

2010년 5월 1일

평화정공 (043370)

BUY

자동차의 시작과 끝, Door 부품 전문 제조회사

v. 고객 다각화를 통해 세계적 부품업체로!

바야흐로 자동차 부품의 글로벌 소싱 시대가 도래했다. 이에 발맞춰 동사는 GM, Nissan, Peugeot 등 세계 유수의 기업에 납품하고 있고, 현재 BMW, 폭스바겐 등과 계약을 추진 중에 있다. 매출의 현대차그룹 의존도를 줄임과 동시에 해외 완성차 업체에 대한 납품실적을 통해 세계적 부품업체로 거듭날 것이다.

v. 본격적인 이익 창출의 시기!

동사는 지분율 100%의 자회사(해외 생산시설)를 현대 자동차가 진출한 중국, 인도, 체코 등 시장성 있는 국가에 가지고 있다. 자회사들이 설비를 본격적으로 가동함에 따라 지분법 이익이 영업이익에 근접할 정도로 빠르게 성장하고 있으며 자회사들이 지불하는 수수료 수익도 가파르게 상승하고 있다. 또한 고정원가 비중이 높은 특성상 매출 증대와 함께 수익성도 빠르게 개선되고 있으며 기술력 향상으로 로열티 지불 또한 점차 감소하는 추세이다.

v. 달리는 자동차에 문짝을 설치하라.

자동차 시장은 신흥시장을 중심으로 점차 회복되고 있다. 무엇보다 동사의 주 납품처인 현대차그룹은 경기침체를 계기로 'Value Car'로 인정받으며 빠르게 성장하고 있다. 현대차그룹의 성장은 곧 동사의 성장이다.

v CR(Cost Reduction)에서 CI(Cost Innovation)으로.

기존 국내의 자동차 부품업체들은 완성차 업체들의 CR(가격인하)압박에 일정 수준 이상의 이득을 내기 힘들었다. 하지만 지금은 전방시장의 호황과 동사의 경쟁력 강화로 CI(상호합의하에 가격 인하)로의 변화가 일어나고 있다.



적정주가:

13,560원

현재주가:

9,400원 (4/30 기준)

상승여력: 44%

시가총액 1,974억원

ROE 20.7%

ROA 12.41%

영업이익률 4.7%

배당수익률 1.28%

P/E Ratio 5.4

P/B Ratio 1.0

주요주주:

평화크래치공업(주) 56.74%

외 3인

SMIC 리서치 4팀

팀장 이찬우

팀원 김서윤

심미경

원철진

최강휘

I. Preview: 평화정공 소개

1. 기업 소개

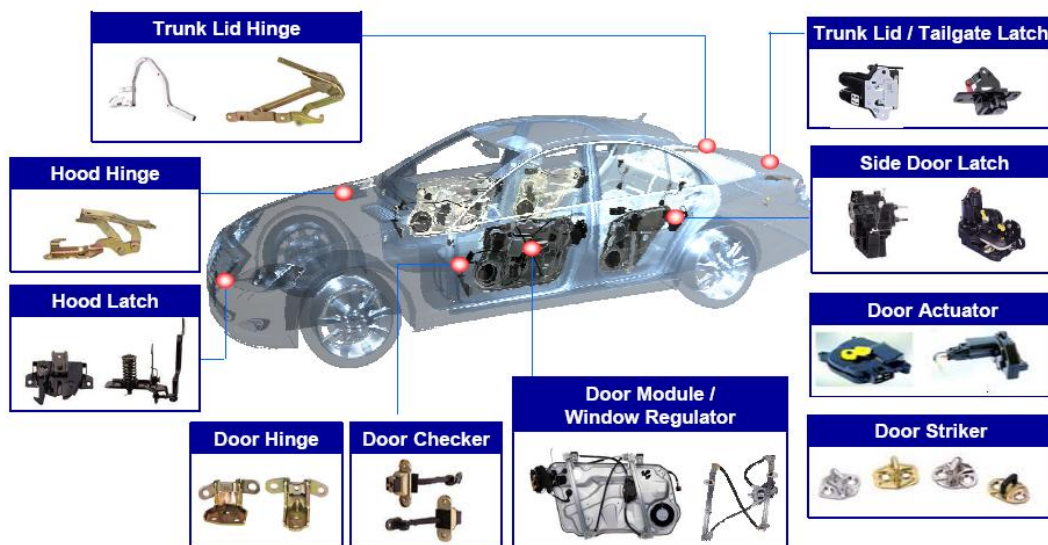
국내 1위의 도어 무빙
파트 전문 생산 기업

동사는 1985년 설립된 국내 점유율 1위의 자동차 도어 무빙파트 전문제조 업체로, 래치(LATCH, 39.1%), 도어 모듈(MODULE, 45.2%), 스트라이커(STRIKER, 2.8%), 힌지(HINGE, 9.7%), 도어체커(DOOR CHECKER, 기타 부품과 함께 3.2%)를 생산하고 있으며 높은 기술력을 바탕으로 고품질, 저가격의 제품을 국내 외 완성차 업계에 공급하고 있다.

사업장 현황

동사는 국내에 본사(대구), 이현공장(대구), 성서공장(대구), 아산공장(충남 아산), 울산공장 5개의 P공장과 본사 연구소(대구), 수원기술연구소 2개의 연구소를 운영하고 있다. 그리고 해외에는 PHA India(인도 첸나이, 1997년 설립), 평화정공 기차배건 유한공장(중국 강송성, 2002년 설립), 평화정공 기차부건 유한공사(중국 북경, 2005년 설립), ArvinMeritor-PHA Door System s.r.o(슬로바키아 질리나, 2005년 설립), PHA Czech s.r.o(체코 체스키테신, 2007년 설립) 5개의 공장을 운영하고 있다.

그림1 . 동사의 제품



출처: 기업설명회 자료

1.1 제품소개

도어 래치는 고객의
안전에 직결된 중요한
부품이다.

1991년 GM사의 SUV차량의 사고가 있었다. 사고 시 문이 열려 운전자가 안전벨트와 함께 차 밖으로 튕겨나갔고 하반신이 마비되는 중상을 입었다. 1978년부터 10년 동안 매년 18,000건이나 사고 시 문이 열렸고, 모두 112명이 사망했다. 리콜을 하지 않고 배상금/벌금/합의금으로 대처했던 GM는 1996년까지 55건의 소송을 통해 화해비용으로 무려 약 7조 5,000억원을 썼다. 자동차의 문을 열리지 않게 고정시켜주는 장치를 도어 래치(Door Latch)라고 한다. 이는 단순히 자동차의 도어를 여닫는 메커니즘을 수행하는

역할을 넘어서 인명에 직접적으로 관계가 되므로 보안부품으로 별도 지정되어 특별관리 되고 있는 아주 중요한 부품이다.

표 1. 도어래치 불량으로 인한 사고사례

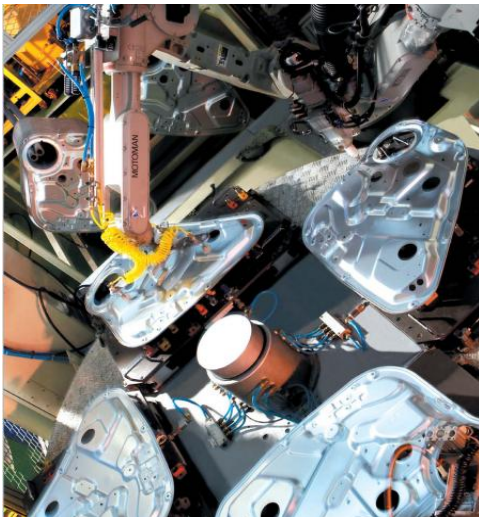
시기	업체	내용
1990년대	GM	SUV 차량 도어래치 불량으로 대규모 소송
2004년	포드/MI	도어 래치 결함으로 인명사고나 심각한 부상 유발, 집단 소송
2004년	EU	미국, 일본, 중국 EU 등 21개국 차량 도어 래치에 대한 기준 강화
2006년	포드	추운 날씨에 도어래치 매커니즘이 얼어 주행 중 자동으로 문이 열릴 위험/ 리콜

출처: 실패 100선, 업계자료, Research Team 4

래치에서 모듈로

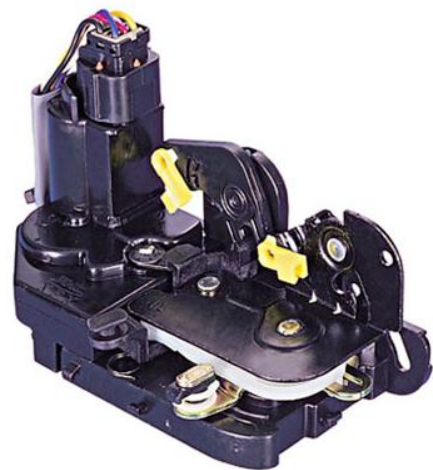
과거 완성차 업체들이 개별부품들을 직접 조립했으나, 최근에는 시간절약을 위해 모듈화된 부품의 조합을 벤더로부터 납품 받아 제조하려는 경향이 늘고 있다. 이에 따라 도어 모듈의 핵심이라 할 수 있는 래치를 생산하는 동사는 자연스럽게 도어 모듈생산까지 가능하게 되었다. 초기에는 래치 외의 부품구입을 위한 비용이 상승하고 모듈기술을 도입하느라 마진이 하락하고 외형만 커지는 현상이 일어났다. 하지만, 동사가 생산하는 힌지, 스트라이커 등을 주요 모델에 정착시켰고 점차 도어모듈 기술도 확보해감에 따라 부품기업으로서 입지가 강화되었다.

그림 2. 평화정공의 제조 라인



출처: 평화정공

그림 3. 도어 래치



출처: 평화정공

도어로 고객의 마음을 흔든다?

자동차를 탈 때 가장 먼저 손이 닿는 곳, 그리고 운전대 다음으로 빈번하게 손이 닿는 곳이 바로 도어의 손잡이다. 문을 열 때의 고객에게 어떤 느낌을 전달하느냐는 그래서 중요하다. 도어를 열 때의 느낌을 결정짓는 래치는 그래서 감성 부품이라 할 수 있다. 앞서 언급한 안전상의 이유와 함께, 해외 자동차 업체들이 간간하게 공급업체를 고를 수 밖에 없는 이유이다.

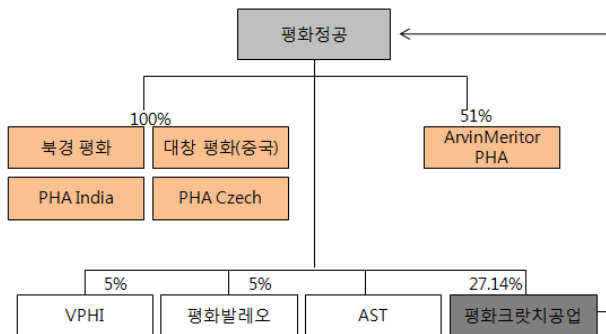
래치 생산을 위한 진입장벽은 의외로 높다

래치는 스프링, 사출품, 소형모터 등의 작은 부품들을 어셈블리한 형태로 이를 제조하기 위해서는 설계와 조립기술이 요구된다. 진입장벽은 제조에 있는 것이 아니라 '얼마나 효율적으로 생산할 수 있느냐'에 있다. 수 많은 부품들을 설계에 따라 조립 생산을 위해 많은 인건비가 소요되는데, 이를 자동화하는 것 또한 만만치 않다. 인건비를 절약하고, 높은 수준의 설비 자동화 수준을 갖추지 못하면 쉽게 래치 생산에 뛰어들 수 없다. 또한 래치의 설계권한과 관련 특허 역시 진입장벽이다.

