

자동차산업

Overweight

그룹의 성장 포커스 '계열 부품사'에 투자하자

자동차
2014.10.07

Analyst 김준성
02-6309-4590

Joonsung.kim@meritz.co.kr

Top picks

현대위아(011210)
Buy, TP 265,000원

현대하이스코(010520)
Buy, TP 106,000원

■ 결론

- 계열 부품사 중심의 자동차 산업 Overweight 투자의견 제시
- 그룹 성장의 방향성은 완속기에 들어선 완성차 판매 (B2C)가 아닌 성장의 알파를 더할 수 있는 부품 판매 (B2B)가 될 것. 중장기적인 안정적 고성장이 달성 가능한 현대위아·현대하이스코에 대한 관심 필요

■ 투자포인트

1. 계열 부품사 성장의 당위성

- ① 전제: 지배주주의 성장 포커스는 계열 회사가 아닌 전체 그룹의 성장. 낮아지는 글로벌 자동차 시장 성장잠재력 (14-20E 연평균 성장률 전망: JD Power 4.1%, IHS 3.1%)과 치열해지는 경쟁상황을 고려했을 때, 완성차 제조·판매를 통해 그룹 성장의 알파를 만들어 내기 어려울 것
- ② 당위성 1. 계열 부품사의 낮은 원가구조를 활용해 cost-saving 경쟁이 치열해질 완성차 업체의 수익성 개선에 기여할 수 있고, 계열 부품사의 핵심부품 내재화로 수익을 그룹 내 유보할 수 있음
- ③ 당위성 2. 계열 부품사의 핵심부품 외부매출 확대를 통해 전체 그룹 성장의 알파가 발생 가능
- ④ 당위성 3. 안정적 고성장이 담보된 계열 부품사의 기업가치 상승을 통해 지배주주의 빠른 투자자산가치 증대가 가능

2. 계열 부품사 3단계 성장 공식

- ① 성장 동력 발현: 그룹에 의한 '핵심부품 개발' 역할 부여
- ② 1차 성장: 핵심부품 개발 위한 투자자원 제공 목적의 Cash-cow 사업 부여 (모비스: 모듈·AS, 위아: 일반엔진, 하이스코: 해외 스틸서비스)
- ③ 2차 성장: 개발 완료된 핵심부품의 그룹 내 공급점유율 확대 지속 (모비스: 조향·제동·에어백·램프·AV 등, 위아: 파워트레인 과급기 및 공작기계 핵심부품, 하이스코: 경량화 공법·소재 및 연료전지)
- ④ 3차 성장: 검증된 핵심부품의 외부매출 발생 개시 (모비스: 유의미한 수준의 외부 매출 발생 아직 발현되지 못한 상황)

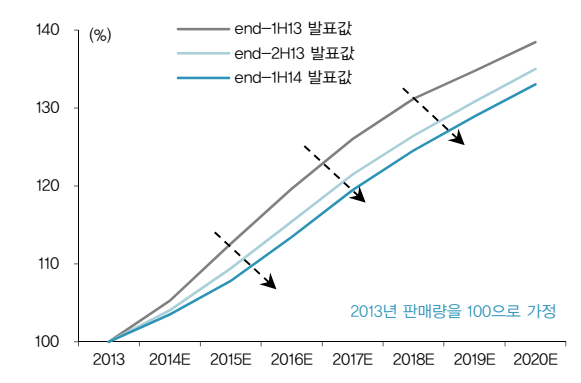
3. 연비 관련 핵심부품 계열 부품사 '위아·하이스코'의 구조적 성장 전망

- ① 여전히 1차 성장기 진행 중인 양 사는 기존 Cash-cow 사업의 확대와 2015년 2차 성장기 발현으로 안정적 고성장 지속할 것
- ② 위아, 엔진 생산능력 확대 (14년 122만대 → 18년 222만대)와 Kappa 터보엔진 생산개시로 이익추정치 상승 지속될 것
- ③ 하이스코, 완성차 증설과 동행하는 지속적인 고 마진 해외 스틸서비스 성장과 경량화 공급능력 확대 (14년 360만매 → 18년 최소 4,000만매 이상)로 10% 이상의 y-y OP 성장 이어갈 것

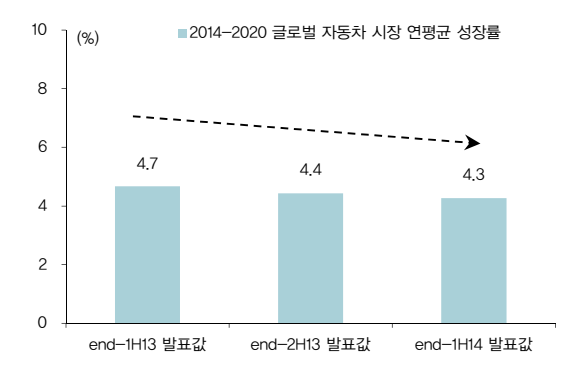


I . Key Investment Points

[그림 1] 글로벌 자동차 시장 전망, 매 반기 낮아지고 있음

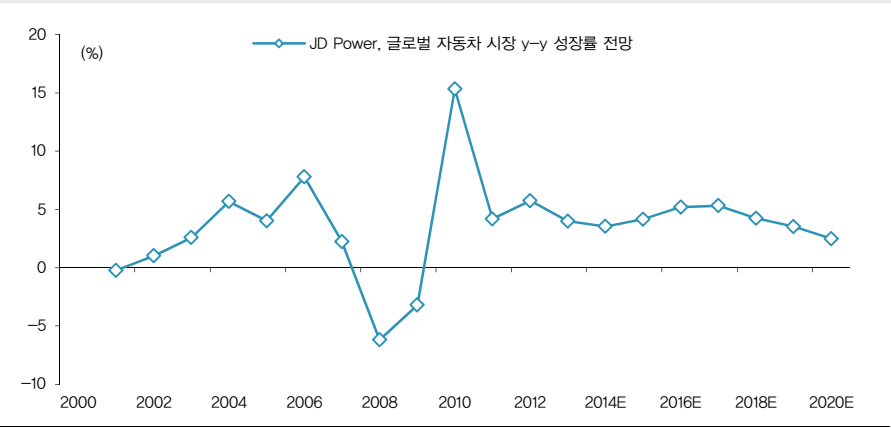


자료: LMC Automotive, JD Power, 메리츠증권증권 리서치센터



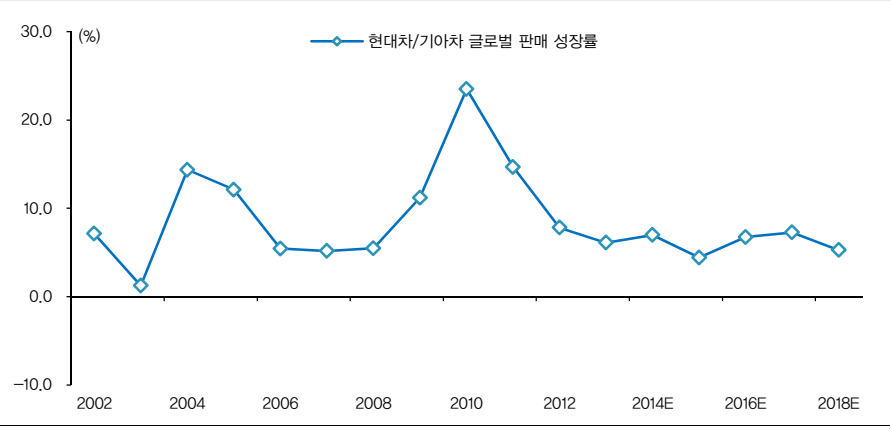
자료: LMC Automotive, JD Power, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 2] 글로벌 자동차 시장 중장기 성장률, 한자릿수 초 중반에 정체될 것으로 전망



자료: LMC Automotive, JD Power, 메리츠증권증권 리서치센터

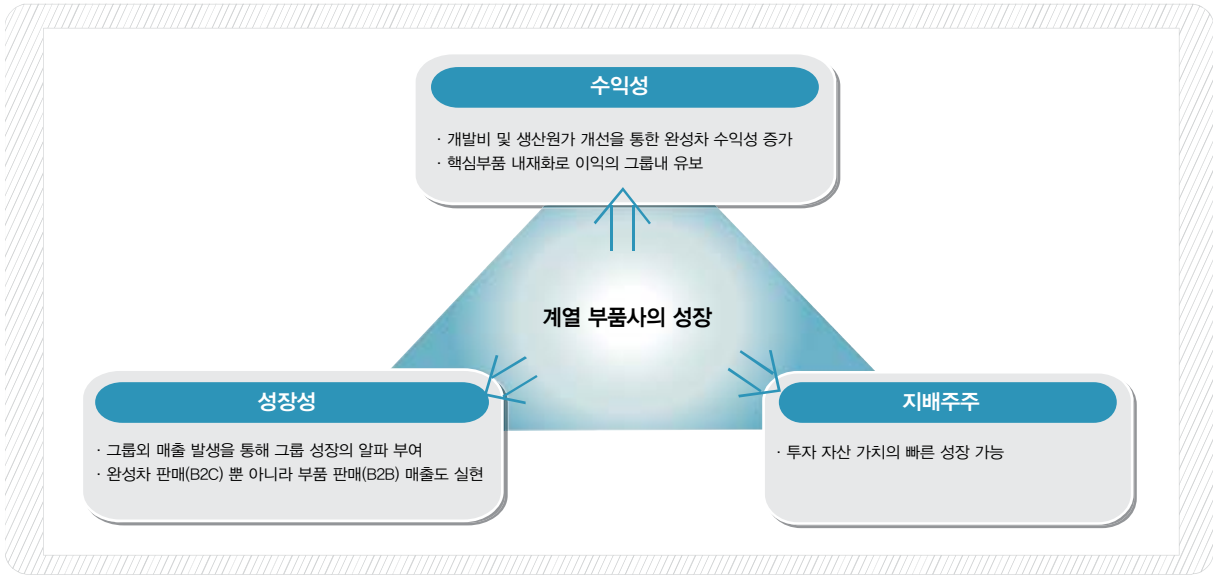
[그림 3] 2020년 1,000만대 판매를 목표하는 현대차 기아차의 중장기 성장률도 하향세



자료: 현대차, 기아차, 메리츠증권증권 리서치센터

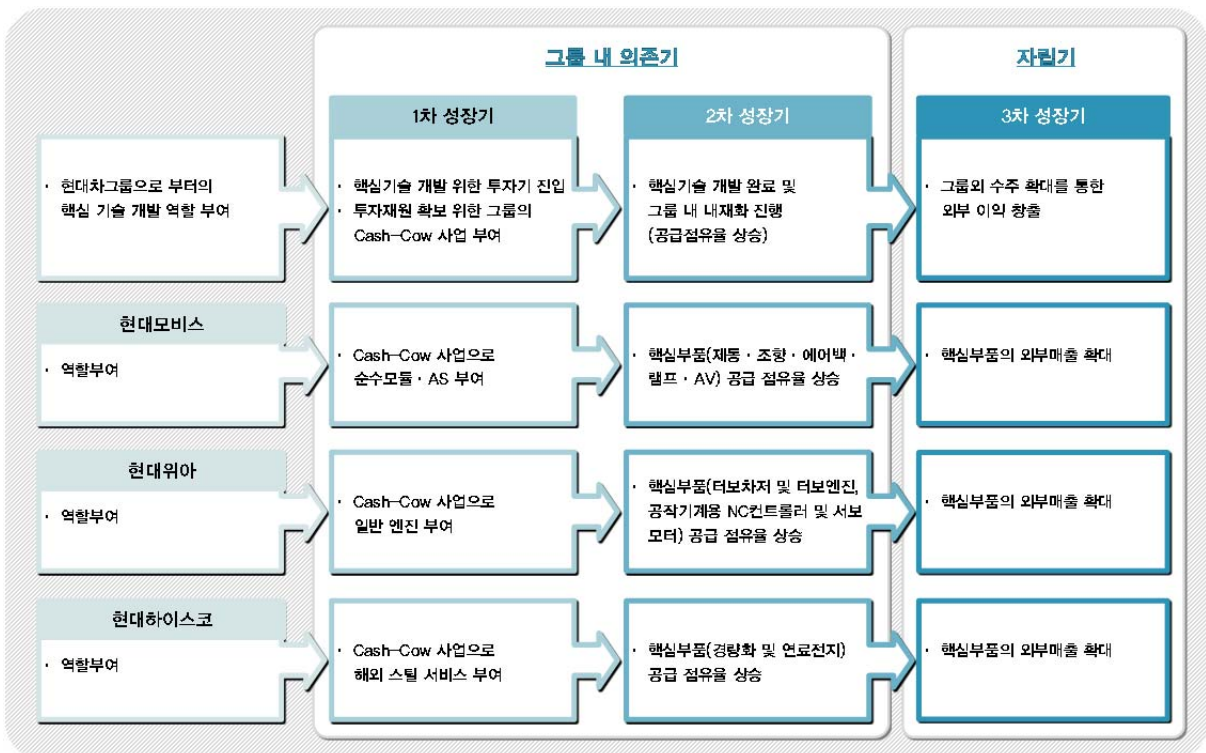


[그림 4] 개별 회사가 아닌 전체 그룹 성장에 포커스를 두는 지배주주에게 있어 계열 부품사의 성장 니즈 발생



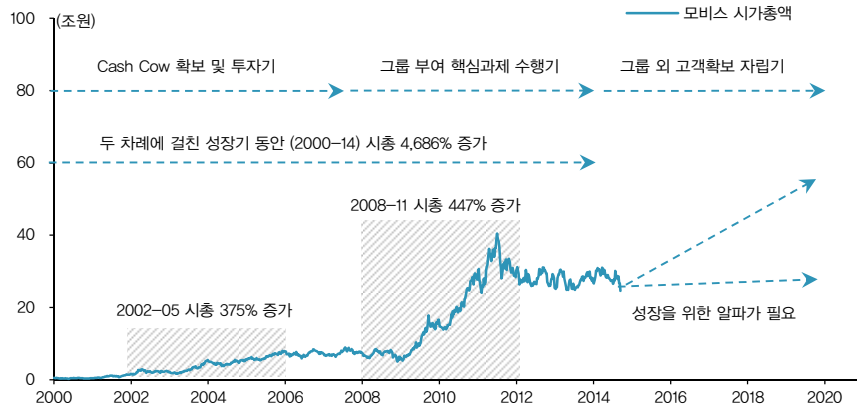
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 5] 계열 부품사 3단계 성장 공식 (모비스·위아·하이스코)



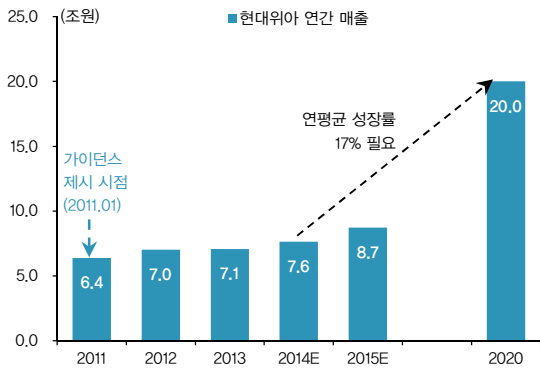
자료: 모비스, 위아, 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 6] 성장 과정에서의 모비스 시가총액 증가 추이



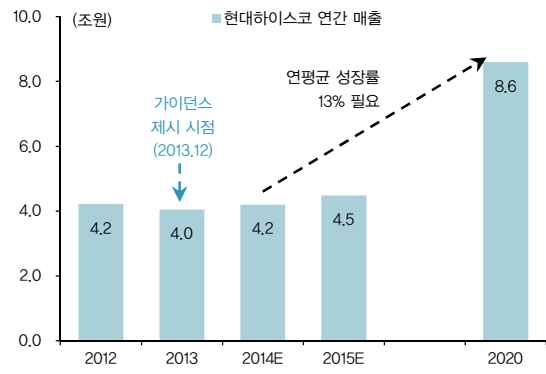
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 7] 위아, 연평균 매출 성장 가이드스 17%



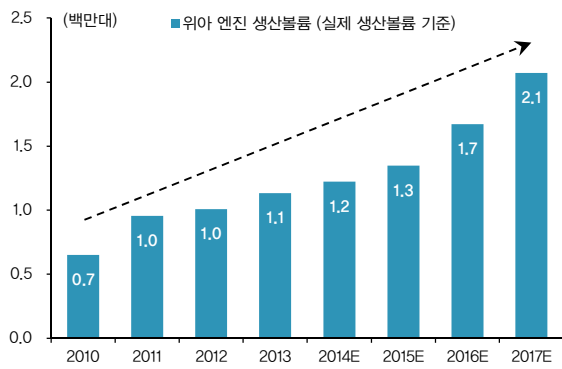
자료: 위아, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 8] 하이스코, 연평균 매출 성장 가이드스 13%



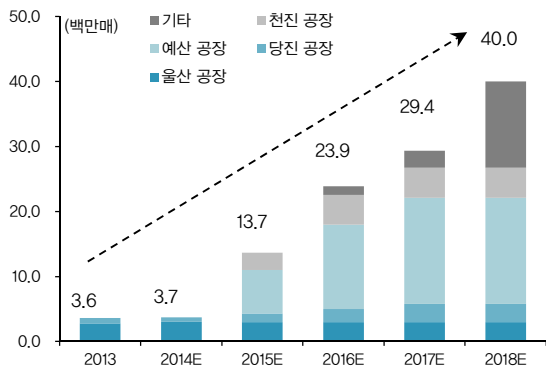
자료: 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 9] 위아, 엔진 생산불량 지속적으로 증가 전망



자료: 위아, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 10] 하이스코, 핫스탬핑 생산능력 지속 증가 전망



자료: 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터



Contents

1	Key Investment Points	2
2	현대차그룹 중장기 성장의 중심축, 계열 부품사	6
1	낮아지는 자동차 시장 성장 잠재력	6
2	과거와 같은 높은 수준의 판매볼륨 성장이 어려워진 현대차기아차	8
3	계열 부품사 성장의 개연성	11
3	2000년대 모비스를 통해 확인하는 계열 부품사 성장 공식	14
1	계열 부품사 3단계 성장 공식	14
2	그룹의 지원에 근거한 안정적 고성장이 담보된 1차2차 성장기	15
3	미리 제공됐던 성장의 단서들 (중장기 성장 가이드نس)	17
4	성장의 당위성을 지닌 계열 부품사, 현대위아-현대하이스코	20
1	새로운 장기성장 가이드نس를 제시한 위아-하이스코	20
2	위아-하이스코, 완성차 증설에 동반한 안정적 고성장 사업 영위할 것	21
3	연비개선을 이끌어갈 핵심부품, 계열 부품사 2차 성장기의 중심	23
5	Company Briefs	25
1	현대위아: 놓쳐서는 안될 중장기 성장동력의 발현	26
2	현대하이스코: 경량화를 이끌어갈 계열 부품사로서의 새로운 시작	38

II. 현대차그룹 중장기 성장의 중심축, 계열 부품사

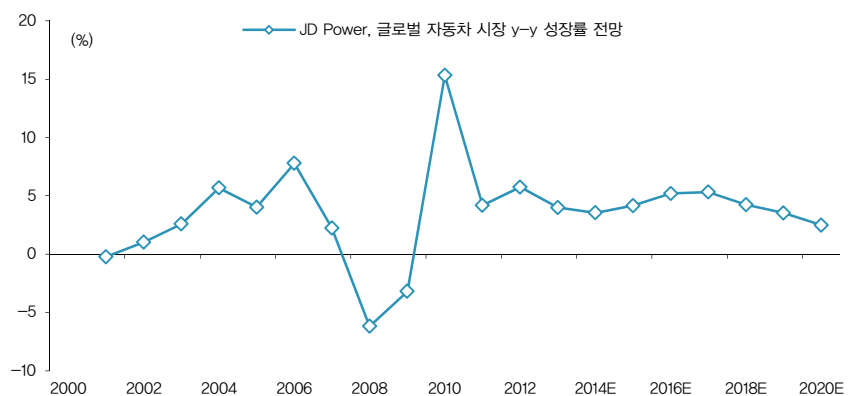
1. 낮아지는 자동차 시장 성장 잠재력

자동차 산업의 성장 및 자동차 업체들의 기업가치 평가에 있어 가장 기본적인 근거는 바로 소비자들의 구매 수준. 완성된 차를 제조해 판매하는 글로벌 자동차 업체들은 미국, 중국, 유럽, 기타 이머징 시장 및 각 브랜드의 로컬시장 등 주요 시장의 자동차 판매 볼륨 성장 규모에 따라 동반성장의 열매를 누리며 높은 판매신장을 기록하기도 하고, 반대로 저성장 또는 역성장의 지속에 따른 판매축소와 그에 따른 영업실적 부진을 경험하는 것을 반복해왔음. 물론 자동차 업체들의 판매규모에 영향을 미치고 그에 따른 기업가치를 결정짓는 기준에는 환율, 유가, 브랜드 가치, 규제, 기술수준 등 다양한 요인들이 존재하지만, 결국 가장 중요한 차별화 요인은 시장의 성장과 그에 따른 수혜를 누릴 수 있는지 여부라고 판단.

실제로 2000년대 후반 이후 글로벌 자동차 시장은 미국의 신용위기, 서유럽의 재정위기, 신흥국의 통화위기 등 다양한 지역별 경제 위기를 겪으며 성장의 부침을 겪었고, 시장 참여자 입장에서는 위기 이후 전반적인 시장 수요 턴어라운드에 근거한 섹터 Overweight 투자전략이나 주요 시장별 성장률 차이에서 발생한 업체별 판매 성장 차별화에 근거한 섹터 내 Long-short 투자전략을 구사할 수 있었음.

그러나 이제 대부분의 주요 시장이 위기 전 수준의 판매볼륨을 회복했으며, 앞으로의 자동차 시장은 큰 폭의 변동 없이 한자릿수 초·중반 수준의 성장률을 기록할 것으로 전망되고 있음 (주요 시장전망 기관별 2013-2020E 자동차 시장 연평균 성장률 및 2020년 판매량 전망: JD Power 4.06% & 1.12억대, IIHS Automotive 3.1% & 1.05억대, KPMG 4.9% & 1.18억대).

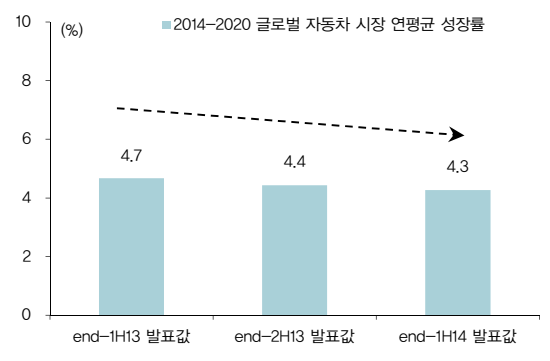
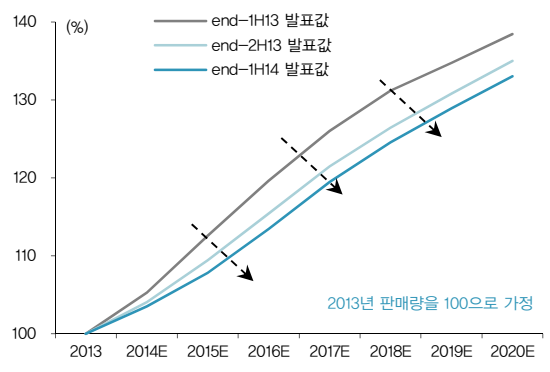
[그림 11] 글로벌 자동차 시장의 중장기 성장률, 한자릿수 초·중반에 정체될 것으로 전망



자료: LMC Automotive, JD Power, 메리츠증권증권 리서치센터

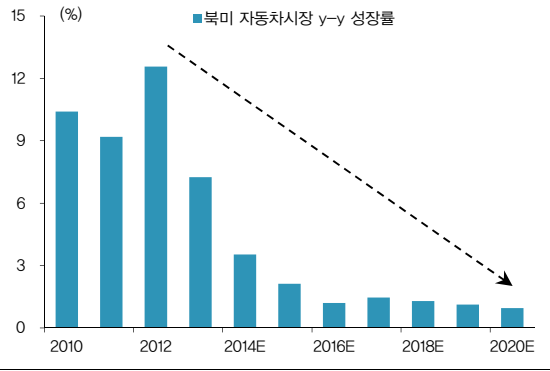


[그림 12] JD Power의 시장 추정치, 기대에 미치지 못하는 중국 외 신흥시장의 성장속도를 반영해 매 반기 낮아지고 있음



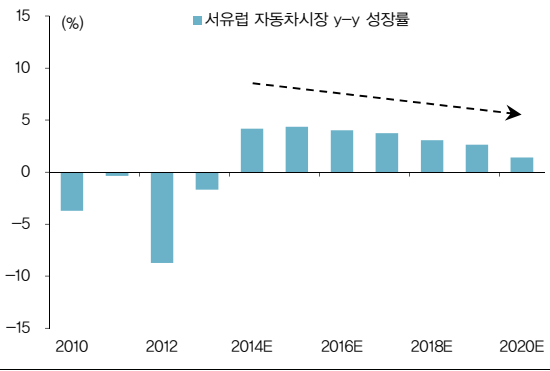
자료: LMC Automotive, JD Power, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 13] 신용위기 이후 회복세를 마무리한 북미시장



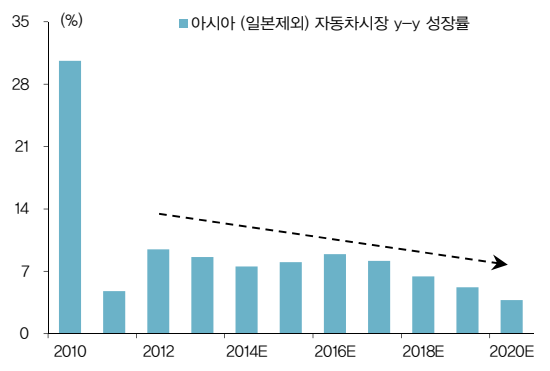
자료: LMC Automotive, JD Power, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 14] 재정위기 이후 더딘 회복세를 이어갈 서유럽



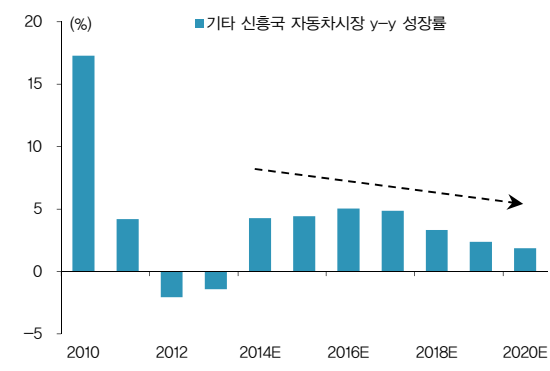
자료: LMC Automotive, JD Power, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 15] 분모가 커진 만큼 성장률 낮아지는 아시아시장



자료: LMC Automotive, JD Power, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 16] 환율위기 이후 낮은 성장세 전망되는 신흥국



자료: LMC Automotive, JD Power, 메리츠증권증권 리서치센터



2. 과거와 같은 높은 수준의 판매부름 성장이 어려워진 현대차-기아차

주요 선진국들이 금융위기를 겪었던 2007-2012년, 현대차-기아차는 신흥시장 중심의 높은 부름 성장을 기록함과 동시에 로컬시장의 부진에 힘겨워하던 선진업체들과의 차별화 까지 이루어지며, 같은 기간 각각 225%, 389%의 주가수익률을 기록.

