Bohong	Wescast Industries	금속주조 (주제품: 배기통로)	2012
Hebei Lingyun Industrial	Kiekert	액츄에이터	2012
Citic	KSM Castings	경금속 주조	2011
Ningbo Huaxiang	Sellner	실내 장식	2011
Joyson Holdings	Preh	전장/스위치	2011
BHAP	Inalfa	지붕 시스템	2011
CQLT	Saargummi	고무 마감재	2011

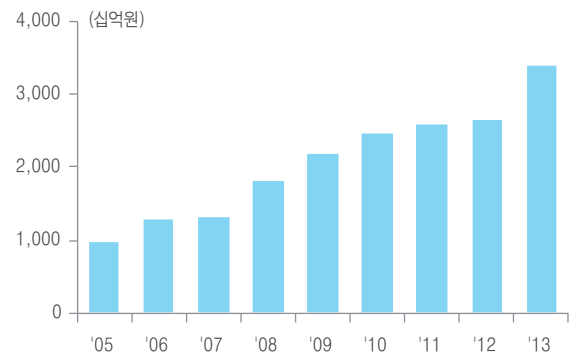
Source: Roland Berger, KTB투자증권

Figure 10 자동차 부품산업 내 M&A 국가별 비중



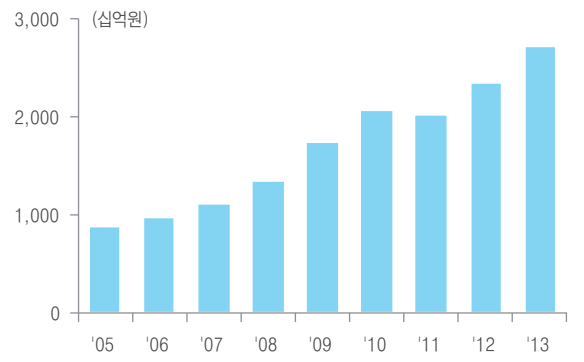
Source: PWC, KTB투자증권

Figure 11 국내 45개 주요 자동차 부품사 현금 보유량 추이



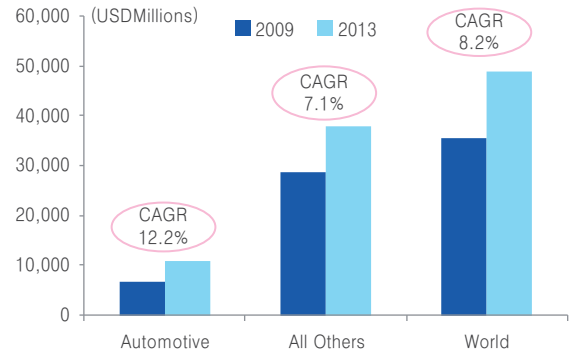
Source: 각 사, Dataguide, KTB투자증권

Figure 12 국내 45개 주요 자동차 부품사 EBITDA 추이



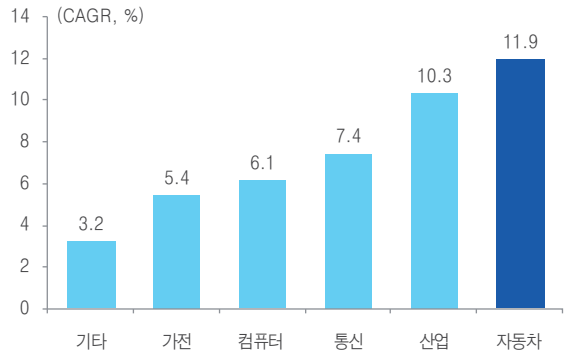
Source: 각 사, Dataguide, KTB투자증권

Figure 13 글로벌 커넥터 시장 주목해야 (커넥터 시장 성장률)



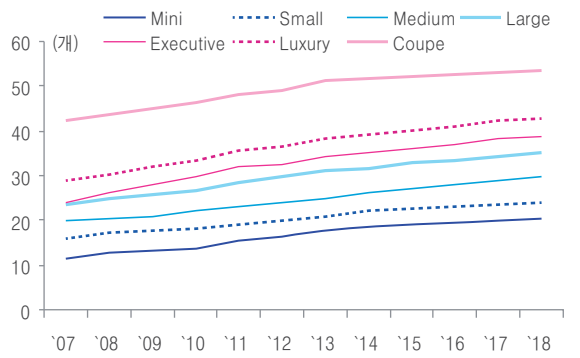
Source: Bishop & Associates, KTB투자증권

Figure 14 수요처별 CAGR 성장률 전망



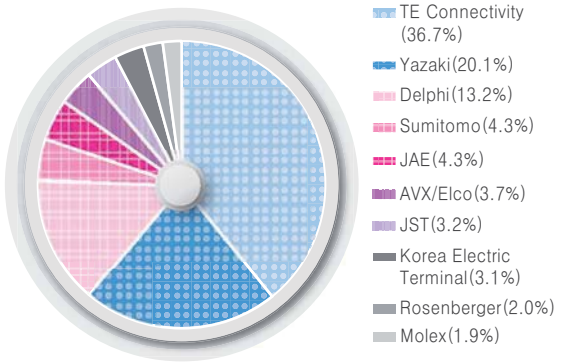
Source: Bishop & Associates, KTB투자증권

Figure 15 자동차 평균 ECU 장착 개수



Source: Freescale, KTB투자증권

Figure 16 완성차/부품과 달리 소수 사업자가 지배



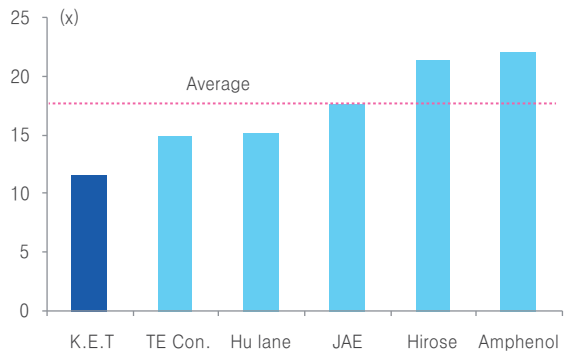
Source: Bishop & Associates, KTB투자증권

Figure 17 글로벌 커넥터 기업 주가 강세(Amphenol)



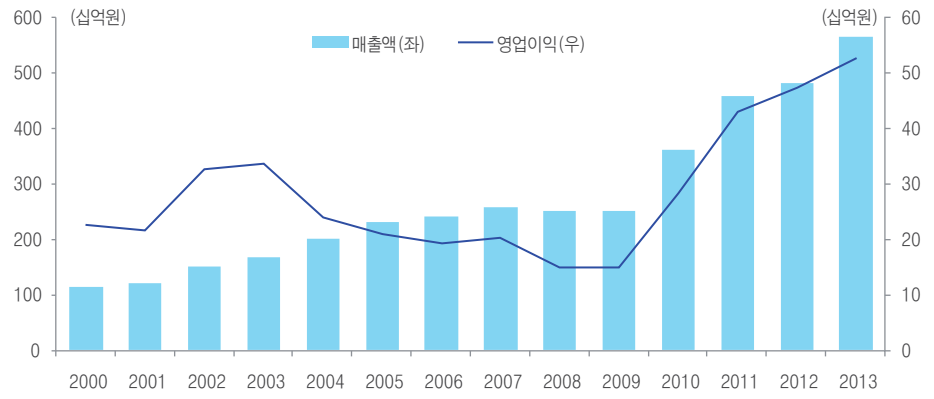
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 18 한국단자, 글로벌 peer 대비 낮은 Valuation



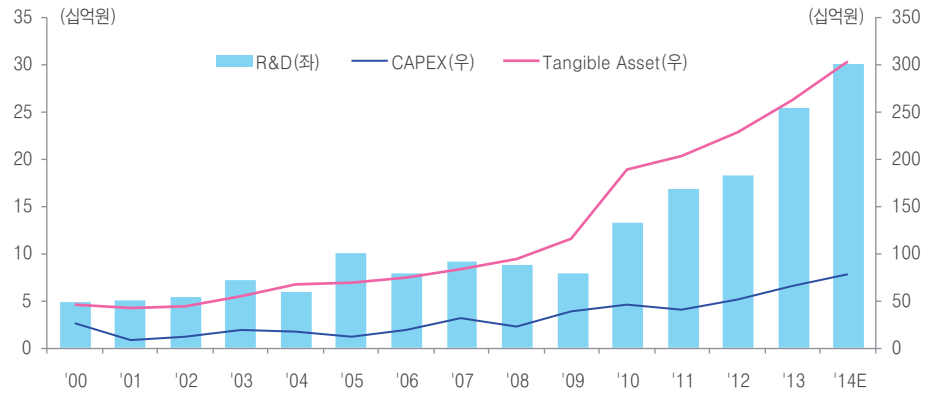
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 19 한국단자 주요 지표 장기 시계열 – 매출액, 영업이익



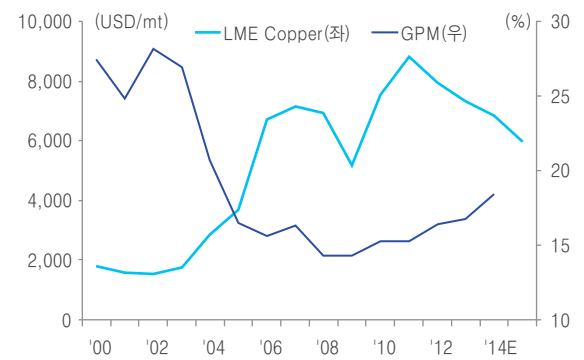
Source: 한국단자, KTB투자증권

Figure 20 한국단자 주요 지표 장기 시계열 – R&D → CAPEX → 매출 성장의 선순환



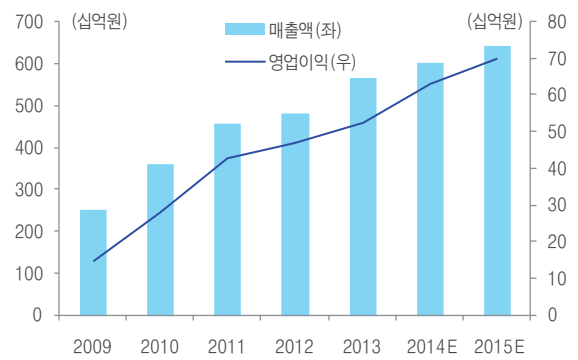
Source: 한국단자, KTB투자증권

Figure 21 동가격 급락에 따른 추가 수익성 개선 예상



Source: Bloomberg, 한국단자, KTB투자증권

Figure 22 2015년에도 사상 최대 매출과 영업이익 전망



Source: 한국단자, KTB투자증권

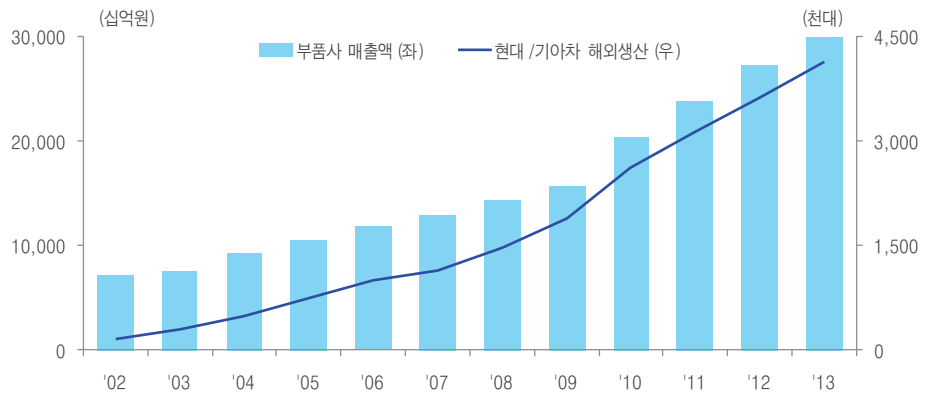
II. 현대/기아차와 성장의 궤를 같이

II-1. 지난 10년간 중소 부품사 매출액 3.3배, 영업이익 4.4배 성장

국내 중소 부품업체 45개사(자산규모 3조원 미만) 기준 지난 10년간 매출액은 3.3배, 영업이익은 4.4배 성장한 것으로 파악된다. 같은 기간 현대/기아차 연결 매출액이 2.6배 성장한 것을 감안하면 부품업체들이 완성차 대비 초과성장을 한 것으로 보일 수 있으나, 부품사는 중국공장을 연결회계로 인식하고, 완성차의 경우 관계회사(지분법)로 인식한다는 점을 감안하면 사실상 현대/기아차와 성장의 궤를 같이해 왔다고 볼 수 있다. 또한 45개 부품회사들의 합산 시가총액은 2004년 약 1.4조원에서 2014년 말 기준 9.6조원으로 약 6.7배의 성장을 시현하였는데(신규상장 기업에 대한 시가총액 조정 반영, 비상장 당시 시가총액은 PBR 1배로 적용), 같은 기간 현대/기아차의 시가총액이 6.8배 성장한 점을 감안하면 외형과 이익 성장뿐 아니라 기업가치 또한 현대/기아차와 유사한 흐름을 나타낸 것으로 판단된다.

부품업체들의 매출액 성장이 본격화된 시점은 현대/기아차의 해외공장 증설이 시작된 2002년부터다. 현대/기아차의 해외공장 생산대수는 2002년 15만대에서 2014년 441만대로 약 30배 성장하였으며, 특히 중국 공장 증설이 본격화되기 시작한 2008년부터 부품사의 매출액 성장률은 더 가파른 모습을 나타내기 시작하였다. 현대/기아차의 중국공장 생산대수는 2002년 2만대에서 2014년 176만대로 약 83배 성장하였는데, 중국시장은 부품사들에게 수익성이 가장 좋은 지역으로 매출액 성장뿐만 아니라 이익증가 측면에서도 긍정적 영향을 가져다 주었다. 이에 따라 2000년대 초 국내(본사)에 편중되어 있었던 부품사들의 매출액과 이익비중은 빠르게 해외로 이전되기 시작하였으며, 현재의 경우 기업마다 차이가 있으나 전체 이익에서 중국이 차지하는 비중은 적게는 20%, 많게는 50% 이상까지 확대되었다.

Figure 23 현대/기아차 해외 생산대수와 46개 부품사 연결 매출액 추이



Source: 각 사, KTB투자증권

II-2. 부품회사간 무차별했던 고성장

기업마다 분할/합병, 종속기업 대상의 변화, 신사업 진출 등 사업/회계적 변화들이 있어왔기 때문에 과거와 현재간 일관된 통계 수치를 산출하기 어려운 점이 있으나, 당사는 유사부품을 생산하는 기업별로 묶어 부품군별 breakdown을 해보고, 분야별로 과거 매출액과 수익성을 비교해 보았다.

대상: 자산규모 3조 미만 45개 부품사
생산 부품별 Breakdown
1. 차체(6개사), 2. 브레이크 패드(3개사), 3. 내장(4개사), 4. 플라스틱(2개사), 5. 파워트레인 부품(15개사), 6. 축전지(2개사), 7. 도어/래치(1개사), 8. 램프/전장/섀시(2개사), 9. 배기(2개사), 10. 단자/하네스(2개사), 11. 튜브/호스(2개사)

결과적으로 현대/기아차의 고성장 구간에서 부품회사들의 매출액 성장성은 기업간(또는 생산 부품간) 무차별적이었다고 판단된다. 그 이유는 국내 상장 부품회사의 대부분이 현대/기아차에 편중된 공급 구조를 지니고 있고, 이에 따라 현대/기아차가 해외 생산을 확대하는 기간에 어떠한 부품을 생산하든 해당 지역에 동반진출 했다면 그 성장을 공유할 수 있었기 때문이다.

한편, 수익성의 경우에도 생산 부품과 관계없이 전 부품군이 유사한 흐름을 나타낸 것으로 판단되는데, 2004년~2014년까지의 장기 시계열 중 고무(튜브/호스)와 브레이크 패드를 제외한 전 부품군이 2009~2010년 가장 높은 영업이익률과 ROE를 기록하였고, 2005년~2007년 가장 낮은 수익성을 기록하였다. 수익성이 가장 좋았던 2009년~2010년은 현대/기아차가 글로벌 시장 점유율을 가장 많이 확대한 시기였고, 금융위기 직후 달러화 대비 원화약세가 가장 많이 진행된 해였다. 반면, 2005~2007년은 달러화 대비 원화강세, 현대/기아차의 수익성이 가장 크게 하락해 있던 구간이다.

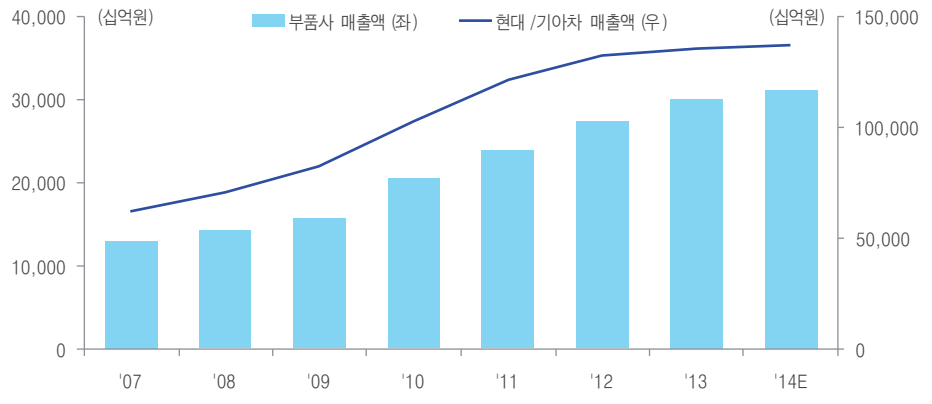
부품사들의 지난 10년간 매출액, 이익률, ROE 지표를 현대/기아차와 비교해보면 매우 유사한 흐름을 나타내는데, 이는 현대/기아차에 편중된 매출비중과 환율에 취약한 손익 구조를 갖추고 있기 때문으로 판단된다. 부품사들은 현대/기아차의 해외 공장에 동반진출 하면서 본사에서 현지법인으로의 CKD 수출을 지속적으로 확대하였는데, 그 결과 현지 공장 건립에도 불구하고 환율에 대한 민감도가 과거대비 크게 축소되지 못한 것으로 판단된다(부품사들이 해외로 CKD 수출을 하는 가장 큰 이유는 현지 부품/소재 조달의 어려움 등이 있기 때문이기도 함). 또한 부품사들이 해외 현지 법인을 설립할 당시 높은 달러(또는 유로) 차입비율을 설정해 환율변화에 따른 영업외손익 변동폭은 오히려 과거보다 더 확대된 것으로 보인다. 특히 러시아와 브라질에 생산법인을 보유한 부품사의 경우 대부분 현지 통화가 아닌 US달러 또는 유로화 차입을 통해 자금을 조달했기 때문에 신흥국 통화가 달러화 대비 약세를 나타낼 경우 실적 악화 폭은 타 부품사 대비 월등히 커질 수 밖에 없는 손익 구조를 갖추게 되었다.

Figure 24 부품분야별 매출액, 영업이익, OPM, ROE 추이 (단위: 십억원, %)

		'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	3Q14
차체	매출액	783	1,304	1,269	1,434	1,583	1,734	1,908	2,446	3,193	4,237	4,875	5,974	5,925	4,507
	영업이익	24	46	60	66	58	79	111	154	297	341	342	381	395	285
	OPM(%)	3.1	3.5	4.8	4.6	3.7	4.5	5.8	6.3	9.3	8.1	7.0	6.4	6.7	6.3
	지배주주순이익	21	25	23	44	65	57	81	60	222	246	150	204	172	206
	지배주주지분	209	229	251	283	359	442	532	640	845	1,102	1,501	1,675	1,767	1,908
	ROE(%)	10.2	11.1	9.3	15.6	18.2	12.9	15.2	9.4	26.3	22.3	10.0	12.2	9.7	10.8
브레이크	매출액	155	183	198	240	268	295	300	330	367	445	533	591	627	480
	영업이익	12	16	15	19	24	25	28	15	23	31	33	44	65	44
	OPM(%)	8.0	8.8	7.4	7.9	8.9	8.6	9.4	4.5	6.2	7.0	6.1	7.5	10.4	9.3
	지배주주순이익	11	12	13	16	21	20	33	27	19	28	23	25	42	30
	지배주주지분	78	76	87	100	130	155	185	194	215	249	265	274	311	331
	ROE(%)	14.7	16.0	14.6	16.3	15.9	13.2	17.9	13.8	8.9	11.2	8.5	9.0	13.6	9.0
내장	매출액	650	783	905	1,091	1,163	1,424	1,478	1,482	1,683	2,033	2,440	3,414	4,268	3,278
	영업이익	17	34	31	24	20	31	19	33	98	100	87	155	270	179
	OPM(%)	2.6	4.4	3.4	2.2	1.7	2.2	1.3	2.2	5.9	4.9	3.6	4.5	6.3	5.5
	지배주주순이익	14	24	24	22	17	23	15	48	68	89	84	98	131	97
	지배주주지분	90	111	136	155	167	192	205	269	323	405	559	674	912	1,082
	ROE(%)	16.0	21.8	17.7	13.9	10.1	11.9	7.3	17.7	21.1	22.0	15.0	14.6	14.4	8.9
플라스틱	매출액	229	244	272	335	601	650	528	604	600	971	1,443	1,639	1,886	1,479
	영업이익	3	6	7	8	22	21	7	10	15	18	33	34	43	41
	OPM(%)	1.4	2.4	2.4	2.4	3.7	3.3	1.2	1.7	2.5	1.9	2.3	2.1	2.3	2.8
	지배주주순이익	4	6	6	9	15	12	12	12	14	16	29	22	25	27
	지배주주지분	63	64	67	70	88	112	151	153	163	177	218	234	260	293
	ROE(%)	6.0	8.7	8.8	12.7	17.4	10.8	7.8	8.0	8.5	8.9	13.1	9.5	9.7	9.1
파워트레인 부품	매출액	1,880	2,120	2,199	2,682	2,794	3,012	3,311	3,323	3,603	5,507	6,308	6,679	7,493	5,798
	영업이익	76	109	102	111	134	131	104	44	88	213	241	268	297	220
	OPM(%)	4.1	5.2	4.6	4.2	4.8	4.3	3.1	1.3	2.5	3.9	3.8	4.0	4.0	3.8
	지배주주순이익	48	83	83	100	102	104	77	10	52	179	181	179	216	135
	지배주주지분	513	589	697	779	919	1,013	1,138	1,349	1,439	1,667	1,940	2,148	2,362	2,471
	ROE(%)	9.3	14.1	11.9	12.9	11.1	10.3	6.8	0.7	3.6	10.7	9.3	8.3	9.1	5.4
축전지	매출액	350	350	377	433	484	532	805	1,032	1,000	1,229	1,429	1,322	1,406	1,025
	영업이익	4	-3	1	-8	19	19	33	193	154	176	193	195	148	91
	OPM(%)	1.2	-0.7	0.3	-1.7	3.8	3.5	4.1	18.7	15.4	14.3	13.5	14.8	10.5	8.9
	지배주주순이익	5	0	-1	-5	20	15	24	138	117	135	155	152	124	74
	지배주주지분	191	190	188	182	201	214	234	366	477	605	747	888	1,001	1,062
	ROE(%)	2.4	-0.2	-0.4	-2.7	9.9	6.8	10.2	37.7	24.6	22.4	20.7	17.1	12.4	7.0
도어래치&모듈	매출액	108	128	138	184	270	303	386	455	545	701	694	883	999	780
	영업이익	8	9	8	7	11	8	13	20	41	54	55	57	69	40
	OPM(%)	7.4	7.2	5.6	3.6	3.9	2.6	3.5	4.4	7.6	7.7	7.9	6.5	6.9	5.1
	지배주주순이익	6	10	9	10	8	4	7	13	31	41	44	38	47	29
	지배주주지분	44	51	71	76	72	107	114	136	165	196	304	338	382	405
	ROE(%)	13.8	18.9	13.0	12.5	11.2	4.1	6.4	9.6	18.7	20.7	14.4	11.3	12.4	7.1
램프/전장/섀시	매출액	363	793	947	1,211	1,359	1,397	1,359	1,408	1,437	1,984	1,784	2,068	2,202	1,789
	영업이익	17	43	61	68	39	57	81	65	98	157	64	72	87	92
	OPM(%)	4.7	5.5	6.4	5.6	2.8	4.0	5.9	4.6	6.8	7.9	3.6	3.5	4.0	5.1
	지배주주순이익	13	20	32	44	20	30	65	-6	96	120	95	80	107	113
	지배주주지분	68	148	177	216	247	303	455	622	691	863	985	1,037	1,181	1,267
	ROE(%)	19.8	13.7	18.2	20.4	8.3	9.8	14.3	-1.0	13.9	13.9	9.7	7.7	9.0	8.9
배기	매출액	438	169	201	254	378	381	430	517	583	802	1,144	1,258	1,356	1,019
	영업이익	10	7	10	12	14	16	12	19	47	71	61	70	81	62
	OPM(%)	2.2	4.0	5.0	4.7	3.6	4.2	2.7	3.7	8.1	8.8	5.4	5.6	6.0	6.1
	지배주주순이익	10	7	11	9	11	15	12	14	38	59	51	62	63	47
	지배주주지분	86	90	103	106	121	135	158	157	188	265	311	382	442	490
	ROE(%)	11.5	8.3	11.0	8.5	8.9	11.3	7.9	9.1	20.5	22.3	16.4	16.3	14.3	9.6
단자/하네스	매출액	251	284	262	280	338	373	393	370	357	506	605	646	792	615
	영업이익	21	36	39	28	28	26	27	24	20	37	46	35	32	48
	OPM(%)	8.4	12.8	15.1	9.9	8.2	6.9	7.0	6.4	5.6	7.4	7.7	5.4	4.0	7.7
	지배주주순이익	15	12	24	26	22	18	31	18	8	30	44	21	20	37
	지배주주지분	132	135	161	187	212	223	267	256	282	303	410	434	458	494
	ROE(%)	11.5	9.1	14.6	13.8	10.5	8.2	11.5	7.0	2.9	10.0	10.8	5.0	4.3	7.5
튜브/호스	매출액	295	504	542	960	1,104	1,228	1,302	1,597	1,636	1,284	1,517	1,614	1,827	1,414
	영업이익	16	27	19	33	29	31	42	41	67	56	47	59	94	85
	OPM(%)	5.3	5.3	3.4	3.4	2.6	2.5	3.2	2.5	4.1	4.3	3.1	3.7	5.2	6.0
	지배주주순이익	2	12	4	13	4	1	14	-15	17	-10	21	19	-20	42
	지배주주지분	132	137	142	132	134	135	162	175	205	273	281	285	259	297
	ROE(%)	1.7	8.9	3.0	10.1	2.8	0.4	8.5	-8.3	8.5	-3.6	7.5	6.7	-7.5	14.0
전체	매출액	5,502	6,862	7,308	9,104	10,343	11,330	12,199	13,564	15,004	19,699	22,771	26,088	28,780	22,183
	영업이익	209	331	352	367	396	442	476	617	949	1,254	1,203	1,370	1,580	1,187
	OPM	3.8	4.8	4.8	4.0	3.8	3.9	3.9	4.5	6.3	6.4	5.3	5.3	5.5	5.4
	지배주주순이익	150	212	229	288	306	300	371	319	683	934	876	901	929	835
	지배주주지분	1,606	1,821	2,078	2,285	2,649	3,031	3,602	4,316	4,993	6,107	7,522	8,369	9,336	10,100
	ROE	9.3	11.7	11.0	12.6	11.5	9.9	10.3	7.4	13.7	15.3	11.6	10.8	9.9	8.3