자동화된 라인설비에 나오는 높은 생산성은 세계 으뜸이다.

동사는 무수한 시행착오를 거쳐 자동화를 이름으로써 현장인원을 크게 줄였고, 이 라인설비는 높은 생산성을 창출해낸다. 비록, 글로벌 도어래치 업체에 비해서 품질은 다소 부족하지만 제조능력이 월등하기 때문에 다수의 기술이전 제의를 받고 있다. 또한 도어와 잠금장치에 관한 특허만 약 70여 개를 보유하고 있다.

그림 4. 지배구조 및 지분구조



출처: 평화정공, Research Team 4

참고: 중간의 5개는 해외공장(법인)

표 2. 신제품 수주현황 및 특징

신제품	수주업체/ 예상수주	특징
파워시스템(도어)	BH(오퍼러스 후속)/ VF(YF 유럽)	문과 트렁크를 닫아주는 기능
파워시스템(트렁크)	현대/기아차 고급차/ 푸조(2011년)	
액티브후드 시스템	DM(싼타페)	정면 충돌 시 후드가 올라감

출처: 평화정공, IR, Research Team 4

신제품은? 래치와 도어 모듈 그 이상도 있다

래치는 도어 모듈뿐만 아니라 자동차의 다른 잠금장치와 관련된 부분에 광범위하게 사용될 수 있다. 문과 트렁크를 자동으로 닫아주는 파워시스템과 액티브후드가 바로 그것이다. 국내에는 뚜렷한 경쟁자가 없는 가운데 수입제품 대비 가격 경쟁력과 기능 경쟁력 측면으로 볼 때 충분히 보편화될 가능성은 있다고 본다. 또한 2013년부터 충돌테스트 최고등급을 받으려면 액티브후드 시스템이 필수적으로 있어야 된다는 점도 동사 신제품의 성장가능성을 더한다.

캐파증설을 통한 확장에 무리가 없다

2009년 기준으로 국내 공장의 가동률은 92.6%로 소폭하락하고 있으나 해외 생산비중이 증가함에 따라 캐파 증설이 크게 요구되어지지 않는다. 해외법인의 경우, 최근 가동을 시작한 체코와 슬로바키아 공장을 제외하고는 90% 이상의 가동률을 보이고 있어 캐파 증설이 요구된다. 북경 공장의 경우 12월말에 증축이 완료되므로 앞으로 고객사의 물량을 소화하는데 무리가 없을 것이라 본다. 주목할 점은 해외공장의 경우 대부분 대지 면적이 건물의 두 배정도로 캐파 증설이 쉽고 기계설비와 건물을 갖추는데 많은 비용이 소모되는 것이 아니다. 또한 미국에 신규법인을 하나 더 만들 가능성도 점쳐진다.

이는 최근까지 해외법인 설립하면서 너무나 많은 투자를 했기에 미국진출은 사실상 무리였으나 지금은 투자 회수기라 부담이 없다는 점에서 긍정적으로 볼 수 있다.

1.2 고객은? 고객별 판매현황 그리고 점유율

주요 고객은 국내외
규모있는 자동차 업체인
현대, 기아, GM

당사의 주력 상품은 국내의 경우 현대자동차를 비롯한 기아자동차, GM대우, 쌍용자동차 등에 납품하며, 이 같은 완제품 업체 뿐 아니라 현대모비스, 광진상공 등 부품업체에도 납품하고 있다. 해외 시장의 경우 미국(GM, CHRYSLER, ARVINMERITOR, LEAR, KEYKERT) 일본(NABS), 호주(MLV)등으로 수출하고 있다. 최근에는 BMW와 푸조 등의 거대한 자동차 업체와의 거래 성사도 긍정적으로 전망되고 있다.

그림5. 내수 고객 비율(2009년 기준)

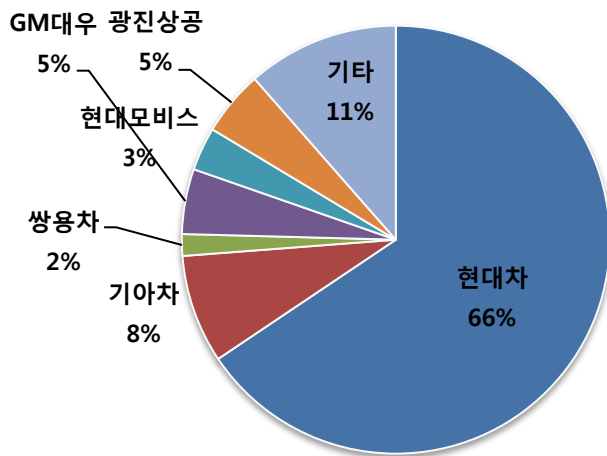
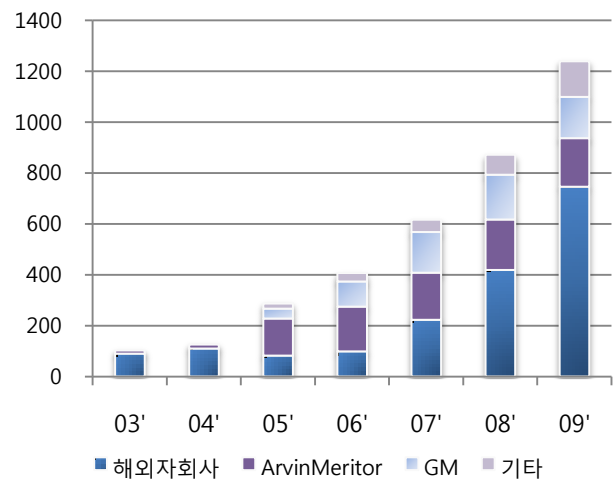


그림6. 고객별 해외 직수출 (단위 : 억원)



출처: 사업보고서

참고: 해외 공장을 생산 분은 제외

출처: 사업보고서

국내 점유율이 감소, 해외 생산 증가

국내 거래처 중에서는 현대자동차의 경우, 대부분의 상품에서는 60%이상의 점유율을 차지하고 있다. 자동차업계의 해외 생산 증가와 함께 글로벌 소싱이 더욱 확대되면서 시장점유율이 점차 감소하고 있는 현상이 나타나고 있다. 그러나, 점유율이 감소하고 있지만 여전히 높은 수준이며 동사도 해외 생산을 통해 매출을 확대하고 있는 상황이 기 때문에 시장점유율의 감소가 큰 문제가 되지는 않는다.

표3 . 국내 거래처와 제품별 시장점유율(2007~2009)

거래처	제품품목명	2009 년	2008 년	2007 년	거래처	제품품목명	2009 년	2008 년	2007 년
현대 자동차	LATCH 류	93%	88%	86%	쌍용 자동차	LATCH 류	50%	50%	50%
	HINGE 류	76%	85%	85%		HINGE 류	100%	100%	100%
	STRIKER 류	93%	88%	86%		STRIKER 류	50%	50%	50%
	MODULE 류	65%	60%	57%					
GM 대우차 창원공장	LATCH 류	85%	100%	100%	기아 자동차	LATCH 류	38%	45%	40%
	HINGE 류	85%	100%	100%		HINGE 류	65%	75%	70%
	STRIKER 류	85%	100%	100%		STRIKER 류	38%	45%	40%

출처: 사업보고서

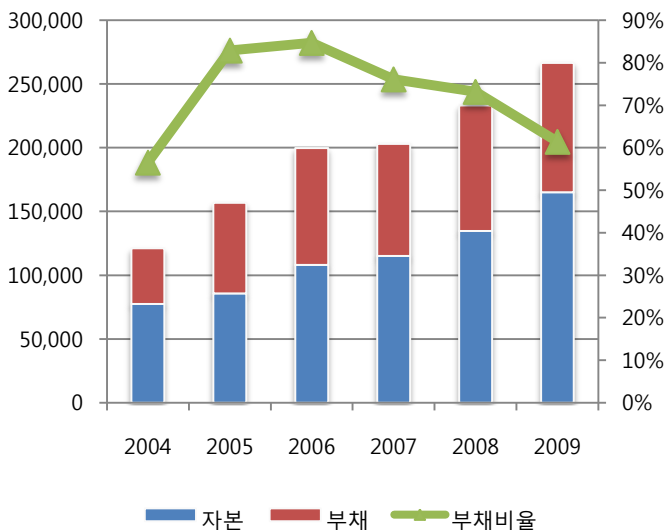
1.3. 기업 현황

지속적인 매출 성장과
당기순이익의 가파른
성장

동사 매출의 연평균 성장률(CAGR)은 2000년을 기준으로 2009년도까지 16%로 꾸준한 성장을 해오고 있다. 부채비율도 2009년 현재 61.4%이고 장·단기차입금은 100억원에 불과할 정도로 안정적이다. 영업이익률도 2001년부터 2006년까지 감소하였지만, 2007년부터 턴어라운드하여 2009년도에 4.7%를 유지하며 지속적으로 수익성이 개선되고 있다. 당기순이익의 경우는 2008년과 2009년에는 전년 대비 약 2배의 폭으로 크게 증가한 것을 볼 수 있다. 그 이유는 해외 사업부의 지분법 이익이 증가했기 때문인데, 이것은 후에 투자포인트에서 더 자세히 살펴보겠다.

그림7. 자본과 부채 변화 추이

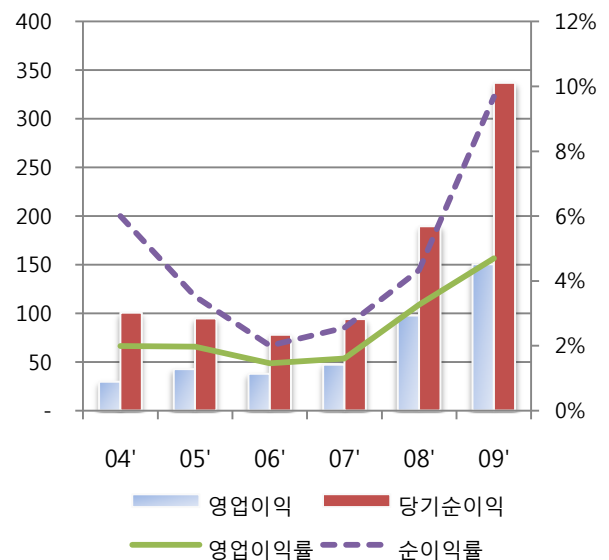
(단위 : 억원)



출처: 사업보고서

그림8. 영업이익, 당기순이익과 추이

(단위 : 억원)



출처: 사업보고서

내수는 줄이고 수출이 늘어나는 방향으로 성장하고 있다.

