

현대위아 (011210)

BUY (Initiate)

주가(9/26) 183,000원
 목표주가 230,000원

2012. 9. 27

다양한 성장모멘텀은 여전히 유효하다

2012년 2월 주식시장에 상장한 현대위아의 주가는 2011년에는 외형성장을 필두로, 2012년에는 수익성 개선이 부각되며 자동차섹터 내에서 압도적인 상승을 하였다. 그럼에도 불구하고 현대위아가 영위하고 있는 다양한 사업부문의 향후 전망이 여전히 밝다. 지난 2년간 보여준 큰 변화를 단기적으로 기대할 수 없지만 안정적인 성장이 가능하고 2013년에도 타 업체대비 양호한 이익 증가세를 이어갈 것으로 예상된다. 긍정적 관점을 유지해도 좋다고 판단된다.



자동차/타이어/부품

Analyst 이현수

02) 3787-5289

Kenshu13@kiwoom.com

키움증권

현대위아 (011210)



Stock Data

KOSPI (9/26)	1980.44pt		
시가총액(억원)	47,086억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	194,500원	117,000원	
최고/최저가 대비 등락율	-5.91%	56.41%	
수익률	절대	상대	
	1M	8.9%	5.6%
	6M	37.6%	40.3%
	1Y	22.8%	2.5%

Company Data

발행주식수(천주)	25,730천주	
일평균 거래량(3M)	150천주	
외국인 자본율	14.63%	
배당수익률(12.E)	0.27%	
BPS(12.E)	71,243원	
주요 주주	현대차그룹	41.00%
	국민연금관리공단	8.24%
매출구성(12.E)	자동차부품	76.0%
	기계	24.0%

Price Trend



매출액, 영업이익률 추이 및 전망



Contents

I. Summary 3

- > 투자 의견 BUY, 목표주가 230,000원으로 커버리지 개시 3
- > 다양한 제품 포트폴리오가 계속성장의 원동력 3

II. Valuation 4

- > 투자 의견 BUY, 목표주가 230,000원 4

III. 투자포인트 6

- > 변속기와 기계사업부문이 중장기 핵심 성장동력 8
 - 변속기: 연비규제로 인한 성장 모멘텀 부각될 전망
 - 기계사업부문: 성장 동력이자 Risk요인
- > Module, Engine, C.V Joint: 지속성장을 위한 든든한 버팀목 12
 - Module: 성장성은 점차 낮아지지만 안정적 이익기여 예상
 - Engine: 단기 실적개선에 긍정적 역할, 구형 → 신형엔진 생산으로 꾸준한 성장 기대
 - C.V Joint: 규모의 경제효과 지속, 중장기 성장은 타OE항 수주확대가 관건
- > 서산산업단지 부지매입은 추가적인 성장 모멘텀으로... 15

- > 당사는 9월 26일 현재 '현대위아(011210)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

I. Summary

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 230,000원으로 커버리지 개시

현대위아에 대해 투자의견 BUY, 목표주가는 2013년 예상 EPS 17,931원 기준 Target PER 13배를 적용한 230,000원을 제시한다. 엔진, 변속기 사업부문이 자동차에서 분리되었다 하더라도 현대위아가 국내 자동차부품업체 중 대장주 역할을 하고 있고, 기계사업부문의 성장성이 단연 돋보이기 때문에 프리미엄이 가능하다고 판단된다. 단기적으로 중국엔진법인의 생산Capa 확장과 2분기 매출인식이 지연되었던 기계부문의 실적개선이 상대적 투자매력을 높일 것으로 예상된다. 또한 2013년 인도 C.V Joint법인 생산량 증가, 현대 북경 3공장, 브라질 공장 생산량 증가, 2014년 기아 중국3공장 본격 가동 등 안정적인 자동차사업부문의 성장을 기반으로 기계사업부문의 성장이 더해질 것으로 보여 현 시점에서 긍정적 시각을 유지해도 좋다고 판단된다.

>>> 다양한 제품 포트폴리오가 계속성장의 원동력

현재 현대위아의 투자매력을 극대화 시키고 있는 점을 살펴보면, 1) 자동차부품사업부문의 수익성 레벨이 과거대비 크게 개선되었고, 2) 기계사업부문의 영업정상화로 이익기여도가 높아졌다는 것이다. 2011년 외형성장, 2012년 수익성 개선이 차례로 나타나면서 2012년 이익증가 폭이 시장기대치를 충족시키기에 충분하였다. 그 결과 주가의 상승탄력은 동종업계 내에서 단연 돋보였다 하지만 2012년 이익증가가 컸던 만큼 2013년에는 역 기저효과로 인해 이익증가세가 다소 둔화되는 것처럼 보일 수 있다. 그렇다 하더라도 다양한 제품들의 향후 전망이 양호한 상황으로 판단됨에 따라 두 자릿수의 EPS 증가가 지속되는 상황에서 밸류에이션 프리미엄이 가능할 것으로 예상된다.

다만 자동차섹터 내에서 차별화된 주가 상승이 나타났고, 전방산업인 자동차주와 Valuation Spread 가 크게 확대된 만큼 큰 폭의 주가상승 보다는 안정적 이익 증가를 반영한 주가흐름이 기대된다. 지난 2년간 사업부 각각의 질적 개선이 컸던 만큼 당분간 큰 변화보다는 안정적인 흐름이 유지될 것으로 예상되기 때문에 구조적 변화에 초점을 둔 큰 그림에서의 접근이 유효하다고 판단된다.