[그림 17] 현대차, 높은 수준의 부름성장을 통해 이루어냈던 2007-2012 225%의 주가수익



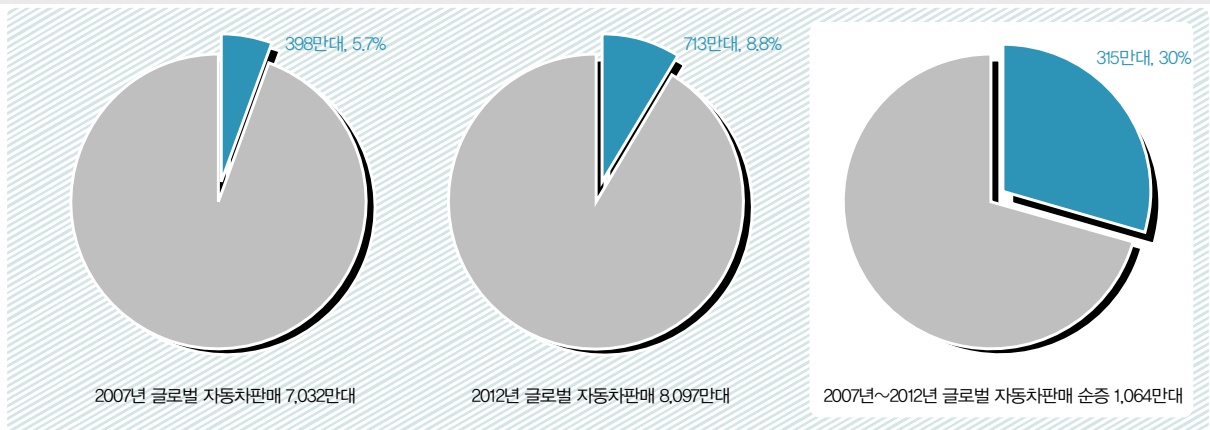
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 18] 기아차, 높은 수준의 부름성장을 통해 이루어냈던 2007-2012 389%의 주가수익



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

[표 1] 신흥시장 중심의 성장 수혜를 누린 현대차-기아차, 2007-12 글로벌 자동차 순증 1,064만대 중 315만대를 취함

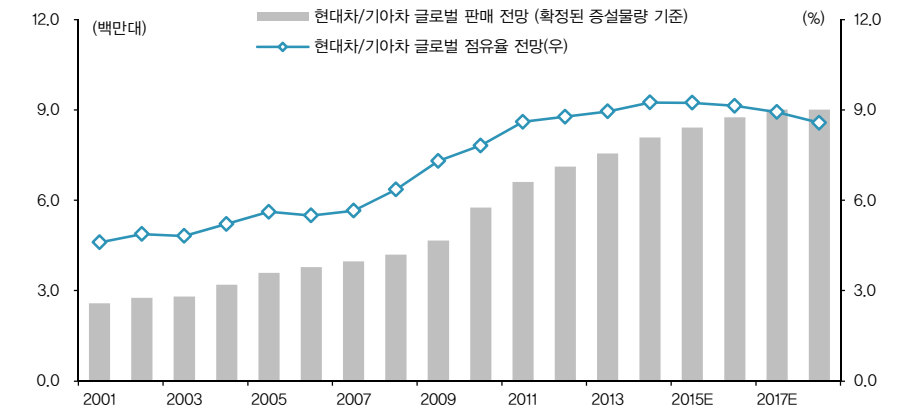


자료: LMC Automotive, JD Power, 메리츠증권증권 리서치센터

비록 2012년 이후에는 1) 자동차 시장 헤게모니의 양적완화 정책을 통해 경기부양에 나선 선진시장으로의 이전과 2) 질적성장 전략에 따른 소극적인 생산능력 확충으로 현대차·기아차의 기업가치는 정체국면을 지속해왔으나, 여전히 시장의 포커스는 판매볼륨 확대에 따른 외형성장에 머물러 있으며 이제 현대차·기아차 스스로도 2016년 가동을 목표로 한 신규 생산능력 확대를 예고하고 있는 상황.

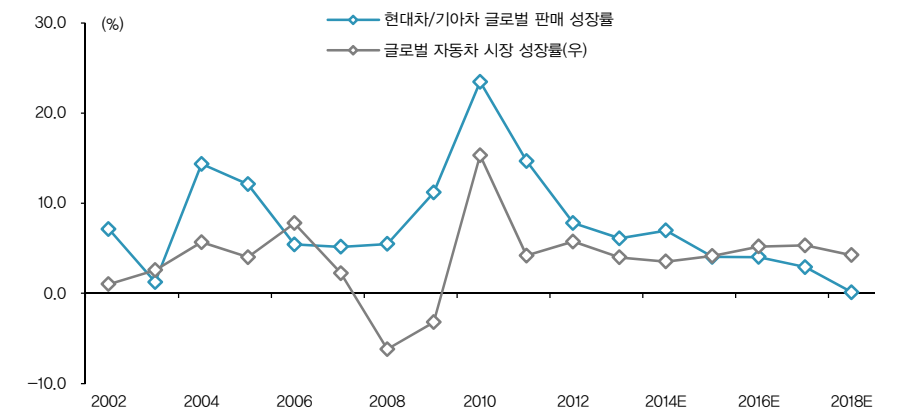
문제는 이미 연간 800만대 이상 (2014년 당사 추정 809만대)의 판매볼륨을 기록하고 있는 현대차·기아차가 추가적인 증설을 이어간다 해도, 절대적인 볼륨성장률은 분모가 낮았던 과거와 달리 낮은 수준에 그칠 수 밖에 없음. 또한 시장 상황을 고려해보더라도 글로벌 자동차 시장 y-y 성장률이 한자릿수 초·중반에 머무르는 완속기에 진입한 상황에서, 어려움에서 벗어난 글로벌 자동차 업체들과의 경쟁강도도 갈수록 높아지고 있다는 점을 고려해보면 과거와 같은 연간 10% 이상의 높은 판매볼륨 성장을 기대하기에는 어려움이 있음.

[그림 19] Bear case scenario (추가적인 증설 부재 시)에서의 현대차·기아차 볼륨성장률은...



자료: LMC Automotive, 현대차, 기아차, 메리츠증권증권 리서치센터

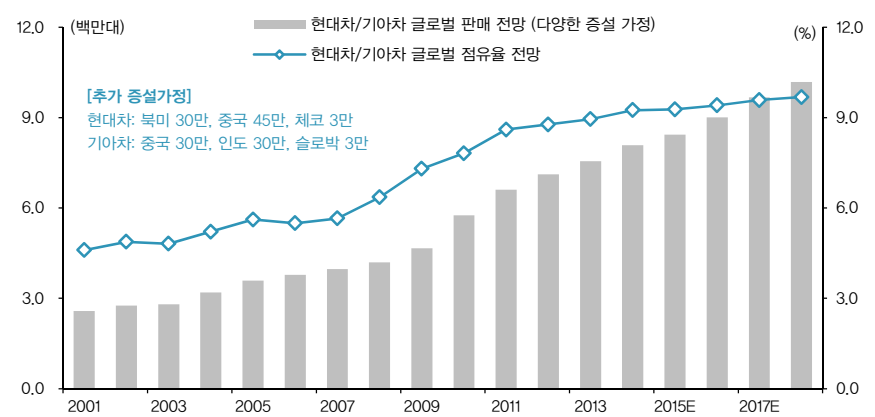
[그림 20] ...이미 커져버린 분모와 제한적 글로벌시장 성장으로 제한적인 수준에 그칠 것



자료: LMC Automotive, 현대차, 기아차, 메리츠증권증권 리서치센터

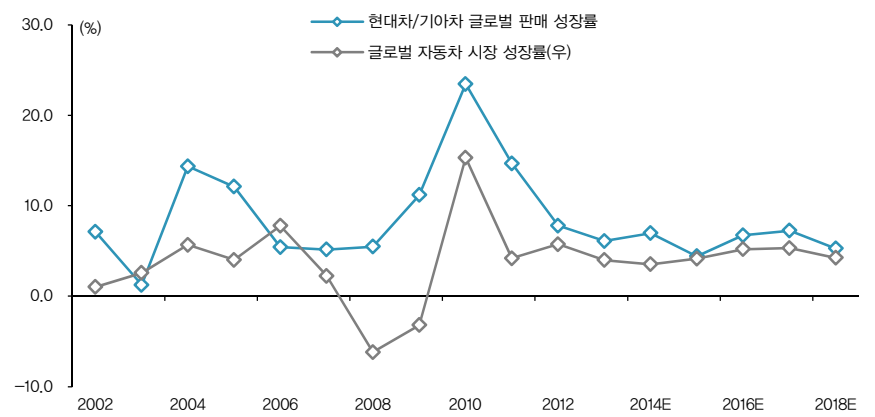


[그림 21] Bull case scenario (공격적인 증설 가정)에서도 현대차 기아차의 볼륨성장은...



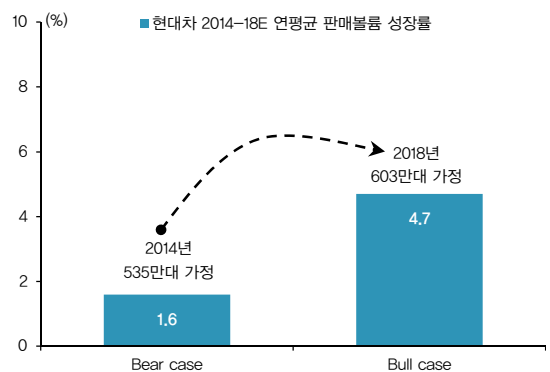
자료: LMC Automotive, 현대차, 기아차, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 22] ...Bear case와 마찬가지로 한자릿수 초·중반 수준을 지속할 수 밖에 없는 구조



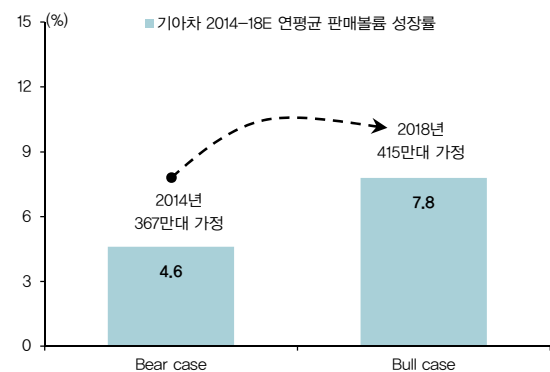
자료: LMC Automotive, 현대차, 기아차, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 23] 현대차 14-18E 연평균 볼륨성장 1.6-4.7% 범위



자료: 현대차, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 24] 기아차 14-18E 연평균 볼륨성장 4.6-7.8% 범위



자료: 기아차, 메리츠증권증권 리서치센터



3. 계열 부품사 성장의 개연성

3-1. 완성차 원가구조 개선과 그룹 외부 매출의 확대

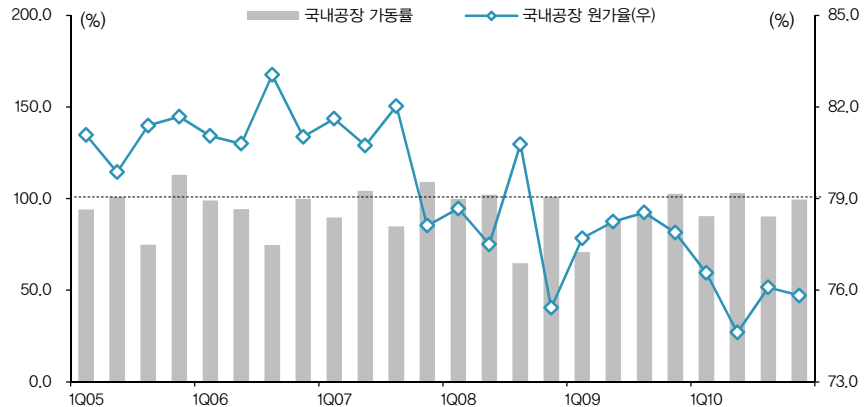
각각의 개별 회사를 바라보고 있는 시장 참여자 입장에서는 개별 회사의 성장성과 수익성이 투자를 결정하는 가장 중요한 지표가 될 것. 그러나 기업이 아닌 그룹을 운영하고 있는 지배주주 입장에서 가장 중요한 것은 개별 회사의 성장이 아닌 그룹 전체의 성장과 이를 통한 스스로의 지분가치 및 잠재적 실현이익의 증가.

그룹의 대표성을 가져왔던 완성차의 판매부름 성장성이 점진적으로 그리고 구조적으로 완속기에 진입한다고 가정했을 때, 일반적인 수준보다 더 길고 큰 성장전략을 세워나갈 지배주주는 개별 나무의 크기보다는 숲 자체를 키워나가는 전략을 구사하게 될 것. 이에 따라 당사는 현재의 자동차 산업에서 현대차그룹 지배주주가 그려나갈 미래의 중심에는 계열 부품사의 성장이 놓여져 있을 것이라고 판단.

먼저 계열 부품사의 성장은 1) 현대차·기아차의 수익성 개선과 2) 그룹 외부 매출의 확보라는 두 가지 차원에서 그룹 전체의 성장과 지배주주의 지분가치 상승 실현에 도움을 줄 것. 먼저 완성차를 제조·판매하고 있는 현대차·기아차의 Captive 물량을 바탕으로 계열 부품사를 안정적으로 성장·발전시켜 외부에서 조달해왔던 선진기술의 부품을 내재화할 경우, 비용을 외부로 지출하는 대신 내부에 유보하고 생산단가를 절감 (기술 로열티 미지급 및 계열 부품사의 상대적으로 낮은 인건비 활용)함으로써 완성차 업체의 원가율 개선을 이끌어낼 수 있음. 또한 안정적으로 핵심기술을 확보하고 각 지역에서 규모의 경제를 갖춘 생산거점을 운영 중인 계열 부품사가 이를 바탕으로 타 OE (주로 신흥시장의 신규 진입 완성차 업체)에 판매함으로써 외부 매출의 성장을 누릴 수 있음.

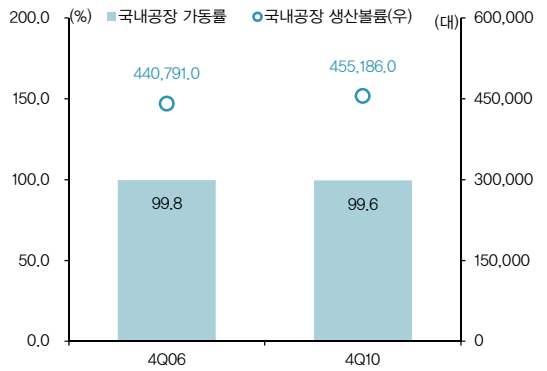
현대차그룹의 중장기 성장은 단순히 소비자 대상의 완성차 판매 (B2C)에 집중하는 방향이 아니라, 완성차 판매와 동반한 계열 부품사의 부품 판매 확대 (B2B, 1차: 현대차·기아차 ⇄ 계열 부품사, 2차: 타 OE ⇄ 계열 부품사)를 통해 새로운 성장 동력을 확보해나가는 방향을 택하고 있을 것으로 판단. 이에 따라 국내 자동차 산업에 대한 투자전략은 단순히 판매부름에 근거한 완성차 중심의 투자전략에서 안정적이고 높은 성장성이 담보되어 있는 계열 부품사 중심의 투자전략으로 선회되어야 할 것으로 판단.

[그림 25] 현대차, 2008년 모비스 핵심부품 공급 시작 뒤 원가를 개선세 지속 (가동률 유지)

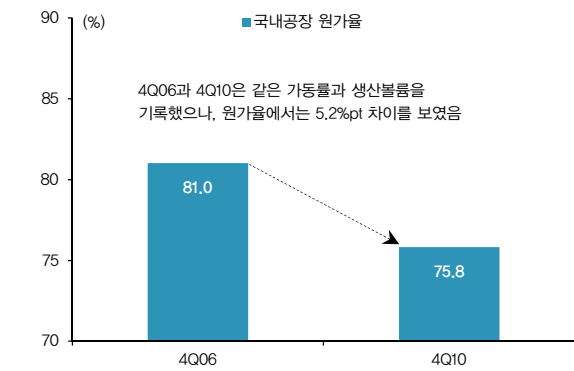


자료: 현대차, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 26] 케이스 점검: 모비스가 핵심부품 공급점유율을 확대하기 전과 후의 원가율 차이 발생

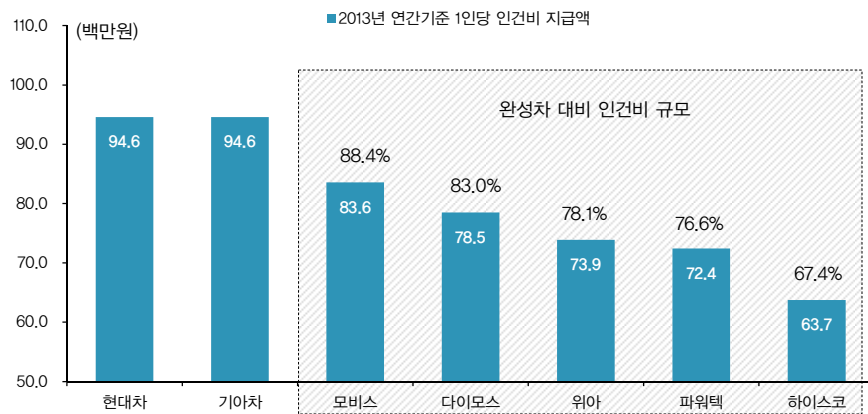


자료: 현대차, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: 현대차, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 27] 계열 부품사의 낮은 인건비는 개발비 이전과 생산능력 이전의 가장 기초적 근거



자료: 현대차그룹 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

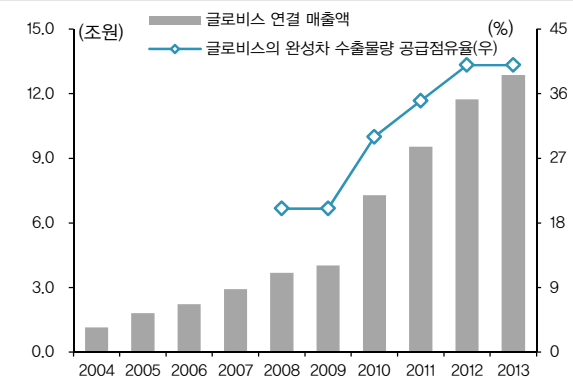
3-2. 또 하나의 가능성, 지배주주 지분가치 개선

국내 유가증권 시장에 상장되어 있는 대부분의 기업들이 그러하듯, 현대차그룹 또한 시점의 문제일 뿐 정몽구 회장으로부터 정의선 부회장으로의 상속 과정이 이루어질 것으로 예상된다. 현재 시장 참여자들에 의해 다양한 종류의 지배구조 이전 시나리오 분석이 이루어지고 있지만, 어떤 경우에도 가장 근간이 되는 가정은 향후 그룹 지배구조의 최상단에 서게 될 주력 회사에 대한 지분 확보를 위해 정의선 부회장의 시가 전환 가능한 지분가치가 개선되어야 한다는 것.

당사는 정의선 부회장이 지분가치를 올리기 위한 가장 빠르고 정확한 방법이 계열 부품사의 성장 과정에 동참하는 것이라고 판단. 어떤 계열사건 정의선 부회장이 투자할 수 있는 재원은 한정되어 있다는 점에서, 투자의 대상이 될 계열사는 안정적 고성장을 영위할 수 있는 부품사가 될 것. 산술적으로 생각해봤을 때, 현 시점에서 기업가치 성장의 잠재력은 글로벌 자동차 시장 성장이 완속기 진입을 바라보고 있는 현대차-기아차가 아닌, 현대차-기아차에 대한 공급점유율을 늘리고 이후 타OE에 대한 추가 매출을 발생시킬 수 있을 것으로 판단되는 계열 부품사가 월등히 높을 수 밖에 없을 것. 투자할 수 있는 재원이 한정되어 있는 정의선 부회장 입장에서는 성장성이 높은 회사의 지분을 확보해 지분가치 상승을 누리는 것이 당연할 것.

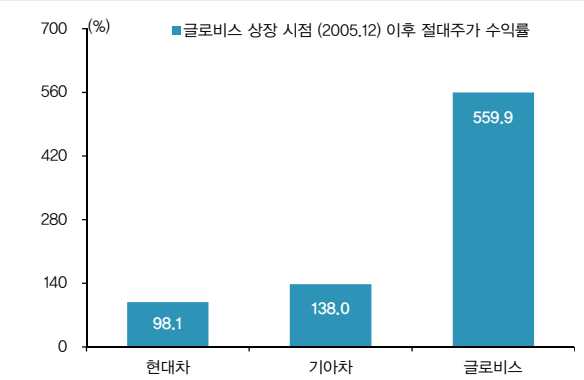
실제로 정의선 부회장은 지난 2005년 12월 상장한 현대글로벌비스의 지분 31.88%를 보유하고 있음으로써 현 시점까지 560%의 투자 지분가치 상승을 누릴 수 있었음. 현대글로벌비스는 그룹 내 글로벌 물류에 대한 공급점유율을 높이며 지속적인 기업가치 상승을 누릴 수 있었던 계열 부품사였으며, 만약 같은 시기 정의선 부회장이 현대차 또는 기아차의 지분을 보유하고 있었다면 투자 지분가치의 개선폭은 각각 98%, 138%에 그쳤을 것.

[그림 28] 그룹 내 공급점유율 상승 수혜를 누린 글로벌비스



자료: 글로벌비스, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 29] 완성차 보다 월등히 높은 절대주가 수익률 기록



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터



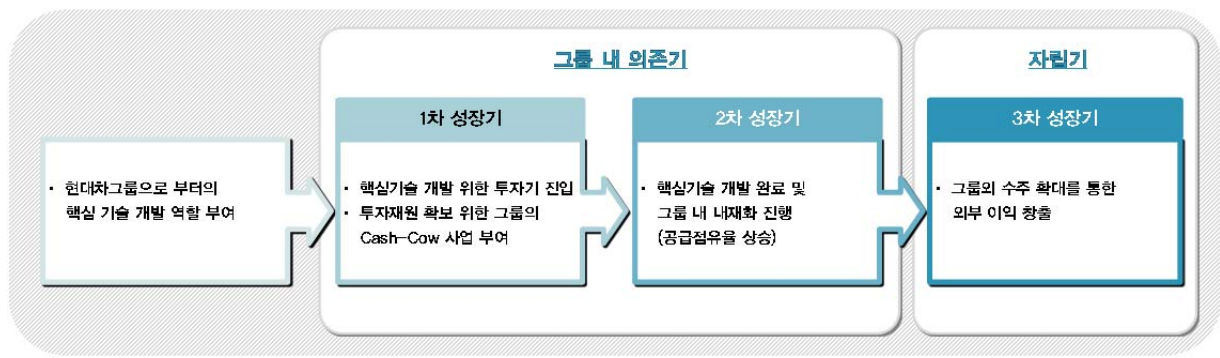
III. 2000년대 모비스를 통해 확인하는 계열 부품사 성장 공식

1. 계열 부품사의 3단계 성장 공식

당사는 계열 부품사의 성장이 1) Cash Cow 사업 확보 및 투자기 → 2) 그룹에서 부여한 핵심과제 수행기 → 3) 그룹 외 고객 확보를 통한 자립기의 세 가지 단계에 걸쳐서 발현된다고 판단.

2000년대 모비스의 역사는 현대차그룹으로부터의 새로운 역할 부여 및 이를 수행하는 과정에서의 사업 확장 과정으로 요약할 수 있음. 90년대말까지 모비스는 현대정공이라는 사명으로 자동차 (겔로퍼 개발 및 생산), 자동차 부품, 철도, 공작기계, 컨테이너 등 총 8개 다양한 사업부를 운영해왔음. 2000년대 들어서며 정몽구 회장 중심의 현대차그룹 체계가 확립되고 완성차의 가솔린 엔진 라인업 독자 생산 체제가 갖춰진 뒤, 모비스는 자동차그룹 내 핵심부품 개발이라는 역할을 부여 받게 되었고, 비 주력 사업의 정리를 진행함과 동시에 주력 사업에 대한 연구개발에 본격적으로 착수.

