



INDUSTRY

2021년 7월 6일

자동차부품 (Positive)

엔진/변속기: 겨울을 견뎌야 봄을 맞는다

“ BEV 시장이 성장할수록 ICEV 파워트레인 업체를 보는 부정적인 시각은 심화될 수밖에 없습니다. 그러나 기업은 살아있는 생물과 같다는 말이 있듯이, 파워트레인 부품사들도 BEV 서플라이체인에 합류하기 위해 점차 변화를 모색하고 있습니다. 그 움직임이 모든 부품사들의 성공을 담보하지는 못할지라도, 포트폴리오 변화를 이뤄내는 몇몇 업체를 발굴할 수 있다면 지켜볼 가치가 있다고 생각합니다. 당사는 이러한 아이디어에 착안하여 금번 자료를 통해 현대위아에 대한 커버리지를 개시합니다. 아울러 관심 종목으로는 다이이씨, 삼기, 코리아에프티를 제시합니다. ”

| Contents |

I. 핵심요약.....	03
II. 주요 도표.....	04
III. 냉엄한 미래.....	05
IV. 그럼에도 봐야한다.....	08
V. '어떻게' 보느냐가 가장 중요.....	13
VI. 결론.....	15
VII. 기업분석.....	17
1. 현대위아 (011210).....	18
2. 디아이씨 (092200).....	25
3. 삼기 (122350).....	28
4. 코리아에프티 (123410).....	31

I. 핵심 요약

ICEV 부품사들도 느끼고 있는 위기의식	전기차(BEV) 시장이 성장하고, 내연기관차(ICEV) 시장이 축소 혹은 정체될 수 있다는 전망은 매우 보편적이다. 현재 ICEV 파워트레인(특히 엔진/변속기) 부품을 주력으로 생산하는 업체들도 이러한 방향성을 충분히 인지하고 있다. 아직까지 글로벌 자동차 시장 내 BEV 점유율이 높지 않기 때문에(IEA 기준 '20년 3.1%), 당장의 실적에 미치는 영향은 미미하지만 이들 업체도 대비가 필요하다는 점에 동조하고 있다. 이미 BEV 부품의 양산을 시작해 비중을 높여가고 있는 업체도 존재한다. 현재 글로벌 완성차 수요가 견조하고 현대차기아(HMG)의 신차 사이클이 지속되고 있기 때문에, 반도체 부족 이슈가 해소된 이후에는 이러한 작업을 가속화할 수 있는 환경이 조성될 것이다.
BEV 부품 공급 여부 자체보다 내용이 더 중요	다만 BEV 부품의 개발·생산에 착수한다고 해서 모두 이익 성장을 시현할 수 있는 것은 아니다. ICEV의 점유율을 xEV가 뺏어오는 구도가 형성되고 있기 때문에, BEV 부품을 신규로 공급하더라도 CPV(Content Per Vehicle)가 ICEV 대비 낮다면 증익을 기대하기 어렵다. 따라서 BEV 부품주가 뛴다는 사실 그 자체보다는, BEV 시장 성장에 발맞춘 장기적인 투자 여력과 향후 공급하게 될 BEV 아이템의 중대성 등을 우선적으로 고려할 필요가 있다. 당사는 이를 종합했을 때 ①고객사와의 특수한 관계(HMG 계열사), ②재무 상태(낮은 부채비율 or 큰 순현금 규모), ③포트폴리오 전환(ICEV>BEV)의 용이성, ④개발 부품의 End-user 및 CPV 등을 검토해야 한다고 판단한다. 혹은 BEV 전용 아이템을 생산하지 않더라도, HEV·PHEV의 성장에 따라 증익 가능성이 있는 업체라면 관심을 가질 필요가 있다.
ICEV 파워트레인 업체 평균 투자매력도 低	당사는 C.A.S.E. 전환 가속화, 글로벌 완성차 물량 성장 둔화가 나타나는 현 시점에서, 전장·전동화>Chassis/차체/의장>ICEV 파워트레인 업체 순으로 매력도가 높다는 기존의 시각을 유지한다. 향후 역성장까지도 나타날 수 있는 ICEV 파워트레인 사업에 높은 멀티플을 부여할 수는 없다고 보기 때문이다. 그러나 BEV 부품 생산을 통해 CPV를 높이거나 장기적으로 ICEV 부품 대비 M/S를 확대할 수 있는 업체라면, 재차 성장 동력을 확보할 수 있다.
주요 BEV 부품 수주 확보 시 스토리 변화 더 극적	현재 대부분의 ICEV 파워트레인 업체는 비우호적인 환경 속에 놓여 투자 매력이 떨어지나, 일부 업체를 중심으로 변화의 조짐이 나타나고 있다. 이에 대한 지속적인 트래킹을 통해 친환경차 시장 성장에 동행할 수 있는 업체라는 점이 확인되면, 완전한 턴어라운드기 전에 해당 종목을 선제적으로 매수할 필요가 있다. 그간 미래 전망에 대한 부정적 인식이 깔려있었던 만큼, 주력 아이টে에 BEV(xEV) 부품이 포함된다면 더욱 극적인 성장 스토리로 변화할 수 있기 때문이다.

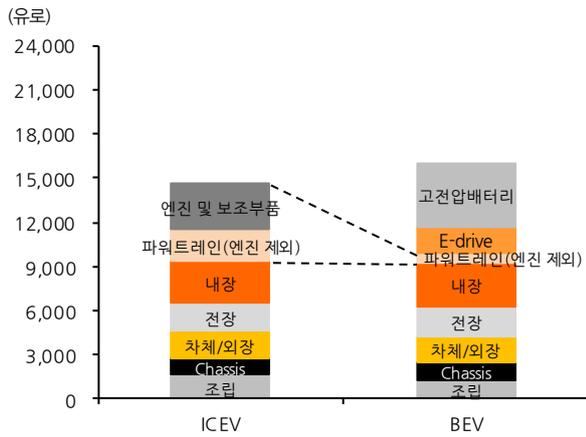
II. 주요 도표

[그림1] 글로벌 BEV 판매량 및 점유율 추이와 전망



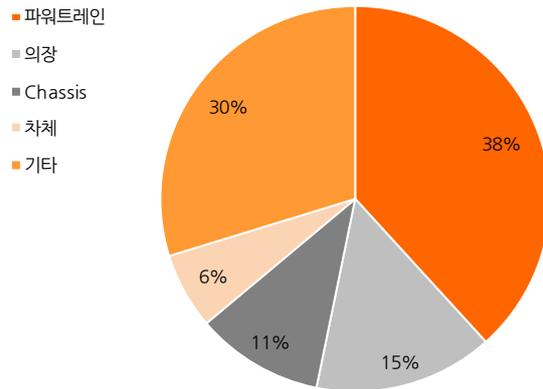
자료: IEA, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] ICEV vs. BEV 제조원가 구조(2030E)



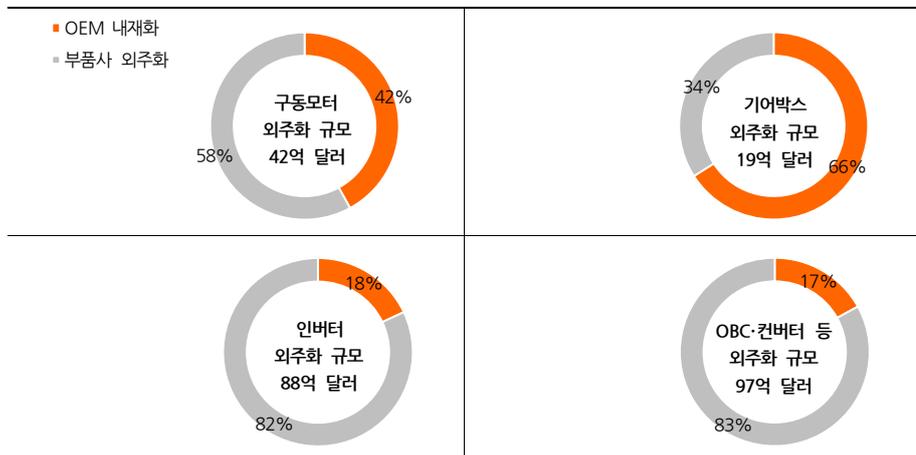
주: 유럽 OEM C-세그먼트, BEV 배터리 용량 50kWh 기준
자료: Oliver Wyman, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 산자부 사업재편 승인 부품사 범주별 비중



자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] '25년 EV 파워트레인 주요 부품별 OEM 내재화/외주화 비중 전망



자료: BorgWarner, 한화투자증권 리서치센터

III. 냉엄한 미래

>> BEV 성장 > ICEV 파워트레인에 위협

ICEV의 저성장은 중론

IEA는 '25년 글로벌 자동차(승용) 판매량 내 BEV 점유율을 6.5%~12.5%로 예상하고 있다. '25년까지 BEV 판매량의 연평균 성장률은 28.8%~42.8%에 달할 전망이다. 글로벌 자동차 판매량이 연간 두자릿수 이상의 성장을 달성하기 어렵다는 점을 감안하면, 이는 결국 ICEV 판매량의 저성장 혹은 역성장을 시사한다. 다른 전망기관 또한 세부 수치에 차이가 있을 뿐, 이러한 방향성에는 동조하는 모습이다. 이는 ICEV 파워트레인 업체에게 매우 큰 위협일 수 밖에 없다. 자동차 시장에 주기적으로 나타나는 불황과 달리, ICEV의 점유율 축소 추세는 구조적이고 비가역적이기 때문이다.

HEV·PHEV까지 고려 시
물량 성장 가능

ICEV와 파워트레인을 공유하는 HEV, PHEV까지 함께 보면 상황은 비교적 나아진다. IEA 전망치 기준, ICEV·HEV·PHEV 합산 판매량의 성장률은 '25년까지 연평균 5.9%~10.3% 수준이다. HMG의 경우, 사업계획 기준 세 파워트레인 합산 판매량의 연평균 성장률이 각각 6% 내외다(현대차: '20년~'26년, 기아: '20년~'25년 기준).

그러나 CPV 개선
여지는 적음

ICEV의 물량 감소는 HEV·PHEV의 판매 증대로 일부 상쇄할 수 있지만, CPV 측면에서는 개선 요인이 많지 않다. 무엇보다 완성차 업체들이 ICEV 파워트레인에 신규 투자할 유인이 적다는 것이 문제다. 부수적으로는 HEV·PHEV 도입에 따른 엔진 소형화(Ex: 2.4L I4 NA > 1.6L I4 T), 변속기 다단화 필요성 체감(遞減) 등의 영향도 있다. 즉, 특정 아이템(가솔린 터보차저, 배출가스 저감, EWP, SBW, 캐니스터 등)을 제외하면 전통적인 엔진/변속기 부품의 CPV 개선은 쉽지 않다.

BEV 서플라이체인
진입 필수적

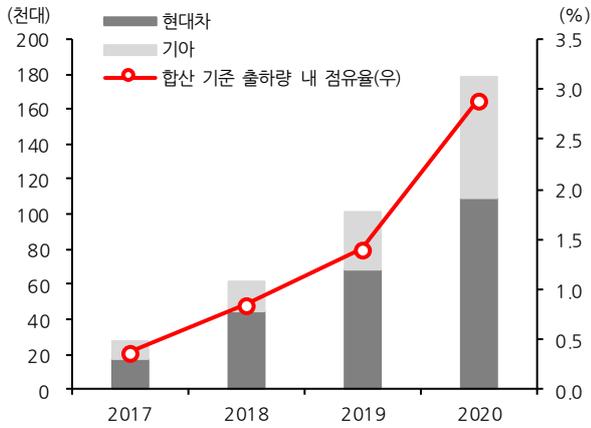
이를 종합하면, 'Q의 저성장'과 'P의 회복'로 인해 ICEV 파워트레인의 성장성은 높지 않다는 일반적인 결론에 도달하게 된다. 결국 이들 업체가 성장하기 위해서는 ①고객사 내 M/S 확대, ②신규 고객사 확보, ③BEV 부품 개발 등의 노력이 필요하다. 그러나 이미 ICEV 서플라이체인은 수십년간 고착화된 상태이고, 시장의 성장 여력 자체가 작기 때문에 ①, ②를 달성하기 위해선 단가 인하가 필요할 수 있다. 따라서 BEV 부품 개발을 통한 전기차 서플라이체인 진입이 필수적이다.

[그림5] 글로벌 BEV 판매량 및 점유율 추이와 전망



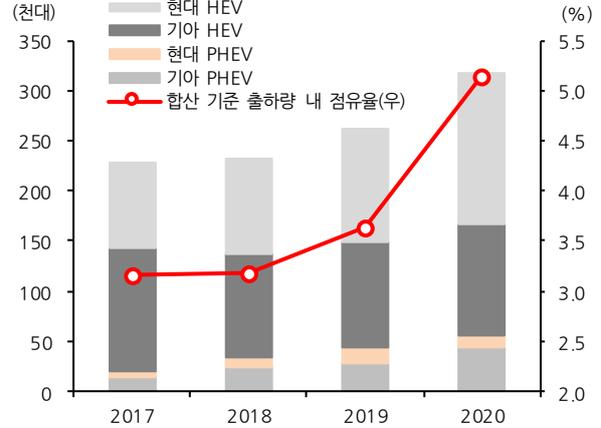
자료: IEA, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 현대차기아 글로벌 BEV 출하량 추이



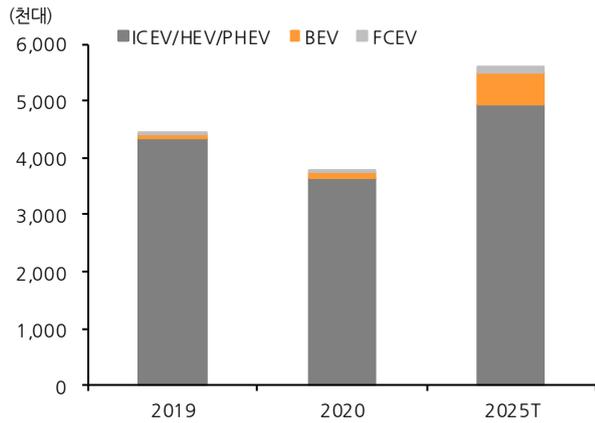
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 현대차기아 글로벌 HEV-PHEV 출하량 추이



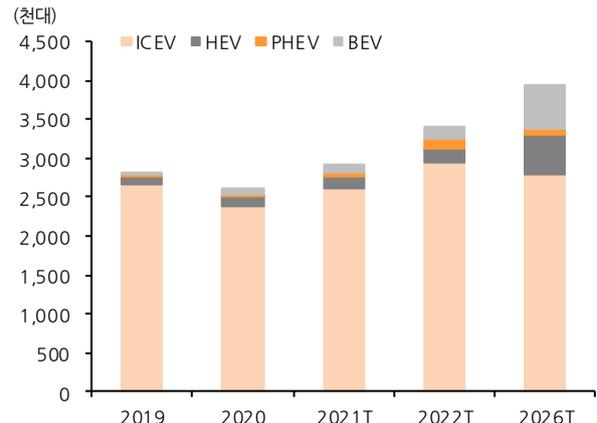
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 현대차 파워트레인별 글로벌 판매 목표



자료: 현대차, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 기아 파워트레인별 글로벌 판매 목표



자료: 기아, 한화투자증권 리서치센터

[표1] K7 / 쏘렌토 FMC 에 따른 파워트레인 및 관련 사양 변화

구분	2016 K7(YG)				2021 K8(GL3)			2015 쏘렌토(UM)		2021 쏘렌토(MQ4)		
엔진	2.4G	2.4GHV	3.3G	2.2D	2.5G	1.6GHV	3.5G	2.0D	2.2D	2.5G	1.6GHV	2.2D
변속기	6단	6단	8단	8단	8단	6단	8단	6단	6단	8단 DCT	6단	8단 DCT
터보차저 적용 엔진	1중				1중				2중		3중	
SBW	X				O			X		O		
4륜구동	X				O			O		O		

주1: 내수 판매 기준

주2: G>가솔린, D>디젤

자료: 기아, 한화투자증권 리서치센터

» 파워트레인 부가가치가 배터리 업체로 이전

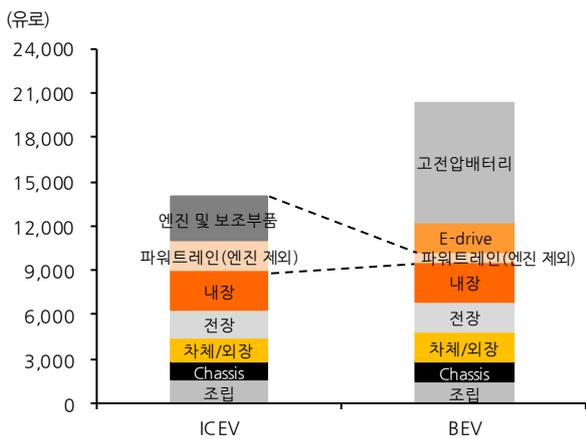
BEV 부가가치는
배터리·모터에

그러나 BEV 부품을 개발하는 것만으로 성장성이 확보되지는 않는다. BEV에서는 파워트레인 부가가치의 상당 부분이 배터리 업체로 이전되기 때문이다. 구동모터, 인버터까지 전기전자업체에 외주화하는 경우, ICEV에서는 서플라이체인에 포함되지 않았던 업체들의 역할이 더 커진다. 장기적으로 일부 ICEV 파워트레인 업체는 자동차 서플라이체인에서 이탈할 것이고, ICEV와 BEV의 원가가 유사해지는 시기가 도래하면 BEV 부품 생산을 개시한 업체들조차도 CPV 하락을 면하기 어려울 것이다.