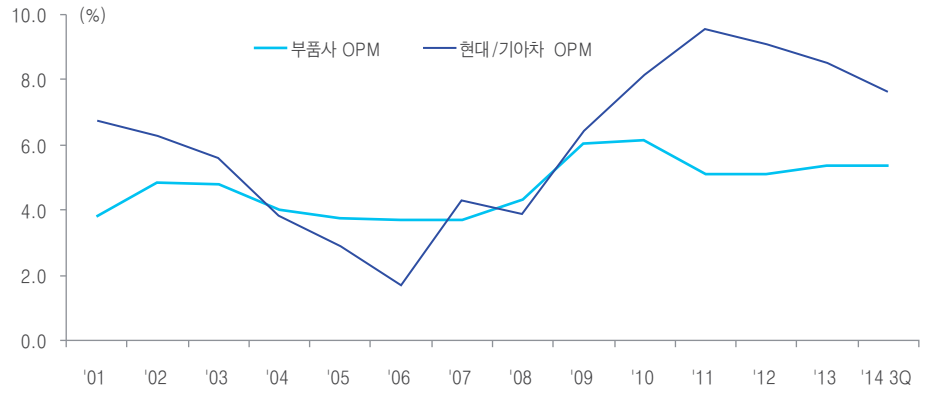
Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 25 현대/기아차 연결 매출액 vs. 부품사 매출액 추이 (연결 손익 기준)



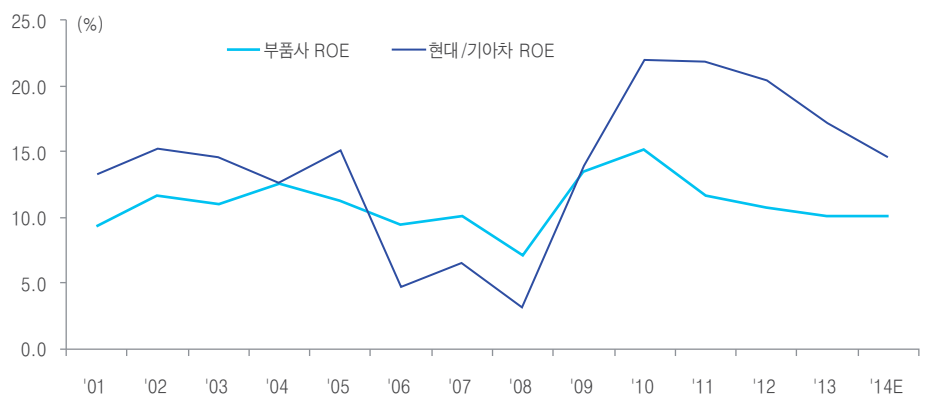
Source: 각 사, Dataguide, KTB투자증권

Figure 26 현대/기아차 OPM vs. 부품사 OPM (연결 손익 기준)



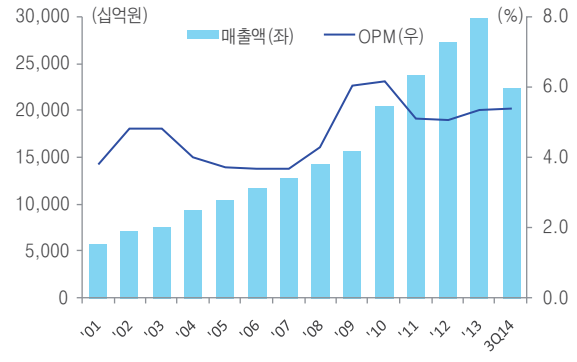
Source: 각 사, Dataguide, KTB투자증권

Figure 27 현대/기아차 ROE vs. 부품사 ROE (연결 손익 기준)



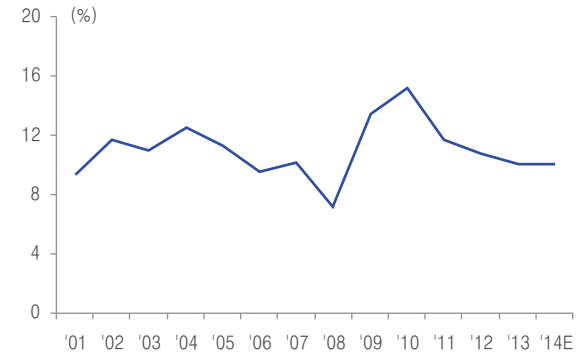
Source: 각 사, Dataguide, KTB투자증권

Figure 28 45개 부품사 매출액, 영업이익률 추이



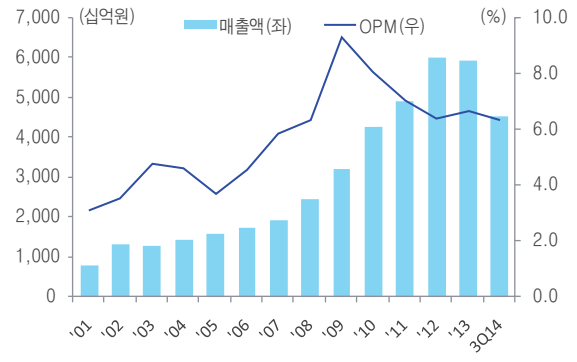
Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 29 45개 부품사 ROE 추이



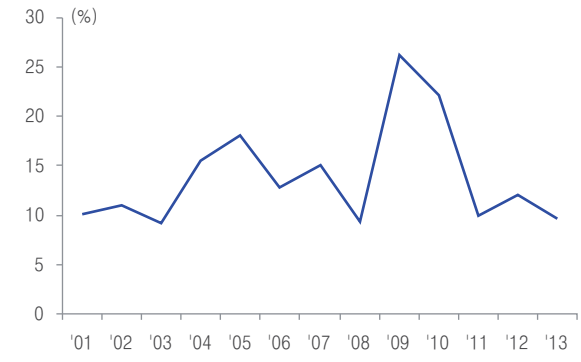
Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 30 차체 부품회사 매출액, 영업이익률 추이



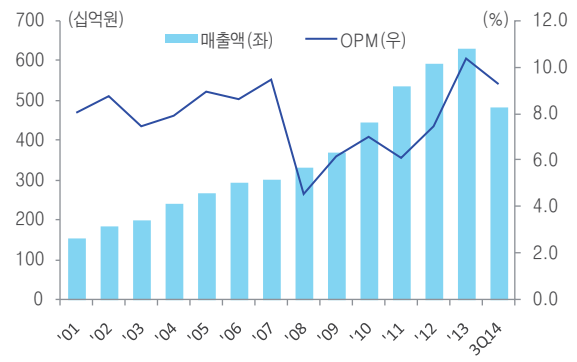
Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 31 차체 부품회사 ROE 추이



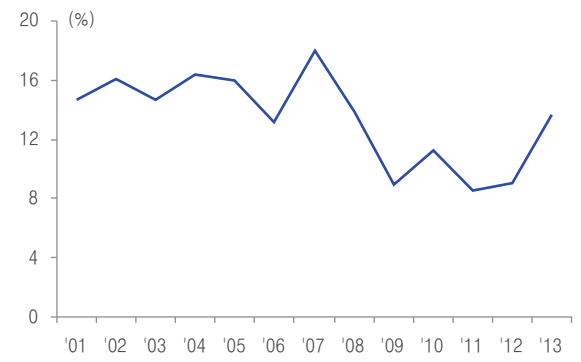
Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 32 브레이크 부품회사 매출액, 영업이익률 추이



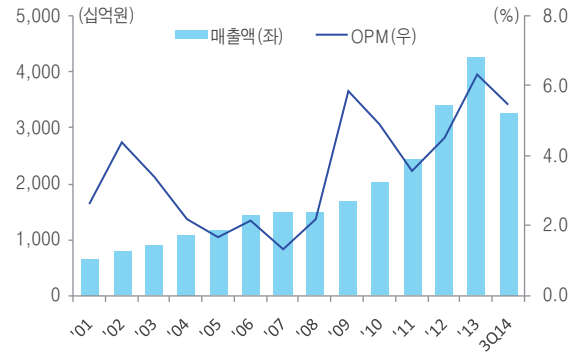
Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 33 브레이크 부품회사 ROE 추이



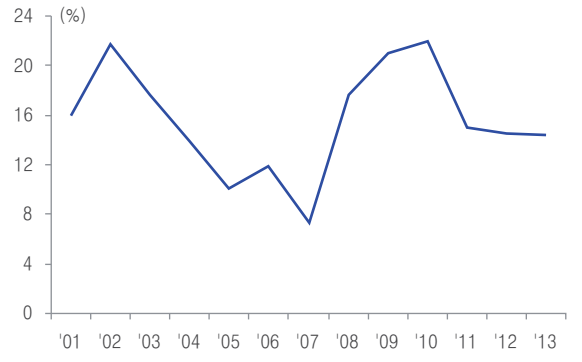
Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 34 내장 부품회사 매출액, 영업이익률 추이



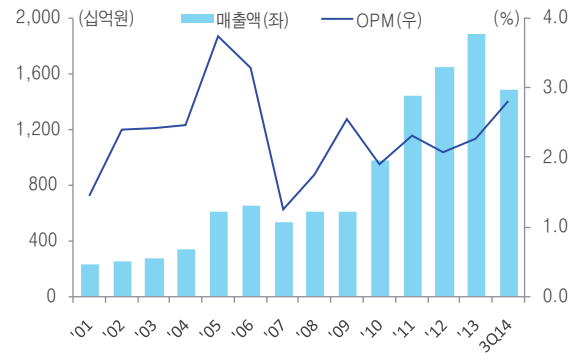
Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 35 내장 부품회사 ROE 추이



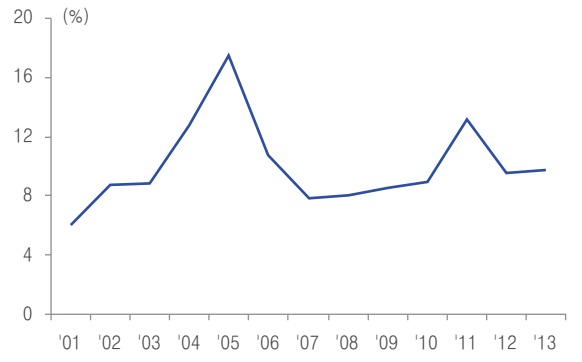
Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 36 플라스틱 부품회사 매출액, 영업이익률 추이



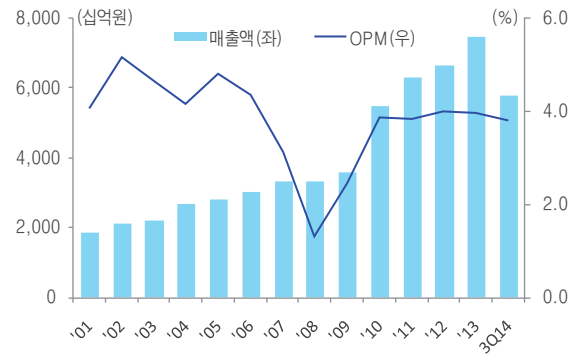
Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 37 플라스틱 부품회사 ROE 추이



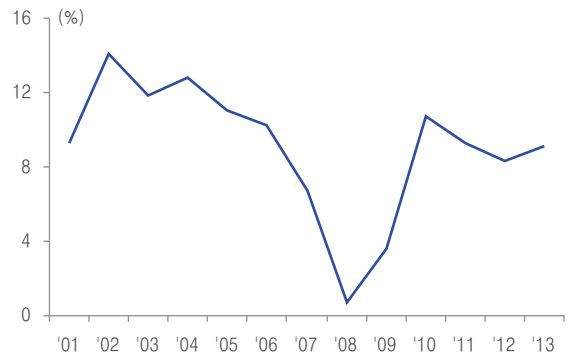
Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 38 파워트레인 부품회사 매출액, 영업이익률 추이



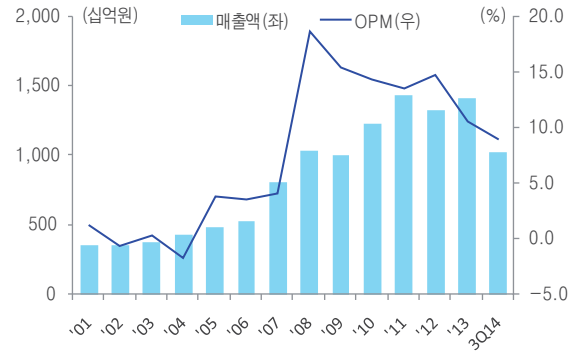
Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 39 파워트레인 부품회사 ROE 추이



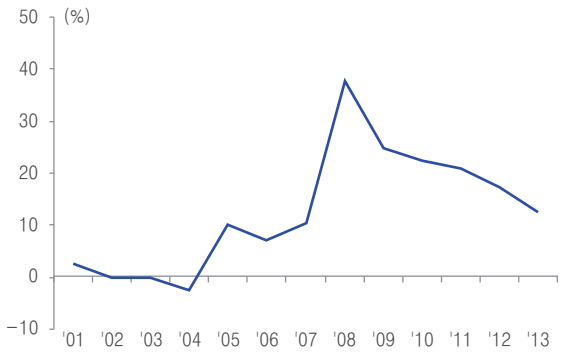
Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 40 축전지 부품회사 매출액, 영업이익률 추이



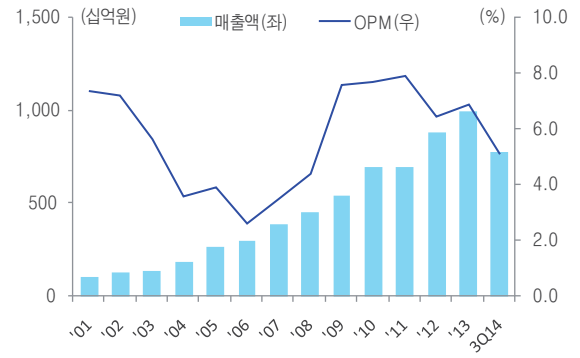
Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 41 축전지 부품회사 ROE 추이



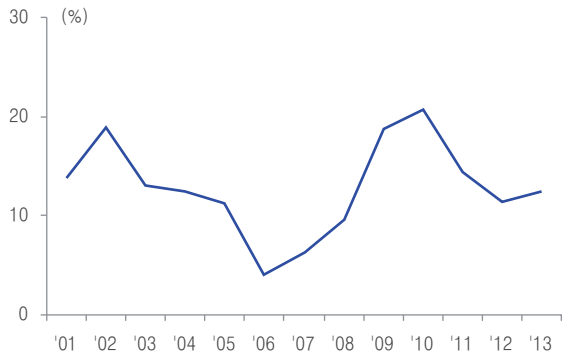
Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 42 도어/래치 부품회사 매출액, 영업이익률 추이



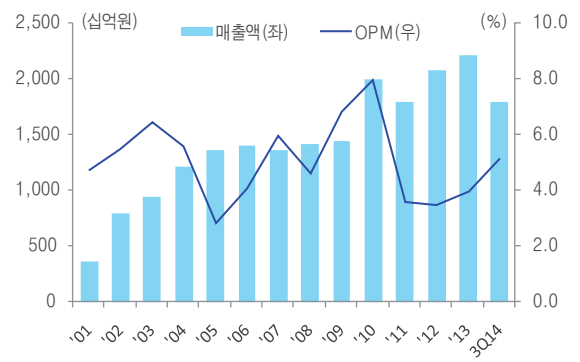
Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 43 도어/래치 부품회사 ROE 추이



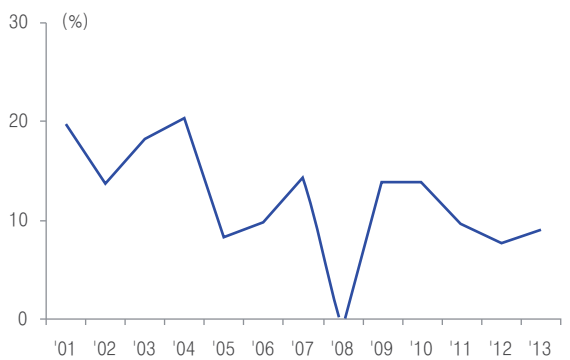
Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 44 램프/전장/샤시 부품회사 매출액, 영업이익률 추이



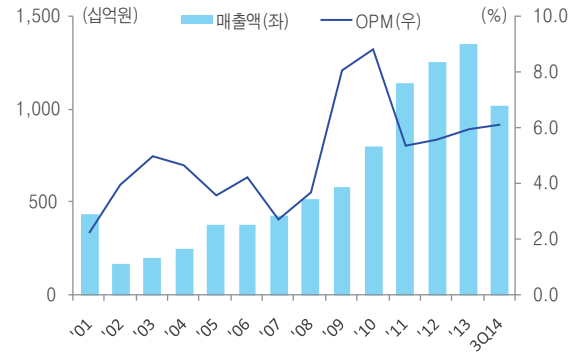
Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 45 램프/전장/샤시 부품회사 ROE 추이



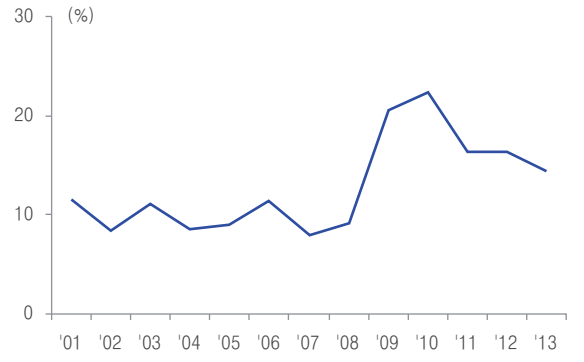
Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 46 배기관련 부품회사 매출액, 영업이익률 추이



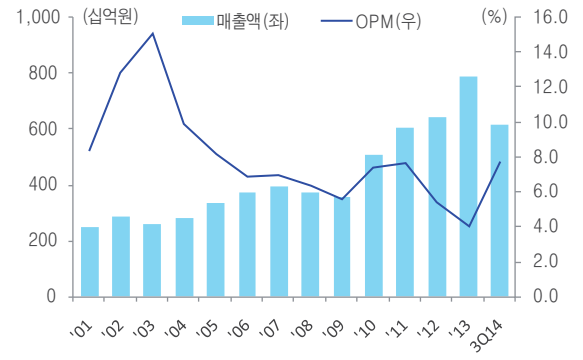
Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 47 배기관련 부품회사 ROE 추이



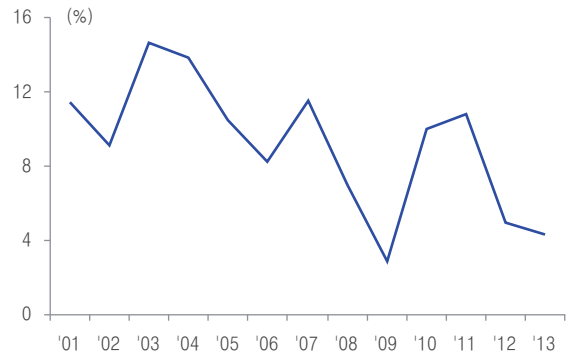
Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 48 단자/하네스 부품회사 매출액, 영업이익률 추이



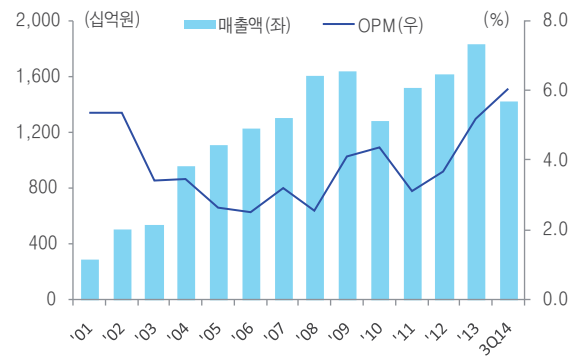
Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 49 단자/하네스 부품회사 ROE 추이



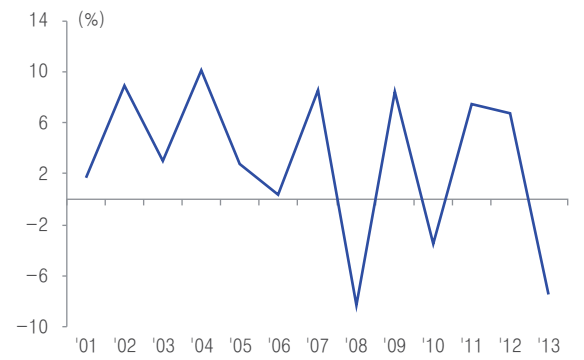
Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 50 튜브/호스 부품회사 매출액, 영업이익률 추이



Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 51 튜브/호스 ROE 추이



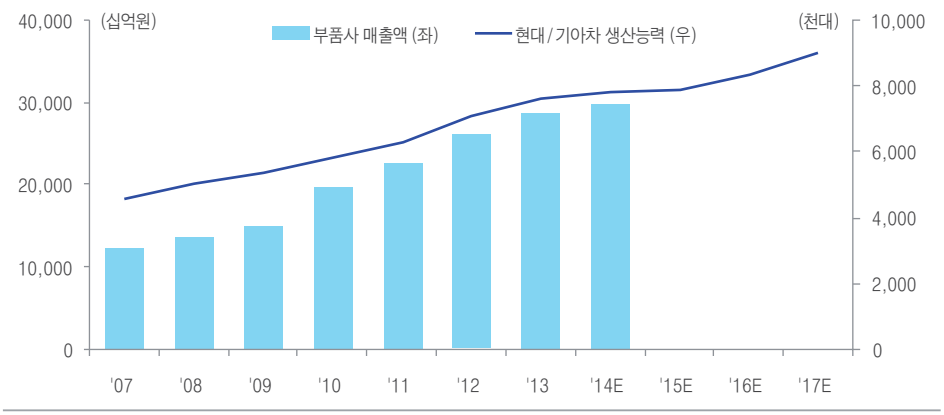
Source: 각 사, KTB투자증권

II-3. 부품회사의 매출 성장성은 최소 2017년까지 지속될 전망이나...

현대/기아차는 글로벌 생산능력을 중장기 1,000만대까지 확대한다는 비젼을 제시하고 있다. 이는 2014년 전체 생산대수 801만대 대비 약 200만대 증가한 수치로 25%의 성장을 의미한다. 향후 현대/기아차 capa. 확장의 핵심은 중국이 될 전망인데, 현재까지 발표된 현대/기아차의 중국 공장 증설 계획에 따르면 2017년까지 현대/기아차의 중국 생산능력은 265만대로 2014년 대비 51% 확대될 것으로 보인다. 현재 중국에는 현대/기아차 북경공장과 염성공장을 주변으로 약 100개의 한국 부품 협력사들이 동반진출 해 있어 향후 현대/기아차 capa. 확대에 따른 매출액 성장성은 최소 2017년까지 담보될 것으로 보인다. 한편, 중국은 수익성 측면에서도 부품사들에게 가장 좋은 지역이다. 따라서 이론적으로 중국 매출 비중이 증가한다면 부품사들의 연결 이익률은 개선되는 모습을 나타내야 한다.