투자지표, IFRS 연결	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
매출액(억원)	44,349	56,342	68,807	76,632	86,024
보고영업이익(억원)	1,301	2,690	5,349	6,191	7,057
핵심영업이익(억원)	1,317	2,692	4,848	5,675	6,567
EBITDA(억원)	1,955	3,422	5,761	6,664	7,628
세전이익(억원)	1,677	2,772	5,164	6,071	6,898
순이익(억원)	1,367	2,167	3,953	4,614	5,243
지배주주지분순이익(억원)	1,367	2,167	3,939	4,614	5,243
EPS(원)	6,289	8,586	15,307	17,931	20,376
증감율(%YoY)	77.0	36.5	62.5	17.1	13.6
PER(배)	0.0	16.6	12.1	10.3	9.1
PBR(배)	0.0	2.7	2.6	2.1	1.7
EV/EBITDA(배)	2.2	11.8	9.7	8.0	6.6
보고영업이익률(%)	2.9	4.8	7.8	8.1	8.2
핵심영업이익률(%)	3.0	4.8	7.0	7.4	7.6
ROE(%)	15.4	18.7	23.4	21.9	20.3
순부채비율(%)	46.0	26.8	41.2	23.4	9.7

II. Valuation

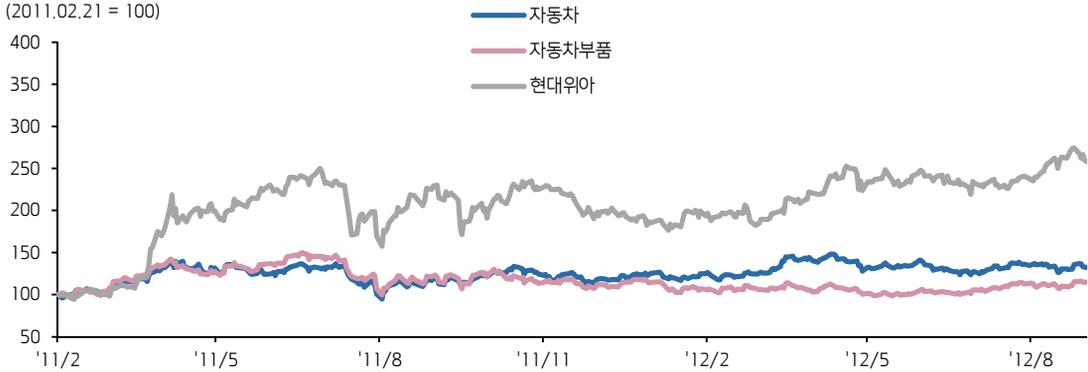
>>> 투자의견 BUY, 목표주가 230,000원

현대위아에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 230,000원으로 커버리지를 개시한다.

현대위아는 상장 이후 다양한 사업부문의 실적개선을 통해 동종업종 내에서 차별화된 평가를 받고 있다. 이는 현대위아의 중장기 성장성과 현대차그룹 내에서의 입지강화에 대한 기대감이 반영됐기 때문으로 판단된다. 자동차의 핵심 부품부터 제조설비 및 방위사업까지 다양한 사업을 영위하고 있고, 각 부문에서 괄목할만한 수익성 개선과 양호한 외형성장이 현대위아의 프리미엄의 근거가 되고 있는 것이다. 뿐만 아니라 상장 이후 실적에 대한 불확실성이 컸던 타 부품업체들과 달리 안정적인 실적을 기록하면서 상대적 투자매력이 높아질 수 밖에 없었던 것도 사실이다.

현대위아 상장 이후 자동차/자동차부품 주가 추이

(2011.02.21 = 100)



자료: Wise FN, 키움증권

현대위아는 단기적으로 Module, Engine, C.V Joint 사업부문의 양적 성장을 기반으로 안정적인 외형 성장을 이어갈 것으로 예상되고, 중장기적으로는 변속기, 기계사업부문의 양적, 질적 성장을 통해 국내 대형부품업체 및 글로벌 부품업체와 비교해도 손색없는 성장과 이익증가가 가능할 것으로 판단된다. 최근 개별 종목들의 주가상승이 돋보이고 있고, 현대위아 역시 상대적 주가 강세흐름을 이어가고 있다. 이런 흐름이 지수관련 종목들의 상승세로 전환된다 하더라도 양호한 실적과 성장성은 현대위아의 투자 매력을 약화시키진 않을 것으로 보인다.

따라서 현대위아에 대해 투자의견 BUY, 목표주가는 2013년 예상 EPS 17,931원 기준 Target PER 13 배를 적용한 230,000원을 제시한다. 엔진, 변속기 사업부문이 자동차에서 분리되었다 하더라도 현대위아가 국내 자동차부품업체 중 대장주 역할을 하고 있고, 기계사업부문의 성장성이 단연 돋보이기 때문에 프리미엄이 가능하다고 판단된다. 단기적으로 중국엔진법인의 생산Capa 확장과 2분기 매출인식이 지연되었던 기계부문의 실적개선이 상대적 투자매력을 높일 것으로 예상된다. 또한 2013년 인도 C.V Joint법인 생산량 증가, 현대 북경 3공장, 브라질 공장 생산량 증가, 2014년 기아 중국3공장 본격 가동 등 안정적인 자동차사업부문의 성장을 기반으로 기계사업부문의 성장이 더해질 것으로 보여 현 시점에서 긍정적 시각을 유지해도 좋다고 판단된다.

2012년 3분기 실적은 매출액 1.72조원, 영업이익 1,325억원 (OPM 7.7%), 당기순이익 1,016억원을 기록할 것으로 추정된다. 3분기 현대차그룹의 부분파업으로 인한 생산량 감소가 불가피해 보이지만, 2분기 매출인식이 지연되었던 기계사업부문의 실적 개선이 상대적으로 양호한 실적기록을 가능케 할 것으로 예상되기 때문이다. 4분기에도 완성차업체의 생산량 보존에 따른 자동차부품부문 실적 개선, 기계사업부문의 성장이 지속될 가능성이 높아 견조한 실적흐름은 유지될 전망이다.

분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 억원, %)

	2012.1Q	2012.2Q	2012.3Q	2012.4Q	2013.1Q	2013.2Q	2013.3Q	2013.4Q	2012F	2013F
매출액	16,516	16,855	17,214	18,222	18,460	19,117	18,793	20,262	68,807	76,632
자동차부품	12,545	12,377	12,005	13,092	13,279	13,883	12,920	14,331	50,019	54,413
기계	3,970	4,477	5,209	5,130	5,181	5,233	5,873	5,931	18,787	22,219
매출원가	14,770	14,826	15,320	16,199	16,208	16,823	16,726	18,094	61,115	67,851
% of Sales	89.4	88.0	89.0	88.9	87.8	88.0	89.0	89.3	88.8	88.5
판매비	631	758	689	765	701	822	752	831	2,843	3,106
% of Sales	3.8	4.5	4.0	4.2	3.8	4.3	4.0	4.1	4.1	4.1
영업이익	1,226	1,321	1,325	1,476	1,477	1,587	1,466	1,661	5,349	6,191
% of Sales	7.4	7.8	7.7	8.1	8.0	8.3	7.8	8.2	7.8	8.1
세전이익	1,122	1,285	1,337	1,419	1,545	1,531	1,449	1,546	5,164	6,071
% of Sales	6.8	7.6	7.8	7.8	8.4	8.0	7.7	7.6	7.5	7.9
당기순이익	899	945	1,016	1,078	1,174	1,164	1,101	1,175	3,939	4,614
% of Sales	5.4	5.6	5.9	5.9	6.4	6.1	5.9	5.8	5.7	6.0