파이가 커지는 만큼
시장 참여자도 증가

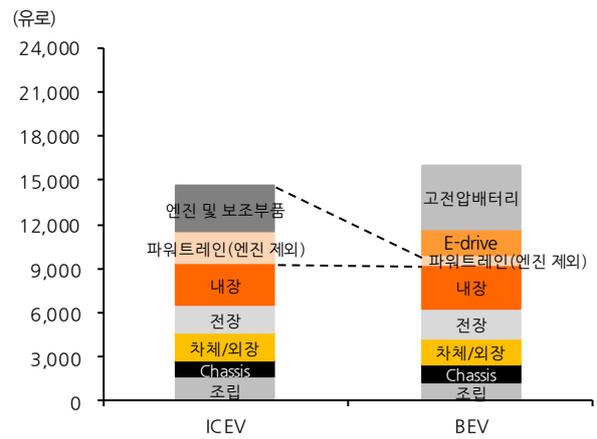
결국 성장하기 위해서는 ①ICEV 부품 대비 단가가 높은 BEV 부품을 생산하거나, ②새로운 BEV 부품 고객사를 확보해 공급 물량을 늘려야 한다. 그런데 ICEV 파워트레인 부품사가 고부가가치의 BEV 부품을 개발하는 일은 쉽지 않다. 또한 BEV 부품 시장은 전통적인 자동차 부품사들만의 고유 영역이 아니다. 기존의 자동차 서플라이체인을 깨면서 새로운 기회가 많이 생기고 있는 만큼, 이종산업으로부터 진입하려는 움직임도 늘어나고 있다. 따라서 고부가 아이템 확보를 위한 경쟁 심화는 불가피하다.

[그림10] ICEV vs. BEV 제조원가 구조(2020)



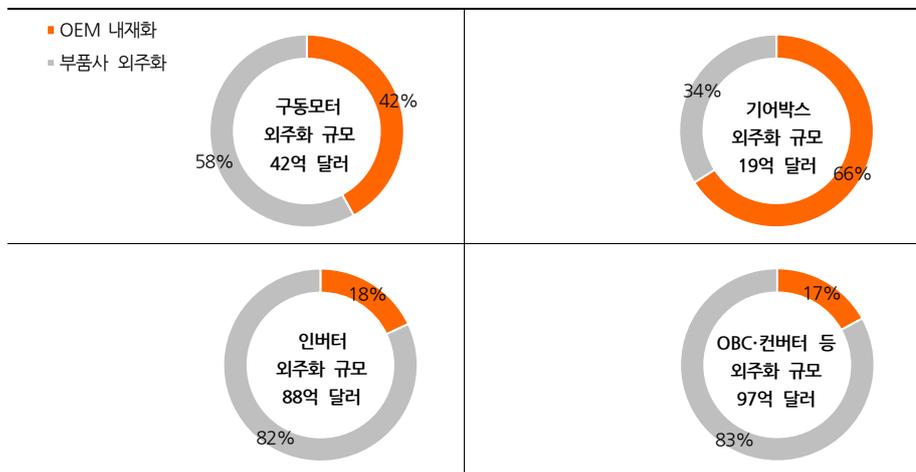
주: 유럽 OEM C-세그먼트, BEV 배터리 용량 50kWh 기준
자료: Oliver Wyman, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] ICEV vs. BEV 제조원가 구조(2030E)



주: 유럽 OEM C-세그먼트, BEV 배터리 용량 50kWh 기준
자료: Oliver Wyman, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] '25년 EV 파워트레인 주요 부품별 OEM 내재화/외주화 비중 전망



자료: BorgWarner, 한화투자증권 리서치센터

IV. 그림에도 봐야한다

>> 아직 크지 않은 BEV 부품의 실적 기여도

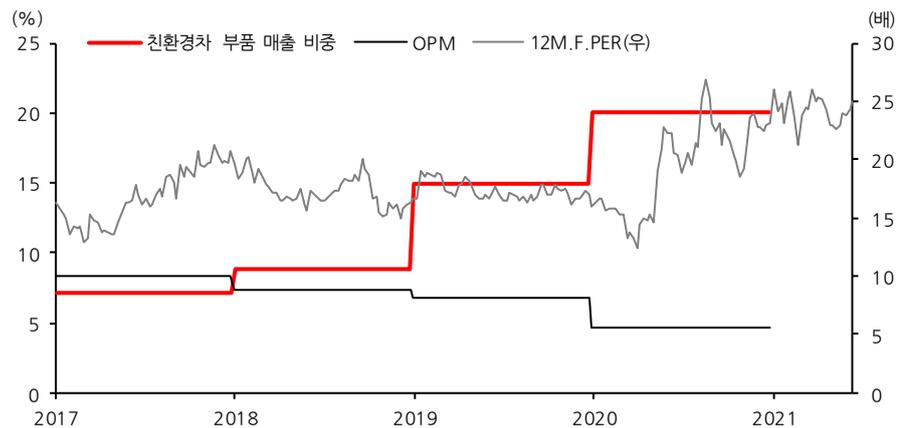
향후 수년간
Non-BEV 비중 절대적

'20년 글로벌 자동차(승용) 판매량 내 BEV의 점유율은 3.1%를 기록했다(IEA 기준). 국내 부품사들에 대한 영향력이 절대적인 HMG는 동기간 글로벌 출하량 내 BEV 비중이 2.9%였다. 전술했듯이 이 비중은 앞으로 빠르게 상승하겠지만, 향후 수년간 엔진/변속기가 탑재되는 차량의 비중이 월등히 더 높을 것이다(그림 8,9 참조). 현재 BEV 부품이 지니는 의미는 매출 비중이나 수익성보다는 성장성과 멀티플에 있다. BEV 부품은 아직 규모의 경제 효과를 내기 어렵고, 감가상각비도 증가하는 구간에 있기 때문에 중·단기 수익성 측면에서는 오히려 부정적 요인이다. 대표적인 전기차 수혜주인 한온시스템의 경우에도 xEV向 부품의 CPV가 ICEV 부품 대비 2~3배 더 높지만, 아직 수익성은 더 낮은 상태다. 따라서 현재 BEV 부품을 양산하지 않는다는 것이 당장 ICEV 파워트레인 업체들의 이익 창출 능력 훼손을 의미하는 것은 아니다.

BEV 서플라이체인 구축은
단기간에 끝나지 않을 것

BEV 서플라이체인 진입은 부품사의 장기 성장성 측면에서 매우 중요한 문제이기 때문에, 단기간에 모든 성과가 결정되지는 않을 것이다. 아직까지도 BEV 서플라이체인 구축이 진행 중이고 정상화된(normalized) 수익성을 찾아가는 단계에 있다. 동일 부품에 대해 벤더 다원화를 추구하는 완성차 업체의 특성을 고려하면, 지금 전기차 부품을 독점 공급하는 업체가 향후에도 독점적 지위를 유지하기는 어려울 수 있다. 또한 아직은 생산량이 미미해 고단가를 인정받지만 대량 양산 시 규모의 경제를 반영해 단가 인하가 이뤄지는 부품도 있을 것이다.

[그림13] 한온시스템 친환경차 부품 매출액 비중, 영업이익률 및 12M.F.PER 추이



자료: 한온시스템, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

>> 회복 국면에 진입한 실적

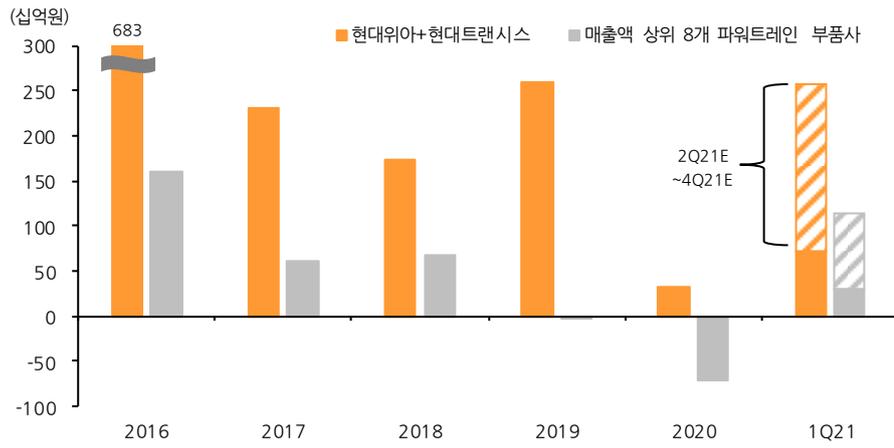
아이템-중국-비용구조가 실적 부진의 원인

ICEV 파워트레인 부품사들은 지난 몇 년간 업종 내 가장 낮은 수준의 수익성을 보여왔다. 이는 ①HMG 중국지역 판매 부진, ②고정비(금형 감가상각비 등) 부담 가중, ③각종 일회성비용(유형자산-장기보유 채고자산 손상차손 등) 발생 등에 기인한다. 중소형 부품사들 뿐만 아니라 현대위아와 현대트랜시스(P/T 부문)까지 부진했다는 점을 감안하면 서플라이체인 전반에서 발생한 문제라고 볼 수 있다.

ICEV 파워트레인 부품사 실적 회복 국면 진입

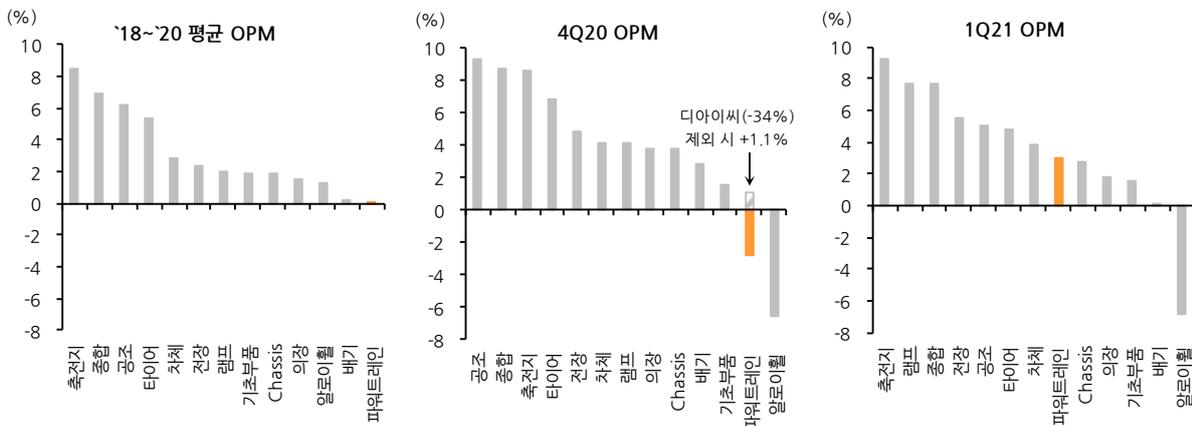
그러나 다년간에 걸친 부진은 부품사들의 체질 개선 노력을 촉발시켰다. 특히 중소형 부품사들은 중국지역에서 대규모 구조조정을 완료했고, 여러 일회성비용을 빅배스 형태로 반영한 상태이다. Cost Base가 과거 대비 낮아졌기 때문에 올해~내년 완성차 출하 회복이 지속된다면 완전한 실적 반등이 가능하다. 본원적인 수익성이 전장이나 공조업체보다 떨어지겠지만, 한자릿수 초중반대의 영업이익률은 기록할 수 있을 것으로 보인다. 부품 범주별 1Q21 수익성을 보더라도 개선 추세 진입을 확인할 수 있다.

[그림14] 현대위아-현대트랜시스 및 매출액 상위 8개 파워트레인 부품사 합산 영업이익 추이



주1: 현대위아는 차량부품 부문, 현대트랜시스는 P/T 부문 영업이익
 주2: '16년~'18년 현대트랜시스 영업이익은 현대파워텍, 현대다이모이스(P/T 부문) 단순 합산치
 자료: 각 사, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 매출액 상위 50개 상장 부품사 범주별 평균 영업이익률 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

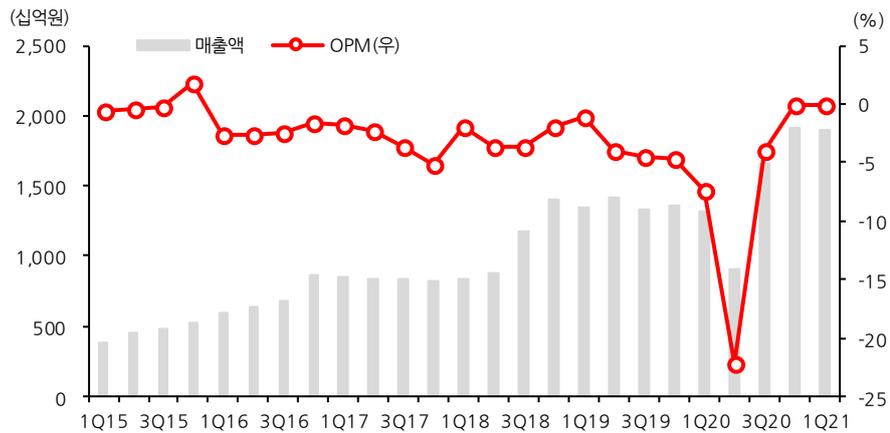
» 아이템 범주가 같아도 종목 Picking 전략 유효

실적의 변수는 다양
동일한 아이템 공급해도 실적 편차 존재

ICEV 파워트레인 부품의 전망은 대체로 밝지 않고, 최근 몇 년간의 수익성도 자동차부품 평균 대비 높지 않다. 그러나 아이템 포트폴리오가 부품사의 수익성을 결정하는 단일 변수는 아니다. 부품사들의 실적은 ①지역별 노출도, ②신차 노출도, ③주요 고객사, ④고정비 비중 등에도 영향을 받기 때문이다. 따라서 전장 부품사라고 해서 언제나 엔진 부품사보다 높은 수익성을 보이는 것은 아니다. 또한 동일한 부품 범주 내 아이템을 생산하더라도 실적은 충분히 다를 수 있다.