동사는 국내 완성차 업계의 OEM 매출에 편중된 영업활동을 개선하고자 해외시장 개척에 적극적으로 활동하였다. 동사는 2006년 매출액의 15.6%인 406억원, 2007년 매출액의 21%인 615억원, 2008년 매출액의 29.1%인 870억원, 2009년 매출액의 38.7%인 1,239억원의 수출실적을 올리고 있다. 해외 공장에서 제작한 제품의 자체 매출은 수수료와 지분법 이익으로 동사의 수익성에 영향을 주기 때문에 수출액은 순수한 국내 제품을 수출한 수치만 기록된다.

표4. 내수와 수출의 매출액 비중

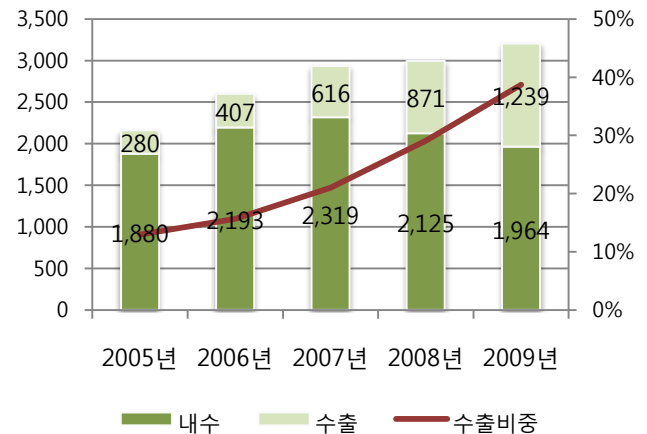
(단위 : 백만원)

구분	2005 년	2006 년	2007 년	2008 년	2009 년
내수	187,968 (87%)	219,301 (84%)	231,862 (79%)	212,483 (71%)	196,389 (61%)
수출	27,975 (13%)	40,681 (16%)	61,558 (21%)	87,092 (29%)	123,938 (39%)
합계	216,036 (100%)	260,072 (100%)	293,419 (100%)	299,575 (100%)	320,327 (100%)

출처: 사업보고서

그림9. 내수와 수출의 매출액 비중

(단위 : 억원)



출처: 사업보고서

II. 자동차 부품 산업 소개

자동차 부품 산업의 KSF는 1) 싸게 2) 빠르게 3) 우수한 제품을 4) 다양한 고객들에 판다로 요약가능

자동차부품 산업은 전방산업인 자동차 산업에 달려있다. 그리고 개별 부품기업은 그들의 고객사가 얼마나 자동차를 잘 파느냐가 매우 중요하다. GM의 파산과 이에 의존하던 부품사들의 연쇄부진에서 볼 수 있듯이 단일한 고객사에 대한 높은 매출집중도는 위험하다. 또 다른 부품산업의 KSF로는 고객사의 요구에 부합하는 우수한 부품을 낮은 가격에 적기에 납품할 수 있는 능력 등을 꼽을 수 있다. 이와 같은 능력을 갖춘 보쉬나 덴소와 같은 글로벌 부품업체들은 완성차 업체보다 높은 평가를 받기도 한다.

국내부품업체들은 주목받고 있다

2008년의 금융위기에 이은 경기침체는 거의 모든 완성차 업체들의 심각한 경영난으로 이어졌다. 그 중에서도 미국 자동차 3사(GM, 크라이슬러, 포드)는 큰 위기를 겪기도 했다. 무섭도록 규모를 불러 마침내 세계 1위 자동차업체로 올라선 도요타 역시 이 위기에서 예외일 수 없었다. 이러한 변화는 크게 세 가지로 국내 부품업체들에게 기회를 제공했다. 첫째, 해외 완성차업체들이 원가절감을 위해 평소에는 거들떠도 보지 않던 국내 자동차 부품업체들에게 관심을 갖기 시작했다는 점이다. 둘째, 해외 부품업체들이 도산하거나 경쟁력을 잃자, 이들과 거래하던 해외 완성차 업체들이 새로운 거래처를 찾아 나서게 되었다. 셋째, 경기침체 때 M/S를 늘리며 브랜드가치를 한껏 끌어올린 현대

차와 기아차에 납품하던 부품업체들 역시 품질에서 인정을 받게 된 점이다. 현대차와 기아차의 CR(Cost Reduction, 납품단가인하)아래에서 가격경쟁력을 갖춘 국내 부품업체들의 관심의 대상이 된 것은 당연한 일이다.

자동차 부품 중 도어 모듈 및 래치 업체가 갖는 이점

도어 관련부품은 자동차의 성능에 직접적인 영향을 미치지 않는다. 역설적이게도 이러한 점이 다른 부품들에 비해 도어 모듈 및 래치를 돋보이게 한다. 우선, 완성차 업체가 원가절감에 나선다고 할 때, 엔진과 미션과 같이 자동차의 성능과 밀접한 연관이 있는 부품을 외부에서 싸게 도입해오겠다는 의사결정을 내리기는 쉽지 않다. 성능에 영향을 미칠 뿐만 아니라 아웃소싱하기 위해서는 공급업체와 핵심적인 설계를 공유해야 하기 때문이다. 이에 반해 도어관련 부품의 경우 완성차업체마다 유사한 기능과 구조를 지니고 있어 이러한 우려가 다소 덜하다. 또한 고가이지만 세계 최고수준의 품질을 갖고 있는 제품과 품질이 최고수준은 아니지만 안정성이 충분히 확보되었고 가격이 다소 저렴한 제품 중에서 후자를 선택할만하다는 유인이 충분히 있다는 점도 주목해야 한다.

II. 투자포인트 1-고객 다각화를 통해 세계적 부품업체로!

동사는 내수시장을 독점하고 있으나 내수시장은 줄어들고 있는 추세

동사는 앞서 설명한 대로 내수시장의 자동차 도어 관련 부품(Door Moving Part) 시장에서 독점적 지위를 영위하고 있다. 그러나 현대 자동차의 해외공장 판매 비중이 올해 1분기 52.8%로 증가하는 등 대부분의 완성차 회사들이 해외공장에서의 생산 비중을 증가시키고 있는 추세이기 때문에 내수시장은 더 늘어나기 힘든 것이 현실이다. 즉, 국내 시장만을 통해서는 더 이상의 매출액 증가를 기대하기 힘든 것이다.

GM,Nissan,Peugeot 등의 세계적 자동차회사에 납품

이에 따라서 동사는 계약업체를 다각화시킴으로써 시장을 넓혀가고 있다. 우선 2002년부터 GM과 거래를 시작한 이후로 꾸준히 매출 비중을 올려가 현재는 GM에 153억원 정도를 수출하고 있다. GM이 파산신청을 한 뒤에 동사는 new GM의 협력기업으로 분류되었기 때문에 지속적인 납품을 계속할 수 있을 것으로 보이며 올해에는 GM 자체의 생산물량 증가, 후드래치 품목 추가로 인하여 GM 수출액이 300억원에 이를 것으로 전망되고 있다. 더불어 인도 법인의 20% 정도를 Nissan과 Ford에 납품 중이고 중국법인의 경우 Geely, BYD, 체리자동차와 같은 중국 로컬업체에 대한 매출액 비중도 20% 정도를 차지하고 있다. 그 이외에도 미국, 호주등으로 수출하고 있다. 프랑스의 Peugeot에도 올해 2월부터 수주를 시작하여 연간 50억원의 매출이 기대되고 있고, 도어시스템 전체 수주를 견적 중에 있는데 성사될 경우 150억원정도의 추가매출을 기대할 수 있다.

BMW, 폭스바겐, FIAT 등의 업체와 계약 진행중

또한 세계 유수의 기업들과의 계약 범위가 꾸준히 늘어나고 있다. BMW사에서 Door Moving Part를 공급해왔던 부품기업인 에체가 법정관리에 들어가 있기 때문에 새로운 협력사를 찾고 있는데 동사를 주목하고 있다. 2월과 3월에 BMW의 대규모 실사단이 동사를 방문하는 등 BMW와의 계약은 긍정적으로 진행되고 있다. 또한 Peugeot에 트렁

크 Door 관련 부품을 2011년부터 신규 수주하기로 계약 하였고, 폭스바겐, FIAT과도 계약을 진행중에 있다.

고객 다각화로 매출액 상승과 리스크 감소의 대단한 효과!

고객이 다각화되면 우선 매출처가 확대되어 매출액을 늘릴 수 있고, 고객이 늘어나 기존 고객의 부진에 따른 리스크(GM의 파산으로 이에 의존하던 많은 부품업체들이 줄줄이 도산)를 최소화 할 수 있다. 또한 생산량 증가는 규모의 경제를 통한 각종 생산비 절감으로 이어져 수익성을 향상시킬 수 있다. 실제로 미리 중국, 일본 등으로 계약업체를 다각화시켰던 브레이크 마찰재 제조업체 '새론 오토모티브'는 2009년에 전년대비 68%의 매출성장을 이룬 바 있으며, 독일, 일본으로 다각화를 성공했던 스위치와 일렉트로닉 모듈 제조업체 '대성전기'는 63%의 매출성장을 이루는 등 고객 다각화는 부품업체의 매출에 직접적인 상승 요인으로 작용하는 것으로 분석된다. 동사의 해외업체 직수출액수(국내 생산분)는 04년 17억원 규모에서 09년 500억원까지 꾸준히 증가하였다. 2010년에는 GM에 대한 수출액 성장과 새로운 고객이 증가함에 따라 610억 정도까지의 성장이 전망되고 있다.

고객 다각화를 통한 품질에 대한 신뢰성 확보와 Reference확보로 계약기간 단축

또한 BMW와 같은 명품 자동차에 납품하는 비중을 높임으로써 제품의 질 향상과 노후 우 축적을 기대할 수 있다. 이와 같은 해외적 인지도 확보는 완성차 업체 사이에서의 브랜드 이미지를 향상시켜 줄 것이며, 동사가 완성차 업체와 관계에서 더 높은 협상력을 가지게 해줄 것이다. 또한 reference 확보를 통하여 품질을 인정받게 되어 다른 해외 업체들과 새로운 계약을 할 때 계약기간을 단축시킬 수 있다. 과거 동사가 GM과 계약을 맺기 위해 2년이라는 시간이 소요되었으나, 글로벌 소싱을 통해 reference확보를 통하여 이번 Peugeot과의 거래에서 접촉 후 6개월 만에 거래를 성사시켰다. 이러한 점이 BMW와의 계약 성사를 확신케 하며, 또 다른 유명 완성차 업체와의 계약을 기대할 수 있게 한다.