자료: 키움증권 추정

III. 투자포인트

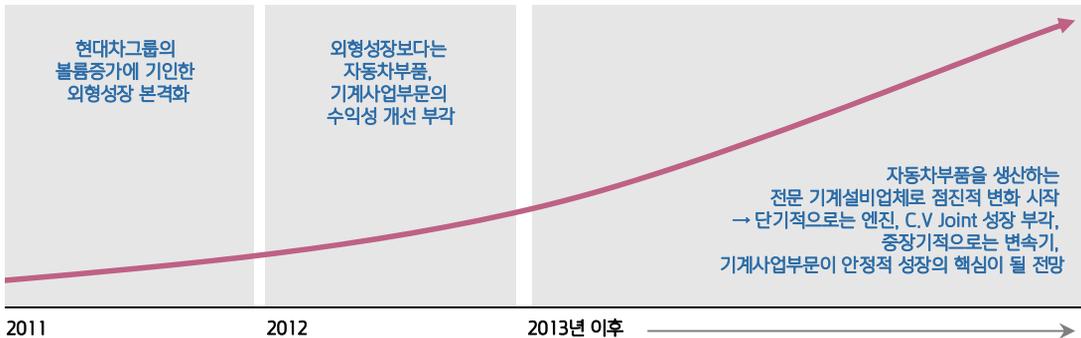
1976년 기아이공으로 출범한 현대위아는 현대차그룹의 핵심 부품업체로 성장하여 2011년 2월 21일 주식시장에 공개되었다. 현대위아는 현대차그룹이라는 대형 Captive를 기반으로 자동차부품의 안정적인 이익 창출과 기계사업부문의 수익성개선에 따른 이익증가가 주가에 반영되며 상장 이후 주가의 상승탄력이 강화되고 있다. 현대위아의 사업부문은 크게 자동차부품과 기계사업부문으로 나뉘는데, 1) 자동차부품은 크게 모듈 (샤시 및 타이어), 엔진, 변속기, C.V Joint를, 2) 기계사업부문은 공작기계, 자동화 설비, 산업기계 및 방위산업 제품을 주력 생산하고 있다.

현대위아가 자동차부품업체 중 투자선호업체로 부각되는 이유는, 1) 현대차그룹 내에서 제2의 현대모비스와 같은 입지 향상에 대한 기대감이 높고, 2) 외형성장과 더불어 수익성 개선이 동시에 나타나면서 이익증가 속도가 압도적으로 우위를 보이고 있으며, 3) 다양한 제품 포트폴리오를 확보하고 있어 향후 수익성 개선 및 안정적인 성장을 가능케 할 요소가 충분하기 때문이다. 따라서 각 사업부문별 현황과 향후 전망에 대한 고민이 현대위아에 대한 투자판단에 중요한 역할을 할 수 있을 것으로 판단된다.

현재 현대위아의 투자매력을 극대화 시키고 있는 점을 살펴보면, 1) 자동차부품사업부문의 수익성 레벨이 과거대비 크게 개선되었고, 2) 기계사업부문의 영업정상화로 이익기여도가 높아졌다는 것이다. 2011년 외형성장, 2012년 수익성 개선이 차례로 나타나면서 2012년 이익증가 폭이 시장기대치를 충족시키기에 충분하였다. 그 결과 주가의 상승탄력은 동종업계 내에서 단연 돋보였다 하지만 2012년 이익증가가 컸던 만큼 2013년에는 역 지지효과로 인해 이익증가세가 다소 둔화되는 것처럼 보일 수 있다. 그렇다 하더라도 다양한 제품들의 향후 전망이 양호한 상황으로 판단됨에 따라 두 자릿수의 EPS 증가가 지속되는 상황에서 밸류에이션 프리미엄이 가능할 것으로 예상된다.

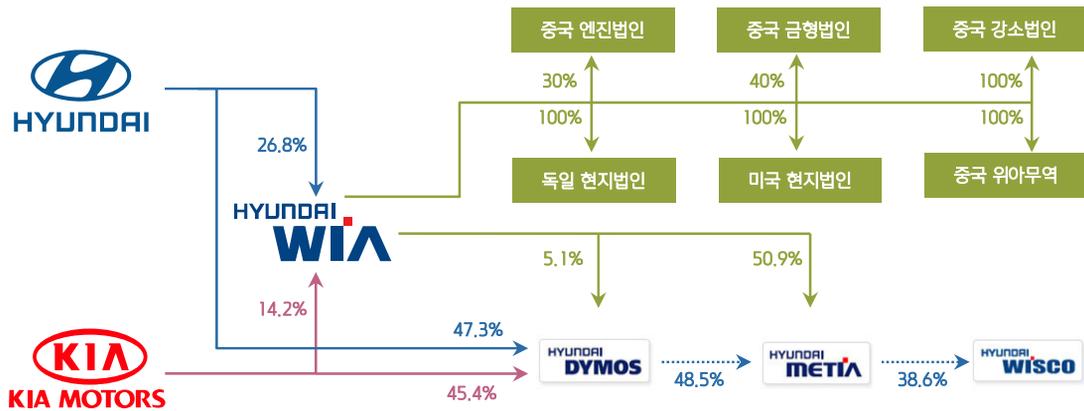
현대위아의 다양한 제품 포트폴리오에서 향후 다양한 성장동력을 기대할 수 있는데, 단기적으로는 1) 모듈, 엔진 및 C.V Joint의 성장성과 기계부문의 수익성 개선이, 2) 중장기적으로는 변속기 및 기계사업부문의 성장이 현대위아의 투자매력을 높여줄 것으로 판단된다. 따라서 단기 모멘텀 보다는 현대위아의 구조적 변화에 초점을 둔 큰 그림에서의 접근이 유효하다고 판단된다.