[그림 30] 계열 부품사의 3단계 성장 공식



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

[표 2] 핵심부품 개발 역할 부여 시점부터 핵심부품 매출비중 본격 확대 시기 (2008)까지의 연구개발 현황

		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
모듈	운전석모듈	개발시작 →									
	샤시모듈						개발시작 →				
	프론트엔드모듈						개발시작 →				
핵심부품	제동장치		개발시작 →								
	에어백		개발시작 →								
	멀티미디어		개발시작 →								
	조향장치							개발시작 →			
	램프									개발시작 →	
AS부품	자동차용 용품						개발시작 →				
선행기술	연료전지						개발시작 →				
	부품용 신소재						개발시작 →				
	하이브리드 부품						개발시작 →				

참고: 개발시기는 연구개발 내역으로 공시된 시점을 기재, 자료: 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

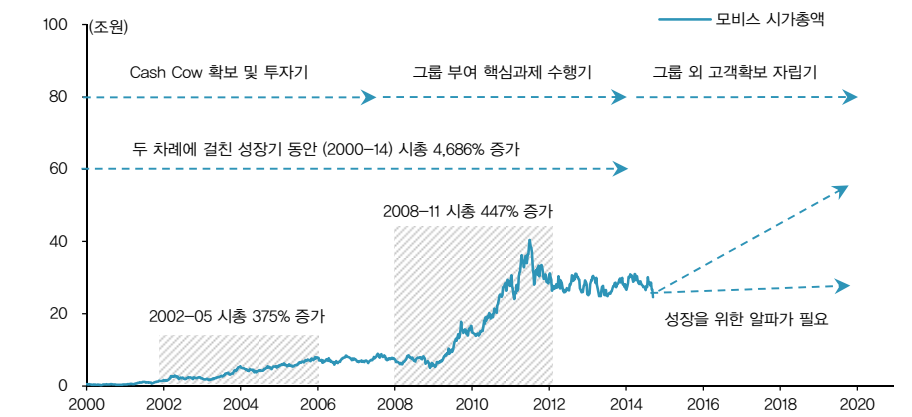


2. 그룹의 지원에 근거한 안정적 고성장이 담보된 1차·2차 성장기

핵심부품 개발이라는 역할 부여가 이루어진 뒤의 2000년대 모비스 사업구조 변경 및 기업가치 개선의 흐름은 2 단계로 나누어 볼 수 있음. 모비스는 90년대까지 직접적인 사업 범위에 포함되지 않았던 자동차용 핵심부품 (5대 핵심부품: 제동장치, 조향장치, 에어백, 램프, 멀티미디어 시스템)을 개발하기 위해서는 인력 확충 및 기술 개발을 위한 연구개발비가 필요했으며, 현대차그룹은 1) 현대차-기아차 완성차 제조공장 바로 앞에서 진행되는 부품 모듈화 공정과 2) 현대차-기아차가 담당해왔던 자동차 AS 사업을 일종의 Cash-Cow 사업으로 모비스에게 제공. 2000년대 초반 모비스는 해당 Cash-Cow 사업을 통해 3년 연속 어닝 서프라이즈를 달성하며 높은 성장을 지속하였고, 이 때 창출한 현금재원을 바탕으로 핵심부품 기술개발에 매진. 2000년대 초 중반부터 기술개발이 시작된 모비스의 5대 핵심부품은 2008년 현대차-기아차의 2000년대 두 번째 신차싸이클이 시작되면서부터 도입되며 모비스의 두 번째 성장을 이끌었음.

모비스는 현대차-기아차의 지원에 근거한 안정적 고성장이 가능했던 2000년대 초반의 Cash Cow 사업 확보 및 투자기 (1차 성장기)와 2000년대 중후반의 그룹에서 부여한 핵심과제 수행기 (2차 성장기)에 각각 375%, 447%의 높은 기업가치 상승을 경험했으며, 이 시기 모비스의 밸류에이션은 우상향 추세를 지속 (밸류에이션 peak 12.2배).

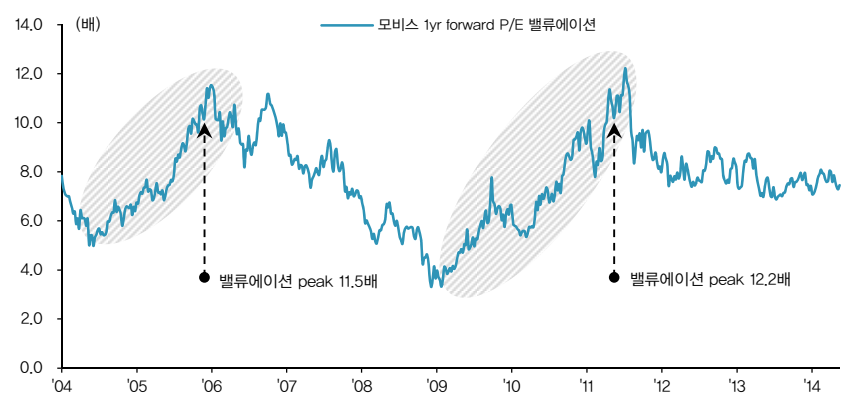
[그림 31] 성장 과정에서의 모비스 시가총액 증가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

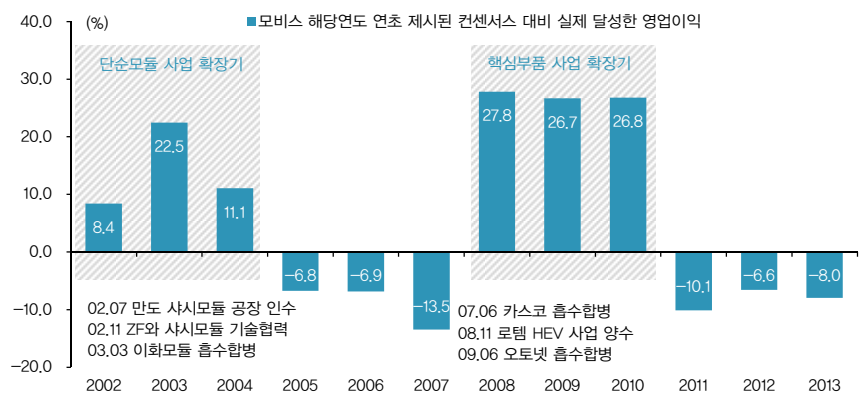


[그림 32] 2000년대 두 번의 밸류에이션 상승기를 경험한 모비스



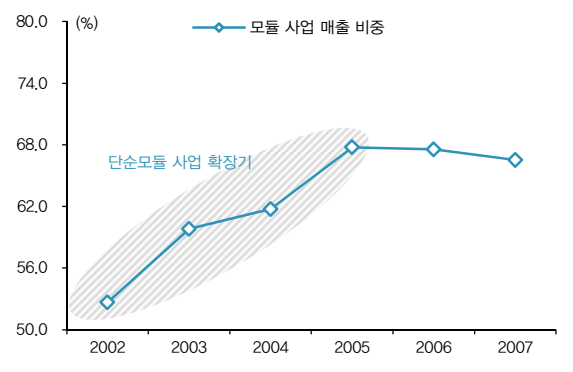
자료: Bloomberg, 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 33] 그 배경은 그룹 차원의 사업 역량 강화를 통한 시장 기대치 이상의 실적 달성



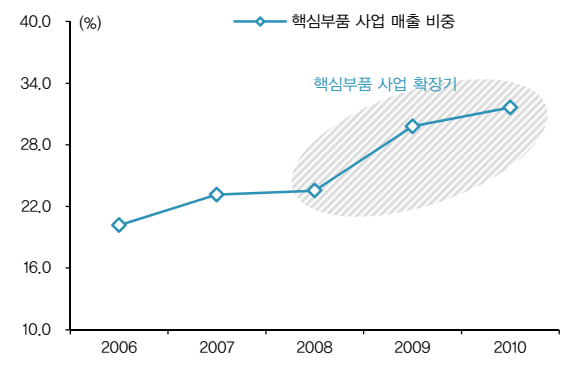
자료: Bloomberg, 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 34] 2000년대 초반 단순모듈 사업 매출 비중 상승



자료: 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 35] 2000년대 후반 핵심부품 사업 매출 비중 상승



자료: 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터



3. 미리 제공됐던 성장의 단서들 (중장기 성장 가이드نس)

모비스는 1차 성장기 발현이 마무리되어 가던 2005년 4월 첫 번째 중장기 성장 가이드نس인 '비전 2010'을 제시했으며, 2010년까지 글로벌 모듈 생산법인 및 중국 핵심부품 생산법인 등 해외 생산거점 확대를 통해 1) 연결매출 15.0조원 (2004년 7.3조원 대비 105% 성장) 달성과 2) 글로벌 Top 10 부품사 (2004년 non tier, 2005년 25위) 진입할 것으로 목표 선정. 또한 현대차·기아차의 해외거점 확대와 더불어 동반진출을 지속한 모비스는 '비전 2010'이 완성되어 가던 2009년 7월에는 '비전 2020'을 제시하며 핵심부품의 non-현대차그룹 매출 확대 (2020년까지 전체 매출의 20% 달성)를 통해 글로벌 Top 5 진출 목표를 수립.

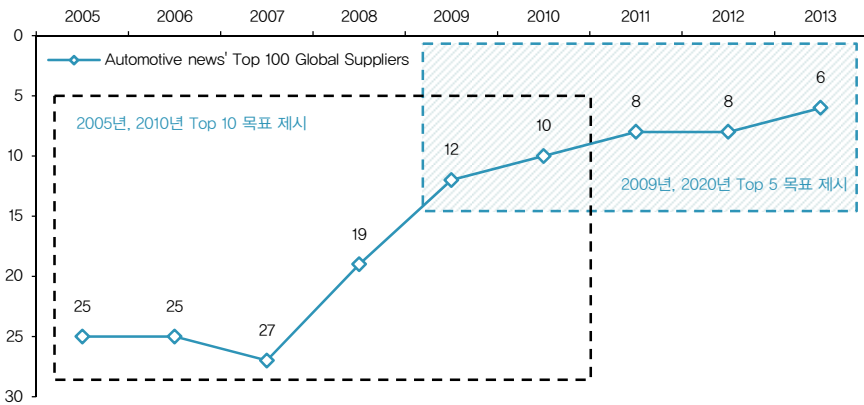
1차·2차 성장기에서 현대차·기아차의 지원을 통한 '그룹 내 공급점유율 상승'으로 안정적 고성장을 지속했던 모비스는 2005년 제시했던 2010년 성장 가이드نس를 상대적으로 손쉽게 달성. 그러나 현재 모비스는 해외 타OE로부터의 핵심부품 수주 확보를 통해 매출 성장과 수익성 개선을 이뤄내야 하는 3차 성장기의 목표 (비전 2020) 달성에 대해서는 다소 더딘 진척 상황을 보이고 있음. 공급하지 않던 부품의 개발을 통해 현대차·기아차에 대한 공급점유율을 최대 50%까지 올리며 매출 성장의 레버리지 효과를 누렸던 2000년대와는 달리, 타OE에 대한 공급은 2014년 현재 Chrysler, GM, Daimler, BMW, Mitsubishi 등에 대한 수주 진행에도 불구하고, 전체 매출의 7% 수준 만이 그룹 외부에서 달성하고 있음 (이 중 대부분은 핵심부품이 아닌 북미법인 American Autoparts가 담당하고 있는 Chrysler에 대한 순수모듈). 완성차의 신규 생산거점 확대와 이를 통한 모비스의 외형성장 (순수모듈 및 AS 매출 확대)에 대해서는 이견의 여지가 없음. 다만, 과거와 같은 구조적 기업가치 개선 랠리를 위해서는 해외 OE로부터의 핵심부품 신규 수주 확대와 이에 따른 수익성 Mix 개선이 선제되어야 할 것으로 판단.

[표3] 모비스가 발표했던 중장기 성장 가이드نس

목표	제시시점	성장 가이드نس	가이드نس 달성 여부	가이드نس 달성을 위해 제시한 근거
비전 2010	2005.04	2010년 매출 15조원 달성 (2004년 매출 7.3조원)	2010년 매출 22.1조원 달성	1. 해외 생산거점 (완성차 대상 글로벌 모듈공급 거점 확대) 확대 2. 해외 법인 기준 13개에서 30개 이상으로 증대
		글로벌 Top 10 부품사 진입 (2005년 글로벌 Top 25)	2010년 글로벌 Top 10 선정	
비전 2020	2009.07	타OE 매출비중 20%로 확대 (2009년 기준 약 3% 내외)	타OE 매출 1H14 기준 7% 수준	1. 핵심부품 매출비중 30%에서 50%로 개선시켜 고부가가치 사업구조 정립 2. 미래형차, 전산화 기술 확보를 위해 R&D 1.2조원 투자
		글로벌 Top 5 부품사 진입 (2009년 글로벌 Top 12)	2013년 글로벌 Top 6 선정	

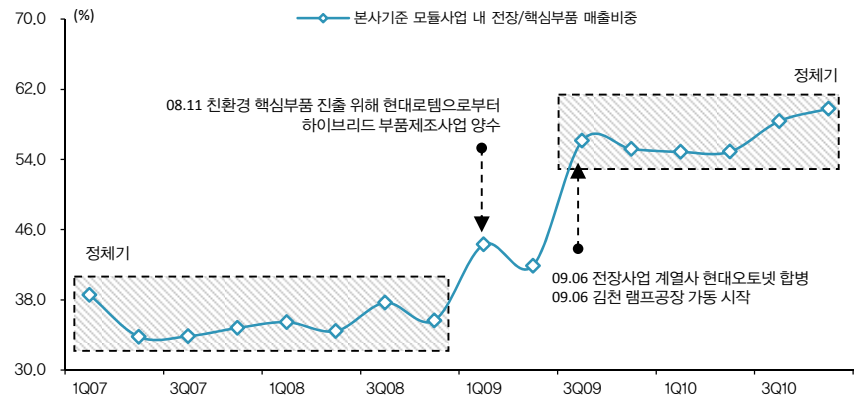
자료: 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 36] 1차2차 성장기에서의 글로벌 부품사 순위 개선 목표 (외형성장)는 모두 달성



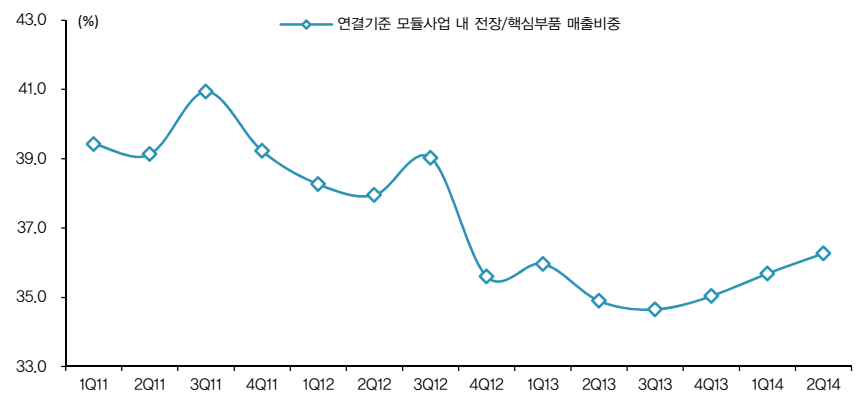
자료: 모비스, Automotive news, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 37] 그러나 2차 성장기 (완성차 핵심부품 공급)를 통해 개선됐던 핵심부품 비중은...



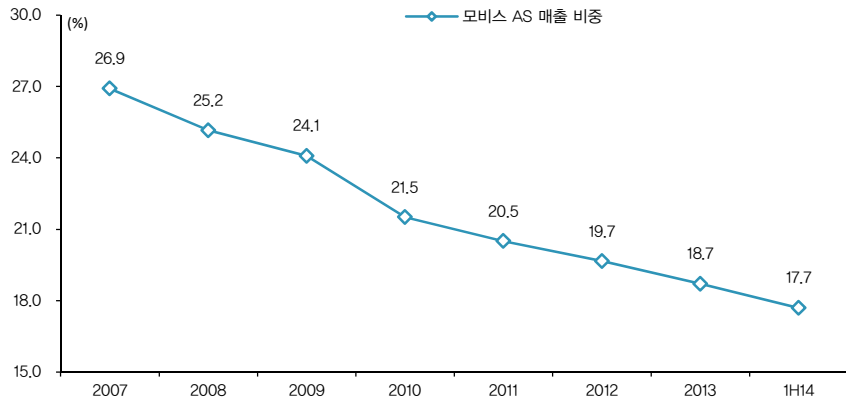
자료: 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 38] ...3차 성장기의 본 궤도 진입 (타 OE 수주)가 더딘 개선세를 보이며 정체 중



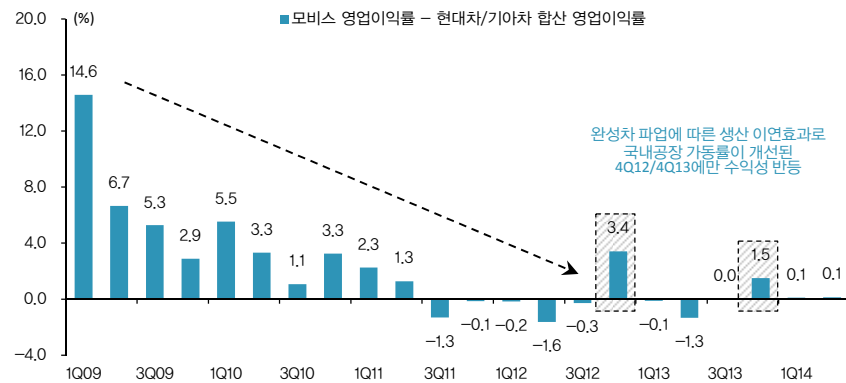
자료: 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 39] 신형시장 UIO 증가로 AS 매출성장 감소로 고수익 AS 매출 비중까지 축소



자료: 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 40] 이에 따라 완성차 대비 수익성차별화를 갖지 못하게 된 모비스는



자료: 현대차, 기아차, 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 41] 완성차 대비 밸류에이션 프리미엄이 부여되어야 하는 근거를 상실



자료: Bloomberg, 현대차, 기아차, 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터



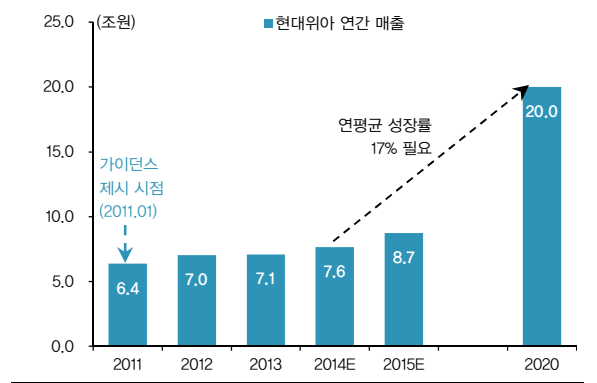
IV. 성장의 당위성을 지닌 계열 부품사,현대위아·현대하이스코

1. 새로운 장기성장 가이드언스를 제시한 위아·하이스코

위아와 하이스코는 각자의 새로운 시작을 앞둔 시점에서 중장기 성장 가이드언스를 발표. 위아는 유가증권시장 기업공개 (2011년 2월)를 앞둔 2011년 1월, 2020년까지 매출 20조 원 (2011년 매출 6.4조원, 2013년 매출 7.1조원) 을 달성하겠다는 성장 가이드언스를 제시. 하이스코 또한 냉연사업 부문의 현대제철에 대한 분할합병 작업이 마무리 단계에 있던 2013년 12월, 2020년 매출 8.6조원 (2013년 4.0조원)의 성장 목표를 제시. 두 회사의 2020년 매출 타겟은2014년 예상 매출과 비교했을 때, 각각 연평균 성장률 17%, 13%를 지속해야 달성 가능한 매우 높은 수준.

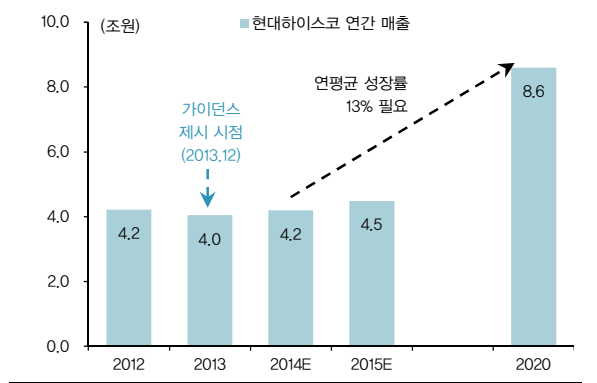
당사는 2005년 모비스가 연평균 성장률 13%의 2010년 매출 목표 (15조원)를 제시하고 이를 초과 달성 (실제 했던 2010년 매출 22.1조원)했던 과정을 위아와 하이스코가 따라갈 것으로 전망. 당시 모비스는 계열 부품사로서 1차 성장기 (현대차그룹向 Cash-Cow 사업 확대기)와 2차 성장기 (현대차그룹向 핵심부품 공급점유율 상승기)가 진행 중인 상황이었으며, 높은 수준의 매출 성장을 실현함과 동시에 관련 사업의 지속적인 인수합병 (2007년 6월 제동장치 제조업체 카스코 흡수합병, 2008년 11월 현대로템의 하이브리드 부품 제조사업 양수, 2009년 6월 현대 오토넷 흡수합병)을 통해 기존 목표보다 높은19%의 연평균 매출성장 (2004-2010년)을 실현했음.

[그림 42] 위아, 연평균 매출 성장 가이드언스 17%



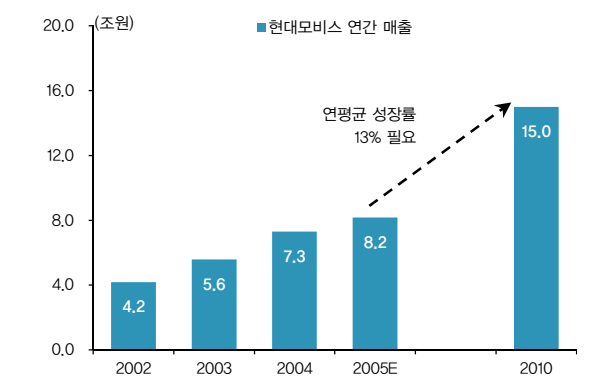
자료: 위아, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 43] 하이스코, 연평균 매출 성장 가이드언스 13%



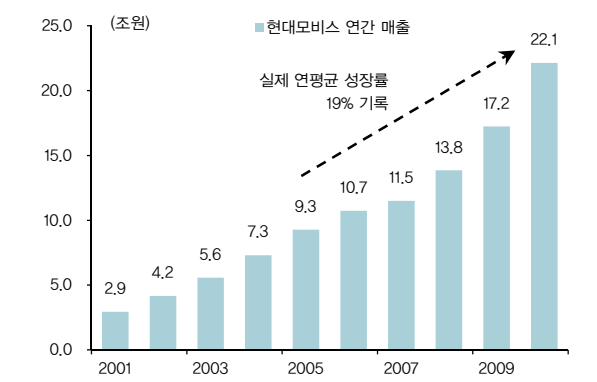
자료: 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 44] 모비스, 연평균 매출 성장 가이드언스 13% 제시...



자료: 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 45] ...실제로는 19%의 연평균 매출 성장을 기록



자료: 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

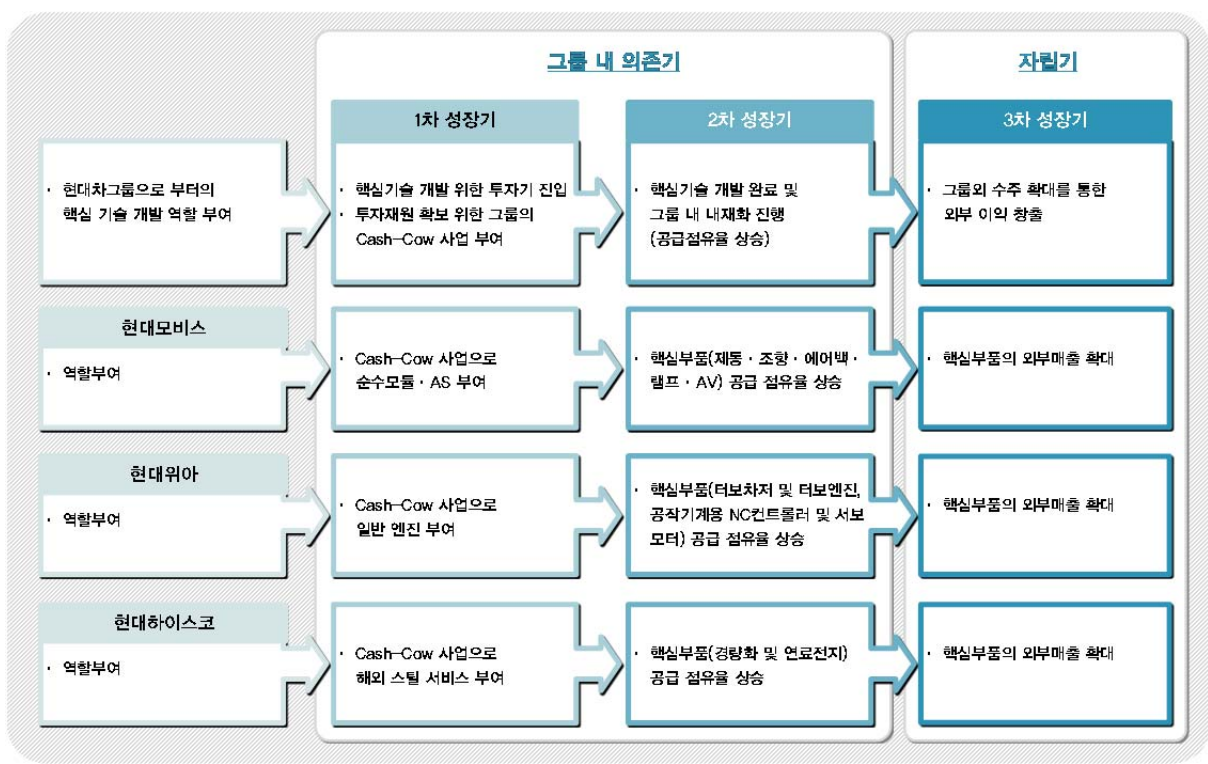


2. 위아·하이스코, 완성차 증설에 동반한 안정적 고성장 사업 영위할 것

위아와 하이스코는 현재 당사가 분류한 계열 부품사의 성장 과정 중 여전히 1차 성장기에 머물러 있는 상황. 위아는 엔진 생산능력 확대를 통해, 하이스코는 자동차용 강판 가공 및 공급규모 확대를 통해 1차 Cash-Cow 사업 성장기를 누리고 있음.