고객 다각화? 세계 완성차 업체들이 고품질, 저가격의 한국 부품시장에 주목

동사가 계약업체를 국제적으로 다각화할 수 있게된 요인으로 세계적 완성차 회사들의 글로벌 소싱기조 확대를 들 수 있다. 경기 회복을 타고 생산량을 대폭 줄였던 해외 완성차 업체들이 경쟁적으로 생산물량을 향상시키고 있기 때문이다. 이들은 글로벌 금융 위기와 경기침체를 겪으면서 원가절감활동을 시작하여 우수한 품질과 저렴한 가격을 제시할 수 있는 새로운 공급자 확보에 주력하게 되었다. 특히, 한국의 제품이 일본, 미국, 독일의 제품보다 가격이 싸고, 중국보다 품질이 좋은 이른바 '역샌드위치' 현상을 통하여 미국 뿐만 아닌 유럽, 일본의 업체들이 한국의 자동차 부품업체를 주목하게 된 것이다. 특히 중·소형차 시장의 확대는 한국 부품시장의 글로벌 소싱에 한몫 하였다. 소형차 시장은 마진이 낮기 때문에 원가 경쟁력을 위하여 값싼 제품을 찾게 되고 품질도 좋아야 되는 두마리 토끼를 잡으려다 보니 요건이 충족되는 한국 업체에 주목하게 된 것이다

그림10. 완성차 업체별 매출 비중 추정 (단위: 억원)

		2009년		2010년 (E)	
		매출액	비중	매출액	비중
총매출		3200	100%	3460	100%
국내	현대	1290	40%	1120	32%
	기아	160	5%	140	4%
	GM대우	100	3%	90	3%
	기타 한국회사	410	13%	360	10%
	내수계	1960	61%	1710	49%
해외	GM	150	5%	300	9%
	Arvinmeritor	190	6%	190	5%
	푸조	0	0%	200	6%
	해외 기타	150	5%	200	6%
	현대,기아 해외법인	750	23%	860	25%
	수출계	1240	39%	1750	51%

출처: 사업보고서, IR자료, 언론보도, Research Team 4

그림11. 주요고객과 예상되는 고객



출처: 사업보고서, Research Team 4

세계적 부품사들의 파산으로 한국 부품시장에 기회가 찾아왔다.

세계적 부품사들이 파산한 것도 한국의 부품업체의 글로벌 소싱 확대에 영향을 주었다. 얼마전 세계 경기 침체로 인하여 세계 완성차 업체의 생산량이 줄어들었고, 원가 절감을 위하여 기존 부품업체들에게 값싼 가격을 요구하다 보니 저가격 고품질을 실현할 수 없었던 부품업체들이 위기를 맞은 것이다. 이에 따라 세계 최대의 부품 회사였던 델파이와 비스테온이 파산하였고, BMW와 벤츠에 도어 관련 부품을 납품하였던 예체가 파산보호 신청을 했다. 또한 미국의 선도 부품 회사였던 Lear와 Visteon이 파산하고 American axle & manufacturing holdings, TRW, 테네코 등이 경영위기를 맞는 등 세계적 부품회사들이 몰락하여 한국 부품업체에 글로벌 소싱이 확대되고 있는 상황이다.

글로벌 소싱 시장에서 동사의 경쟁력

1. 가격경쟁력

그렇다면 글로벌소싱 시장에서 동사가 가질 수 있는 경쟁력은 무엇일까. 먼저 동사 제품의 가격경쟁력을 들 수 있다. 도어 관련 시장은 제품의 특성 상 엔진이나 모터와 달리 일정 수준 이상의 고품질을 갖추면 경쟁이 가능하다. 결국 제품의 가장 큰 경쟁부문은 가격이고, 동사는 타 대형부품사에 비해 뛰어난 제조기술을 보유하며 상당한 가격절감에 성공했다. 먼저 전세계 부품업체 순위 3위인 인티어는 한 제조라인당 8명이 들어가는 반면 동사는 한 명만 들어가 자동화된 라인을 관리 감독하는 시스템을 취한다. 이 같은 이유로 인티어는 자신들이 제품의 도안을 주고, 우리가 생산하는 OEM형태의 협업을 제안했으나, 가격 경쟁 구도에서 자신감을 갖고 있는 동사는 이를 거절한 바 있다. 또 BMW에 도어 랫치 모듈을 납품하고 있는 아빈메리터(ArvinMeritor) 제품의 단품 가격은 373\$로 한 업체에 공급을 다량으로 함으로써 얻을 수 있는 업계의 대체적인 할인율을 30%로 보고 적용하더라도 약 26만원의 가격이다. 동사의 제품은 약 12만원 수준으로 가격차이가 크므로 동사의 가격 경쟁력이 압도적임을 알 수 있다.

1. 가격경쟁력

-제조기술 + 원가구조

동사가 타 대형 부품사에 비해 이렇게 가격 경쟁력을 확실하게 갖출 수 있는 요인은 다양하다. 앞서 언급한 고도화된 제조 기술뿐만 아니라, 각 사가 보유하고 있는 원가구조 자체도 동사가 갖는 포인트이다. 해외는 완성차 업체와 자동차 부품업체의 관계가 대등한 관계에서 소싱이 이루어진다. 때문에 (뒤의 RISK파트에서 자세히 다루겠지만) CR(Cost Reduction)의 개념이 우리나라와는 전혀 다른 수평적 관계로, 완성차 업체가 부품업체에 원가절감을 강하게 요구하기 어렵다. 하지만 우리나라는 강한 갑·을관계로, 갑인 완성차 업체가 강력하게 CR(Cost Reduction)을 꾸준히 요구해 오면서 기본적으로 원가가 과도하리만큼 절감되어 있는 상황이다. 즉, 강한 갑·을관계에 의한 최고 강도의 원가절감으로, 이미 최대한도로 가격이 내려가 있는 동사가 그렇지 않은 타 글로벌 부품사에 비해 원가구조가 최적화 되어있는 것이다.

글로벌 소싱 시장에서
의 동사의 경쟁력2. 동반 진출을 통한
빠른 현지 적응

동사의 글로벌소싱 시장에서 경쟁력을 갖는 두 번째 이유는 현대/기아차와의 동반 진출을 통한 빠른 현지 적응에 있다. 앞에서 언급한 것처럼 국내의 자동차 업계는 강력한 갑·을 관계라는 특이한 구조를 갖고 있다. 따라서 현대/기아차(갑)의 해외 진출은 그들에게 강하게 의존하고 있는 협력 부품사(을)들의 동반 진출을 강요한다. 완성차 산업 자체가 개별 부품에 크게 좌우되는 것이라, 현대/기아차들 역시 기존에 자사들에게 품질, 가격을 인정 받았던 협력 부품사들을 선호한다. 이와 같은 이유로, 동사 역시 현대/기아차와 함께 진출한 법인들이 해외에 포진하며 현지에 안정적으로 적응하고 있다. 확실한 Captive Market을 확보하고 있는 동사의 해외 법인은 이 같은 안정성을 바탕으로 현지의 글로벌 자동차 회사에 빠르게 납품하고 있다. 이 같은 결과로 작년까지 중국 태창법인과 인도법인은 현대/기아차 외의 수주비중이 각각 50%와 20%를 차지했으며, 올해는 더 늘어날 것으로 예측된다.

II. 투자포인트 2- 수익은 폭발적으로 상승 중!

1. 자회사들의 본격적인 영업 시작!

해외 자회사들이 본격적으로 수익을 낼 것으로 기대된다.

동사는 1997년 인도에 진출한 이래 현재 중국, 슬로바키아, 체코에 자회사를 두고 있으며 대부분 100%의 지분율을 가지고 있어 자회사들의 당기순이익이 그대로 동사의 지분법투자 이익으로 실현 되고 있다. 중국과 인도 내 자회사들의 수익이 빠르게 증가하고 있는 가운데 2005년 설립한 ArvinMeritor PHA Door(슬로바키아)와 2007년 설립한 PHA Czech s.r.o(체코)는 올해 흑자로 전환하며 본격적으로 수익을 창출해낼 것으로 기대된다.

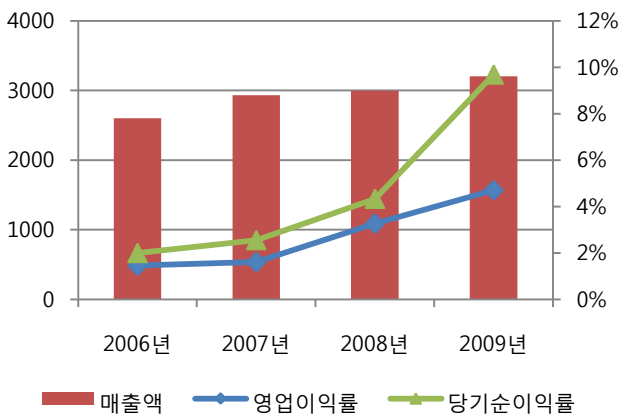
자회사의 매출이 동사의 매출을 뛰어 넘을 것이며 지분법 이익은 더욱 커질 것이다.

현지 회사들이 성장세를 보임에 따라 올해 자회사 매출액은 동사의 매출액을 넘어서는 수준이 될 것으로 보인다. 더불어 동사는 올해 2월 PHA India PVT Ltd(인도)의 나머지 50% 지분을 취득하여 지분율 100%가 됨에 따라 더욱 큰 지분법 이익 상승이 기대된다.

해외 자회사 매출 증
대로 수수료 수익도
빠르게 증가 중이다.

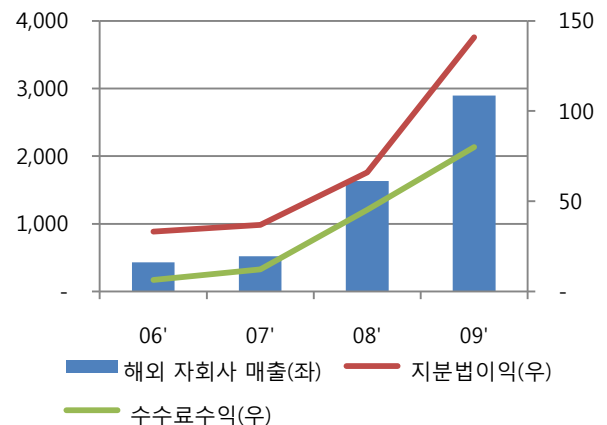
그리고 동사는 기술이전대가로 자회사로부터 로열티를 받고 있는데 ArvinMeritor PHA Door(슬로바키아)는 설립 초기이기 때문에 매출액의 1%, 나머지 자회사로부터는 3%를 받고 있다. 이 로열티 수수료 또한 자회사들의 매출액 증가와 함께 가파르게 상승하고 있는 상황이다. 이는 지분법 이익 상승과 함께 동사의 당기순이익 증가로 이어지고 있으며, 자회사들이 각국에서 경쟁력을 갖추고 본격적으로 매출을 올리고 있는 상황이기 때문에 당분간 지속적으로 동사의 이익에 기여할 것으로 보인다.

