

자동차부품

Mar 18, 2013

Overweight

>> Top Picks

종목명	투자 의견	목표주가(12M)
현대모비스	Buy	390,000원

To buy or not to buy?

자동차부품 업종에 대한 투자의견 ‘비중확대’와 완성차 업종 대비 선호를 유지. 특히 상반기 중소형 자동차부품 업체에 대한 관심 제고 필요. 중소형 자동차부품업체 주가는 최근 급등에도 불구하고 1)주 재무제표 전환(별도 > 연결)에 따른 규모에 대한 인식 재고, 2)현대/기아차 중국 판매 호조에 따른 실적 개선, 3)완성차 주가 반등 기대 등을 통한 Valuation 재평가로 추가 상승 여지가 있다고 판단.

연결재무제표 전환 효과

올해부터 자산규모 2조원 미만의 상장기업들도 연결재무제표가 주 재무제표로 전환. 중소형 자동차부품 업체에 긍정적 이슈로 판단. 이는 1)연결재무제표 전환에 따른 규모에 대한 인식 재고 효과가 대형 자동차부품 업체(2011년)보다 중소형 자동차부품 업체가 더 클 것으로 판단되고, 2)대형 자동차부품 업체 대비 외형 축소 인식에 따른 중소형 자동차부품 업체의 Valuation 재평가가 기대되기 때문.

중국 모멘텀

현대/기아차 중국 판매 호조로 중국 모멘텀이 기대. 중국은 1)타 지역 대비 대당 매출액이 크고, 2)수익성이 높아 자동차부품 업체 실적에 미치는 영향이 크기 때문. 과거를 볼 때 자동차부품 업종은 중국 프리미엄 부여를 통한 주가 상승 기대. 주요 중소형 부품업체의 경우 1)업종 평균 대비 높은 중국 매출 비중, 2)연결재무제표 도입에 따른 중국 효과 가시화 증대 등으로 모멘텀이 더 클 것으로 판단.

완성차 주가 반등 기대

완성차 업종의 주가 반등이 기대. 1)원/달러 하락 우려 완화 및 2)Valuation 매력 부각(13년 기준 PBR 1배 근접) 가능하기 때문. 상반기 현대/기아차의 중국 중심 글로벌 판매 성장으로 완성차 업종 대비 자동차부품 업종의 실적 모멘텀(완성차 중국 내 지분구조 등에 기인)이 커 자동차부품 업종의 상대적 강세 예상. 따라서 완성차 업종 주가 반등은 자동차부품 업종의 상승 탄력 강화 요인으로 작용할 것.

위 Concept과 가장 잘 부합하는 업체는 성우하이텍(015750). 중소형 자동차부품 업체 중 최선호 관심주로 추천. 차선호 관심주로 세종공업(033530)과 화신(010690) 제시. 자동차부품 업종 내 Top pick 현대모비스(015750) 유지. 1)A/S부문 안정성, 2)큰 중국 모멘텀(중국 매출 비중 대), 3)Valuation 매력 고려 시 상반기 대형 자동차부품 업체 중 Outperform 기대.



| 자동차 /타이어 |

책임연구원 김동하
3771-9240
bxkim@iprovest.com

To buy or not to buy? Buy : 중소형 자동차부품 측면에서

자동차부품 업종에 대한 투자의견 ‘비중확대’와 완성차 업종 대비 선호를 유지한다.

중소형 자동차부품 관심 要

특히 상반기 중소형 자동차부품 업체에 대한 관심 제고가 필요하다. 중소형 자동차부품 업체 주가는 최근 급등에도 불구하고 1)주 재무제표 전환(별도 ▷ 연결)에 따른 규모에 대한 인식 재고, 2)현대/기아차 중국 판매 호조에 따른 실적 개선, 3)완성차 주가 반등 기대 등을 통한 Valuation 재평가로 추가 상승 여지가 있다고 판단되기 때문이다. 또한 중소형 장세 지속 시 중소형 자동차부품 업체의 상대적 저평가가 매력 부각도 기대된다.