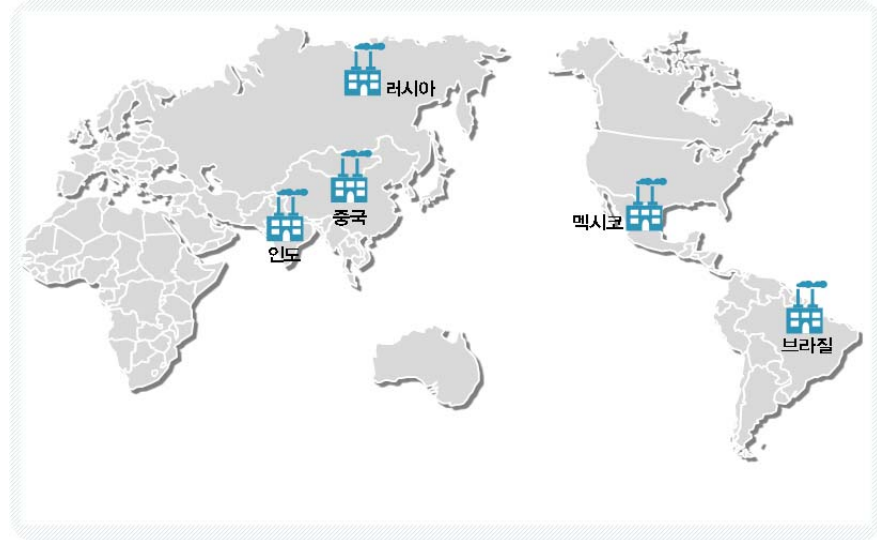
현대차는 올해 안에 중국에서의 추가 생산능력 확대 (충칭 4공장과 더불어 창저우 5공장 증설에 대한 가능성 열려 있음)에 대한 구체적인 계획을 확정 짓겠다고 언급했으며, 기아차는 이미 멕시코에서의 신규 생산능력 확대 (30만대)를 공식화했음. 현대차·기아차에 대한 엔진공급 점유율을 지속적으로 높이고 있는 위아는 신규 증설 공장에 대한 엔진공급을 추가적으로 맡으며 엔진매출 성장성을 이어갈 것으로 판단되며, 현대차·기아차의 해외공장에 대해 스틸서비스센터 (SSC) 역량을 강화해왔던 하이스코는 신규 증설 공장에 대응하기 위한 신규 스틸서비스센터 설립을 통해 매출 성장성을 지속할 것.

[그림 46] 모비스·위아·하이스코의 계열 부품사 성장 궤적 확인



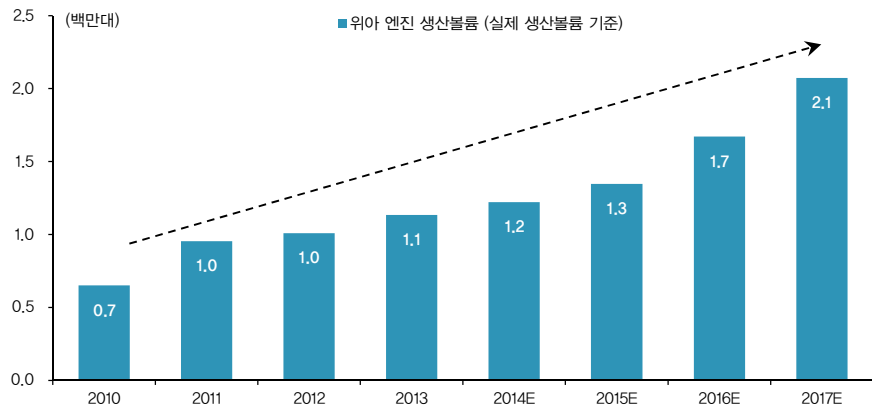
자료: 모비스, 위아, 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 47] 2020년까지 현대차·기아차가 검토 중인 북미와 중국의 신규 해외공장



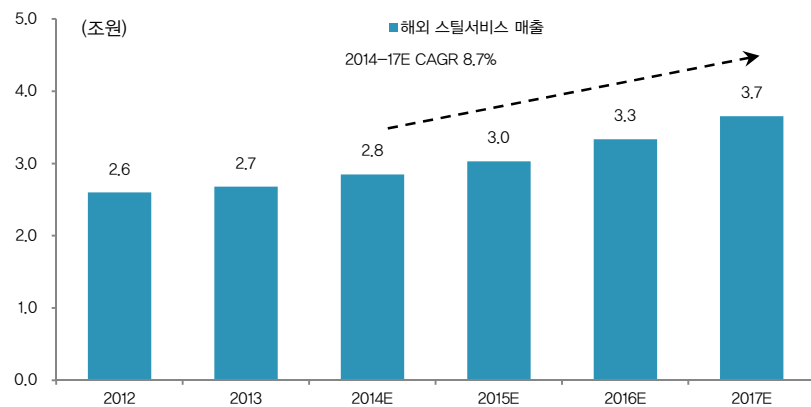
자료: 현대차, 기아차, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 48] 위아 엔진 공급능력 지속적으로 늘어날 전망



자료: 위아, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 49] 하이스코 해외 스틸서비스 매출 상승 지속 전망



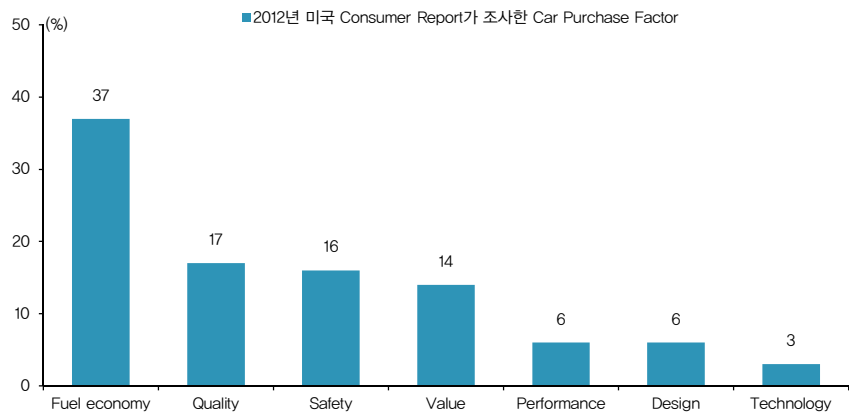
자료: 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터



3. 연비개선을 이끌어갈 핵심부품, 위아·하이스코 2차 성장기의 중심

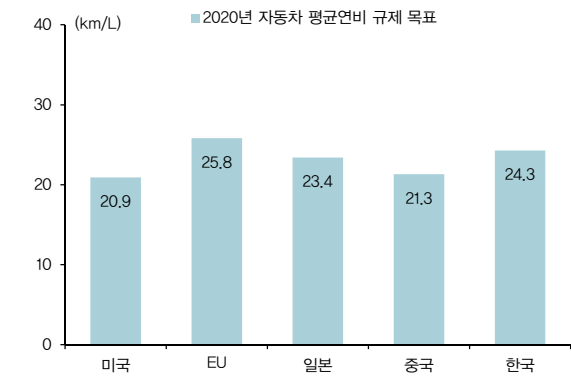
2020년을 바라보는 현 시점에서 자동차 산업의 가장 중요한 경쟁요소는 연비의 개선. 자동차 제조업체는 경제성을 가장 중요한 자동차 구매요소로 판단하고 있는 소비자의 니즈와 친환경적 자동차 산업을 이끌어내고자 환경규제를 강화하고 있는 각국 정부의 니즈를 피할 수 없는 상황.

[그림 50] Consumer Report 조사에 따르면, 연비는 가장 중요한 Purchase Factor



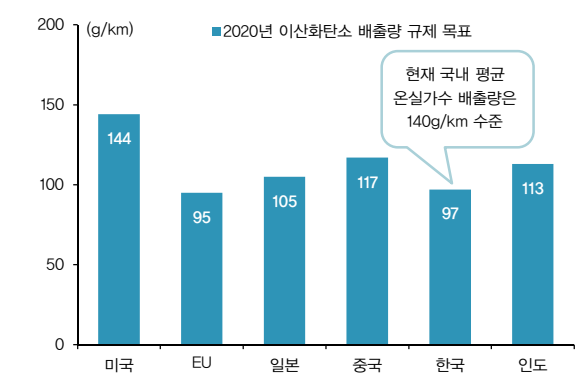
자료: US Consumer report, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 51] 주요국가 평균연비 규제 강화 현황



자료: 각 국, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 52] 주요국가 온실가스 규제 강화 현황



자료: 각 국, 메리츠증권증권 리서치센터

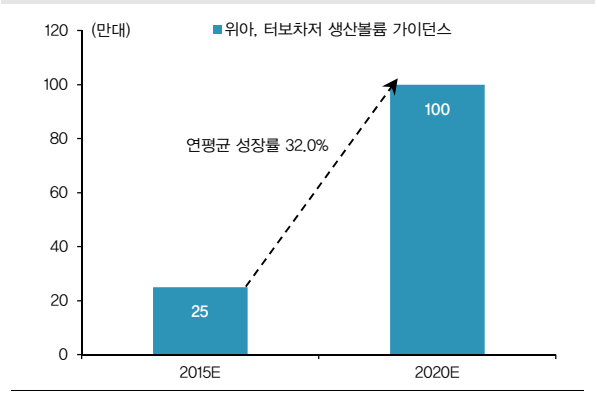


연비개선을 위한 방법으로는 1) 기존 내연기관 차량의 효율성 개선과 2) 친환경 차량의 보급 확대가 대표적. 그러나 EV (전기차), FCEV (수소연료전지차) 등 친환경차 활성화에 대한 논의와 개발이 빠르게 이루어지고 있음에도, 부품 경제성 한계에 따른 가격 경쟁력과 충전의 용이성 부족에 따른 인프라 부족으로 인해 단기 고성장에 대해서는 여전히 의문이 남아 있음. 시장조사 기관인 IHS에서도 HEV (하이브리드차)를 포함한 내연기관 차량의 판매비중이 2012년 89%에서 2020년 88% 수준으로 소폭 낮아질 것으로 전망.

당사는 중장기적으로 여전히 내연기관 차량 판매가 주류시장을 이루어나갈 것으로 전망하며, 같은 맥락에서 2018년 HEV를 포함한 친환경차 판매 목표를 25만대 수준으로 설정하고 있는 현대차그룹의 연비개선 방향성도 내연기관 효율성 개선에 집중되어 있다고 판단. 이와 같은 상황에서 계열 부품사로서 위아와 하이스코는 현대차-기아차가 판매하는 내연기관 차량의 연비개선을 위해 각각 1) 터보차저를 통한 과급 시스템 개선과 2) 신 공법 적용 부품 확대를 통한 차체 경량화 달성 역할을 맡고 있으며, 이들 부품의 현대차그룹 내 공급점유율 확대를 통한 추가적인 성장 모멘텀으로 작용할 수 있을 것.

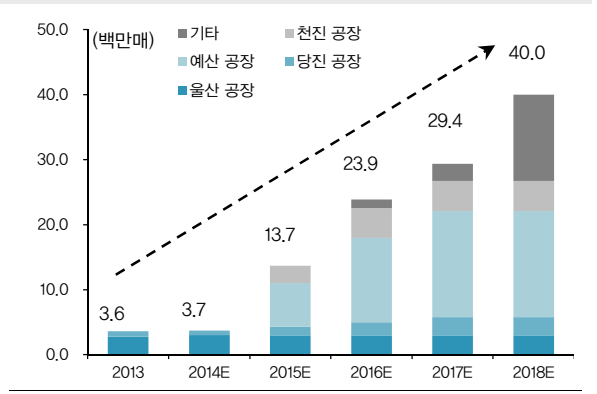
기본적으로 제시된 1차 및 2차 성장기의 성장 동력뿐만 아니라 과거 모비스가 그러했듯 1) 신 사업 진출, 2) 기존 사업구조 효율화, 3) 선행기술 확보를 위한 인수합병이 이루어지며, 스스로 제시한 장기 매출 가이드선 이상의 성장을 달성 또한 가능할 것으로 판단. 실제로 현대위아의 前CEO 임흥수 사장은 지난 2011년 '2020년 성장 가이드선'을 제시하면서 기존 사업 만으로는 목표 매출 20조원 중 14조원 밖에 달성할 수 없을 것이며, 나머지 6조는 신 사업의 확대를 통해 이루어낼 것이라고 언급한 바 있음.

[그림 53] 위아, 터보차저 생산능력 증가 가이드선



자료: 위아, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 54] 하이스코, 핫스탬핑 생산능력 증가 가이드선



자료: 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터



Company Briefs

1	현대위아(010060)	Buy	TP 265,000원	26p
2	현대하이스코(009830)	Buy	TP 106,000원	38p



현대위아(011210)

Buy(maintain)
TP 265,000원

놓쳐서는 안될 중장기 성장 동력의 발현

- 결론: 지속적인 성장 동력 발현 밸리를 누리자**
 - 그룹 내 엔진 공급점유율 확대 수혜가 지속될 것으로 전망되고 터보엔진 및 공작기계 핵심부품 (NC 컨트롤러·서보모터) 등 신성장동력을 보유한 위아의 지속적 이익 컨센서스 상승과 밸류에이션 확대 전망
 - 기존 투자이건 Buy 유지, 목표주가는 기존 255,000원에서 265,000원으로 상향조정. 조정 근거는 15년 이익추정치 상승잠재력을 반영해 목표 밸류에이션에 프리미엄을 부여 (기존 12.2배 → 신규 13.4배)
- 주목해야할 세 가지 성장 엔진 (서산, 멕시코, 중국)**
 - 그룹 내 엔진 공급점유율 지속 상승 중 (11년 10% → 14년 25%)
 - 완성차의 엔진 아웃소싱 지속 (멕시코, 중국)으로 매출 성장과 수익성 Mix 개선 이어질 것. 완성차 증설과 동행한 신규 엔진공급 (멕시코 60만, 중국 45만대) 예상하며, 위아의 일반 엔진 생산분류는 2014년 122만대에서 2018년 227만대로 86.0% 증가할 것
 - 긴 시간 준비해왔던 서산부지 또한 그룹의 엔진 다운사이징 니즈에 부합하는 신규 엔진 생산거점으로 활용될 것으로 전망 (터보엔진)
 - 신규 성장 엔진의 발현과 완성차 증설에 뒤따른 기계 발주 확대로 위아의 장기 매출 성장성은 시장의 기대치를 지속적으로 넘어설 것
- 3Q14 실적 Preview: 기대치에 부합할 것**
 - 3Q14 매출 1,79조원 (+5% y-y), OP 1,343억원 (-4% y-y), OPM 7.6% 전망되며, 시장기대치 각각 1.8조원, 1,381억원에 부합 예상
 - 4Q14 또한 자동차 매출 성수기 (중국 효과)와 기계 매출 y-y 기저효과로 매출 2,00조원 (+13% y-y), OP 1,588억원 (+9% y-y)을 기록하며 시장기대치를 충족시킬 전망

업종 : 자동차 / 2014.10.07
Analyst 김준성
(6309-4590 / joonsung.kim@meritz.co.kr)

Rating & Target Price	
New : Buy	265,000원
증가(10/06)	209,500원

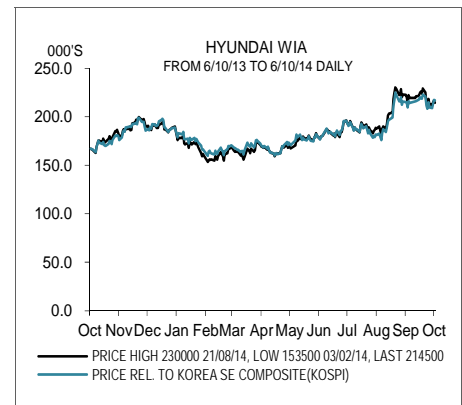
Market Data	
KOSPI	1,968.39pt
KOSDAQ	566.27pt
시가총액	53,904억원
발행주식수	2,722만주
외국인지분율	20.36%
DPS(2013)	500원
배당수익률(2013)	0.2%

Company Data		
매출구성	엔진	23.0%
	기타 자동차부품	57.6%
	기계	19.4%
주요주주	정의선	1.95%
	정의선	25.35%
	정의선	13.43%

Bloomberg	011210 KS
Price Range(52주)	151,000~234,000원
60일 평균거래량	97,716주
60일 평균거래대금	201.8억원

(억원, 원, 배, %)	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	70,920	76,164	87,333	90,983
영업이익	5,292	5,724	6,632	7,035
순이익	4,175	4,466	5,365	5,594
EPS	16,224	17,359	19,709	20,548
증감율(%)	-0.2	7.0	13.5	4.3
BPS	87,626	101,807	115,329	134,772
PER	12.9	12.1	10.6	10.2
PBR	2.4	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	8.5	7.7	6.4	6.0
ROE	20.4	18.3	18.6	16.4
부채비율	110.3	117.1	109.2	94.7

시장대비 상대강도 : 1개월(1.11), 3개월(0.98), 6개월(0.74)



1. 계열 부품사로서 위아가 지니고 있는 성장의 당위성

그룹의 대표성을 지니고 있었던 현대차·기아차의 완성차 판매를 통한 성장이 이미 완속기에 접어든 현 시점에서, 위아는 전체 그룹의 외형 확대를 위한 성장의 당위성을 지니고 있는 계열 부품사라고 판단.

성장의 당위성 1. 현대차·기아차의 원가절감 및 투자비용 분산.

낮아지고 있는 글로벌 자동차 시장의 organic growth 추세 (주요 시장전망 기관별 2013-2020E 자동차 시장 연평균 성장률 및 2020년 판매량 전망: JD Power 4.06% & 1.12억대, IIHS Automotive 3.1% & 1.05억대, KPMG 4.9% & 1.18억대) 속에서 모든 완성차 업체 간의 경쟁강도 강화가 지속되고 있으며, 경쟁력 강화를 위한 1) 브랜드 가치 개선과 2) 상품성 증가를 위한 연비 향상에 대한 투자가 집중되고 있음.

이와 같은 상황에서 현대차·기아차는 위아에 의한 1) 엔진 생산 아웃소싱, 2) 파워트레인 과급기 개발 (터보차저), 3) 공작기계 핵심기술 개발 대행을 통해 1) 원가 절감 측면에서는 낮은 인건비 (위아의 인건비는 2013년 기준 현대차·기아차의 78.1%에 불과)를 활용해 엔진을 공급 받을 수 있고, 공작기계 핵심기술 내재화를 통해 제조공장 기계에 대한 Maintenance CAPEX 투자를 줄일 수 있으며, 2) 투자비용 분산 측면에서는 파워트레인 과급기와 공작기계 핵심부품 개발비용을 분산함으로써 스스로는 선행기술 투자 또는 브랜드 가치 개선을 위한 다양한 활동에 집중할 수 있음.

성장의 당위성 2. 핵심부품의 외부 매출 발생을 통한 전체 그룹의 외형 성장.

현재 위아가 개발과 생산을 진행 중인 1) 파워트레인 과급기 (터보차저, 향후 슈퍼차저도 가능할 것), 2) 공작기계 핵심부품 (NC컨트롤러와 서보모터 세트)은 개발을 완료하고 성능이 검증되면, 현대차·기아차 및 제품을 필요로 하는 타 계열 부품사 및 일반 부품사에게 발주될 것.

그룹 내 공급을 통해 성능에 대한 트랙 레코드가 쌓이게 되면, 위아는 해당 제품의 그룹 외 고객에게 발주하게 될 것. 위아가 개발하고 있는 핵심부품들은 고난이도의 기술력이 요구되는 제품인 만큼 전세계 소수 업체가 과점하고 있는 제품들 (터보차저: Borgwarner, Honeywell, Mitsubishi Heavy, IHI, NC컨트롤러와 서보모터: Fanuc, Siemens). 해당 부품에 대해 그룹 내 안정적 공급 증가를 통해 타 신규업체가 누리기 힘든 트랙 레코드를 쌓고, 이를 경쟁력 있는 가격으로 출시한다면 그룹 외 시장에서도 충분히 승산이 있을 것.

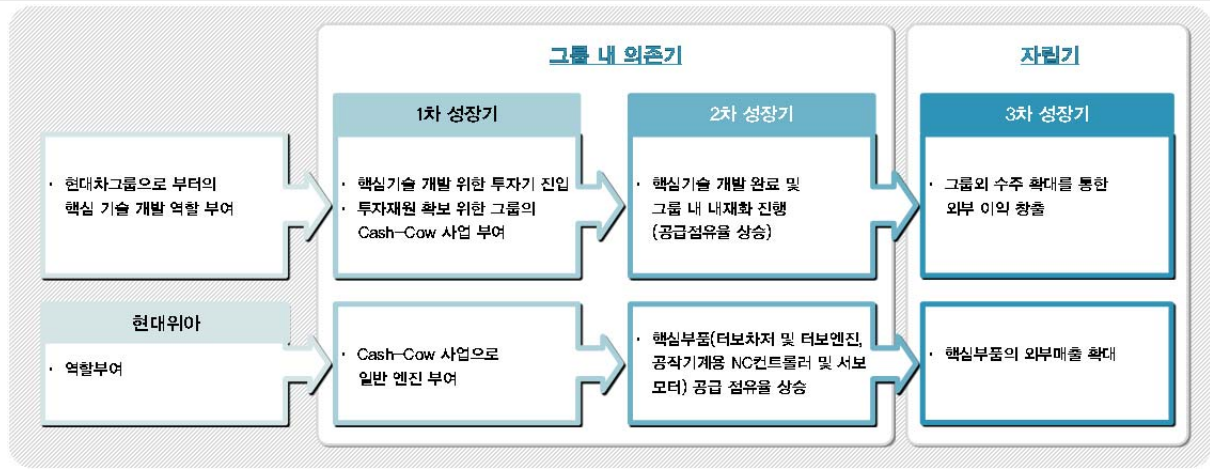
완성차를 통한 B2C 시장에서의 성장이 낮아지고 있는 가운데, 하나하나의 개별 회사가 아닌 전체 그룹의 성장을 원하는 지배주주 입장에서는 위아와 같은 계열 부품사를 통한 외부 발주가 이루어지고 이에 따른 전체 그룹의 과실이 커지기를 바랄 것.



II. 계열 부품사 1차·2차 성장기를 누리게 될 위아

계열 부품사로서 위아는 세 단계에 걸친 성장 궤적을 밟을 것으로 판단. 과거 모비스가 그러했듯, 위아는 그룹으로부터 핵심부품 개발에 대한 역할 부여를 받았으며, 현재 진행 중인 첫 번째 성장 단계에서는 그룹이 요구한 핵심부품 개발과 관련 부품 설비투자를 위한 투자재원 마련 용도의 Cash-cow 사업부여 (엔진 생산 및 공급)를 통한 성장이 이루어지고 있음. 2015년부터 발현될 것으로 예상되는 두 번째 성장 단계에서는 첫 번째 성장 단계에서 투자해왔던 1) 파워트레인 과급기와 2) 공작기계 핵심부품 (NC컨트롤러 및 서보모터)이 개발되고 이를 그룹 내 공급하며 (공급점유율 확대) 성장이 확대될 것. 그리고 마지막 세 번째 성장 단계는 그룹 내 공급을 통해 트랙 레코드가 쌓이고 더욱 고도화된 핵심부품을 그룹 외 타 고객에게 발주하며 새로운 성장을 만들어낼 것.

[그림 55] 여전히 계열 부품사 1차 성장기 진행 중인 위아, 터보엔진 생산을 통한 2차 성장기 진입이 기대되는 상황



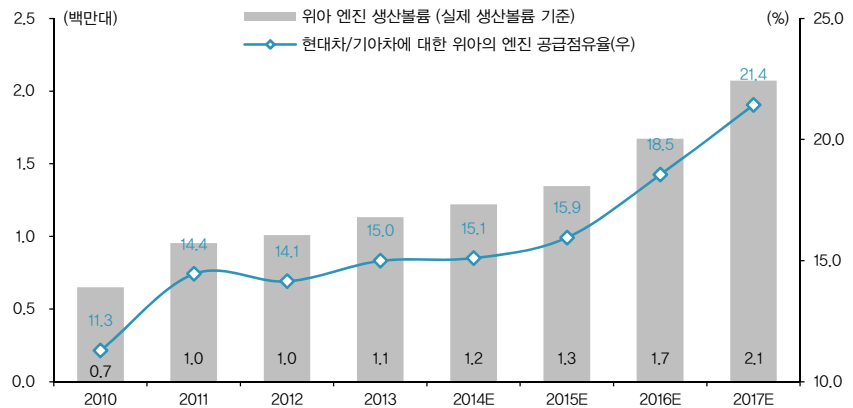
자료: 위아, 메리츠증권증권 리서치센터

1. 1차 성장기: 위아의 엔진 생산 CAPA 2018년까지 227만대로 확대 가능

2011년 2월 상장 이후 위아는 새롭게 만들어진 현대차-기아차의 모든 해외공장 (현대차 러시아 공장 (2010년 12월 가동), 현대차 중국 3공장 (2012년 8월 가동), 현대차 브라질 공장 (2012년 9월 가동), 기아차 중국 3공장 (2014년 1월 가동))에 엔진공급을 시작하며, 2010년 기준 11.3%였던 현대차-기아차에 대한 엔진 공급점유율을 2014년 15.1%까지 성장시켰음.

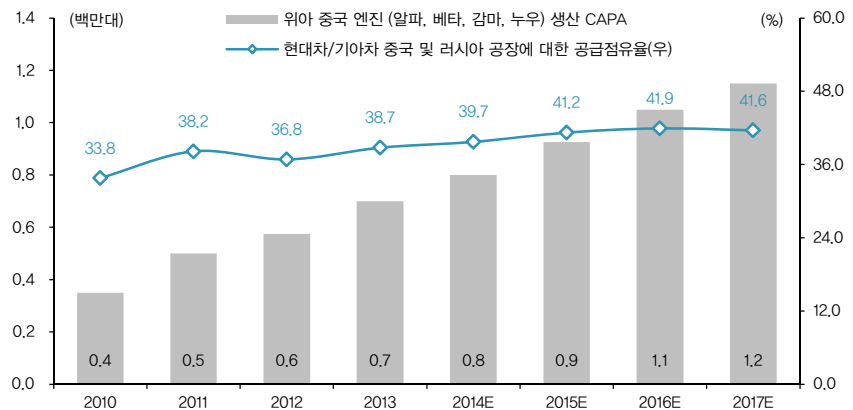
현재 현대차-기아차는 북미와 중국에서 증설을 염두에 두고 있으며, 당사는 북미 지역에서 위아가 현대차-기아차의 신규 공장에 대한 엔진 공급을 통해 그룹의 여섯 번째 엔진 생산거점 생산기지 역할을 담당하게 될 것으로 판단하고 중국에서는 현대차 4공장 및 5공장 엔진공급을 통해 현지 엔진 공급점유율을 40% 이상으로 상승시킬 것으로 전망.