현대위아 중장기 성장 동력



자료: 키움증권

현대위아 주요 지배구조 현황



자료: 키움증권

현대위아 주요법인 현황

법인	공장	지역	주요제품	지분율
현대위아 (본사)	창원1	한국	공작기계, 산업기계, 특수기계, 로봇	본사
	창원2	한국	T/M	
	창원3	한국	CV Joint	
	안산1,2	한국	Module	
	광주1	한국	Module	
	평택	한국	Engine	
강소현대위아	강소	중국	주물소재, CV Joint	100%
현대위아기차모구(산동)	산동	중국	금형	40%
현대위아기차발동기(산동)	산동	중국	Engine	30%
Hyundai-Wia Machine America		미국	판매법인	100%
Hyundai-Wia Machine Europe		유럽	판매법인	100%
Hyundai-Wia India		인도	CV Joint	100%
위아무역유한공사		중국	판매법인	100%
현대메티아	창원	한국	주물소재	50.9%
위아-마그나파워트레인	아산	한국	AWD, 전자식커플링, Transfer case	50%
현대위스코	창원	한국	단조, 금형	메티아가 38.6%보유

자료: 현대위아, 키움증권

>>> 변속기와 기계사업부문이 중장기 핵심 성장동력

변속기: 연비규제로 인한 성장 모멘텀 부각될 전망

국가별 연비규제가 강화됨에 따라 현대위아의 변속기 사업부문의 중장기 성장성은 타 사업부문대비 탁월하다고 판단된다. 이미 현대차그룹의 연비개선은 GDI Engine을 통해 상당부분 진행된 상황이다. 따라서 추가적인 연비향상을 위해선 Turbo Charger, Super Charger와 같은 추가적인 부품이 장착되거나, DCT (Dual Clutch Transmission), 또는 CVT (Continuously Variable Transmission)과 같은 변속기의 기능개선이 필요할 것으로 예상된다.

디젤, 개솔린 차량 연비개선에 탁월한 DCT



자료: 키움증권

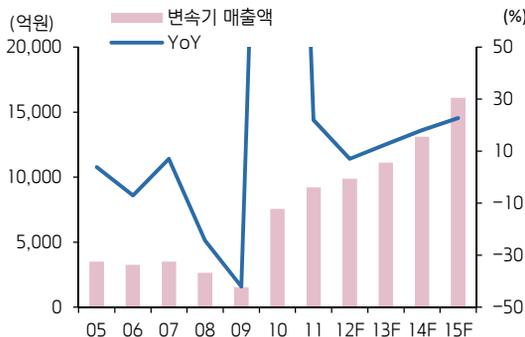
하이브리드에 주로 장착되고 있는 CVT



자료: 키움증권

현대위아는 수동, 부변속기와 DCT를 생산하고 있고, 변속기 사업부분은 전체 매출의 15%를 차지하며 그 비중이 점진적으로 높아질 전망이다. 기본적으로 수동, 부변속기는 현대차그룹의 글로벌 생산량 증가와 함께 동반 성장이 가능할 것으로 예상되고, 고부가가치 변속기인 DCT의 경우 각 국가별 연비기준 강화가 DCT장착을 가속화 시켜줄 것으로 보여 중장기 성장성을 담보해줄 중요한 사업부분으로 판단된다. 변속기의 경우 현대위아가 자체기술력을 기반으로 설계-가공-조립을 모두 하고 있기 때문에 상대적으로 수익성이 양호하다. 현재 9% 중반의 수익성을 기록하고 있는 것으로 추정되는데, 향후 DCT 장착이 본격화 되기 시작한다면 매출비중 증가와 함께 자동차부품사업부문의 수익성 개선을 가능케 할 것으로 판단된다.

변속기 사업부문 매출액 추이 및 전망



주: 2010년 이전은 K-GAAP기준, 2010년부터 K-IFRS연결기준
자료: 키움증권

변속기 사업부문 매출비중 추이 및 전망



주: 2010년 이전은 K-GAAP기준, 2010년부터 K-IFRS연결기준
자료: 키움증권

물론 연비기준강화를 맞추기 위해 전기차 또는 하이브리드 자동차에 대한 필요성이 우선적으로 높아질 것이다. 하지만 현재 자동차제조업의 수익구조가 내연기관 자동차 생산에서 이익 극대화와 안정적인 수익창출이 가능하고, 배터리 기술개발 및 인프라 구축에 시간이 필요하기 때문에 내연기관에서 모터로 단기간 내 급격한 패러다임의 변화가 나타날 것으로 예상되진 않는다. 따라서 글로벌 국가들의 강화된 연비규제를 충족시키기 위해 완성차업체들은 변속기 기능개선에 단기 초점을 맞출 가능성이 높아 보이고, 현대위아의 고부가가치 변속기 사업부문은 그룹 내에서 그 필요성이 점차 확대될 것으로 판단된다.

미국, 유럽지역 연비규제 현황

U.S.A

- 2016년까지 평균연비 35.5mpg (15km/L)
- 2017~2025년 54.5mpg (23km/L)

Europe

- Petrol NOx
- Diesel NOx
- Diesel PM



자료: 언론취합, 기움증권

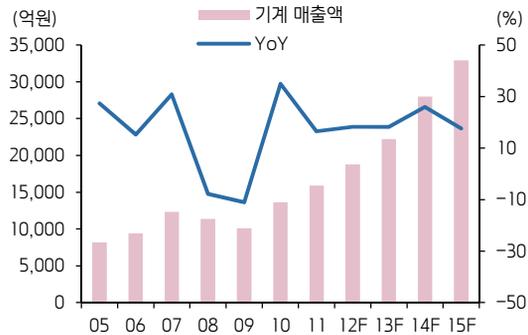
기계사업부문: 성장 동력이자 Risk요인

기계사업부문은 현대위아의 기업가치향상에 가장 큰 역할을 한 사업부문이다. 기계사업부문은 현대차 그룹이라는 강력한 Captive를 기반으로 국내외 공작기계 시장에서 빠르게 성장해왔다. 기계사업부문은 전체 매출의 약 25%를 차지하고 있으며, 공작기계, 자동화 설비, 프레스, 로봇, 방위사업으로 구성되었다. 공작기계와 자동화 설비 및 프레스는 현대차그룹의 국내외 성장을 기반으로 꾸준히 성장해왔고, 과거에는 외형성장에만 초점이 맞춰져 수익성 낮은 해외수주로 인해 이익기여가 크지 않았다.

하지만 상장 이후 사업의 초점이 수익성에 맞춰졌고, 현대차그룹과의 동반성장 Reference를 기반으로 해외 매출이 증가하는 모습을 보였다. 고마진 자동화 설비 수주를 본격적으로 확대했고, 기계부문의 수익성은 과거와 달리 자동차부문의 수익성을 앞서기 시작했고, 그룹 내 기계전문 업체의 입지를 강화시키고 있는 것으로 판단된다.