연결재무제표 도입 효과

올해부터 자산규모 2조원 미만의 상장기업들도 연결재무제표가 주 재무제표로 전환된다. 중소형 자동차부품 업체에 긍정적 이슈로 판단된다. 이는 1)연결재무제표 전환에 따른 규모에 대한 인식 재고 효과가 대형 자동차부품 업체(2011년)보다 중소형 자동차부품 업체가 더 클 것으로 판단되고, 2)대형 자동차부품 업체 대비 외형 축소 인식에 따른 중소형 자동차부품 업체의 Valuation 재평가가 기대되기 때문이다.

중국 모멘텀

현대/기아차 중국 판매 호조로 중국 모멘텀이 기대된다. 중국은 1)타 지역 대비 대당 매출액이 크고, 2)수익성이 높아 자동차부품 업체 실적에 미치는 영향이 크기 때문이다. 과거를 볼 때 자동차부품 업종은 중국 프리미엄 부여를 통해 주가 상승이 기대된다. 주요 중소형 부품업체의 경우 1)업종 평균 대비 높은 중국 매출 비중, 2)연결재무제표 도입에 따른 중국 효과 가시화 증대 등으로 모멘텀이 더 클 것으로 판단된다.

완성차 주가 반등 기대

완성차 업종의 주가 반등이 기대된다. 1)원/달러 하락 우려 완화 및 2)Valuation 매력 부각(13년 기준 PBR 1배 근접) 가능하기 때문이다. 상반기 현대/기아차의 중국 중심 글로벌 판매 성장으로 완성차 업종 대비 자동차부품 업종의 실적 모멘텀(완성차 중국 내 지분구조 등에 기인)이 커 자동차부품 업종의 상대적 강세가 예상된다. 따라서 완성차 업종 주가 반등은 자동차부품 업종의 상승 탄력 강화 요인으로 작용될 것이다.

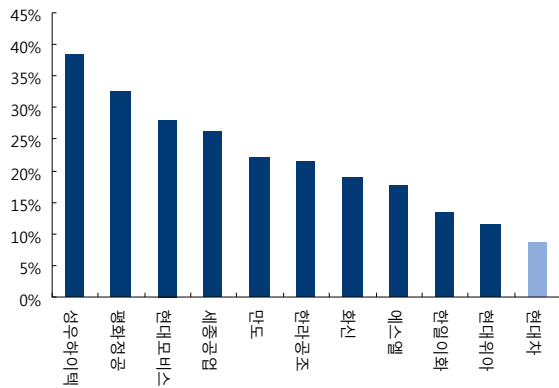
중소형 관심주: 성우하이텍

위 Concept을 고려 시 현재 중소형 자동차부품 업체의 Pick up 매력도는 연결재무제표 도입 효과 및 중국 수혜 정도로 결정된다. 즉, 연결 대비 별도 비중이 작고(≒외형 부각, 해외 비중 大, Valuation 지표 개선), 중국 매출 비중은 큰 업체이다. 이와 가장 잘 부합하는 업체는 성우하이텍(015750)이다. 중소형 자동차부품 업체 중 최선호 관심주로 추천한다. 차선호 관심주로 세종공업(033530)과 화신(010690)을 제시한다.

Top pick: 현대모비스

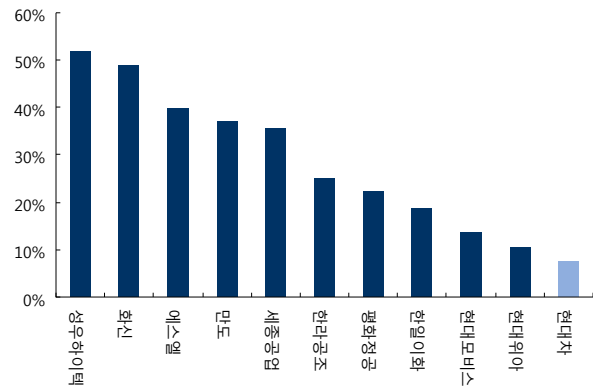
자동차부품 업종 내 Top pick으로 현대모비스(015750)를 유지한다. 1)현대/기아차 글로벌 UIO 증가에 따른 A/S부문 안정적 외형성장 부각이 가능하고, 2)큰 중국 모멘텀(대형 자동차부품 업체 중 중국 비중 제일 큼) 및, 3)낮은 Valuation 수준 등을 고려할 때 Valuation 재평가를 통한 양호한 주가 흐름이 예상된다. 상반기 대형 자동차부품 업체 중 Outperform 기대된다.