그림13. 매출액, 영업이익률 당기순이익률 추이 (단위: 억원)



출처: 사업보고서

그림14. 수수료, 지분법이익, 자회사 매출 (단위: 억원)



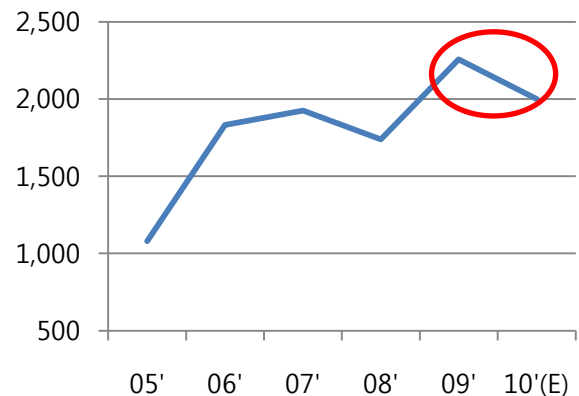
출처: 사업보고서

그림15. 자회사 형태의 해외 공장

회 사 명	투자비율	소재지
평화정공기차배건(유)	100%	중국
평화정공기차부건(유)	100%	중국
(주)에이에스티	100%	대구시
PHA India PVT Ltd	100%	인도
ArvinMeritor PHA Door	51%	슬로바키아
PHA Czech s.r.o	100%	체코

출처: 사업보고서

그림16. 감가상각비 추이 (단위: 억원)



출처: 사업보고서

영업이익률과 당기순
이익률이 동시 상승

동사의 영업이익률과 당기순이익률을 살펴보면 2009년에 급격히 상승한 것을 볼 수 있는데 그 이유는 앞에서 살펴본 자회사의 성장으로 영업외수익이 증가하여 당기순이익률이 상승한 것이다. 동시에 매출액이 전기 대비 7% 상승하는 동안 원가가 감소, 유지되어 영업이익률도 개선되었다.

감가상각비가 빠르게 줄어들 것이며 자동화로 영업레버리지가 올라갔다.

먼저 동사는 건물을 제외한 기계장치, 공기구비품, 차량운반구의 감가상각비를 정률법으로 계산하기 때문에 영업을 시작하고 시간이 지날수록 감가상각비가 적게 계상되어 영업이익률이 개선된다. 해외 자회사에서도 본격적인 영업활동이 시작되고 있고, 중국 공장의 증축으로 인해 2009년 높은 감가상각비가 계상되었으나 정률법에 따라 빠르게 감소하면서 영업이익이 더 증가할 것으로 예측된다. 또한 2000년 초부터 지금까지 연평균 16%씩 지속적으로 하면서 회사의 규모가 5배 이상 성장하는 동안 인력은 꾸준히 500명 정도로 유지해 왔다. 현장인원을 1/2로 줄이기 위한 자동화를 추진해 왔기 때문이다. 덕분에 고정비의 비중이 커지면서 매출액 상승이 영업이익률 상승으로 이어졌다.

신제품 개발과 기술력 확보로 제품당 이익이 올라가고 로열티 비용이 줄어든다.

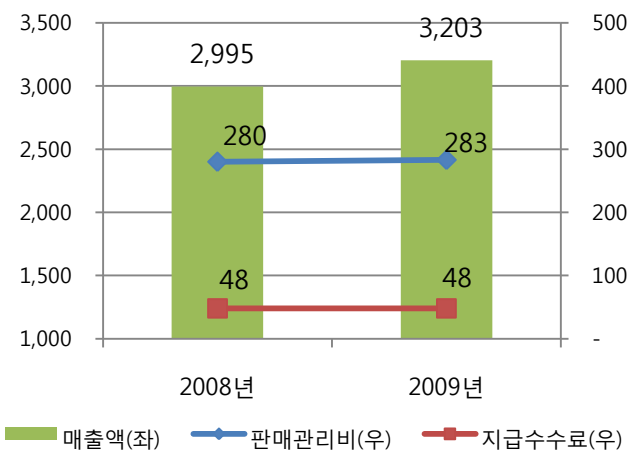
그리고 동사가 전기 10월부터 YF소나타에 도입한 플라스틱 도어모듈은 기존 스틸도어 모듈보다 18%가량 가벼워 연비 상승을 위한 경량화가 하나의 트렌드인 차량 시장에서 점점 비중이 커지고 있다. 스틸도어모듈과 비교했을 때 철판 원가가 감소되고, 플라스틱은 동사에서 제공 가능하기 때문에 보다 수익성이 좋다. 더불어 동사는 그 동안 해외 업체와 기술 도입 계약을 맺고 있어 특정 제품에 대해 매출액의 일정 %를 로열티로 제공해 왔으나, 지속적인 제품 개발 참여로 로열티 비중을 줄여왔고 가장 최근에 도입한 플라스틱 도어 모듈은 Arvin Meritor와 함께 공동 개발을 하였기 때문에 로열티 비용도 상당 부분 절감하게 되었다.

본격적으로 영업을 시작되었으므로 이익 추세가 유지될 것이다.

향후 감가상각비는 기계장치, 부품 교체 시기에 다시 올라갈 수 있으나, 동사는 이미 자동화 시스템을 갖춘 상태에서 높은 기술 수준을 기반으로 지속적인 제품 개발을 추진할 것으로 예상되기에 현재의 이익 추세가 유지될 것으로 판단된다.

그림17. 매출액, 판매관리비, 지급수수료 (단위:억원)

표5. 로열티 지급 비율 (매출액 기준)



기술제공자	해당제품	기술사용료
VALEO	도어렛치	3%
Arvin Meritor	도어모듈	TG(5%),NF.CM(1%)
Intior	도어시스템	3.5%
ANSEI	도어렛치	2%
TIMS	도어체커	2%

출처: 사업보고서

출처: 사업보고서

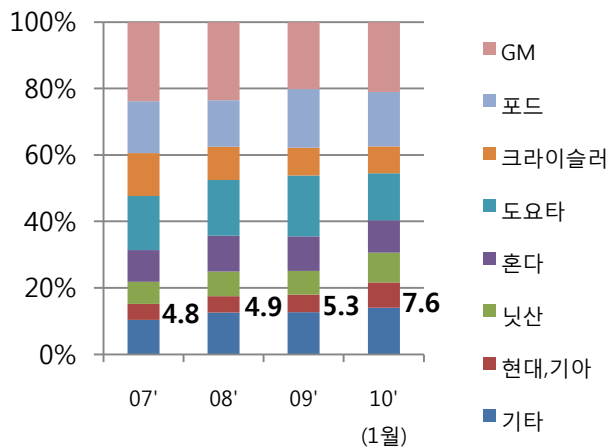
Ⅲ. 투자포인트 3- 달리는 자동차에 문짝을 설치하라

경기침체에서 회복되며 자동차 수요도 증가	1. 자동차 산업: 신흥시장을 중심으로 회복 중 세계 자동차 산업은 2008년 수준인 6,700만대 수준을 회복할 것으로 보인다. 세계경기가 2008년의 고유가와 이어진 경기침체의 충격으로부터 조금씩 벗어남에 따라 자동차 수요도 점차 늘어나고 있다. 2010년에는 완만한 회복, 2011년부터 신흥시장을 중심으로 본격적으로 회복될 것이라 예상된다.
미국과 유럽의 수요 회복은 아직이다	여전히 미국과 유럽 시장은 회복이 더디며, 정부의 지원정책과 완성차업체들의 공격적인 인센티브가 소비심리를 조금씩 자극하고 있을 뿐이다. 여전히 높은 실업률이 유지되고 있다는 점과 소비자들이 신용을 바탕으로 적극적인 구매를 하지 않음에 따라 2007년 수준으로의 극적인 회복을 점치는 데는 한계가 있다.
중국과 인도, 중남미! 이제는 신흥시장이다.	주목해야 할 시장은 중국, 인도, 그리고 중남미 시장이다. 이들 시장은 소득수준이 빠르게 증가함에 따라 미국, 유럽의 선진시장과 달리 가파른 자동차 수요 증가가 예상된다. 중국은 이미 2009년에 미국을 제치고 세계 최대시장으로 올라섰고, 이에 따라 완성차 업체들은 중국 등의 신흥시장에서의 공격적인 생산계획을 세웠다. 동사는 현대차와 함께 일찌감치 신흥시장으로 진출하여 현지화에 성공했다. 그리고 늘어나는 수요에 대응하기 위한 확장성에 역점을 둔 투자를 진행하였으므로 신흥시장의 성장과 함께 빠른 매출 상승을 기대해 볼만 하다.
자동차 산업의 급격한 부진을 예상할 수 없다.	2008년과 같이 자동차 산업이 고유가와 금융위기, 경기침체로 인해 급격하게 위축되는 일은 자동차 역사에서 흔히 찾을 수 없다. 이처럼 악재가 겹치지 않는 이상, 신흥시장의 수요를 바탕으로 자동차 산업은 안정적으로 성장할 것이라 예상된다.
현대차/기아차와 판매와 함께가는 매출	2. 'The Value Car': 현대차와 기아차 동사는 현대차에 거의 독점적으로(80% 상회) 도어 래치와 힌지를 공급하고 있으며, 기아차에는 약 50% 정도의 점유율을 기록하고 있다. 즉, 현대차와 기아차의 완성차 생산이 증가할수록 동사의 매출도 함께 증가하는 구조를 갖고 있다.
금융위기/경기침체로 현대차는 기회를 잡다	세계자동차 시장의 축소판이라 할 수 있는 미국시장에서 현대차/기아차는 2008년 초반만 하더라도 합쳐서 5% 초반에 불과했다. 하지만 금융위기로 촉발된 경기침체기에 현대차/기아차의 도약은 놀라웠다. 평소에 미국/일본/유럽 완성차 기업의 막강한 브랜드 파워에 밀려 소비자들에게 성능을 검증 받을 기회조차 잡지 못했지만, 경기침체기가 왔을 때 소비자들이 가격 대비 성능이 좋은 차에 관심을 갖게 된 것이다. 여기에 높은 원/달러 환율시기였으므로 더욱 공격적인 마케팅과 인센티브 제도를 실행할 수 있었다.

중·소형차 라인업과 중국/인도 시장의 강점이 안정적인 영업을 가능하게 했다

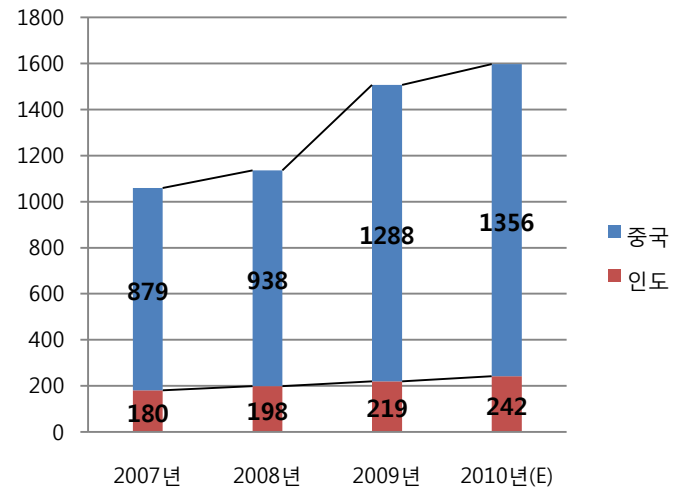
유가의 급등과 함께 자산가치의 하락으로 대형세단, SUV와 같은 연비가 나쁜 차의 판매는 급감하고 연비가 좋은 중·소형차의 판매가 증가하였다. 이는 중·소형차 라인업이 강했던 현대차/기아차가 타 업체대비 경쟁력을 가질 수 있는 요인으로 작용했다. 또한 현대차와 기아차가 중국과 인도 등과 같이 소비위축이 상대적으로 적었던 시장에 역량을 모으고 있었던 점도 아웃퍼폼 할 수 있게 했다. 이렇게 급속히 치솟은 점유율과 브랜드 인지도는 쉽게 떨어지지 않을 것으로 보인다. Value Car가 비로소 인정받기 시작한 것이다.