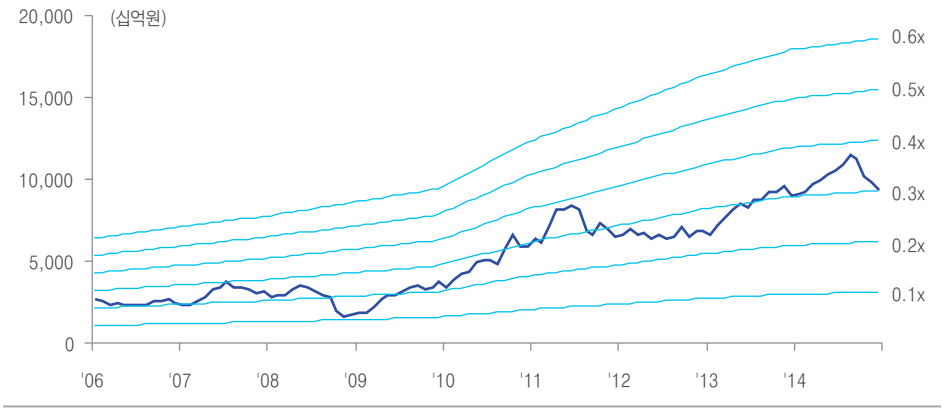
담보된 매출액 성장성과 이론적인 수익성 개선 가능성에도 불구하고 부품회사들의 PSR은 여전히 과거 밴드인 0.15x~0.35x의 낮은 박스권을 형성하고 있다. 당사는 장기간 지속되어 온 부품회사들의 low valuation에 대한 근본적 이유를 1) 현대/기아차에 편중된 공급구조, 2) 이에 따른 낮은 가격 협상력, 3) 환율에 취약한 손익 구조로 판단하고 있다. **결론적으로 과거처럼 단순히 현대/기아차의 capa. 확장에 의존한 부품사들의 '성장모형' 은 향후에도 valuation re-rating 요인으로 작용하지 못할 가능성이 크다고 판단된다.**

Figure 52 현대/기아차 생산능력 추이 및 전망 vs. 국내 중소 부품사 연결 매출액



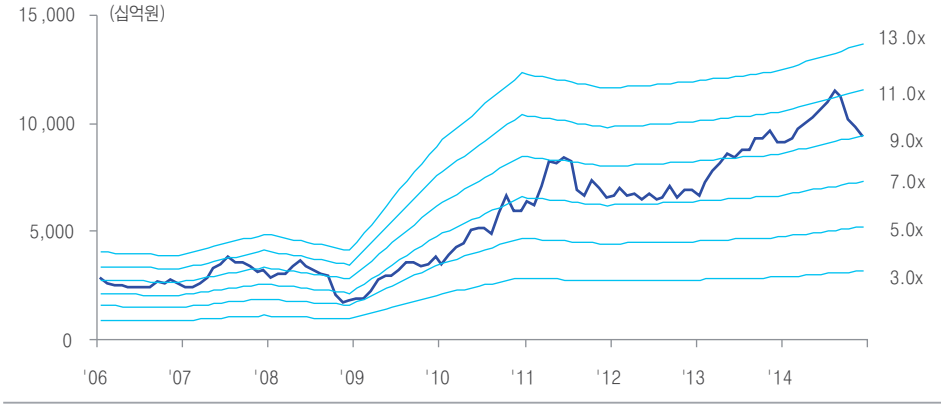
Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 53 부품사 합산 PSR 밴드



Source: 각 사, Dataguide, KTB투자증권

Figure 54 부품사 합산 PER 밴드



Source: 각 사, Dataguide, KTB투자증권

III. 과거와는 다른 성장모형이 요구되는 시점

III-1. 상승하는 완성차의 대당 원가

2014년 4월 당사에서 발간한 in-depth 보고서 "3가지 패러다임에 투자할 때"에서 당사는 완성차 업체들의 대당 원가가 지속적으로 상승흐름을(적어도 Auto CPI 이상의) 나타낼 것으로 전망한 바 있다. 글로벌 자동차 수요 성장률은 2014년부터 3%~4% 수준으로 과거 장기 시계열 평균에 회귀한 상황이며 2015년에도 3~4% 내외의 성장이 예상되고 있다. 완성차 업체들이 충분한 체력을 비축한 가운데 맞이하게 되는 자동차 수요 성장률 둔화는 산업 내 경쟁심화를 뜻하게 되는데, 주요 업체들의 전략을 살펴보면, 제품력 향상을 위한 R&D 투자 확대, 원가절감을 위한 Architecture(플랫폼) 혁신이 가장 초점을 이루는 것으로 판단된다.

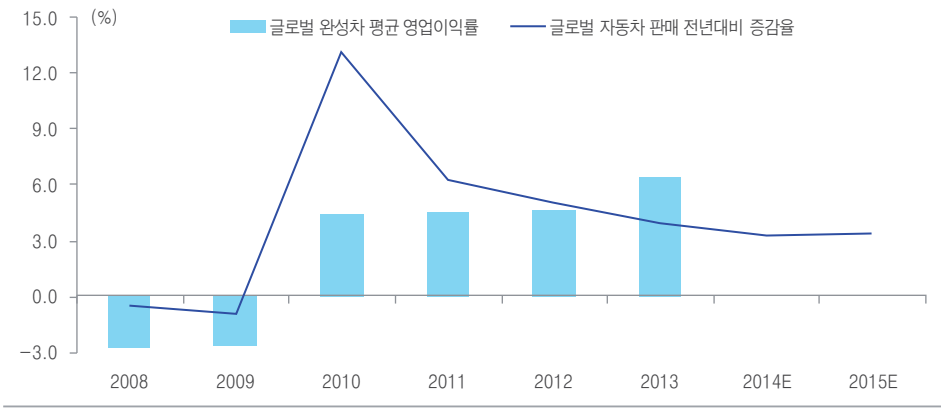
글로벌 완성차 업체들의 R&D 투자 확대에는 다음과 같은 이유가 존재한다.

1) 구조적 공급과잉 산업 내 증설보다는 제품력 향상을 통한 지속 가능한 성장 모색
2) 주요 국가별 환경, 연비, 안전 규제에 충족할 수 있는 제품 개발의 필요성
3) 소비자들의 제품 구매에 있어 연비에 대한 중요도 상승
4) ADAS(Advanced Driver Assistance System) 등 운전자 편의 및 안전 장비에 대한 소비자 관심과 선호도 증대. 궁극적으로 무인차 시장까지의 준비를 위한 기술개발 필요
5) 이종산업(IT/SW 업체)에서의 잠재적 시장 진입 등

완성차 업체간 기술 경쟁심화는 소비자들의 자동차 구매에 있어 연비/안전/환경에 대한 영향력 증가 및 주요 국가에서의 규제강화에서 촉발된다. 이는 지속적으로 자동차 내 고부가 제품 장착률 증가로 이어져 완성차 업체들의 대당 원가 상승 요인으로 작용할 전망이다. 이에 대응하기 위해 완성차 업체는 플랫폼 통합, 부품 공용화, 핵심부품 내재화를 통해 원가절감을 이루고자 노력해야 하는데 이는 원가 상승분에 대한 가격 전가가 어렵기 때문이다. 미국의 CPI(New Vehicle) - CPI(All)가 지속적으로 마이너스권에 머물고 있는 것이 이를 증명한다.

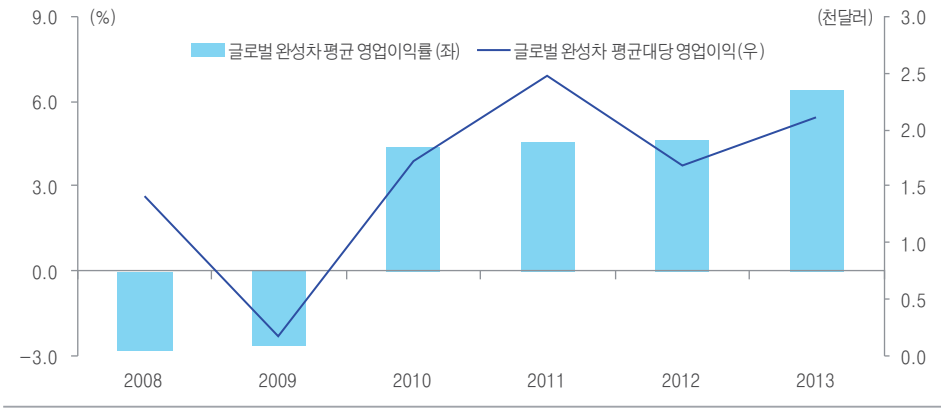
이러한 변화 속에서 부품업체들은 지속적인 제품 고부가가치화를 통해 가격 협상력을 높여나가야 할 것이다. 완성차 업체들은 고부가 제품 장착 비중을 늘려나가는 과정에서 범용(conventional) 부품에 대해서는 지속적인 원가절감에 초점을 맞출 전망이다. 이는 완성차 업체들의 플랫폼 통합 과정에서 규모의 경제 실현을 통한 대당 부품가격 인하가 핵심 전략이 될 것으로 판단된다. 완성차 업체들의 플랫폼 통합과 부품 모듈화 및 공용화 비중 증가로 부품업체는 모듈 또는 시스템 단위의 대량 공급을 통한 납품 비중이 확대될 수 밖에 없고 이는 대형 부품업체의 공급 주도권 강화로 이어질 가능성이 높다. 모듈과 시스템 단위의 대량공급을 위해서는 1) 규모의 경제, 2) 우수한 모듈 설계 능력, 3) 원재료의 대량구매를 통한 원가 경쟁력이 필수적이기 때문에 이는 소수의 대형 부품업체들에게 수주가 집중되는 구조를 강화시킬 것으로 예상된다.

Figure 55 글로벌 자동차 수요 회복에 기반한 완성차 업체들의 영업이익률 상승



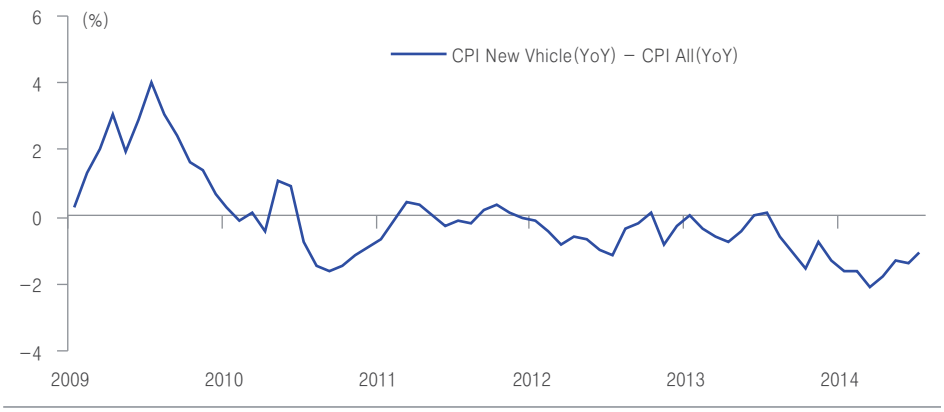
Source: LMC, KARI, 각 사 Annual Report, KTB투자증권

Figure 56 그러나 대당 영업이익은 정체된 흐름



Source: LMC, KARI, 각 사 Annual Report, KTB투자증권

Figure 57 미국 CPI (new vehicles) YoY 증가율 – 미국 CPI Index YoY 증가율



Source: Bloomberg, KTB투자증권

III-2. 현대/기아차의 대당 원가 상승 속도는 더 빠를 수도...

현대/기아차 역시 경쟁사와의 제품 차별화를 위해 스마트카(전장화), 친환경차 개발 속도를 높여나갈 전망이다. 2015년부터 현대/기아차는 본격적으로 투자가 확대되기 시작하는 해이며, 현대차의 경우 2015년 한전부지 매입액을 제외한 Capex(PP&E)+R&D 비용은 약 6조원으로 전년대비 15%의 증가가 예상되고, 기아차는 약 4조원의 투자가 예상된다. 양사의 투자를 살펴봤을 때 현대차의 경우 투자금액 중 약 70%는 R&D와 브랜드(GBC 건설) 투자이며 유형자산 투자는 지분법 대상인 중국 4, 5공장이 높은 비중을 차지할 것으로 예상된다. 결론적으로 단기적인 매출 성장으로 이어질 수 있는 투자는 제한적인 반면 장기적 관점에서 회수를 기대해야 하는 무형자산 성격의 투자가 많아 대당 원가는 상승 압력은 지속적으로 높아질 것으로 판단된다.

기아차의 경우 2015년 멕시코 공장 투자금액 6,600억원을 제외하면 현대차와 마찬가지로 투자비 증가의 가장 큰 비중은 R&D가 차지할 것으로 전망된다. 폭스바겐은 2019년까지 약 117.5조원을 투자하겠다고 발표하였으며 도요타는 올해 R&D투자액을 연초 목표액보다 증가한 약 9조1800억원으로 상향 조정했다. 이렇듯 경쟁사들이 공격적으로 투자확대에 나서고 있어 현대차그룹 또한 제품 경쟁력을 유지하기 위해 지속적으로 투자를 늘릴 수 밖에 없는 상황이다. 현대차의 경우 매출액 대비 R&D 비용이 2.1%, 기아차는 2.6%로 경쟁사인 도요타 3.5%, 폭스바겐 6.0%보다 여전히 낮다.

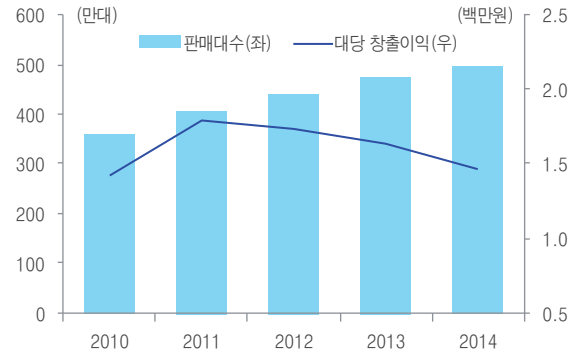
최근 급변하고 있는 주요국 환율 역시 현대/기아차의 수익성 악화의 주요 원인으로 작용하고 있다. 원/달러와 원/위안화 환율은 비교적 양호한 모습을 나타내고 있으나 1Q15 기준 원/유로 평균 환율은 YoY -11%, 원/루블 환율은 YoY -45%, 원/헤알 환율은 YoY -10%의 하락세를 시현하고 있는 상황이다. 현대차 전체 수출 중 유럽+CIS 비중은 9%, 기아차는 17%이다. 연간 유럽 수출 매출액이 각각 2.3조, 4.0조원으로 추정되는 가운데 원/유로 환율 10% 하락시 양사가 갖게 되는 매출액 exposure는 6,270억원 수준이다.

Figure 58 현대차그룹 투자계획 개요 (단위: 조원)

	R&D	시설	합계
부문			
완성차	27.1	24.5	51.6
부품사	3.9	13.4	17.3
철강사	0.36	6.4	6.7
기타사	0.3	4.8	5.1
합계	31.6	49.1	80.7
지역별			
국내	26.8	34.4	61.2
국외	4.8	14.7	19.5
합계	31.6	49.1	80.7

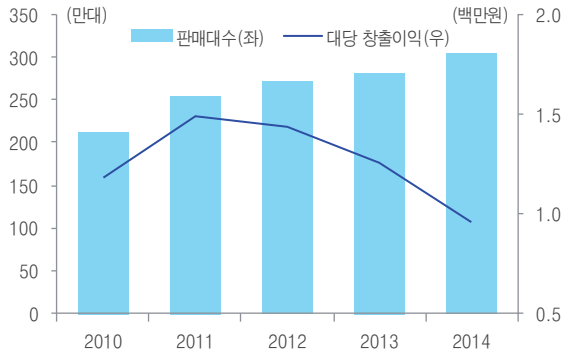
Source: 현대차그룹, KTB투자증권

Figure 59 현대차 판매대수와 대당 창출이익



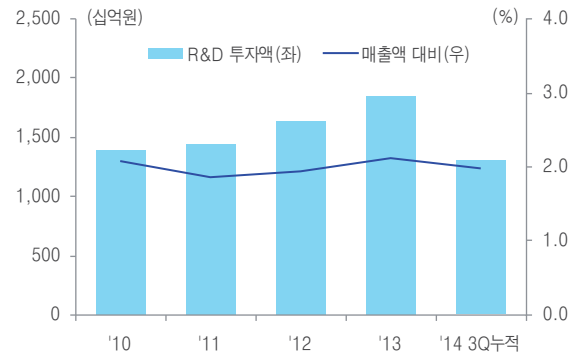
Source: 현대차, KTB투자증권
Note: 자동차부문 영업이익+중국법인 지분법이익으로 계산

Figure 60 기아차 판매대수와 대당 창출이익



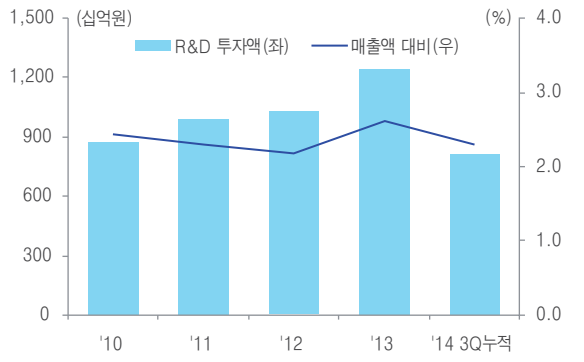
Source: 기아차, KTB투자증권
Note: 자동차부문 영업이익+중국법인 지분법이익으로 계산

Figure 61 현대차 매출액 대비 R&D 추이



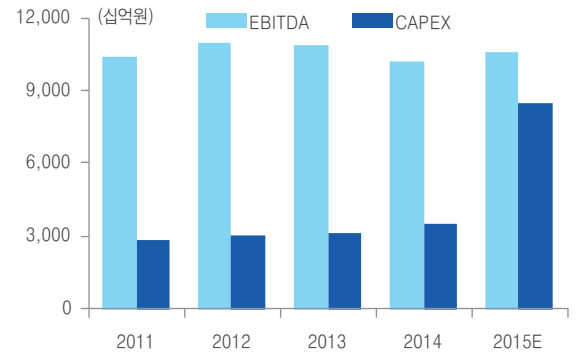
Source: 현대차, KTB투자증권

Figure 62 기아차 R&D 투자액 vs 매출액 대비



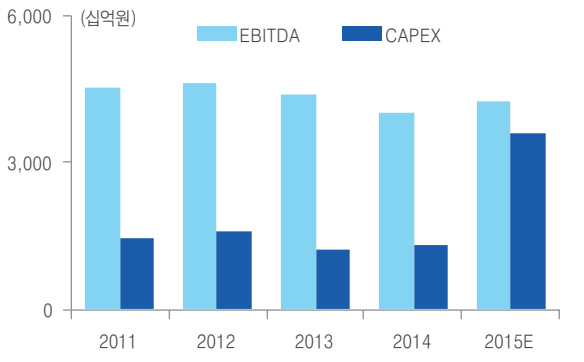
Source: 기아차, KTB투자증권

Figure 63 현대차 연결 EBITDA, CAPEX(PP&E) 추이



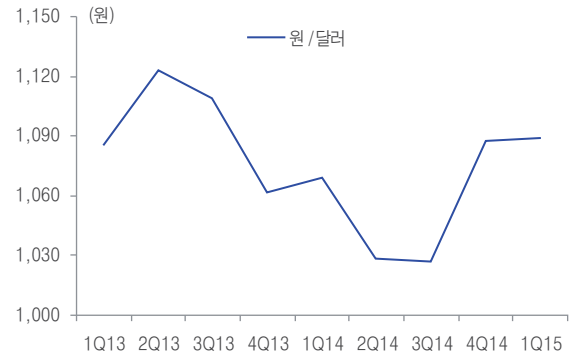
Source: 현대차, KTB투자증권

Figure 64 기아차 연결 EBITDA, CAPEX(PP&E) 추이



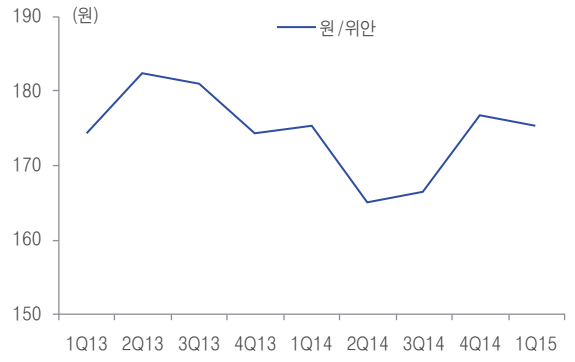
Source: 기아차, KTB투자증권

Figure 65 원/달러 분기 평균 환율



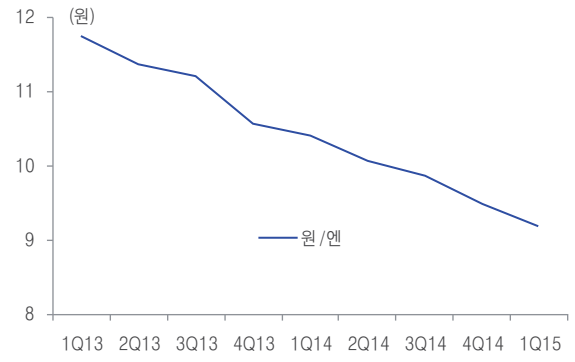
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 66 원/위안 분기 평균 환율



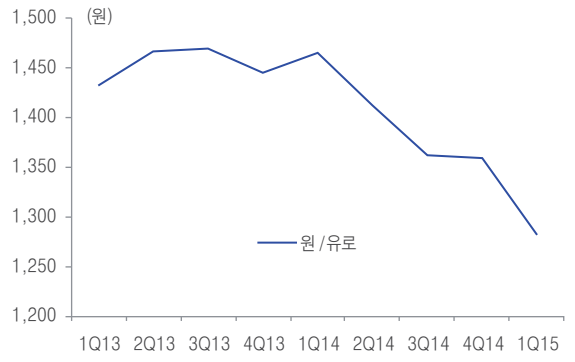
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 67 원/엔 분기 평균 환율



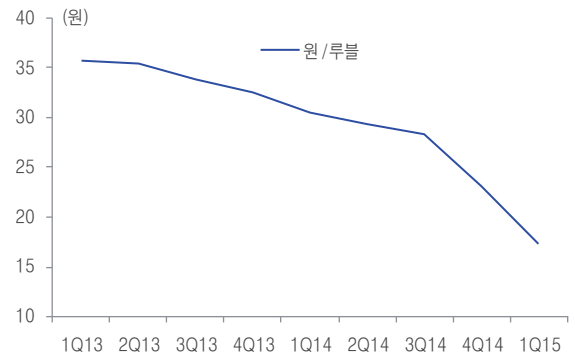
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 68 원/유로 분기 평균 환율



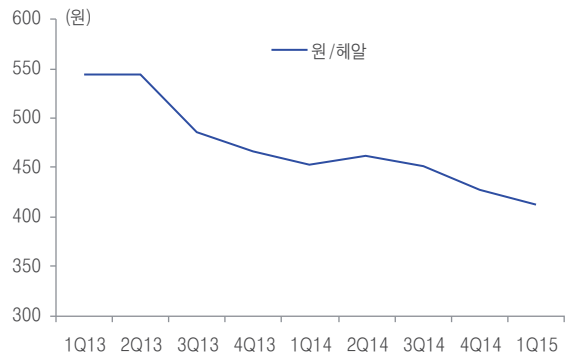
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 69 원/루블 분기 평균 환율



Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 70 원/헤알 분기 평균 환율



Source: Bloomberg, KTB투자증권

III-3. 부품사 Valuation re-rating을 위한 조건들

1. 제품 고부가가치화가 필요

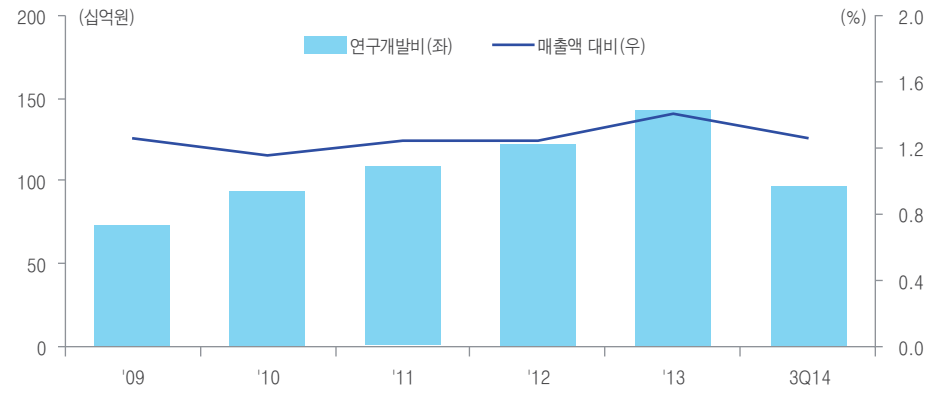
- 완성차는 고부가 제품 장착 비중 확대로 원가 상승 압력, 반대로 범용 제품은 단가인하 압력
- 중소 부품사들도 제품의 고부가가치화가 요구 → R&D 비용 확대가 필요
- 중국 부품사, 여전히 큰 기술격차, 그러나 이들의 M&A 활동은 큰 잠재 위협요인

자동차 부품 산업 내에서 고성장이 전망되는 부품군은 단연 내연기관 연비개선(엔진 다운사이징, 터보차져, 다단화, DCT 등), 전장화, 친환경 관련 부품일 것이다. 그러나 해당 제품에 대한 완제품 개발 및 생산 능력을 보유하기 위해서는 막대한 R&D 투자가 필요하며, 중소 부품사들의 경우 대부분 해당 부품에 대한 2차 또는 3차 벤더로 '부품 내 부품'을 공급하는 형태로 신제품에 대한 매출을 창출하고 있다. 여기서 염두에 둬야 할 것은 신제품이 자동차에 탑재되어도 해당 제품을 구성하는 부품 중 변화가 없거나 변화가 적은 부품을 공급한다면 해당 부품사의 수익성은 크게 개선되지 못한다는 것이다. 하나의 예로 현대차그룹이 6단 자동변속기 장착비중을 크게 확대한 2008년~2013년의 사례를 살펴보면 해당 변속기에 부품을 공급했던 A社의 경우 영업이익률이 '10년 4.0%(109억원), '11년 2.2%(80억원), '12년 3.0%(126억원), '13년 5.7%(298억원), '14년 3Q 1.7%(21억원, 분기 누적 219억원)로 수익성은 2013년에 큰 폭으로 개선 되었으나 1년 만에 다시 하락 반전하였다. 동사가 자동변속기 부품 capa를 확대하는 과정에서 차입금은 2010년 기초 1,140억원에서 2014년 3분기말 기준 2,350억원으로 약 2배 증가한 점을 감안하면 투자비 대비 회수가 매우 더디게 나타나고 있는 셈이다.