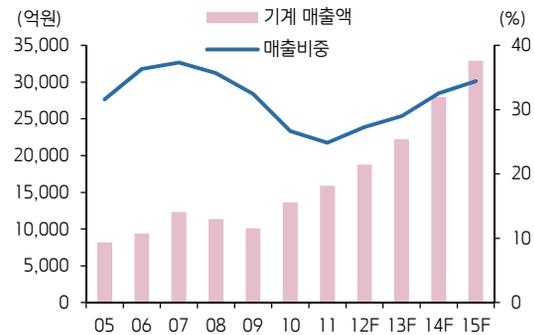
현재 글로벌 공작기계 업황이 유럽지역의 경기부진으로 좋지 않은 상황이다. 그럼에도 불구하고 현대위아의 경우 현대차그룹의 글로벌 Capa확대와 미국에서의 양호한 수주활동 및 유럽에서의 현상유지로 국내, 중국의 부진을 만회하고 있다. 좋지 않은 상황에서도 기계사업부문의 매출은 전년대비 양호한 성장을 보이고 있어 글로벌 경기가 점진적으로 회복된다면 현대위아 기계부문의 양호한 성장은 유효해 보인다. 특히 해외업체들의 신규수주도 지속적으로 증가하고 있고, 자동차 생산법인 증설에 필요한 신규 설비뿐만 아니라 노후 설비들의 교체 수요 및 과거 투입되었던 유럽업체들의 설비 등에 대한 잠재 수요가 존재하기 때문에 향후 기계부문의 성장여력은 충분하다고 판단된다.

기계사업부문 매출액 추이 및 전망



주: 2010년 이전은 K-GAAP기준, 2010년부터 K-IFRS연결기준
자료: 키움증권

기계사업부문 매출비중 추이 및 전망



주: 2010년 이전은 K-GAAP기준, 2010년부터 K-IFRS연결기준
자료: 키움증권

2012년 2분기말 기준 기계사업부문 수주잔고는 1.1조원을 넘어서고 있고, 상반기 기계부문의 매출은 8,448억원을 기록하였다. 1분기에 확보한 대규모 수주와 2분기 매출인식이 지연되었던 400억원을 감안하면 3분기 기계사업부문의 실적은 개선되는 모습을 보일 것으로 예상된다. 양호한 수주잔고를 기반으로 하반기 1조원 수준의 기계매출을 기록할 수 있을 것으로 추정된다. 향후 수주잔고가 큰 폭으로 증가하기 보다는 6~7개월의 시간이 소요되는 수주잔고의 매출인식 기간이 단축되며 기계부문의 외형성장을 이끌 것으로 예상되고, 경기회복 시점에서 신규수주 확보가 원활해 진다면 현대위아의 프리미엄은 더욱 강화될 것이다. 다만 경기상황에 따라 신규수주가 계획대로 진행되지 않을 경우 실적 변동성 확대와 실적이 기대를 충족시키지 못하는 경우가 발생할 수 있어 기계사업부문은 프리미엄과 동시에 리스크 요인이 될 가능성도 있다. 따라서 신규수주에 대한 지속적인 관심이 필요할 것으로 판단된다.

기계사업부문 현황

공작기계



수직형머시닝센터



수평형머시닝센터

로봇



핸들링 로봇



F시리즈 로봇

자동화 설비



산업기계



방위사업



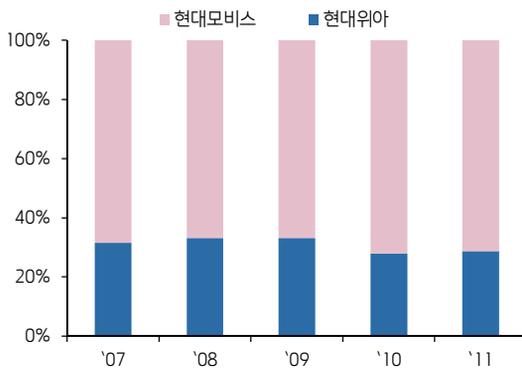
자료: 키움증권

>>> Module, Engine, C.V Joint: 지속성장을 위한 든든한 버팀목

Module: 성장성은 점차 낮아지지만 안정적 이익기여 예상

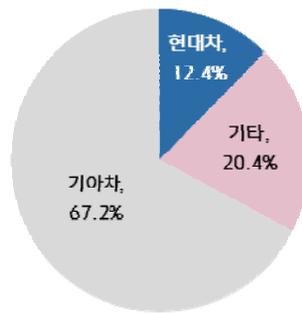
Module 사업부문은 현대위아 매출의 38%를 차지할 만큼 지금까지 핵심성장동력으로 작용해왔다. 현대위아가 기아기공에 근간을 두고 시작된 기업인 만큼 자동차생산과 밀접한 관련이 있다. 따라서 샤시 모듈은 기아차 생산물량의 60%이상을 대응할 만큼 기아차에 대한 의존도가 높다. 그렇기 때문에 과거 뿐만 아니라 향후에도 Module사업부문은 현대위아의 지속적인 성장에 있어 중요한 버팀목 역할을 할 것으로 예상된다. 특히 기아차가 비전 2016 (2016년 글로벌 350만대 생산Capacity 확보)을 발표하였기 때문에 2016년까지 현대위아의 Module사업부문의 동반성장도 지속될 것으로 기대된다.