그림18. 현대차, 기아차 미국시장 점유율 추이 (단위:%)



출처 : Ward's Auto

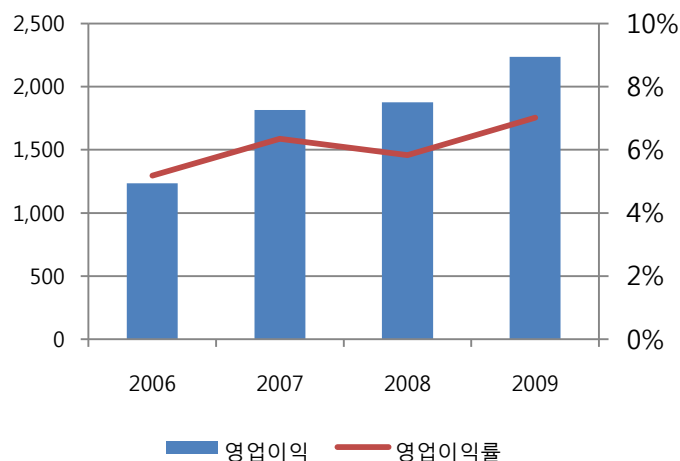
그림19. 중국, 인도 자동차 판매량 증가 (단위 : 만대)



출처: 한국자동차산업연구소

그림20. 현대자동차 영업이익 및 이익률 변화

(단위: 십억원, %)

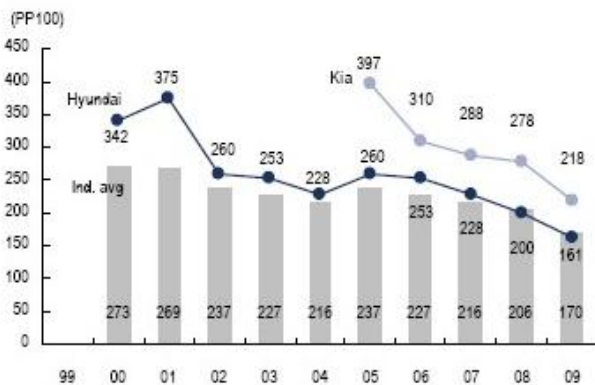


출처 : 사업보고서

현대차가 IQS, VDS와 같은 품질테스트에서 높은 순위를 기록함에 따라 후광효과가 기대된다.

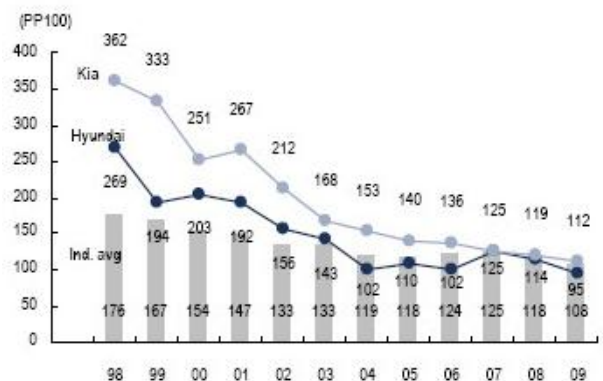
미국시장진입 초기만 하더라도 현대차는 성능을 인정받지 못했다. 2004년에는 JD Power의 초기품질테스트(IQS, Initial Quality Study, 90일 이내의 신차 결함조사)에서 102점으로 겨우 산업평균(114점)보다 낮았다(점수가 낮을수록 높은 품질을 의미). 하지만, 2009년에는 IQS점수는 95점으로 프리미엄 브랜드를 제외하면 1등을 차지할 정도로 그 품질을 인정받았다. 또한 내구품질테스트(VDS, Vehicle Dependability Study)에서도 역시 2년 연속 산업평균보다 낮은 점수를 받았다. 이처럼 동사의 주요 고객사인 현대차의 품질이 인정을 받음에 따라 부품을 거의 독점적으로 공급하는 동사는 그 후광효과를 누릴 수 있을 것이라 예상된다.

그림21. 현대차/ 기아차 IQS 추이



출처: JD Power

그림22. 현대차/ 기아차 VDS 추이



출처: JD Power

환율효과라고? No!

현대차/기아차의 실적 입증!

작년 현대차의 미국시장 M/S가 크게 상승한 것에 대해 환율효과와 공격적인 마케팅, 그리고 인센티브에 전적으로 의존한 것이라는 우려가 있었다. 이러한 우려를 불식시키듯 현대차는 전년 동기 대비 인센티브를 축소시켰음에도 불구하고 1분기 M/S 4.4%로 전년동기대비 0.1% 오히려 증가하였다. 이는 도요타와 포드가 공격적인 인센티브를 시행하고 있는 상황에서 나온 결과라 현대차의 실적향상이 더욱 신뢰성 있게 느껴진다. 기아차 미국 시장점유율 역시, 경쟁이 치열해지고 있음에도 전년 동기 대비 0.2% 하락에 그친 2.8%를 기록했다.

현대차/기아차의 신차에 대한 기대감

현대차와 기아차는 2010년에만 다양한 신차 출시 계획을 갖고 있다. 이미 출시된 현대차의 YF는 미국 출시 3개월 만에 1만대 판매를 돌파하며(3월, 1.3만대 판매) 기존 모델(7개월 만에 1만대 돌파)보다 뛰어난 출발을 보여줬다. 2010년 1월에 출시한 기아차의 쏘렌토R은 두 달동안 평균 8천대를 기록하며 현지 공장의 조기흑자 달성 가능성을 높여주고 있을 정도다. 디자인 경영을 선언한 기아차는 이외에도 역시 새로 출시한 모델(쏘울, 모닝, 포르테, K7)의 판매 호조가 계속되고 있다.

표6. 2010년 현대차/기아차 신차 출시

2010년 신차 일정	1Q	2Q	3Q	4Q
기아차	미국: 쏘렌토R	한국: K5	미국: K5	중국: 스포티지R
	한국: 소퍼티지 R	미국: 스포티지R		
	유럽: 벤가	유럽: 스포티지R		
현대차	미국: YF쏘나타	중국: 투싼ix	한국: 아반테, 베르나 후속	한국: 그랜저 후속
	미국: 투싼ix	미국: 에쿠스	중국: 베르나 후속	미국: 아반테, 베르나 후속
			미국: 쏘나타HV	

출처: 각 사, 동부리서치, Research Team 4

원화절상기 때도 강하다

현대차와 기아차는 2008년까지의 원화 절상기를 동안 원가혁신과 해외 생산비중을 높이는 등의 일련의 노력으로 환율 900원대에 대비한 원가구조를 갖추었다는 평가를 받고 있다. 현대차와 기아차는 2010년에 해외생산 비중이 50%와 30%에 이를 것이라 예상된다. 그리고 2006년에 85%를 넘던 매출원가율도 70% 중·후반대로 하락하였다.

현대차/기아차의 플랫폼 통합추세로 입지를 더욱 강화할 것

현대차와 기아차 역시 활발히 플랫폼 통합을 진행 중이다. 파워트레인과 차체 등은 통합되어있지만, 래치는 아직 통합되어 있지 않은 상태이다. 래치 통합화가 진행된다면, 대규모 주문을 소화해낼 수 있는 동사가 현대차와 기아차 내에서 점유율을 늘려갈 수 있을 전망이다. 현재 기아차의 물량을 많이 소화하고 있는 대기오토모티브의 경우 국내와 해외 공장이 동사의 절반에도 못 미치기 때문이다.

IV. Risk & Issue

1.CR(Cost Reduction): 납품 단가 인하

CR : 완성차 업체가 차 부품업체에 일방적으로 요구하는 원가 절감 정책

기존의 국내 자동차 업계에서는 CR(Cost Reduction)이라는 관행이 상주해왔다. CR은 말 그대로 가격절감이라는 뜻인데, 이것이 자동차 업계에서는 조금은 다른 의미로 쓰인다. 자동차 산업의 두 주인공인 완성차 업체와 자동차 부품업체는 국내에서 완벽한 갑을관계를 형성한다. 여기서의 갑은 현대자동차, 기아자동차 등을 위시한 완성차 업체인데, 이들은 원가절감의 압박을 을의 위치에 있는 자동차 부품업체에 전가하고는 한다. 부품들을 조립해 하나의 제품을 만드는 완성차 업체의 특성 상 원가절감의 대상이 제품 단가를 낮추는 것이 급선무라고는 하지만, 최근까지만 해도 이런 갑의 '횡포'에 어떠한 대응도 하기 쉽지 않은 것이 국내 자동차 부품업체들의 입장이었다.

CR은 자동차 부품업체의 성장을 저해

쉽게 말해, 현대기아차등의 국내 대형 완성차 업체들은 부품업체들에게 일정 수준의 영업이익 이상이 발생하면 그것을 빌미로 납품 원가를 압박한다. 실제로 한 협력업체가 임금을 올렸을 때, 그것을 초과이윤이 생긴 것으로 간주하고 납품단가를 일방적으로 낮추었던 과거 사례도 있다. 일련의 협의도 없이 '몇% 낮추기로 합니다'라는 팩스 한 장으로 CR을 '칠' 수 있는 현재의 국내 자동차 업계의 견고한 갑을관계는 자동차 부품업체가 자동차 업체의 실적 이상으로 성장할 수 있는 가능성을 방해하고 있다.

동사가 CR의 리스크에서 벗어나는 이유

1. 매출성장과 높은 수익성으로 CR의 필요성을 느끼지 않는 완성차 업체

하지만 현재의 동사는 이 같은 압박에서 벗어나고 있다. 먼저 갑의 입장에서 CR을 더 강화할 필요성을 못 느낀다는데 그 첫 번째 이유가 있다. 동사의 가장 큰 매출처는 단연 현대기아차이다. 현대기아차는 위에서 언급한 것처럼 당분간 최고의 호조를 달릴 것이라 예상되고, 타 완성차 업체 대비 높은 영업이익증가율을 유지하고 있다. 최근 들어 현대기아차는 신차 출시 판매로 매출이 증가함에 따라 전체 판매 자동차들의 ASP(평균 제품단가)가 증가한 것도 향상된 수익성의 한 요인인데, 부품 단가의 지나친 절감으로 나타날 수 있는 제품 불량에 대한 위험을 부담하면서까지 원가절감의 필요성을 느끼지 않는 상황이다.