도표 1. 연결 매출액 내 중국법인 매출 비중



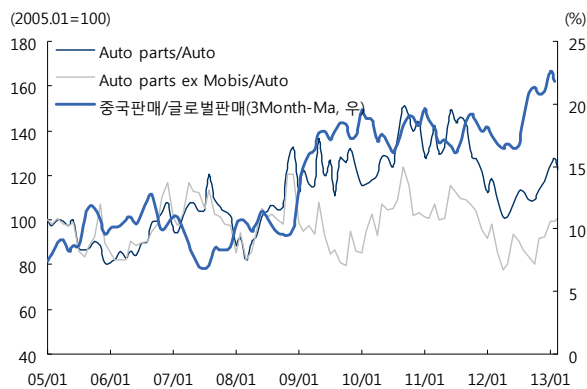
자료: 교보증권 리서치센터

도표 2. 연결 순이익 내 중국법인 순이익 비중



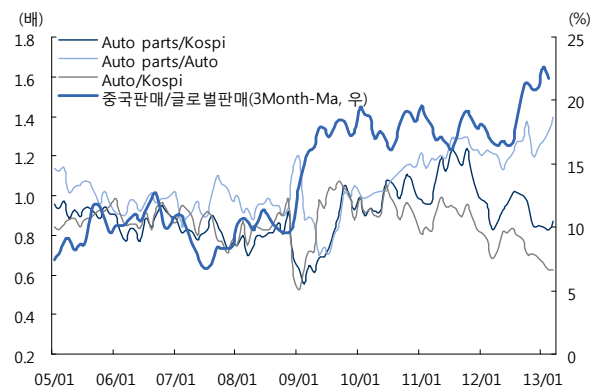
자료: 교보증권 리서치센터

도표 3. 자동차부품/완성차 상대 지수와 HMG 중국 판매 비중



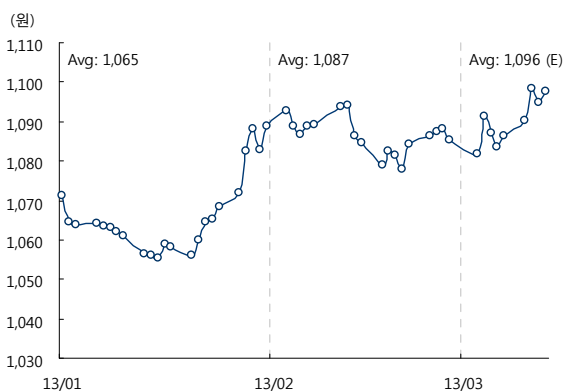
자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

도표 4. 지수별 상대 PE와 HMG 중국 판매 비중



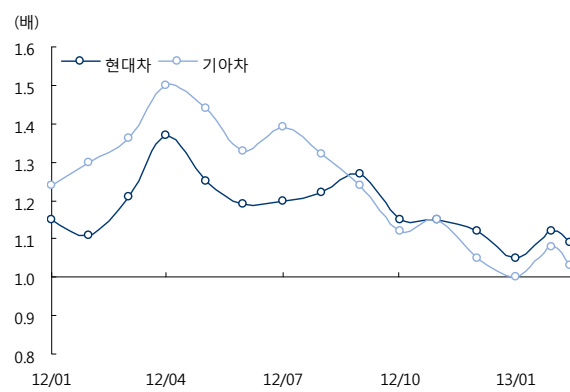
자료: I/B/E/S, 교보증권 리서치센터

도표 5. 원/달러 환율 추이



자료: BOK, 교보증권 리서치센터

도표 6. 현대/기아차 PBR 추이



자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

Point 1. 주 재무제표 전환 효과

올해 연결재무제표 의무화

올해부터 자산규모 2조원 미만(2010년 말 기준)의 상장기업들도 연결재무제표가 주 재무제표로 전환된다. 중소형 자동차부품 업체에 긍정적 이슈로 판단된다. 그 이유는 1) 규모에 대한 인식 재고(再考) 가능성(일부 Valuation 지표들의 매력 확대 등), 2) 해외법인 실적의 연속적 가시성 확보에 따른 경제적 실질 접근 용이성 증가(실적 신뢰도 상승) 등이다.