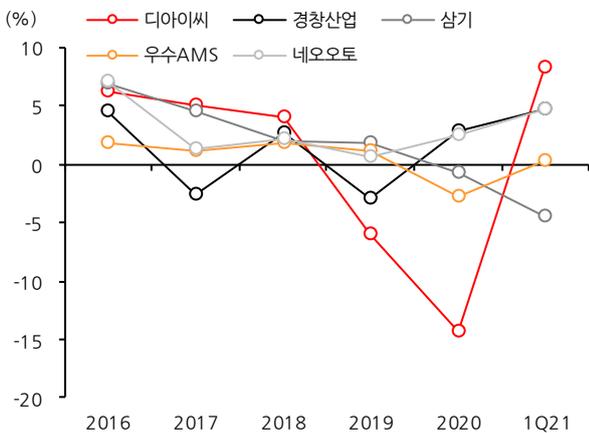
이는 바꿔말해 ICEV 파워트레인 업체를 아이템 하나만 갖고 모두 획일적으로 봐서는 안 된다는 의미이다. 최근 몇 년간 현대위아를 포함한 상당수의 엔진/변속기 관련 업체들은 HMG의 중국 지역 판매 부진에 따른 악영향을 크게 받았다. 만약 HMG의 중국 지역 판매가 유의미한 회복에 성공한다면, 아이템의 매력도가 개선되지 않더라도 큰 폭의 실적 반등을 보일 것이다. 엔진 피스톤 업체인 동양피스톤의 경우, non-HMG向 매출액 비중이 40~50% 수준이다. 이에 따라 여타 국내 엔진/변속기 부품사와 실적이 더 커플링되는 경우가 발생하고, 매출액과 HMG 글로벌 출하량의 성장 패턴도 다르다.

[그림16] LG 전자 VS 사업부(전장 비중 高) 매출액 및 영업이익률 추이



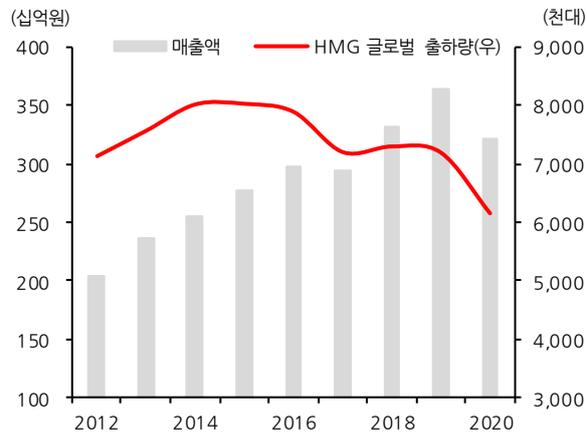
자료: LG전자, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 주요 변속기 부품 업체 영업이익률 비교



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 동양피스톤 매출액과 HMG 글로벌 출하량 추이



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

▶▶ 전망이 어두울수록 더 큰 변화를 유도한다

사업 전망 약화는
부품사들의 변화를 유도

대부분의 엔진/변속기 부품사에게 BEV 시장의 급성장은 분명 악재다. 그러나 이 예견된 악재가 ICEV 파워트레인 부품사들을 움직이게 만들고 있으며, 일부 업체들에게는 기회로 작용할 수도 있다. HMG의 글로벌 판매 성장이 과거 대비 위축됐기 때문에, BEV가 등장하지 않았더라도 이들 부품사가 '10년대 초중반의 영광을 재현하기는 어려웠을 것이다.

BEV 전환 없었어도
우호적이지 않았을 업황

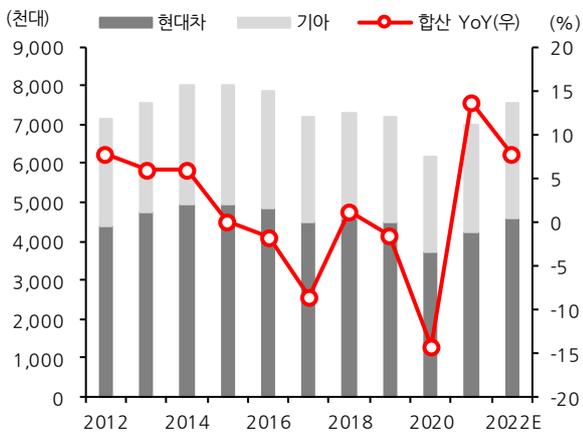
BEV 전환으로부터 중립적인 영향을 받는 차체/의장 업체와 비교하면 평균적으로는 차체/의장 업체의 사정이 더 낫다. 이들은 적어도 수요의 역성장 가능성이 있는 아이템을 보유하고 있지 않기 때문이다. 그러나 HMG의 생산량이 과거와 같이 성장하지 못하고 있다는 점, CPV 상승 여력이 제한적이라는 점은 마찬가지다. 이로 인해 차체/의장 업체들도 고객사 다변화 노력이나 배터리 케이스 개발 등 BEV 서플라이체인에 진입하려는 움직임을 보이고 있는 것이다.

변화에 가장 적극적인 것은
ICEV 파워트레인 업체

따라서 BEV 전환이 전방시장 축소로 이어질 수 있는 ICEV 파워트레인 업체들은 변화에 가장 적극적일 수 밖에 없다. 산업통상자원부의 사업재편 승인 내역을 보더라도 자동차 부품사 중에서는 ICEV 파워트레인 업체의 비중(38%)이 가장 높다. 이들이 BEV 대응을 위해 준비하는 아이тем들은 감속기, 열관리, 구동모터, 배터리 관련 부품으로 높은 부가가치를 갖는다. 서플라이체인에 합류만 할 수 있다면, 장기적으로도 감속기 다단화, 듀얼/트라이모터, 열관리부품 통합 및 고도화, 전고체배터리 등 상상할 수 있는 성장 스토리가 많다.

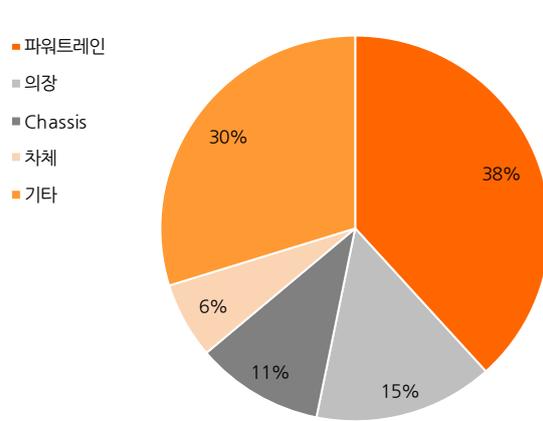
ICEV 파워트레인 업체들은 최근 몇 년 간 실적이 좋지 않았고, 이 때문에 당장의 밸류에이션 매력도 높지 않다. 그러나 BEV 성장 궤도에 합류했을 때 가장 극적인 면모를 보일 수 있는 것도 이들 업체라고 판단한다.

[그림19] HMG 글로벌 출하량 추이 및 전망



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 산자부 사업재편 승인 부품사 범주별 비중



자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 주요 ICEV 파워트레인 부품사 사업재편 승인 내용

구분	주요 아이템	사업재편 승인 내용
디아이씨(092200)	인풋/아웃풋 샤프트 어셈블리(변속기, 감속기), SBW 액추에이터	전기차 핵심부품(고효율 감속기) 및 자율주행차 부품 (전자식 변속제어시스템) 개발 및 양산
삼기(122350)	실린더블록(엔진), 밸브바디(변속기), 구동모터 하우징, 배터리 엔드플레이트	고품질 전기차용 모터하우징 생산 플랫폼을 구축
인지컨트롤스(023800)	WTC(엔진), 노크센서(엔진), ITM(엔진), 배터리 모듈 조립	①친환경 자동차용(수소차) 냉각조절장치 양산설비 구축, ②냉각조절장치 및 열관리 통합 모듈 개발
우수 AMS(066590)	디퍼런셜 어셈블리(변속기), 엔진 브라켓	모터, 인버터 등 구동모듈 연구개발 통해 전기차 성능과 효율 개선. 초소형 전기차 및 전기차 부품 시장 진출
유라테크(048430)	엔진 점화부품(코일, 플러그), 와이어링하네스	친환경차 주행효율 향상을 위한 구동모터 부품 및 열관리 부품의 설계, 개발, 제조 부문에서 현대산업과 협업
지엠비코리아(013870)	스플밸브(변속기), 워터펌프(엔진, 배터리, 전장품), ITM(엔진)	친환경차 열관리 시스템용 핵심 부품과 열관리 모듈 개발 및 생산 부문에서 오토피엠테크 등과 협업
삼보모터스(053700)	리액션 플레이트(변속기), 워터파이프(엔진), 필터넷	차량용 수소저장탱크 등 친환경차 부품제조 기술 공동 개발 (삼보프라텍 등)을 통해 생산 및 공급의 효율화와 경쟁력 제고
경창산업(024910)	클러치기어(변속기), 컨트롤케이블	구동모터 조립생산, 모터 및 모터부품 사업 추진
동양피스톤(092780)	엔진 피스톤	수소자동차 연료전지 스택 하우징 부품 및 수소와 공기유로를 형성시키는 부품 개발 및 생산 설비 도입
서진오토모티브(122690)	클러치커버(변속기), 드리븐 플레이트(변속기)	전기차 감속기 부품 개발 및 양산라인 구축을 통해 소형 전기차 및 퍼스널 모빌리티 시장 진출

자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

V. ‘어떻게’ 보느냐가 가장 중요

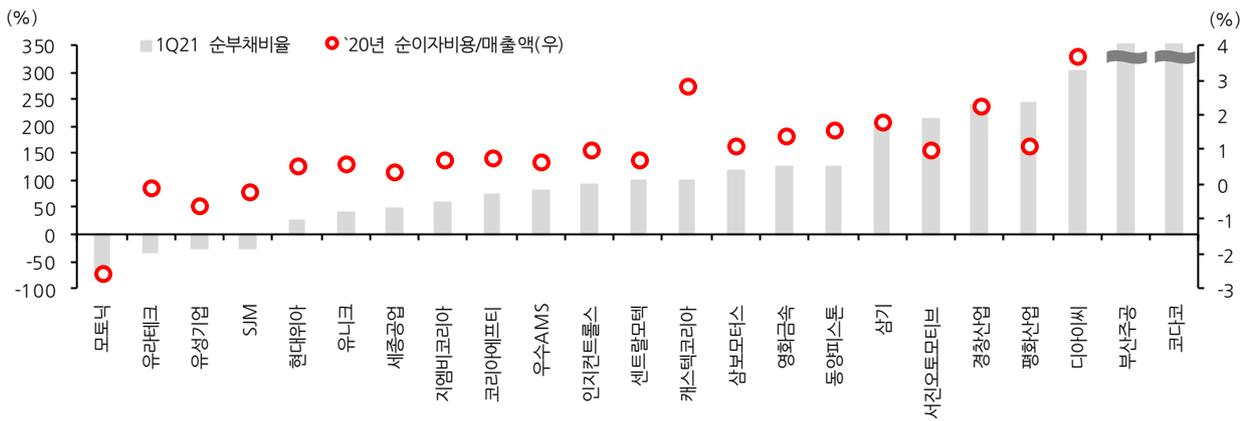
<p>BEV 부품주 선별적 접근 필요</p>	<p>BEV 부품 개발/생산 소식은 주가에 매우 빠르게 반영되지만, 앞서 언급했듯 BEV 부품 생산 자체만으로 이익 성장이 담보되진 않는다. 따라서 막연한 기대감을 갖기 보다는 구체적인 가능성과 스토리를 확인해 선별적으로 접근해야 한다. 당사는 이를 위해 ①고객사와의 특수한 관계(HMG 계열사), ②재무 상태(낮은 부채비율 or 큰 순현금 규모), ③포트폴리오 전환(ICEV>BEV)의 용이성, ④개발 부품의 End-user 및 CPV 등을 검토해야 한다고 판단한다. 이에 더해 HEV·PHEV 시장 성장에 따른 수혜 업체도 점검할 필요가 있다.</p>
<p>완성차 계열 부품사, BEV 시대 역할 확보 가능성 高</p>	<p>①고객사와의 특수한 관계: 이는 HMG 계열 부품사, 특히 현대위아에 국한된 포인트다. BEV 출시 초창기에는 현대위아 또한 구동모터, 감속기 등의 개발을 진행한 것으로 파악되나, 지금은 현대모비스와 현대트랜시스가 확고한 서플라이어로 자리 잡았다. 이에 따라 BEV 시대에서 현대위아의 그룹 내 역할 확보가 필요해진 상황이다. 그 시작은 '23년부터 공급하는 열관리 시스템이다. 향후 BEV 생산 확대에 따라 부품의 내재화/외주화가 정리되면 추가적인 신규 부품 수주도 기대해볼 수 있다.</p>
<p>ICEV 부품사 + 순현금 = 자연스러운 기대감</p>	<p>②재무 상태: 중소형 부품사들의 BEV 아이템 개발·생산을 어렵게 만드는 요인 중 하나는 신규 투자 여력이 크지 않다는 점이다. 그러나 부채비율이 낮거나, 큰 규모의 순현금을 보유하고 있다면 이러한 부담이 적을 수 있다. 만약 BEV 부품 생산을 위해 추가 차입을 하더라도 기존에 지출하던 이자 비용이 크지 않고, 메자닌 발행 가능성이 낮기 때문에 순이익 훼손 우려가 상대적으로 낮다.</p>
<p>기초부품 업체들 사업 전환 유리</p>	<p>③포트폴리오 전환의 용이성: ICEV 부품을 생산하던 노하우와 설비를 최대한 활용해 BEV 부품을 생산할 수 있다면, 사업 전환의 부담이 적을 수 있다. 특히 부분품 어셈블리, 다이캐스팅·프레스 제품 등을 생산하는 업체들은 감속기 부품(기어)이나 각종 하우징 제품, 단순 조립 제품으로 아이템을 확대하기에 상대적으로 더 유리하다.</p>
<p>BEV向 매출액의 지속성과 부가가치 중요</p>	<p>④개발 부품의 End-user 및 CPV: 개발된 BEV 부품이 어떤 완성차 업체로 들어가는지, 또 단일 차종에 대한 수주인지 혹은 BEV 플랫폼에 대한 수주인지 확인할 필요가 있다. BEV Capa를 매우 빠르게 늘리는 OEM이나 스타트업에 부품을 공급하게 되면, ICEV의 저성장을 상쇄할 수 있다. 또한 단일 차종이 아닌 플랫폼에 공용 부품을 공급하는 경우, 수주 규모가 크고 수년간 매출 발생이 지속될 수 있다. CPV도 물론 중요하다. CPV 5만원 수준의 ICEV 부품을 생산하는 업체가 CPV 1만원 가량의 BEV 부품을 생산한다면, 중·단기적으로 전사 실적에 유의미한 영향을 미치기 어렵다. 해당 부품을 50만대 Capa의 BEV 업체에 솔벤더로서 공급해도 연간 매출액이 50억원에 불과하다.</p>
<p>HEV·PHEV만 잘 잡아도 성장 가능</p>	<p>⑤HEV·PHEV 시장 성장에 따른 수혜 가능성: 대부분의 ICEV 파워트레인 부품사는 HEV·PHEV 성장에 따른 CPV 확대를 기대하기 어렵다(ICEV 대비 부가가치가 모터, 인버터, 회생제동 시스템 등에서 발생). 다만 캐니스터, 워터펌프 등 일부 아이템은 HEV·PHEV에 탑재 시 단가가 상승하거나 필요 개수가 늘어난다. ICEV의 수요 감소분은 HEV·PHEV로도 옮겨갈 것인데, 이 때 CPV 상승이 ICEV의 Q 감소를 상회할 정도로 나타한다면 관련 업체는 BEV 부품 없이도 일정 기간 성장할 수 있다.</p>

