The Collaboration

달리고 싶은 전차군단의 외침

전장의 시대

자동차에 전기가 흐른다

Part I 자율주행 자동차? 아직은 시간이 필요해
Part II 자율주행 자동차는 '전장'에서 시작된다!
Part III 전장부품 어디에 쓰이는가

Universe

종목명	투자판단	목표주가
한라홀딩스	Buy (신규)	89,000원(신규)
S&T모티브	Buy (유지)	80,000원(유지)
우리산업	Not Rated	Not Rated
삼성SDI	Buy (유지)	173,000원(유지)
LG이노텍	Buy (유지)	130,000원(유지)
엠씨넥스	Buy (신규)	39,000원 (신규)
MDS테크	Buy (신규)	28,000원 (신규)

자동차/부품/기계
Analyst 이정훈
02 3779 8886
leejh@ebestsec.co.kr

전기전자/미디어
Analyst 김현용
02 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

이베스트투자증권

이베스트투자증권 김현용 이정훈 입니다.

올해 뜨거운 감자 중 하나는 단연 '자율주행 자동차' 입니다.
기존의 완성차 브랜드 뿐 아니라 구글/애플 등 아이티 업종의 대표주자들이
잇따라 움직임을 보이며 새로운 시대에 대한 기대감을 한껏 높이고 있는 것입니다.

자율주행 자동차를 언제쯤 실생활에서 볼 수 있을까요?
의견이 다양하고 기술개발 단계에 있는만큼 정확한 시점을 언급할 순 없습니다.
그러나 적어도 2025 년 이후가 돼야 완전한 자율주행이 가능한 자율주행차가 출시될 것이며
2035 년 이후가 돼야 자율주행 자동차를 손쉽게 찾아볼 수 있다는 판단입니다.
자율주행 자동차는 아직 시간이 필요하다는 것입니다.

너무 실망할 필요는 없습니다.
소비자들의 눈높이를 맞춰줄 부분 자율주행 자동차는 끊임없이 출시되기 때문입니다.
ADAS(Advanced Driver Assistance System)으로 대표되는 부분 자율주행 자동차가
다가올 완전한 자율주행의 시대를 맞이할 예정입니다.

그리고 그 과정에서, 전장부품은 필연적으로 발전할 전망 입니다.
과거에 안전규제/환경규제/연비규제 등에 대응하기 위한 방안으로 선택됐던
전자제어 전장시스템이 운전자 가치 증대를 위한 자율주행 시스템을 발판으로
새로운 도약을 시작한다는 것입니다.

다시금 도약할 준비를 하고 있는 전장부품
전기전자 그리고 자동차 애널리스트가 함께 그 가능성을 분석해 보았습니다.

The Collaboration

달리고 싶은 전차군단의 외침

전장의 시대

자동차에 전기가 흐른다

Contents

Part I 자율주행 자동차? 아직은 시간이 필요해 4

Part II 자율주행 자동차는'전장'에서 시작된다! 21

Part III 전장부품 어디에 쓰이는가 33

기업분석

한라홀딩스 (060980) 48

S&T 모티브 (064960) 58

우리산업 (215360) 62

삼성 SDI (006400) 67

LG 이노텍 (011070) 71

엠씨넥스 (097520) 76

MDS 테크 (086960) 80

Part I

자율주행 자동차? 아직은 시간이 필요해

자율주행 자동차에 대한 기대감이 한껏 높아져 있습니다.
완성차, 부품업체는 물론 구글과 애플까지 나서 자율주행 자동차 개발의 의지를 피력하고 있는 상황인 것입니다.

자율주행 자동차란 스스로 인지/판단/제어를 행하는 자동차를 의미합니다.
운전자의 개입 및 책임 정도에 따라 완전/부분 자율주행 자동차로 나눌 수 있으며 현재 많은 업체들이 총력을 다해 R&D 투자를 진행하고 있습니다.

그러나 자율주행 자동차 2025 년 이후에나 활성화 되기 시작하고,
2035 년에나 완전한 자율주행의 시대가 열릴 것이라는 판단입니다.

현재의 수준보다 더 높은 수준의 기술력이 필요한 것은 물론
가격, 제도, 안전 등 해결할 이슈들이 남아있기 때문입니다.

자율주행 자동차? 아직은 시간이 필요해

애플의 습격, 전혀 근거없는 이야기는 아니다

지난 설 연휴, 외국의 주요 언론을 통해 애플의 전기차 개발 가능성 소식이 본격적으로 전해지기 시작했다. '타이탄'이라는 이름으로 현재 1,000여명이 넘는 인원이 참여해 자율주행 형태의 전기차를 만들기 위해 프로젝트를 가동중이라는 것이다. 이후 대한민국에서도 자율주행 자동차가 다시 한 번 뜨거운 감자로 대두되기 시작하였다.

애플은 자율주행 자동차 개발에 관한 어떠한 공식발표 없이 있는데, 많은 관계자들이 애플의 시장 진출을 예측하는 이유는 무엇일까?

추측의 근거는 다음과 같다. (1)전기차용 배터리 제조업체인 'A123시스템즈'로부터 핵심인력 5명을 유출했다는 이유로 고소를 받은 것은 물론, (2) 테슬라의 앨런 머스크는 애플이 지속적으로 테슬라의 인재들을 영입하기 위해 고액 연봉을 제시하고 있다고 비난하기도 했다. 또한 (3)캘리포니아에서 포착된 자율주행차로 추정된 차가 애플의 소유로 밝혀졌다는 사실, (4)CarPlay라는 시스템을 통해 OEM업체들과 지속적으로 협력을 해왔다는 사실등은 애플의 시장 진출이 임박했다는 주장을 뒷받침하고 있는 것이다.

표1 애플 타이탄(Titan) 프로젝트

구분	내 용
프로젝트명	타이탄(Titan) 프로젝트
형태	미니밴(전기차) – WSJ 보도
생산 일정	2020 년 – WSJ 보도
근거	(1) A123 시스템즈(전기차용 배터리 제조업체), 애플 인력유출 혐의로 고소 (2) 앨런 머스크 "애플, 60% 연봉 인상 + 2.5 만달러 서명 보너스로 직원 영입 시도" (3) 캘리포니아에서 애플 무인차 테스트 차량으로 추정되는 미니밴 포착 (4) Carplay 를 통해 완성차 업체들과 지속적으로 협력(M-Benz HMC Honda 등)

자료: 언론, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 캘리포니아에서 포착된 애플 무인차 테스트

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 애플 CarPlay Lineup

자료: 애플, 이베스트투자증권 리서치센터

자율주행 자동차, 그것이 알고싶다

그렇다면 업계 모두가 주목하고 있는 자율주행 자동차가 무엇일까? 자율주행 자동차는 '자동차 스스로 주변환경을 인식, 위험을 판단, 주행경로를 계획 운전자가 주행조작을 최소화함으로써 스스로 안전주행이 가능한 인간 친화형 자동차"를 의미한다.

자율주행 단계는 총 4개로 구분할 수 있다. 먼저 Level 0 [No Automation]의 단계는 완전한 비자동의 단계로 운전자는 드라이빙에 대한 인지,판단,제어의 과정에 모두 참여해야만 한다. Level 1 [Function-Specific Automation]에서는 운전자가 정상적인 주행 혹은 충돌이 임박한 상황에서의 일부 기능을 제외한 자동차의 제어권을 모두 소유한 상태로, 상황에 따라 '제어'과정에서 자동차 개입하는 형태를 의미하며, ABS등이 가장 대표적인 예라고 할 수 있다. 3번째 단계인 Level 2 [Combined-Function Automation]은 어떤 주행 환경에서 두 개 이상의 제어 기능이 조화롭게 작하는 것으로 특정 환경에서 상당부분의 제어에 대한 책임을 자동차가 보유한 것이며, 2017년 출시될 쉐보레의 슈퍼 크루즈 기능이 바로 이에 해당하는 것이다. Level 3 [Conditional Automation]은 특정 교통환경에서 자동차가 모든 안전 기능을 제어하며, 운전자의 조작이 필요한 경우 경보신호가 울리는 형태를 의미한다. 마지막 최종 단계인 Level 4 [Full Automation]에서는 운전자 없이 자동차 스스로 주행 가능한 형태로 모든 시스템에 대한 통제의 권한이 자동차에게 있는 완전한 자율주행 시스템을 의미하는 것이다.

그림3 **자율주행 자동차 프로세스**

자료: KATECH, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 **자율주행 자동차 단계**

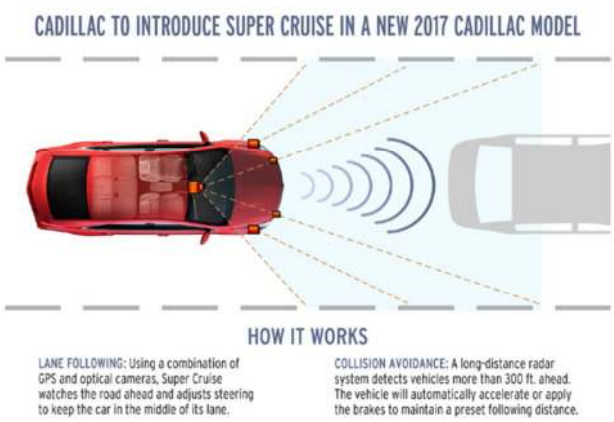
구분	인지/판단	제어	책임	운전가용성	명명	사례
Level 0	운전자	운전자	운전자	O	No Automation	
Level 1	운전자	운전자/자동차	운전자	O	Function-Specific Automation (단독 ADAS: ACC)	ABS (Anti-Lock Brake System) 등
Level 2	운전자	자동차	자동차?	O	Combined-Function Automation (통합 ADAS: ACC+LKAS)	GM '슈퍼 크루즈' 기능
Level 3	자동차	자동차	자동차?	O	Conditional Automation	구글 자율주행 자동차
Level 4	자동차	자동차	자동차?	X	Full Automation	완전 자율주행 자동차

자료: KATECH, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 자율주행 자동차 단계

자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 GM 'Super Cruise' 원리



자료: GM, 이베스트투자증권 리서치센터

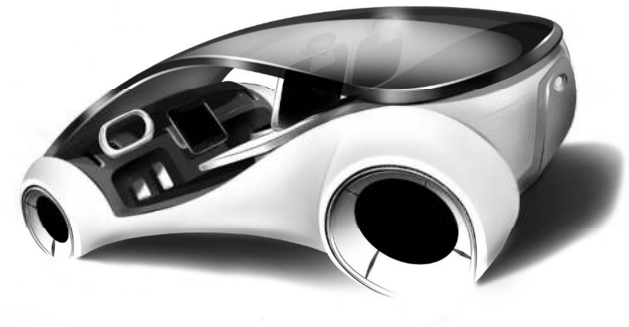
그림6 GM – Super Cruze 주행사진

자료: 언론, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 Google`s self-driving car

자료: GM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 완전 자율주행 자동차



자료: 언론, 이베스트투자증권 리서치센터

자율주행 자동차 개발 현황

자율주행 자동차를 개발하기 위해 구글은 물론 글로벌 OEM업체들과 부품업체들까지 활발한 투자활동을 진행하고 있다.

구글은 구체적인 자율주행 자동차 출시 시기를 제시하진 않았으나 캘리포티아 네바다주에서 자율주행 자동차를 이용해 운전면허를 취득한 것은 물론 2015년 기준으로 이미 100만km 이상의 시험주행을 기록한 것으로 알려져있다. 글로벌 OEM업체들은 구체적으로 상용화 시기까지 제시하고 있는 상황이다. 가장 공격적인 것은 Renault로 비용문제만 없다면 2016년에도 충분히 상용화하는 것이 가능하다고 밝힌 것이다. 한편, 현대/기아차의 경우 2016년까지 ASCC(Advanced Smart Cruise Control)를 기반으로 한 단계 더 발전시킨 고속도로 자율주행 시스템을 개발하겠다고 밝혔으며 2025년까지 완전 자율주행 자동차를 출시하겠다고 선언한 상황이다.