한편, 중소 부품사 중 현대/기아차로 도어모듈/래치를 공급하는 평화정공의 경우 Active Hood Lift, Power Trunk System 등으로 제품 포트폴리오를 다각화하고 있다. 독일 Edscha와의 JV 설립을 통해 관련 기술 수수료가 발생되고 있으나 전장화라는 산업 트렌드에서 새로운 성장 동력을 발굴한 것은 분명 긍정적 요소이다. 아직 매출액은 미미하지만 중장기 각 국가별 시행되고 있는 NCAP 규정 강화에 따른 수혜를 예상해 볼 수 있다. 단기적으로는 현대/기아차로의 신제품 공급을 통해 track record를 쌓아나가고, 장기적으로 타 완성차(OEM)까지 해당 부품을 공급을 하게 된다면 valuation re-rating 요인으로도 작용할 수 있을 전망이다.

국내 자동차 부품사의 제품 고부가가치화가 요구되는 또 다른 이유는 중국 부품사들의 M&A 활동이 꾸준히 증가하고 있기 때문이다. 자동차 산업은 안전과 관련된 규제, 리콜 발생 시 소요되는 막대한 자금 때문에 상대적으로 진입장벽이 높아 중국 기업들이 자체 R&D를 통해 기술력을 올리는 것은 오랜 시간이 소요된다. 그러나 중국 부품사들은 자국 시장의 자동차 수요 증가에 힘입어 과거와는 비교하기 어려울 정도의 현금보유량을 확보하게 되었으며, 이를 활용한 M&A 활동을 지속하고 있다. 중국에서 차체를 생산하는 Minth의 경우 지난 5년간 매출액이 연평균 21.3% 성장하였으며, 현금 보유량 역시 3,774mn RMB에 달하고 있다.

Figure 71 주요 10개 부품사 R&D 투자금액 추이



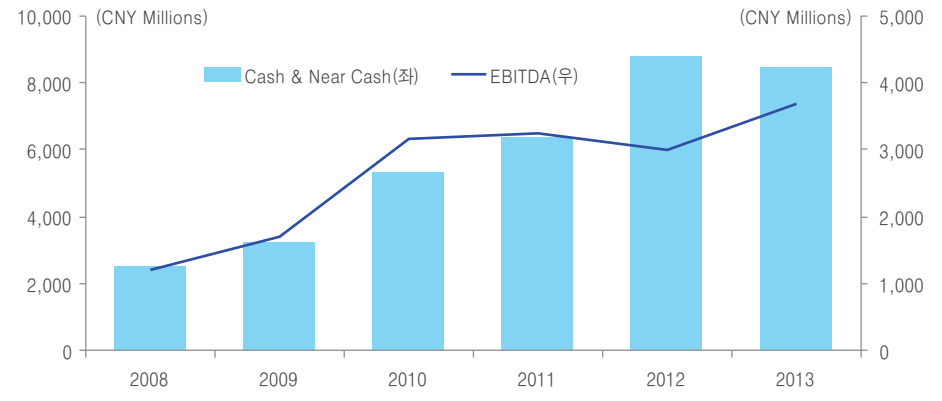
Source: 각 사, Dataguide, KTB투자증권

Figure 72 중국 부품사들의 M&A 개요

인수업체	피인수업체	분야	인수년도
Ningbo Huaxiang	HIB Trim Parts	실내 장식	2013
Consortium of Chinese Investors	iee	안전분야 센서	2013
Wangxiang Group	A123	자동차 베터리 기술	2013
Bohong	Wescast Industries	금속주조 (주제품: 배기통로)	2012
Hebei Lingyun Industrial	Kiekert	액츄에이터	2012
Citic	KSM Castings	경금속 주조	2011
Ningbo Huaxiang	Sellner	실내 장식	2011
Joyson Holdings	Preh	전장/스위치	2011
BHAP	Inalfa	지붕 시스템	2011
CQLT	Saargummi	고무 마감재	2011

Source: Roland Berger, KTB투자증권

Figure 73 중국 주요 상장 부품사 현금 보유액, EBITDA 추이



Source: Bloomberg, KTB투자증권

2. 고객사 다변화 – 과거보다 필요성 더욱 확대 예상

- 글로벌 1,000만대까지의 Capa 증설 시점까지 부품사의 매출 성장성은 지속될 전망이나,
- 여기에만 의존한 성장모형은 전방 고객사의 capa. 성장이 둔화되는 시점에서 한계에 이를 전망
- 현대차그룹의 장기 전략은 지속적인 양적 성장보다 제품 경쟁력(브랜드, 고성능 모델 출시, 친환경) 강화에 더 초점이 맞춰져 있다고 판단.

앞서 언급한 바와 같이 현대/기아차의 글로벌 자동차 생산능력은 중장기 1,000만대까지 확대될 것으로 전망되기 때문에 부품사들 또한 해외 현지 동반진출을 통해 성장성을 공유할 전망이다. 그러나 조금 더 장기적인 시각에서는 현대/기아차의 생산 증가율은 둔화될 수 밖에 없을 전망이다. 결론적으로 현대/기아차 capa. 성장에 의존한 부품사들의 외형 성장은 현대/기아차 생산능력이 약 900만대에 이를 것으로 전망되는 2017년부터 빠르게 둔화될 것으로 예상된다. 부품사들의 경우 현재까지는 경상/비경상적 단가인하를 물량 증가(Q)에 따른 영업 레버리지로 일정부분 만회해 왔으나, 외형 성장이 둔화되는 시점에서는 공급 제품에 대한 가격 협상력이 없을 경우 수익성 방어가 과거보다 쉽지 않을 것이다. 결국 이를 방어하기 위해서는 현대/기아차의 organic 성장 외 타 완성차 업체로의 수주 확대를 통한 글로벌 M/S 증가를 시현해야 한다.

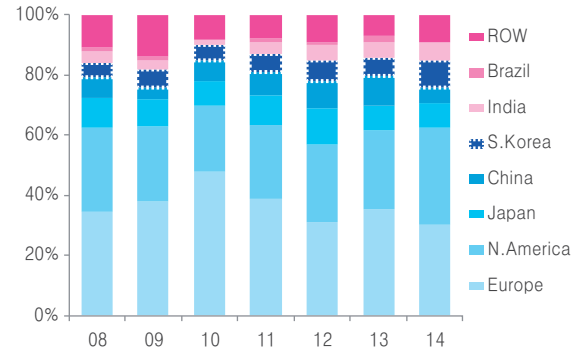
3. 국내 부품사들도 M&A를 기회 삼아야

- 45개 부품사 합산 기준 순차입금비율 34%
- 한국을 제외한 해외 부품사들은 활발한 M&A 활동 지속
- 현대/기아차 납품 부품사들은 높은 신용도 보유. 저금리 환경을 활용해 원천기술과 신규 고객사 확보를 위한 해외 M&A가 필요

글로벌 자동차부품 산업 내 M&A 건수는 2014년 상반기 기준 117건으로 2013년 상반기 대비 17%의 성장률을 나타냈다. 부품업종 내 M&A 거래 건수는 2010년 상반기 150건으로 peak를 형성한 뒤 완만한 하락세를 나타내고 있으나 거래금액으로는 2010년 상반기 us$1.6bn에서 2014년 상반기 $10.1bn으로 약 8배의 성장세를 나타냈다. 지난 12개월간 이루어진 자동차 부품 M&A 거래 중 46%는 파워트레인과 섀시 관련 분야로 가장 높은 비중을 차지하였는데, PWC는 파워트레인 시스템과 섀시 분야의 M&A 거래건수가 지속적으로 높게 유지되는 이유는 주요 국가에서 강화되는 연비/탄소 규제에 대응하기 위한 기술확보, 신성장 동력 발굴 필요성이 확대되고 있기 때문으로 해석하고 있다.

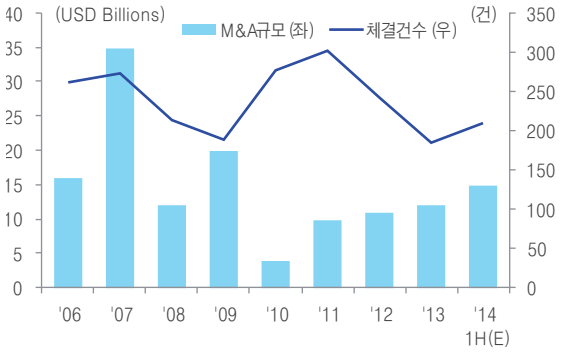
2013년 자동차 부문 M&A 거래에서 한국이 차지한 비중은 6%이다. 한라비스테온공조이 모회사 Visteon의 공조사업부문을 인수 한 것 외에 1,000억원 이상의 M&A 거래는 없었던 것으로 파악된다. 국내 45개 상장 부품회사를 기준으로 봤을 때 평균 순차입금비율은 34%이며, 현대/기아차와의 거래관계에 따라 대부분의 부품사들은 높은 신용도를 보유하고 있다. 자체 R&D와 영업인력을 통한 원천기술 및 신규 고객처 확보보다 저금리 환경을 활용한 해외 기업 M&A도 대안이 될 수 있다는 판단이다.

Figure 74 자동차 부품산업 내 M&A 국가별 비중



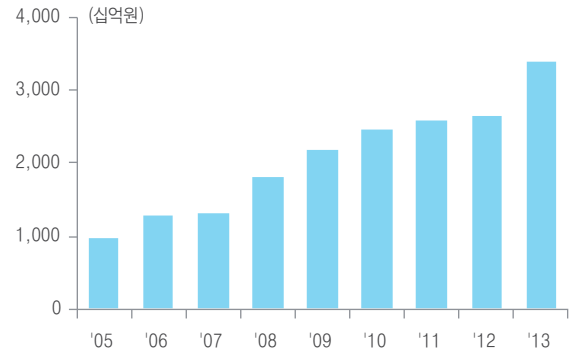
Source: PWC, KTB투자증권

Figure 75 자동차 부품 M&A 거래건수 및 거래규모



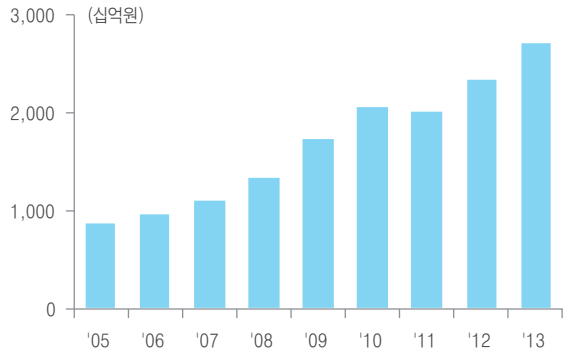
Source: PWC, KTB투자증권

Figure 76 45개 주요 자동차 부품사 현금 보유량 추이



Source: 각 사, Dataguide, KTB투자증권

Figure 77 45개 주요 자동차 부품사 EBITDA 추이



Source: 각 사, Dataguide, KTB투자증권

IV. 결론 및 투자 아이디어

국내 중소 부품사들의 외형 고성장은 현대/기아차의 capa. 확대에 따라 향후 3년 이상 지속될 것으로 전망된다. 현재까지 국내 부품사들은 완성차들의 경상/비경상 단가인하(CR)를 외형 성장에 따른 영업 레버리지, 중국 이익 확대를 통해 극복해 왔으나, 현대/기아차 물량 성장이 둔화되는 2017년 이후부터는 수익성 방어가 과거보다 어려워질 것이다. 결론적으로 수익성이 동반되지 못하는 외형 성장만으로는 부품사들의 low valuation 탈피가 어려울 것으로 예상되며, 부품사들의 valuation re-rating 조건은 1) R&D를 통한 제품의 고부가가치화, 2) 지속적인 고객사 다변화 확대, 3) M&A를 통한 신성장 동력 확보로 판단된다.

단기적으로 중소 부품사들의 실적은 1) 주요국 환율에 대한 exposure 정도, 2) 가격 협상력 보유 여부, 3) 원재료 하락에 대한 spread 수혜 여부에 따라 수익성이 양극화 될 것으로 전망되는데, 당사의 중소 부품 커버리지 2개사는 모두 긍정적 측면에서의 차별화 요인을 갖추고 있어 2015년에도 양호한 이익 성장을 시현할 것으로 예상된다.

한국단자에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 82,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2015년 예상 EPS에 Target PER 14.8배를 적용해 산출하였다. Target PER 14.8배는 글로벌 커넥터 기업들의 12M Fwd 평균 PER 18.5배에 20%의 할인을 적용한 것이다.
한국단자는 자동차용 커넥터를 생산하는 업체로 국내 차량용 커넥터 시장은 동사와 Tyco AMP가 점유율을 양분하고 있다. 차량용 커넥터 시장은 자동차의 전장화와 친환경차 모델 확대 추세에 힘입어 2018년까지 CAGR 12%의 성장이 전망되고 있으며 커넥터 시장 1위 업체인 TE Connectivity(Tyco AMP 모회사)의 PER은 16배 내외에서 거래되고 있다. TE Connectivity는 차량용 커넥터 외 IT/통신/에너지/방산/ 의료기기 분야로 매출처가 다각화되어 있으며 한국단자 또한 높은 기술력을 기반으로 자동차에서 타 전방산업으로 매출처를 확대해 나가고 있다.

새론오토모티브에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 16,000원을 유지한다. 새론오토모티브는 브레이크 패드 생산업체로 공급구조가 과점화되어 있고, 러시아, 브라질, 유럽 매출 비중이 없으며 오히려 원/엔 환율 하락에 따라 GPM은 추가적으로 확대될 여지가 크다. 참고로, 새론오토모티브는 원재료비의 약 25%를 엔화로 매입하고 있으며, 엔화약세에 따라 GP margin은 지난 3년간 5.2%pt 확대되었다. 또한 동사의 높은 배당성향(3년 평균 29.4%), 다변화된 매출구조(중국 매출비중 현대/기아차 31%, VW 52%), 매년 200억원 이상의 FCF 창출능력은 여전히 동사의 매력적인 투자 포인트다.

V. Appendix (조사대상 부품사 리스트)

Figure 78 조사 대상 부품사 리스트 I (단위: 십억원, %)

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	3Q14
성우하이텍	시가총액	186	94	375	546	693	585	770	732
	매출액	823	1,122	1,384	2,221	2,584	3,011	3,106	2,431
	영업이익	47	101	144	174	174	200	213	152
	지배주주순이익	33	41	96	119	51	134	131	110
	지배주주 자본총계	197	262	350	467	651	760	825	916
일지테크	시가총액	21	10	16	34	30	47	127	155
	매출액	39	38	41	65	81	135	206	172
	영업이익	2	1	3	7	5	9	13	22
	지배주주순이익	2	0	4	7	5	8	11	19
	지배주주 자본총계	36	35	40	47	56	62	76	94
화신	시가총액	84	37	108	402	438	351	398	238
	매출액	655	821	1,073	1,413	1,490	1,626	1,484	977
	영업이익	19	19	71	96	71	99	66	45
	지배주주순이익	16	7	43	73	35	24	1	50
	지배주주 자본총계	115	132	167	244	336	340	333	378
엠에스오토텍	시가총액	20	27	38	49	54	70	41	86
	매출액	129	169	183	175	316	705	677	589
	영업이익	7	6	19	16	23	4	43	19
	지배주주순이익	1	−3	11	9	1	−30	−20	−6
	지배주주 자본총계	20	27	38	61	67	34	23	17
세종공업	시가총액	99	61	131	245	232	238	305	266
	매출액	430	517	583	616	938	1,018	1,094	814
	영업이익	12	19	47	54	47	52	57	45
	지배주주순이익	12	14	38	47	42	45	46	36
	지배주주 자본총계	158	157	188	232	275	309	352	391
세원물산	시가총액	62	24	48	62	43	51	52	65
	매출액	89	82	81	95	96	102	88	62
	영업이익	15	12	11	9	5	−1	−6	−5
	지배주주순이익	13	1	25	9	9	13	3	−4
	지배주주 자본총계	72	73	97	106	139	160	165	163
세원정공	시가총액	43	30	63	116	118	173	262	264
	매출액	173	213	431	268	308	395	365	277
	영업이익	20	16	49	39	63	71	65	52
	지배주주순이익	15	15	43	30	50	56	46	36
	지배주주 자본총계	92	112	152	178	253	318	345	340
에코플라스틱	시가총액	40	23	44	54	43	39	39	57
	매출액	353	364	354	450	724	832	968	771
	영업이익	4	3	6	5	8	5	8	8
	지배주주순이익	6	4	5	5	15	3	3	4
	지배주주 자본총계	70	73	77	82	104	105	110	117
S&T모티브	시가총액	431	102	347	367	358	338	393	627
	매출액	584	539	453	680	910	905	960	809
	영업이익	54	38	20	48	35	34	52	49
	지배주주순이익	46	38	10	38	40	22	34	46
	지배주주 자본총계	190	365	359	411	437	450	524	556

Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 79 조사 대상 부품사 리스트 II (단위: 십억원, %)

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	3Q14
한국단자	시가총액	250	114	191	208	229	303	432	644
	매출액	257	251	253	363	459	483	566	449
	영업이익	20	15	15	28	43	47	53	54
	지배주주순이익	28	16	13	27	37	30	43	45
	지배주주 자본총계	237	225	252	269	360	396	438	486
유라테크	시가총액	21	11	44	37	38	49	71	95
	매출액	55	60	75	86	105	143	162	126
	영업이익	3	1	3	1	2	11	9	9
	지배주주순이익	2	2	3	4	5	12	14	11
	지배주주 자본총계	26	33	37	42	48	59	71	79
티에이치엔	시가총액	27	10	16	30	25	34	25	23
	매출액	136	119	103	143	146	163	225	165
	영업이익	7	9	5	9	4	-12	-21	-7
	지배주주순이익	3	2	-5	3	8	-8	-23	-8
	지배주주 자본총계	30	30	30	34	50	38	20	8
경창산업	시가총액	40	13	35	94	63	82	165	152
	매출액	147	142	176	274	357	423	527	407
	영업이익	2	-8	2	11	8	13	30	22
	지배주주순이익	0	-6	3	11	6	11	26	19
	지배주주 자본총계	42	52	53	69	69	83	97	113
디아이씨	시가총액	87	43	70	140	154	95	94	101
	매출액	262	251	318	422	519	505	504	378
	영업이익	12	6	-5	11	20	16	17	16
	지배주주순이익	10	4	-8	3	4	0	2	3
	지배주주 자본총계	96	112	98	102	142	137	143	144
삼기오토모티브	시가총액	0	13	19	27	22	76	110	127
	매출액	0	24	59	80	137	187	204	179
	영업이익	0	2	5	6	15	18	17	15
	지배주주순이익	0	0	2	3	12	11	12	10
	지배주주 자본총계	0	13	19	22	34	64	75	85
유니크	시가총액	19	13	30	51	48	48	85	85
	매출액	72	79	64	164	183	198	217	167
	영업이익	2	0	5	9	5	9	17	9
	지배주주순이익	2	-2	4	7	5	8	16	9
	지배주주 자본총계	24	26	35	42	45	52	65	73
평화정공	시가총액	69	44	167	316	330	331	450	360
	매출액	386	455	545	701	694	883	999	780
	영업이익	13	20	41	54	55	57	69	40
	지배주주순이익	7	13	31	41	44	38	47	29
	지배주주 자본총계	114	136	165	196	304	338	382	405
현대공업	시가총액	6	8	12	15	21	27	63	91
	매출액	63	56	57	58	63	107	154	128
	영업이익	2	3	2	3	4	9	16	13
	지배주주순이익	1	2	4	4	6	7	11	9
	지배주주 자본총계	6	8	12	15	21	27	57	64
대원강업	시가총액	136	105	122	267	299	535	463	361
	매출액	605	666	672	814	996	1,000	1,011	768
	영업이익	12	1	18	52	63	63	64	39
	지배주주순이익	10	7	6	36	36	42	32	10
	지배주주 자본총계	165	268	281	311	352	385	414	423

Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 80 조사 대상 부품사 리스트 III

(단위: 십억원, %)

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	3Q14
대원산업	시가총액	25	20	27	39	64	86	139	174
	매출액	282	229	296	352	565	647	671	516
	영업이익	0	-5	10	13	12	29	29	20
	지배주주순이익	4	0	7	12	11	25	29	19
	지배주주 자본총계	71	72	77	89	122	143	171	186
새론오토모티브	시가총액	116	59	76	103	81	109	174	208
	매출액	82	87	112	138	163	176	193	147
	영업이익	15	8	10	14	18	19	31	23
	지배주주순이익	18	17	9	11	14	11	21	16
	지배주주 자본총계	93	86	97	117	131	136	156	167
상신브레이크	시가총액	48	26	42	84	104	79	122	146
	매출액	144	163	172	213	256	286	305	246
	영업이익	8	8	8	14	12	19	26	17
	지배주주순이익	5	6	6	14	7	9	17	12
	지배주주 자본총계	56	64	66	78	80	81	96	104
KB오토시스	시가총액	34	19	130	82	55	50	49	44
	매출액	74	80	83	94	114	128	129	86
	영업이익	6	-1	5	4	2	7	8	4
	지배주주순이익	10	4	4	3	2	4	4	2
	지배주주 자본총계	36	44	52	54	54	56	59	59
코리아에프티	시가총액	0	0	0	27	27	76	146	152
	매출액	0	0	0	185	206	240	262	205
	영업이익	0	0	0	17	15	18	23	17
	지배주주순이익	0	0	0	12	9	17	17	12
	지배주주 자본총계	0	0	0	33	36	73	90	99
화승알앤에이	시가총액	77	33	52	183	90	71	97	200
	매출액	1,214	1,499	1,523	1,124	1,349	1,434	1,632	1,273
	영업이익	39	39	62	50	45	49	73	70
	지배주주순이익	12	-17	16	-11	25	11	-34	32
	지배주주 자본총계	130	135	159	225	237	237	195	226
현대EP	시가총액	72	37	157	116	170	153	203	247
	매출액	175	240	247	520	719	807	918	708
	영업이익	2	8	10	13	25	29	35	33
	지배주주순이익	6	8	9	11	14	19	22	23
	지배주주 자본총계	81	80	86	95	114	129	150	176
아트라스BX	시가총액	59	88	142	215	237	303	368	362
	매출액	309	408	373	438	475	475	487	342
	영업이익	3	83	60	69	60	72	62	40
	지배주주순이익	5	62	47	56	49	54	54	36
	지배주주 자본총계	55	114	157	209	257	302	353	382
세방전지	시가총액	93	214	354	459	615	660	767	559
	매출액	496	625	627	790	954	846	919	683
	영업이익	30	110	94	106	133	123	85	52
	지배주주순이익	19	75	70	79	105	98	70	38
	지배주주 자본총계	179	252	320	397	490	586	648	680
인지컨트롤스	시가총액	86	33	50	85	79	110	62	74
	매출액	431	476	509	770	504	560	547	432
	영업이익	17	7	10	16	13	19	10	8
	지배주주순이익	9	4	5	15	21	15	2	5
	지배주주 자본총계	89	108	110	124	174	185	187	188

Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 81 조사 대상 부품사 리스트 IV (단위: 십억원, %)

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	3Q14
지코	시가총액	32	13	27	27	18	16	16	14
	매출액	65	71	68	84	96	89	91	70
	영업이익	1	-1	1	-2	-3	-6	-2	-1
	지배주주순이익	1	-2	0	3	-1	-3	-2	-2
	지배주주 자본총계	26	24	24	27	21	19	18	16
모토닉	시가총액	287	197	280	284	235	417	360	452
	매출액	306	304	281	294	258	240	218	161
	영업이익	21	19	37	35	23	26	19	13
	지배주주순이익	25	25	42	40	25	26	19	14
	지배주주 자본총계	190	213	258	303	330	350	364	372
유성기업	시가총액	108	43	62	67	60	84	116	131
	매출액	184	183	186	252	280	299	284	230
	영업이익	7	3	-2	8	15	21	16	20
	지배주주순이익	13	6	-2	12	17	22	21	22
	지배주주 자본총계	151	156	152	165	189	203	231	251
코다코	시가총액	35	15	15	26	36	40	57	69
	매출액	82	82	67	148	187	210	225	176
	영업이익	4	1	-5	9	11	11	14	11
	지배주주순이익	2	-17	-13	1	2	4	5	2
	지배주주 자본총계	34	35	21	34	39	48	60	67
서연	시가총액	93	51	201	242	355	288	672	341
	매출액	879	950	1,075	1,322	1,373	2,168	2,956	1,738
	영업이익	18	33	81	74	63	95	201	121
	지배주주순이익	9	38	51	66	57	47	75	57
	지배주주 자본총계	105	157	197	258	355	414	542	240
한일이화	시가총액	0	0	0	0	0	0	0	364
	매출액	0	0	0	0	0	0	0	526
	영업이익	0	0	0	0	0	0	0	15
	지배주주순이익	0	0	0	0	0	0	0	11
	지배주주 자본총계	0	0	0	0	0	0	0	451
서진오토모티브	시가총액	0	0	0	41	41	49	44	60
	매출액	0	0	0	577	887	1,024	1,162	925
	영업이익	0	0	0	10	17	12	16	17
	지배주주순이익	0	0	0	9	11	4	6	8
	지배주주 자본총계	0	0	0	49	74	115	123	126
에스엘	시가총액	243	88	206	579	706	479	554	621
	매출액	775	869	984	1,304	873	1,162	1,242	980
	영업이익	26	26	78	109	30	37	35	43
	지배주주순이익	18	-44	86	82	56	58	73	67
	지배주주 자본총계	265	257	332	453	548	588	658	711
우리산업	시가총액	21	10	30	35	67	51	166	156
	매출액	103	118	100	146	201	243	290	236
	영업이익	1	1	3	5	9	13	18	17
	지배주주순이익	2	-7	1	4	6	6	12	11
	지배주주 자본총계	29	31	32	39	48	56	72	82
우수AMS	시가총액	20	7	13	18	19	21	28	32
	매출액	74	97	94	161	202	189	209	161
	영업이익	2	-1	-2	2	3	1	5	2
	지배주주순이익	2	-2	-2	2	1	-1	3	4
	지배주주 자본총계	18	24	21	23	27	25	26	30

Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 82 조사 대상 부품사 리스트 V

(단위: 십억원, %)

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	3Q14
한국프랜지	시가총액	91	40	65	91	76	75	73	100
	매출액	734	650	659	854	972	954	969	710
	영업이익	8	10	8	20	11	20	17	5
	지배주주순이익	6	1	2	22	7	9	7	0
	지배주주 자본총계	174	183	182	200	201	205	212	210
엔브이에이치코리아	시가총액	23	32	37	43	61	90	121	109
	매출액	254	247	254	302	439	493	486	369
	영업이익	0	2	6	10	8	21	25	10
	지배주주순이익	1	7	6	8	10	19	17	1
	지배주주 자본총계	23	32	37	43	61	90	143	141
삼보모터스	시가총액	26	8	20	54	41	49	63	86
	매출액	63	13	121	154	188	222	701	568
	영업이익	-5	-2	7	2	7	12	24	19
	지배주주순이익	-18	-15	4	-9	3	4	34	5
	지배주주 자본총계	17	11	52	41	48	50	87	94
트루윈	시가총액	0	5	3	5	4	5	12	64
	매출액	0	7	8	18	19	22	51	29
	영업이익	0	1	-1	2	1	1	9	4
	지배주주순이익	0	0	-2	2	0	1	8	3
	지배주주 자본총계	0	5	3	5	4	5	12	33
동아화성	시가총액	34	20	31	32	59	56	96	85
	매출액	87	98	113	160	168	181	195	141
	영업이익	2	1	5	6	3	11	21	15
	지배주주순이익	2	3	2	1	-3	8	14	9
	지배주주 자본총계	33	39	46	47	44	48	64	71
지엠비코리아	시가총액	84	92	96	113	148	100	166	116
	매출액	232	226	255	372	438	437	463	340
	영업이익	16	7	7	23	31	23	25	16
	지배주주순이익	13	6	6	20	25	14	20	14
	지배주주 자본총계	84	92	96	113	148	169	189	199
덕양산업	시가총액	33	20	23	34	58	50	60	91
	매출액	560	572	592	582	815	906	837	0
	영업이익	-3	-5	-3	-4	0	-2	-1	0
	지배주주순이익	0	2	3	2	7	4	1	0
	지배주주 자본총계	58	58	60	61	68	55	56	0

Source: 각 사, KTB투자증권

이 페이지는 편집상 공백입니다.

VI. 종목별 투자의견

한국단자 (025540)



Top-Pick

한국단자 (025540)

커넥팅 하는 세상에서는 커넥터 기업을 사야

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		신규
목표주가	82,000원		신규
Earnings			

Stock Information

현재가 (1/29)	64,200원
예상 주가상승률	27.7%
시가총액	6,686억원
비중(KOSPI내)	0.06%
발행주식수	10,415천주
52주 최저가/최고가	38,300 / 68,100원
3개월 일평균거래대금	8억원
외국인 지분율	23.6%
주요주주지분율	
이창원외 7인	32.5%
KB자산운용(주)	10.9%
YAZAKI CORPORATION	7.0%

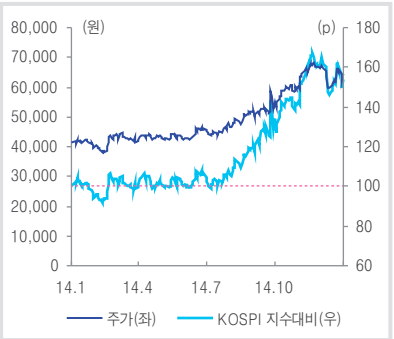
Valuation wide

	2013	2014E	2015E
PER(배)	10.0	12.7	11.6
PBR(배)	1.0	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	4.2	6.2	5.5
배당수익률(%)	0.8	0.6	0.7

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	(3.0)	42.5	55.1	(4.9)
KOSPI대비 상대수익률	(4.2)	47.9	54.6	(6.7)

Price Trend



Issue

한국단자 커버리지 개시

Pitch

한국단자에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 82,000원으로 커버리지 개시.

목표주가는 2015년 예상 EPS에 Target PER 14.8배를 적용하여 산출. 글로벌 커넥터 기업들의 12M Fwd PER은 평균 18.5배에 거래.

Rationale

- 자동차 산업에서 가장 큰 화두는 전장화. 지난 2015년 CES에서 5명의 기조 연설자 중 2명이 자동차 업계 CEO였으며, 자동차 전장 관련 업체들의 전시장 규모는 5년 사이 2배 이상 증가. 자동차 제조원가 중 전자부품과 S/W 비중은 2030년에 50%까지 확대될 전망이며 궁극적으로 자율주행차 시장을 선점하기 위한 자동차와 IT 기업간 경쟁은 가속화될 전망.

- 자동차 전장화와 관련해 지금까지 주식시장에서 다루어진 분야가 ADAS, 친환경차, S/W 중심이었다면 당사가 이번에 주목하는 분야는 커넥터 시장임. 글로벌 커넥터 시장규모는 '13년 기준 488.8억달러에 이르고 있으며 자동차 전장화 추세에 따라 차량용 커넥터 수요는 2018년까지 CAGR 12%의 성장이 전망되고 있음. 완성차/부품 생태계와 달리 커넥터는 소수 사업자가 지배.

- 국내 차량용 커넥터 시장은 글로벌 1위 사업자인 TE Connectivity(Tyco AMP)와 한국단자가 시장을 양분하고 있으며, 양사 모두 급속히 성장하고 있는 커넥터 수요에 대응하기 위해 사상 최대 규모의 설비투자와 R&D를 진행 중. 지속적인 투자 증가에도 불구하고 동가격 하락에 따라 커넥터 기업들의 수익성은 우상향 추세를 나타내고 있으며, 한국단자는 지난해 와이어링하네스 생산업체를 인수하며 수직계열화까지 진행. 2014년에 이어 2015년에도 사상 최대 실적 달성이 가능할 것으로 전망.

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	483	566	603	644	699	758	848
영업이익	47	53	63	70	76	86	101
EBITDA	75	85	99	111	119	130	147
순이익	30	43	53	58	63	71	84
순차입금	(56)	(76)	(59)	(63)	(71)	(80)	(95)
매출증가율	5.3	17.2	6.6	6.7	8.6	8.5	11.8
영업이익률	9.8	9.3	10.5	10.9	10.9	11.4	11.9
순이익률	6.2	7.6	8.7	8.9	9.0	9.4	9.9
EPS증가율	(18.4)	43.8	22.3	9.3	9.5	13.3	17.6
ROE	7.9	10.3	11.3	11.1	10.9	11.2	11.8

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

I. Valuation

Ⅳ-1. 투자의견 BUY, 목표주가 82,000원 신규 제시

한국단자에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 82,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2015년 예상 EPS 5,522원에 Target PER 14.8배를 적용하였다. Target PER 14.8배는 글로벌 커넥터 기업들의 12M Fwd PER 평균 18.5배에 20%의 할인율을 적용해 산출하였다. 20%의 할인율은 1) 적은 거래량 (3개월 일평균 거래대금 8억원), 2) 지배구조 관점에서 오너의 경영권 승계가 이루어지지 않아 향후 승계과정에 대한 불확실성이 남아있기 때문에 적용하였다.

글로벌 커넥터 산업 내 동종업체로는 글로벌 1위 사업자인 스위스의 TE Connectivity(Tyco), 미국의 Amphenol, 일본의 Hirose와 JAE, 대만의 Hu lane을 선정하였다. 일본의 JAE를 제외하면 모두 순수 커넥터(+하네스, 케이블, 종합 솔루션) 관련 기업으로 peer valuation 대상으로 삼기에 무리가 없다는 판단이다.

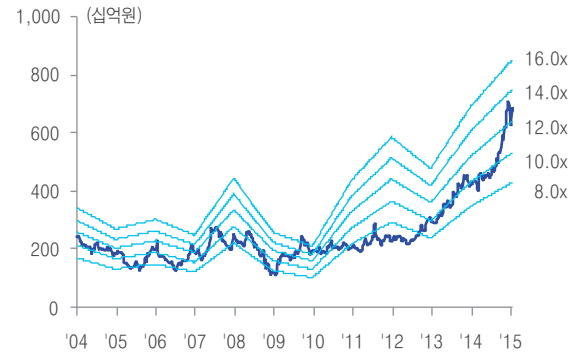
한국단자는 매출비중에서 자동차부문이 80%를 차지하고 있어 선두업체들과 달리 자동차 의존도가 절대적으로 높다. 그러나 한국단자의 전자부문 매출액은 지난 2년간 47%의 성장세를 시현해 사업 다각화가 진행되고 있으며, 향후 커넥터 산업 내 자동차 부문이 가장 높은 성장세를 보일 것으로 전망돼 동종 업체 대비 한국단자의 매출 초과성장은 지속될 가능성이 높다. 또한 한국단자는 2014년 와이어링 하네스 제조업체인 케이티네트워크(구 덕성테크)를 인수해 수직계열화를 진행하였으며, 중장기 글로벌 커넥터 기업들을 벤치마크로 타 전방산업으로의 사업 다변화를 추진할 것으로 전망돼 현재 PER 11.6배, PBR 1.3배는 여전히 저평가 영역으로 판단된다.

Figure 83 한국단자 Valuation

Global Connector 12M Fwd PER		KET Valuation	
TE Connectivity	16.0	2015E EPS	5,522원
JAE	17.7	Target P/E	14.8배
Hirose	21.3	Target Price	82,000원
Hu lane	15.2	Current Price	64,200원
Amphenol	22.1	Up-side	27.7%
Average	18.5	(Target Mkt. Cap)	854십억원
20% Discount	14.8	2015E Implied P/BV	1.59배

Source: 한국단자, Bloomberg, KTB투자증권

Figure 84 한국단자 PER Band



Source: Dataguide, KTB투자증권

Figure 85 TE Connectivity PER Band



Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 86 Amphenol PER Band



Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 87 Hu lane PER Band



Source: Bloomberg, KTB투자증권

II. 자동차 커넥터 산업

II-1. 전장화를 둘러싼 자동차와 IT업체간의 헤게모니 경쟁, 소수 사업자가 지배하는 커넥터 시장

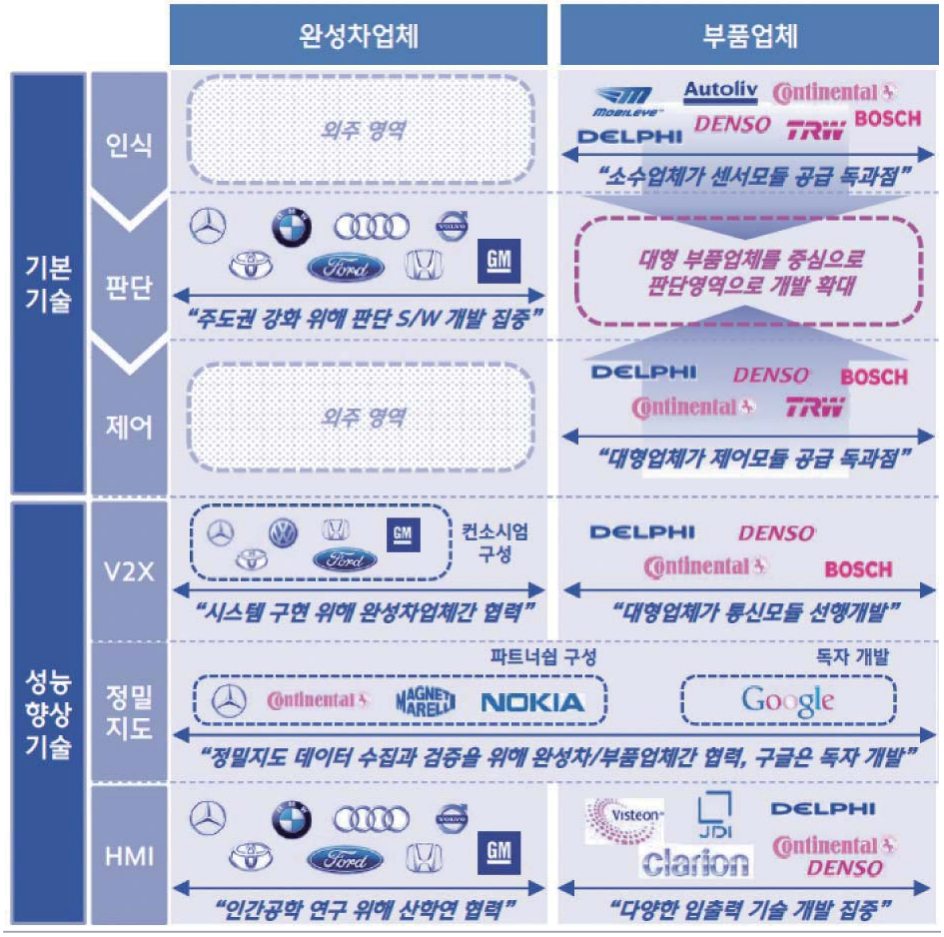
최근 글로벌 자동차 산업 내 전장화라는 패러다임이 가속화 되면서 자동차 전장부품 및 IT기술에 이목이 집중되고 있다. 자동차 전장화에 대한 연구개발을 가속화 시키고 있는 것은 친환경 자동차, 자율주행차가 산업 내 신성장 동력으로 부상하고 있기 때문인데, 자율주행차의 경우 구글이 2009년 자율주행 실험차를 공개하면서 완성차/부품 제조사와 IT 기업간 본격적인 경쟁구도를 형성시켰고, 이후 Tesla가 미국 전기자동차 시장에 본격 진입하면서 자동차 전장화를 둘러싼 이종산업간 경쟁이 한 층 더 격화되었다.

IT업체들이 자동차 산업에 진출하는 것은 소프트웨어 기술력을 통한 차량용 OS선점에 그 목적을 두고 있다. IT 기업들의 차량용 소프트웨어 진출은 현재까지 인포테인먼트 분야로 한정되어 왔으나, 중장기적으로 자동차 주행과 직결되는 파워트레인, 섀시 분야까지 그 영약을 확대하려 하고 있다. 실제로 구글은 로봇 OS개발을 위해 2014년 메가 로보틱스 등 8개의 로봇업체를 인수하였으며, '안드로이드' 개발을 총괄했던 앤디 루빈 부사장을 해당 사업 책임자로 임명하였다. 자동차 전장화라는 큰 패러다임을 놓고 자동차 업체와 IT기업간 패권 경쟁은 더욱 가속화되고 있다.

분명 성장성이 높아 보이는 자동차 전장화라는 패러다임에서 주식시장 내 관련 수혜 기업을 찾는 것은 생각보다 쉽지 않다. 이는 1) 자율주행/전기차 시장이 아직 본격적으로 열리지 않았고(IHS는 자율주행차 글로벌 판매대수를 2025년 23만대, 2035년 1,180만대로 전망), 2) 현재는 R&D 투자 구간으로 대부분의 기업들이 해당 사업(ADAS, 친환경)에서 저마진 또는 적자를 기록하고 있는 것으로 추정되며, 3) **수많은 자동차/IT 업체들이 해당 시장에 뛰어들어 향후 M/S 구도가 어떻게 형성될 지 불분명하기 때문이다.**

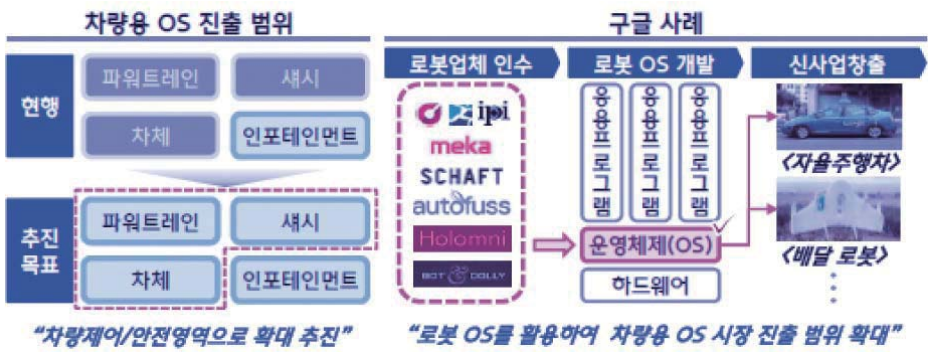
여기서 당사가 주목하게 된 분야는 자동차 커넥터 산업이다. 자동차내 수반되는 전장부품이 증가할수록 이들을 상호 연결해 줄 수 있는 커넥터의 수요 또한 지속적으로 증가할 전망이다. 또한 자율주행차와 전가차 생산대수가 규모의 경제에 이르지 못해도 자동차 전장화율은 ADAS부품 장착 확대, 인포테인먼트와 텔레메틱스 진화, 하이브리드카 생산량 증가로 지속적으로 확대될 전망이다. 이에 따라 차량용 커넥터 시장은 2018년까지 CAGR 12%의 성장이 전망되고 있으며, 소수 사업자가 시장을 지배하고 있어 자동차 전장화에 따른 실질적 수혜가 가장 큰 산업일 것으로 전망된다. 글로벌 커넥터 시장은 상위 3개사가 약 70%, 10개사가 약 92%의 점유율을 나타내고 있다.

Figure 88 자율 주행차 기술 주도권을 둘러싼 업계 동향 정리



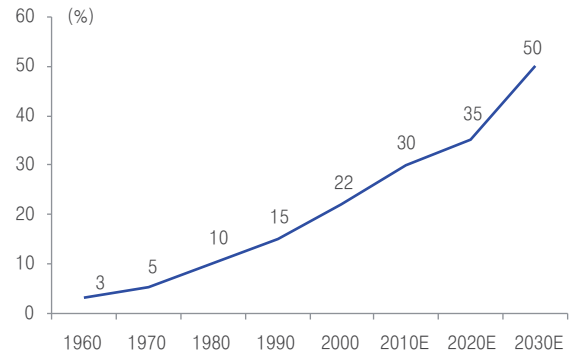
Source: KARI(한국자동차산업연구소), KTB투자증권

Figure 89 구글의 자율주행차 소프트웨어 개발 역량 강화



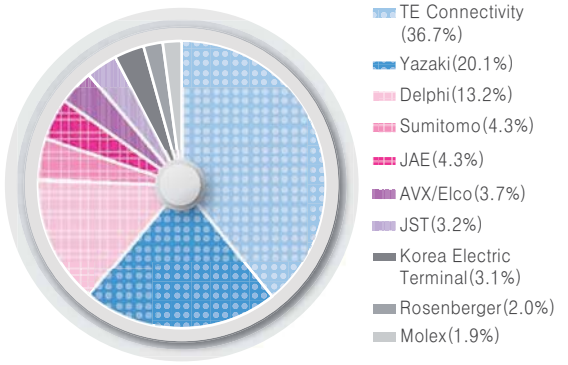
Source: KARI(한국자동차산업연구소), KTB투자증권

Figure 90 자동차 제조원가 중 전자부품/SW 비중전망



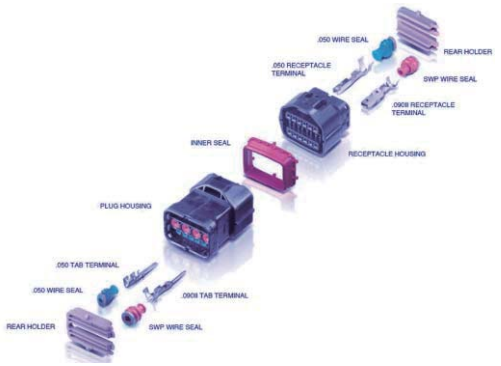
Source: Strategy Analytics, KTB투자증권

Figure 91 글로벌 차량용 커넥터 시장 M/S 추이



Source: Bishop Associates(2013년 매출기준), KTB투자증권

Figure 92 커넥터 제품 구성



Source: 한국단자, KTB투자증권

Figure 93 자동차용 커넥터와 하네스 조감도



Source: 언론, KTB투자증권

II-2. 글로벌 커넥터 시장 및 전망

2013년 글로벌 자동차용 커넥터 시장규모는 109억달러로 전체 커넥터 시장 내 가장 높은 비중(22.3%)을 차지하였다. 자동차 커낵터 시장의 지역별 매출 성장률을 보면 북미와 아시아 시장이 각각 12.5%, 14.8%로 가장 높은 수준을 기록했는데, 이는 동기간 각 지역의 자동차 판매 성장률을 크게 상회하는 수치다. 또한 과거 2009년부터 2013년까지 자동차용 커넥터 시장 성장률은 타 전방 수요처인 가전, 통신, 산업용 대비 큰 폭의 초과성장을 시현하였으며 평균적으로 5.1%pt 더 높은 성장률을 기록한 것으로 파악된다.

커넥터 산업 컨설팅 전문업체인 Bishop & Associates은 2018년 세계 커넥터 시장이 약 676억달러까지 증가(CAGR 8.2%)할 것으로 전망하고 있다. 이 중 자동차 커넥터 시장은 연평균 11.9% 성장해 향후에도 전방 수요처 중 가장 높은 성장률을 기록할 것으로 예측하고 있다.

Bishop & Associates 자료에 따르면 2013년 자동차용 커낵터 수요 중 편의기기(31.3%), 파워트레인(24.1%), 안전+보안(22.0%)분야의 합산 비중은 77.4%인 것으로 나타났다. 이는 완성차 업체들의 파워트레인 혁신(친환경차 모델 확대, 내연기관 효율성 개선), ADAS(안전, 편의기기) 부품 장착 비중 확대에서 비롯된 결과로 판단된다. Deloitte 역시 2016까지 자동차 전장부품 매출액은 연평균 10%에 달할 것으로 전망한 바 있는데 특히 파워트레인, 안전, 편의 분야에서 가장 높은 성장세를 예상했다.