[표3] 주요 ICEV 파워트레인 부품사 생산(예정) BEV 아이템과 고객사

구분	주요 BEV 아이템	고객사(End-user / 1 차 벤더)
현대위아(011210)	구동모터배터리 열관리 부품 (냉각수 분배·공급 통합 모듈)	- 현대차기아
디아이씨(092200)	인풋/아웃풋 샤프트 어셈블리(감속기), 디퍼런셜(감속기), SBW 액추에이터	- 현대차기아, GM, 북미 전기차社, FAW - 현대트랜시스
삼기(122350)	구동모터 하우징, 배터리 엔드플레이트	- 포드, 스텔란티스, 폭스바겐그룹 - LG 전자, LG 화학
인지컨트롤스(023800)	배터리 모듈 조립, 배터리 버스바 어셈블리, 배터리 승온히터	- 다임러, 폭스바겐그룹, 현대차기아 - SK 이노베이션
우수 AMS(066590)	디퍼런셜 케이스(감속기)	- 폭스바겐그룹
삼보모터스(053700)	구동모터 열관리 부품, 감속기	- GM, SAIC
경창산업(024910)	구동모듈 생산 참여	- 현대차기아 - 현대모비스
동양피스톤(092780)	인버터 IGBT 열관리 부품	N/A
평화산업(090080)	구동모터 마운트	- 현대차기아, 폭스바겐그룹
코다코(046070)	배터리 케이스 부품, E-컴프레서 부품	- 포드, 현대차기아 - 보그워너, 한온시스템

자료: 각 사, 언론보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 대형~중소형 ICEV 파워트레인 부품사 순부채(순현금)비율과 매출액 대비 순이자비용 비율



주1: 유관 부품사인 배기 업체 포함

주2: 삼보모터스, 서진오토모티브는 연결 기준 의장 매출 비중이 더 높음

자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

VI. 결론

ICEV 파워트레인 업체
평균 투자매력도 低

당사는 C.A.S.E. 전환 가속화, 글로벌 완성차 물량 성장 둔화가 나타나는 현 시점에서, 전장·전동화>Chassis/차체/의장>ICEV 파워트레인 업체 순으로 매력도가 높다는 기존의 시각을 유지한다. 향후 역성장까지도 나타날 수 있는 ICEV 파워트레인 사업에 높은 멀티플을 부여할 수는 없다고 보기 때문이다. 그러나 BEV 부품 생산을 통해 CPV를 높이거나 장기적으로 ICEV 부품 대비 M/S를 확대할 수 있는 업체라면, 재차 성장 동력을 확보할 수 있다.

주요 BEV 부품
수주 확보 시
스토리 변화 더 극적

현재 대부분의 ICEV 파워트레인 업체는 비우호적인 환경 속에 놓여 투자 매력이 떨어지나, 일부 업체를 중심으로 변화의 조짐이 나타나고 있다. 이에 대한 지속적인 트래킹을 통해 친환경차 시장 성장에 동행할 수 있는 업체라는 점이 확인되면, 완전한 턴어라운드 이전까지 전에 해당 종목을 선제적으로 매수할 필요가 있다. 그간 미래 전망에 대한 부정적 인식이 깔려있었던 만큼, 주력 아이টে에 BEV(xEV) 부품이 포함된다면 더욱 극적인 성장 스토리로 변화할 수 있기 때문이다.

당사는 이러한 아이디어를 반영하여 금번 리포트를 통해 현대위아에 대한 커버리지를 개시한다. 아울러 다이이씨, 삼기, 코리아에프티를 관심종목으로 제시한다. 각 종목별 BEV(xEV) 관련 투자 포인트는 다음과 같다.

▶ 현대위아: 냉각수 분배·공급 통합 모듈 수주로 BEV 열관리 시장 진출(23년부터 매출 발생 기대). 공조 기능까지 통합된 ITMS 개발 '25년 완료 목표. BEV 파워트레인 핵심 부품인 구동모터, 감속기를 he계열사가 전담하면서 현대위아의 BEV 부품 개발 필요성 확대(① 해당)

▶ 다이이씨: HMG 주요 BEV(E-GMP 포함)에 감속기 부품 공급. BEV에 기본 탑재되는 SBW 액추에이터 국산화 성공(K8 포함 3종 이상 수주). HMG BEV와 동반 성장 구도 형성(③, ④ 해당)

▶ 삼기: 배터리 엔드플레이트, 구동모터 하우징, 감속기 케이스 등 BEV 핵심 부품 전반에 알루미늄 다이캐스팅 제품을 공급. LG그룹의 BEV 서플라이체인에 합류함에 따라 직접 bidding에 참여할 때 보다 End-user(완성차 OEM) 다변화 용이해짐(③, ④ 해당)

▶ 코리아에프티: HEV·PHEV 시장 확대에 따라 주요 제품인 카본 캐니스터의 구조적 ASP 상승 가능(ICEV 대비 +30%~+200% 이상). HMG 내 독점적 지위 확보, non-HMG向 수주 증가 추세 등 감안 시 현재 9% 내외인 글로벌 M/S 확대 기대(⑤ 해당)

[그림22] 현대위아 냉각수 분배·공급 통합 모듈(통합열관리모듈)



자료: 현대위아, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 디아이씨 주요 감속기 부품과 SBW 액추에이터



자료: 디아이씨, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 삼기 LG 그룹向 BEV 부품

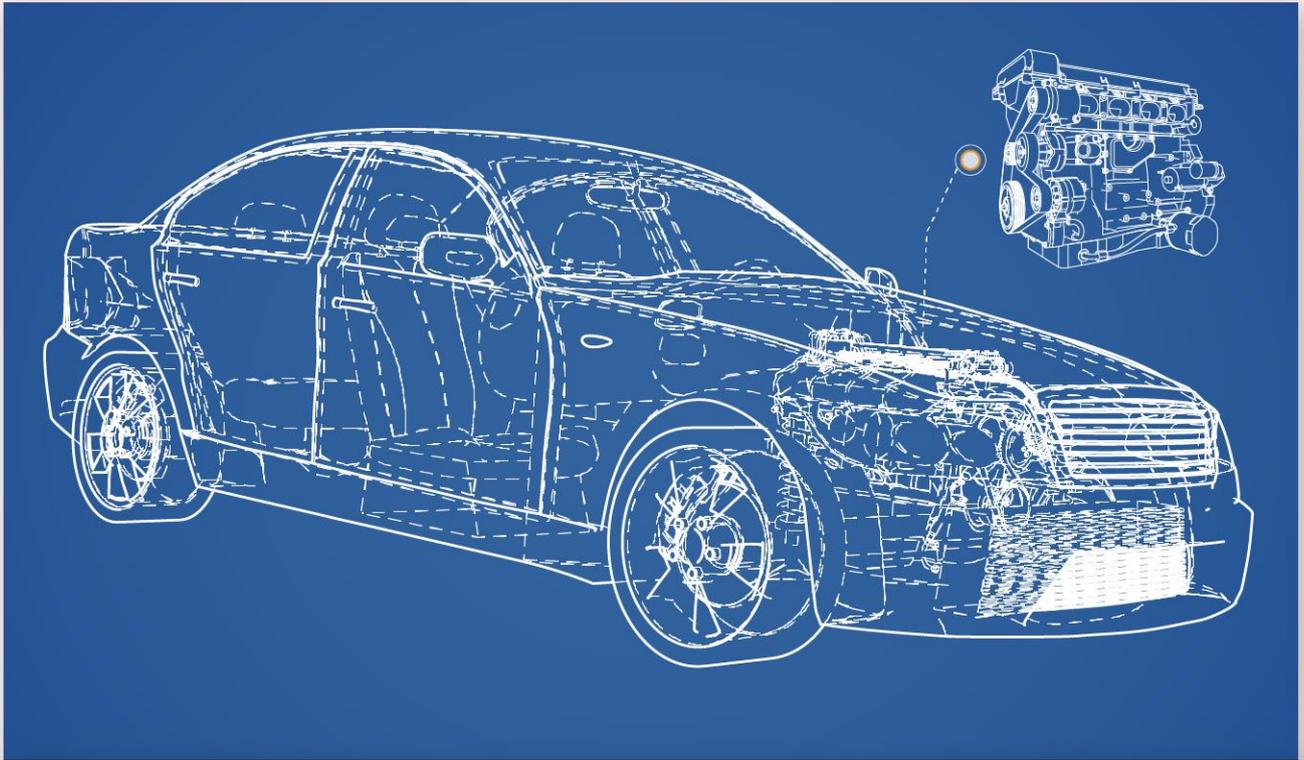


자료: 삼기, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 코리아에프티 적용 국가별 카본 캐니스터

<p>북미 (LEV-3/Tier-3)</p> <p>제품설명 북미지역에 판매되는 가솔린차량에 적용되며, CARB Tier 3 및 EPA Tier 3에서 시행하는 LEV-3 및 Tier-3 규제를 만족하고 있음. DBL: <math>300 \text{ mg 이하/day}</math></p>	<p>한국 14EM → KLEV3</p> <p>제품설명 2019년부터 국내에서 판매되는 가솔린차량에 적용되며, 환경부에서 시행하는 KLEV-3를 만족하고 있음. DBL: <math>350 \text{ mg 이하/day}</math></p>
<p>유럽 EURO-5 → EURO 6</p> <p>제품설명 2019년부터 유럽에 판매되는 가솔린차량에 적용될 것으로 예상되며, EEA에서 시행하는 EURO-6d를 만족하고 있음. DBL: <math>2.0 \text{g 이하/1day} \times 2 \text{day}</math></p>	<p>중국 CHINA 5 → CHINA 6</p> <p>제품설명 2018년부터 중국의 북경, 상해 등 대도시를 중심으로 판매되는 가솔린차량에 적용되며, China-6 규제를 만족하고 있음. (2020년 전국 시행) DBL: <math>700 \text{ mg 이하/day}</math></p>

자료: 코리아에프티, 한화투자증권 리서치센터

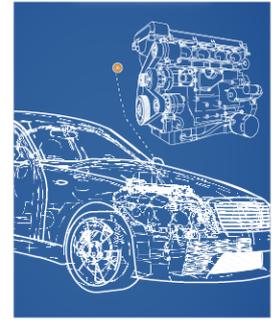


VII. 기업분석

1. 현대위아 (011210)
2. 다이이씨 (092200)
3. 삼기 (122350)
4. 코리아에프티 (123410)

현대위아 (011210)

지정생존자



▶ Analyst 박준호 junho.park@hanwha.com 3772-7693

Hold (신규)

목표주가(신규): 112,000원

현재 주가(7/5)	98,300원
상승여력	▲13.9%
시가총액	26,733억원
발행주식수	27,195천주
52 주 최고가 / 최저가	108,500 / 34,600원
90 일 일평균 거래대금	465.15억원
외국인 지분율	7.5%
주주 구성	
현대자동차 (외 4 인)	40.8%
국민연금공단 (외 1 인)	10.1%
자사주 (외 1 인)	2.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	11.1	20.3	37.1	184.1
상대수익률(KOSPI)	9.4	14.8	27.0	131.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	7,315	6,592	7,638	8,256
영업이익	102	72	164	238
EBITDA	363	361	485	575
지배주주순이익	55	61	114	149
EPS	2,030	2,242	4,290	5,626
순차입금	850	1,192	926	878
PER	24.7	23.9	22.9	17.5
PBR	0.4	0.5	0.8	0.8
EV/EBITDA	6.1	7.3	7.4	6.2
배당수익률	1.4	1.3	0.7	0.7
ROE	1.8	2.0	3.6	4.5

주가 추이



열관리 부품 수주를 통해 그룹 내 BEV 부품사로서의 첫 역할 부여됐습니다. 향후에도 ICEV 물량 감소를 만회하기 위한 수주 활동이 기대됩니다.

투자의견 'Hold', 목표주가 112,000원으로 커버리지 개시

현대위아에 대해 투자의견 'Hold'와 목표주가 112,000원으로 커버리지를 개시한다. 투자의견 'Hold'는 현재 주가 수준 대비 당사가 제시하는 목표주가의 Upside가 제한적이라는 판단에 근거한다. 현대위아는 전기차 열관리 부품 수주 등에 따라 올해 들어 급격한 Multiple re-rating을 겪었다. 다만 관련 매출의 발생 시점(23년~)과 비중(0.5%~1.5% 추정)을 고려 시 전고점을 상회하는 수준의 Multiple 부여는 어려워 보인다. 따라서 '22E 주당순이익 5,626원에 Target P/E 19.9배(과거 상단)를 적용하여 목표주가 112,000원을 제시하며, 2Q21 이후 실적 개선의 강도에 따라 투자의견 및 목표주가 조정 가능성을 열어두고 있다.

지정생존자가 될 ICEV 파워트레인 부품사

현대위아는 구동모터·배터리 열관리 부품 수주를 계기로 BEV 전용 부품 시장에 본격 진입하게 됐다(23년 공급 개시). '25년까지 열관리 부품과 E-컴프레서 등 주요 공조 부품을 결합한 통합 열관리 시스템(ITMS)도 개발할 계획이다. 그룹 내 구동모터와 감속기 생산에 있어서는 다른 계열사(현대모비스, 현대트랜시스)로 그 역할이 배분됐다. 따라서 엔진 생산을 최대 매출원으로 두고 있는 위아는 그 외 다른 BEV 아이템을 확보해야 하는 숙명을 짚어온 상태다. 그 시작이 열관리 시스템이며, 장기적으로는 BEV 생산 증대에 따라 그룹 내 내재화 혹은 계열사 간 외주화 필요성이 커지는 부품에 대해서 추가적인 수주 기대감도 가져볼 만하다. 이는 핵심 고객사와 같은 그룹사 안에 있기에 구상할 수 있는 그림이다.