동사가 CR의 리스크에서 벗어나는 이유

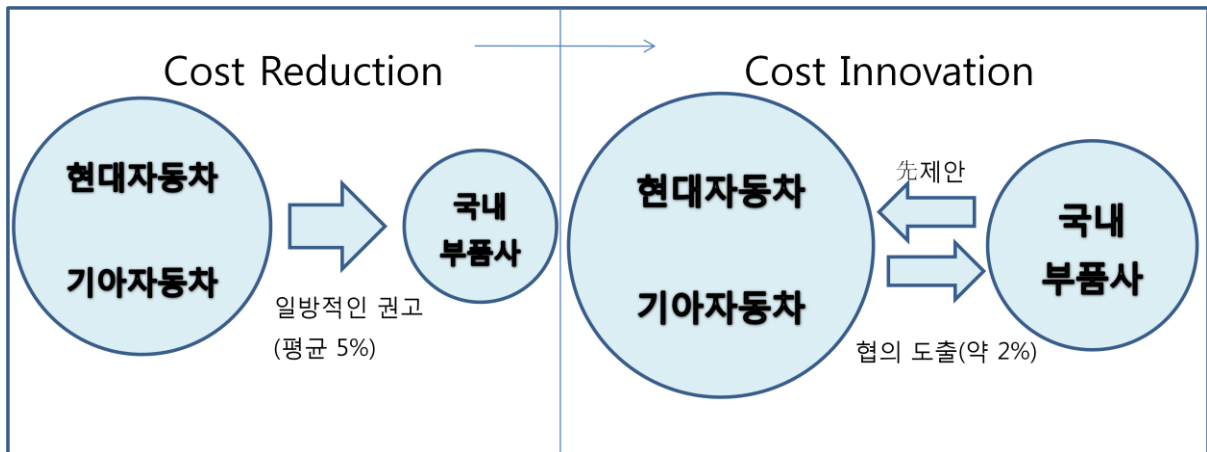
2. 파워를 갖춰가는 동사, 이제는 CR이 아니라 CI이다

을의 입장인 동사도 CR의 강화를 제지할 파워가 생겼다는 것이 두 번째 이유이다. 동사는 앞서 얘기한 것처럼 매출 다각화를 통해 글로벌 부품기업으로의 변신을 꾀하고 있다. 부품업체의 힘이 세질수록 일방적인 갑의 원가할인은 불가능하게 되는데, 한 매출처의 CR이 커지면 커질수록 다른 대안이 다양해지기 때문이다. 그래서 최근의 글로벌한 트렌드로 갑의 일방적인 원가절감 통보가 아니라, 을이 제안하여 갑과 합의점을 찾는 CI(Cost Innovation)가 통용되는 분위기다. 한가지 예로 동사가 GM에서 CR(내지 CI)과 관련된 계약을 맺을 때, 협의 끝에 5년 동안 원가를 2%씩 순차적으로 절감시키겠다는 대안을 최종 합의했다.

이제 서로 지는 싸움
인 CR을 할 필요성은
없다.

이는 기존에 대략 연 5% 수준의 단가인하와는 큰 차이가 있다. 또한 최근 부품사와 완성차사간의 소송도 많이 발생하고 있고, 국내 여론도 악화되어 있는 상황이다. 이 같이 서로 질 수 밖에 없는 싸움은 갑과 을의 협의와 같은 새로운 원가 절감 시스템(CI)의 도입을 촉구했고, 여기서 동사는 위와 같은 이유로 경쟁력을 갖게 되었다. 이처럼 최근의 분위기 변화와 동사의 글로벌한 부품회사로의 도약은 과거에 비해 CR 리스크를 많이 축소시키고 있다.

그림23. Cost Reduction 형태의 변화



출처: 업계 자료, Research Team 4

환율 변동 리스크는
해외 공장의 탄력적
생산으로 흡수 가능하
다.

2. 환율

동사는 매출의 40%를 수출에 의존하고 있기 때문에 원/달러 하락에 대한 리스크를 가지고 있다. 그럼에도 현재 환율에 대한 헷지는 하고 있지 않은데, 그 이유는 동사가 중국 자회사에 가장 핵심 부품인 래치를 생산할 수 있는 인프라를 갖춰놓았기 때문에 원/달러 환율 하락시 탄력적으로 생산을 변동하여 손실을 방어할 수 있기 때문이다. 제품의 품질도 동일한 수준이며 중국 공장의 규모를 꾸준히 확대하고 있기 때문에 안정적이다. 그리고 2010년 들어오면서 환율이 안정기에 접어들었다는 견해가 지배적이기 때문에 환율이 동사에 큰 리스크가 되지는 않을 것으로 예상된다

3.YF소나타 리콜

2010년 2월 동사와 미국의 Arvinmerito가 공동 개발한 현대차 YF쏘나타의 도어 잠금장치 이상으로 국내외 47,300대의 이 실시되었다. 그러나 문제의 원인은 래치부품이 아니라 와이어시스템인 것으로 판단되며, 정상적인 상황이 아니라 도어의 강제개방과 같은 특수한 상황에서 발생한 것이다. 동사는 제품성능개선을 위해 지난해 12월부터 와이어 간격을 넓히는 등 경미한 설계변경을 시도하였다. 그러므로 동사 래치 부품의 신뢰성에는 문제가 없어 보이며, 현대차의 입장에서 리콜영향은 경미할 것으로 예상된다.

리콜 사태는 동사 제
품의 문제가 아닌 것
으로 밝혀져 그 영향
은 미미하다.

V. Valuation

1. RIM (Residual Income Model)

동사는 해외공장에서의 이익기여가 지분법이익과 수수료이익으로 영업외수익에 계상된다. 동사의 지속적인 영업가치를 반영하기 위해서 RIM을 이용하였다. ROE를 추정하기 위해 DuPont분석을 이용하였다.

*ROE= 당기순이익률 x 자산회전율 x 재무레버리지

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
당기순이익(NI)		4,958,625	6,086,567	9,843,499	9,332,723	8,911,450	7,617,942	5,204,233	7,504,074	12,982,975	31,021,664
법인세비용감전이익		6,789,712	7,865,986	12,452,899	11,689,793	10,072,375	9,475,212	7,807,700	9,404,257	18,959,998	33,694,548
영업이익		3,540,356	6,109,661	6,532,368	5,250,944	2,966,933	4,262,902	3,784,922	4,718,812	9,774,269	15,047,032
매출총이익		8,783,490	12,101,129	14,122,795	14,289,719	14,427,827	21,001,179	25,561,610	29,210,871	37,816,080	43,391,868
판매비		5,243,134	5,991,468	7,590,426	9,038,775	11,460,894	16,738,278	21,776,688	24,492,060	28,041,812	28,344,835
매출액		70,113,185	86,823,861	103,623,945	115,468,089	148,606,522	216,035,578	260,071,800	293,419,446	299,574,969	320,326,690
총자산		56,198,088	59,844,889	75,297,562	98,216,246	117,896,946	137,707,801	199,735,645	203,069,910	233,253,824	266,613,172
총자본		23,497,473	44,008,494	51,565,330	70,657,544	76,514,471	71,884,392	108,123,101	115,289,357	134,700,508	165,190,666
배당		-	-	520,000	1,018,896	1,251,516	1,454,478	1,635,920	2,099,883	2,048,524	2,034,843
배당성향		0.0%	0.0%	5.3%	10.9%	14.0%	19.1%	31.4%	28.0%	15.8%	6.6%
재무레버리지		2.39	1.72	1.41	1.42	1.47	1.72	1.87	1.80	1.75	1.67
자산회전율		2.50	1.50	1.53	1.33	1.38	1.69	1.54	1.46	1.37	1.28
당기순이익률		7.07%	7.01%	9.50%	8.08%	6.00%	3.53%	2.00%	2.56%	4.33%	9.68%
ROE		42.21%	18.03%	20.60%	15.27%	12.11%	10.27%	5.78%	6.72%	10.39%	20.69%

	10년지 평균	2009	2010(E)	2011(E)	2012(E)	2013(E)	2014(E)	2015(E)
재무레버리지	1.72	1.67	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72
자산회전율	1.59	1.28	1.35	1.43	1.50	1.54	1.59	1.59
당기순이익률	5.6%	9.7%	9.7%	9.1%	8.3%	7.7%	6.5%	6.5%
ROE	15.7%	20.7%	22.5%	22.4%	21.4%	20.4%	17.8%	17.8%
총자본	86,143,134	165,190,666	197,523,162	235,941,952	279,847,837	329,447,832	380,339,344	439,092,332
당기순이익	10,346,375	31,021,664	37,206,554	44,210,345	50,524,610	57,077,093	58,563,305	67,609,882
배당액	1,206,406	2,048,524	4,874,059	5,791,555	6,618,724	7,477,099	7,671,793	8,856,895
배당성향	13.1%	6.6%	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%
자기자본비용			11.14%	11.14%	11.14%	11.14%	11.14%	11.14%
기대이익			18,408,435	22,011,487	26,292,781	31,185,543	36,712,843	42,384,066
잔여이익			18,798,120	22,198,858	24,231,828	25,891,550	21,850,463	25,225,817
현재가치			18,154,001	19,288,725	18,944,102	18,212,134	13,828,606	

재무 레버리지는 최근 국내와 해외 생산설비 확장과 관련하여 다소 증가하였다. 앞으로도 기존 공장의 캐파확장에 필요한 자금은 영업현금흐름으로 커버할 수 있는 범위이다. 하지만, 동사는 향후에 미국에 생산설비를 확장할 계획하고 있으므로 현재보다 다소 상승한 요인은 있다. 2009년 보다 약간 높은 10년 평균치를 적용하는데 무리가 없다고 보았다.

해외 공장에 대한 본격적인 투자가 시작된 2005년을 기점으로 자산회전율이 감소해왔다. 하지만, 앞으로 해외 공장의 가동률이 상승함에 따라 자산회전율이 적어도 2005년 수준까지 회복될 것이라 보았다. 앞으로 고객다변화에 의해 예전보다 더 높은 회전율을 보일 수도 있지만, 이익잉여금 역시 빠르게 쌓일 것으로 추정되므로 자산회전율은 10년 평균으로 수렴할 것이라 보았다.

당기순이익에는 영업이익뿐만 아니라 지분법이익, 수수료 이익 역시 기여한다. 영업이익률의 경우 마진이 높은 제품의 비중이 상승하고, 투자회수기에 진입함에 따라 다소 상승할 것으로 본다. 해외법인 역시 마찬가지로 순이익률이 상승함에 따라 점차 많은 기여를 할 수 있고, 매출액에 연동되는 수수료이익 또한 같은 추세를 보일 것으로 생각한다. 하지만 6년 내에 완성차 업체의 수익성악화로 동사 역시 약간의 마진하락이 있을 수 있다고 본다. 당기순이익률은 보수적으로 판단해, 10년 평균보다 다소 높은 수준까지 하락하도록 적용했다.