규모에 대한 인식 재고

우선 연결재무제표 전환에 따른 규모에 대한 인식 재고 효과는 대형 자동차부품 업체(2011년)보다 중소형 자동차부품 업체가 더 클 것으로 판단된다. 대형 자동차부품 업체 4社の 2012년 연결 대비 별도 매출액과 영업이익 비중의 평균은 각각 66.4%, 61.5%이다. 그러나 중소형 자동차부품 업체 6社の 경우 각각 43.1%, 18.5%에 불과하기 때문이다.

Valuation 재평가 기대

또한 대형 자동차부품 업체 대비 외형 축소 인식에 따른 중소형 자동차부품 업체의 Valuation 재평가가 기대된다. 주 재무제표 전환(별도 ▷ 연결, 2012년 기준) 시 자동차부품 업체 4社 대비 중소형 자동차부품 업체 6社の 매출액 비중은 8.5% ▷ 21.0%, EBITDA는 4.5% ▷ 17.9%로 나타나는 효과가 있기 때문이다(시가총액은 3/15 기준 7.1%).

실적 성장세 상향 효과

기존(별도) 대비 실적(매출액, 영업이익 등) 성장세의 상향 효과도 있다. 본사보다 해외법인의 높은 성장세가 이어질 것으로 예상되기 때문이다(2005~2012 년 중소형 자동차부품 업체 6社の 연결 매출액 CAGR+17.3%, 별도 매출액 CAGR+ 11.7%). 이는 국내 노사 환경 및 외부 변화 대응 필요성 등을 고려 시 향후에도 현대/기아차의 해외 중심 성장 전략이 지속될 수 있다는 점에 기인한다.

도표 7. 연결 대비 별도 실적 비중

	매출액 (별도/연결)		영업이익 (별도/연결)		순이익 (별도/연결)	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012
현대모비스	60.4%	54.8%	81.1%	79.6%	57.7%	63.3%
현대위아	88.1%	89.1%	84.7%	86.8%	91.1%	86.9%
만도	61.9%	62.1%	46.2%	50.2%	73.3%	75.6%
한라공조	60.6%	59.5%	31.3%	29.5%	61.1%	63.9%
Large Cap	67.8%	66.4%	60.8%	61.5%	70.8%	72.4%
성우하이텍	36.1%	33.6%	12.8%	14.2%	100.0%	49.8%
에스엘	50.3%	49.7%	62.6%	28.5%	42.6%	40.1%
화신	38.3%	37.6%	47.5%	37.6%	143.8%	116.9%
세종공업	46.6%	45.4%	13.8%	13%	72.4%	33.9%
한일이화	50.4%	38.0%	9.2%	12.5%	71.7%	89.2%
평화정공	60.2%	54.5%	30.3%	16.9%	68.7%	65.9%
Middle Cap	47.0%	43.1%	29.4%	18.5%	83.2%	66.0%

자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

도표 8. 별도 및 연결 기준 Valuation 지표 (2012년 실적 기준)

	PSR		EV/EBITDA		PER	
	별도	연결	별도	연결	별도	연결
현대모비스	1.77	0.97	10.93	7.81	13.25	8.39
현대위아	0.70	0.62	8.01	7.17	12.06	10.48
만도	0.73	0.45	12.36	7.28	18.62	14.07
한라공조	1.25	0.75	16.53	5.64	18.39	11.75
Large Cap	1.11	0.70	11.96	6.97	15.58	11.17
성우하이텍	0.76	0.25	16.46	4.04	11.47	5.72
에스엘	0.90	0.45	18.78	7.24	22.24	8.92
화신	0.67	0.25	8.05	3.41	14.92	17.44
세종공업	0.56	0.26	22.50	3.31	17.00	5.76
한일이화	0.58	0.22	15.51	4.46	10.82	9.65
평화정공	0.76	0.41	13.71	4.76	14.78	9.74
Middle Cap	0.71	0.31	15.83	4.54	15.21	9.54