[그림 56] 위아, 신규 엔진 생산능력 확대로 그룹 내 엔진 공급점유율 지속 상승할 것



자료: 위아, 현대차, 기아차, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 57] 현대차 중국 4·5공장에 대한 엔진공급으로 현지 공급점유율 40% 유지할 것

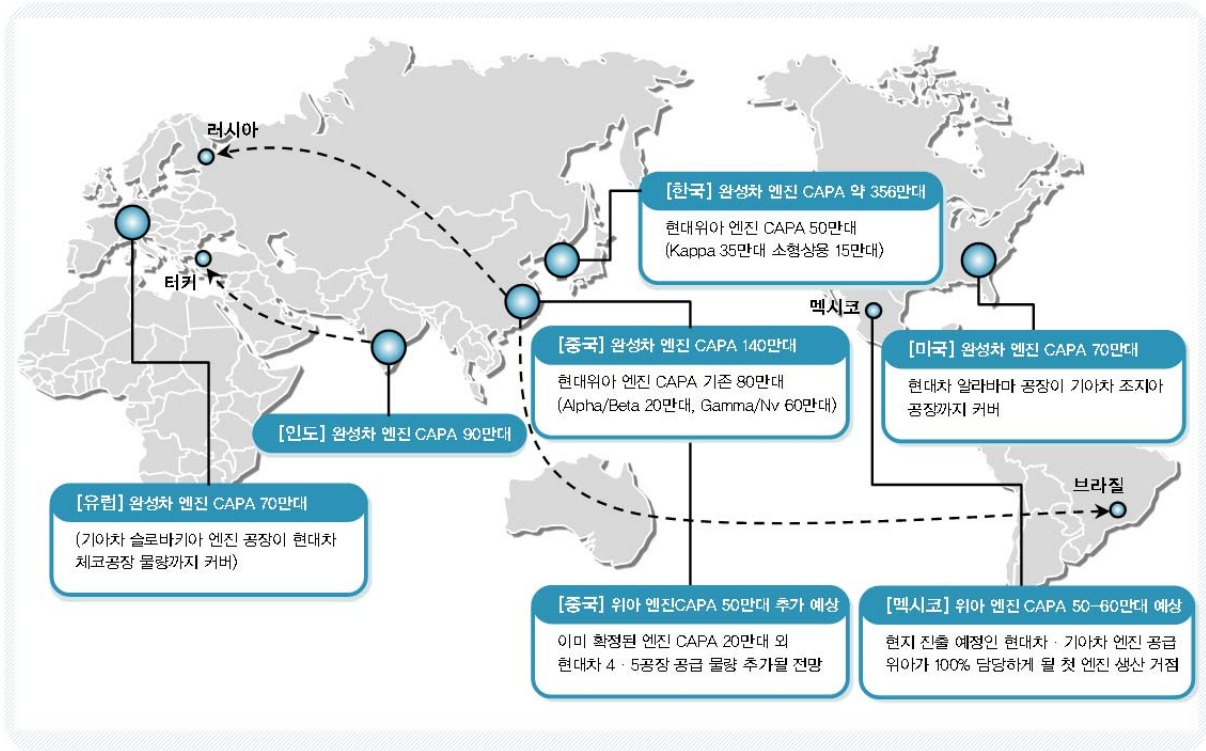


자료: 위아, 현대차, 기아차, 메리츠증권증권 리서치센터

앞에서 언급한 4개의 신규 공장 중 현재 현대차·기아차 스스로의 발표를 통해 확정된 공장은 기아차의 멕시코 공장 하나뿐이며, 위아는 멕시코 공장 동반진출을 예고하고 있음. 그러나 당사는 현대차의 현지 신규 공장 증설과 위아의 현대차·기아차 모두에 대한 엔진 공급 가능성이 높다고 판단. 현대차그룹이 운영 중인 5개의 전세계 엔진 생산거점은 기본적으로 70만대 이상의 생산능력을 갖추고 있으며, 모든 부품사가 현지 진출 시 반드시 고려해야 하는 규모의 경제적 측면에서 엔진의 최소 규모의 경제는 60만대 (30만대의 완성차 생산공장 2개 규모)라는 점을 고려했을 때 위아가 기아차 멕시코 공장 만을 바라보고 진출하는 것은 아닐 것이라고 판단. 중국에서도 현대차가 4·5공장을 동시 착공할 것으로 판단하며, 이는 현대차그룹이 현지 정부의 니즈 (화북 지역 공장 진출)로 1년 이상 발표가 지연되었다는 점에서 1) 성장하는 중국 자동차 시장을 위한 생산볼륨을 확보하고 2) 중국 정부의 니즈도 만족시킬 수 있는 선택을 할 것으로 예상되기 때문.

내년 가동 예정인 기아차 3공장 대응 산동위아 엔진법인의 20만대 증설과 더불어 북미 60만대, 중국 25만대 규모의 신규 엔진공급이 이뤄질 경우, 위아의 글로벌 엔진 생산능력은 2014년 122만대에서 ramp-up 기간을 거쳐 2018년까지 100만대가 증가된 227만대 (+86.0%)로 늘어날 것.

[그림 58] 북미 및 중국 엔진 생산능력 확대 지속 전망, 북미는 위아의 첫 100% 공급 엔진 생산거점이 될 것



자료: 위아, 현대차, 기아차, 메리츠증권증권리서치센터

2. 2차 성장기: 엔진다운사이징의 핵심 Kappa 터보엔진 생산 확대될 것

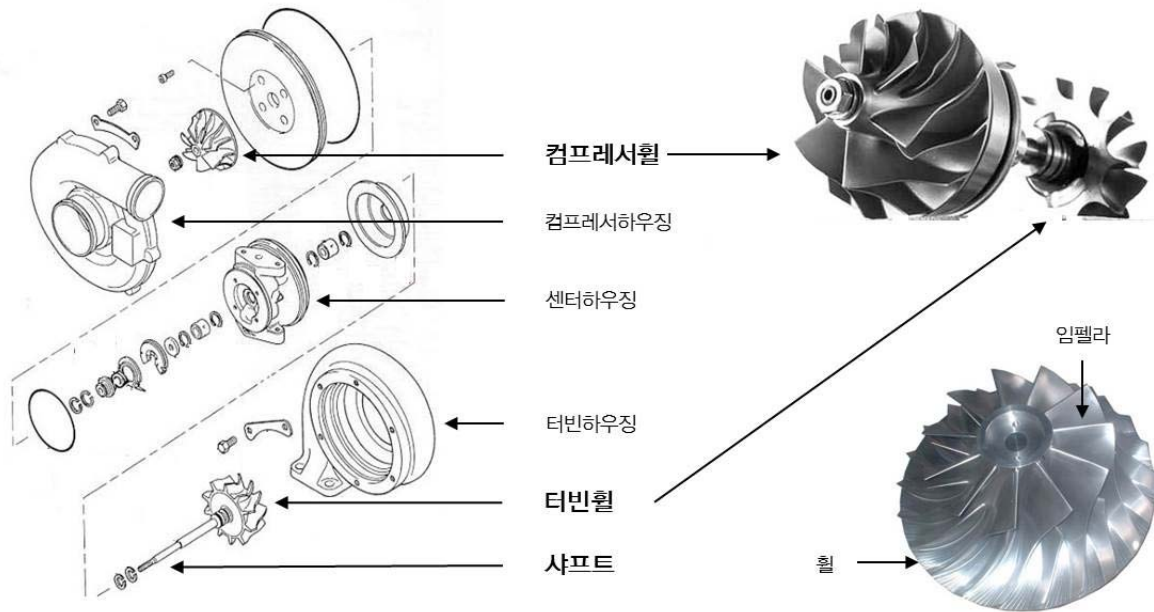
연비 개선을 통한 상품성 향상을 위해 현대차그룹은 터보차저를 활용한 터보엔진 장착 확대를 예고하고 있으며, 이를 위한 위아의 지분법대상 법인인 위아-IHI의 터보차저 생산능력은 2015년 25만대에서 2020년까지 100만대로 확대할 계획. 당사는 위아에게 있어 그룹의 엔진다운사이징 확대 계획의 수혜는 위아-IHI를 통한 터보차저 공급이 아니라 위아-IHI로부터 공급받은 터보차저를 결합한 터보엔진 생산 역할 부여라고 판단.

위아는 장기 성장계획을 위한 목적으로 지난 2012년 6월 기아차로부터 서산부지 (13만평, 42.9만m²)를 매입한 바 있고, 위아-IHI는 이 중 일부 (1만평, 3.3만m²)를 사용할 예정. 현재 위아가 평택에서 운영 중인 기아차 모닝 및 레이용 30만대 CAPA의 Kappa 엔진 공장 (제한적인 수준의 레이용 Kappa 터보엔진 혼류생산)의 부지 면적은 약 1만평 (3.3만m²)임을 고려했을 때, 위아-IHI의 터보차저 생산부지를 제외한 나머지 12만평을 엔진 생산에만 활용할 경우 산술적으로 평택 엔진공장보다 10배 이상 큰 규모의 엔진생산 능력 발현이 가능. 그러나 당사는 서산부지를 활용한 엔진 생산능력은 최대 100만대 수준일 것으로 전망. 이는 평택공장의 경우 엔진 제조의 마무리 단계인 정삭만을 담당하고 있기에 제한적이 공장부지가 필요하지만 (참고, 중국 산둥위아 엔진법인은 소재 조달, 황삭, 정삭을 모두 담당하기에 평택보다 세 배 넓은 부지가 필요), 터보엔진을 투입할 경우에는 기존 일반엔진 생산공장과 터보차저 생산공장 외에 부수적인 부품 (인터쿨러 등) 생산능력 확대가 필요하기 때문.

당사는 서산부지를 활용해 위아가 생산한 터보엔진이 Kappa 터보엔진일 것으로 전망. 이는 1) Kappa 엔진의 경우 현대차-기아차 국내공장에서는 전혀 생산하지 않고 있어 원론적으로 노조와의 협의대상이 아니며 (단체협상 41조 1항에 따라 완성차가 생산하고 있는 기존 엔진물량의 변동사항은 노사공동위원회 심의 사항), 2) 이미 평택부지에서 기아차 레이 터보트림을 위한 Kappa 터보엔진이 생산되고 있어 생산능력 확대에 문제가 없을 것으로 보이기 때문. 터보엔진의 경우, 같은 종류의 기존 일반엔진에 비해서 ASP가 2배 수준으로 상승 (터보차저 ASP가 기존 일반엔진 ASP의 40% 수준이며, 추가적인 부품 (강화 매니폴드, 인터쿨러 등)이 추가되기 때문)하기에 일반 엔진과 같은 수준의 볼륨 증가가 이루어져도 매출 증가는 두 배가 될 수 있음. 위아는 1.0L, 1.2L, 1.4L 세 종류의 Kappa 터보엔진을 제조해 현대차-기아차의 A/B/C 세그먼트 차종에 공급할 것이며, 현재로서 예단하기 어렵지만 보수적인 관점에서 현대차-기아차 글로벌 A/B 세그먼트 생산볼륨 (저가 시장인 인도제외)의 10-15% 수준 (레이 터보트림 판매비중 10%)인 20-25만대 수준의 생산능력으로 먼저 시작할 것으로 판단.

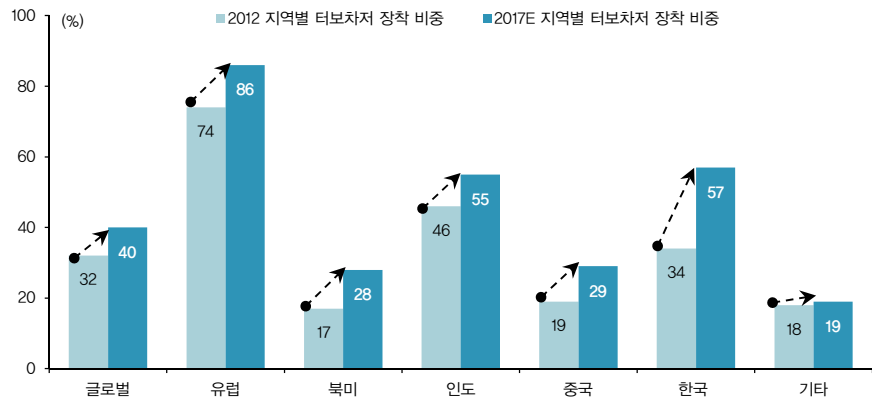
한편, 위아는 지난 9월 Siemens와 협력 개발 중이었던 공작기계 핵심부품 NC컨트롤러의 자체개발 능력을 확보했으며, 성능에 대한 검증작업이 마무리되면 점진적으로 그룹내 공급을 확대해나갈 계획. 그룹의 Maintenance CAPEX 수와 외부 매출 증가가 가시화되는 시점에서 공작기계 사업의 성장성은 위아의 새로운 성장 모멘텀으로 부각될 것.

[그림 59] 위아는 IH와의 터보차저 생산 합작법인을 설립해 터보차저 성능을 결정하는 3대 핵심기술을 이전 받을 계획



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 60] 터보차저 장착 비율 지속적으로 상승 전망 (Honeywell 전망)



참고: 해당 수치에는 디젤엔진 포함. 자료: Honeywell, 메리츠증권증권 리서치센터

[표 4] 아직 발표되지 않은 추가적인 엔진 증설을 반영했을 때, 2016/2017년 매출성장 각각 10.6%, 10.4%로 확대 가능

현재 추정 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	참고
연결 매출	7,021	7,092	7,616	8,733	9,098	9,405	
(y-y growth, %)	9.8	1.0	7.4	14.7	4.2	3.4	
엔진 매출	1,181	1,538	1,754	2,036	2,210	2,249	
(y-y growth, %)	18.9	30.2	14.1	16.1	8.5	1.8	
(엔진 매출 비중, %)	16.8	21.7	23.0	23.3	24.3	23.9	
국내공장 LCV 엔진 매출	244	238	225	227	230	232	
현대차 LCV 생산	206,095	241,257	235,149	235,149	235,149	235,149	
기아차 LCV 생산	95,878	98,599	99,772	99,772	99,772	99,772	
완성차 합산 LCV 생산	256,677	339,856	334,921	334,921	334,921	334,921	
위아 LCV 엔진 생산	150,000	147,307	140,000	140,000	140,000	140,000	4D56, J3 엔진
분기 ASP (천원)	1,624	1,616	1,607	1,624	1,640	1,656	포터 2/봉고 3 가격 10% 가정
국내공장 Kappa 엔진 매출	300	303	301	304	307	311	
뉴모닝 생산	239,350	258,324	251,237	251,000	251,000	251,000	
레이 생산	43,929	27,401	30,094	30,394	30,698	31,005	
뉴모닝 + 레이 생산	283,279	285,725	281,331	281,394	281,698	282,005	
분기 ASP (천원)	1,059	1,060	1,070	1,080	1,091	1,102	사업보고서
중국 엔진 CKD 매출	638	997	1,228	1,505	1,673	1,707	
BHMC 생산	855,995	1,030,808	1,139,725	1,200,000	1,350,000	1,500,000	4 공장 2H16 가동시작 가정
DYK 생산	480,566	546,766	645,170	800,000	900,000	1,000,000	3 공장 점진적 ramp-up 가정
완성차 합산 중국 생산	1,336,561	1,577,574	1,784,895	2,000,000	2,250,000	2,500,000	상용차 제외
위아 중국 엔진생산 CAPA	575,000	700,000	800,000	925,402	1,000,000	1,000,000	
분기 ASP (천원)	1,109	1,424	1,535	1,626	1,673	1,707	증설에 따른 믹스 개선
시나리오 분석 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	참고
조정 연결 매출액	7,021	7,092	7,616	8,933	9,877	10,904	
(y-y growth, %)	9.8	1.0	7.4	17.3	10.6	10.4	
조정 엔진 매출액	1,181	1,538	1,754	2,036	2,788	3,648	
(y-y growth, %)	18.9	30.2	14.1	16.1	37.0	30.8	
(엔진 매출 비중, %)	16.8	21.7	23.0	22.8	28.2	33.5	
중국 엔진 CKD 매출					84	256	
2017년 20만대 CAPA 가동					50,000	150,000	17년 볼륨순증 10만대 가정
ASP (천원)					1,673	1,707	
서산부지 Kappa 터보엔진					218	441	
2016년 20만대 CAPA 가동					100,000	200,000	
ASP (천원)					2,183	2,204	기존 엔진 ASP 대비 +100%
멕시코 공장 활용					276	702	
2016년 60만대 CAPA 가동					200,000	500,000	
ASP (천원)					1,382	1,404	Gamma 엔진 투입 가정
추가적인 FA 및 범용기 매출				200	200	100	
중국 산동위아 엔진공장				50.0	150.0	50.0	엔진 가공라인
북미 완성차 및 부품사				150.0	50.0	50.0	FA, 로봇, 범용기 등

자료: 위아, 메리츠증권증권 리서치센터

III. 밸류에이션 및 목표주가

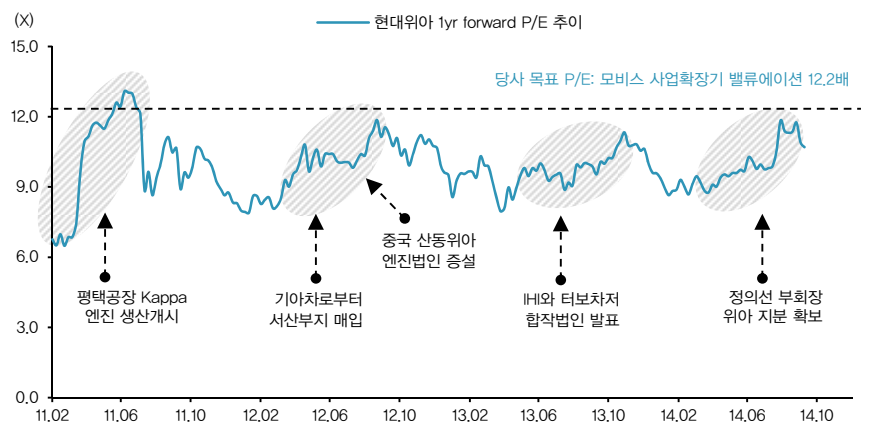
위아에 대해 기존 투자의견 Buy를 유지하며, 목표주가는 기존 255,000원에서 265,000원으로 상향조정. 목표주가 상향 조정의 근거는 목표 밸류에이션의 변동. 기존 당사의 목표주가는 과거 모비스가 2000년대에 누렸던 계열 부품사로서의 1차 및 2차 성장기 밸류에이션 12.2배를 적용해 산출하였음. 그러나 현대차·기아차 생산능력 확대가 지속될 것으로 예상되고 있으며, 현대차·기아차 및 동반 진출 부품사의 해외 증설에 따른 신규 매출이 공장 가동이 시작되는 2016년부터 발생 가능한 것과 비교해 위아는 이들 회사에 대한 기계 발주 (FA, 로봇, 범용기)를 통해 2015년부터 이익 기대치가 상향조정 될 수 있음. 당사는 신규 기계 발주를 통해 위아가 실현 가능한 이익이 기존 2015년 추정치 대비 8-10% upside라고 판단하며, 이와 같은 upside를 선반영하기 위해 기존 밸류에이션에 프리미엄 (+10%)을 부여한 새로운 목표 밸류에이션 13.4배를 적용.

[표 5] 위아 목표주가 산정

모비스의 역사적 최대 밸류에이션 (A)	12.2배
이익 추정치 상향여력을 반영한 밸류에이션 프리미엄	10%
당사의 목표 밸류에이션	13.4배
위아 2014/2015E 평균 EPS (B)	19,709원
Fair Value (C) = (A) X (B)	264,106원
적정 주가 (원) = (D) X (E)	265,000원

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 61] 중장기 성장동력이 발현될 때, 위아의 밸류에이션 모비스의 peak 값 12.2배 수



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

IV. 3Q14 실적 Preview

3Q14 매출 1.77조원 (+4.8% y-y), 영업이익 1,343억원 (-3.6% y-y) 영업이익률 7.6% (-0.6%pt y-y)로 시장 기대치에 부합하는 실적을 기록할 것으로 전망.

1) 기아차 국내공장 생산부름 증가 (전년보다 적은 파업규모 및 UPH 개선)에 따른 모듈 매출 성장과 2) 완성차 중국 생산부름 증가 (현대차 3공장 연간 15만대 라인증설 및 기아차 3공장 신규 가동)에 따른 중국 엔진 CKD 매출 성장에 힘입어 매출 성장세는 지속될 것으로 예상되나, 1) 저 마진 모듈 매출 비중 증가와 2) 전분기 발생했던 프로젝트성 고마진 FA 매출이 축소되며 영업이익은 전년동기 대비 소폭 감소할 것으로 전망.

다만, 4Q14에는 중국 자동차 성수기 도래에 따른 고 마진 엔진 CKD 매출비중 증가와 전년 4분기 기계 사업 수익성 훼손의 기저효과 발생으로 큰 폭의 y-y 영업이익 개선 (+37.7% y-y)을 기록할 것으로 예상되며, 2014년 연간 영업이익은 현재 시장 기대치에 부합한 5,724억원 (+8.2% y-y)을 기록할 수 있을 것으로 판단.

[표 6] 위아 3Q14 Preview: 시장 기대치에 부합하는 분기 실적 달성할 것으로 전망

(십억원, %)	3Q13	2Q14	3Q14E				
			y-y	q-q	메리츠	차이	컨센서스
매출액	1,692	1,931	4.8	-8.1	1,773	-2.1	1,811
영업이익	139	146	-3.6	-8.3	134	-2.9	138
세전이익	151	146	-8.6	-5.9	138	-5.5	146
순이익	115	109	-9.8	-4.4	104	-6.0	111
영업이익률	8.2	7.6			7.6		7.6
세전이익률	8.9	7.6			7.8		8.0
순이익률	6.8	5.6			5.9		6.1

자료: Bloomberg, 위아, 메리츠증권증권 리서치센터

[표 7] 위아 연간 실적 전망

(십억원, %)	2014E			2015E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	7,616	7,615	0.0	8,733	8,482	3.0
영업이익	572	572	0.1	663	646	2.7
세전이익	595	601	-1.1	704	686	2.6
순이익	447	453	-1.4	537	525	2.2
영업이익률	7.5	7.5	0.0%ppt	7.6	7.6	0.0%ppt
세전이익률	7.8	7.9	-0.1%ppt	8.1	8.1	0.0%ppt
순이익률	5.9	5.9	-0.1%ppt	6.1	6.2	0.0%ppt

자료: Bloomberg, 위아, 메리츠증권증권 리서치센터

[표 8] 위아 분기 및 연간실적 Snapshot

(십억원, %)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14E	4Q14E	2013	2014E	2015E
연결 매출	1,780	1,847	1,692	1,773	1,909	1,931	1,773	2,003	7,092	7,616	8,733
자동차 부품	1,421	1,480	1,341	1,503	1,562	1,531	1,416	1,631	5,745	6,139	7,146
모듈	601	511	438	559	606	572	470	586	2,109	2,235	2,263
엔진	312	417	388	420	421	432	419	482	1,538	1,754	2,036
트랜스미션	337	390	343	351	354	357	346	382	1,421	1,439	1,525
CVT	171	163	171	173	180	170	180	180	678	711	773
위스코									808	79	549
기계	359	366	351	270	348	399	358	372	1,347	1,477	1,588
공작기계	248	284	279	211	268	303	277	294	1,022	1,142	1,233
산업기계	73	39	40	30	43	48	44	42	183	177	193
특수	38	43	32	29	36	48	36	36	142	157	161
영업이익	113	132	139	145	133	146	134	159	529	572	663
자동차 부품	95	110	114	132	116	119	113	135	452	484	564
기계	18	21	25	13	17	27	21	23	78	88	100
세전이익	116	138	151	151	145	146	138	166	556	595	704
지배주주 순이익	86	104	115	112	109	109	104	125	417	447	537
영업이익률	6.3	7.1	8.2	8.2	7.0	7.6	7.6	7.9	7.5	7.5	7.6
자동차 부품	6.7	7.4	8.5	8.8	7.4	7.8	8.0	8.3	7.9	7.9	7.9
기계	4.9	5.9	7.2	5.0	4.8	6.8	5.9	6.3	5.8	6.0	6.3
세전이익률	6.5	7.5	8.9	8.5	7.6	7.6	7.8	8.3	7.8	7.8	8.1
지배주주 순이익률	4.9	5.6	6.8	6.3	5.7	5.6	5.9	6.3	5.9	5.9	6.1
(y-y 성장률)											
연결 매출	7.8	9.6	-2.8	-8.7	7.2	4.5	4.8	13.0	1.0	7.4	14.7
자동차 부품	13.3	19.6	6.8	-1.5	9.9	3.4	5.6	8.5	8.9	6.9	16.4
모듈	-7.8	-19.6	-17.2	-2.3	0.9	12.1	7.3	4.9	-11.7	6.0	1.2
엔진	39.0	83.4	17.2	5.6	35.0	3.5	7.9	14.7	30.2	14.1	16.1
트랜스미션	32.7	61.3	39.0	-5.0	5.1	-8.4	0.7	9.0	27.8	1.3	6.0
CVT	37.6	22.0	15.7	-7.0	5.3	4.4	5.6	4.1	14.6	4.9	8.6
위스코											
기계	-9.5	-18.2	-27.7	-35.3	-3.3	9.0	1.9	37.7	-22.9	9.7	7.5
공작기계	-17.1	-8.3	-20.8	-23.9	8.1	6.7	-0.7	39.2	-17.5	11.8	8.0
산업기계	48.2	-53.4	-53.1	-71.3	-41.2	22.8	10.0	40.0	-43.5	-3.0	8.9
특수	-21.2	-20.4	-33.1	-19.8	-4.6	11.9	14.4	24.7	-23.7	10.7	2.4
영업이익	1.3	3.6	2.8	-12.3	17.5	11.2	-3.6	9.3	-1.9	8.2	15.9
자동차 부품	11.3	18.9	18.7	-0.4	21.7	8.2	-0.8	2.7	11.0	7.2	16.4
기계	-31.8	-37.6	-35.8	-60.1	-4.8	26.6	-16.2	73.8	-41.6	13.8	12.8
세전이익	-2.5	7.7	6.0	-9.3	25.0	5.8	-8.6	9.7	0.0	7.0	18.4
지배주주 순이익	-3.8	9.5	8.3	-12.0	26.0	4.9	-9.8	11.4	-0.2	7.0	20.1