ECU(Electronic Control Unit)란 자동차의 자동차내 구동시스템(엔진/자동변속기/전자장비 등)등을 제어하는 전자제어장치를 말한다. ECU는 전기신호를 통해 각 자동차 시스템을 제어하는 핵심부품이라 할 수 있는데, 자동차에 탑재되는 ECU 개수는 자동차 전장화에 따라 꾸준한 성장세를 나타내고 있다. BMW 7시리즈와 Benz S-Class에는 약 80개 이상의 ECU가 탑재되어 있는 것으로 알려졌으며 현대차의 제네시스에는 70-90 여개의 ECU가 탑재된 것으로 알려졌다.

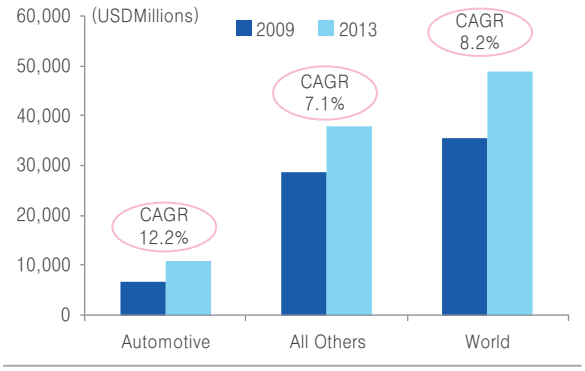
한편, C-segment 이하 준중형/소형차종에는 이의 절반 수준의 ECU가 탑재되는 것으로 파악된다. 그러나 글로벌 완성차 업체들이 최근 준중형, 소형 차종으로도 ADAS와 고사양 인포테인먼트/텔레메틱스 시스템을 확대 적용하고 있어 향후 차량 내 ECU 탑재율은 전 세그먼트를 아울러 꾸준한 성장세를 나타낼 것으로 예상되며, 당연히 커넥터 수요도 이와 동반한 성장세를 시현할 것으로 예상된다.

Figure 94 2012~2013년 지역별 자동차 커넥터 시장규모

Region (USD Millions)	2012	2013	YoY(%)
North America	2,753	3,098	12.5
Europe	3,434	3,732	8.7
Japan	1,369	1,156	-15.6
China	1,359	1,538	13.2
Asia Pacific	796	914	14.8
ROW	468	505	7.9
World Automotive	10,179	10,943	7.5

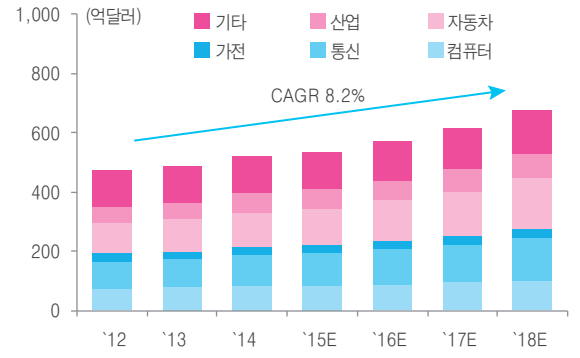
Source: Bishop & Associates, KTB투자증권

Figure 95 과거 수요처별 매출 성장률 (2009~2013)



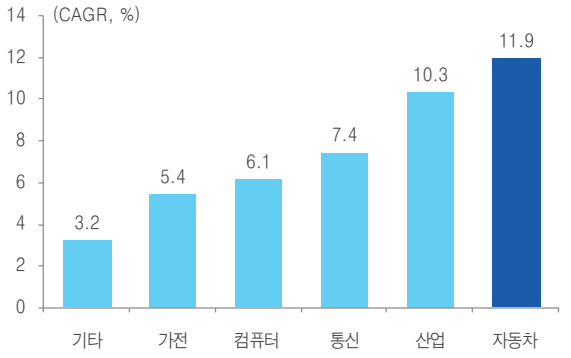
Source: Bishop & Associates, KTB투자증권

Figure 96 글로벌 커넥터 시장 전망 (~2018)



Source: Bishop & Associates, KTB투자증권

Figure 97 수요처별 CAGR 성장률 전망 (2013~2018)



Source: Bishop & Associates, KTB투자증권

Figure 98 2013년 자동차 내 커넥터 수요 비중

Sub-Sector (USD Millions)	2013	% of Total
Comfort, Convenience, Entertainment	3,423	31.3
Powertrain	2,633	24.1
Safety+Security	2,407	22.0
Body Wiring+ Power Distribution	1,764	16.1
Navigation + Instrumentation	717	6.6
World Automotive	10,943	100.0

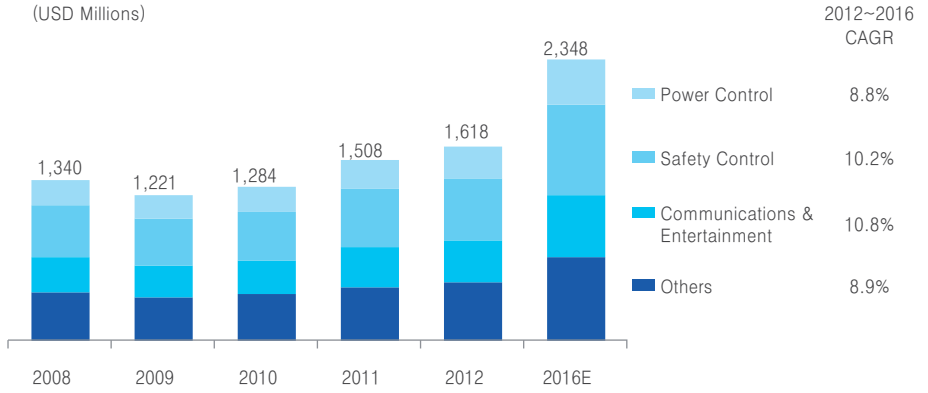
Source: Bishop & Associates, KTB투자증권

Figure 99 자동차 전장화 적용 분야

Powertrain & Chassis	Safety
- Diverse electric motors	- Rear camaras
- Electrical (turbo-) charging	- Lane departure warning
- New igniters and advanced sensors	- Adaptive cruise control
- Automated manual transmission	- Blind spot detection
- E-braking, e-steering, e-suspension	- Map-supported adaptive front lighting
- Electronic stability control	- Tire pressure monitoring
- Start-stop system	- Collision Warning / Avoidance
Telematics & Infotainment	**Comfort & Convenience**
- Fixed and portable navigation divices	- Adaptive front lighting
- Bluetooth	- Steering wheel buttons
- Real-time traffic information	- Voice control systems
- Parking assistant	- Remote Control
- Wifi hotspot, Smartphone interface	- Well-being assistant

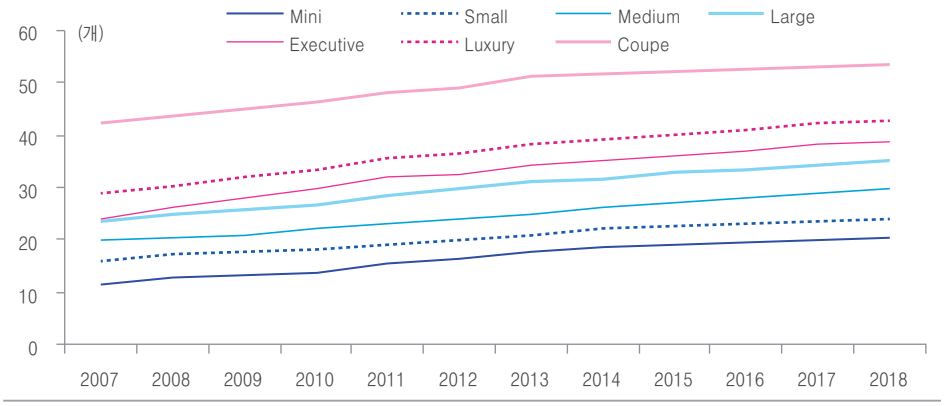
Source: 독일투자촉진기구(GTAI), KTB투자증권

Figure 100 자동차 전장 부분별 매출 및 성장률 전망



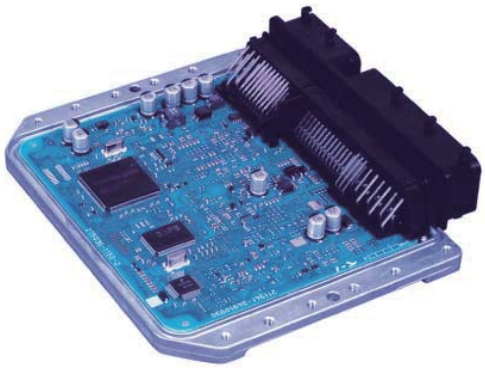
Source: Strategy Analytics, TechNavio, Deloitte Analysis, KTB투자증권

Figure 101 자동차 평균 ECU 장착 개수



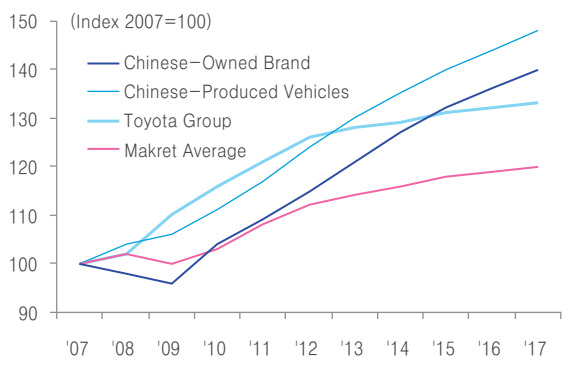
Source: freescale (Strategy Analytics 인용), KTB투자증권

Figure 102 엔진용 ECU



Source: Denso Europe, KTB투자증권

Figure 103 차량당 ECU 장착률(2007=100 기준)



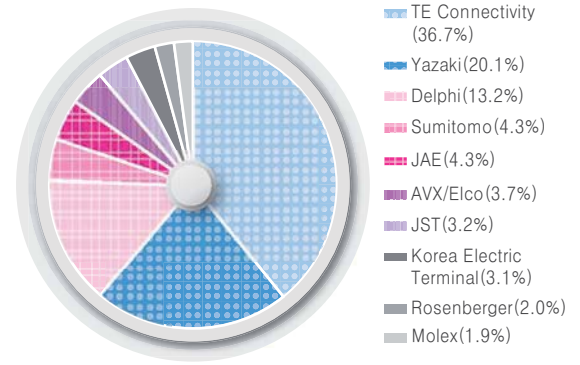
Source: STMicroelectronics, KTB투자증권

2013년 기준 자동차 커넥터 제조업체들의 점유율(매출기준)을 살펴보면 TE Connectivity, Yazaki 그리고 Delphi가 각각 36.7%, 20.5%, 13.5%의 점유율을 차지하고 있으며 3개사의 합산 점유율은 71%에 이르고 있다. 또한 자동차 커넥터 기업 상위 10개사의 시장 점유율은 91.8%에 달해 과점 산업에 가까운 모습을 띄고 있다. 이러한 과점 체제가 갖춰질 수 있는 데는 크게 3가지 이유가 있다고 생각되는데,

첫째는, 커넥터는 규모의 경제를 통한 원가절감 능력이 크게 요구되는 산업으로, 커넥터를 구성하는 부품인 terminal의 경우 개당 ASP가 10원 미만인 반면 종류는 수천여종에 달한다.
둘째는, 다품종 대량생산 구조로 완성차 업체들의 제품변화 요구에 빠른 대응력을 갖기 위해서는 대규모 금형설비 및 연구개발 투자가 필수적이다.
셋째는, 자동차 전장부품 중 핵심인 제어 시스템(예로 ECU 등)의 경우 소비자 안전과 직결되기 때문에 완성차 업체와 오랜 기간 기술 신뢰도가 축적되어야 한다.

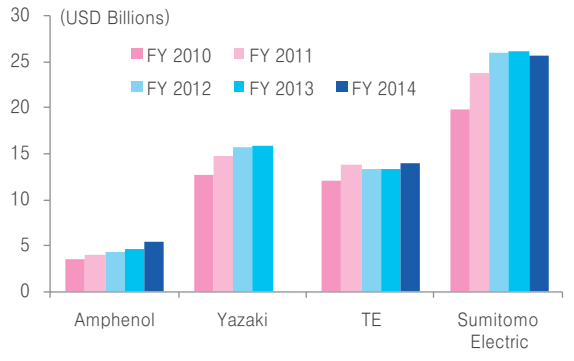
꾸준히 의혹이 제기되는 자동차 급발진, Takata 에어백 결함에 따른 리콜 사태가 보여주듯이 자동차 제어 시스템 결함은 리콜 및 브랜드 신뢰도 하락이라는 막대한 비용을 초래한다. 커넥터라는 제품이 ADAS나 친환경 부품처럼 자동차에 제품 차별성을 부여하는 아이템은 아니지만 요구되는 기술적 완성도는 매우 높으며, 앞서 언급된 커넥터 산업의 높은 진입장벽을 고려했을 때 기존 커넥터 제조업체들에 대한 완성차 업체들의 의존도는 지속적으로 높게 유지될 전망이다.

Figure 104 글로벌 차량용 커넥터 시장 M/S 추이



Source: Bishop Associates(2013년 매출기준), KTB투자증권

Figure 105 글로벌 상위 4개 자동차 커넥터 제조사 매출액



Source: Bloomberg, KTB투자증권

II-3. 글로벌 상장 커넥터 기업, 실적과 주가 강세

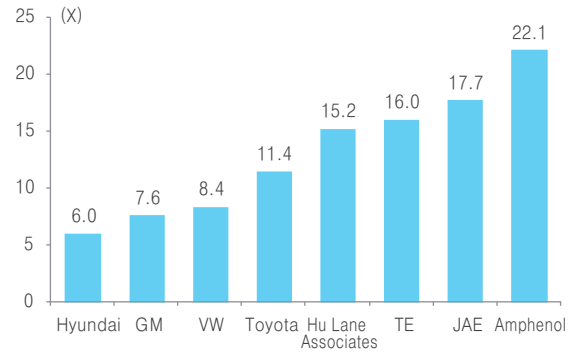
글로벌 자동차 커넥터 제조업체 중 대표적인 상장사는 TE Connectivity(스위스), Amphenol(미국), Hu Lane Associates(대만), Hirose(일본) 등으로 압축된다. 이들의 12M Forward PER 평균은 18.5배에 형성되어 있으며 이는 글로벌 완성차 업체 평균 대비 약 83%의 premium이다.

TE Connectivity, Amphenol, Hu Lane Associates, Hirose의 지난 5년간 실적을 살펴보면 평균 영업이익률은 19.4%, ROE는 16.9%를 기록하고 있어 글로벌 완성차와 부품사 대비 월등히 높은 수익성과 ROE를 나타내고 있다. 또한, TE Connectivity, Amphenol, Hu Lane Associates의 주가는 미국 S&P와 TWSE 지수를 지속적으로 outperform하고 있으며 대부분 신고가를 갱신하고 있다.

자동차 커넥터 시장의 성장전망과 함께 부품업체들의 자동차 커넥터 제조사 인수도 눈에 띈다. 2012년 10월 미국 텔파이는 글로벌 자동차 커넥터 시스템 제조업체 FCI 그룹 자동차 사업부(MVL)를 인수하였는데, MVL 인수가격은 7억 6,500만 유로(한화 약 1조840억원)에 달했다. 또한 텔파이는 2014년 9월 온글래스(on-glass) 커넥터 독점권을 보유하고 있는 안타야 테크놀러지(Antaya Technology)를 추가적으로 인수해 커넥터 시장 내 지배력을 빠르게 확대하였다. 한편, 미국 커넥터 기업인 Amphenol은 2014년 8월 CASCO Automotive Group을 $450mn에 인수하기로 발표하였는데, 이는 PSR 2.0배 수준에 달하는 가격이다. CASCO Automotive Group은 차량용 센서와 커넥터 제조에 특화된 기업으로 연간 매출액은 $220mn으로 알려졌다.

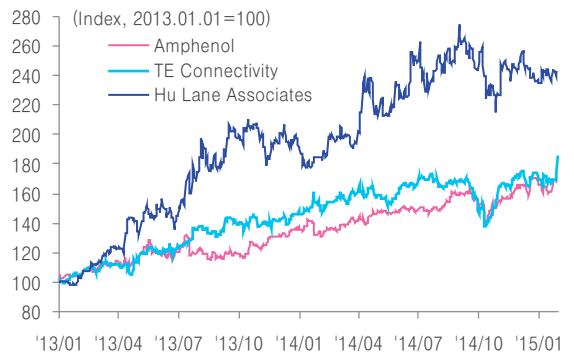
한편, 지난 1월 28일 TE Connectivity는 1Q15(09.14~12.14) 실적을 발표하였는데, 매출액은 YoY +12% 증가, 조정 영업이익률(adjusted OPM)은 전년동기대비 +1.4%pt 개선된 16.0%의 호실적을 기록하였다 2015년 가이던스는 매출액 high single, EPS는 double-digit growth로 제시되었다. 글로벌 커넥터 기업들은 양호한 매출 성장에 따른 영업 레버리지, 최근 동가격 하락이 투입원가에 반영되며 OPM이 모두 상승흐름을 나타내고 있는데, TE의 경우 2013년 OPM 11.7%, 2014년 OPM 14.7%, 1Q15 16.0%을 기록하였으며, 대만의 Hu lane은 2013년 25.7%, 2014년 27.3%를, 일본의 Hirose도 FY2014년 26.4%, FY2015E는 26.6%로 이익률 상승이 예상되고 있다.

Figure 106 Global Auto PER vs. Connector PER



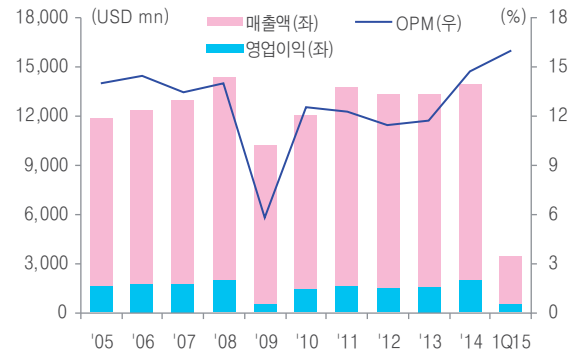
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 107 글로벌 커넥터 업체 주가 추이



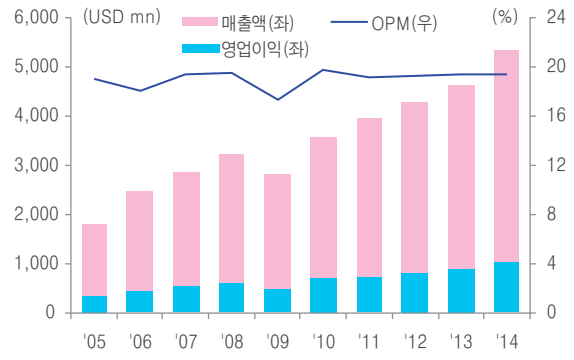
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 108 TE Connectivity 매출액, 영업이익 추이(10Y)



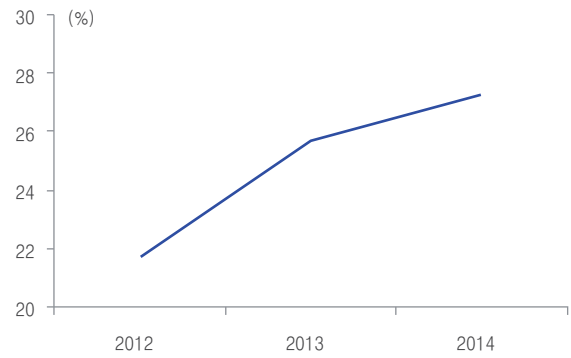
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 109 Amphenol 매출액, 영업이익 추이(10Y)



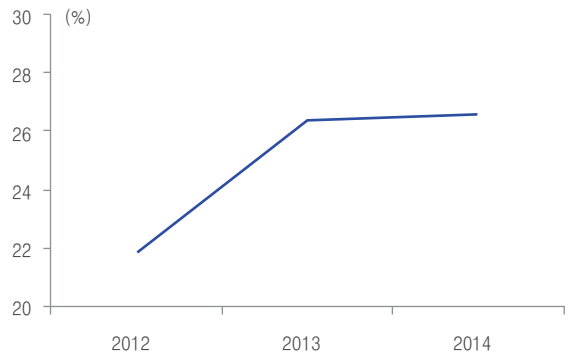
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 110 대만 Hu lane OPM 추이



Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 111 일본 Hirose OPM 추이



Source: Bloomberg, KTB투자증권

III. 한국단자, 국내 유일의 차량용 커넥터 상장사

III-1. 회사 개요

한국단자공업은 1973년에 설립되어 자동차, 전자 및 전기, 전장모듈 및 무선모듈 등을 생산하는 국내 최대의 커넥터 기업이다. 1987년 글로벌 2위 업체인 일본 Yazaki社와 커넥터 제조 및 기술정보도입에 대한 계약을 체결한 이후 국내 차량용 커넥터 시장 점유율을 빠르게 확대해 나갔으며, 현재 국내 차량용 커넥터 시장은 스위스의 Tyco AMP와 점유율을 양분하고 있다.

한국단자는 인천 송도에 본사 및 중앙연구소가 위치해 있으며, 생산시설로는 국내 인천, 평택, 광주, 파주에 각각 커넥터, Junction Box, IT모듈, LED 리드프레임 생산공장이 위치해 있다. 해외 진출 국가로는 중국이 유일하며 위해시에 자동차용 커넥터 Housing, Assembly 공장을 두고 있고, 개성공단에는 자회사인 경원산업(부품조립)이 진출해 있다.

한국단자가 생산하는 제품은 크게 자동차와 전자용 커넥터, LED리드프레임으로 나뉘어지며, 2014년 1월에는 하네스 생산업체인 덕성테크를 인수해 와이어링 하네스로 벨류체인을 확대하였다. 매출비중으로는 자동차용이 약 80%, 전자부품이 16%, LED L/F이 7%(연결조정 미반영 기준)를 차지하고 있으며, 국내 차량용 커넥터 시장 점유율은 40~50% 내외로 추정되고, 삼성전자에 대한 LED 부문 M/S는 BLU용 LED L/F이 60%, 조명용이 56%를 차지하고 있다.

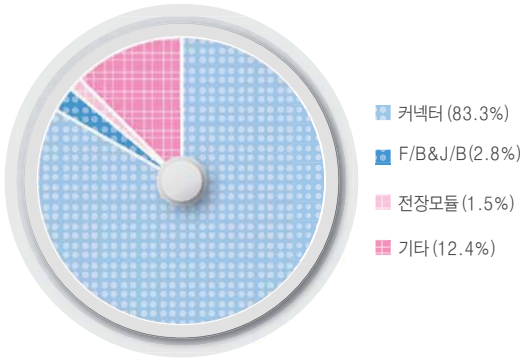
한국단자의 생산 제품 중 커넥터를 제외하면 자동차는 전장모듈, HEV/EV/PHEV용 커넥터가 있으며, 전자부문은 IT모듈, LED리드프레임으로 구분할 수 있다. 자동차용 전장모듈로는 전원분배 모듈인 Junction Block, 회로 보호용 fuse 제품 등이 있고, 친환경차 관련으로는 고전압 커넥터, 고전압 전원분배 장치 등이 있다. 한편, 동사의 IT모듈 제품으로는 GPS, DMB, 근거리 통신모듈(Bluetooth, Wifi) 등이 있다.

Figure 112 한국단자 매출액 Breakdown



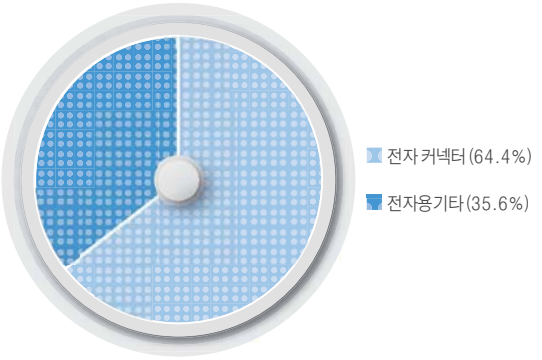
Source: 한국단자, KTB투자증권

Figure 113 자동차부품 매출 구성



Source: 한국단자, KTB투자증권

Figure 114 전자부품 매출 구성



Source: 한국단자, KTB투자증권

Figure 115 한국단자 계열회사 현황

부문	회사수	소재지	회사명	지분율
자동차 및 전자부분	6	국내	경원전자㈜	100.0%
		국내	공영산업㈜	19.2%
		국내	㈜케 .이 .티 .인터내쇼날	8.0%
		국내	케이티네트워크㈜	60.0%
		해외	위해신개제전자유한공사	100.0%
		해외	경원산업㈜	100.0%
LED부문	1	국내	케이이티솔류션㈜	100.0%

Source: 한국단자, KTB투자증권

Figure 116 한국단자 주요 제품: 커넥터



Source: 한국단자, KTB투자증권

Figure 117 한국단자 주요 제품: 모듈



Source: 한국단자, KTB투자증권

Figure 118 한국단자 주요 제품: IT모듈



Source: 한국단자, KTB투자증권

Figure 119 한국단자 주요 제품: LED L/F



Source: 한국단자, KTB투자증권

III-2. R&D → 설비투자 → 매출성장의 선순환 구조

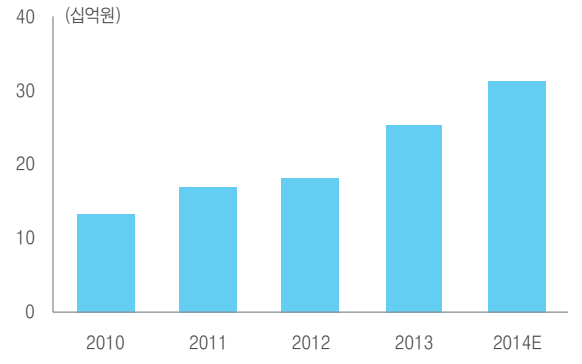
지난 13년간(2001~2014E) 한국단자의 매출액은 CAGR 13.2%의 성장률을 시현하였으며, 지난 5년간 CAGR은 19.0%에 이른다. 2014년에도 7~9% 내외의 매출액 성장률이 전망되고 있는 가운데, 한국단자는 지속적으로 증가하는 커넥터 수요에 대응하기 위하여 매년 사상 최대규모의 Capex(PP&E)와 R&D 투자를 진행하고 있다.