자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

주: 3/15일 종가 기준

도표 9. 대형 자동차부품 업체 대비 중소형 자동차부품 업체 항목별 비중

		성우하이텍	에스엘	화신	세종공업	한일이화	평화정공	Average
매출액	현대모비스	9.8%	3.8%	5.3%	3.3%	6.8%	2.9%	5.3%
	현대위아	42.9%	16.6%	23.2%	14.5%	29.7%	12.6%	23.2%
	만도	59.5%	23.0%	32.1%	20.1%	41.3%	17.4%	32.2%
	한라공조	82.4%	31.8%	44.5%	27.9%	57.2%	24.2%	44.7%
영업이익	현대모비스	6.9%	1.3%	3.4%	1.8%	2.9%	1.9%	3.0%
	현대위아	37.1%	6.9%	18.3%	9.7%	15.8%	10.3%	16.3%
	만도	78.2%	14.5%	38.7%	20.4%	33.3%	21.7%	34.5%
	한라공조	64.6%	12.0%	32.0%	16.9%	27.5%	17.9%	28.5%
EBITDA	현대모비스	9.9%	2.5%	4.1%	2.3%	4.4%	2.7%	4.3%
	현대위아	51.0%	12.7%	21.4%	11.6%	22.9%	13.9%	22.2%
	만도	78.1%	19.4%	32.7%	17.8%	35.1%	21.3%	34.1%
	한라공조	78.8%	19.6%	33.0%	18.0%	35.4%	21.5%	34.4%
순이익(	현대모비스	3.8%	1.6%	0.7%	1.3%	1.3%	1.0%	1.6%
	현대위아	32.0%	13.9%	5.6%	10.8%	11.5%	8.9%	13.8%
	만도	82.1%	35.6%	14.5%	27.7%	29.4%	22.9%	35.4%
	한라공조	57.8%	25.1%	10.2%	19.5%	20.7%	16.1%	24.9%
자본총계	현대모비스	4.6%	3.8%	3.6%	1.9%	2.5%	2.1%	3.1%
	현대위아	42.9%	35.1%	10.1%	17.8%	23.2%	19.6%	24.8%
	만도	49.2%	40.2%	20.2%	20.4%	26.6%	22.4%	29.8%
	한라공조	53.3%	43.5%	28.5%	22.1%	28.8%	24.3%	33.4%
시가총액	현대모비스	2.6%	1.7%	1.4%	0.9%	1.6%	1.2%	1.6%
	현대위아	17.4%	11.8%	9.4%	5.9%	10.6%	8.3%	10.6%
	만도	33.3%	22.6%	18.0%	11.4%	20.2%	15.8%	20.2%
	한라공조	28.1%	19.0%	15.1%	9.6%	17.0%	13.3%	17.0%

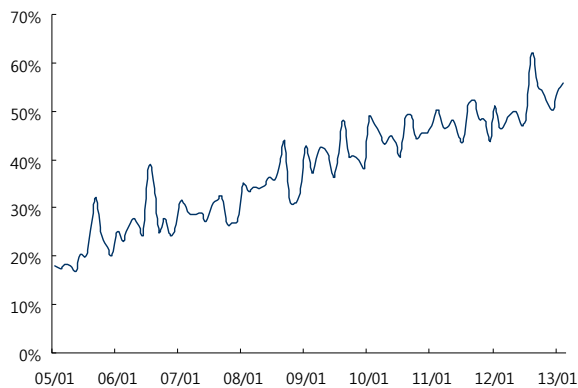
자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

도표 10. 주요 자동차부품업체 개별 및 연결 실적 지표 (2012년 기준)

	매출액 증가율		영업이익률		순이익률	
	별도	연결	별도	연결	별도	연결
현대모비스	6.2%	17.1%	13.7%	9.4%	13.3%	11.6%
현대위아	11.0%	9.8%	7.5%	7.7%	5.8%	6.0%
만도	11.2%	10.9%	4.1%	5.1%	3.9%	3.2%
한라공조	8.3%	10.3%	4.2%	8.5%	6.8%	6.3%
Large Cap	9.2%	12.0%	7.4%	7.7%	7.5%	6.8%
성우하이텍	8.5%	16.5%	2.8%	6.6%	6.6%	4.4%
에스엘	31.7%	33.1%	1.8%	3.2%	4.0%	5.0%
화신	7.1%	9.1%	6.1%	6.1%	4.5%	1.5%
세종공업	5.7%	8.5%	0.1%	5.1%	3.3%	4.4%
한일이화	14.6%	52.1%	1.3%	4.1%	5.4%	2.3%
평화정공	15.1%	27.2%	2.0%	6.3%	5.1%	4.2%
Middle Cap	13.8%	24.4%	2.4%	5.2%	4.8%	3.6%