표3 주요 업체별 자율주행 자동차 관련 코멘트

업체	동향
Google	Audi, GM, Honda, HMC 등과 OAA(오픈 자동차 연합) 결성
	자율주행 자동차 시험주행 거리 80 만 km 이상(2013 년 3 월)
	운영체제는 물론 자율주행 자동차 관련 헤게모니 지배 목적 ex)우버
M-Benz	2013 년 9 월 S500 연구차량으로 100km 자율주행 성공
	2020 년까지 상용 자율주행 자동차 출시하겠다 선언
Volvo	2013 년 7 월 운전자의 개입 없이 레이더, 센서 등 장비를 기반으로 시속 90km 주행 성공
	2017 년까지 자율주행차 100 대를 일반도로에서 달리도록 하는 프로젝트 완성 계획
Renault	더넥스트 투(The Next Two)로 불리는 자율주행차 개발 중
	가격 문제만 없다면 2016 년 상용화 할 수 있다고 예상
Auid	2013 년 스스로 주차가 가능한 무인주차 기술 공개
Ford	2025 년까지는 완전한 자율주행차 출시 계획 없어
GM	2018 년 쉐보레 캐딜락에 고속도로에서 상황을 고려해 스스로 속도와 간격을 조정하는
	Super Cruise 라는 반자동 드라이빙 기술 탑재 선언
Nissan	자율주행차 상용화 가능 시점 2020 년 전망
Honda	2020 년 자율주행차 출시 계획 발표
현대/기아차	현대모비스를 통해 2025 년까지 완전 자율주행차 출시 발표

자료: 언론종합, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 주요 업체 자유주행 자동차

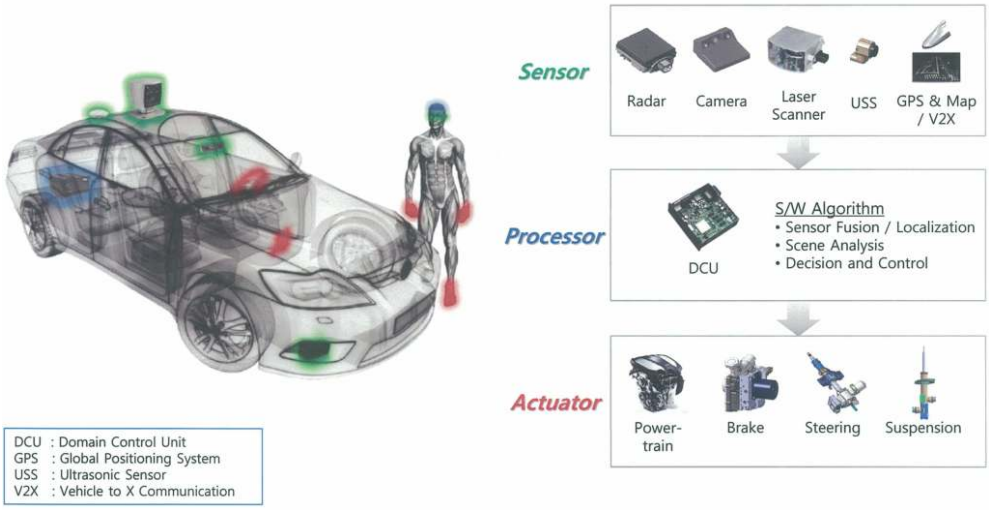
자료: 언론, 이베스트투자증권 리서치센터

자율주행 자동차가 달리기 위해선...

자율주행 자동차는 결국 인간이 행하던 운전이라는 행위를 자동차에 이관하는 것이다. 그렇기에 지금까지 인간만이 할 수 있었던 행위를 자동차 스스로 할 수 있어야 자율주행 자동차가 현실화 될 수 있는 것이다.

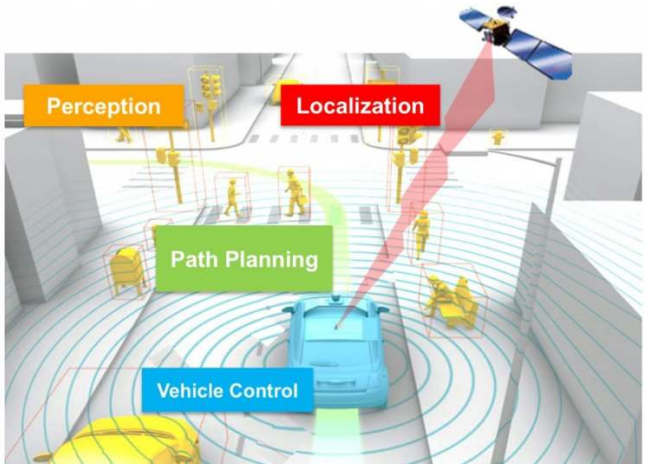
운전자는 차량을 주행하기 위해 필요한 행위는 결국 인지/조향/가감속이다. (1)눈과 귀를 통해 주변 환경을 인지(감지)하고, (2)주행 경로를 결정하기 위해 손을 이용해 조향 즉 방향을 결정하며, (3)속도를 조절하기 위해 발을 이용해 가감속을 진행한다는 것이다. 즉, 스스로 주변 환경을 인지하고 방향을 결정하는 것은 물론 차량의 속도까지 스스로 통제할 수 있는 차량이 자율주행 자동차이며, 자율주행 자동차가 현실화 되기 위해선 이러한 것들이 현실화 될 수 있는 기술들이 개발돼야 하는 것이다.

그림10 ADAS 시스템 구성



자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 자율주행 자동차 작동 원리



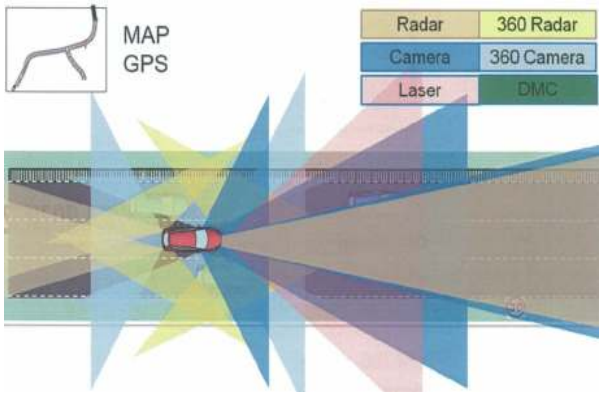
자료: 서울대, 이베스트투자증권 리서치센터

(1) 주행환경인지시스템

가장 중요한 것은 인지하는 것이다. 주변환경에 대한 정확한 인지가 불가능할 경우 아무리 차량을 통제하는 시스템이 발달한다 하여도 자율주행 자동차는 불가능한 것이다. 그렇기 때문에 모든 업체들이 사활을 걸고 발전시키려 하는 기술이 바로 인지와 관련된 분야이며, 현재 포착된 대부분의 자율주행 자동차들이 차량의 루프판넬 즉 상단 부분에 인지와 관련된 물체를 부착하고 있는 이유이다.

사람의 눈과 귀를 대신하기 위해 현재 개발중인 품목으로는 Camera, Radar, Laser Scanner, Ultrasonic Sensor 등이 있다. 모두 가장 정확한 인지를 위한 장치이며 서로 대체하는 것이 아닌 서로를 보완함으로써 인지의 정확성을 높이는 것이다.

그림12 볼보 자율주행 자동차 인지 시스템



자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 구글 자율주행 자동차 – 프리우스(도요타)

자료: Google, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 주행환경인지 장치

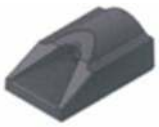
구분	특 징
Camera	▪ 인간의 눈과 같이 다양한 사물을 한번에 인지할 수 있음 ▪ 날씨에 매우 민감함
Radar	▪ 날씨와 관계 없이 사물을 인지할 수 있음(이동시간정보를 바탕으로 거리를 측정함)
Laser Scanner	▪ 감지 범위가 무제한 적이며(360 도 회전 가능) 정밀도가 높음 ▪ 끊임없는 회전이 필요, 내구성이 매우 약하고 날씨에 민감
Ultrasonic Sensor	▪ 단가가 매우 쌈, 효율적인 예산 편성 가능 ▪ 날씨, 온도 등 주변 환경에 매우 민감함, 주차센서로 이용

자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터

① Camera

Camera는 가장 일반적인 인지 장치로써 사람의 눈과 같이 빛의 반사 작용을 이용해 사물을 인식하는 장치이다. 형태에 따라 Monocular Camera/Multi-ocular Camera/ Wide Angle Camera로 나뉠 수 있으며 다른 인지장치 대비 날씨에 가장 민감하지만 가장 일반적으로 사용하고 있는 인지장치의 대표주자이다.

표5 Camera

구분	Monocular Camera	Multi-ocular Camera	Wide Angle Camera
외관			
최대 감지 거리	150m	150m(Stereo:50m)	20m
감지 범위	50°	50°(Far)~180°(Near)	180°
Application	LKA/TRS/AEB	LKA/TRS/AEB/CTA	RVC/AVM

자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 Camera 인지 프로세스

자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터

② Radar

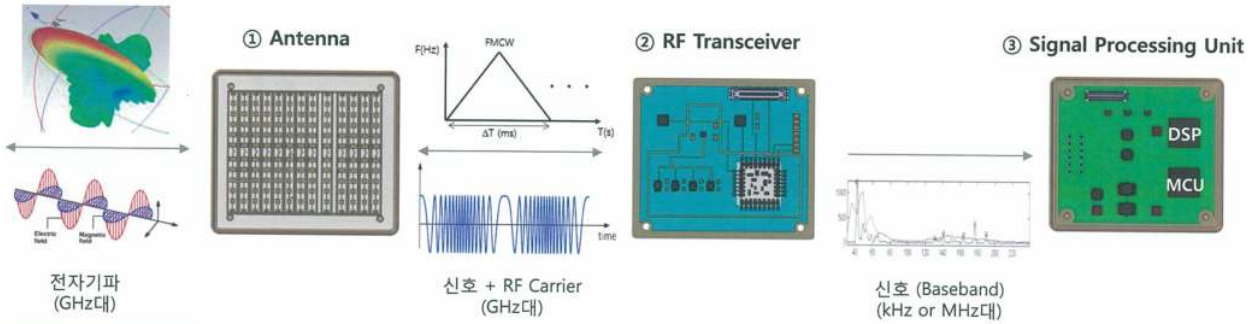
Radar는 전기파가 반사돼 돌아오는 시간을 계산해 사물을 인지하는 장치로 인식 거리에 따라 Long Range Radar/Middle Range Radar/Short Range Radar로 구분할 수 있다. 이동시간을 이용해 사물의 형태와 거리를 측정하는 만큼 날씨에 대한 민감도가 가장 적다는 특징을 갖고 있다.