동사는 2003년 송도에 종합연구소를 준공한 이후 2003년 연간 60억원 규모였던 R&D 투자금액이 2014년에는 연간 300억원 수준으로 약 5배 증가하였으며, 현재 회사 총 인력 중 30%가 연구 인력으로 구성돼 있다. 동사의 매출액 대비 R&D 투자금액은 2011년 3.7%, 2012년 3.8%, 2013년 4.5%, 2014년 5%로 꾸준한 증가세를 나타내고 있는데, 이는 동사의 중장기 매출 성장에 대한 선행지표로서 의미가 크다. 이는 기술영업/수주→유형자산 투자→매출증대라는 동사 사업전략에 따라 R&D 투자비가 Capex와 매출액에 선행해서 증가하는 모습을 보여왔기 때문이다.

동사의 capex(PP&E)는 R&D투자와 비례하게 매년 높은 증가세를 나타내고 있다. 동사 capex(PP&E)는 2011년 400억원에서 2012년 500억원, 2013년 640억원으로 매년 20% 이상의 성장률을 나타냈는데, 2014년에는 770억원에 이를 것으로 전망되고 있다. 동사는 지난 3년간 커넥터 부품과 J/B 등을 생산하는 광주, 평택, 남동 공장을 증축한 데 이어 평동 신공장을 준공하였고, 파주에는 2공장을 준공한 지 1년만에 증축에 들어갔다.

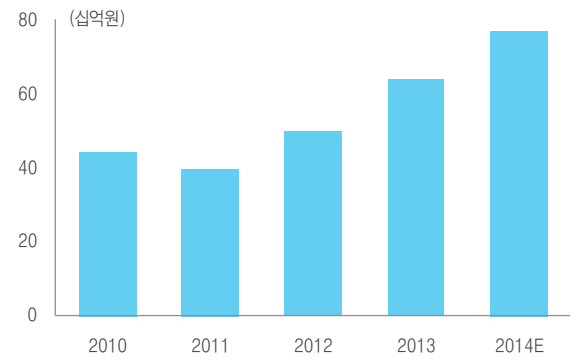
한편, 동사는 올해 capex와 R&D 비용을 각각 22.0%, 26.7% 증액 했음에도 불구하고 2014년 3Q말 기준 570억원의 순현금을 보유 중이며 부채비율은 30.4%에 불과하다. 동사의 연간 EBITDA가 1,000억원이고, 동가격 하락에 따라 이익률도 상승하고 있어 투자비 확대에 대한 재무적 부담은 제한적일 전망이다.

Figure 120 한국단자 R&D 투자비 추이



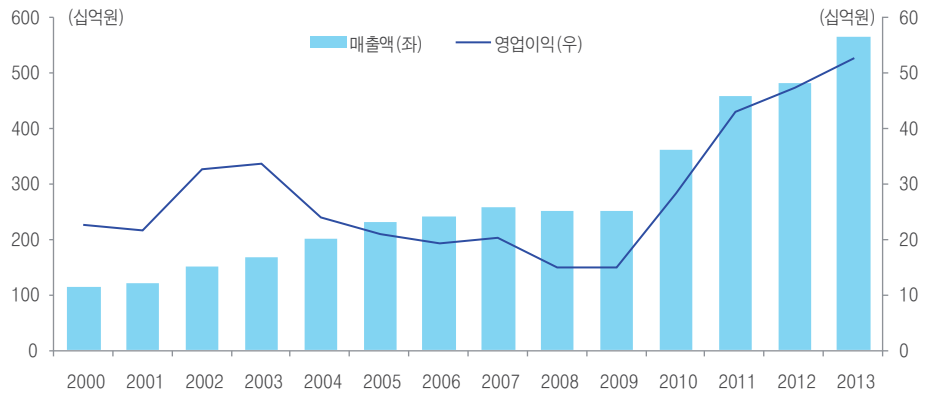
Source: 한국단자, KTB투자증권

Figure 121 한국단자 CAPEX(PP&E) 추이



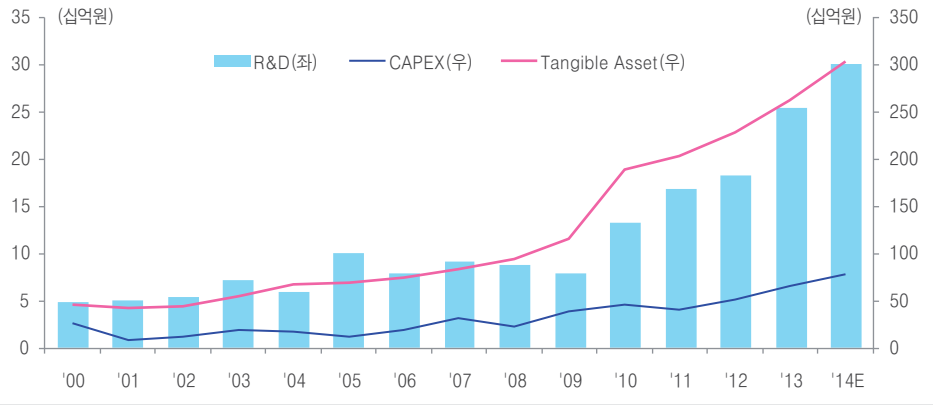
Source: 한국단자, KTB투자증권

Figure 122 한국단자 주요 지표 장기 시계열 – 매출액, 영업이익



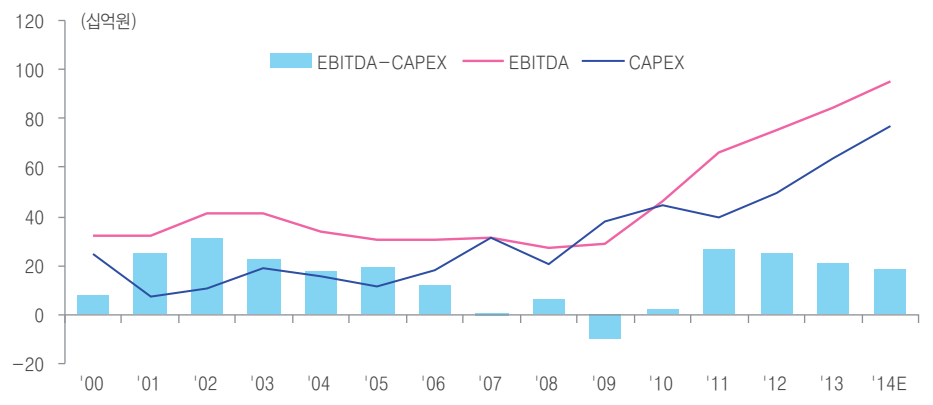
Source: 한국단자, KTB투자증권

Figure 123 한국단자 주요 지표 장기 시계열 – R&D, CAPEX, 유형자산 추이



Source: 한국단자, KTB투자증권

Figure 124 한국단자 주요 지표 장기 시계열 – EBITDA, CAPEX 추이



Source: 한국단자, KTB투자증권

III-3. 본업의 고성장, 그 과정에서의 매출처 다각화와 Value Chain 확대

한국단자의 매출비중에서 80%를 차지하는 자동차 부문 매출액은 2012년 3,533억원에서 2014년 4,854억원으로 2년간 약 25%의 성장을 시현한 것으로 추정하고 있다. 한편, 동사의 전자부품 매출액은 2012년 675억원에서 2014년 991억원으로 약 47%의 매출 성장률을 기록한 것으로 추정되는데, 본업인 자동차용 커넥터가 고성장세를 이어가는 가운데 전자부품향 매출액은 그 이상의 성장률을 시현하고 있다.

한편, 동사 매출액 중 눈에 띄는 것은 수출 성장이다. 자동차와 전자부문 합산 기준 동사의 수출 매출액 비중은 2012년 15%에서 2014년 3Q 누적 18%로 매년 상승흐름을 나타내고 있다. 자동차용 커넥터의 경우 현대/기아차향 매출액이 안정적으로 증가하는 가운데 GM, 중국 로컬 기업으로 매출처가 다변화되고 있는 것으로 추정된다. 동사의 자동차용 커넥터 수출금액은 2009년 98억원에서 2013년 495억, 2014년에는 약 580억원에 이를 것으로 예상되며 2015년에는 700억원을 상회할 것으로 당사는 전망하고 있다.

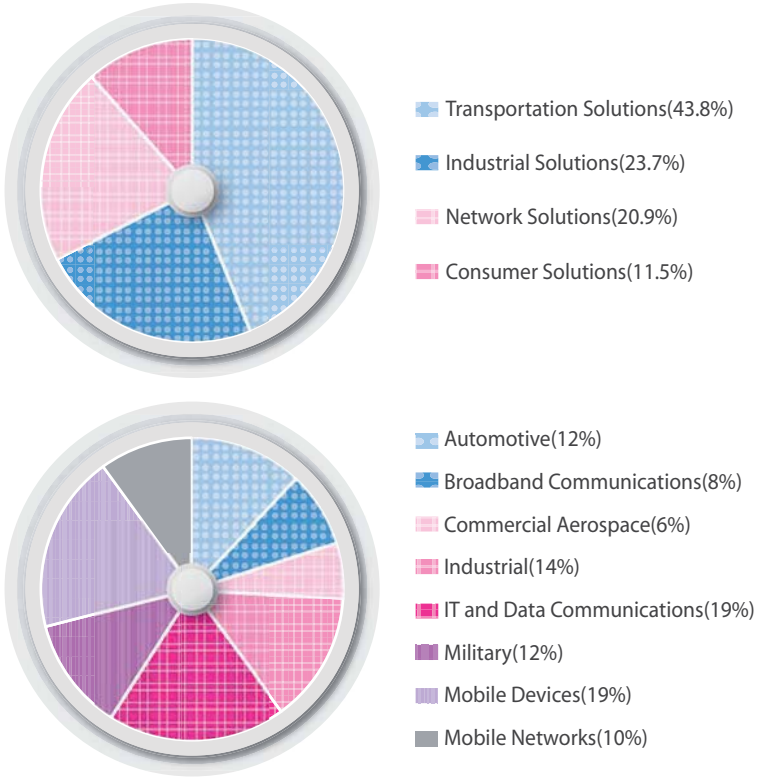
한편, 동사의 전자사업 부문 수출비중은 매출액의 46.4%로 전자부문 수출금액은 2012년 304억원, 2013년 418억원, 2014년에는 460억원(추정)으로 높은 성장세를 이어 나가고 있다. 전자용 커넥터는 국내시장의 경우 삼성전자와 LG전자 등 백색가전향이 약 25%를 차지하는 것으로 추정되며, 그 외 75%는 기타 고객사로 파악된다. 한국단자는 지속적인 연구개발활동을 통해 전자부품 제품 포트폴리오를 GPS 모듈, Wi-Fi 모듈, Bluetooth 등의 무선통신 분야로 영역을 확대하고 있으며, 사업보고서상 전자부품 매출 중 비커넥터부문 매출은 2012년 170억원에서 2013년 290억원, 2014년 360억원(추정)으로 한국단자 전 사업부문 내 가장 높은 성장률을 시현하고 있다.

한편, 한국단자는 2009년 LED 리드프레임 산업에 진출하면서 사업다각화를 추진하였는데, 현재 삼성전자 내 BLU용 LED 리드프레임 점유율은 60%, 조명용은 56%를 차지하고 있다.

LED 리드프레임 사업 진출 이후 동사는 **2014년 1월 와이어링 하네스를 제조하는 케이티네트워크(구 덕성테크)를 인수하였다.** 이는 기존 커넥터 사업과의 수직계열화, 중장기 사업 다각화 가능성을 고려했을 때 시너지 효과가 매우 클 것으로 당사는 판단하고 있다. 미국의 Amphenol과 스위스의 TE Connectivity 등 글로벌 Top Tier들은 커넥터 제조를 시작으로 고전압 커넥터, 고전압 하네스, 산업용/해저광 케이블, 방산 및 의료기기용 커넥터 등 다양한 제품 포트폴리오를 갖추고 있다. 또한 매출비중 역시 Amphenol은 자동차부문 12%, 통신 8%, 항공우주 6%, 산업용 14%, 모바일 디바이스 및 네트워크 29% 등 매우 고르게 분포되어 있다. 한국단자는 여전히 자동차 매출비중이 80%로 압도적으로 높은 상황이지만 중장기 글로벌 Top tier를 벤치마크로 한 사업 다각화는 향후 빠른 속도로 전개될 가능성이 높아 보인다.

참고로, 국내의 와이어링하네스 업체로는 대표적으로 경신(비상장)과 유라하네스(비상장), 티에이치엔을 들 수 있는데, 3회사 모두 커넥터 매입은 한국단자와 Tyco AMP에 의존하고 있는 것으로 파악된다. 양사 매출액은 경신이 2013년 기준 1.35조원, 유라하네스는 2,674억원, 티에이치엔은 2,225원으로 3사의 하네스 합산 매출액은 1.8조원이다.

Figure 125 Amphenol과 TE Connectivity Value Chain



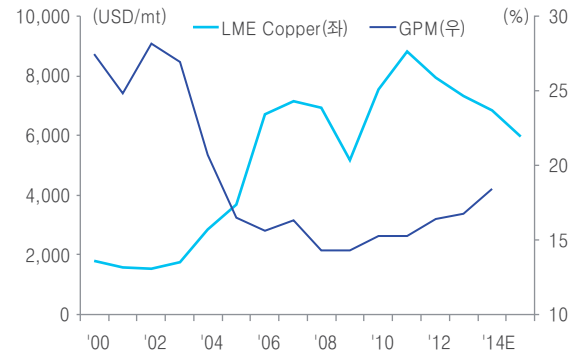
Source: Amphenol, TE Connectivity, KTB투자증권

III-4. 동가격 하락으로 수익성 우상향 중

커넥터 기업의 원재료비에서 가장 높은 비중을 차지하는 것은 황동, 동, 인청동으로 LME(런던금속거래소) 가격에 따라 매입가격이 변동된다. LME 동가격이 $2,000/mt을 하회했던 2000년~2003년까지 한국단자의 영업이익률은 19.9%를 기록해 매우 높은 수익성을 나타냈었고, 특히 2002년 동가격이 연평균 $1,559/mt를 기록했던 시절 한국단자의 GPM은 27.5%, OPM은 21.8%까지 확대된 경험도 있다. 이후 글로벌 Commodity 강세 및 금융위기를 겪으며 한국단자의 수익성은 완만한 하락세를 시현하여 왔으나, 2008년 금융위기를 기점으로 한국단자의 수익성은 재차 확대되고 있는 추세를 나타내고 있다.

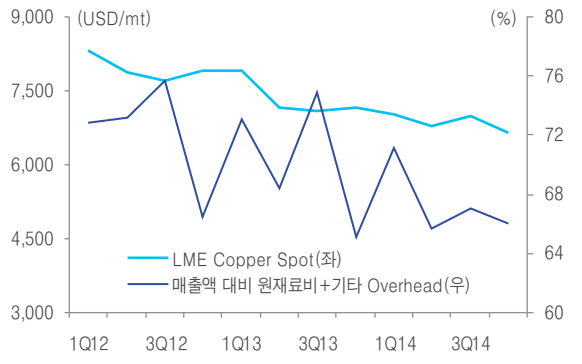
한국단자는 공격적인 Capex와 R&D 투자 확대에도 불구하고 GPM이 2012년 16.4%, 2013년 16.8%, 2014년 3Q 누적 19.3%로 상승흐름을 나타내고 있다(참고로, 한국단자는 R&D투자비의 99%를 매출원가 내 제조경비로 회계처리). 매출원가율을 조금 더 상세히 보면, 2012년 동사의 매출원가율은 83.6%를 기록하였는데, 이 중 감가상각비와 인건비(노무비)를 제외한 원재료비+기타 비중은 71.9%를 차지하였으며, 2013년에는 원재료비+기타 비중이 70.3%로 -1.6%pt, 2014년 3분기 누적으로는 67.9% -2.4%pt로 빠르게 하락하는 모습을 나타내고 있다. 2014년 LME Copper 가격이 연평균 $6,866/mt를 기록하였고, 2015년 1월 27일 기준 $5,886/mt으로 지난해 평균 대비 14.3% 폭락한 점을 감안하면 한국단자의 GPM은 2015년에 추가적으로 확대될 여지가 크다고 판단된다.

Figure 126 LME Copper vs. 한국단자 GPM 추이



Source: 한국단자, KTB투자증권

Figure 127 LME Copper vs. 매출액 대비 원재료비+기타



Source: 한국단자, KTB투자증권
Note: 원재료비+기타 = 매출원가-감가상각비-노무비로 산출

III-6. 수익추정

2014년 한국단자의 매출액은 6,031억원(YoY +6.6%), 영업이익은 630억원으로 사상 최대 실적이 예상된다. 2014년 4분기 영업이익은 89억원으로 YoY +69.1%, QoQ -56.8%가 예상되는데, 이는 통상 매년 4분기 일회성 비용들이 반영되는 점을 감안해 보수적으로 추정한 수치이다. 2013년 4분기에는 기타충당금 40억원이 반영되며 영업이익이 일시적으로 크게 하락했었는데, 통상임금 등에 대한 선제적 비용반영이 있었던 것으로 추정된다.

2015년 매출액은 6,437억원(YoY +6.7%), 영업이익 701억원(YoY +10.6%)로 사상 최대 실적을 이어나갈 것으로 전망된다. 매출액은 지속적으로 확대되고 있는 동사의 설비자산 규모를 감안할 때 당사 추정치를 충분히 초과달성 할 수 있을 것으로 보이며, 수익성 또한 동가격이 현 수준을 유지할 경우 당사 추정치를 대폭 상회할 가능성이 높다고 판단된다.

Figure 128 한국단자 Earnings Forecast (단위: 십억원)

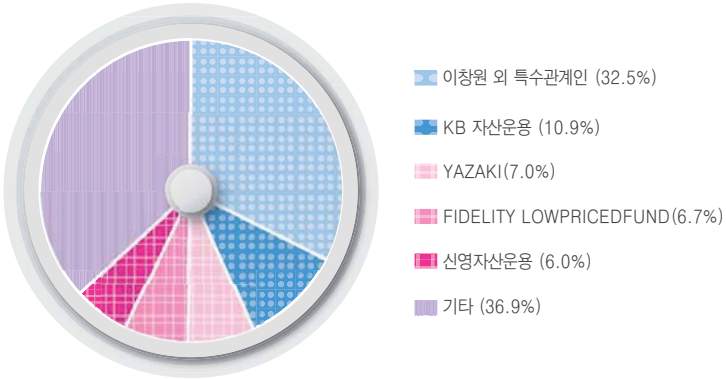
	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2014F	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015F
매출액	147	154	148	154	603.1	157	158	160	169	643.7
% YoY	5.0%	6.2%	10.0%	5.1%	6.6%	7.0%	2.4%	7.7%	9.8%	6.7%
% QoQ	0.4%	5.0%	-3.9%	3.8%	-	2.3%	0.5%	1.0%	5.8%	-
자동차 부품	114	121	122	128	485	124	124	133	144	525
% YoY	9.4%	17.6%	18.7%	10.5%	13.9%	8.9%	2.2%	9.2%	11.8%	8.1%
전자부품	24	26	25	24	99.1	26	28	27	26	107
% YoY	18.6%	14.4%	18.6%	8.7%	15.0%	7.3%	7.6%	7.5%	7.4%	7.5%
LED 리드프레임	13	13	10	9	44	13	12	9	8	42
% YoY	-26.3%	-45.6%	-30.3%	-30.0%	-34.4%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
기타(임가공 등)	5	5	5	5	20	5	5	5	5	20
% YoY	6.8%	1.6%	4.6%	-11.7%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
연결조정	-10	-10	-14	-12	-46	-11	-11	-15	-14	-50
% of Sales	-6.8%	-6.8%	-9.1%	-7.9%	-7.6%	-6.9%	-6.7%	-9.2%	-8.1%	-7.8%
매출원가	122	121	119	129	492	130	125	129	140	524
% of Sales	83.2%	78.5%	80.6%	84.0%	81.6%	82.7%	79.4%	80.8%	82.7%	81.4%
매출총이익	25	33	29	25	111	27	33	31	29	120
% GPM	16.8%	21.5%	19.4%	16.0%	18.4%	17.3%	20.6%	19.2%	17.3%	18.6%
판매관리비	11	13	8	16	48	12	12	12	13	50
% of Sales	7.3%	8.5%	5.5%	10.2%	7.9%	7.9%	7.8%	7.8%	7.4%	7.7%
영업이익	14	20	21	8.9	63	15	20	18	17	70.1
% OPM	9.5%	12.9%	13.9%	5.8%	10.5%	9.4%	12.8%	11.5%	9.9%	10.9%
% YoY	0.3%	6.8%	40.3%	69.1%	20.7%	6.3%	1.4%	-11.1%	87.8%	10.6%
EBITDA	21	28	29	18	96	23	29	28	27	107
기타영업손익	2	0	2	1	4	1	1	1	1	4
세전이익	16	20	23	10	68	16	21	20	18	74
% RPM	10.7%	13.0%	15.2%	6.2%	11.2%	9.9%	13.2%	12.3%	10.4%	11.5%
% YoY	0.3%	-2.2%	77.7%	109.1%	27.0%	-0.2%	4.4%	-12.7%	84.2%	8.8%
% QoQ	244.5%	28.0%	12.5%	-57.9%	-	64.4%	33.9%	-5.9%	-11.1%	-
법인세	3	5	5	2	15	3	5	4	4	16
% 법인세율	22.2%	23.4%	21.6%	22.0%	22.4%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	12	15	18	7	53	12	16	15	14	58
% NPM	8.3%	9.9%	11.9%	4.8%	8.7%	7.7%	10.3%	9.6%	8.1%	8.9%
% YoY	-3.0%	-2.2%	77.2%	54.8%	22.3%	0.0%	6.3%	-13.1%	84.2%	9.3%
지배주주 당기순이익	12	15	18	7	53	0	0	0	14	58
EPS(won)					5,051					5,522
Book Value(wbn)					487					541
BPS(won)					46,783					51,905
PER					12.7					11.6
PBR					1.4					1.2
ROE					11.4%					11.2%
EV/EBITDA					6.4					5.5

Source: 한국단자, KTB투자증권

III-6. Risk Factor - 지배구조

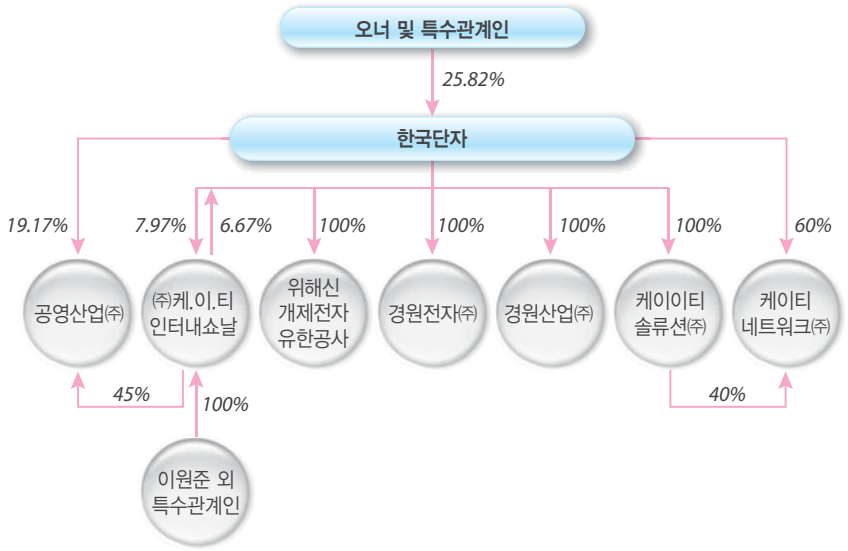
한국단자의 주주구성은 3분기말 기준 이창원 회장 12.8%, 이원준 사장 6.9%, 그 외 특수관계인이 6.0%를 보유하고 있고, 한국단자의 판매법인인 ㈜케.이.티. 인터내쇼날이 6.67%의 지분을 보유하고 있다. 오너일가 및 특수관계법인의 지분율은 총 32.49%인데, 시장에서 제기되고 있는 우려는 이원준 사장의 지분율이 6.9%로 아직 낮아 향후 경영권 승계 과정에서 불확실성이 남아있다는 점이다. 주가가 상승할수록 이창원 회장의 보유지분가치가 상승하기 때문에 상속세 부담은 증가하게 되는데, 회사의 분기별 사업보고서를 살펴보면 이창원 회장은 장내 매도를 통해 보유 주식 수를 줄여나가고 있는 반면 특수관계회사인 ㈜케.이.티.인터내쇼날은 장내매수를 통해 보유 지분율을 늘려나가고 있다. ㈜케.이.티. 인터내쇼날은 한국단자의 판매를 담당하는 회사로 감사보고서상 기재된 주주구성은 이원준 사장 외 특수관계인 100%이다. 다행스러운 것은 한국단자와 ㈜케.이.티.인터내쇼날간의 매출/매입(내부거래)은 큰 변동성 없이 일정한 수준을 유지하고 있어 한국단자의 주주가치훼손 요인은 없는 것으로 판단된다.