Sum of PV of RI	88,427,567
Persistent factor	0.3
Continuing Value	31,087,812
PV of CV	17,702,022
Book Value	165,190,666
적정 자본가치	284,706,046
희석 발행주식수	21,000,000
적정 주가	13,557

자기자본비용	11.14%
1년치일별베타	1.00625
Adj.한국시장프리미엄	7.0%
3년만기국채수익률	4.10%

2015년 이후로 글로벌 타 부품회사와 중국의 부품회사들과의 경쟁이 심화될 것을 우려하여 persistent factor는 0.3을 적용한 결과, 목표주가로 13,560원이 도출되었다.

현재주가	9,400
적정주가	13,557
기대수익률	44%

민감도분석		
Persistent Factor	적정 주가	기대수익률
0.8	15,930	70%
0.7	15,000	60%
0.6	14,430	53%
0.5	14,040	49%
0.4	13,770	46%
0.3	13,560	44%
0.2	13,180	43%
0.1	13,270	41%

2. 상대평가

1) 과거 PER밴드추이 2) 완성차와 국내 부품주와의 상대적 비교를 통해 RIM을 통해 구한 적정주가를 정당화하고 동사가 저평가 상태에 있음을 보여주려 한다.

2010년 예상 EPS 기준 5.3배에 불과, 과거에 비해 나아진 점들이 반영이 되어있지 않다.

세계적인 생산성을 바탕으로 품질대비 저렴한 제품과 해외 공장을 통해 고객의 대응에 적시에 대응할 수 있는 체계를 바탕으로 해외 완성차업체로 고객다변화에 성공하고 있다. 또한 주요 고객인 현대차와 기아차의 브랜드가치가 상승하고 높은 영업성과를 거두고 있다. 이와 같은 요인들로 판단할 때, 동사가 과거에 적용 받던 PER 6배 수준을 넘어서 더 밸류에이션을 받을 수 있다고 본다. 현재 주가수준에서 2010년 예상 EPS 기준 PER은 5.3배에 불과하다. 현대차와 기아차의 PER과 PBR의 20-30% 상승을 동사의 과거 PER에 적용시켜 도출한 PER 7.5x를 이용한 동사의 적정주가로 13,290원으로 RIM을 통한 적정주가와 큰 차이가 없다.



현대차/기아차 그리고 모비스 대비 심각한 할인이 적용, but 좁혀질 이유는 분명 있다

동사의 PER과 PBR은 현대자동차 대비 30-40%, 기아자동차 대비 20~30%, 그리고 모비스 대비 30%-50% 정도 할인된 상태다. 과거에는 동사의 고객이 다변화되어 있지 않은 상태이고, 완성차 업체에 대해서 종속관계였다. 하지만, 현재는 고객다변화, 수익성확대를 달성해가고 있으며 수직적인 관계에서 조금씩 벗어나고 있다. 그리고 동사가 도어 모듈과 래치 부문에서 확고한 경쟁우위를 달성한 데 반해 현대차와 기아차는 여전히 세계 최고수준이라고 말하기는 무리가 있다는 점을 고려하면, 오히려 더 높은 평가를 할 요인도 존재한다고 본다. 비교하기에 다소 무리가 있지만, 보쉬와 덴소 뿐만 아니라 많은 글로벌 부품업체들 역시 고객다변화를 거치며 기업가치가 크게 상승했고, 완성차 업체와 비슷하거나 더 높은 밸류에이션을 받았다.

그림 24. 대표 자동차 주와 PER 비교

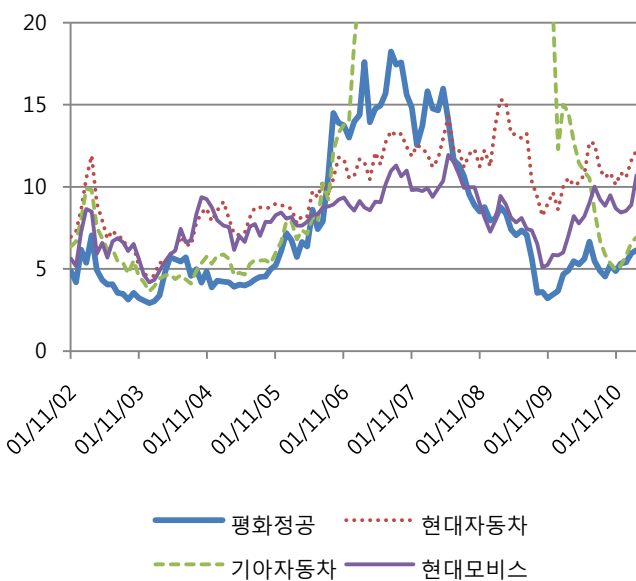
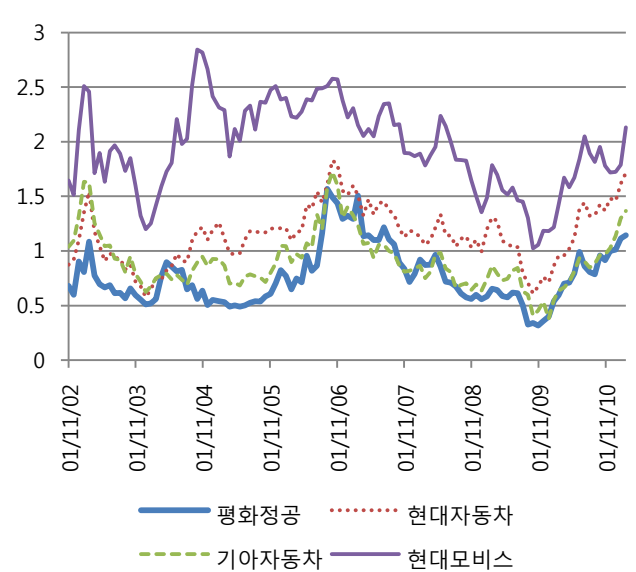


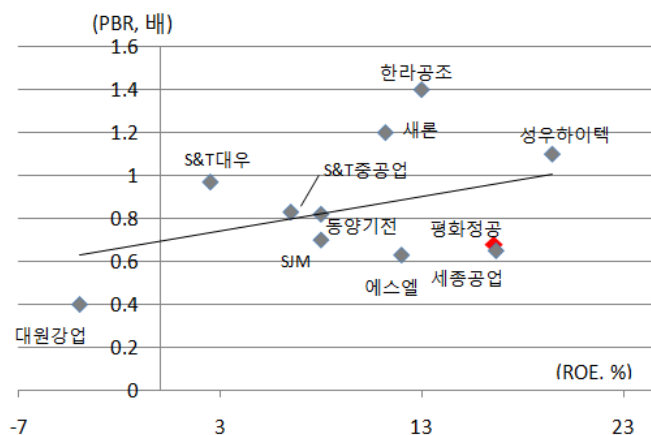
그림 25. 대표 자동차 주와 PBR 비교



출처: Quantiwise, Research Team 4

출처: Quantiwise, Research Team 4

2010년 예상 ROE- PBR을 이용해, 국내 자동차 부품업체와 비교하더라도 동사의 저평가는 분명해 보인다. (출처: Fnguide consensus)



VI. Appendix

손익계산서					대차대조표				
(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12	(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
매출액	2,601	2,934	2,996	3,203	유동자산	969	886	1,115	1,244
매출원가	2,345	2,642	2,618	2,769	현금등가물 및 단기금융	102	36	91	247
매출총이익	256	292	378	434	시장성유가증권	0	0	10	0
판매비 및 일반관리비	218	245	280	283	매출채권	596	609	634	686
인건비	39	42	43	50	재고자산	104	110	176	195
감가상각비	9	10	7	6	비유동자산	823	1,145	1,218	1,422
무형자산상각비	8	8	6	5	투자자산	263	638	647	774
기타판매비 및 일반관리비	81	88	108	107	유형자산	527	476	543	618
영업이익	38	47	98	150	무형자산	21	13	9	9
영업외손익	40	47	92	186	자산총계	1,792	2,031	2,333	2,666
이자수익	5	6	8	6	유동부채	781	707	729	835
이자비용	8	10	13	10	매입채무	368	380	353	506
외환차손익	-11	-0	84	-31	단기차입금	189	189	210	116
외화환산손익	-7	8	12	-4	유동성장기차입금				
지분법이익	33	37	66	141	비유동부채	81	171	257	179
기타영업외손익	25	46	68	94	사채	0	0	0	0
세전계속사업이익	78	94	190	337	장기차입금	0	0	0	0
법인세비용	26	19	60	27	부채총계	862	878	986	1,014
계속사업이익	52	75	130	310	자본금	105	105	105	105
종단사업이익					자본잉여금	380	380	380	382
당기순이익	52	75	130	310	이익잉여금	443	490	602	891
EPS (원)	338	362	638	1,511	자본조정	-0	-20	-24	-13
수정EPS					자본총계	930	1,153	1,347	1,652
현금흐름표					주요투자지표				
(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12	(%, %)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
영업활동으로인한현금	70	167	224	528	Growth Ratios				
당기순이익	52	75	130	310	매출액성장률 %	20.4%	12.8%	2.1%	6.9%
비현금수익비용가감	177	180	232	66	EBITDA성장률 %	19.5%	4.1%	9.2%	38.1%
유형자산감가상각비	132	129	97	122	EBIT성장률 %	-11.2%	24.7%	107.1%	53.9%
무형자산상각비	8	8	6	5	총자산성장률 %	15.8%	13.3%	14.9%	14.3%
퇴직급여	24	19	21	20	Profitability Ratios				
외화환산손익	7	-5	-12	1	매출총이익률 %	9.8%	10.0%	12.6%	13.5%
지분법평가손익	12	167	224	528	EBITDA마진률 %	6.8%	6.3%	6.7%	8.7%
기타	-5	-138	-105	-611	EBIT마진률 %	1.5%	1.6%	3.3%	4.7%
영업활동으로인한자산누	-159	-89	-138	153	세전계속사업이익률 %	3.0%	3.2%	6.3%	10.5%
투자활동으로인한현금	-294	-182	-196	-265	당기순이익률 %	2.0%	2.6%	4.3%	9.7%
유형자산 투자	-311	-78	-165	-213	Stability Ratios				
유형자산 처분	23	0	0	18	부채비율 %	92.7%	76.1%	73.2%	61.4%
무형자산 증감	-5	0	-3	-6	순부채비율 %	9.3%	13.2%	8.0%	-7.9%
투자자산 증감	-5	-106	26	-11	유동비율 %	124.0%	125.3%	152.9%	149.0%
기타	3	2	-55	-53	당좌비율 %	110.8%	109.8%	128.8%	125.7%
재무활동으로인한현금	279	-41	-3	-98	이자보상배율	5.0	4.6	7.7	15.1
장단기차입금증가	99	0	22	-91	Performance Ratios				
사채증감	0	0	0	0	ROE %	5.8%	7.2%	10.4%	20.7%
자본증감	197	0	0	0	ROA %	3.1%	3.9%	6.0%	12.4%
배당금의지급	-16	-21	-20	-20	ROIC %	1.8%	12.8%	6.4%	10.1%
기타	0	-20	-4	14	Per Share Ratios				
영업투자재무활동기타	0	0	0	0	수정EPS	287	357	618	1,477

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.