표6 Radar

구분	Long Range Radar	Middle Range Radar	Short Range Radar
외관			
최대 감지 거리	250m	150m	70m
감지 범위	20 ° (Far)~90 ° (Near)	20 ° (Far)~90 ° (Near)	100 ° ~120 °
Application	Full Speed ACC/AEB	Limited ACC/AEB	BSD/LCA/CTA

자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 Radar 인지 프로세스



자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터

③ Laser Scanner

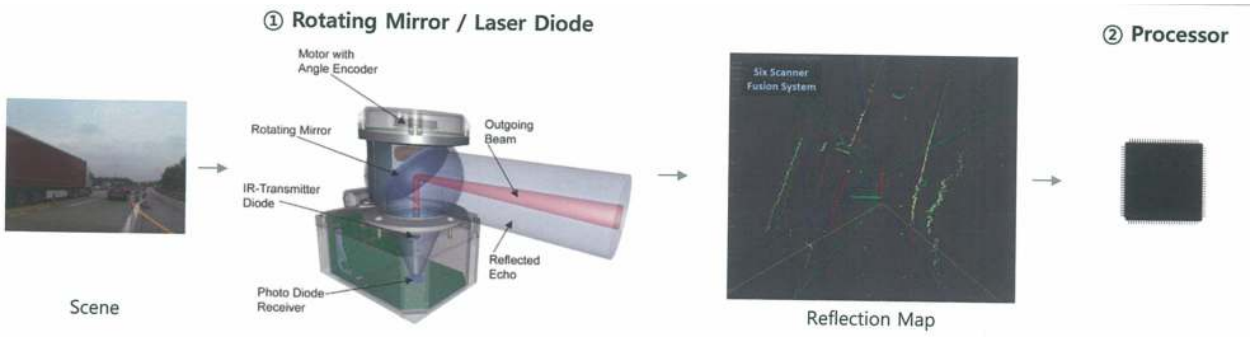
흔히 LIDAR로 알려진 Laser Scanner는 물체에 레이져를 쏘고 돌아오는 시차와 에너지 파동의 변화를 해석해 사물을 인식하는 장치이다. 현재 구현되고 있는 자율주행 자동차의 헤드부분에 탑재된 인지 장치로 지속적인 회전이 필요한 만큼 내구성이 매우 약하며 날씨에 변화에 의해 에너지 파동에 대한 인식률에 변동이 생긴다.

표7 Laser Scanner

구분	Velodyne	Ibeo
외관		
최대 감지 거리	100m	100m
감지 범위	360 °	120 °
Application	Automated Driving	Automated Driving

자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 Laser Scanner 인지 프로세스



자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터

④ Ultrasonic Sensor

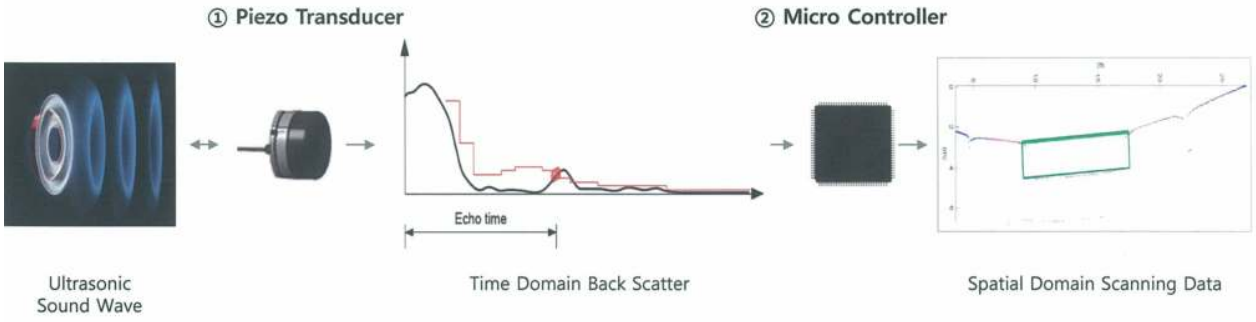
초음파를 이용해 사물을 인지하는 Ultrasonic Sensor는 인지 거리에 따라 Long Range Sensor와 Short Range Sensor로 구분할 수 있다. 날씨에 따른 제약이 많고 감지 거리가 짧다는 단점이 있으니 단거리에 대한 인식률이 높고 비용적이 측면에 이점이 있는 만큼 SPAS같은 주차시스템에 많이 쓰이고 있다.

표8 Ultrasonic Sensor

구분	Long Range	Short Range
외관		
최대 감지 거리	4.5m	2.5m
감지 범위	45 °	90 °
Application	SPAS	PAS

자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 Ultrasonic Sensor 인지 프로세스



자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터

(2) 경로의 계획 및 생성기술

자율주행 시스템에서는 운전자가 주행에 관한 어떤 판단에 개입하지 않고 경로 역시 차량 스스로 계획하고 생성해야 하는만큼, 운전 경로에 대한 제어 기술 역시 발달할 필요가 있다. 경로계획은 지도(Map)를 기반으로 짧은 시간 내에 목표지점까지 안전하게 최단거리의 경로로 이동하기 위한 것으로, 정밀한 도로맵의 구축과 이를 기반한 위치인식 기술, GPS 시스템으로 인식될 수 없는 터널과 같은 음영지역의 한계를 해결하기 위한 초음파, 적외선 등의 기술 발달이 필요할 것이다.

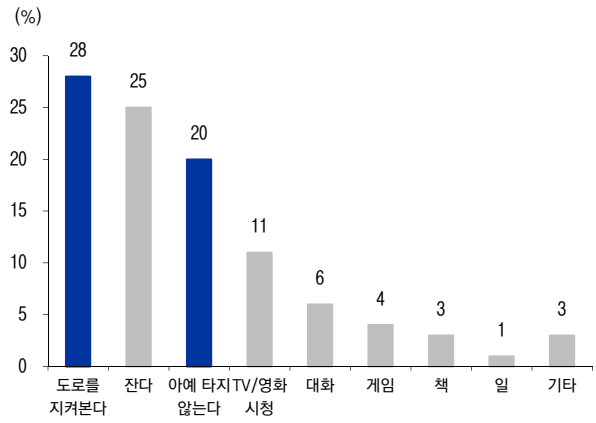
그림18 자율주행 자동차, 스스로 안전하고 빠른 경로를 계획해야…

자료: 일본 국토교통성, 이베스트투자증권 리서치센터

(3) 자율주행 자동차 플랫폼

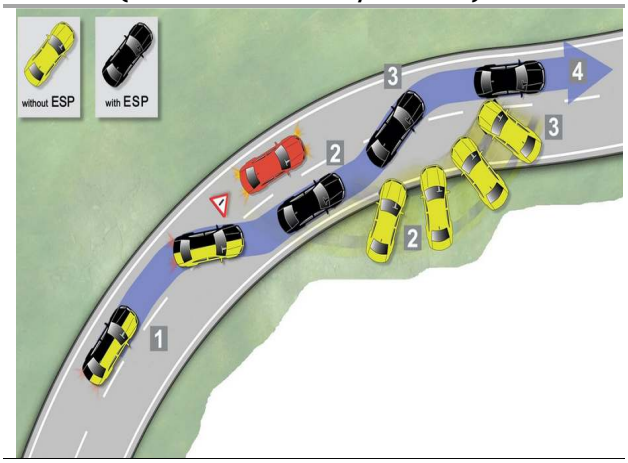
아무리 자율주행 기술이 발달한다고 하더라도 자율주행에 대한 소비자의 (안전)의문이 해결되지 않는다면 상용화 시기는 뒤로 밀릴 수 밖에 없을 것이다. 즉, 자율주행 자동차의 제동/조향/현가 등 주행기술 수준은 기존의 자동차보다 높은 수준으로 유지될 수 있어야 한다는 것이다. 그렇기에 자율주행을 위한 하드웨어[ECU, 액츄에이터]와 하드웨어를 좀 더 정밀하고 신속하게 만들기 위한 소프트웨어 기술 개발이 지속적으로 이루어지고 있다. ABS 기능은 물론 엔진 토크까지 제어해 차량 자세를 안정적으로 유지하는 ESC가 대표적인 예이며, 이러한 자율주행 자동차 플랫폼에 관한 기술들이 자율주행 자동차에 대한 신뢰수준을 높일 것다.

그림19 자율주행 자동차에서 하고싶은 일(설문조사)



자료: 모터그래프, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 ESC(Electornic Stability Control) 구현



자료: GM, 이베스트투자증권 리서치센터

기술개발이 완료된다 하더라도...

(1) 부담스러운 가격

자율주행 자동차의 확산에 장애물이 될 가장 큰 장벽은 결국 자율운전 기능을 탑재하기 위한 '비용'이다. 현재 개발되고 있는 자율주행 장비 부착을 위한 추가 비용은 10만달러 수준으로 추산되고 있다. 대량생산이 이뤄질 경우 약 2.5만~5만달러 수준으로 감소할 수 있을 것으로 보고 있으나, 시장조사기관의 조사 결과에 따르면 1만달러 미만 수준으로 떨어지는 것은 상당한 시간이 필요할 것으로 전망하고 있다.

한편 J.D. Power 조사결과에 따르면 미국소비자 중 자율주행 자동차의 가격이 기존 차량에 근접할 경우 구입 의향이 있는 비율이 약 37% 수준인 것으로 나타났다. 이 비율은 3,000달러가 추가될 경우 20% 수준으로 감소하는데, 전기자동차의 연평균 가격 하락률 8%를 적용해 1만달러 이후의 스케쥴을 계산하더라도 3,000달러 수준이 되기 위해선 15년, 가격차이를 거의 느끼지 못하기 위해선 20년 이상의 시간이 필요한 것으로 나타났다.

즉, 가격적인 측면에서만 고려하더라도 자율주행 자동차에 대한 현재의 수요가 유지될 경우 자율주행 자동차가 확산되는데 상당한 시간이 소요되는 것이다.

(2) 소송 및 법적 책임의 모호

자율주행 자동차의 확산을 위해 해결해야할 두 번째 이슈는 법적 책임에 대한 모호성이다. 공공도로에서의 자율주행 자동차 운행으로 보험 및 법적 책임에 대한 이슈가 필연적으로 발생할 수 있다는 것이다.

완벽한 자율주행 기술에도 불구하고 사고는 피할 수 없을 것이며, 차량 제조사, 소프트웨어 제조사, 운전자 등 누구에게도 그 책임을 전가하기 어려운 상황을 야기할 것이다. 충돌 사고시 안전 우선순위를 자기 차량에 둘 것인지 상대 차량에 둘 것인 판단하는 것은 매우 어려우며, 그 기준을 운전자와 제조사 등 관계자 모두가 동의하게 만드는 것 역시 현실적으로 해결하기 쉽지 않은 일이라는 것이다.

(3) 프라이버시 침해 우려

자율주행 자동차를 운행하며 발생하는 정보에 대한 침해관한 우려이다. 자율주행 자동차를 운행하면 필연적으로 경로, 목적지, 날짜 등 운행 데이터가 저장될 것이다. 이 데이터를 누가 소유하고 어떤 형태로 저장될 것인지, 누구에 의해 어떤 목적으로 사용이 될 것인지에 대한 우려이며, 결국 개인에 대한 감시로 확산될 수 있다는 우려가 존재하는 것이다.

(4) 시큐리티 이슈 발생 가능성

안전적인 측면에서 대형 사고가 발생할 가능성에 대한 우려이다. 해커, 테러조직, 적대국가 에서 시스템의 통제를 통해 고의적인 대형 차량충돌, 교통혼란 등을 만들 가능성이 존재하며, 집단적인 차량 마비 현상까지 발생할 수 있다는 것이다.

(5) 관련 제도의 미비

일반 자동차와 달리 자율주행 자동차는 여전히 안전, 면허 등 주행과 관련된 법적인 규제/기준이 존재하지 않는 상황이다. 가장 앞서가고있는 미국에서 조차 일관된 면허증이 없는 상황으로 자율주행 자동차의 발전을 위해서 개선이 필요한 가장 첫 단계가 될 것이다.