Figure 129 한국단자 주주구성



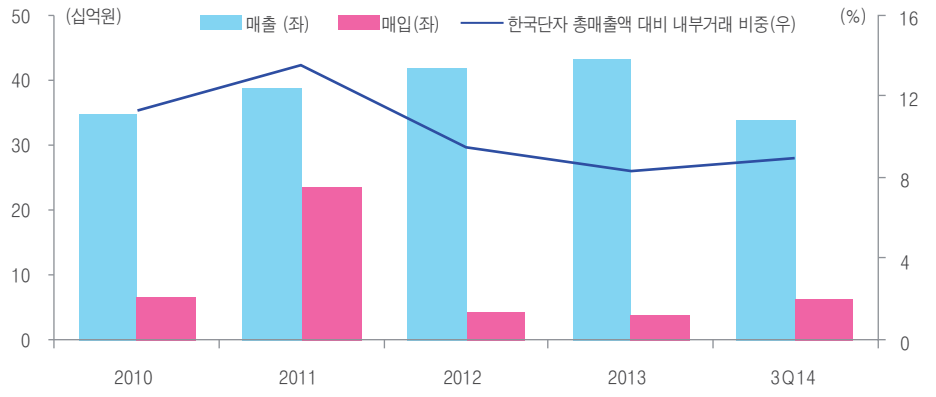
Source: 한국단자, 전자공시(3Q14 분기보고서 기준), KTB투자증권

Figure 130 한국단자 지배구조



Source: 한국단자, 전자공시, KTB투자증권

Figure 131 한국단자와 ㈜케.이.티 인터내쇼날과의 매출/매입 추이



Source: 한국단자, 전자공시, KTB투자증권

재무제표 (한국단자)

대차대조표

(단위: 십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	238.1	270.6	287.8	311.7	337.9
현금성자산	63.1	82.7	73.1	76.3	84.2
매출채권	115.8	123.7	135.1	148.3	160.0
재고자산	57.4	61.1	76.4	83.9	90.5
비유동자산	260.5	301.5	357.0	396.6	437.7
투자자산	22.6	30.0	38.9	40.5	42.1
유형자산	227.6	261.5	304.4	344.3	385.1
무형자산	10.3	10.1	13.7	11.9	10.5
자산총계	498.5	572.1	644.8	708.3	775.6
유동부채	92.7	113.9	127.1	137.2	146.2
매입채무	74.8	97.7	103.9	114.0	123.0
유동성이자부채	7.4	6.7	13.6	13.6	13.6
비유동부채	10.1	19.9	24.8	24.8	24.8
비유동이자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	102.8	133.8	151.8	162.0	171.0
자본금	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2
자본잉여금	25.7	25.7	25.7	25.7	25.7
이익잉여금	359.6	398.1	446.6	499.9	558.2
자본조정	5.2	9.3	15.5	15.5	15.5
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	395.7	438.3	493.0	546.3	604.6
투하자본	336.0	357.6	427.8	477.7	527.9
순차입금	(55.7)	(75.9)	(59.5)	(62.7)	(70.6)
ROA	6.1	8.0	8.6	8.5	8.5
ROE	7.9	10.3	11.3	11.1	10.9
ROIC	12.7	12.2	12.5	12.1	11.8

손익계산서

(단위: 십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	482.9	566.0	603.1	643.7	698.7
증가율 (Y-Y,%)	5.3	17.2	6.6	6.7	8.6
영업이익	47.1	52.5	63.4	70.1	76.3
증가율 (Y-Y,%)	9.9	11.4	20.7	10.6	8.9
EBITDA	75.3	85.0	98.6	110.7	119.4
영업외손익	(11.8)	0.8	4.4	3.6	4.4
순이자수익	2.1	1.9	1.9	2.2	2.9
외화관련손익	(1.4)	(0.4)	(0.3)	0.0	0.0
지분법손익	0.3	0.2	0.4	0.5	0.5
세전계속사업손익	35.3	53.3	67.7	73.7	80.8
당기순이익	29.9	43.0	52.6	57.5	63.0
지배기업당기순이익	29.9	43.0	52.6	57.5	63.0
증가율 (Y-Y,%)	(18.4)	43.8	22.3	9.3	9.5
NOPLAT	39.9	42.4	49.2	54.7	59.5
(+) Dep	28.2	32.5	35.2	40.6	43.0
(-) 운전자본투자	15.0	(9.0)	20.5	10.6	9.3
(-) Capex	49.7	63.8	77.2	77.2	81.0
OpFCF	3.3	20.1	(13.3)	7.6	12.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	24.0	15.9	9.6	10.1	7.3
영업이익증가율(3Yr)	47.0	23.2	13.9	14.1	13.3
EBITDA증가율(3Yr)	38.0	22.0	14.1	13.7	12.0
순이익증가율(3Yr)	31.4	16.3	12.8	24.4	13.6
영업이익률(%)	9.8	9.3	10.5	10.9	10.9
EBITDA마진(%)	15.6	15.0	16.3	17.2	17.1
순이익률 (%)	6.2	7.6	8.7	8.9	9.0

현금흐름표

(단위: 십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
영업현금	44.6	88.5	68.1	87.1	96.2
당기순이익	29.9	43.0	52.6	57.5	63.0
자산상각비	28.2	32.5	35.2	40.6	43.0
운전자본증감	(26.3)	5.4	(27.2)	(10.6)	(9.3)
매출채권감소(증가)	3.1	(4.4)	(8.3)	(13.2)	(11.7)
재고자산감소(증가)	(0.7)	(3.7)	(13.5)	(7.5)	(6.6)
매입채무증가(감소)	(27.2)	6.7	(2.3)	10.2	9.0
투자현금	(60.2)	(77.3)	(83.9)	(82.3)	(87.7)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(0.6)	(2.6)	(4.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.2	0.3
설비투자	(49.7)	(63.8)	(77.2)	(77.2)	(81.0)
유무형자산감소	1.6	1.5	0.7	(1.5)	(1.5)
재무현금	(5.1)	(3.7)	1.4	(4.2)	(4.7)
차입금증가	(1.6)	(0.4)	5.9	0.0	0.0
자본증가	(3.1)	(3.1)	(4.2)	(4.2)	(4.7)
배당금지급	3.1	3.1	4.2	4.2	4.7
현금 증감	(21.0)	7.1	(14.6)	0.6	3.9
총현금흐름(Gross CF)	78.4	92.5	105.3	97.7	105.5
(-) 운전자본증가(감소)	15.0	(9.0)	20.5	10.6	9.3
(-) 설비투자	49.7	63.8	77.2	77.2	81.0
(+) 자산매각	1.6	1.5	0.7	(1.5)	(1.5)
Free Cash Flow	15.1	39.2	8.3	8.5	13.7
(-) 기타투자	0.0	0.0	(0.0)	(0.2)	(0.3)
잉여현금	15.1	39.2	8.4	8.7	14.0

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Per share Data					
EPS	2,872	4,130	5,051	5,522	6,048
BPS	37,010	41,115	46,014	51,312	57,047
DPS	300	350	400	450	500
Multiples(x,%)					
PER	10.1	10.0	12.7	11.6	10.6
PBR	0.8	1.0	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	3.3	4.2	6.2	5.5	5.0
배당수익율	1.0	0.8	0.6	0.7	0.8
PCR	3.9	4.7	6.4	6.8	6.3
PSR	0.6	0.8	1.1	1.0	1.0
재무건전성(%)					
부채비율	26.0	30.5	30.8	29.7	28.3
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	256.8	237.6	226.5	227.2	231.1
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.1	0.0	0.1	n/a	n/a
자산구조					
투하자본(%)	79.7	76.0	79.3	80.4	80.7
현금+투자자산(%)	20.3	24.0	20.7	19.6	19.3
자본구조					
차입금(%)	1.8	1.5	2.7	2.4	2.2
자기자본(%)	98.2	98.5	97.3	97.6	97.8

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수/합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다.
당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다.
당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 6개월 주간사로 참여하지 않았습니다.
당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.
본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.
본 자료의 조사분석 담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

종목추천관련 투자등급

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- **STRONG BUY** : 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- **HOLD** : 추천기준일 종가대비 +5%이상~ +15%미만.
- **REDUCE** : 추천기준일 종가대비 +5%미만.
- **BUY** : 추천기준일 종가대비 +15%이상~+50%미만.
- **SUSPENDED** : 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

투자의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음.

동 조사분석 자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

- **Overweight** : 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- **Neutral** : 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- **Underweight** : 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당 사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.

최근 2년간 투자등급 변경내용

◎ 현대차(005380)

일자	2013.01.25	2013.02.04	2013.02.12	2013.03.04	2013.03.20	2013.03.29
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	250,000원	250,000원	250,000원	250,000원	250,000원	250,000원
일자	2013.04.02	2013.04.03	2013.04.18	2013.04.29	2013.05.02	2013.05.03
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	250,000원	250,000원	250,000원	250,000원	250,000원	250,000원
일자	2013.06.04	2013.06.28	2013.07.02	2013.07.03	2013.07.26	2013.08.02
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	250,000원	250,000원	250,000원	250,000원	250,000원	250,000원
일자	2013.08.27	2013.09.04	2013.09.05	2013.09.27	커버리지	2014.02.10
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	재개	BUY
목표주가	250,000원	250,000원	250,000원	270,000원		320,000원
일자	2014.02.18	2014.02.28	2014.03.04	2014.03.19	2014.03.27	2014.03.28
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	320,000원	320,000원	320,000원	320,000원	320,000원	320,000원
일자	2014.04.02	2014.04.25	2014.06.02	2014.06.03	2014.06.24	2014.06.30
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	320,000원	300,000원	300,000원	300,000원	300,000원	300,000원
일자	2014.07.02	2014.07.17	2014.07.25	2014.08.04	2014.09.02	2014.09.19
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	300,000원	300,000원	290,000원	290,000원	290,000원	250,000원
일자	2014.10.02	2014.10.06	2014.10.16	2014.10.23	2014.10.24	2014.11.04
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	250,000원	250,000원	250,000원	250,000원	250,000원	250,000원
일자	2014.11.10	2014.12.02	2014.12.10	2015.01.02	2015.01.05	2015.01.06
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	250,000원	250,000원	250,000원	250,000원	250,000원	250,000원
일자	2015.01.08	2015.01.23	2015.02.02			
투자의견	BUY	BUY	BUY			
목표주가	250,000원	210,000원	210,000원			

◎ 기아차(000270)

일자	2013.01.28	2013.02.04	2013.02.12	2013.03.04	2013.03.20	2013.03.29
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	65,000원	65,000원	65,000원	65,000원	65,000원	65,000원
일자	2013.04.02	2013.04.03	2013.04.18	2013.04.29	2013.05.02	2013.05.03
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	65,000원	65,000원	65,000원	65,000원	65,000원	65,000원
일자	2013.06.04	2013.06.28	2013.07.01	2013.07.03	2013.07.29	2013.08.02
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	65,000원	70,000원	70,000원	70,000원	70,000원	70,000원
일자	2013.08.27	2013.09.04	2013.09.05	2013.09.27	커버리지	2014.02.10
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	재개	BUY
목표주가	70,000원	70,000원	70,000원	74,000원		68,000원
일자	2014.02.18	2014.03.04	2014.03.19	2014.03.28	2014.04.02	2014.04.28
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	68,000원	68,000원	68,000원	68,000원	68,000원	68,000원
일자	2014.06.02	2014.06.03	2014.06.24	2014.06.30	2014.07.02	2014.07.17
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	68,000원	68,000원	68,000원	68,000원	68,000원	68,000원
일자	2014.07.25	2014.08.04	2014.09.02	2014.09.19	2014.10.02	2014.10.06
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	66,000원	66,000원	66,000원	66,000원	66,000원	66,000원
일자	2014.10.16	2014.10.23	2014.10.27	2014.11.04	2014.11.10	2014.12.02
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	66,000원	66,000원	62,000원	62,000원	70,000원	70,000원
일자	2014.12.10	2015.01.02	2015.01.05	2015.01.06	2015.01.08	2015.01.26
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	70,000원	70,000원	70,000원	70,000원	70,000원	57,000원
일자	2015.02.02					
투자의견	BUY					
목표주가	57,000원					

최근 2년간 투자등급 변경내용

◎ 현대모비스(012330)

일자	2013.02.01	2013.02.12	2013.03.29	2013.04.29	2013.06.21	2013.06.28
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	370,000원	370,000원	400,000원	340,000원	340,000원	340,000원
일자	2013.07.29	2013.09.27	커버리지	2014.02.10	2014.03.28	2014.04.28
투자의견	BUY	BUY	재개	BUY	BUY	BUY
목표주가	340,000원	360,000원		389,000원	389,000원	380,000원
일자	2014.06.02	2014.06.24	2014.06.30	2014.07.17	2014.07.28	2014.08.04
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	380,000원	380,000원	380,000원	380,000원	350,000원	350,000원
일자	2014.09.19	2014.10.02	2014.10.06	2014.10.16	2014.10.23	2014.10.27
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	310,000원	310,000원	310,000원	310,000원	310,000원	310,000원
일자	2014.11.04	2014.11.10	2014.12.02	2014.12.10	2015.01.06	2015.01.08
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	310,000원	310,000원	310,000원	310,000원	310,000원	310,000원
일자	2015.02.02					
투자의견	BUY					
목표주가	310,000원					

◎ 현대위아(01120)

일자	2013.01.08	2013.02.04	2013.02.12	2013.03.29	2013.04.29	2013.06.28
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	230,000원	250,000원	250,000원	230,000원	200,000원	200,000원
일자	2013.07.29	2013.09.06	2013.09.27	커버리지	2014.04.21	2014.04.28
투자의견	BUY	BUY	BUY	재개	BUY	BUY
목표주가	200,000원	230,000원	230,000원		207,000원	210,000원
일자	2014.05.15	2014.06.02	2014.06.24	2014.06.30	2014.07.17	2014.07.28
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	210,000원	210,000원	210,000원	230,000원	230,000원	230,000원
일자	2014.08.04	2014.08.20	2014.08.26	2014.09.19	2014.10.02	2014.10.06
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	230,000원	230,000원	280,000원	280,000원	280,000원	280,000원
일자	2014.10.16	2014.10.27	2014.11.10	2014.12.10	2015.01.02	2015.01.06
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	280,000원	280,000원	260,000원	260,000원	260,000원	260,000원
일자	2015.01.08	2015.01.26	2015.02.02			
투자의견	BUY	BUY	BUY			
목표주가	260,000원	230,000원	230,000원			

◎ 한라비스테온공조(018880)

일자	2011.06.30	2011.08.12	2011.09.30	2011.12.05	2012.01.06	2012.03.30
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	BUY	BUY	BUY
목표주가	28,000원	28,000원	28,000원	32,000원	32,000원	32,000원
일자	커버리지	2014.08.04	2014.08.07	2014.09.19	2014.10.02	2014.10.06
투자의견	재개	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가		62,000원	62,000원	62,000원	62,000원	62,000원
일자	2014.10.16	2014.11.16	2014.11.10	2014.11.24	2014.12.10	2014.12.19
투자의견	BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD	HOLD
목표주가	62,000원	62,000원	62,000원	43,000원	43,000원	43,000원
일자	2015.01.06	2015.01.08	2015.02.02			
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD			
목표주가	43,000원	43,000원	43,000원			

◎ 새론오토모티브(075180)

일자	2014.07.09	2014.07.17	커버리지	2014.08.04	2014.08.18	2014.10.02
투자의견	Not Rated	Not Rated	개시	BUY	BUY	BUY
목표주가	–	–		16,000원	16,000원	16,000원
일자	2014.10.06	2014.10.16	2014.11.10	2014.12.10	2015.01.06	2015.01.08
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	16,000원	16,000원	16,000원	16,000원	16,000원	16,000원
일자	2015.02.02					
투자의견	BUY					
목표주가	16,000원					

◎ 만도(204320)

일자		2014.10.02	2014.10.16	2014.11.10	2014.12.10	2015.01.08
투자의견	커버리지 개시	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가		250,000원	250,000원	250,000원	250,000원	250,000원
일자	2015.02.02					
투자의견	BUY					
목표주가	250,000원					

◎ 한라홀딩스(060980)

일자		2014.10.02	2014.10.16	2014.11.10	2014.12.10	2015.01.08
투자의견	커버리지 개시	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가		80,000원	80,000원	80,000원	80,000원	80,000원
일자	2015.02.02					
투자의견	BUY					
목표주가	80,000원					

◎ 한국단자공업(025540)

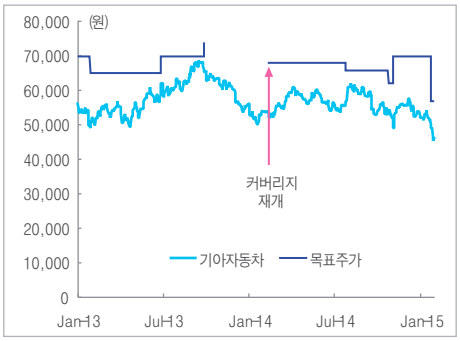
일자		2015.02.02				
투자의견	커버리지 개시	BUY				
목표주가		82,000원				

최근 2년간 목표주가 변경추이

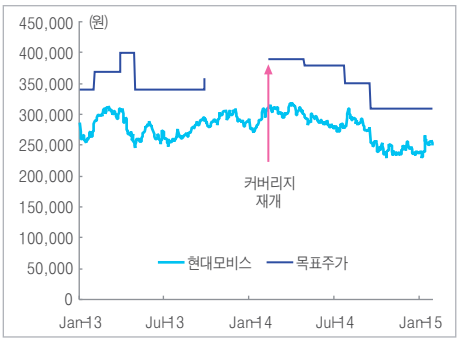
◎ 현대자동차 (005380)



◎ 기아자동차 (000270)



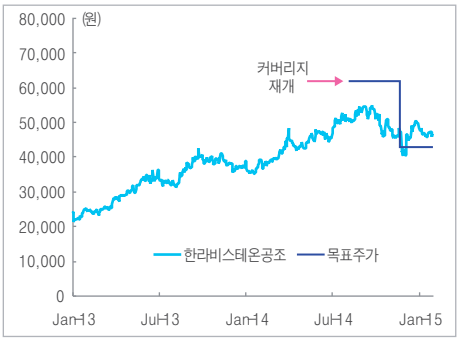
◎ 현대모비스 (012330)



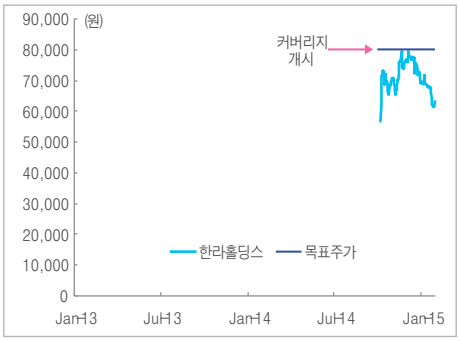
◎ 현대위아 (011210)



◎ 한라비스테온공조 (018880)

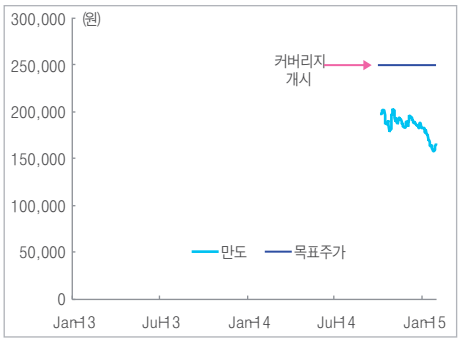


◎ 한라홀딩스 (060980)

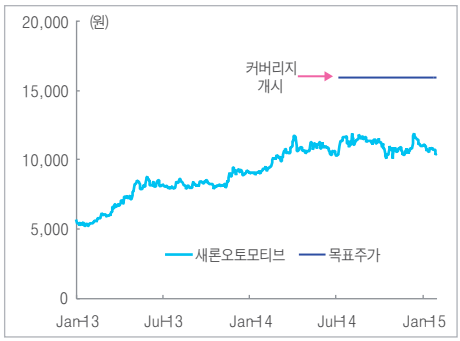


최근 2년간 목표주가 변경추이

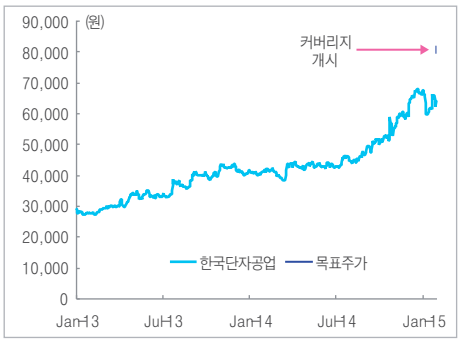
◎ 만도 (204320)



◎ 새론오토모티브 (075180)



◎ 한국단자공업 (025540)



ktb 투자증권

Research Center Profile

산업재

리서치센터장
유틸리티/운송
신지윤
2184-2333
jyshin@ktb.co.kr

건설/조선
연구원
김선미
2184-2338
smkim@ktb.co.kr

자동차/부품
연구원
김형민
2184-2419
hymin@ktb.co.kr

소재

정유/석유화학
연구위원
이충재
2184-2199
twim2000@ktb.co.kr

철강
연구위원
강태현
2184-2368
thkang@ktb.co.kr

금융

은행/지주회사
연구위원
오진원
2184-2309
jw.oh@ktb.co.kr

Consumer

인터넷/미디어/엔터
기업분석팀장
최찬석
2184-2316
nethead@ktb.co.kr

유통/제약
연구위원
이혜린
2184-2327
hrin@ktb.co.kr

음식료
연구원
김은정
2184-2322
ericakim@ktb.co.kr

Tech

반도체/LED
연구위원
진성혜
2184-2392
sh.jin@ktb.co.kr

디스플레이/핸드셋
연구위원
김양재
2184-2374
yj.kim@ktb.co.kr

매크로

투자전략/계량분석
매크로팀장
정재현 CFA
2184-2315
jhjung@ktb.co.kr

경제분석/투자전략
수석연구위원
김한진
2184-2351
hjkim@ktb.co.kr

크레딧
연구위원
김민정
2184-2377
mj.kim@ktb.co.kr

매크로

경제분석
연구위원
채현기
2184-2822
hkchae@ktb.co.kr

주식시황
연구원
김윤서
2184-2285
yskim113@ktb.co.kr

최근 3개월간 발간한 In-Depth 자료내용

2014.11.3 채현기
Economy Outlook: 여전히 Reflation 구간에 머물다

2014.11.10 김형민
자동차/부품: 저성장, 새로운 경쟁, 지배구조

2014.11.17 최종경
의료기기: 헬스케어 대세는 의료기기입니다!

2014.11.17 최찬석
모바일 게임: 5% 확률 게임에서 이기는 방법

2014.11.18 김은정
KT&G: 가격인상의 득과 실

2014.11.21 김민정
Credit Outlook: 계영배의 품격

2014.11.24 이혜린
제약: 시장성 있는 R&D 개발이 중요

2014.12.1 이충재
정유/화학: 2014년 11월의 OPEC 회의, 그 이후 벌어질 일들

2014.12.2 오진원, 이혜린, 김선미
제일모직: 그룹의 과도기, 그 정점에 설 실질적 지주회사

2014.12.8 신지윤
유틸리티: 완생(完生)

2014.12.15 김선미
조선: 미생(未生)

2015.01.12 진성혜
반도체: DRAM과 System LSI, 쌍두마차가 달린다

2015.01.19 김양재
Display/Handset: Set보다는 부품

2015.01.20 이충재
정유/화학: 유가 하락과 미국 셰일 에너지 산업, 그 첫 번째 이야기

2015.01.30 김민정
Credit Gravity: 정책금융 강화와 은행채 성장



| **본사** 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 | **본사영업점** 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩
| **강남금융센터** 서울특별시 강남구 테헤란로 326 역삼 I-TOWER 2층 | **압구정금융센터** 서울특별시 강남구 논현로 842 압구정빌딩 4층

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.