올해~내년 차량부품 · 기계 동반 실적 개선 기대

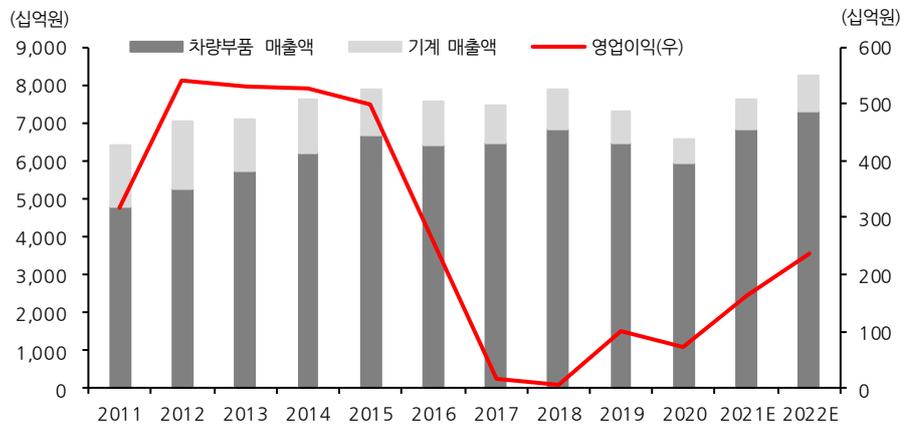
당사는 현대위아의 '21년 실적을 매출액 7조 6,384억원(+15.9%, 이하 YoY), 영업이익 1,645억원(+128.6%), 지배주주순이익 1,139억원(+86.9%)으로 전망한다. 영업이익이 차량부품(+108%)과 기계(일회성 요인 제거 시 +103억원) 전 부문에서 개선될 것으로 기대되며, 이러한 흐름은 내내에도 이어질 것으로 보인다. '22년 예상 지배주주순이익은 1,494억원(+31.2%)으로 '16년의 실적을 6년만에 뛰어넘을 전망이다.

1. 투자 의견 'Hold', 목표주가 112,000 원으로 커버리지 개시

현대위아에 대해 투자 의견 'Hold'와 목표주가 112,000원으로 커버리지를 개시한다. 투자 의견 'Hold'는 현재 주가 수준 대비 당사가 제시하는 목표주가의 Upside가 제한적이라는 판단에 근거한다. 현대위아는 전기차 열관리 부품 수주 등에 따라 올해 들어 급격한 Multiple re-rating을 겪었다. 다만 관련 매출의 발생 시점(23년~)과 비중(0.5%~1.5% 추정)을 고려 시 전고점을 뛰어넘는 수준의 Multiple 부여는 어려워 보인다.

따라서 '22E 주당순이익 5,626원에 Target P/E 19.9배(과거 상단)를 적용하여 목표주가 112,000원을 제시하며, 2Q21 이후 실적 개선의 강도에 따라 투자 의견 및 목표주가 조정 가능성을 열어두고 있다. Target P/E 19.9배는 현대위아의 과거 12개월 Forward P/E 상단이다. 다만 이것이 파워트레인/Axle 글로벌 Peer 대비 월등히 높은 Multiple이라는 점은 인지할 필요가 있다(12M.F.P/E - 위아: 22.7x, Peer: 10.8x). 따라서 기존 아이템(ICEV 부품기계)의 턴어라운드와 신규 아이템(열관리 부품)의 성장을 통해 Valuation을 정당화할 수 있어야 하며, 향후 주가는 추가적인 Multiple re-rating보다는 실적에 따라 움직일 가능성이 높아 보인다. 당사가 현대위아의 Peer 업체로 보고 있는 Dana, BorgWarner 등은 이미 BEV 전용 부품을 생산하고 있기 때문에, BEV 부품의 성장성이라는 포인트는 현대위아에게만 적용되는 것이 아니다.

[그림26] 현대위아 매출액 및 영업이익 추이와 전망



자료: 현대위아, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 현대위아 목표주가 산출 내역

(단위: 원, 배)

항목	값	비고
현대위아 Target PER	19.9	현대위아의 과거 12M Forward P/E 상단 *참고: 글로벌 파워트레인 Peer 평균 PER 10.8배
'22E 주당순이익	5,626	
목표 주가	112,000	
현재 주가(7/5)	98,300	
상승여력	13.9%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

2. 투자 포인트

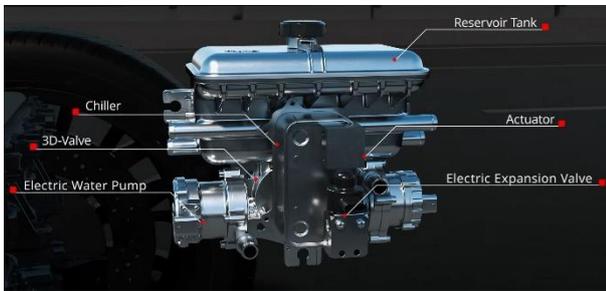
i. 지정생존자가 될 파워트레인 부품사

현대위아는 구동모터·배터리 열관리 부품(냉각수 분배·공급 통합 모듈) 수주를 계기로 BEV 전용 부품 시장에 본격 진입했다. 해당 부품은 '23년부터 현대차기아의 E-GMP 전기차(아이오닉7, 기아 SUV 등 추정)에 공급될 예정이다. 이를 통한 연간 매출액은 1천억원 내외로 예상된다(온기 반영 기준). '25년까지 열관리 부품과 공조 부품 일부를 결합한 통합 열관리 시스템(TMS)도 개발할 계획이다. 여기에 E-컴프레서가 포함된다. 점을 감안하면, 단가는 냉각수 통합 모듈의 1.5배~2배 이상에 달할 것으로 보인다.

그룹 내 구동모터와 감속기 생산에 있어서는 다른 계열사(현대모비스, 현대트랜시스)로 그 역할이 배분됐다. 따라서 엔진 생산을 최대 매출원으로 두고 있는 위아는 그 외 다른 BEV 아이টে임을 확보해야 하는 숙명을 짚어진 상태다. 그 시작이 열관리 시스템이며, 장기적으로는 BEV 생산 증대에 따라 그룹 내 내재화 혹은 계열사 간 외주화 필요성이 커지는 부품에 대해서 추가적인 수주 기대감도 가져볼 만하다. 이는 핵심 고객사와 같은 그룹사 안에 있기에 구상할 수 있는 그림이다.

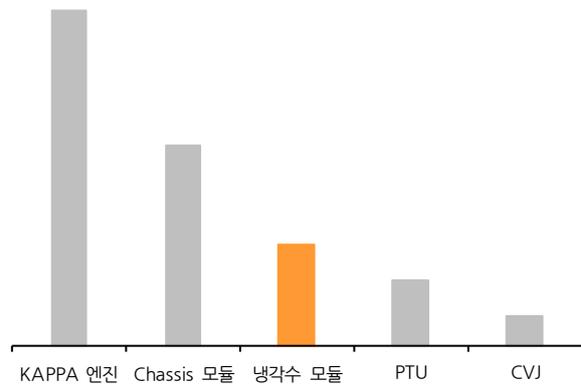
ICEV 아이টে임에 있어서 현대위아와 일부 포트폴리오(엔진부품, 4륜구동 부품 등)가 겹치는 BorgWarner, Dana 등의 업체는 M&A와 신규 아이টে임 개발을 통해 BEV 부품 시장에 진입한 상태다. 특히 모터·감속기·인버터 등을 통합한 구동모듈을 생산하여 BEV 시대에 오히려 CPV를 확대하려는 움직임을 보이고 있다. 반면 현대위아가 공급하는 냉각수 통합모듈의 CPV는 BEV에서 사라지게 되는 엔진·4륜구동(ATC, PTU) 부품의 합산 CPV(150만원~180만원 이상)보다 낮다(50% 이하로 추정). 따라서 위아에게도 외형 성장을 위해 ITMS를 비롯한 BEV 부품 수주에 역량을 집중할 니즈가 존재한다.

[그림27] 현대위아 냉각수 분배·공급 통합 모듈(통합열관리모듈)



자료: 현대위아, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 현대위아 차량부품 주요 아이টে임 단가(추정 포함)



자료: 현대위아, 한화투자증권 리서치센터

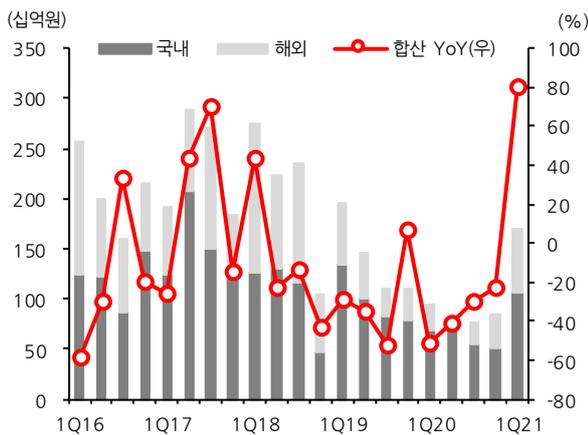
ii. 기계 부문 실적 회복의 초입

기계 부문 실적이 바닥을 지난 것으로 보인다. 현대위아의 1Q21 공작기계 수주액은 약 1,700억원(+80.1%)으로 회복됐고, 4월까지 집계된 국내 업체들의 수주 실적을 보면 이미 '19년 동기간의 수주 금액을 넘어섰다(4월 누계 ▷ '19년: 9,431억원, '21년: 1조 1,085억원). COVID-19로 인해 억눌려 있던 CAPEX 집행 움직임이 백신 보급 등에 따라 활발해지고 있기 때문인 것으로 풀이된다. 공작기계는 수주와 매출 인식 사이의 시차가 길지 않기 때문에(1~2개 분기), 업황 전반의 개선세는 2Q21 실적에서부터 점차 확인될 전망이다. 공작기계가 기계 부문에서 매출액 비중이 가장 큰 아이টে이고 사업부적자의 주요인이었다는 점을 감안하면, 이제부터는 오히려 사업 부문의 턴어라운드를 주도할 수 있을 것으로 예상된다.

HMG의 BEV Capa 확대에 따른 FA(공장자동화) 사업의 수혜도 기대된다. HMG는 '25년까지 연간 100만대 수준의 BEV 판매 목표를 수립한 바, 생산 설비 전환(ICEV▷BEV)과 신규 Capa 투자가 필요하다. 현대위아의 FA사업은 크게 ①엔진/변속기 가공자동화, ②조립자동화, ③차체자동화(로봇&지그)로 구분되며, BEV Capa 증설에 따라 고객사의 ②, ③ 아이টে 발주가 예상된다.

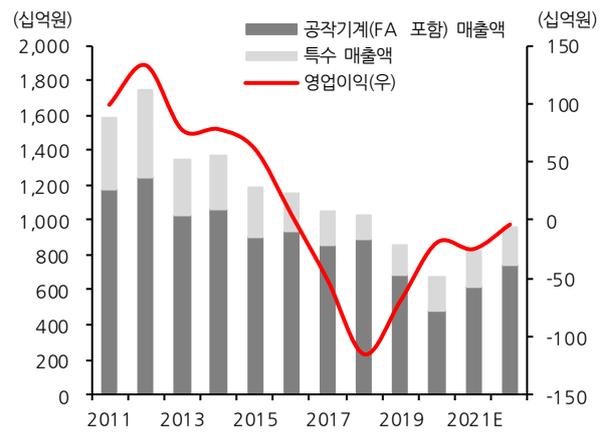
다만, BEV 10만대 생산 라인 당 100억~200억원의 매출이 발생한다고 가정해도, 유지보수 수입 제외 시 기대되는 신규 매출액은 연간 500억원 미만이다. 따라서 관련 매출액의 규모 자체보다는 ①신차-신규 파워트레인 사이클에서만 발생했을 FA 매출이 ICEV▷BEV 전환에 따라 추가될 수 있으며, ②현재의 BEV Capa 감안 시 관련 매출 발생이 장기간 지속될 것이라는 점에 주목해야 한다.

[그림29] 현대위아 분기별 공작기계 수주 금액 추이



자료: 현대위아, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 현대위아 기계 부문 연간 실적 추이와 전망



자료: 현대위아, 한화투자증권 리서치센터

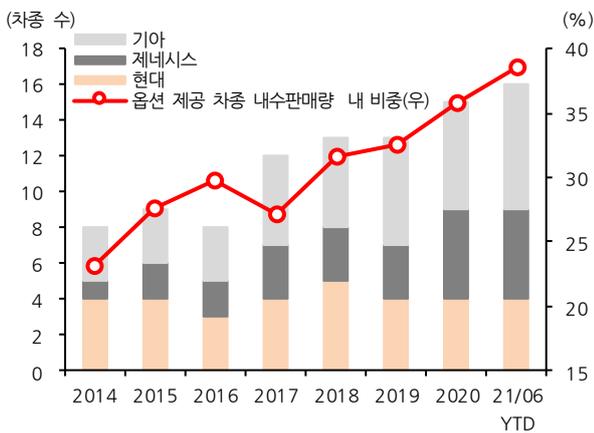
iii. 차량부품 실적도 개선세 지속

차량부품 부문의 실적도 개선세를 지속할 전망이다. 이는 ①완성차 생산 회복 지속, ② ICEV 내 4륜구동 옵션 제공 차종 증가(제네시스·SUV·K8 등), ③러시아 엔진 공장 가동 효과(운반비 및 산동법인 고정비↓), ④IDA 등 고부가제품 공급 개시(아이오닉5·아반떼N) 등에 기인한다.

차량부품 부문의 기존 아이템 중 향후 CPV 확대를 주도할 수 있는 것은 4륜구동 부품이 될 것으로 보인다. 쉐 차종에서 4륜구동 옵션을 제공하고 있는 제네시스는 연간 판매 목표가 매년 늘어날 것이고('20A: 13만대, '21T: 20만대), 아직 HMG 내 SUV 비중 상승 여지도 있기 때문이다. 최근에는 K5(GT), K8(3.5L NA) 등 전륜구동 기반의 세단 차종에서도 4륜구동 옵션 제공이 이뤄지고 있다. 따라서 ICEV 물량 자체가 저성장하더라도, 4륜구동 부품은 침투율 확대를 통해 성장성을 확보할 수 있을 것이라고 판단한다.

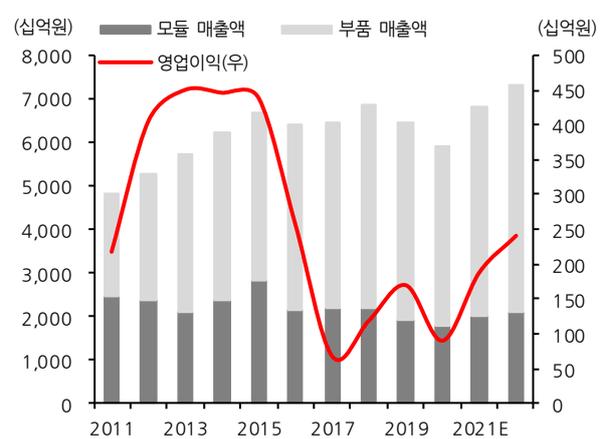
현대위아의 엔진 생산은 중장기적 그림이 좋다고 볼 순 없으나 BEV 침투율 상승분만큼 온전히 M/S를 잃지는 않을 것이다. 이는 ①엔진 포트폴리오가 1.0L~2.4L의 중소형 엔진으로 구성되어 있고(고배기량 엔진부터 단종 가능성 ↑), ②멕시코, 러시아, 인도, 터키 등 BEV 전환 우선순위가 높지 않은 신흥국 공장에 대해 노출도가 크기 때문이다. BEV 전환 가능성이 높은 현대차 체코, 기아 슬로바키아 공장으로도 카파 터보 엔진을 공급하고 있지만, 배기량이 1.0L~1.4L이기 때문에 HMG가 BEV와 병행해서 투입하기에 부담되는 엔진은 아니다. 따라서 당장의 물량 축소 우려는 크지 않다고 판단한다.