국내시장 샤시모듈 점유율 추이



자료: 현대위아, 키움증권

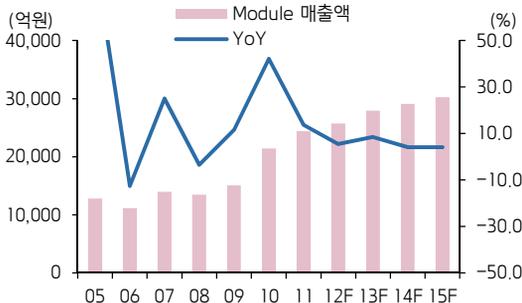
2012년 상반기기준 고객별 납품 비중



K-IFRS 개별기준
자료: 현대위아, 키움증권

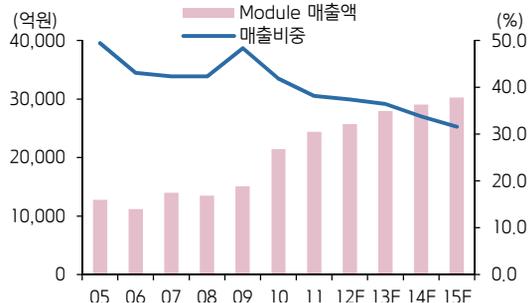
Module사업은 다수의 부품을 단순조립, 납품함으로써 자동차의 생산성을 높이는 과정으로 타 부품대비 상대적으로 수익성이 (3~4% 추정) 낮다. 그럼에도 불구하고 자동차부품사업부문의 수익성이 7%를 넘어서는 점은 상당히 고무적이다. 2016년까지 현대차그룹의 글로벌 생산량은 지속적으로 증가할 전망이다. 하지만 증가속도는 점차 둔화될 것으로 예상된다. 따라서 상대적으로 수익성이 낮은 Module부문이 차지하는 이익비중은 점차 낮아질 것이고, 현대위아의 수익성 개선에 긍정적일 것으로 추정된다. 뿐만 아니라 타 사업부문의 일시적 실적 부진이 나타나도 Module부문이 실적 변동성 확대를 제한하는 버팀목 역할을 할 것으로 기대된다.

Module사업부문 매출액 추이 및 전망



주: 2010년 이전은 K-GAAP기준, 2010년부터 K-IFRS연결기준
자료: 키움증권

Module사업부문 매출비중 추이 및 전망



주: 2010년 이전은 K-GAAP기준, 2010년부터 K-IFRS연결기준
자료: 키움증권

Engine: 단기 실적개선에 긍정적 역할, 구형 → 신형엔진 생산으로 꾸준한 성장 기대

Engine사업부문은 변속기와 더불어 완성차 업체의 전유물이었다. 하지만 변속기 생산이 부품업체로 이원화 되기 시작했고, Engine 역시 현대위아로 생산이 일부 이전되기 시작함에 따라 현대위아가 국내 부품사 중 유일한 엔진제조업체가 되었다. 따라서 Engine사업부문의 향후 성장에 대한 기대가 커지고 있다. 현대위아는 2005년부터 본격적으로 Engine 생산을 시작한 이래로 2011년기준 매출비중이 15% 수준까지 증가했고, 엔진의 종류도 알파, 베타와 같은 구형엔진에서 최근에는 카파, 감마, 누우엔진까지 생산범위를 확대하고 있다.

현대차그룹 볼륨 차종의 엔진 생산 중

카파엔진	감마엔진	누우엔진
		
모닝 레이 110 (인도)	엑센트 리오 소울 벨로스터	YF 쏘나타 K5

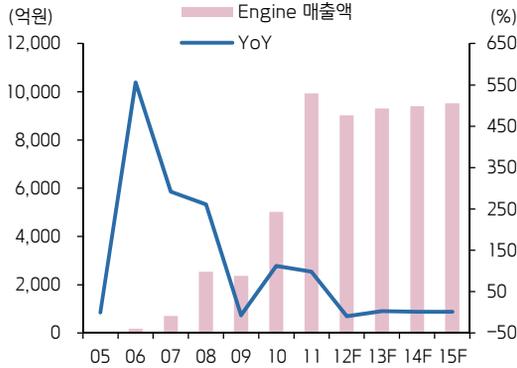
자료: 현대위아, 기움증권

생산하고 있는 Engine의 범위가 신형 누우 Engine까지 확대되고 있고, 중국 엔진법인의 증설이 진행되면서 글로벌 생산능력이 120만대로 증가할 것으로 예상되는 것은 사실이다. 하지만만 그룹 내에서 현대위아가 엔진 주력생산업체로 전환될 가능성은 크지 않다고 판단된다. 그 이유는 아직 완성차업체가 Engine Value Chain내에서 수익창출을 극대화 하지 않았기 때문이다. 다시 말해서 Engine개발을 통해 자체공급능력과 기술력을 확보하였지만 후발 완성차업체향 Engine수출단계에는 아직 진입하지 못하였기 때문이다.

따라서 현대위아가 엔진공급능력을 확대하고 있지만 이는 현대차그룹의 글로벌 생산량 증가와 동시에 일어나고 있기 때문에 그룹 내에서 현대위아의 Engine생산비중은 크게 달라지지 않을 것으로 예상된다. 그렇다 하더라도 생산 Engine의 종류도 구형엔진을 탑재하는 차종의 단종이 나타날 경우 해당 생산라인이 신형으로 교체되고 중국법인을 통해 Engine 생산능력을 확대하고 있어 지속적인 성장에 대한 우려는 없어 보인다.

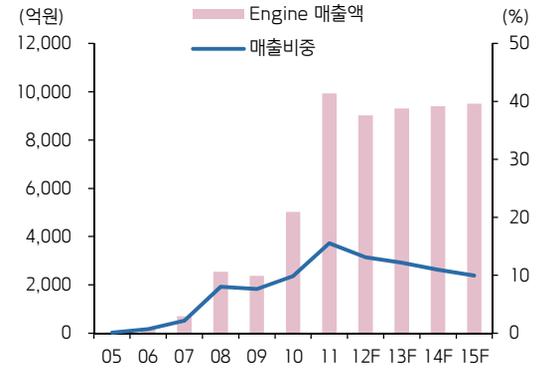
특히 산동엔진법인의 생산Capa가 2012년 9월 말부터 기존 50만대에서 70만대로 증가함에 따라 본사의 CKD물량 증가에 따른 이익기여도 증가할 것이기 때문에 양호한 실적 기록에 긍정적 영향이 예상된다. 뿐만 아니라 이로 인한 강소현대위아 (중국 주물법인)의 매출도 동반 증가가 가능할 것으로 보여 3분기부터 이익 기여가 확대될 것으로 기대된다. 산동엔진법인이 중국, 러시아, 미국, 브라질, 터키 등 현대차그룹의 해외생산법인을 전략적으로 대응할 것으로 보이고 향후 구형 → 신형엔진으로의 품목 전환은 지속될 것으로 보여 Engine사업부문의 중장기 성장성은 양호할 것으로 판단된다.