자료: 위아, 메리츠증권증권 리서치센터

Income Statement

(억원)	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	70,920	76,164	87,333	90,983
매출원가	62,717	67,467	77,195	80,323
매출총이익	8,202	8,697	10,138	10,659
판매비와관리비	2,910	3,174	3,870	4,005
기타손익				
영업이익	5,292	5,724	6,632	7,035
금융수익	-158	-141	-128	-118
종속/관계기업관련손익	443	336	566	728
기타영업외손익	-15	30	-29	-303
세전계속사업이익	5,562	5,949	7,041	7,341
법인세비용	1,312	1,434	1,676	1,747
당기순이익	4,250	4,515	5,365	5,594
지배주주지분 순이익	4,175	4,466	5,365	5,594

Statement of Cash Flow

(억원)	2013	2014E	2015E	2016E
영업활동현금흐름	5,294	9,531	5,693	5,084
당기순이익(손실)	4,250	4,515	5,365	5,594
유형자산감가상각비	1,070	1,219	1,663	1,838
무형자산상각비	197	238	279	315
운전자본의 증감	-265	3,653	-593	-1,682
투자활동 현금흐름	-5,080	-9,274	-5,601	-5,669
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,080	-3,500	-3,500	-3,500
투자자산의 감소(증가)	-639	-522	-360	-323
재무활동 현금흐름	-38,231	42,795	59,846	78,515
차입금증감	-254	557	736	951
자본의증가	0	0	0	0
현금의증가	-159	623	690	201
기초현금	3,649	3,490	4,113	4,803
기말현금	3,490	4,113	4,803	5,004

Balance Sheet

(억원)	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	27,690	30,103	34,604	36,050
현금및현금성자산	3,490	4,113	4,803	5,004
매출채권	10,686	11,476	13,159	13,709
재고자산	6,812	7,315	8,388	8,739
비유동자산	20,914	28,003	32,246	36,473
유형자산	15,879	22,342	25,752	29,495
무형자산	1,712	2,112	2,472	2,795
투자자산	2,960	3,179	3,645	3,798
자산총계	48,605	58,106	66,851	72,523
유동부채	15,355	20,516	23,197	22,586
매입채무	10,203	10,120	11,604	12,089
단기차입금	308	95	30	9
유동성장기부채	805	764	764	764
비유동부채	10,137	10,829	11,693	12,684
사채	5,284	5,284	5,284	5,284
장기차입금	3,144	3,807	4,609	5,580
부채총계	25,492	31,344	34,889	35,269
자본금	1,287	1,287	1,287	1,287
자본잉여금	2,412	2,412	2,412	2,412
기타포괄이익누계액				
이익잉여금	18,690	22,905	28,105	33,397
비지배주주지분	566	566	566	566
자본총계	23,113	26,762	31,962	37,254

Key Financial Data

(원,%,배)	2013	2014E	2015E	2016E
주당데이터(원)				
SPS	275,630	296,011	320,816	334,222
EPS	16,224	17,359	19,709	20,548
CFPS	13,564	15,985	17,645	18,382
EBITDAPS	25,491	27,910	31,497	33,754
BPS	87,626	101,807	115,329	134,772
DPS	500	535	607	633
배당수익률(%)				
Valuation(Multiple)				
PER	12.9	12.1	10.6	10.2
PCR	9.7	8.9	7.2	6.8
PSR	0.7	0.7	0.6	0.6
PBR	2.4	2.1	1.8	1.6
EBITDA	6,559	7,181	8,574	9,189
EV/EBITDA	8.5	7.7	6.4	6.0
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	20.4	18.3	18.6	16.4
EBITDA이익률	9.2	9.4	9.8	10.1
부채비율	157.4	190.7	174.2	160.7
금융비용부담률	0.6	0.6	0.5	0.6
이자보상배율(x)	12.6	13.0	14.0	13.7
매출채권회전율(x)	6.5	6.9	7.1	6.8
재고자산회전율(x)	10.6	10.8	11.1	10.6



현대하이스코(010520)

Buy(Initiate)
TP 106,000원

경량화를 이끌어갈 계열 부품사로서의 새로운 시작

- 결론: 보이는 것이 다가 아니다, Seeking Alpha**
 - 연비 관련 핵심부품을 생산하는 계열 부품사로서 안정적인 고성장 추세를 지속할 것. 2015년부터 발현될 경량화 사업의 확대에 주목.
 - 투자이견 Buy, 목표주가 106,000원으로 커버리지 개시. 목표 P/E는 계열 부품사 성장동력 발현기 밸류에이션인 12.2배 적용.
- 계열 부품사 1차 2차 성장기 진행 중, 14-17E OP CAGR 11.8% 전망.**
 - 증설이 집중될 해외공장 중심의 해외 스틸서비스 사업과 생산규모가 14년 360만대에서 2018년 4,000만대 이상으로 확대될 경량화 사업의 성장으로 14-17E 연평균 매출 성장률 9.4% 기록할 것.
 - 톤당 이익규모를 보전해 주는 해외 스틸서비스 사업 (1H14 약 14만 원)은 원자재 가격 하락에 따른 매출규모 감소 영향으로 1H14 OPM 8.4%의 높은 수익성을 기록했으며, 원자재 가격 하향안정화 추세 지속 속에 이와 같은 고 수익성 지속될 것으로 판단. 또한 2015년부터 해외 생산모델 및 모델당 적용파트 확대 (기존 6개 → 최대 20개)가 예상되는 경량화 사업은 가동률 개선 효과로 수익성 개선에 기여할 것. 이에 따라 14-17E 연평균 OP 성장률은 11.8%를 기록할 전망.
 - 장기 매출 가이던스 (비전 2020)에서 추가적인 성장 알파가 예고된 경량화 사업은 과거 모비스의 경우와 마찬가지로 1) 관련 신 사업 진출 (경량화 소재, 차체 모듈화 등), 2) 그룹 내 유관 사업 흡수에 대한 합리적 기대가 가능한 상황.
- 3Q14 실적 Preview: 기대치에 부합할 것**
 - 3Q14 매출 1.00조원, OP 677억원, OPM 6.8% 전망되며, 시장 기대치인 1.03조원, 672억원에 부합 예상.

업종 : 자동차 / 2014.10.07
Analyst 김준성
(6309-4590 / joonsung.kim@meritz.co.kr)

Rating & Target Price	
New : Buy	106,000원
증가(10/6)	80,900원

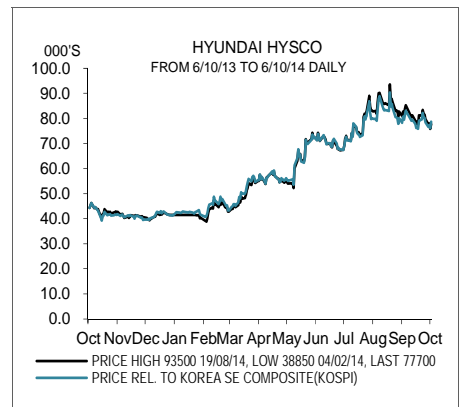
Market Data	
KOSPI	1,968.39pt
KOSDAQ	566.27pt
시가총액	18,451억원
발행주식수	2,280만주
외국인지분율	13.63%
DPS(2013)	300원
배당수익률(2010)	0.4%

Company Data	
매출구성	강관 29.5%
	경량화 2.6%
	해외 스틸서비스 67.9%
주요주주	정몽구 10.0%
	현대차 29.4%
	기아차 15.7%

Bloomberg	010520 KS
Price Range(52주)	35,900~94,800원
60일 평균거래량	137,502주
60일 평균거래대금	114.1억원

(억원, 원 배, %)	2014E	2015E	2016E	2017E
매출액	41,960	44,873	49,864	54,889
영업이익	3,504	3,099	3,453	3,823
순이익	2,074	1,983	2,250	2,504
EPS	9,095	8,696	9,867	10,977
증감율(%)	n.a	-4.4	13.5	11.3
BPS	36,958	45,407	55,033	66,075
PER	8.9	9.3	8.2	7.4
PBR	2.2	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA	7.2	7.4	6.6	6.0
ROE	26.9	21.1	19.6	18.1
부채비율	206.4	171.6	152.4	138.1

시장대비 상대강도 : 1개월(1.11), 3개월(0.98), 6개월(0.74)



1. 하이스코, 중장기 성장 랠리 이제 시작 단계

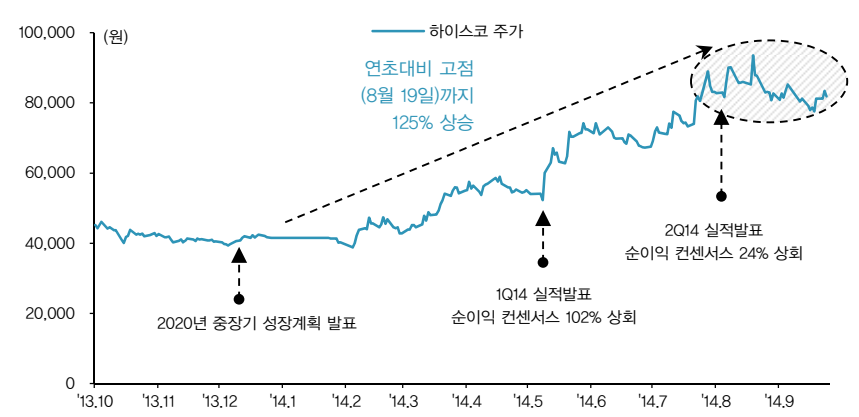
하이스코는 냉연 사업부의 현대제철 분할합병을 전후하여 (분할합병을 위한 거래정지 기간 2013년 12월 27일부터 2014년 1월 23일까지) 주가 정체 국면을 지속. 이는 주력 사업으로 여겨졌던 냉연 사업부 (12년 연결매출의 66%, 13년 연결매출의 65%)가 현대제철로 분할되는 것이 그룹 차원의 희생이라고 여겨졌고, 냉연 사업부의 분리 이후 잔존하게 될 해외 냉연 가공 법인의 수익성 악화 우려가 존재했기 때문.

그러나 우려와는 달리 1Q14와 2Q14 해외 법인의 영업이익률은 전년동기보다 각각 5.2%pt, 4.0%pt 상회했으며, 이와 더불어 분할된 냉연 사업부 재고 미실현이익이 추가되면서, 하이스코의 연결기준 순이익은 두 분기 연속해 시장 기대치를 각각 102%, 24% 상회했음. 이에 따라 하이스코는 1) 사업분할 뒤 구조적인 실적 악화에 대한 우려가 해소되었고, 2) 지난해 12월 발표한 중장기성장 계획이 재조명되며 그룹 차원의 구조적인 지원 가능성에 대한 기대감이 반영되면서 연초대비 절대주가 수익률 97%, KOSPI 대비 상대주가 수익률 91%를 기록.

단기급등에도 불구하고 현재 하이스코 기업가치는 2015E P/E 기준 불과 9.3배 수준에서 거래되고 있으며, 당사는 여전히 주가 매력도가 높다고 판단. 현대차그룹의 계열 부품사에서 하이스코는 현대위아와 마찬가지로 완성차 상품성 개선 (연비)을 위한 핵심부품 개발 및 생산 역할을 부여 받았으며, 고 마진 해외 스틸서비스 사업을 통한 1차 성장기가 지속되고 있는 가운데 2015년부터는 공격적인 경량화 부품 생산능력 확대를 통해 2차 성장기를 시작할 예정. 그룹의 지원 하에 안정적 고성장을 영위할 수 있는 계열 부품사 하이스코에 대해 새로운 프레임에서의 기업가치 평가가 필요하다고 판단.

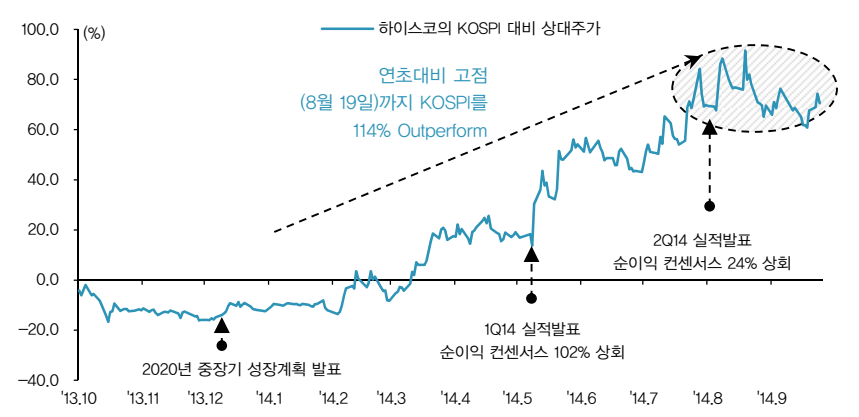


[그림 62] 사업구조 변경에 따른 손익악화 우려 해소로 연초대비 절대주가 수익률 97% 기록



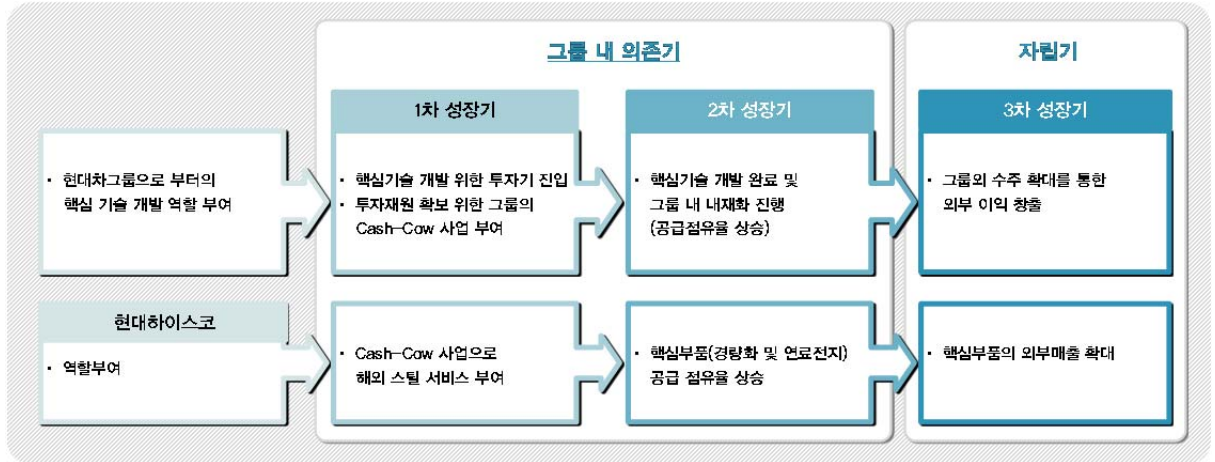
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 63] 그룹 사 지원 수혜 기대감 반영으로 KOSPI 대비 상대주가 수익률 91% 기록



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 64] 여전히 계열 부품사 1차 성장기 진행 중인 하이스코, 2015년 경량화 생산능력 확대를 통해 2차 성장기 진입할 것



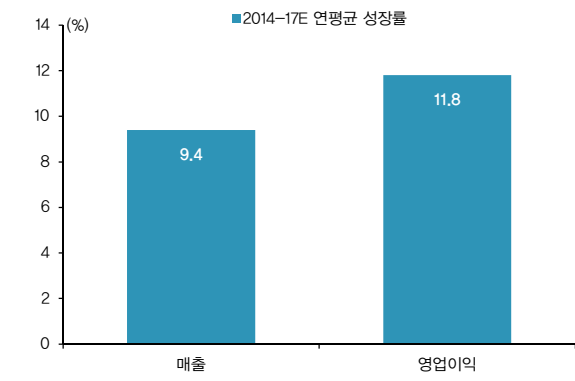
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

II. 가시화된 고성장, 14-17E 연평균 10% 이상의 OP 성장전망

하이스코의 사업부는 1) 일반배관, 송유관, 보일러관 등을 생산하는 강관 사업, 2) TWB, 하이드로 포밍, 핫스탬핑 등의 공법을 이용해 자동차용 차체 부품을 제조하는 경량화 사업, 3) 자동차용 강관을 가공해 현대차·기아차의 해외공장에 공급하는 해외 스틸서비스 사업으로 구분. 강관 사업은 미국 반덤핑 규제 이슈 발생으로 단기적으로는 매출 성장성을 확인하기 어려울 것으로 전망되나 (2014년 -1.9% y-y, 2015년 +0.8% y-y, 2016년 +5.0% y-y), 1) 2015년부터 완성차 신차에 대한 공급점유율을 높여가며 기존 공장의 가동률 개선 및 신 공장 매출의 발생이 예상되는 경량화 사업이 높은 매출 성장을 달성하고 (2014년 +5.5% y-y, 2015년 +95.0% y-y, 2016년 +50.1% y-y), 2) 완성차 증설과 동행해 해외 스틸서비스 사업이 안정적 매출 성장을 지속할 것으로 전망됨에 따라 하이스코의 매출은 2014-2017년 연평균 9.4%의 고성장을 이어갈 것으로 판단.

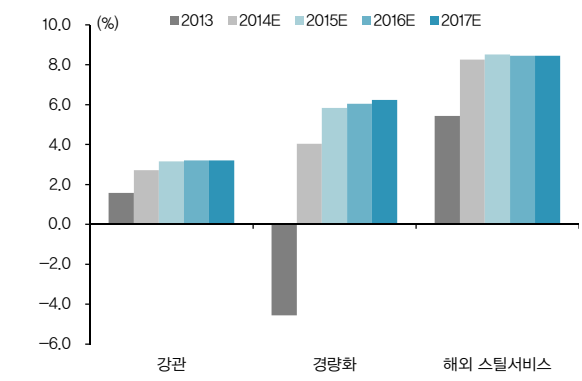
영업이익의 경우, 급격한 공급점유율 상승에 따른 가동률 개선이 이루어질 경량화 사업의 영업이익률 개선 지속과 세 가지 사업부 중 가장 높은 이익률을 실현하고 있는 해외 스틸서비스 사업의 꾸준한 확대를 통한 수익성 개선세 이어지며 (2014년 6.5%, 2015년 6.9%, 2016년 6.9%, 2017년 7.0%), 매출 성장세보다 높은 연평균 11.8%의 성장률을 기록할 것으로 전망.

[그림 65] 14-17E 영업이익 10% 이상의 고성장 지속할 것



자료: 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 66] 각 사업부별 수익성 개선 지속 전망



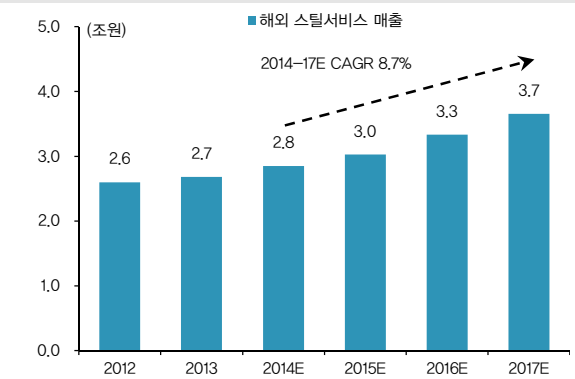
자료: 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터

1. 해외 스틸서비스의 높은 매출 성장성과 수익성 지속될 것

하이스코의 Cash-cow 사업부인 해외 스틸서비스는 현대차·기아차의 모든 해외 현지공장 (중국, 미국, 인도, 체코, 슬로바키아, 러시아, 터키, 브라질)에 동반 진출해 현지 생산물량의 증가와 동행한 성장성을 이어가고 있음. 현대차·기아차의 공장부지 내에 동반 진출해 완성차 생산불륨에 연동된 매출 실적을 기록한다면 점에서 모비스의 순수 모듈 사업과 유사한 사업 구조를 지닌 것으로 판단될 수 있으나, 1) 모비스가 현대차·기아차 해외 생산공장과 더불어 현대차 국내공장에 대한 순수 모듈 공급 역할을 함께 담당하고 있는 반면 하이스코는 해외공장만을 대상으로 사업을 영위하고 있어 더 높은 매출 성장성을 기록할 수 있으며, 2) 모비스의 순수모듈 영업이익률이 3% 내외의 낮은 수익성을 기록하는 반면 하이스코의 해외 스틸서비스는 1Q14, 2Q14 두 분기 연속으로 8.4%의 높은 수익성을 이어가고 있음.

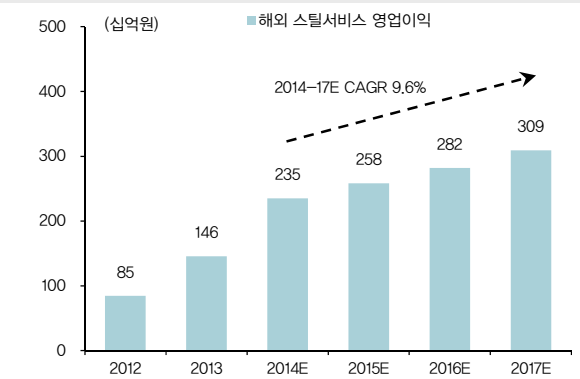
2016년 현대차의 중국 4공장과 기아차의 멕시코공장 증설을 반영해 하이스코가 담당하게 될 현대차·기아차 생산불륨은 2014년 437만대에서 2017년 563만대로 연평균 8.8%의 성장세를 이어갈 것으로 전망되며, 냉연 가격이 현재 수준을 유지해 ASP 변동성이 제한적일 것으로 가정했을 때 매출 성장 또한 같은 기간 연평균 8.7%를 지속할 것으로 예상. 영업이익률의 경우 8% 중반의 높은 수준을 지속할 것으로 판단하는데, 이는 하이스코의 수익 인식이 매출액에서 비용을 제거한 뒤 산정되는 구조가 아니라, 안정적인 강판공급을 원하는 현대차·기아차의 니즈에 따라 톤당 고정된 이익규모를 보전해주는 구조이기 때문 (톤당 10만원 수준으로 판단). 즉, 올해 상반기 8.4%의 고 수익성을 기록한 가장 주요한 이유는 냉연 가격이 하락하면서 해외 스틸서비스 ASP 또한 하향세를 이어갔고, 이에 따라 매출 규모는 예상보다 낮았으나 톤당 이익규모는 보전되면서 이익률이 올라간 것. 지난 2년간 수익성 악화의 근거였던 해외 신설법인들의 초기비용 이슈가 해소된 상황에서 기록한 8% 이상의 고 수익성은 냉연가격이 현 수준을 유지하고 이에 따라 ASP 변동이 없다면 지속 가능한 수준이라고 판단.

[그림 67] 해외 스틸서비스 14-17E 매출 CAGR 8.7% 전망



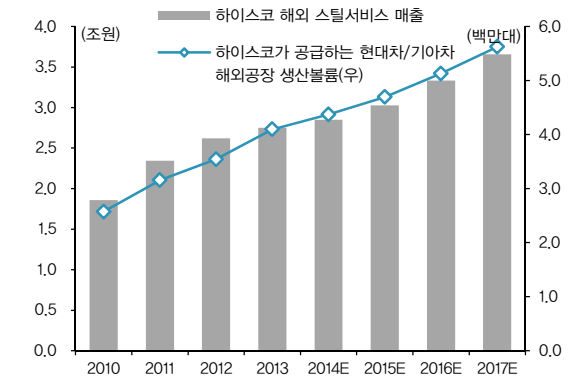
자료: 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 68] 해외 스틸서비스 14-17E OP CAGR 9.6% 전망



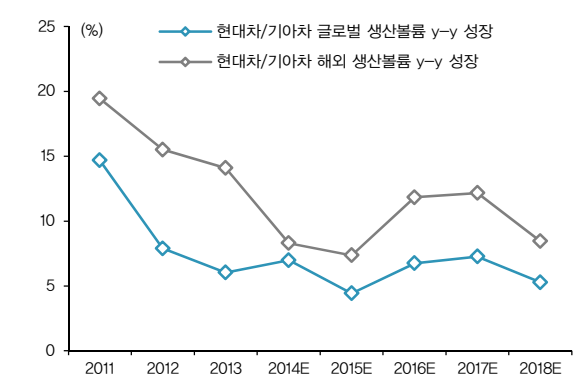
자료: 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 69] 완성차 해외 증설에 연동된 안정적 성장 지속



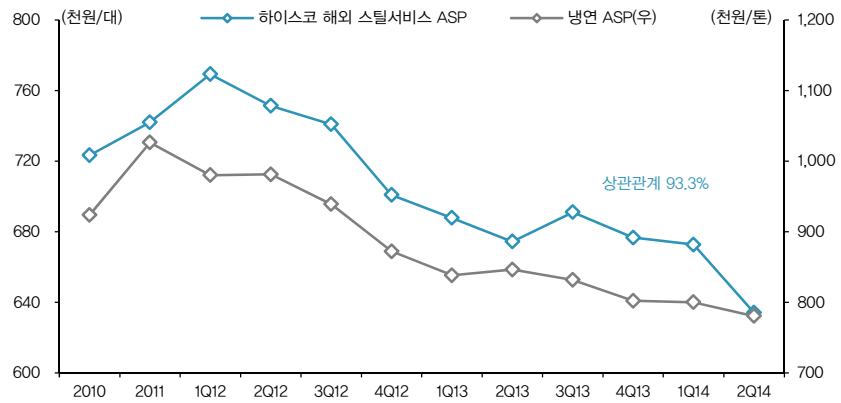
자료: 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 70] 해외생산에만 대응해 완성차보다 높은 성장 지속



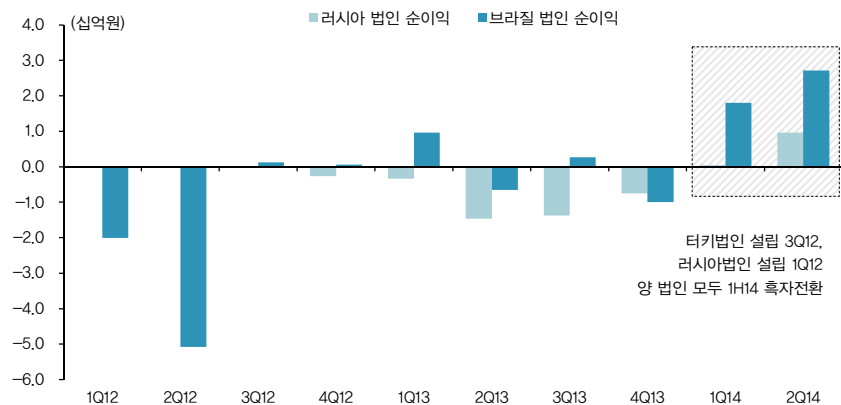
자료: 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 71] 1H14 높은 수익성 지속가능 근거 1. 원재료인 냉연 가격 하락에 따른 ASP 감소



자료: Pasco, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 72] 1H14 높은 수익성 지속가능 근거 2. 초기 손실비용 발생하던 해외법인 턴어라운드



자료: 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터

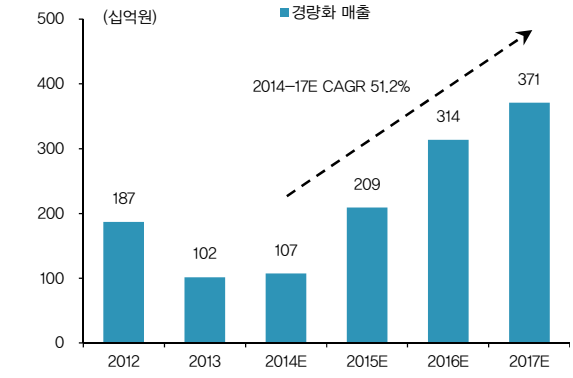
2. 핫스탬핑 공급점유율 확대로 초고속 성장을 이어갈 경량화 사업

하이스코가 생산하고 있는 경량화 부품은 1) 서로 다른 재질 및 두께의 판재를 재단하여 용접하는 TWB (Tailor Welded Blanks), 2) 강관을 튜브형태로 만든 뒤 액체 압력을 통해 가공하는 하이드로포밍 (Hydro Forming), 3) 절단된 소재를 고온상태에서 성형 후 급랭시켜 고강도 부품을 제작하는 핫스탬핑 (Hot Stamping) 공법으로 생산되고 있음. 이 중 하이스코의 경량화 사업 매출 성장세를 이끌어 나갈 공법은 바로 핫스탬핑. 중장기적으로 하이스코는 TWB와 하이드로포밍 생산 CAPA는 크게 늘릴 계획이 없는 반면, 핫스탬핑의 경우는 현재 연간 생산 CAPA 560만매에서 2018년까지 4,000만매, 이후 그 이상으로 지속적인 확대를 이어갈 계획.