[그림31] 현대차기아 4륜구동 옵션 제공 차종 수



주1: 상용차 제외한 내수 판매 기준
 주2: BEV 4륜구동은 미포함
 자료: 현대차, 기아, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 현대위아 차량부품 부문 연간 실적 추이와 전망



자료: 현대위아, 한화투자증권 리서치센터

3. 실적 추정 및 결론

당사는 현대위아의 '21년 실적을 매출액 7조 6,384억원(+15.9%, 이하 YoY), 영업이익 1,645억원(+128.6%), 지배주주순이익 1,139억원(+86.9%)으로 전망한다. 영업이익이 차량부품(+108%)과 기계(일회성요인 제거 시 +103억원) 전 부문에서 개선될 것으로 기대되며, 이러한 흐름은 내년에도 이어질 것으로 보인다. 이는 ①차량부품>완성차 출하량 회복 및 Restocking 움직임, 구동부품 CPV 증가, 엔진 수익성 개선, ②기계>공작기계 수요↑, FA 물량 증대 가능성 등에 각각 기인한다. '22년 예상 지배주주순이익은 1,494억원(+31.2%)으로 '16년의 실적을 6년만에 뛰어넘을 전망이다.

현대위아는 그간 실적이 부진했고, 이로 인해 차량부품부문과 기계부문 모두에서 지속적인 구조조정을 단행했다. 따라서 업황에 변화가 나타나면 Cost base가 낮아진 만큼 실적 개선 속도 자체는 빠를 것이다. 다만 주가는 개선 가능성을 이미 상당 부분 반영했다고 판단한다. 추가적인 Upside 확보를 위해서는 ①더 강한 이익 모멘텀, ②기대보다 빠른 BEV 부품 성장 속도 혹은 ③이익 체력 제고 현실화를 위한 시간이 필요하다.

장기적인 그림도 꾸준히 점검해야 한다. ICEV 부품사라는 한계는 위아가 HMG 계열사이기 때문에 결국 극복되겠지만, 생존을 넘어 성장을 달성하기 위해서는 CPV와 M/S 확대가 필수적이다. 앞서 언급했듯 기수주한 열관리 부품의 CPV는 엔진과 4륜구동 부품의 합산 CPV보다 낮다. 따라서 향후 ①ITMS 수주 등을 통한 CPV 상승, ②HMG 내 열관리 부품 M/S 확대, ③Non-Captive 수주 확보, ④열관리 외 BEV 부품 개발 등의 가능성이 있는지 트레이킹할 필요가 있다.

[표5] 현대위아 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(단위: 십억 원)

	2020	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	6,592	7,638	8,256	1,648	1,214	1,839	1,891	1,855	1,837	1,941	2,005
차량부품	5,922	6,822	7,301	1,471	1,051	1,668	1,732	1,686	1,644	1,704	1,788
기계	670	817	954	177	163	171	159	169	193	238	217
영업이익	72	164	238	85	-39	13	13	27	36	45	56
차량부품	91	189	242	75	-35	19	32	42	41	48	58
기계	-19	-25	-4	10	-4	-5	-20	-15	-5	-4	-2
지배주주순이익	61	114	149	76	-48	83	-50	31	24	25	33
yoy 증가율											
매출액	-9.9%	15.9%	8.1%	-10.9%	-35.9%	3.6%	5.2%	12.6%	51.4%	5.5%	6.0%
영업이익	-29.4%	128.6%	44.9%	478.8%	적전	-64.6%	-36.5%	-67.6%	흑전	238.1%	337.9%
지배주주순이익	10.4%	86.9%	31.2%	403.9%	적전	흑전	적전	흑전	-21.2%	3.8%	32.0%
이익률											
영업이익	1.1%	2.2%	2.9%	5.1%	-3.2%	0.7%	0.7%	1.5%	2.0%	2.3%	2.8%
지배주주순이익	0.9%	1.5%	1.8%	4.6%	-4.0%	4.5%	-2.6%	1.7%	1.3%	1.3%	1.7%

자료: 현대위아, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	7,880	7,315	6,592	7,638	8,256
매출총이익	302	397	351	479	566
영업이익	5	102	72	164	238
EBITDA	266	363	361	485	575
순이자손익	-46	-39	-35	-35	-35
외화관련손익	5	12	3	-5	-12
지분법손익	-17	1	6	4	6
세전계속사업손익	-71	49	84	123	180
당기순이익	-56	55	54	93	137
지배주주순이익	-56	55	61	114	149
증가율(%)					
매출액	5.3	-7.2	-9.9	15.9	8.1
영업이익	-69.9	1,926.1	-29.4	128.6	44.9
EBITDA	0.3	36.5	-0.5	34.1	18.7
순이익	적지	흑전	-2.8	72.9	47.8
이익률(%)					
매출총이익률	3.8	5.4	5.3	6.3	6.9
영업이익률	0.1	1.4	1.1	2.2	2.9
EBITDA 이익률	3.4	5.0	5.5	6.3	7.0
세전이익률	-0.9	0.7	1.3	1.6	2.2
순이익률	-0.7	0.8	0.8	1.2	1.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	-113	444	189	537	459
당기순이익	-56	55	54	93	137
자산상각비	261	261	289	320	337
운전자본증감	-408	72	-79	32	-104
매출채권 감소(증가)	-512	244	11	-71	-107
재고자산 감소(증가)	95	146	35	-4	-58
매입채무 증가(감소)	-61	-255	-128	126	56
투자현금흐름	-464	-249	-325	-397	-478
유형자산처분(취득)	-147	-170	-246	-233	-315
무형자산 감소(증가)	-37	-36	-27	-43	-57
투자자산 감소(증가)	-108	78	18	-207	-127
재무현금흐름	-21	-152	333	-122	-167
차입금의 증가(감소)	-2	-137	358	-626	-650
자본의 증가(감소)	-16	-16	-19	-19	-19
배당금의 지급	-16	-16	-19	-19	-19
총현금흐름	331	423	320	426	563
(-)운전자본증가(감소)	364	-164	134	-32	104
(-)설비투자	174	178	252	233	315
(+)자산매각	-9	-27	-21	-43	-57
Free Cash Flow	-217	382	-87	282	387
(-)기타투자	216	213	15	-69	16
잉여현금	-433	168	-102	251	371
NOPLAT	4	74	46	124	182
(+) Dep	261	261	289	320	337
(-)운전자본투자	364	-164	134	-32	104
(-)Capex	174	178	252	233	315
OpFCF	-274	321	-50	243	99

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

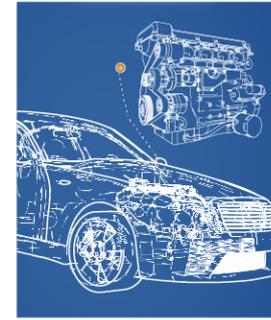
(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	3,891	3,569	3,988	4,323	4,399
현금성자산	1,200	1,312	1,598	1,805	1,708
매출채권	1,832	1,547	1,582	1,652	1,759
재고자산	803	665	761	765	823
비유동자산	3,217	3,205	3,732	3,638	3,656
투자자산	434	474	401	307	330
유형자산	2,569	2,561	3,159	3,168	3,159
무형자산	213	170	172	164	168
자산총계	7,107	6,774	7,720	7,961	8,055
유동부채	1,863	1,861	1,986	2,243	2,277
매입채무	1,405	1,089	1,104	1,229	1,285
유동성이자부채	358	625	751	848	813
비유동부채	2,208	1,821	2,208	2,094	1,998
비유동이자부채	1,923	1,537	2,040	1,883	1,773
부채총계	4,071	3,683	4,194	4,336	4,275
자본금	136	136	136	136	136
자본잉여금	501	501	501	501	501
이익잉여금	2,520	2,549	2,594	2,670	2,801
자본조정	-120	-94	-112	-94	-71
자기주식	-113	-113	-113	-113	-113
자본총계	3,037	3,092	3,526	3,625	3,780

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	-2,043	2,030	2,242	4,290	5,626
BPS	111,672	113,690	114,656	118,126	123,792
DPS	600	700	700	700	700
CFPS	12,178	15,549	11,771	37,738	39,082
ROA(%)	-0.8	0.8	0.8	1.5	1.9
ROE(%)	-1.8	1.8	2.0	3.6	4.5
ROIC(%)	0.1	2.0	1.1	2.8	4.1
Multiples(x, %)					
PER	-	24.7	23.9	22.9	17.5
PBR	0.3	0.4	0.5	0.8	0.8
PSR	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
PCR	3.0	3.2	4.5	2.6	2.5
EV/EBITDA	7.8	6.1	7.3	7.4	6.2
배당수익률	1.7	1.4	1.3	0.7	0.7
안정성(%)					
부채비율	134.0	119.1	119.0	119.6	113.1
Net debt/Equity	35.6	27.5	33.8	25.5	23.2
Net debt/EBITDA	405.9	234.1	329.9	191.0	152.8
유동비율	208.9	191.7	200.8	192.7	193.2
이자보상배율(배)	0.1	1.6	1.3	2.8	3.9
자산구조(%)					
투자자산	69.6	66.6	69.5	67.8	69.0
현금+투자자산	30.4	33.4	30.5	32.2	31.0
자본구조(%)					
차입금	42.9	41.1	44.2	43.0	40.6
자기자본	57.1	58.9	55.8	57.0	59.4



디아이씨 (092200)

회생주의 면모가 보인다

▶ Analyst 박준호 junho.park@hanwha.com 3772-7693

Not Rated

현재 주가(7/6)	7,080원
상승여력	-
시가총액	2,753억원
발행주식수	38,889천주
52 주 최고가 / 최저가	7,120 / 1,370원
90 일 일평균 거래대금	107.2억원
외국인 지분율	3.0%
주주 구성	
감성문 (외 13 인)	38.2%
디아이씨우리스주 (외 1 인)	1.0%
자사주 (외 1 인)	0.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	29.2	121.3	142.1	361.2
상대수익률(KOSPI)	27.6	115.7	131.9	308.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019	2020
매출액	630	553	538	493
영업이익	32	23	-32	-71
EBITDA	70	63	12	-26
지배주주순이익	-2	-8	-52	-122
EPS	-85	-297	-1,568	-3,134
순차입금	468	444	382	248
PER	-	-	-	-
PBR	1.1	1.0	0.5	3.2
EV/EBITDA	9.3	9.4	39.4	-14.2
배당수익률	0.7	0.9	0.0	0.0
ROE	-1.3	-4.9	-33.7	-128.3

주가 추이



아직 재무구조 개선은 필요하지만, 감속기·SBW에 대한 노출도가 높고 수익성 개선도 나타나고 있어 회생주의의 탈바꿈이 기대됩니다.

변속기·감속기 부품 전문 업체

디아이씨는 디퍼런셜, 인풋아웃풋 샤프트 어셈블리 등 자동차 변속기·감속기 부품과 중장비(지게차) 부품을 주력으로 생산하는 업체이다. 사업부문은 자동차부품과 중장비부품으로 구성되어 있으며, '20년 기준 매출액 비중은 각각 87.6%, 12.4%이다. 자동차부품 주요 고객사는 HMG(비중 50% 내외)이며, 그 외에 GM, Dana, 북미 전기차社 등으로도 부품을 공급하고 있다.

안정성과 성장성 겸비한 아이템 포트폴리오

디아이씨는 MT·AT·DCT·CVT 등 모든 ICEV 변속기向으로 부품을 공급하고 있다(HMG 주력 변속기인 6단8단 AT, 7단8단 DCT, IVT 등 포함). 또한 HMG의 BEV 감속기向 부품과 SBW(Shift by Wire) 액추에이터 수주를 통해 성장성을 확보한 상태다. 감속기 부품은 ①HMG 내 높은 M/S(E-GMP 전 차종 및 기존 2세대 전기차向 공급), ②'22년 HMG 감속기 조립라인 이관 등을 고려 시 가파른 매출 성장세를 보일 전망이다. GM Bolt와 북미 전기차社로 공급되는 감속기 부품도 매출 비중은 크지 않으나 매년 규모가 확대될 것으로 보인다. SBW 액추에이터는 K8 등 3개 이상의 차종에 대해 수주를 받았다. SBW는 원격주차 등 운전자 없는 차량 제어와 실내 공간 개선에 필수적이며, BEV에는 기본 탑재되는 아이템이기 때문에 꾸준한 침투율 상승이 기대된다.

바닥을 지나 가시화되는 턴어라운드 스토리

디아이씨는 그간 ①중국지역 매출 급감, ②각종 일회성 비용(자산 손상 차손, 프로젝트성 외주가공비) 등으로 인해 부진한 실적을 기록했다. 그러나 작년에 빅배스 형식으로 약 1,200억원의 일회성 비용을 반영했고(OPM -14.4%), 1Q21부터는 신규 아이템 공급 등을 통해 본원적인 수익성 개선을 보이고 있다. 또한 아직 부채비율은 상당히 높지만, 메자닌 상환으로 EPS 회색 우려도 해소된 상태다. 올해 실적 가이던스는 매출액 7,700억원, OPM 7% 수준이다. 올 6월까지의 HMG 출하량을 감안 시 가이던스 달성 가능성은 소폭 보수적으로 볼 필요가 있겠다. 하지만 ①신규 아이템(감속기 부품, SBW 등)의 성장성, ②일회성 비용 일단락 등을 고려하면, 턴어라운드 추세 진입이 가능할 것으로 보인다.

[표6] 디아이씨 주요 부품 포트폴리오와 xEV 종류별 CPV 성장성

구분	주요 부품	HEV-PHEV	BEV
변속기 부품	인풋/아웃풋 샤프트 어셈블리, 디퍼런셜	↗	↘
전장 부품	SBW 액추에이터	↗	↗
감속기 부품	인풋/아웃풋 샤프트 어셈블리, 디퍼런셜	↘	↗

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 디아이씨 주요 BEV 감속기 부품



인풋 샤프트 어셈블리

아웃풋 샤프트 어셈블리

디퍼런셜 어셈블리

[그림34] SBW 시스템과 디아이씨 SBW 액추에이터



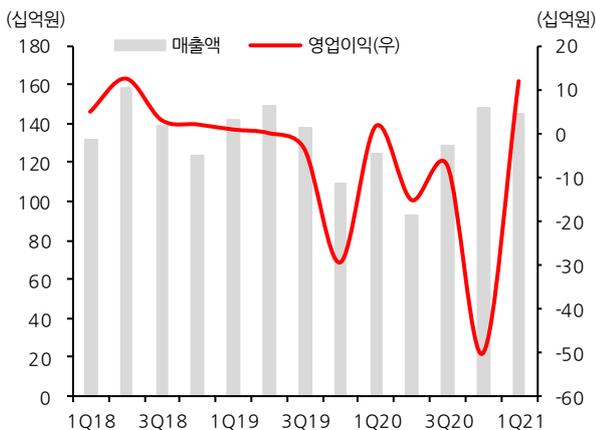
SBW 적용 예

SBW 액추에이터

자료: 디아이씨, 한화투자증권 리서치센터

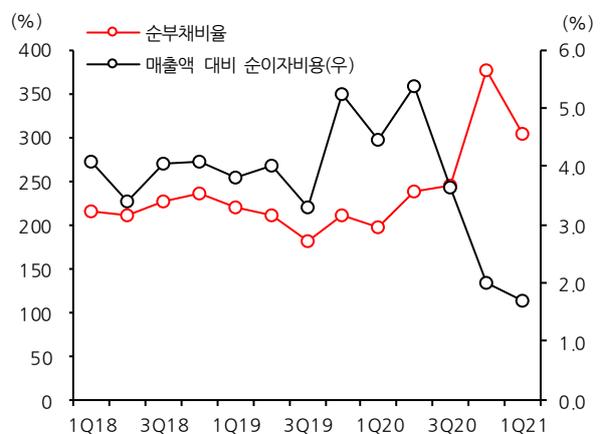
자료: 기아, 디아이씨, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 디아이씨 분기별 매출액 및 영업이익 추이