자율주행 자동차, 아직은 시간이 필요해

자율주행차 2025 년 이후 본격 성장 시작할 듯

그렇다면 자율주행 자동차를 언제 실생활에서 볼 수 있을 것인가? 이에 대한 의견은 너무 다양한만큼 어떤 시기가 되면 자율주행 자동차가 실생활에서도 활용될 수 있을지 예측하는 것은 매우 어려운 일이다. 그러나 시장 정보기관의 조사를 토대로, 완성차 업체들의 상용화 시점을 토대로 그리고 반도체 기술 진화 법칙으로 유명한 무어의 법칙을 바탕으로 예상해보면 그 시점은 빨라도 2025년 이후라는 전망이다.

IHS Automoive의 조사에 따르면 자율주행 자동차 판매는 2025년 23만대 수준에 달할 전망이다. 시장 진입초기인 만큼 그 규모가 크진 않은 것이다. 그러나 이후 가파르게 성장해 2035년 1,180만대, 2050년이면 8,000만대 수준으로 성장할 것으로 예측하였다. 한편 Navigant Research는 완전 자율주행 자동차(Autonomous Driving)의 시장 규모를 2025년 476만USD → 2030년 4,711만USD → 2035년 9,544만USD의 수준으로 전망하였다. IHS Automotive와 마찬가지로 2025년 이후 자율주행 자동차 시장이 본격적으로 성장 궤도에 오를 것으로 분석한 것이다.

표9 주요기관별 자율주행 자동차 예측

기 관	내 용
Daimler	완전한 자율주행 자동차가 2025 년이면 시장에 등장할 것
Navigant	2035 년에 자율주행 자동차가 전체 판매의 75% 차지할 것 판매 예측(2020 년 8,000 대 → 2035 년 9,540 만대 CAGR +85%yoy)
Nissan	2020 년까지 도시에서 운행 가능한 자율주행 자동차 출시할 것
Insurance I/F	완전 자율주행 자동차가 나오기까지는 20 년 이상 소요될 것
Continental	완전 자율주행이 2025 년까지 가능하게 할 계획
Google	2018 년 내에 자율주행 자동차 시장 출시 계획
IEEE	2040 년까지 모든 차량의 75%가 자율주행 자동차로 대채될 것

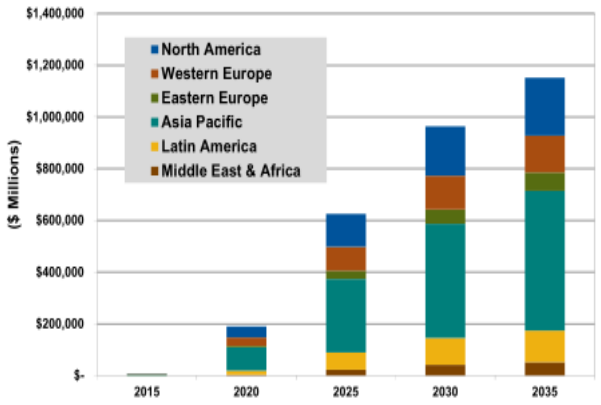
자료: 정보통신산업진흥원, 이베스트투자증권 리서치센터

표10 자율주행 자동차, 2025 년 이후에나 헤게모니 주도할 듯

구분	내용	전망기관
2015	5% of the cars on the road will be level2	Strategy Analytics
2016	Tesla Model S to be 90% autonomous	Tesla
2017	California first state to allow sale of autonomous cars	Gray Scott(Techno-Futurist)
2018	Google to sell their autonomous car	Google
2020	BMW, Volvo and Nissan to sell line of driverless cars	BMW Volvo Nissan
2026	100% of cars sold will be autonomous	Morgan Stanley
2030	Autonomous cars will be an $87 billion industry Only self-driving cars can be purchased in United States 25% of traffic will be autonomous vehicles	Lux Research IHS Automotive Fehr & Peers
2035	75% of all passenger vehicles bought will be self-driving	Navigant Research
2040	75% of the traffic will be autonomous vehicles 50% of traffic will be autonomous vehicles	IEEE Fehr & Peers
2060	75% of traffic will be autonomous vehicles	Fehr & Peers
2064	Driverless cars availabe worldwide	Daimler
2070	95% of traffic will be autonomous vehicle	Fehr & Peers

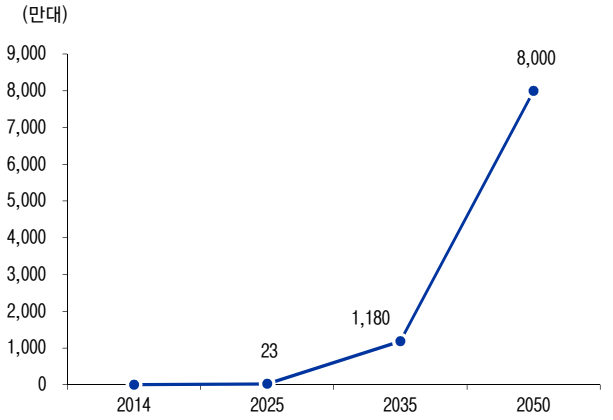
자료: 언론, 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 자율주행 시스템 시장전망



자료: Navigant Research,이베스트투자증권 리서치센터

그림22 자율주행 자동차 판매 전망(IHS)



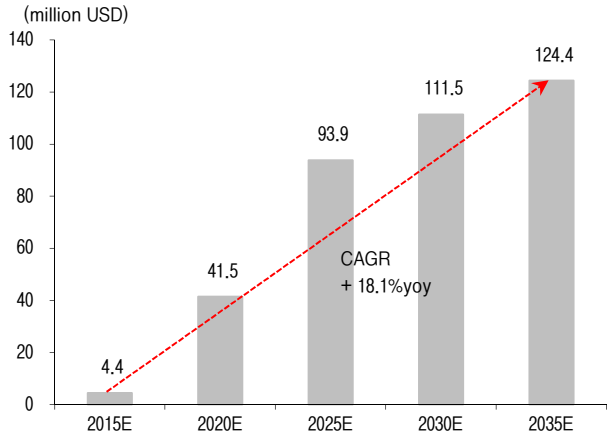
자료: IHS Automotive, 이베스트투자증권 리서치센터

표11 주요 자율주행 기술 상용화 전망

(mil USD, %)	2015E	2020E	2025E	2030E	2035E	CAGR
Adaptive Speed Control	4.4	41.5	93.9	111.5	124.4	18.1
Automatic Emergency Braking	2.5	53.9	100.8	112.3	124.5	21.7
Automatic Lane Maintain	0.4	22.8	82.0	113.6	125.5	33.8
Freeway Driving Mode	0.0	9.7	68.5	105.6	119.5	55.2
Traffic Jam Mode	0.2	33.1	92.5	108.2	121.2	36.9
Automous Parking System	0.0	11.1	66.4	95.4	110.8	56.1
Self-Driving Mode	-	1.4	27.4	76.8	109.0	82.3
Autonomous Driving	-	0.0	4.8	47.1	95.4	88.1

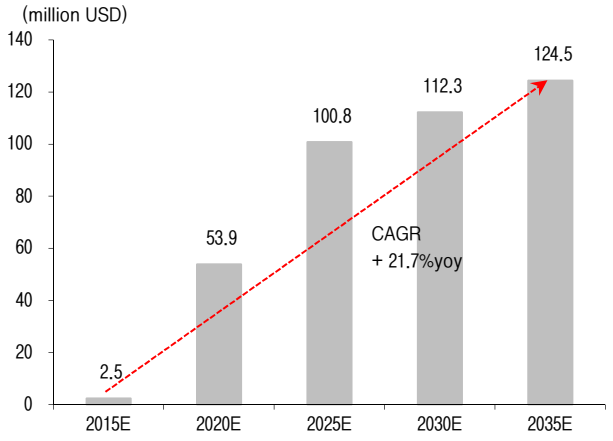
자료: Navigant Research, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 Adaptive Speed Control 전망



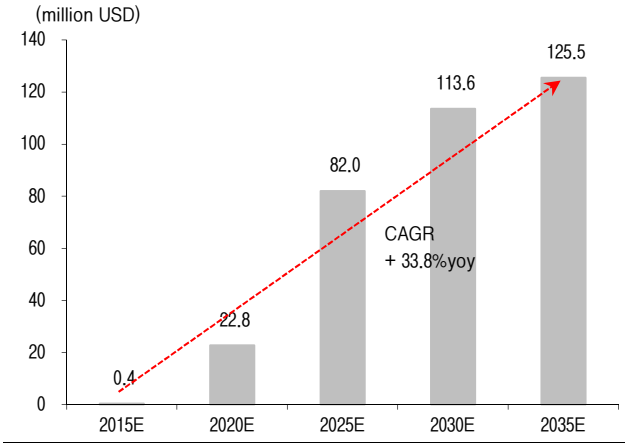
자료: Navigant Research, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 Automatic Emergency Braking 전망



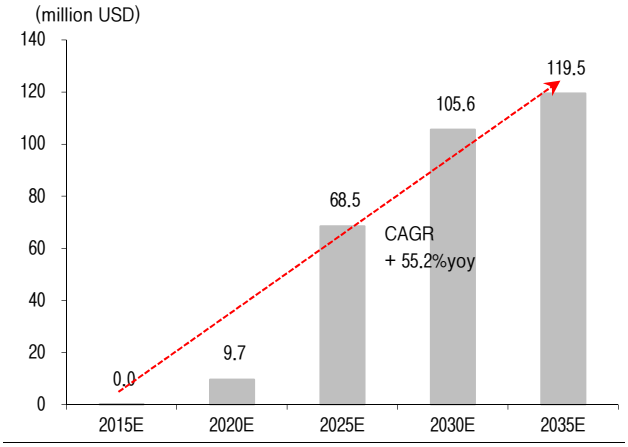
자료: Navigant Research, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 Automatic Lane Maintain 전망



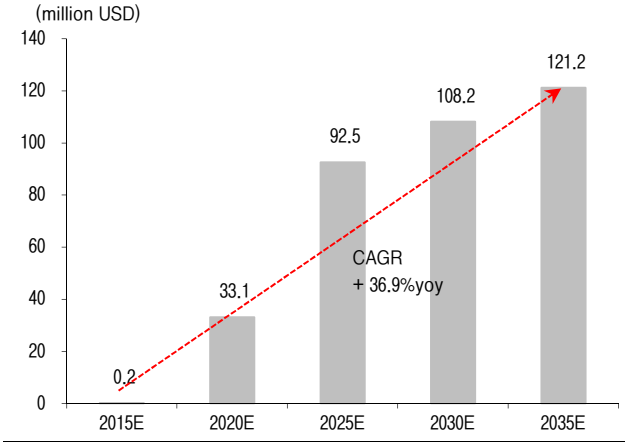
자료: Navigant Research, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 Freeway Driving Mode 전망



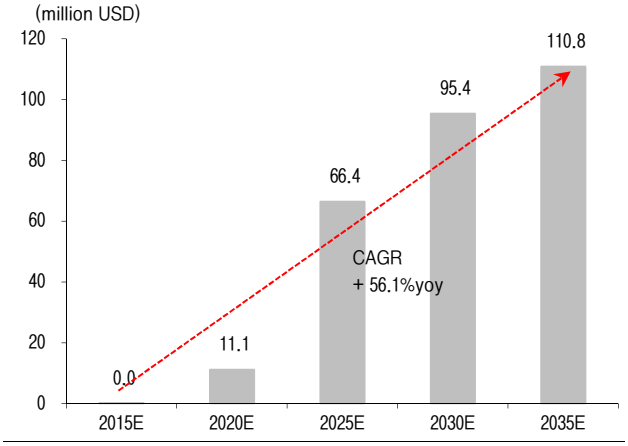
자료: Navigant Research, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 Traffic Jam Mode 전망