이와 같은 선택과 집중 전략은 완성차의 경량화 관련 장기 로드맵과 그 안에서 하이스코가 수행하게 될 역할 때문에 발생. 완성차가 이끌어가고 있는 차량 경량화 사업 중 하이스코에게 요구되는 역할은 차의 뼈대인 차체에 적용되는 부품의 무게를 줄여 연비를 개선에 기여하고 그와 동시에 해당 부품의 강성을 높여 안정성을 높이는 것. 하이스코가 실행 가능한 3가지 경량화 공법 중 TWB는 루프판넬, 도어판넬, 트렁크판넬 등 차량 바디에 적용되는 부품을 가공할 수 있으나, 하나의 부품에 강성이 다른 두 가지 이상의 판재가 필요로 하는 복합강성 부품의 종류가 많지 않아 성장성이 제한적. 하이드로포밍 또한 개별 부품의 무게 절감에는 도움이 되나 강성 강화 효율이 낮아 그룹사가 요구하는 다양한 차체 부품을 가공해내기에 무리가 있음. 핫스탬핑은 무게 절감에 따른 연비 향상 효과와 강성 강화에 따른 안정성 증대 효과를 동시에 누릴 수 있으며, 하이스코는 그룹의 경량화 전략에 발맞춘 공격적인 핫스탬핑 생산능력 확대를 통해 높은 수준의 경량화 매출 성장을 누릴 수 있을 것으로 판단.

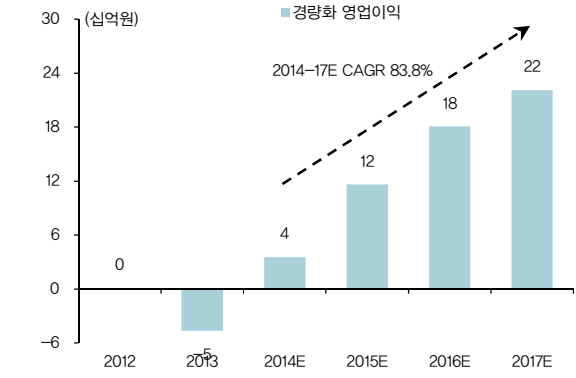
핫스탬핑 생산볼륨은 올해 360만매 수준에 그칠 것으로 예상되나, 현대차-기아차의 신모델 출시가 집중된 내년 이후에는 1) 국내 중심의 공급에서 해외 공급 확대, 2) D 세그먼트 (쏘나타, K5) 이상의 차종 중심의 공급에서 하위 세그먼트로의 공급 확대, 3) 핫스탬핑 공법을 활용한 부품 적용 범위를 기존의 6개에서 20개로의 확대를 통해 2018년 4천만매 이상의 생산이 예정된 상황. 이와 같은 공격적인 핫스탬핑 생산능력 확대를 통해 경량화 매출은 하이스코 세 개 사업부 중 가장 높은 매출 성장을 실현할 것으로 전망 (2014-17E 연평균 성장률 51.2%). 또한 영업이익의 경우, 1) 현재 60% 중반에 불과한 핫스탬핑 기존 공장 가동률이 내년부터 full ramp-up되는 효과와 2) 수익성이 좋은 수출 매출 확대 및 중국 매출 시작 (2015년 1월 천진 법인 가동)에 따른 Mix 개선 효과로 점진적 개선세를 지속할 것으로 판단되며, 2014-17E 연평균 성장률은 매출 성장률보다 높은 74.9%를 기록할 것으로 전망.

[그림 73] 공격적인 증설에 따른 매출 고성장 전망



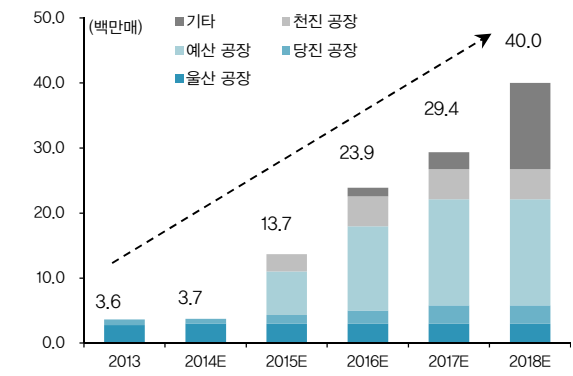
자료: 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 74] 수익성 개선효과로 이익 성장은 더 높을 것



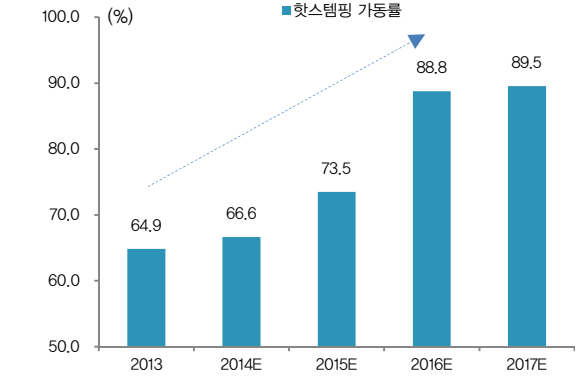
자료: 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 75] 18년까지 10배 이상 판매신장을 보일 핫스탬핑



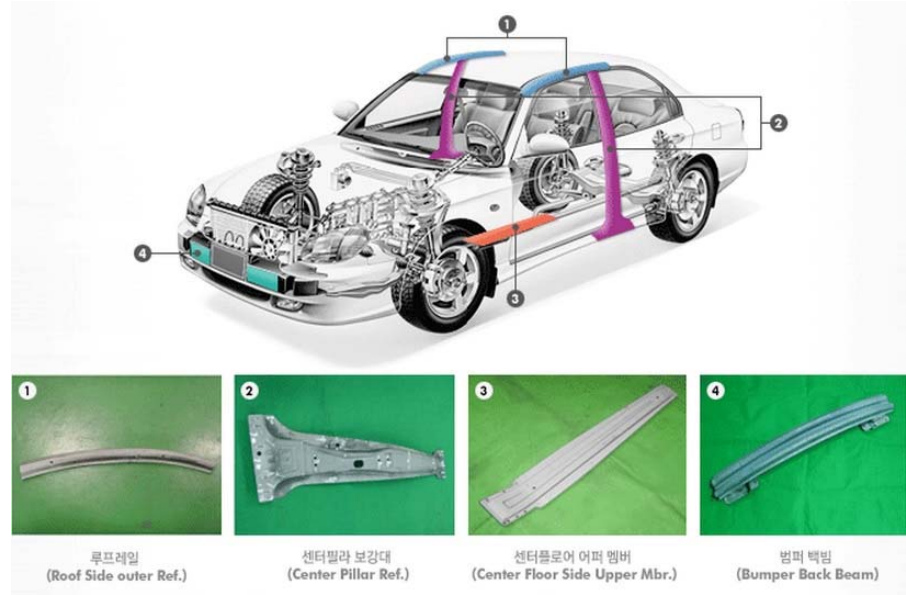
자료: 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 76] 핫스탬핑 가동률 증가로 수익성 개선 기여할 것



자료: 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 77] 핫스탬핑적용 부위, 기존 6개 파트에서 모델 당 최대 20개 파트까지 확대 적용



자료: 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터

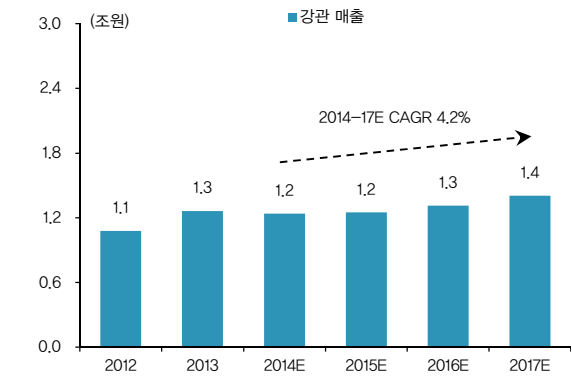


3. 강관 사업, 미국 반덤핑 규제에 따른 영향 제한적일 것

연간 120만톤 규모의 판매량 (울산공장 생산량 + 상품매입 판매량)을 유지하고 있는 강관 매출은 2015년까지 1.2조원 내외를 유지할 것으로 전망되며, 신 공장 (반덤핑 규제로 가격경쟁력 재고가 필요한 미국 시장 유력) 가동이 이루어질 2016년 이후 mid-single 수준의 성장률을 기록할 것으로 판단. 이에 따라 2014-17E 연평균 매출 성장률은 세 개 사업부 중 가장 낮은 4.3% 수준이 될 것으로 전망. 중장기 영업이익률은 1H14 3.5%에서 소폭 하향 조정된 3% 초반 수준을 지속할 것으로 추정. 이는 지난 8월 확정된 미국 유정용 강관 수출 반덤핑 관세 부과 (15.75%) 시작으로 가격 경쟁력 확보 과정에서의 다소간의 수익성 악화가 전망되기 때문. 다만, 1) 이미 현지업체 대비 하이스코의 가격경쟁력이 15% 이상이라는 점과, 2) 수출 경쟁업체인 중국 철강사에 대한 반덤핑 관세 폭이 10.53%에서 최대 55.21%까지 유지되고 있다는 점, 그리고 3) 미국 에너지 산업 호조 지속으로 유정용 강관 수요 전망이 밝다는 점 (RnR Market Research, 미국 유정용 강관 수요 2014-18E 연평균 8.2% 성장 전망)을 고려했을 때, 수익성 악화를 야기할 출혈경쟁은 제한적인 수준에 그칠 것으로 판단.

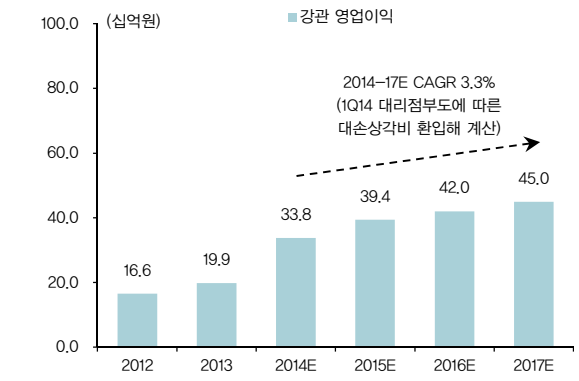
당사는 강관 매출의 낮은 성장과 수익성 감소가 해외 스틸서비스 및 경량화 성장을 통한 하이스코의 구조적 성장세에 유의미한 영향을 미치지 못할 것으로 판단. 이는 강관 사업의 매출과 이익이 제한적이거나 성장을 이어가고 있고, 세 사업부 중 수익성이 가장 낮은 강관 사업의 매출 비중 축소가 오히려 수익성 Mix 개선의 근거가 되기 때문.

[그림 78] 사업부 중 가장 낮은 매출성장 기록할 강관사업



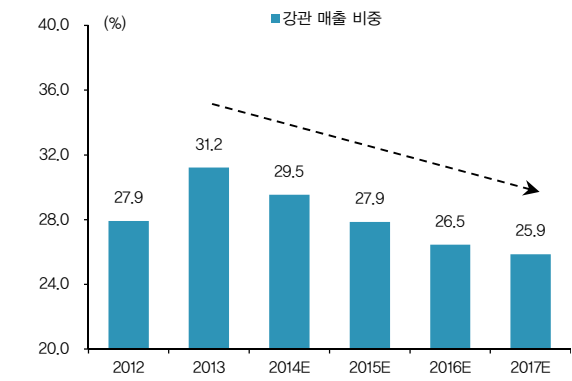
자료: 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 79] 반덤핑 이슈로 이익 성장률은 더 낮을 것



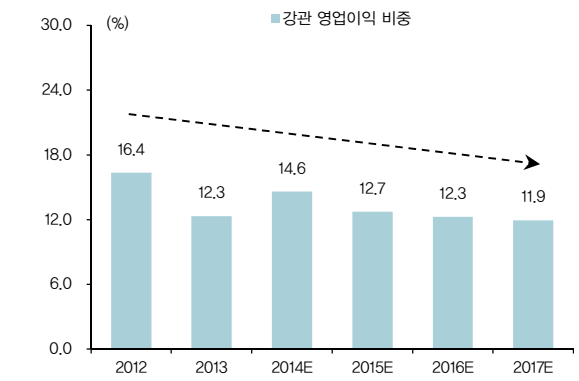
자료: 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 80] 연결매출 대비 강관 매출비중 지속 하락 전망



자료: 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 81] 저마진 강관 OP 비중 하락은 수익성 Mix 기여



자료: 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터

III. 보이는 것이 전부가 아니다, Seeking Alpha

1. 새롭게 제시된 2020년 매출 성장 가이드نس

2020년까지 연평균
매출성장 가이드نس
12.7% 제시

냉연사업 부문의 분할합병 작업이 마무리 단계에 있던 지난 2013년 12월, 하이스코는 2020년까지 해외 스틸서비스 및 경량화 사업의 높은 성장을 통해 8.6조원의 매출액을 달성할 것이라는 중장기 사업계획을 발표. 8.6조원의 매출액은 2014년 예상 매출액 4.2조 원보다 2.05배 많은 수치이며, 연평균 12.7% 성장률이 지속돼야 하는 공격적인 목표라는 점에서 실제 달성가능 여부에 대한 시장의 관심이 높은 상황.

사업 부문별 계획을 나누어 봤을 때, 2020년 매출 성장 가이드نس는 강관 사업이 현재 수준의 영업현황을 안정적으로 이어가는 가운데, 1) 핫스탬핑 부품의 적용 모델 및 적용 부위 확대에 힘입은 경량화 사업 매출의 초고속 성장과 2) 완성차 해외공장 생산능력 확대에 기인해 증설이 지속될 해외스틸서비스 매출의 지속적인 성장에 근거하고 있음.

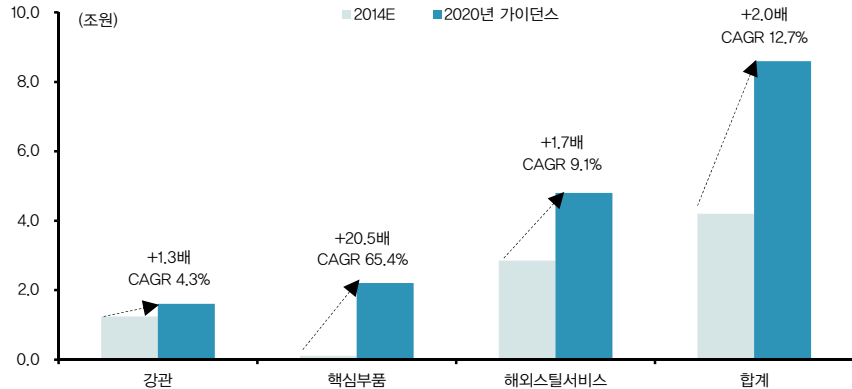
[사업 부문별 2020년 매출 계획]

해외 스틸서비스: 4.8조원 (2014년 대비 1.7배, 연평균 성장률 9.1%).

핵심부품 (경량화 및 연료전지): 2.2조원 (2014년 대비 20.5배, 연평균 성장률 65.4%).

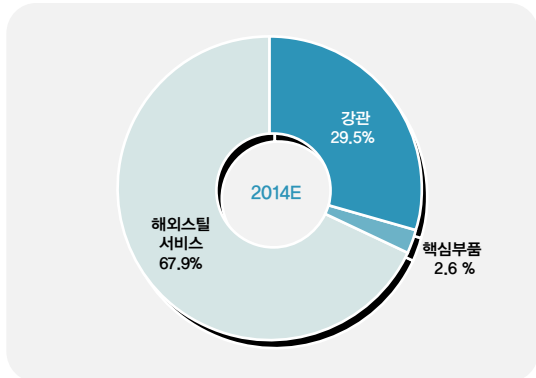
강관: 1.6조원 (2014년 대비 1.3배, 연평균 성장률 4.3%).

[그림 82] 하이스코 2020년까지 연평균 매출 성장률 12.7% 가이드نس 제시

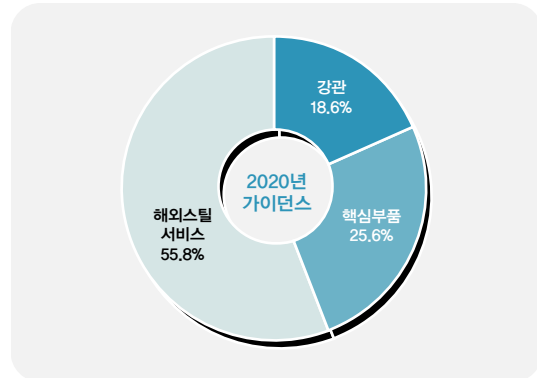


자료: 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 83] 이와 같은 높은 매출 성장 전망은 핵심부품 (경량화) 및 해외스틸서비스 매출의 고성장 지속에 근거하고 있음



자료: 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터

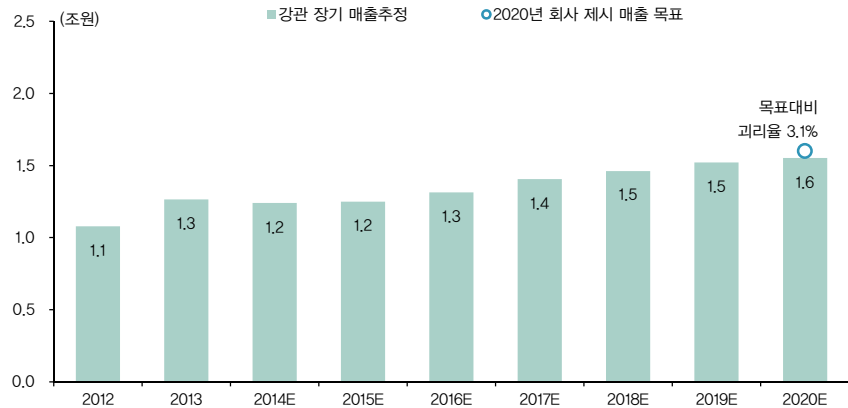


핫템핑 생산 CAPA
2014년 560만매에서
2020년 4,000만매
이상으로 확대 예정

2. 성장의 알파 제시될 경량화 사업, 장기 이익추정 컨센서스 우상향 전망

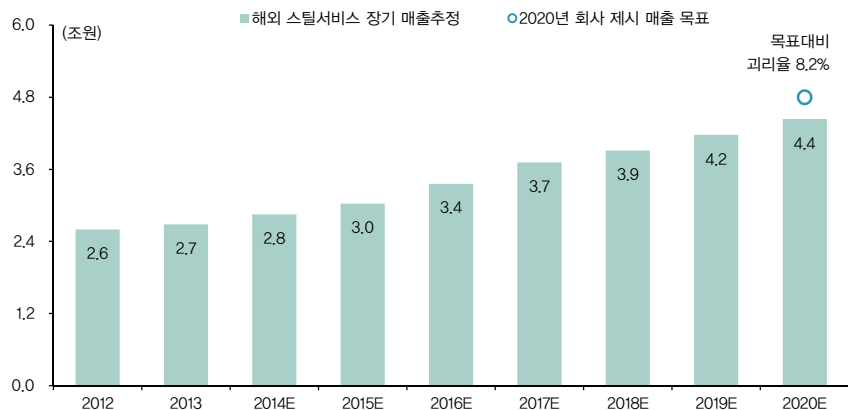
하이스코가 제시한 2020년 매출 가이드스 중 해외 스틸서비스와 강관 사업은 충분히 달성 가능한 수준이나, 경량화 사업은 현재 제시된 생산능력 증가 가이드스 만으로는 부족한 상황. 당사는 경량화 사업에서의 추가적인 성장동력 발현의 개연성이 높다고 판단하며, 해당 신규 성장동력 발현은 장기 이익추정 컨센서스의 지속적인 우상향으로 연결될 것.

[그림 84] 추가적인 해외 강관 공장 증설로 2020년 매출 가이드스 달성 무난할 전망



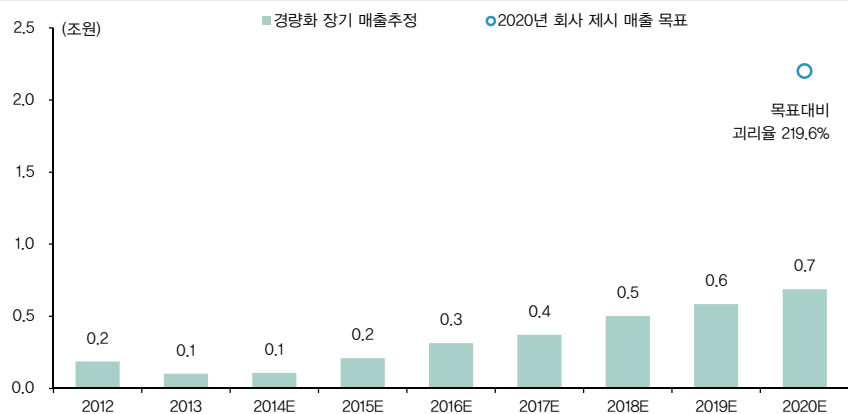
자료: 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 85] 완성차 해외공장 증설에 동행한 신규 법인 신설로 2020년 목표 달성 가능할 전망



자료: 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 86] 현재 제시된 공격적인 볼륨성장 불구, 2020년 매출 목표와 여전히 높은 괴리 존재



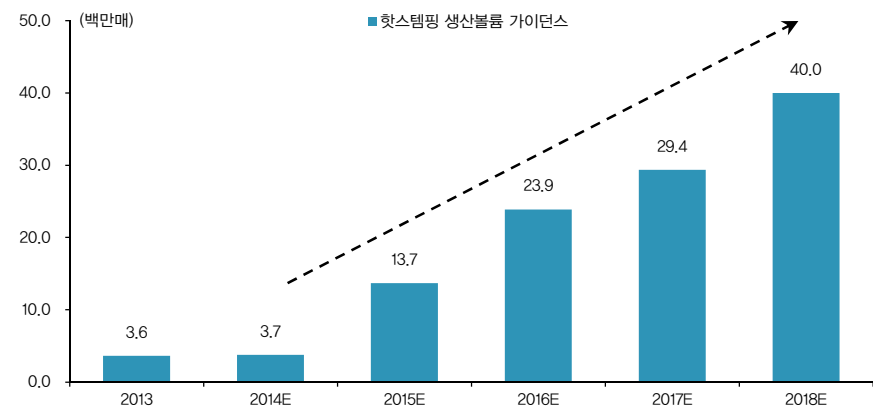
자료: 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터



현재 적용 부품 6개 기준 360만대의 핫스텝핑 생산능력은 완성차 볼륨을 기준으로 봤을 때, 약 60만대에 대한 공급을 의미. 회사의 가이던스에 따라 2018년까지 핫스텝핑 생산 능력이 4,000만대까지 늘어난다 하더라도 적용 부품 확대 (Max 20개)를 고려한 완성차 공급대수는 200만대에 불과. 2020년까지 완성차 판매볼륨이 1,000만대에 도달한다는 가정을 세웠을 때, 핫스텝핑을 통한 차체 경량화 공급점유율은 20% 수준이며, 자동차 판매 경쟁력 강화를 위해 연비 개선 및 차체 고강도화를 동시에 노려야 하는 현대차그룹 입장을 생각하면 해당 공급점유율은 반드시 그 이상의 수준에 도달할 것으로 전망됨.

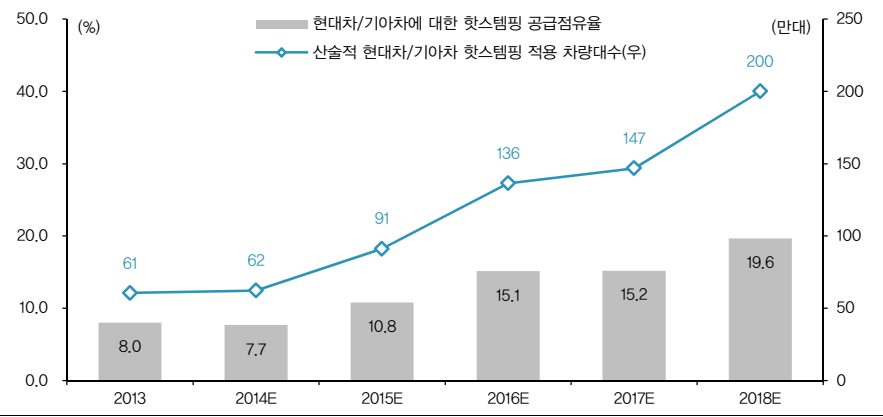
핫스텝핑을 생산하고 있는 타 업체들의 점유율이 존재함을 고려해 하이스코의 공급점유율이 최대 50%까지 늘어날 수 있다고 가정했을 때, 기존의 20% 가이던스에서 10% 늘어날 때마다 핫스텝핑 생산능력은 2,000만대 씩 증가할 수 있으며, 같은 맥락에서 매출 성장 여지는 매당 1만원 (현재 ASP 적용)의 ASP 기준 2,000억원씩 상향조정 가능.