자료: 디아이씨, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 디아이씨 분기별 순부채비율과 매출액 대비 순이자비용



자료: 디아이씨, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	557	630	553	538	493
매출총이익	76	79	67	13	-32
영업이익	35	32	23	-32	-71
EBITDA	67	70	63	12	-26
순이자손익	-15	-19	-21	-22	-18
외화관련손익	-6	-5	-4	1	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	10	3	-3	-58	-118
당기순이익	8	1	-7	-56	-119
지배주주순이익	4	-2	-8	-52	-122
증가율(%)					
매출액	7.3	12.9	-12.1	-2.8	-8.3
영업이익	12.0	-7.5	-30.0	적전	적지
EBITDA	10.2	4.3	-9.7	-81.4	적전
순이익	-38.0	-88.7	적전	적지	적지
이익률(%)					
매출총이익률	13.7	12.5	12.2	2.4	-6.4
영업이익률	6.2	5.1	4.1	-6.0	-14.4
EBITDA 이익률	12.0	11.1	11.4	2.2	-5.2
세전이익률	1.7	0.6	-0.6	-10.8	-23.9
순이익률	1.5	0.2	-1.3	-10.4	-24.1

현금흐름표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
영업현금흐름	21	28	33	68	123
당기순이익	10	3	-3	-58	-118
자산상각비	32	38	41	44	45
운전자본증감	-26	-38	-17	60	157
매출채권 감소(증가)	-24	4	-19	19	6
재고자산 감소(증가)	-19	-29	-32	6	74
매입채무 증가(감소)	31	-8	40	32	61
투자현금흐름	-118	-131	-16	-16	1
유형자산처분(취득)	-111	-82	-26	-26	-20
무형자산 감소(증가)	-2	-1	-1	0	2
투자자산 감소(증가)	0	-23	4	15	-1
재무현금흐름	106	97	-8	-47	-131
차입금의 증가(감소)	106	100	-7	-5	-129
자본의 증가(감소)	0	-3	-1	29	0
배당금의 지급	0	-3	-1	-1	0
총현금흐름	65	78	66	20	-21
(-)운전자본증가(감소)	25	47	-12	-45	-173
(-)설비투자	112	86	38	29	24
(+)자산매각	-1	4	11	4	6
Free Cash Flow	-72	-52	52	39	134
(-)기타투자	7	16	23	-10	-3
잉여현금	-79	-68	29	50	137
NOPLAT	31	9	16	-23	-51
(+) Dep	32	38	41	44	45
(-)운전자본투자	25	47	-12	-45	-173
(-)Capex	112	86	38	29	24
OpFCF	-74	-87	31	36	143

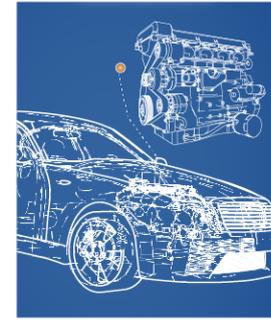
주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	285	332	329	309	210
현금성자산	23	49	50	41	43
매출채권	107	106	100	80	68
재고자산	132	157	168	158	85
비유동자산	446	495	482	471	395
투자자산	17	30	33	12	13
유형자산	422	457	442	456	381
무형자산	8	8	8	3	1
자산총계	732	827	810	780	605
유동부채	339	422	504	472	455
매입채무	86	69	64	98	164
유동성이자부채	242	351	426	360	270
비유동부채	195	210	120	121	79
비유동이자부채	149	165	69	63	20
부채총계	533	631	624	594	534
자본금	11	11	11	19	19
자본잉여금	68	68	68	96	96
이익잉여금	82	80	70	16	-104
자본조정	6	3	2	23	25
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	198	196	187	186	71

주요지표 (단위: 원, 배)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
주당지표					
EPS	178	-85	-297	-1,568	-3,134
BPS	6,661	6,270	5,877	3,969	917
DPS	50	50	50	0	0
CFPS	2,605	3,073	2,557	611	-544
ROA(%)	0.7	-0.3	-0.9	-6.5	-17.6
ROE(%)	2.8	-1.3	-4.9	-33.7	-128.3
ROIC(%)	5.9	1.4	2.5	-3.9	-11.6
Multiples(x, %)					
PER	47.1	-	-	-	-
PBR	1.3	1.1	1.0	0.5	3.2
PSR	0.4	0.3	0.3	0.1	0.2
PCR	3.2	2.3	2.2	3.4	-
EV/EBITDA	8.6	9.3	9.4	39.4	-14.2
배당수익률	0.6	0.7	0.9	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	268.8	322.0	334.3	319.0	755.9
Net debt/Equity	185.6	238.5	238.2	205.1	350.5
Net debt/EBITDA	548.4	668.3	703.8	3,253.8	-969.9
유동비율	84.2	78.7	65.2	65.4	46.1
이자보상배율(배)	2.3	1.7	1.0	-	-
자산구조(%)					
투자자본	93.4	89.4	88.4	91.5	85.1
현금+투자자산	6.6	10.6	11.6	8.5	14.9
자본구조(%)					
차입금	66.4	72.5	72.6	69.4	80.4
자기자본	33.6	27.5	27.4	30.6	19.6



삼기 (122350)

삼기(三技): 모터, 배터리, 감속기

▶ Analyst 박준호 junho.park@hanwha.com 3772-7693

Not Rated

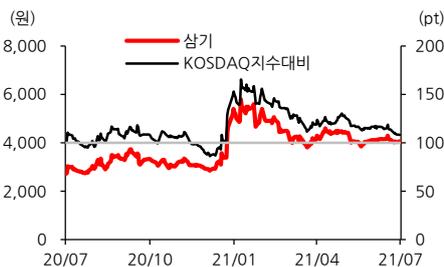
현재 주가(7/5)	4,065원
상승여력	-
시가총액	1,558억원
발행주식수	38,339천주
52 주 최고가 / 최저가	5,800 / 2,630원
90 일 일평균 거래대금	36.38억원
외국인 지분율	1.8%
주주 구성	
김치환 (외 14 인)	32.5%
자사주 (외 1 인)	1.0%
삼기모터모티브우리스주 (외 1 인)	0.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.2	-1.5	-24.7	54.6
상대수익률(KOSDAQ)	-7.3	-9.5	-31.0	15.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019	2020
매출액	293	277	302	363
영업이익	13	5	6	-3
EBITDA	43	36	44	40
지배주주순이익	11	1	2	-7
EPS	353	19	65	-210
순차입금	166	187	208	228
PER	9.9	130.3	33.9	-
PBR	0.9	0.7	0.6	1.4
EV/EBITDA	6.4	7.3	6.3	10.2
배당수익률	2.6	1.8	0.0	0.0
ROE	9.4	0.5	1.5	-5.6

주가 추이



배터리, 구동모터, 인버터, 감속기 등 BEV 핵심 부품 전반으로 아이템을 공급하고 있어 지속적인 외형 성장이 기대됩니다.

알루미늄 다이캐스팅 전문 업체

삼기는 엔진·변속기용 알루미늄 다이캐스팅 부품(실린더블록, 밸브바디 등)을 주력으로 생산하는 업체이다. '17년~'18년에 LG화학과 LG전자로부터 배터리 엔드플레이트, 구동모터 하우징을 각각 수주 받으면서 BEV 부품도 본격 생산하기 시작했다('19년 SOP). '21년에는 자회사인 삼기프리시전이 HMG向 감속기 케이스를 수주하면서 BEV 부품 포트폴리오를 확대했다. '20년 기준 제품별 매출액 비중은 엔진 부품 23.7%, 변속기 부품(HEV向 포함) 54.5%, BEV 부품 12.7% 등이다. 주요 고객사(매출액 비중)는 HMG(60% 내외), 폭스바겐그룹(15% 내외) 등이며, BEV 부품 공급 물량 증대에 따라 LG그룹向 매출액 비중 빠르게 늘어나고 있다('19년 4% ▷ '20년 13% ▷ 1Q21 17%).

BEV 핵심 부품을 전방 시장으로 확보

삼기는 배터리 엔드플레이트, 구동모터 하우징, 인버터 케이스(비중 低)에 이어 감속기 케이스까지 수주하면서 BEV 핵심 부품 전반을 대상으로 다이캐스팅 부품을 공급하게 됐다. 또한 LG그룹의 서플라이체인에 합류함에 따라 End-user 다변화가 용이해졌다는 점도 고무적이다. 현재 삼기가 공급하는 배터리 엔드플레이트와 구동모터 하우징의 End-user는 폭스바겐그룹, 포드, 스텔란티스(舊 FCA) 등이다. LG그룹의 BEV 부품 사업 확대 기조(LG마그나 출범, LGES 증설 등)를 고려하면 기존의 공급 레퍼런스를 바탕으로 한 추가 수주 가능성도 열려있다.

담보된 외형 성장. 수익성 개선이 관건

삼기는 ①BEV 부품 고성장 지속(1,390억원 규모 엔드플레이트 수주건 '21년 2월 SOP), ②폭스바겐向 매출 확대, ③HMG向 부품 신규 사이클 진입 등 다양한 외형 성장의 재료를 갖고 있다. 다만 알루미늄 가격 등락에 따른 실적 변동성과 금형 감가상각비·외주가공비 등의 비용 부담이 존재하고, 중국법인은 아직 적자를 내고 있다. 2Q21부터는 ①원재료 가격 상승분 단가 반영, ②소품종 대량생산 제품인 엔드플레이트 공급 물량 증가, ③운반비 부담 완화 등으로 수익성 개선이 가능할 전망이다. 삼기의 올해 실적 가이던스는 매출액 4,500억원 이상, 영업이익 소폭 적자~BEP 수준이다.

[표7] 삼기 주요 부품 포트폴리오와 xEV 종류별 CPV 성장성

구분	주요 부품	HEV/PHEV	BEV
변속기 부품	밸브바디, 컨버터 하우징, 리어커버 등	↗	↓
엔진 부품	실린더블록, 래더프레임, 캠샤프트 캐리어 등	↗	↓
배터리 부품	엔드플레이트	↑	↑
구동모터 부품	구동모터 하우징	↑	↑
감속기 부품	감속기 하우징	↓	↑

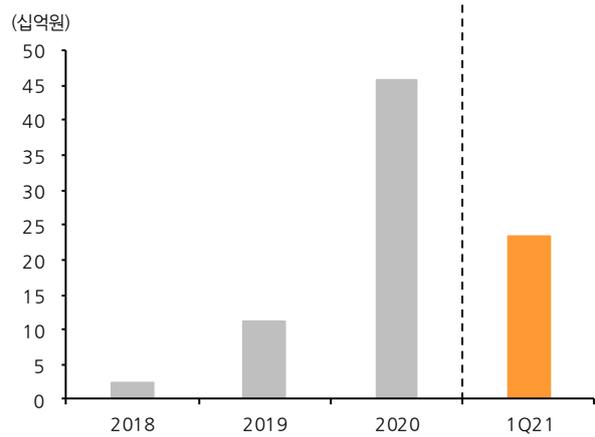
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 삼기 주요 BEV 부품



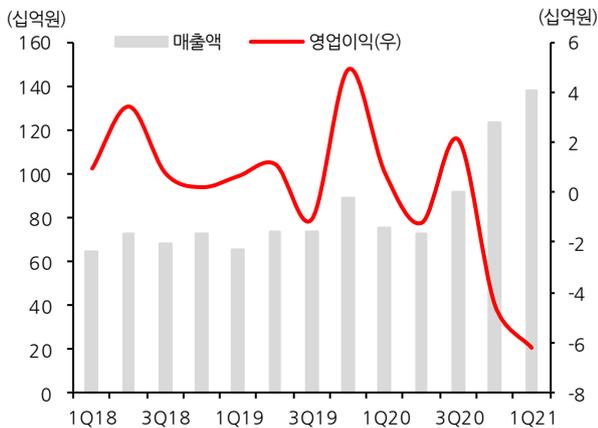
자료: 삼기, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 삼기 BEV 부품 매출액 추이



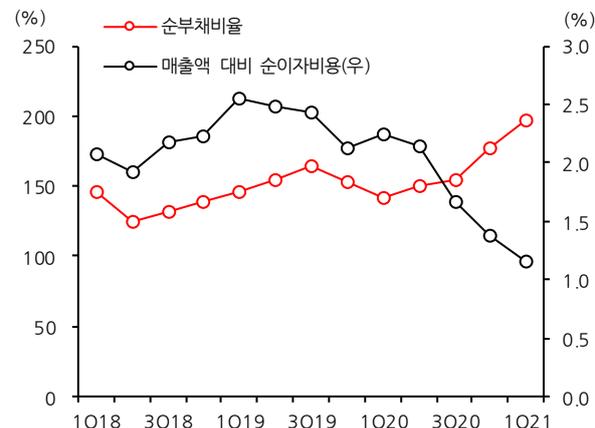
자료: 삼기, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 삼기 분기별 매출액과 영업이익 추이



자료: 삼기, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 삼기 분기별 순부채비율과 매출액 대비 순이자비용



자료: 삼기, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	304	293	277	302	363
매출총이익	45	41	30	33	33
영업이익	21	13	5	6	-3
EBITDA	50	43	36	44	40
순이자손익	-4	-4	-6	-7	-6
외화관련손익	-1	1	-1	1	-1
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	14	13	1	1	-9
당기순이익	13	11	1	2	-7
지배주주순이익	13	11	1	2	-7
증가율(%)					
매출액	10.3	-3.9	-5.2	8.8	20.2
영업이익	-9.9	-37.7	-58.7	5.2	적전
EBITDA	7.6	-14.6	-16.0	21.3	-9.0
순이익	-22.1	-13.1	-94.6	240.7	적전
이익률(%)					
매출총이익률	14.9	14.0	10.9	11.1	9.0
영업이익률	7.0	4.5	2.0	1.9	-0.7
EBITDA 이익률	16.5	14.7	13.0	14.5	11.0
세전이익률	4.7	4.3	0.3	0.5	-2.5
순이익률	4.1	3.7	0.2	0.7	-2.0

현금흐름표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
영업현금흐름	49	27	31	32	28
당기순이익	13	11	1	2	-7
자산상각비	29	30	31	38	43
운전자본증감	2	-14	-2	-10	-14
매출채권 감소(증가)	1	-4	2	-17	-32
재고자산 감소(증가)	3	-4	-3	-9	-3
매입채무 증가(감소)	5	1	2	19	22
투자현금흐름	-51	-37	-82	-60	-61
유형자산처분(취득)	-46	-32	-52	-44	-40
무형자산 감소(증가)	0	0	0	1	1
투자자산 감소(증가)	0	0	-17	6	-14
재무현금흐름	4	19	58	18	41
차입금의 증가(감소)	6	22	44	20	31
자본의 증가(감소)	-3	-3	15	-2	0
배당금의 지급	-3	-3	-3	-2	0
총현금흐름	55	48	41	51	49
(-)운전자본증가(감소)	-7	9	2	10	3
(-)설비투자	47	34	54	45	41
(+)자산매각	1	1	2	1	1
Free Cash Flow	15	6	-13	-3	6
(-)기타투자	8	10	14	22	18
잉여현금	6	-4	-27	-25	-12
NOPLAT	19	11	4	4	-2
(+) Dep	29	30	31	38	43
(-)운전자본투자	-7	9	2	10	3
(-)Capex	47	34	54	45	41
OpFCF	7	-2	-22	-12	-3