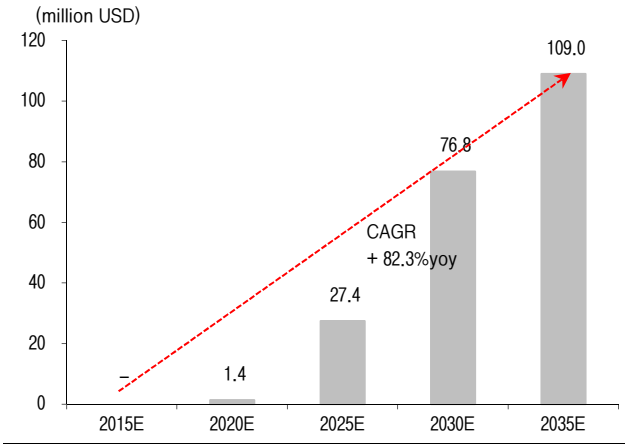
자료: Navigant Research, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 Automous Parking System 전망



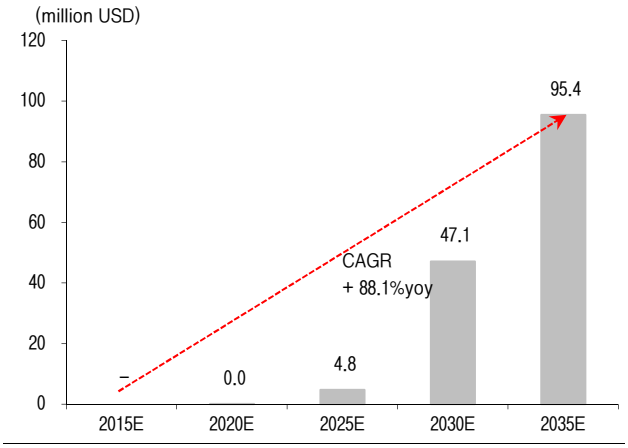
자료: Navigant Research, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 Self-Driving Mode 전망



자료: Navigant Research, 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 Autonomous Driving 전망



자료: Navigant Research, 이베스트투자증권 리서치센터

2025 년 믿을만한 자율주행 자동차 찾을 수 있어[무어의 법칙 활용]

한편 반도체 집적회로의 성능이 18개월마다 2배로 증가한다는 "무어의 법칙"으로 유명한 Matthew Moore는 완전 자율주행 자동차의 상용화 가능 시기를 2025년 이후로 예측하였다. Matthew Moore와 그의 연구진은 자율주행차 테크놀러지 S-커브(technology S-Curve)를 이용하였다.

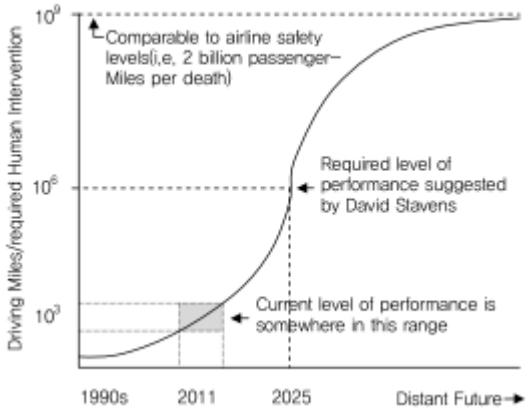
Moore에 따르면 2008년 미국에서는 평균적으로 10^6마일, 즉 100만마일에 한 번씩 심각한 교통사고가 발생하였다. 자율주행 자동차는 사고 통계가 없으므로, 운전자가 운전에 개입해야 하는 시기를 사고 발생 시기로 가정할 경우 현재의 수준에서는 10^3마일, 즉 1,000마일에 한 번씩 운전에 개입해야 하는 시기이다. 만약 자율주행 자동차의 기술 수준이 반도체의 기술 진보 법칙으로 유명한 무어의 법칙(1년 6개월에 한번 2배씩 기술 수준이 진보)를 따른다고 가정할 경우, 대략 2025년 이후 사람 정도의 운전 성능을 보인다고 볼 수 있는 것이다. 한편 이를 확장 적용할 경우 비행기의 무인주행과 같은 수준으로 도달하는 시기는 약 2041년 수준인 것으로 예측할 수 있을 것이다.

[실제로 Morgan Stanley, Navigant Research 등 외국의 주요 기관들은 2046년 이후를 완전한 무인자동차의 시대로 예측하고 있다]

그림31 자율주행 자동차 상용화 시기 전망

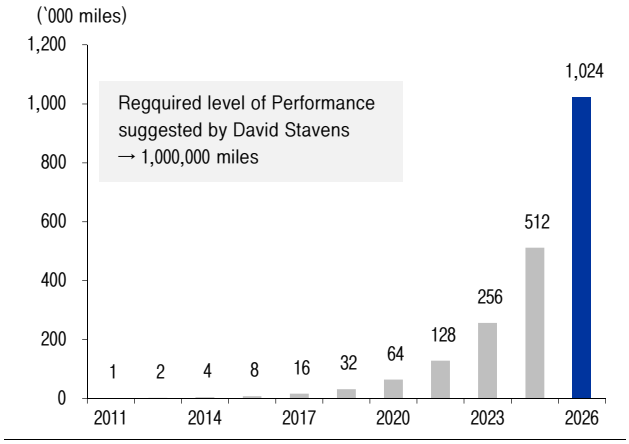
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 자율주행 자동차 상용화 시기 전망



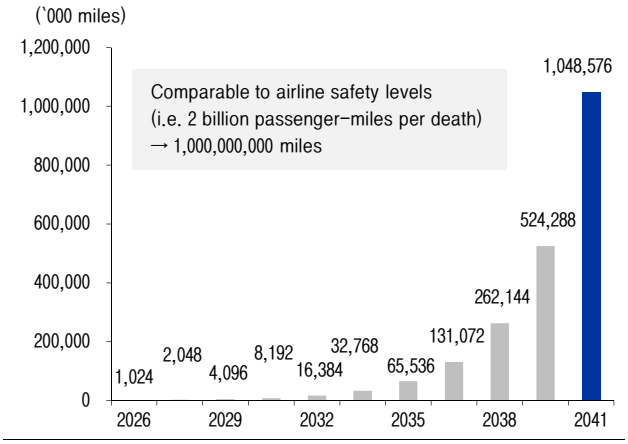
자료: Matthew Moore&Beverly Lu,이베스트투자증권 리서치센터

그림33 무어의 법칙 (1)



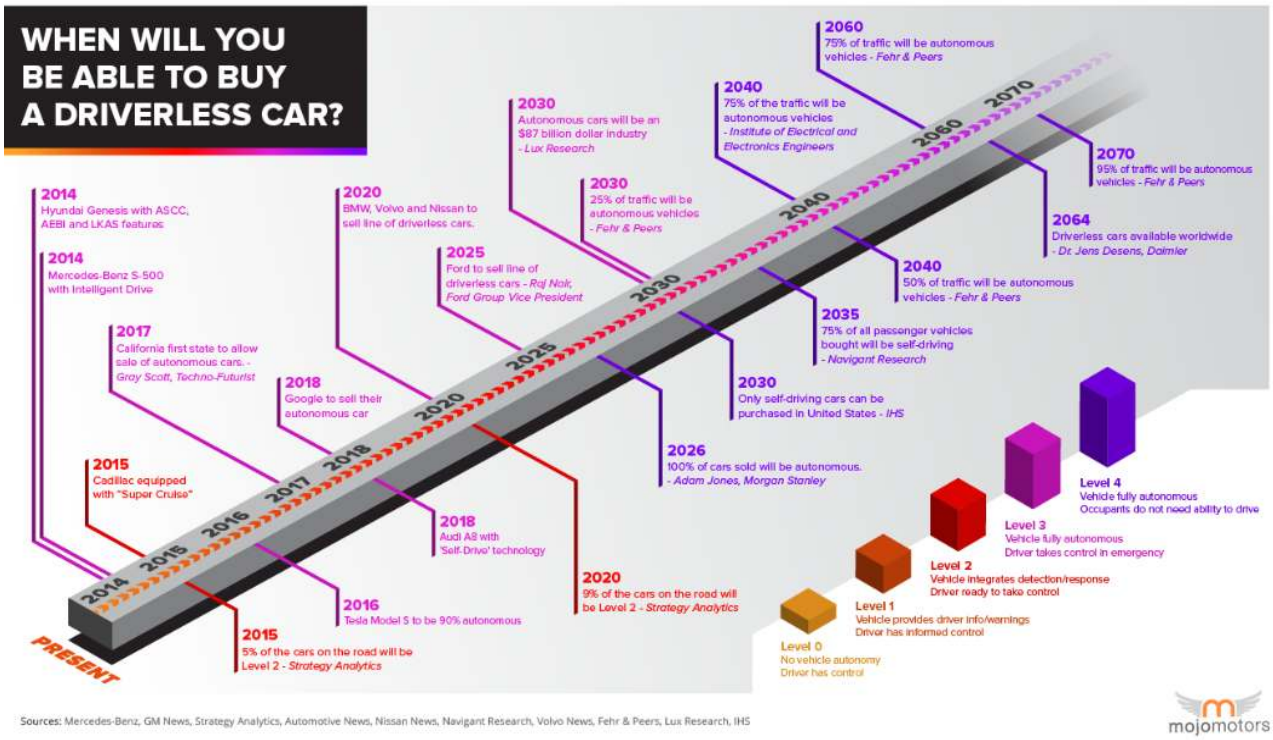
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 무어의 법칙 (2)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 자율주행 자동차 상용화 시기 로드맵



자료: mojomotors, 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

자율주행 자동차는 ‘전장’에서 시작된다!

자율주행 자동차를 향한 첫 발걸음은 ‘전장’에서 시작됩니다.
통신/IT 기술이 자동차를 스스로 움직이게 만드는 기폭제가 된 것은 사실이지만
차량이 스스로 구동하게 만드는 것은 전자제어 전장시스템이기 때문입니다.

전장부품이란 기존의 기계식 장치 혹은 인간의 운전으로만 처리하기에는
제한적이었던 영역들을 컴퓨터(반도체) 시스템으로 통제함으로써 차량의 효율성
안전성 그리고 편의성까지 향상시키는 기술을 의미합니다.

그리고 이러한 작동이 가능하게 만드는 것은 센서, ECU, 액츄에이터 입니다.
조금은 지루할 수 있지만, 전장부품이 어떤 형식을 과정을 통해 작동하는지
그 프로세스를 분석해 보았습니다.

자율주행 자동차는 '전장'에서 시작된다

자율주행은 ADAS 에서 시작된다

ADAS(Advanced Driver Assistacne System), 자율주행의 시작을 알리다

완전한 자유주행(Level 4)을 위해선 여전히 시간이 필요한 것은 분명하다. 그러나 Level 4의 단계로 발전하기 위해서는 그 전 단계를 거쳐야 하는 법, 완전 자율주행 자동차가 상용화되기 전에 부분 자율주행차의 출시가 잇따를 것이며, 이에 따라 ADAS(Advanced Driver Assistancce System) 시장 역시 확대될 전망이다.

ADAS(Advanced Driver Assistancce System)는 지능형 운전자 보조시스템을 뜻하는 것으로 전자제어 기술을 기반으로 운전 Process를 일부 자동화하여, 적절한 시점에 개입을 통해 운전자를 지원하는 편의 및 안전 시스템이다. 결국 자율주행 자동차로 진화하기 위한 징검다리 역할을 하는 것이며 운전과 관련된 가장 주요한 이슈인 교통정체로 인한 편의문제, 교통사고로 인한 안전문제를 해결하기 위한 것이다.