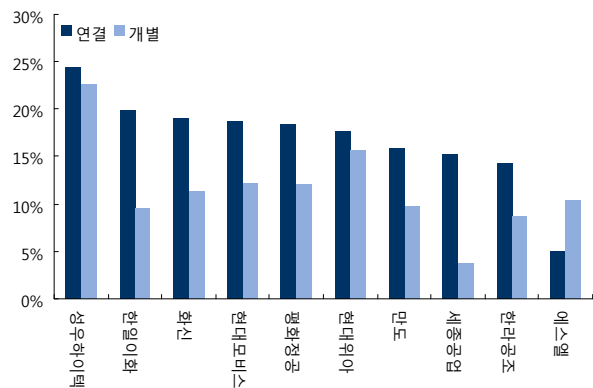
자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

도표 11. HMG 해외공장 판매 비중



자료: 현대/기아차, 교보증권 리서치센터

도표 12. 2005~2012년 연평균 매출액 증가율



자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

도표 13. 주요 자동차부품 업체 2012년 실적

(단위: 억원)

	매출액		영업이익		순이익	
	연결	별도	연결	별도	연결	별도
현대모비스	307,890	168,657	29,064	23,124	35,585	22,513
현대위아	70,211	62,538	5,397	4,682	4,184	3,638
만도	50,593	31,407	2,559	1,285	1,631	1,232
한라공조	36,531	21,728	3,096	914	2,316	1,480
성우하이텍	30,106	10,106	2,001	285	1,339	667
에스엘	11,625	5,781	371	106	581	233
화신	16,261	6,118	989	372	236	276
세종공업	10,177	4,617	523	7	452	153
한일이화	20,886	7,933	853	107	480	428
평화정공	8,828	4,807	556	94	373	246

자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

Point 2. 중국 모멘텀

HMG 중국 판매 호조 중

올해 2월 누적 기준으로 현대/기아차의 중국 판매는 전년 대비 39.5% 증가하며 양호한 결과를 시현 중이다. 1)현대차 중국3공장 가동 온기 반영, 2)신차 투입(朗動, Santafe DM, K3, D1급 신차 예정), 3)판매망 확충, 4)중국 자동차 수요심리 회복세 등을 고려할 때 올해 현대/기아차 중국 판매는 목표치인 148만대를 상회할 것으로 예상된다(목표치 기준 글로벌 판매 증가의 중국 기여율은 47.5%).

중국 모멘텀 기대

이에 자동차부품 업종에 대해 중국 모멘텀이 기대된다. 타 지역 대비 중국이 자동차부품 업체 실적 성장에 미치는 영향이 크기 때문이다. 이는 1)자동차부품 업체의 대당 매출액이 타 지역 대비 중국이 크고, 2)수익성이 상대적으로 높기 때문이다(그림 15. 참조). 특히 주요 중소형 부품업체의 경우 1)업종 평균 대비 높은 중국 매출 비중, 2)연결재무제표 도입에 따른 중국 효과 가시화 증대 등으로 모멘텀 더 클 것으로 판단된다.

자동차부품 상승 흐름 기대

과거 자동차부품 업종 주가는 현대/기아차 중국 판매와 유사한 흐름을 나타냈다. 지난해 하반기 이후 괴리가 확대되고 있다. 현대차 북경3공장 가동 및 신차효과에 따른 중국 판매 증가에도 불구하고 하반기 이슈(파업 및 환율)들의 영향이 더 컸기 때문이다. 그러나 1)양호한 4Q12 실적 결과, 2)완화 중인 환율 이슈 등을 고려 시 자동차부품 업종 주가는 중국 판매와 재차 상관관계가 높아지며 상승 흐름을 나타낼 것으로 기대된다.

도표 14. HMG 글로벌판매 추이

(단위: 대)