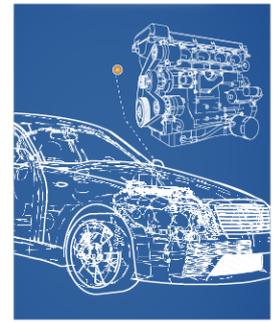
주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	64	82	106	120	174
현금성자산	3	11	35	20	40
매출채권	38	42	41	60	88
재고자산	16	19	23	31	33
비유동자산	244	256	292	305	316
투자자산	4	4	6	10	14
유형자산	236	246	276	287	296
무형자산	5	5	5	1	1
자산총계	308	337	399	425	490
유동부채	111	176	217	193	256
매입채무	31	32	32	49	83
유동성이자부채	74	140	180	138	170
비유동부채	86	42	48	96	106
비유동이자부채	84	38	41	89	99
부채총계	197	218	264	289	362
자본금	3	3	4	4	4
자본잉여금	43	43	60	60	60
이익잉여금	69	77	75	77	69
자본조정	-3	-3	-4	-4	-4
자기주식	0	0	-1	-1	-1
자본총계	112	119	134	136	129

주요지표 (단위: 원, 배)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
주당지표					
EPS	407	353	19	65	-210
BPS	3,624	3,857	3,643	3,682	3,362
DPS	90	90	45	0	0
CFPS	1,773	1,559	1,339	1,628	1,387
ROA(%)	4.2	3.4	0.2	0.5	-1.6
ROE(%)	11.7	9.4	0.5	1.5	-5.6
ROIC(%)	7.1	4.1	1.3	1.3	-0.6
Multiples(x, 배)					
PER	8.5	9.9	130.3	33.9	-
PBR	1.0	0.9	0.7	0.6	1.4
PSR	0.3	0.4	0.3	0.2	0.5
PCR	1.9	2.2	1.9	1.3	3.4
EV/EBITDA	5.2	6.4	7.3	6.3	10.2
배당수익률	2.6	2.6	1.8	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	175.9	183.7	196.7	212.4	280.9
Net debt/Equity	138.5	139.6	139.0	152.6	177.4
Net debt/EBITDA	307.5	386.0	517.4	473.8	573.0
유동비율	58.0	46.3	49.1	62.0	68.1
이자보상배율(배)	5.7	3.0	0.9	0.8	-
자산구조(%)					
투자자본	97.7	94.8	88.6	91.8	86.5
현금+투자자산	2.3	5.2	11.4	8.2	13.5
자본구조(%)					
차입금	58.5	59.8	62.2	62.5	67.6
자기자본	41.5	40.2	37.8	37.5	32.4



코리아에프티 (123410)

HEV로 그려보는 성장 스토리

▶ Analyst 박준호 junho.park@hanwha.com 3772-7693

Not Rated

현재 주가(7/5)	4,235원
상승여력	-
시가총액	1,179억원
발행주식수	27,841천주
52 주 최고가 / 최저가	4,740 / 2,240원
90 일 일평균 거래대금	58.55억원
외국인 지분율	37.7%
주주 구성	
S.I.SSRL (외 4인)	39.5%
감재년 (외 2인)	7.3%
임호규 (외 1인)	0.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-10.7	23.8	39.5	57.7
상대수익률(KOSDAQ)	-16.7	15.8	33.3	18.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019	2020
매출액	348	388	439	410
영업이익	1	7	8	6
EBITDA	18	25	30	28
지배주주순이익	2	4	6	4
EPS	72	144	206	132
순차입금	84	80	81	97
PER	50.2	19.3	14.3	22.0
PBR	0.9	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	10.1	6.2	5.4	6.3
배당수익률	1.7	2.2	2.0	1.0
ROE	1.7	3.5	4.9	3.0

주가 추이



HEV·PHEV 向 부품의 구조적인 ASP 상승을 통해 BEV 부품 없이도 성장성을 확보할 것으로 기대됩니다.

연료계통 및 의장 부품 전문 업체

코리아에프티는 캐니스터(연료탱크 내 증발가스 흡착 후 재사용), 필터넥(가솔린·디젤·요소수 유로관) 등 연료계통 부품과 실내 의장 부품(플로어 콘솔 선쉐이드 등)을 주력으로 생산하는 업체다. '20년 기준 제품별 매출액 비중은 캐니스터 35.1%, 필터넥 18.6%, 의장 부품 37.7% 등이다. 주요 고객사는 HMG(비중 70% 내외)이며, 그 외에 GM, 폭스바겐그룹, 볼보, 르노-닛산 등으로도 부품을 공급하고 있다.

캐니스터의 구조적 'P' 상승과 M/S 확대 기대

HEV·PHEV 시장 확대에 따라 캐니스터의 구조적인 ASP 상승이 가능하다(ICEV 대비 +30%~+200% 이상). HEV·PHEV는 연료탱크 내 저유 시간이 길어 캐니스터의 증발가스 흡착 기능이 더욱 강화되어야 하기 때문에 단가가 높게 형성되어 있다. '25년 글로벌 완성차 판매량 내 BEV 비중은 최대 10% 전후로 전망되며, 환경규제 강화와 BEV의 원가를 동시에 고려하면 ICEV 수요 중 상당 부분은 HEV·PHEV로 옮겨갈 것이다. 따라서 ICEV 向 물량 감소 이상을 HEV·PHEV 向 물량 증가와 ASP 개선으로 상쇄할 수 있다면 이익 성장이 가능하다.

글로벌 M/S 확대도 기대된다(현재 9% 수준). 우선 HMG 向 캐니스터 물량에 대해서는 국내 경쟁사의 사업 철수로 사실상 독점적 지위를 갖고 있다. Non-HMG 고객사 내 M/S 또한 ①수주 증가 추세(캐니스터·필터넥 수주 기준 예상 매출액: '21E 464억원 ▷ '23E 675억원), ② HEV·PHEV 向 제품 경쟁력 등을 고려 시 확대가 가능성이 있다. '23년 초부터는 미국 캐니스터 공장 가동을 통해 GM, 포드 등 북미 OEM에 대한 매출 확대를 추진할 계획이다.

실적 개선 흐름 속 BEV 부품 대응 필요

코리아에프티는 ①완성차 물량 회복, ②캐니스터 ASP 상승, ③Non-HMG 向 매출 증가 등을 통해 실적 개선 흐름을 이어갈 전망이다. 이에 올해 실적은 매출액 4,744억원(+15.8%, 이하 YoY), 영업이익 138억원(+122.5%)으로 예상된다. 다만 장기 성장성 확보를 위해선 결국 BEV 부품 개발이 필요해보인다. 동사는 플라스틱 사출(경량화) 유로에 강점을 갖고 있어 향후 BEV 열관리 부품 시장 진출을 모색해볼 수 있다.

[표8] 코리아에프티 주요 부품 포트폴리오와 xEV 종류별 CPV 성장성

구분	주요 부품	HEV-PHEV	BEV
연료계통부품	카본 캐니스터 (LEV3, KLEV3, Euro6, China6 대응 제품 상이)	↑	↓
	필러넥 (모노 레이어, 멀티 레이어, 나노)	↔	↓
의장부품	플로어 콘솔, 글로브박스, 선쉐이드, Conn-Duct	↔	↔

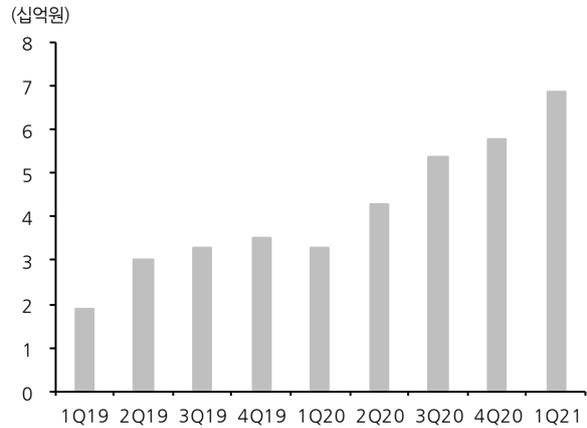
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 코리아에프티 주요 생산 부품



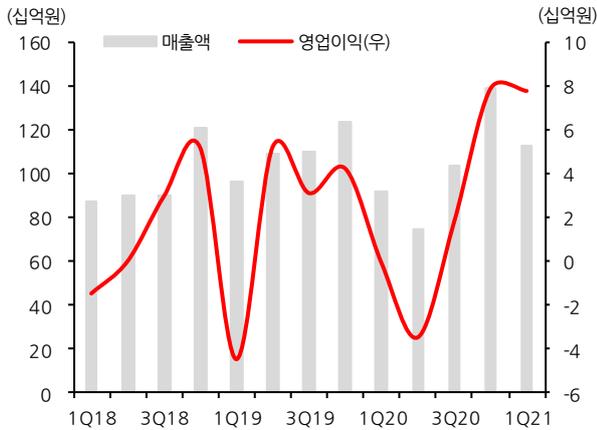
자료: 코리아에프티, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 코리아에프티 HEV-PHEV 캐니스터 분기 매출액 추이



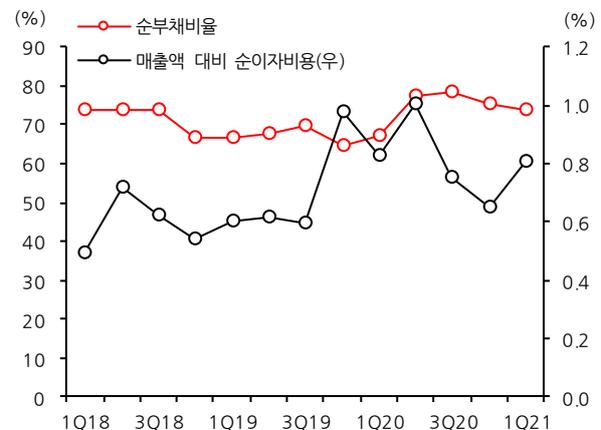
자료: 코리아에프티, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 코리아에프티 분기별 매출액과 영업이익 추이



자료: 코리아에프티, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 코리아에프티 분기별 순부채비율과 매출액 대비 순이자비용



자료: 코리아에프티, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	367	348	388	439	410
매출총이익	62	50	52	59	56
영업이익	16	1	7	8	6
EBITDA	31	18	25	30	28
순이자손익	-1	-2	-2	-3	-3
외화관련손익	-2	3	-2	0	-3
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	15	4	4	7	4
당기순이익	13	2	4	6	4
지배주주순이익	11	2	4	6	4
증가율(%)					
매출액	18.1	-5.1	11.4	13.1	-6.6
영업이익	19.0	-93.9	575.0	20.9	-24.4
EBITDA	18.1	-41.5	38.7	19.4	-7.1
순이익	-18.0	-81.7	73.9	42.7	-31.2
이익률(%)					
매출총이익률	17.0	14.4	13.4	13.5	13.7
영업이익률	4.5	0.3	1.7	1.9	1.5
EBITDA 이익률	8.5	5.2	6.5	6.9	6.9
세전이익률	4.2	1.2	0.9	1.6	1.0
순이익률	3.4	0.7	1.0	1.3	1.0

현금흐름표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
영업현금흐름	20	26	22	27	14
당기순이익	13	2	4	6	4
자산상각비	15	17	19	22	22
운전자본증감	-9	3	-5	-7	-20
매출채권 감소(증가)	-10	-4	-19	18	-17
재고자산 감소(증가)	-3	4	-3	14	5
매입채무 증가(감소)	9	4	12	-20	4
투자현금흐름	-38	-34	-17	-16	-38
유형자산처분(취득)	-36	-30	-13	-10	-25
무형자산 감소(증가)	-3	-3	-3	-3	-3
투자자산 감소(증가)	1	0	0	-1	-12
재무현금흐름	16	9	-8	-6	23
차입금의 증가(감소)	18	12	-6	-5	25
자본의 증가(감소)	-3	-3	-2	-2	-2
배당금의 지급	-3	-3	-2	-2	-2
총현금흐름	35	28	30	37	37
(-)운전자본증가(감소)	6	-6	19	-1	22
(-)설비투자	50	49	38	25	29
(+)자산매각	11	16	22	11	0
Free Cash Flow	-10	0	-5	24	-14
(-)기타투자	5	4	-13	9	-5
잉여현금	-14	-4	8	15	-9
NOPLAT	13	1	5	6	6
(+) Dep	15	17	19	22	22
(-)운전자본투자	6	-6	19	-1	22
(-)Capex	50	49	38	25	29
OpFCF	-27	-25	-34	4	-23

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	138	137	163	152	184
현금성자산	16	17	14	20	30
매출채권	70	74	91	72	82
재고자산	45	42	49	52	60
비유동자산	166	190	171	181	180
투자자산	21	22	20	25	26
유형자산	137	158	142	146	142
무형자산	9	9	10	11	11
자산총계	304	327	334	333	364
유동부채	151	169	172	156	168
매입채무	69	72	83	66	63
유동성이자부채	73	87	80	80	93
비유동부채	28	36	41	51	67
비유동이자부채	7	14	14	21	34
부채총계	179	205	213	207	235
자본금	3	3	3	3	3
자본잉여금	30	30	30	30	30
이익잉여금	93	93	93	96	100
자본조정	-7	-10	-11	-9	-10
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	125	122	121	126	129

주요지표 (단위: 원, 배)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
주당지표					
EPS	403	72	144	206	132
BPS	4,276	4,172	4,127	4,293	4,388
DPS	110	60	60	60	30
CFPS	1,246	988	1,069	1,321	1,314
ROA(%)	3.9	0.6	1.2	1.7	1.1
ROE(%)	9.6	1.7	3.5	4.9	3.0
ROIC(%)	7.8	0.3	2.4	3.2	2.8
Multiples(x, %)					
PER	11.8	50.2	19.3	14.3	22.0
PBR	1.1	0.9	0.7	0.7	0.7
PSR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
PCR	3.8	3.7	2.6	2.2	2.2
EV/EBITDA	6.3	10.1	6.2	5.4	6.3
배당수익률	2.3	1.7	2.2	2.0	1.0
안정성(%)					
부채비율	142.3	167.1	175.9	164.6	182.7
Net debt/Equity	51.4	68.2	66.5	64.3	75.1
Net debt/EBITDA	206.5	457.4	317.8	267.7	344.2
유동비율	91.5	81.3	94.8	97.3	109.4
이자보상배율(배)	10.8	0.5	2.7	2.4	1.8
자산구조(%)					
투자자본	83.5	84.0	85.6	82.1	79.7
현금+투자자산	16.5	16.0	14.4	17.9	20.3
자본구조(%)					
차입금	39.1	45.0	43.8	44.4	49.7
자기자본	60.9	55.0	56.2	55.6	50.3

[Compliance Notice]

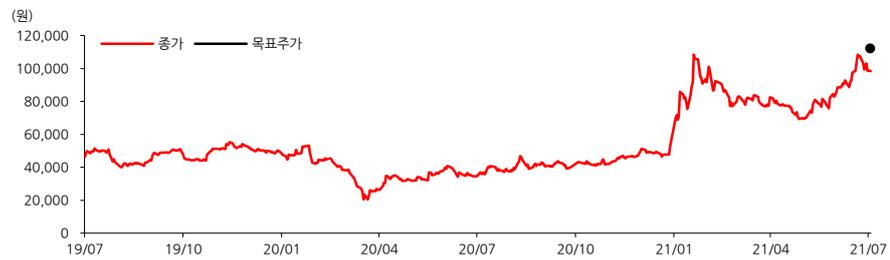
(공표일: 2021년 7월 6일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박준호)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[현대위아 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.07.06	2021.07.06		
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Hold		
목표가격		박준호	112,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.07.06	Hold	112,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.1%	3.9%	0.0%	100.0%