현재의 수준에서 상용화된 ADAS 아이템들은 대부분 자율주행 자동차 기준으로 분류할 시 2단계 즉 Level 1의 단계에 있다고 볼 수 있다. 가장 일반적인 예로 전방 주행자동차화의 차간거리를 유지해주는 ACC(Active Cruise Control), 차선을 이탈하지 않도록 제어해주는 LKS(Lane Keep Support) 같은 시스템들이 이에 해당된다고 볼 수 있다. 한편 현대차가 내년부터 일부 양산 모델에 적용하기 시작할 ASCC(Advanced Smart Cruise Control)은 3단계 즉 Level 2에 해당 하는 것으로 분류할 수 있다. ASCC란 운전자가 페달과 브레이크를 밟지 않아도 레이더 센서를 통해 앞 차량과의 거리를 일정하게 유지시켜 주는 것은 물론 앞차가 정차하면 스스로 정지했다가 다시 출발해 운전자가 설정해놓은 속도까지 가속되는 시스템을 의미한다. 이는 주행 후 일정 속도를 유지하게 하는 CC(Cruise Control)기능에서, 선행차량을 추종할 수 있는 기능이 추가된 SCC(Smart Cruise Control)을 거쳐 정차 후 출발 시 선행차량을 추종해 주행이 가능한 ASCC로 발전된 것으로 Level2에 해당하는 시스템이라 할 수 있다.

그림36 **자율주행 자동차 단계**

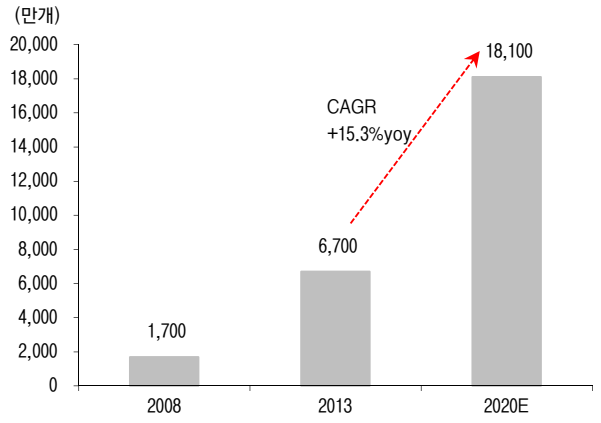
자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터

2020 년 글로벌 ADAS 시장 규모 2,610 억달러 전망

ADAS(Advanced Driver Assistancce System)는 지능형 운전자 보조시스템을 뜻하는 것으로 전자제어 기술을 기반으로 운전 Process를 일부 자동화하여, 적절한 시점에 개입을 통해 운전자를 지원하는 편의 및 안전 시스템이다. 결국 자율주행 자동차로 진화하기 위한 징검다리 역할을 하는 것으로 운전과 관련된 가장 주요한 이슈인 교통정체로 편의문제, 교통사고로 인한 안전문제를 해결하기 위한 것이다.

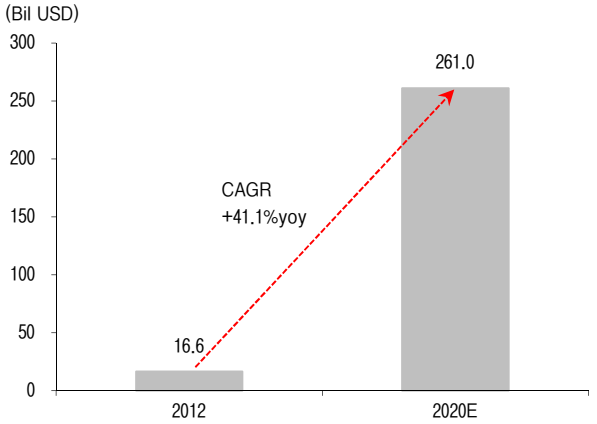
현재의 수준에서 상용화된 ADAS 아이템들은 대부분 자율주행 자동차 기준으로 분류할 시 2단계 즉 Level 1의 단계에 있다고 볼 수 있다. 가장 일반적인 예로 전방 주행자동차화의 차간거리를 유지해주는 ACC(Active Cruise Control 현재의 수준에서 상용화된 ADAS 아이템들은 대부분 자율주행 자동차 기준으로 분류할 시 2단계 즉 Level 1의 단계에 있다고 볼 수 있다. 가장 일반적인 예로 전방 주행자동차화의 차간거리를 유지해주는 ACC(Active Cruise ControlC(Active Cruise Control 현재의 수준에서 상용화된 ADAS 아이템들은 대부분 자율주행 자동차 기준으로 분류할 시 2단계 즉 Level 1의 단계에 있다고 볼 수 있다.

그림37 ADAS 시장 전망(Unit base)



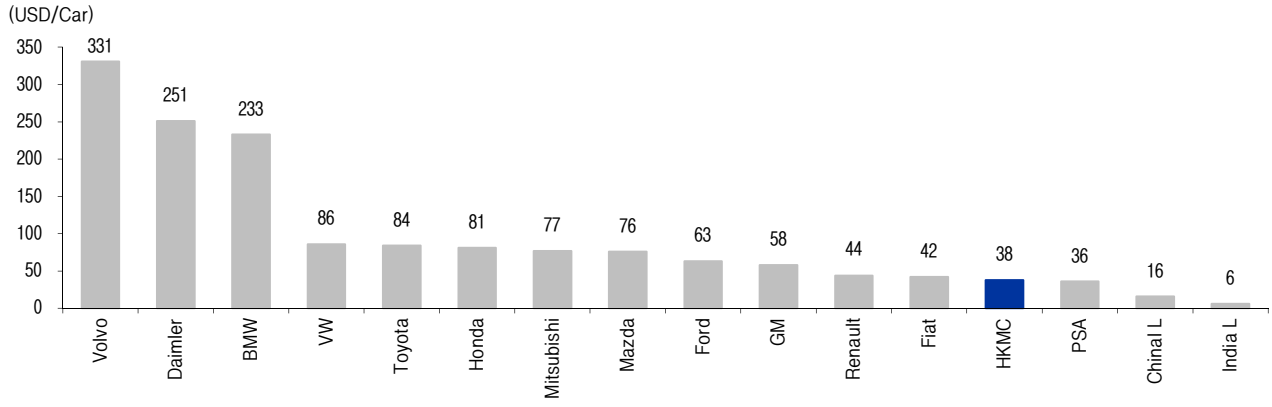
자료: Strategy Analytics, 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 ADAS 시장 전망(Sale base)



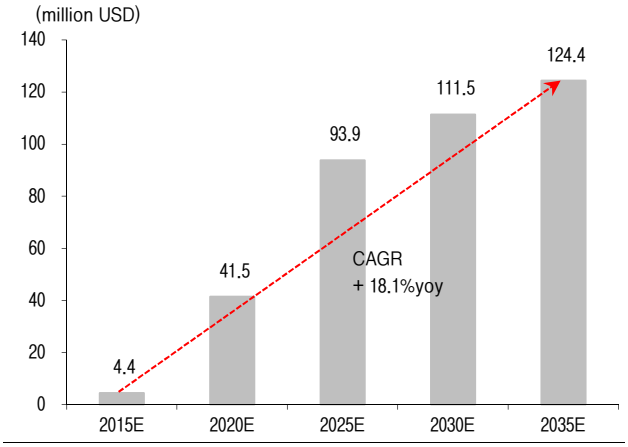
자료: ABI, 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 글로벌 완성차 업체, 차량당 평균 ADAS 지출액



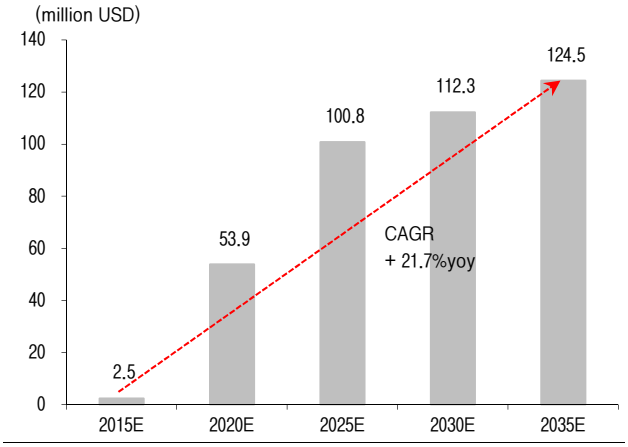
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 Adaptive Speed Control 전망



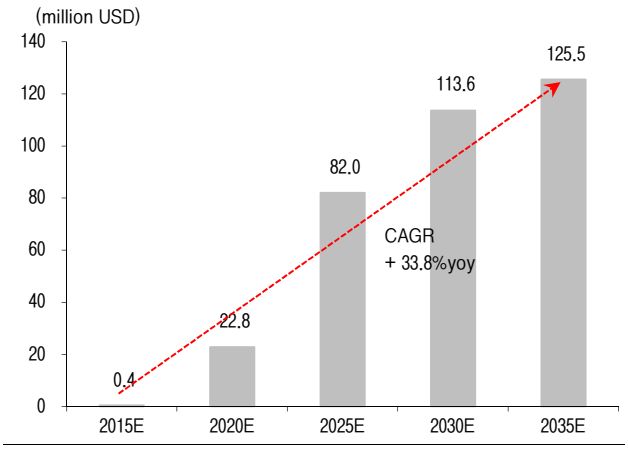
자료: Navigant Research, 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 Automatic Emergency Braking 전망



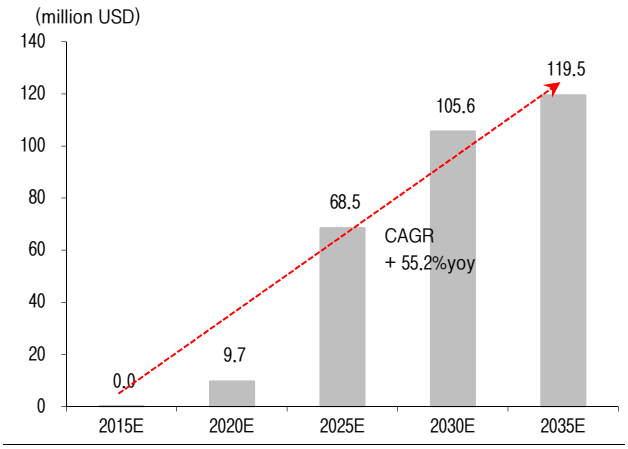
자료: Navigant Research, 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 Automatic Lane Maintain 전망



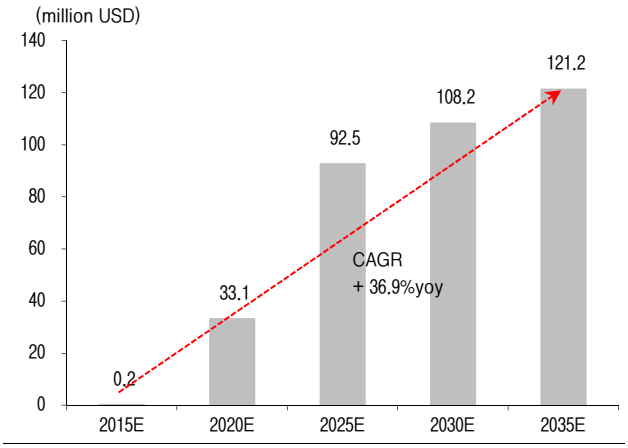
자료: Navigant Research, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 Freeway Driving Mode 전망