Engine사업부문 매출액 추이 및 전망



주 2010년 이전은 K-GAAP기준, 2010년부터 K-IFRS연결기준
자료: 키움증권

Engine사업부문 매출비중 추이 및 전망



주 2010년 이전은 K-GAAP기준, 2010년부터 K-IFRS연결기준
자료: 키움증권

C.V Joint: 규모의 경제효과 지속, 중장기 성장은 타OE항 수주확대가 관건

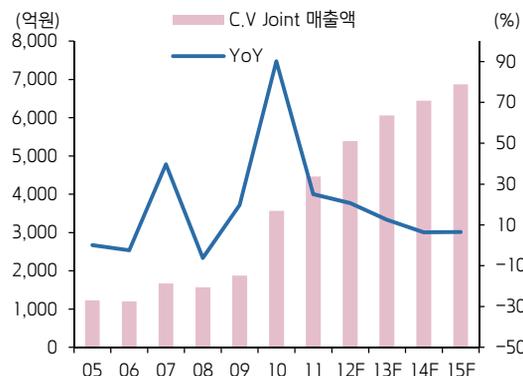
C.V Joint는 업체별 기술 차별화를 기대하기엔 이미 범용화가 된 부품이다. 하지만 현대위아의 경우 규모의 경제와 해외업체로의 납품을 통해 적정마진 확보, 안정적인 외형성장을 지속하고 있다. 현재 한국, 중국, 인도에 C.V Joint 생산법인이 진출해 있으며, 기본적으로 현대, 기아차량 납품을 주력으로 중국 및 인도 로컬업체에게 납품을 확대하고 있다. C.V Joint는 현대위아 전체 매출의 7%를 차지하고 있어 타 사업부문 대비 상대적으로 그 비중이 높지 않다. 그렇다 하더라도 타 부품대비 높은 수익성을 보이고 있어 현대위아의 수익성 개선에 큰 역할을 하고 있다.

하지만 C.V Joint의 경우 이미 범용화된 부품으로 생산량이 담보되지 않는다면 양호한 수익성을 유지하기 어려울 것으로 생각된다. 현대위아의 경우 국내외 생산거점 확대에 의한 규모의 경제 효과로 수익성이 예상외로 크게 개선되었다. 현재 국내 410만대, 중국 80만대, 인도 20만대의 생산Capa를 확보하고 있다. C.V Joint 역시 현대위아가 자체적으로 설계, 가공, 조립을 하고 있어 9% 수준의 수익성을 기록하고 있는 것으로 추정된다. 하지만 현대차그룹에 대한 높은 의존도가 유지되는 상황에서 C.V Joint 사업부문의 추가적인 수익성 개선은 어려울 것으로 판단된다.

현재 중국, 인도와 같은 후발업체들에게 신규수주를 확보하고 있지만 아직 만족할만한 수준은 아니라고 생각된다. 인도법인의 생산Capa를 기존 20만대에서 60만대로 (2013년 7월 예상) 확대함에 따라 단기 외형성장 국면은 이어갈 것으로 예상되지만 현대차그룹을 제외한 신규고객확보하지 못한다면 중장기적으로 마진 개선은 제한적일 것으로 예상된다.

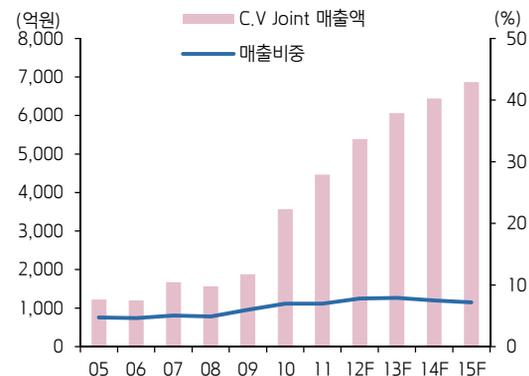
하지만 2016년까지 현대차그룹의 글로벌 생산량 증가국면이 지속될 것이기 때문에 C.V Joint 사업부문의 성장은 계속될 가능성이 높다. 상대적으로 높은 마진구조의 사업부문이기 때문에 향후 해외고객 확보가 계획대로 이뤄진다면 C.V Joint 사업부문이 현대위아의 외형성장과 수익성 개선에 효자 역할을 하기에 충분하다고 생각된다.

C.V Joint사업부문 매출 추이 및 전망



자료: 현대위아, 키움증권

C.V Joint사업부문 비중 추이 및 전망



자료: 현대위아, 키움증권

>>> 서산산업단지 부지매입은 추가적인 성장 모멘텀으로...

현대위아는 지난 2012년 6월 기아차로부터 10만평 규모의 부지를 매입한다고 공시했다. 자동차부품과 기계사업부문의 지리적, 전략적 분리를 통해 국내생산거점의 전문성과 시너지 극대화를 도모하는 것으로 판단된다. 서산부지는 창원생산법인과 같은 규모로 국내 전체 생산거점의 대부분을 차지할 정도로 크기 때문이다. 따라서 향후 서산부지의 활용 방안과 창원지역 생산법인의 변화를 통해 현대위아가 영위하고 있는 사업부문 중 현대위아의 중장기 핵심성장동력과 성장의 방향성에 대해 가늠할 수 있을 것으로 기대된다. 물론 서산과 창원지역에 자동차부품과 기계사업부문을 이원화 시켜 생산 효율을 높이고, 추가적인 사업에 대한 기대감이 높은 것은 사실이다. 그렇다 하더라도 서산부지에 대한 기대감만으로 현 시점에서 주가상승을 자극하기엔 무리가 있다고 생각된다. 향후 구체적인 활용방안이 제시된 이후 모멘텀에 대한 고민을 해도 늦지 않을 것으로 판단된다.

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	44,349	56,342	68,807	76,632	86,024
매출원가	41,274	51,683	61,115	67,851	75,970
매출총이익	3,075	4,659	7,691	8,781	10,054
판매비및일반관리비	1,758	1,967	2,843	3,106	3,487
영업이익(보고)	1,301	2,690	5,349	6,191	7,057
영업이익(핵심)	1,317	2,692	4,848	5,675	6,567
영업외손익	360	79	315	395	331
이자수익	65	63	141	160	179
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	199	235	521	349	369
이자비용	394	324	470	446	424
외환손실	260	231	566	454	468
관계기업지분법손익	567	0	283	317	364
투자및기타자산처분손익	56	-2	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	259	339	0	0	0
기타	-133	0	407	469	310
법인세차감전이익	1,677	2,772	5,164	6,071	6,898
법인세비용	310	605	1,277	1,457	1,656
유효법인세율 (%)	18.5%	21.8%	24.7%	24.0%	24.0%
당기순이익	1,367	2,167	3,953	4,614	5,243
지배주주지분순이익(억원)	1,367	2,167	3,939	4,614	5,243
EBITDA	1,955	3,422	5,761	6,664	7,628
현금순이익(Cash Earnings)	2,004	2,897	4,865	5,603	6,304
수정당기순이익	1,109	1,904	3,953	4,614	5,243
증감율(% YoY)					
매출액	42.2	27.0	7.6	11.4	12.3
영업이익(보고)	5.9	106.8	58.8	15.7	14.0
영업이익(핵심)	7.4	104.4	52.5	17.1	15.7
EBITDA	8.5	75.1	38.3	15.7	14.5
지배주주지분 당기순이익	77.0	58.6	65.7	17.1	13.6
EPS	77.0	36.5	62.5	17.1	13.6
수정순이익	85.2	71.6	56.0	16.7	13.6