		13.01~02	12.01~02	Growth	기여율
현대차	국내공장	301,660	303,614	-0.6%	-2.0%
	해외공장	477,691	380,387	25.6%	102.0%
	HMI	106,689	101,756	4.8%	5.2%
	HAOS	11,155	11,918	-6.4%	-0.8%
	BHMC	177,216	121,068	46.4%	58.9%
	HMMA	64,995	56,138	15.8%	9.3%
	HMMC	50,040	54,526	-8.2%	-4.7%
	HMMR	36,480	34,981	4.3%	1.6%
	HMMB	23,305	0	-	24.4%
	CHMC	7,811	0	-	8.2%
	글로벌 총계	779,351	684,001	13.9%	100.0%
기아차	국내공장	261,588	278,480	-6.1%	-110.1%
	해외공장	204,560	172,327	18.7%	210.1%
	DYK	91,712	71,709	27.9%	130.4%
	KMS	50,500	43,570	15.9%	45.2%
	KMMG	62,348	57,048	9.3%	34.5%
	글로벌 총계	466,148	450,807	3.4%	100.0%
HMG	글로벌 ex 중국	976,571	942,031	3.7%	31.2%
	중국	268,928	192,777	39.5%	68.8%

자료: 현대/기아차, 교보증권 리서치센터

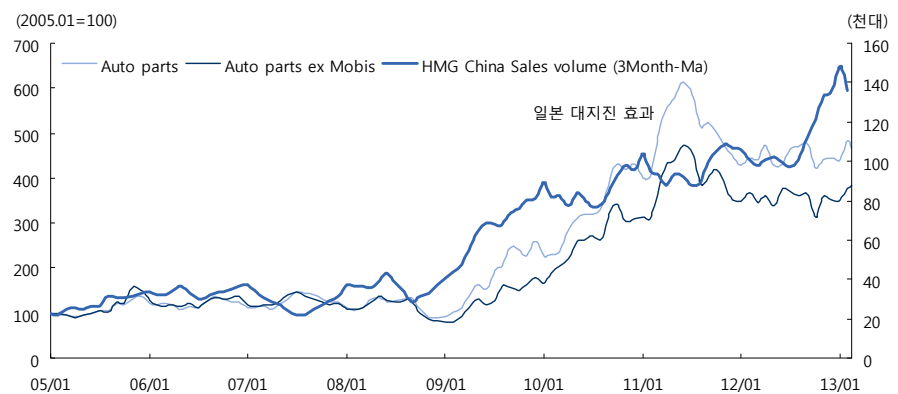
도표 15. 주요 자동차부품 업체들의 중국 관련 지표 비교

(단위: 십만원)

	HMG 대당 매출액 ⁱⁱ			중국 매출 비중	순이익률		
	Global (a)	China (b)	(b)/(a)		Global (a)	China (b)	(b) -(a)
현대모비스	43.2	64.7	49.5%	28.1%	11.6%	5.5%	-6.1%
현대위아	9.9	6.1	-38.5%	11.5%	6.0%	6.2%	0.2%
만도	7.1	8.4	17.7%	22.1%	3.2%	7.5%	4.3%
한라공조	5.1	5.8	14.0%	21.4%	6.3%	7.9%	1.6%
성우하이텍	3.6	7.4	104.4%	38.4%	2.0%	6.4%	4.5%
에스엘	1.2	1.1	-6.4%	17.6%	6.4%	15.3%	8.9%
화신	2.1	2.1	1.2%	19.0%	2.3%	6.5%	4.2%
세종공업	1.4	2.0	39.4%	26.2%	4.4%	6.3%	1.9%
평화정공	1.2	2.2	73.7%	32.6%	4.2%	2.9%	-1.3%
한일이화	2.9	2.1	-29.1%	13.3%	2.3%	5.5%	3.2%
Avergae	7.8	10.2	30.8%	23.0%	4.9%	7.0%	2.1%

자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

도표 17. HMG 글로벌 판매 내 중국 비중과 자동차부품 업종 주가 추이



자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

▶ **투자기간 및 투자등급** : 향후 6개월 기준, 2008.7.1일 Trading Buy 등급 추가
 적극매수(Strong Buy): KOSPI 대비 기대수익률 30% 이상
 Trading Buy: KOSPI 대비 10% 이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우
 매도(Sell): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하

매수(Buy): KOSPI 대비 기대수익률 10~30% 이내
 보유(Hold): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

▶ **업종 투자 의견**
 비중확대(Overweight): 업종 편다민텔의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 비중축소(Underweight): 업종 편다민텔의 악화과 함께 업종주가의 하락 기대

중립(Neutral): 업종 편다민텔상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

i

매출과 순이익 아래 방법으로 반영

현대차: 중국공장 실적*지분율(50%)

자동차부품 업체: 중국법인 실적+(관계회사 실적*지분율)

ii

매출: 중국법인 실적+(관계회사 실적*지분율)