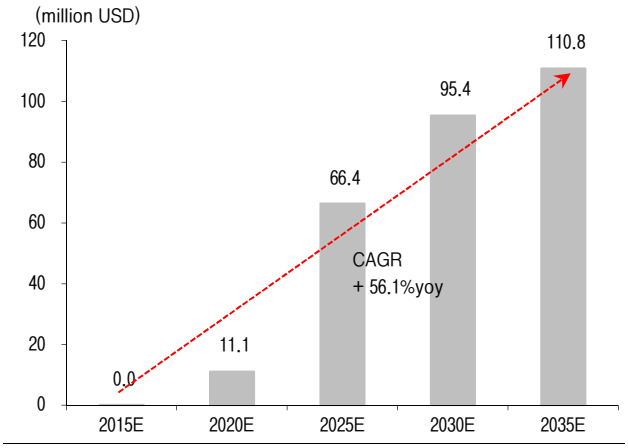
자료: Navigant Research, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 Traffic Jam Mode 전망



자료: Navigant Research, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 Automous Parking System 전망



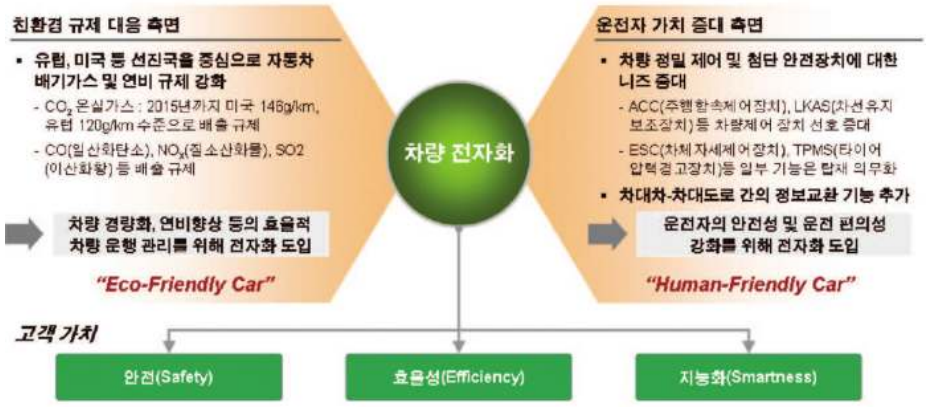
자료: Navigant Research, 이베스트투자증권 리서치센터

ADAS 는 전장부품에서 시작된다

완전한 자율주행 자동차로의 진화를 위해선 ADAS(Advanced Driver Assistance System)이 발달해야 한다면, ADAS 가 진화하기 위해선 ADAS 를 행하게 만드는 원동력인 자동차의 전자화, 즉 전장부품이 발달해야 한다. 전장부품이란 한 마디로 차량에 들어가는 모든 전기 및 전자장치를 뜻한다. 1960 년대 전장부품은 헤드라이트, 점화장치, 전자 와이퍼 등 운전자의 편의성 향상을 위한 목적으로주로 사용되기 시작하였다. 그러나 1970 년대 글로벌 오일쇼크로 인한 연비 향상 니즈 증가와 전반적인 차량 효율성 향상 니즈 증가로 파워트레인 부문 제어분야의 전자화가 급속히 진행되었다. 1980 년대 자동차의 안전성에 대한 수요 증가와 차량용 전자제어 기술의 발달로 전자식 제동장치인 ABS(Anti-lock Brake System)과 에어백등이 출시되며 안전성이 한 단계 업그레이드 되었으며 미국 유럽을 중심으로한 친환경 규제로 효율성 향상을 위한 자동차의 전자화가 도약한 것은 물론, 통신기술 및 지도 엔터테인먼트 기능이 추가되면서 내비게이션 등이 개발되기 시작한 것이다.

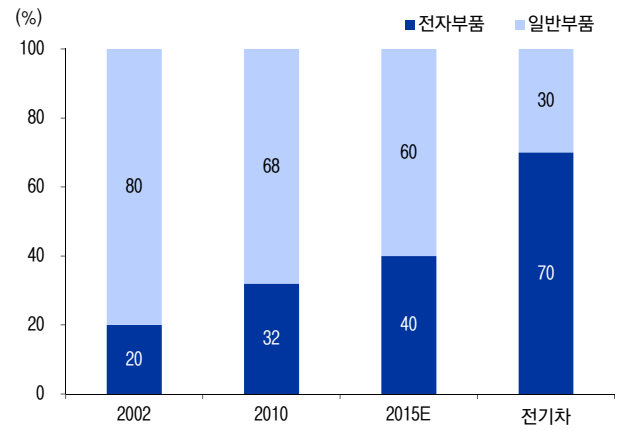
이러한 추세에 따라 2015 년 기준 차량의 전자부품 매출원가 비중은 40% 내외로 추정되고 있으며 2020 년 글로벌 전장부품의 시장규모는 330 조원 규모로 증가할 것으로 예측되는 상황이다.

그림46 자동차 전자화(전장부품화)의 배경



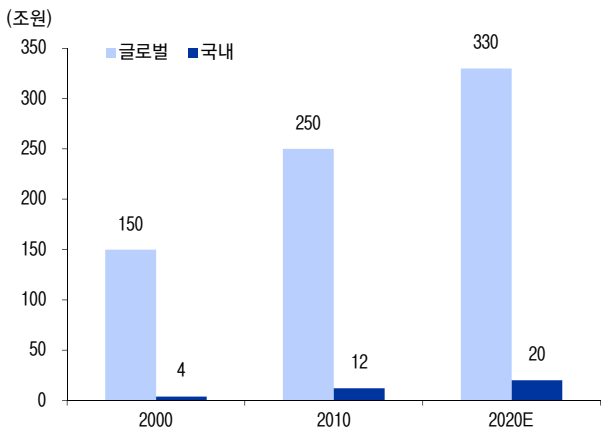
자료: 한국자동차산업연구소, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 차량 내 전자부품 원가비중



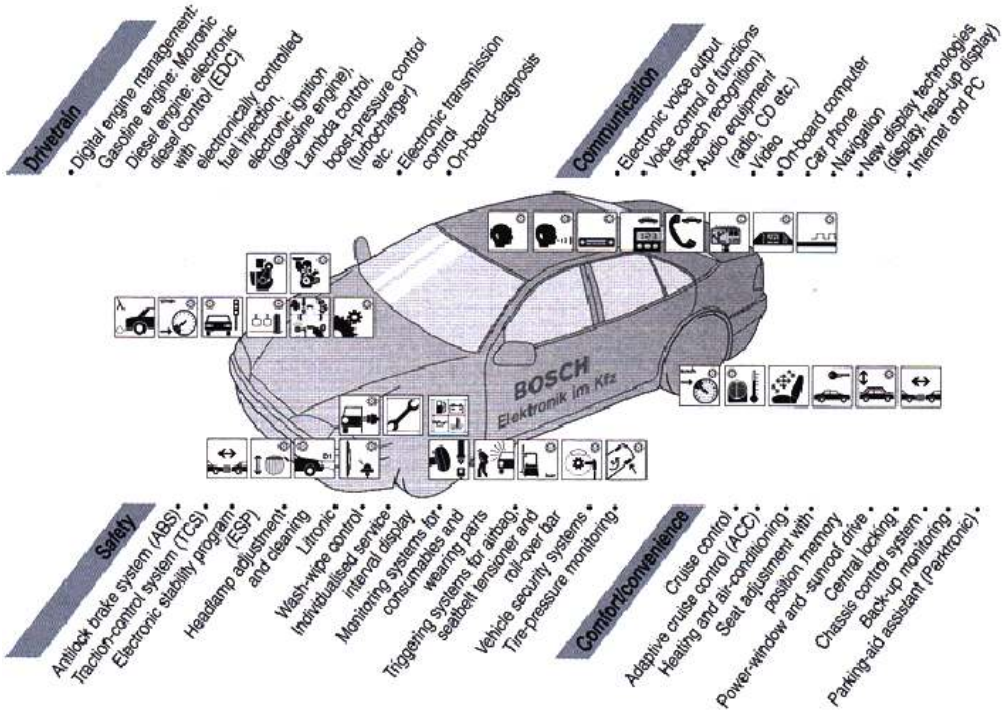
자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 글로벌 및 국내 전자화 시장 규모



자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 Electronics in the motor vehicle - Robert Bosch



자료:Robert Bosch, 이베스트투자증권 리서치센터

표12 전장부품 확대 동인

구분	목적	사례
수동적 동인	정부의 친환경 규제(배기가스 및 연비 규제 강화)	EMS/TMS 등
자발적 동인	운전자 가치 증대(차량정밀제어 및 첨단 안전장치 니즈 증대)	ACC/LKAS 등

주: EMS – Engine Management System / TMS – Transmission Managemnet System
ACC – Auto Crusie Control / LKAS – Lane Keeping Assistance System
자료: KAMA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 ADAS 제어 단계별 분류

자료: KAMA, 이베스트투자증권 리서치센터

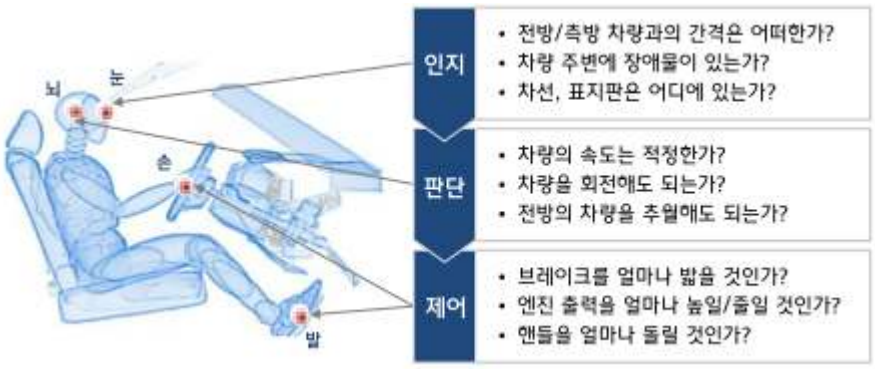
전장부품, 그것이 알고싶다

전장부품의 작동 원리: (1)인지하고 (2)판단하고 (3)제어한다

전장부품은 결국 기존의 기계식 장치 혹은 인간의 운전으로만 처리하기에는 제한이 많은 영역들을 컴퓨터 시스템으로 통제함으로써 차량의 효율성 안전성 편의성을 향상시키는 것이다. 그리고 이러한 목적을 실행하기 위해 전장부품은 주행상황을 인지하고, 판단하고, 제어하는 과정을 진행한다. 즉, 전장부품은 현재의 주행 상황을 인식할 수 있는 '인지장치'가 필요하며, 인지한 상황을 판단할 수 있는 '판단장치'를 통해 최적의 해를 계산한 뒤 판단장치의 판단에 따른 명령을 행할 수 있는 '제어장치'가 필요한 것이다.

차량의 주행상황을 인지하는 것은 센서(Sensor)와 이를 보조하는 소프트웨어이다. 전장부품의 첫 시작이며 사람의 눈과 귀에 해당하는 것으로 지정된 조건의 충족 여부를 측정하고 Data를 생산해 ECU로 전달하는 역할을 갖고 있는 것이다. 센서에서 생성된 Data들은 ECU(Electronic Control Unit)로 전달돼 해석되는 과정을 거친다. ECU는 인간의 뇌와 같은 역할을 하는 장치로 관련 소프트웨어들과 함께 Data들을 해석하며 가장 적합한 해를 계산, 상황에 가장 적합한 액션을 계산해 내는 것이다. ECU에서 판독된 해 들은 액츄에이터(Actuator)로 전달된다. 액츄에이터는 사람의 손과 발에 해당하는 것으로 ECU의 명령에 따라 차량을 제어하는 것으로 모터 뿐 아니라 솔레노이드 밸브 등 다양한 형태를 취하고 있다.