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	15,587	21,699	28,091	33,445	39,791
현금및현금성자산	1,333	2,924	2,661	5,123	7,999
유동금융자산	32	25	206	230	258
매출채권및유동채권	9,193	12,663	16,728	18,631	20,914
재고자산	4,867	6,087	8,495	9,461	10,620
기타유동비금융자산	162	0	0	0	0
비유동자산	12,530	13,840	16,645	17,699	18,744
장기매출채권및기타비유동채권	238	204	241	268	301
투자자산	3,334	3,162	1,739	1,603	1,524
유형자산	8,147	9,343	13,473	14,636	15,727
무형자산	811	1,131	1,179	1,177	1,176
기타비유동자산	0	0	13	14	16
자산총계	28,118	35,539	44,736	51,144	58,535
유동부채	14,002	17,397	19,546	21,075	22,831
매입채무및기타유동채무	12,023	14,127	13,761	15,326	17,205
단기차입금	442	554	2,417	2,217	2,017
유동성장기차입금	1,500	2,500	2,800	2,900	2,900
기타유동부채	37	217	567	632	709
비유동부채	4,637	4,394	6,411	6,805	7,327
장기매입채무및비유동채무	14	33	24	27	30
사채및장기차입금	3,787	3,586	5,388	5,688	6,088
기타비유동부채	836	775	999	1,090	1,208
부채총계	18,639	21,791	25,957	27,881	30,158
자본금	1,087	1,287	1,287	1,287	1,287
주식발행초과금	0	2,361	2,361	2,361	2,361
이익잉여금	6,437	10,042	14,484	18,972	24,089
기타자본	1,955	58	199	199	199
지배주주지분자본총계	9,479	13,748	18,331	22,819	27,935
비지배주주지분자본총계	0	0	448	445	442
자본총계	9,479	13,748	18,778	23,263	28,378
순차입금	4,364	3,691	7,738	5,452	2,749
총차입금	5,729	6,639	10,605	10,805	11,005

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동현금흐름	2,032	1,294	1,417	4,522	4,923
당기순이익	1,367	2,167	3,953	4,614	5,243
감가상각비	480	561	760	837	909
무형자산상각비	157	169	152	152	152
외환손익	35	-2	45	105	99
자산처분손익	18	7	0	0	0
지분법손익	-567	0	-283	-317	-364
영업활동자산부채 증감	197	-2,688	-3,666	-1,264	-1,517
기타	345	1,081	455	395	401
투자활동현금흐름	-1,425	-2,368	-2,362	-2,222	-2,237
투자자산의 처분	-25	-240	-211	-71	-85
유형자산의 처분	5	10	0	0	0
유형자산의 취득	-1,154	-1,809	-2,000	-2,000	-2,000
무형자산의 처분	-253	-332	-150	-150	-150
기타	3	3	-1	-1	-2
재무활동현금흐름	-170	2,664	109	163	189
단기차입금의 증가	-1,458	-2,187	-200	-200	-200
장기차입금의 증가	1,294	2,289	400	400	400
자본의 증가	0	2,561	0	0	0
배당금지급	0	0	-129	-129	-129
기타	-5	0	37	91	118
현금및현금성자산의순증가	438	1,590	-837	2,462	2,875
기초현금및현금성자산	896	1,334	3,498	2,661	5,123
기말현금및현금성자산	1,334	2,924	2,661	5,123	7,999
Gross Cash Flow	1,835	3,982	5,083	5,786	6,440
Op Free Cash Flow	501	-1,994	-1,229	1,877	2,320

투자지표

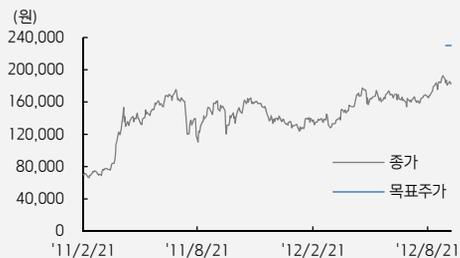
(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2010	2011	2012E	2013E	2014E
주당지표(원)					
EPS	6,289	8,586	15,307	17,931	20,376
BPS	43,621	53,431	71,243	88,686	108,571
주당EBITDA	8,995	13,561	22,389	25,901	29,648
CFPS	9,223	11,479	18,907	21,775	24,500
DPS	0	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	0.0	16.6	12.1	10.3	9.1
PBR	0.0	2.7	2.6	2.1	1.7
EV/EBITDA	2.2	11.8	9.7	8.0	6.6
PCFR	0.0	12.4	9.8	8.5	7.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.9	4.8	7.8	8.1	8.2
영업이익률(핵심)	3.0	4.8	7.0	7.4	7.6
EBITDA margin	4.4	6.1	8.4	8.7	8.9
순이익률	3.1	3.8	5.7	6.0	6.1
자기자본이익률(ROE)	15.4	18.7	23.4	21.9	20.3
투자자본이익률(ROIC)	9.6	15.9	15.8	15.9	16.7
안정성(%)					
부채비율	196.6	158.5	138.2	119.8	106.3
순차입금비율	46.0	26.8	41.2	23.4	9.7
이자보상배율(배)	3.3	8.3	10.3	12.7	15.5
활동성(배)					
매출채권회전율	5.3	5.2	4.3	4.3	4.4
재고자산회전율	10.5	10.3	8.4	8.5	8.6
매입채무회전율	4.3	4.3	4.7	5.3	5.3

투자이견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가
현대위아(011210)	2012/09/27	BUY(Initiate)	230,000원

목표주가 추이 (2개년)



투자이견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		