[그림 87] 핫스텝핑 생산능력 확대가 예상되는 상황이나...



자료: 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 88] ...완성차에 대한 공급점유율은 여전히 낮은 수준이며, 추가적인 생산능력 확대 가능

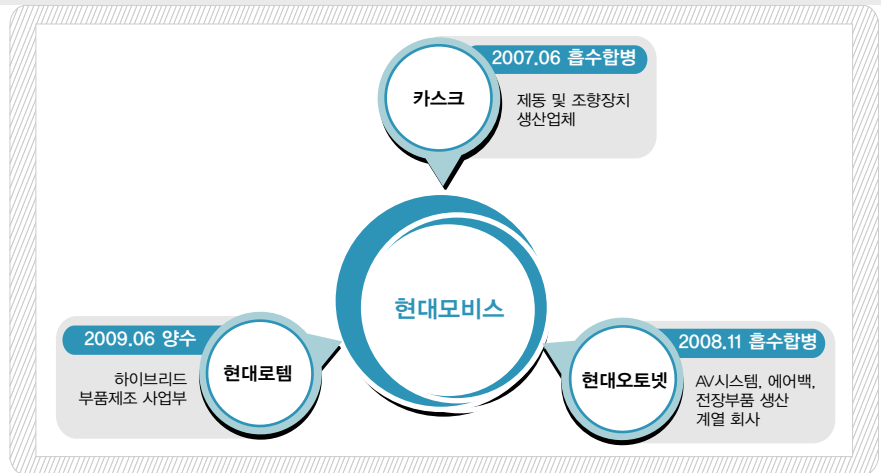


자료: 하이스코, 현대차, 기아차, 메리츠증권증권 리서치센터

과거 모비스가 자동차용 핵심부품 개발 및 생산능력을 강화했던 시기에 1) 제동 및 조향장치 생산업체인 카스코 인수 (2007년 6월), 2) AV시스템 (네비게이션, 오디오), 에어백, 전장부품 생산업체인 그룹 내 계열사 현대오토넷 합병 (2008년 11월), 3) 현대로템의 HEV 사업부 양수 (2009년 6월)를 통해 개발 역량 강화 및 그룹 내 유관 핵심부품 사업 통합 과정을 겪었던 것은 현재의 하이스코에게 있어서 추가적인 성장 여지가 마련되어 있는 근거.

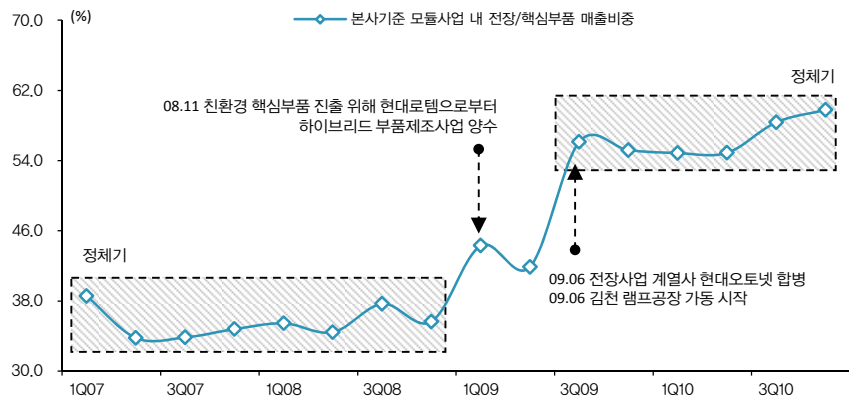
만약 하이스코가 경량화 관련 기업의 인수합병에 나선다거나, 그룹 내 경량화 유관 사업의 집중 과정 (모비스가 연구개발 중인 알루미늄, 마그네슘 등 소재 분야에서의 경량화)의 수혜를 누리게 된다면 이는 또 하나의 성장 발판이 될 수 있을 것.

[그림 89] 2000년대 후반 모비스, 핵심부품 유관 사업 인수합병 및 그룹 내 사업통합 진행



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 90] 이를 통해 핵심부품 매출비중 급격히 상승



자료: 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터



IV. 밸류에이션 및 목표주가

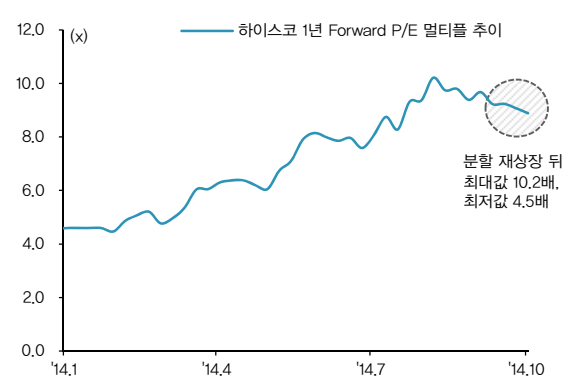
2020년까지 연평균
매출성장 가이드선스
12.7% 제시

하이스코에 대해 목표주가 106,000원, 투자의견 Buy를 제시하며 커버리지를 개시. 당사의 목표주가 106,000원은 전일 종가 대비 30%의 상승 여력이 있음. 목표주가 산정은 PER 밸류에이션을 사용하였으며, 이는 하이스코의 향후 주가 드라이버가 계열 부품사로서 신 성장동력 발현에 따른 구조적 이익 성장세 지속이기 때문.

목표주가 산정을 위한 목표 PER은 과거 모비스가 계열 부품사로서 1차 Cash-cow 사업과 2차 핵심부품 공급점유율 확대 성장기를 지속하던 시기 (2006년 2월)의 역사적 최대 밸류에이션 값 12.2배를 적용. 당사는 현 시점에서 하이스코가 지니고 있는 성장 잠재력이 과거 2003-2005년과 2008년-2011년 모비스가 기록한 성장 스토리와 같은 방향성을 지니고 있다고 판단. 향후 경량화 사업분야에서 관련 사업의 인수합병이나 그룹 내 다른 계열사의 경량화 사업을 흡수하게 된다면, 추가적인 밸류에이션 확대 가능성도 발현 또한 가능할 것.

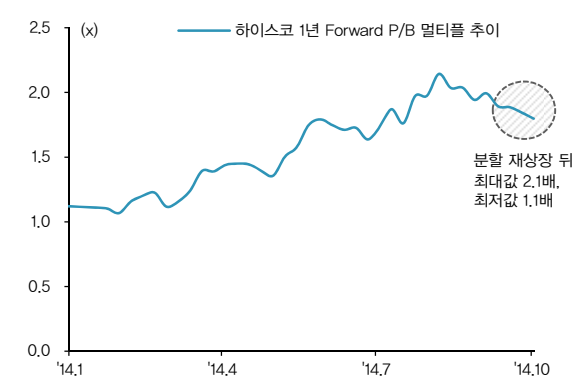
글로벌 자동차 부품 Peer group과의 비교에서도 하이스코의 2014-16E (17년 이익추정치 존재하지 않는 부품사 존재하여 2014-16E로 비교)의 EPS 연평균 성장률 (14년 상반기 냉연 미실현이익 제거 기준)은 14.7%인 가운데 Peer group 평균은 국내 Peer의 경우 7.2%이며 해외 Peer는 9.7%에 불과. 반면 2015년 기준 PER은 하이스코가 전일 종가 기준 9.1배에 거래되고 있으며, 글로벌 Peer group 평균은 12.3배에 거래되고 있어 밸류에이션 매력 존재한다고 판단.

[그림 91] 분할 재상장 뒤 1yr forward P/E 추이



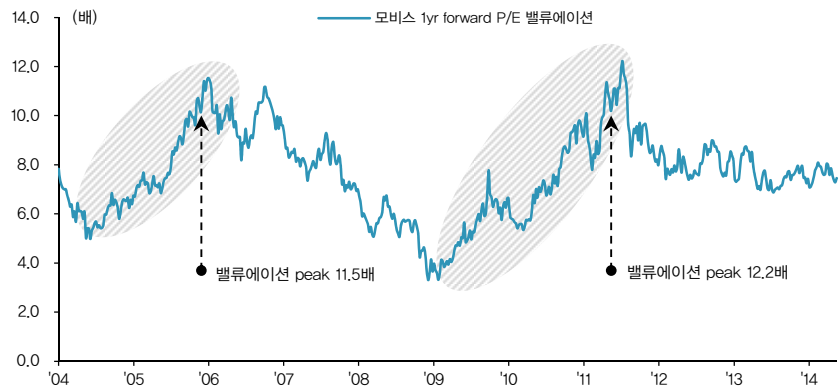
자료: Bloomberg, 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 92] 분할 재상장 뒤 1yr forward P/B 추이



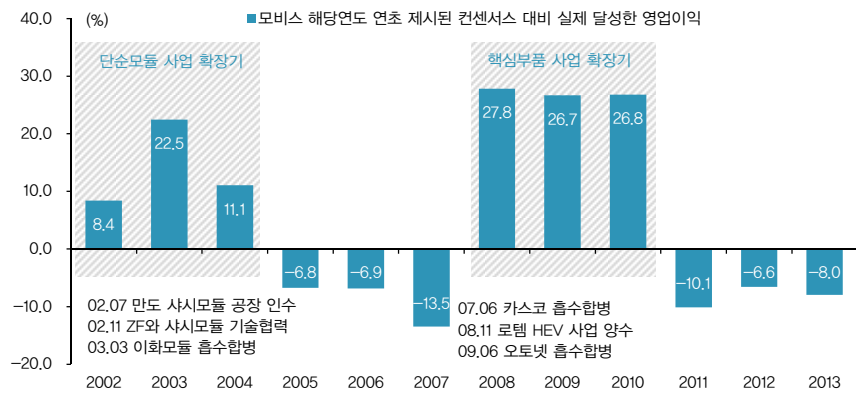
자료: Bloomberg, 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 93] 2000년대 두 번의 밸류에이션 상승기를 경험한 모비스



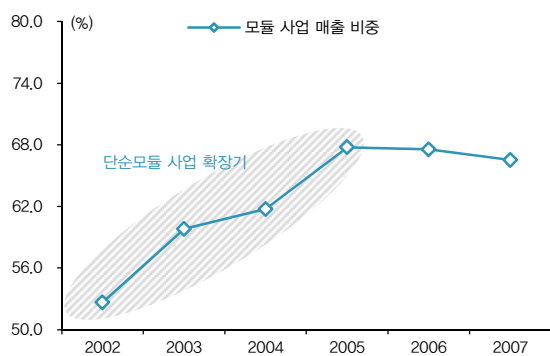
자료: Bloomberg, 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 94] 그 배경은 그룹 차원의 사업 역량 강화를 통한 시장 기대치 이상의 실적 달성



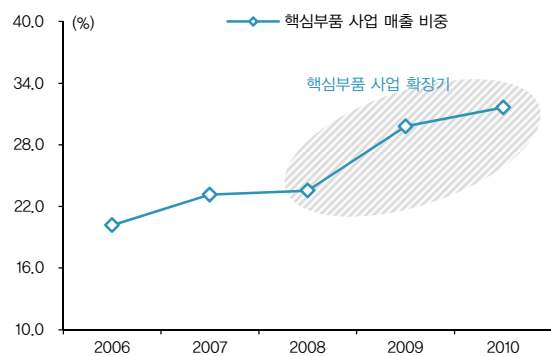
자료: Bloomberg, 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 95] 2000년대 초반 단순모듈 사업 매출 비중 상승



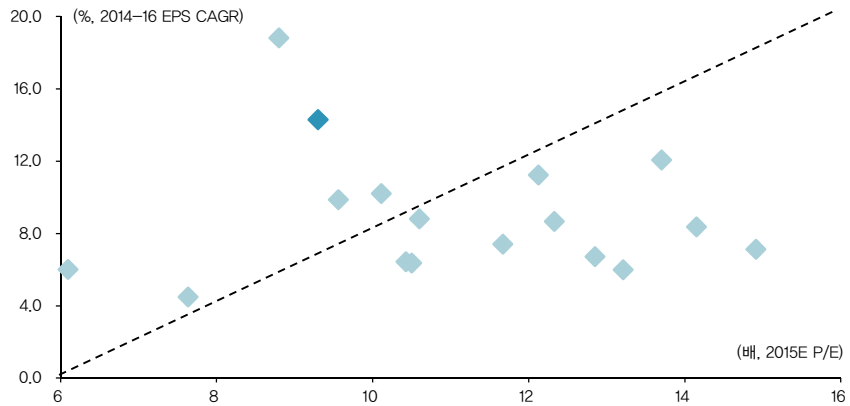
자료: 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 96] 2000년대 후반 핵심부품 사업 매출 비중 상승



자료: 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 97] 글로벌 Peer 비교: 이익성장률 대비 P/E 밸류에이션 매력도 우위에 있음



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

[표 9] 글로벌 Peer 대비 밸류에이션 매력 존재

회사명	주가 (현지통화)	시가총액 (백만달러)	2014E					2015E				
			PER (배)	PBR (배)	순이익률 (%)	EPS 성장률 (%)	ROE (%)	PER (배)	PBR (배)	순이익률 (%)	EPS 성장률 (%)	ROE (%)
현대하이스코	80,900	1,726	8.9	2.6	7.4	n.a	26.9	9.3	2.2	7.2	15.2	21.1
현대위아	209,500	5,043	12.1	2.1	7.7	7.0	18.3	10.6	1.8	6.4	13.5	18.6
현대모비스	241,000	21,948	6.5	1.0	5.0	4.8	16.4	6.1	0.9	4.3	7.8	15.3
만도	56,800	457	10.9	1.3	6.1	27.4	12.5	8.8	1.2	5.3	23.7	13.8
한라비스테온공조	50,700	5,064	16.4	3.2	9.1	11.6	20.9	14.1	2.8	8.2	15.7	20.8
에스엘	20,850	661	8.2	1.0	6.5	17.7	12.3	7.6	0.9	6.1	7.5	11.8
Denso	4,951	39,962	14.3	1.4	6.4	53.1	9.9	12.9	1.3	5.9	11.1	10.3
Aisin Seiki	3,920	10,546	11.6	1.0	4.1	23.0	9.2	10.5	1.0	3.8	10.3	9.6
Toyota Boshoku	1,117	1,914	14.4	1.0	3.7	-8.9	6.8	12.3	0.9	3.4	16.6	7.7
Toyota Industries	5,150	15,321	14.3	0.9	9.8	111.1	6.2	13.2	0.8	9.2	8.4	6.3
Valeo	85	8,500	11.8	2.4	5.1	27.1	20.6	10.1	2.0	4.6	16.3	20.7
Continental	149	37,419	11.5	2.7	6.5	34.5	25.0	10.4	2.2	5.9	10.7	22.9
Borgwarner	54	12,394	16.2	3.0	9.0	22.9	19.9	13.7	2.6	7.9	18.0	20.8
Honeywell	92	71,767	16.6	3.7	9.5	11.0	23.1	14.9	3.2	8.8	11.1	22.7
Johnson Controls	45	29,853	14.2	2.3	10.0	84.1	16.9	12.1	2.1	8.9	16.7	18.3
Magna	96	20,368	11.1	2.2	5.9	26.5	19.9	9.6	2.0	5.4	16.0	20.1
TRW	102	11,327	13.1	2.5	6.8	-5.7	20.3	11.7	2.0	6.2	12.1	19.3
글로벌 평균			12.6	2.0	7.0	24.6	16.8	11.1	1.7	6.3	12.8	16.7

참고: 하이스코의 2015년 EPS 성장률은 2014년 발생하는 일회성 냉연사업 미실현이익을 제거한 값
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

IV. 3Q14 실적 Preview

기대치에 부합한
3Q14 실적 달성 전
망

3Q14 매출 1.00조원 (2013년 12월 사업구조 변경으로 y-y 성장률 사전적 계산 불가), 영업이익 677억원, 영업이익률 6.8%로 시장 기대치에 부합하는 분기 실적을 기록할 것으로 전망.

사업부별로는 아직은 완성차 국내공장 생산모델 중심의 사업구조를 갖고 있는 경량화 사업이 지난 8-9월 진행된 파업 영향으로 공급물량 축소에 따른 매출 감소 (q-q)와 가동률 하락에 따른 수익성 감소 (q-q)를 기록할 것으로 예상되며, 반덤핑 규제 시작 우려에 따라 2Q14 선제적인 선적을 발생시켰던 강관 사업 또한 매출 규모가 감소 (q-q)할 것으로 전망. 다만, 해외 스틸서비스는 완성차 해외공장 생산부품 증가세 지속과 중국 생산부품 비중 증가에 힘입어 매출 성장세와 고 마진 추세를 지속할 것.

[표 10] 하이스코 3Q14 Preview: 시장 기대치에 부합하는 분기 실적 달성할 것으로 전망

(십억원, %)	3Q13	2Q14	3Q14E				
			y-y	q-q	메리츠	차이	컨센서스
매출액	n.a	1,063		-6.0	1,000	-2.5	1,025
영업이익	n.a	93		-27.4	68	0.8	67
세전이익	n.a	84		-28.3	60	-0.1	60
순이익	n.a	60		-29.8	42	-3.9	44
영업이익률		8.8			6.8		6.6
세전이익률		7.9			6.0		5.9
순이익률		5.6			4.2		4.3

자료: Bloomberg, 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터

[표 11] 하이스코 연간 실적 전망

(십억원, %)	2014E			2015E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	4,196	4,229	-0.8	4,487	4,444	1.0
영업이익	330	331	-0.4	310	298	3.8
세전이익	301	305	-1.1	285	283	0.7
순이익	207	212	-2.3	198	200	-0.6
영업이익률	7.9	7.8	0.0ppt	6.9	6.7	0.2ppt
세전이익률	7.2	7.2	0.0ppt	6.4	6.4	0.0ppt
순이익률	4.9	5.0	-0.1ppt	4.4	4.5	-0.1ppt

자료: Bloomberg, 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터

[표 12] 하이스코 분기 및 연간실적 Snapshot

(십억원, %)	1Q14	2Q14	3Q14E	4Q14E	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q15E	2014E	2015E	2016E
연결 매출	1,067	1,063	1,000	1,045	1,105	1,153	1,077	1,153	4,196	4,487	4,986
강관	323	351	269	297	323	336	281	309	1,239	1,250	1,312
경량화	26	30	24	27	34	52	58	66	107	209	314
해외 스틸	718	682	706	722	748	766	737	778	2,849	3,028	3,360
영업이익	97	93	68	72	75	80	75	80	273	310	345
강관	-3	20	8	9	10	11	8	10	34	39	42
경량화	-1	2	1	2	2	3	4	4	4	12	19
해외 스틸	60	57	57	61	63	66	63	66	235	258	284
	41	14	2								
세전이익	91	84	60	66	67	74	70	74	301	285	323
지배주주 순이익	60	60	42	46	47	51	48	52	207	198	225
영업이익률	9.1	8.8	6.8	6.8	6.8	6.9	7.0	6.9	6.5	6.9	6.9
강관	-0.9	5.6	3.0	3.0	3.0	3.3	3.0	3.3	2.7	3.2	3.2
경량화	-4.4	8.0	6.0	6.0	5.0	6.0	6.0	6.0	4.0	5.8	6.0
해외 스틸	8.4	8.4	8.0	8.5	8.5	8.6	8.6	8.5	8.3	8.5	8.5
세전이익률	8.6	7.9	6.0	6.3	6.1	6.4	6.5	6.4	7.2	6.4	6.5
지배주주 순이익률	5.6	5.6	4.2	4.4	4.2	4.5	4.5	4.5	4.9	4.4	4.5
(y-y 성장률)											
연결 매출	4.8	2.5			3.6	8.4	7.7	10.3		6.9	11.1
강관	-2.5	6.0			0.1	-4.3	4.7	4.3		0.8	5.0
경량화	-14.4	23.5			29.7	71.2	139.6	144.3		95.0	50.1
해외 스틸	9.3	0.0			4.2	12.2	4.3	7.7		6.3	11.0
영업이익	130.2	106.4			-23.2	-14.3	11.1	11.7		13.4	11.4
강관	적자전환	81.0			흑자전환	-43.5	4.7	14.7		16.8	6.5
경량화	적자전환	흑자전환			흑자전환	28.4	139.6	144.3		182.2	55.2
해외 스틸	108.0	62.2			4.8	14.9	12.0	7.7		9.8	10.1
세전이익	164.4	159.4			-26.1	-12.2	15.3	13.3		-5.4	13.4
지배주주 순이익	156.4	136.9			-22.0	-13.9	15.3	13.3		-4.4	13.5

자료: 하이스코, 메리츠증권증권 리서치센터

Income Statement

(억원)	2014E	2015E	2016E	2017E
매출액	41,960	44,873	49,864	54,889
매출원가	36,754	39,961	44,196	48,631
매출총이익	5,206	4,912	5,667	6,258
판매비와관리비	1,702	1,813	2,214	2,436
기타손익				
영업이익	3,504	3,099	3,453	3,823
금융수익	-93	-19	0	0
중속/관계기업관련손익	-61	-60	-60	-60
기타영업외손익	-336	-169	-159	-165
세전계속사업이익	3,013	2,851	3,234	3,598
법인세비용	927	855	970	1,079
당기순이익	2,086	1,996	2,264	2,519
지배주주지분 순이익	2,074	1,983	2,250	2,504

Statement of Cash Flow

(억원)	2014E	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	1,816	2,382	2,273	704
당기순이익(손실)	881	1,996	2,264	2,519
유형자산감가상각비	486	529	569	606
무형자산상각비	15	15	15	15
운전자본의 증감	-641	-556	-975	-2,830
투자활동 현금흐름	-2,208	-2,107	-1,884	-853
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,000	-1,500	-1,500	-1,500
투자자산의 감소(증가)	-142	0	0	0
재무활동 현금흐름	2,000	154	165	-68
차입금증감	516	0	0	0
자본의증가	0	0	1	2
현금의증가	1,558	429	554	-217
기초현금	750	2,308	2,737	3,291
기말현금	2,308	2,737	3,291	3,074

Balance Sheet

(억원)	2014E	2015E	2016E	2017E
유동자산	16,771	18,303	20,717	24,033
현금및현금성자산	2,308	2,737	3,291	3,074
매출채권	6,385	6,738	7,388	9,880
채고자산	7,553	8,122	9,075	10,045
비유동자산	9,058	9,825	10,964	11,854
유형자산	5,439	5,980	6,489	6,968
무형자산	120	120	120	120
투자자산	3,147	3,365	3,989	4,391
자산총계	25,829	28,128	31,681	35,887
유동부채	10,939	11,113	12,257	13,974
매입채무	4,516	4,829	5,366	5,907
단기차입금	4,599	4,599	4,599	4,599
유동성장기부채	432	432	432	432
비유동부채	6,461	6,659	6,872	6,842
사채	1,593	1,593	1,593	1,593
장기차입금	4,444	4,666	4,900	4,900
부채총계	17,400	17,772	19,129	20,817
자본금	1,140	1,140	1,140	1,140
자본잉여금	2,403	2,403	2,403	2,403
기타포괄이익누계액				
이익잉여금	6,464	8,391	10,587	13,105
비지배주주지분	-800	-800	-800	-800
자본총계	8,429	10,356	12,552	15,070

Key Financial Data

(원,%,배)	2014E	2015E	2016E	2017E
주당데이터(원)				
SPS	183,973	196,742	218,624	240,658
EPS	9,095	8,696	9,867	10,977
CFPS	10,119	12,001	14,429	13,477
EBITDAPS	16,657	15,973	17,700	19,482
BPS	36,958	45,407	55,033	66,075
DPS	300	300	300	300
배당수익률(%)				
Valuation(Multiple)				
PER	8.9	9.3	8.2	7.4
PCR	7.2	7.3	6.5	5.9
PSR	0.4	0.4	0.4	0.3
PBR	2.2	1.8	1.5	1.2
EBITDA	3,799	3,643	4,037	4,443
EV/EBITDA	7.2	7.4	6.6	6.0
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	26.9	21.1	19.6	18.1
EBITDA이익률	2.2	2.1	3.1	4.1
부채비율	206.4	171.6	152.4	138.1
금융비용부담률	0.6	0.6	0.5	0.5
이자보상배율(x)	13.7	11.8	12.9	14.3
매출채권회전율(x)	6.6	6.8	7.1	6.4
재고자산회전율(x)	5.8	5.7	5.8	5.7

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2014년 10월 7일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2014년 10월 7일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2014년 10월 7일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김준성)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항

1. 종목추천관련 투자등급(추천기준일 증가대비 4등급)

→아래 종목투자조건은 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Strong Buy : 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- Buy : 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만.
- Hold : 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만.
- Reduce : 추천기준일 증가대비 +5%미만.

2. 산업추천관련 투자등급(추천기준일 시장지수대비 3등급)

→아래 산업투자조건은 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천하는 것.

- 비중확대(Overweight) / 중립(Neutral) / 비중축소(Underweight)

현대위아(011210)의 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료의 형식	투자조건	목표주가	담당자	주가 및 목표주가 변동추이
2014.05.21	기업분석	Buy	230,000원	김준성	
2014.07.01	기업브리프	Buy	230,000원	김준성	
2014.07.03	기업브리프	Buy	230,000원	김준성	
2014.07.27	기업브리프	Buy	230,000원	김준성	
2014.08.20	기업브리프	Buy	255,000원	김준성	
2014.08.28	기업브리프	Buy	255,000원	김준성	
2014.10.07	산업분석	Buy	265,000원	김준성	

현대하이스코(010520)의 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료의 형식	투자조건	목표주가	담당자	주가 및 목표주가 변동추이
2014.10.07	산업분석	Buy	106,000원	김준성	