그림51 ADAS 시스템 구성



자료: KARI, 이베스트투자증권 리서치센터

표13 전장부품의 3 대 요소 : 인지하고 판단하고 제어한다

구분	역할	사람	내용
Sensor+SW (센서)	인지	눈, 귀	지정된 조건의 충족 여부를 측정, Data 생산 **기술성숙도 : 中(정밀도 개선 필요)**
ECU+SW (제어기)	판단	뇌	센서에서 생성된 Data 를 해석, 작동을 유도하고 행동을 결정 **기술성숙도 : 下(상황별 판단 알고리즘 개발 필요)**
Actuator+SW (액츄에이터)	제어	손, 발	제어기의 명령에 따라 작동[주행 제어] **기술성숙도 : 上(오래된 양산기술 축척)**

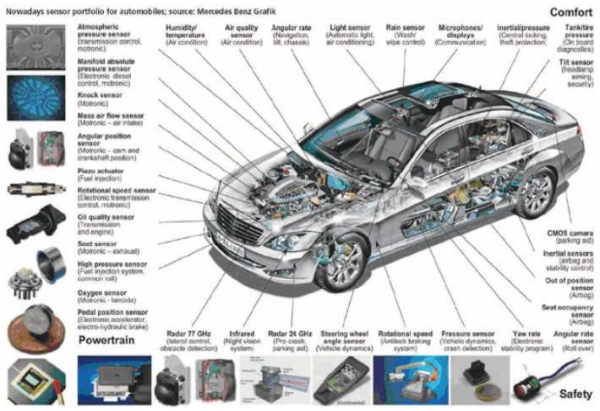
자료: KARI, 이베스트투자증권 리서치센터

(1) 센서(Sensor) : 인지하다

센서는 사람의 눈과 귀에 해당하는 것으로 지정된 조건의 중촉 여부를 측정하고 Data를 생산해 ECU로 전달하는 하는 것으로 전장부품이 작동하기 위한 가장 첫 역할을 하는 장치이다. 차량용 센서는 과거부터 상당히 다양한 영역에서 사용되었다. 이미지를 인식해 정보를 생산하는 이미지센서부터 압력, 가속, 온도, 유압 등 다양한 정보의 원으로부터 데이터를 인식하는 센서의 종류가 다양한 만큼 주행의 각 영영에서 센서가 자동차를 보조하고 있던 것이다.

차량용 센서의 활용 분야는 점점 확대되고 있는 추세이다. 야노경제연구소에 따르면 80년대 고급차 기준으로 차량당 약 50대 내외로 장착되던 센서들이 2015년에는 200개 이상 장착될 것으로 추정되는 것이다. 반도체 기술 집적화에 따른 센서의 통합까지 고려한다면 센서의 수는 더욱 가파르게 증가한 것이다. 이러한 센서의 증가추세에 따라 글로벌 차량센서 시장은 2020년 2.9조엔(26조원)의 수준에 이를 것으로 추정되고 있다. 이는 2013년 2조원 내외 대비 연평균 +5.3%yoy의 성장률을 보이는 것으로, 자동차 시장의 평균성장률 대비 더 높은 성장을 구가하는 것으로 판단할 수 있다.

그림52 차량용 센서(Sensor) 활용 영역

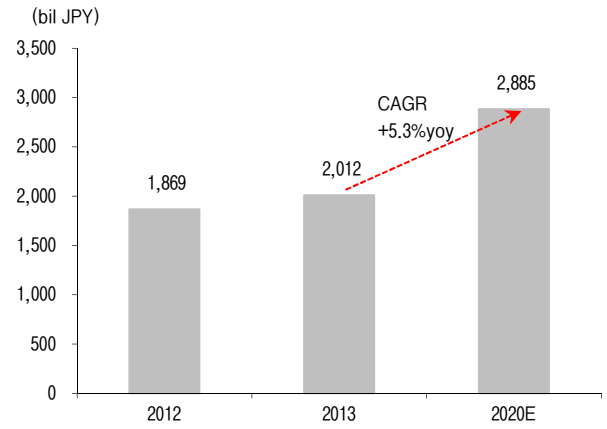


자료: Robert Bocsh, 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 차량용 센서(Sensor) – 트루윈

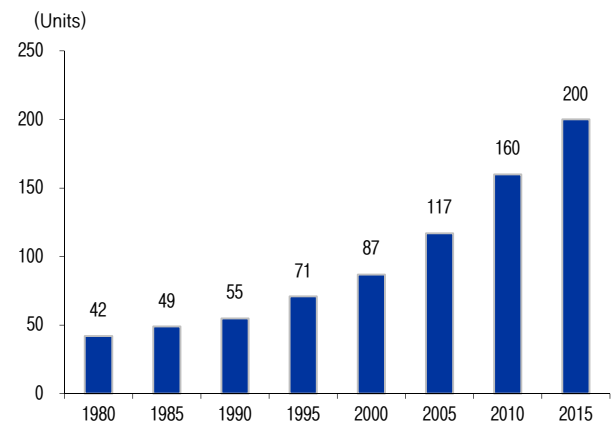
자료: 트루윈, 이베스트투자증권 리서치센터

그림54 차량용 Sensor 시장 전망



자료: 야노경제연구소, 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 자동차 1대당 평균 센서 수



자료: 야노경제연구소, 이베스트투자증권 리서치센터

표14 자동차 시스템별 적용 센서

구분		동력제어	안전제어	편의제어	ICT 연동
목적		연비향상 배기가스 정화	안전향상 Suspension 제어	편의향상 쾌적함 향상	편리성 향상 차량인포테인먼트
시스템		연료분사 제어 공연비피드백 제어 희박연소제어 자동변속기 제어	ASB/ESP 주행자세제어 충돌방지제어 Auto Cruise 제어 Air bag 시스템 Lane Keeping TPMS	HAVC 제어 실내공기청정기제어 Auto Light 제어 자동주차 Indoor Light 제어 졸음감시시스템 Auto window/sunroof	카네비게이션 V2X HMI 블랙박스 하이패스
물리 센서	거리		레이더센서 스테레오카메라센서 레이져센서 초음파센서	초음파센서 주차용장거리센서	
	가속도 진동	Knock 센서 Misfire 센서		에어백충격센서 사이드충격센서 3 축가속도센서	
	각속도			3 축 Yaw Rate 센서	3 축 자이로센서
	압력	엔진흡기압센서 대기압센서 연소압력센서 탱크압센서 Exhaust 압력센서 MAP 센서	브레이크압센서 조향압센서	에어콘압센서 Suspension 압센서 변속기압센서 타이어압센서	
	유량	흡기공기량센서			
	위치 회전 속도	Throttle 위치센서 Pedal 위치센서 차량속도센서 엔진 RPM 센서 펌프 RPM 센서 Motor RPM 센서 캠축각도센서 변속기속도센서	조향각센서 토크센서 차높이센서 차량속도 차륜속도	조향각센서 바퀴각도센서 Sun roof 위치센서 window 위치센서	3 축 지자기센서
	전류	전류센서			
	전파			스마트카 안테나	라디오 안테나 GPS 하이패스 안테나 V2X 안테나
	광	엔진점화시기	적외선카메라 전/후방카메라	레인센서 조도센서 적외선온도센서 인체감지센서 실내감시카메라 탑승자감시센서 Fog 센서	하이패스적외선송수신 블랙박스카메라 제스처인식카메라
	온도	엔진냉각수온도 연료온도 흡기온도 배기가스온도		내기/외기 온도센서	

자료: KOTIA, 이베스트투자증권 리서치센터

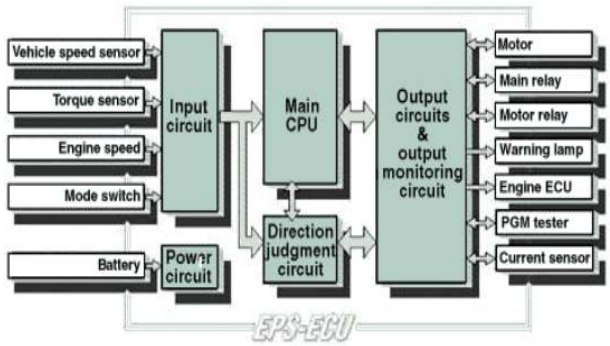
(2) ECU(Electronic Control Unit) : 판단하다

ECU는 인간의 뇌와 같은 역할을 하는 장치로 관련 소프트웨어들과 함께 Data들을 해석하며 가장 적합한 해를 계산, 상황에 가장 적합한 액션을 유도하는 장치이다. 전장부품의 핵심으로 전장부품의 모든 액션을 결정짓는 요소인 것이다.

Grand View Research의 조사에 따르면 2020년 기준 차량용 반도체 즉 ECU 글로벌 시장 규모는 460억달러 수준으로 성장할 것으로 예측되고 있다. 이는 2013년의 시장 규모인 292억원의 157.3% 수준으로 시장규모가 커지는 것이며 연평균 성장률 +6.7%yoy의 수준에 이르는 것이다. 2000년대 중반까지만 하더라도 130억달러 내외의 시장 규모를 보였던 차량용 ECU 시장이 지난 10년간 가파르게 성장했으며, 향후에도 그 성장 속도가 이어진다는 것이다.

센서와 마찬가지로 unit을 기준으로한 ECU 시장의 증가 속도는 금액 기준 성장속도에 소폭 미치지 못할 것으로 보인다. 이는 차량용 반도체 기술의 발달에 따른 ECU 통합에 의해 나타나는 현상으로 통합제어을 넘어 협력제어를 통한 호환성 증가를 목적으로 하는 ADAS의 특성으로 인해 나타나는 자연스러운 현상으로 볼 수 있다.

그림56 차량용 Sensor 시장 전망

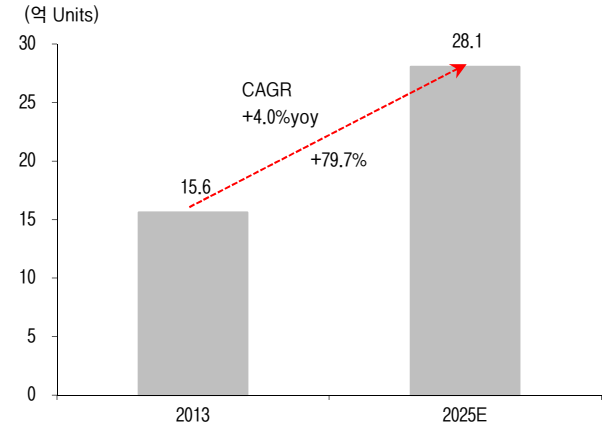


자료: 언론자료, 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 Autonomous Driving 전망

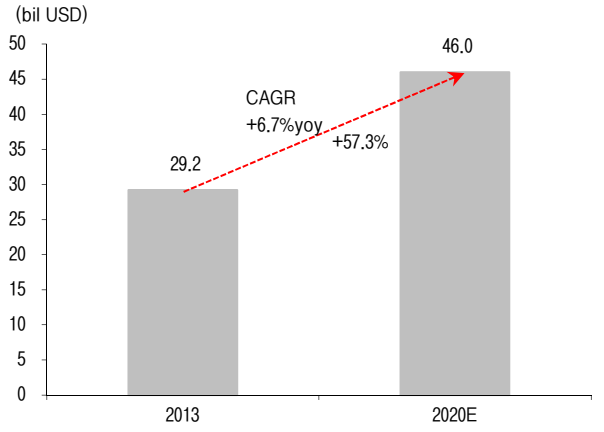
자료: 모토넷, 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 ECU 시장 전망(Unit base)



자료: KISTI 재인용, 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 ECU 시장 전망(Sale base)

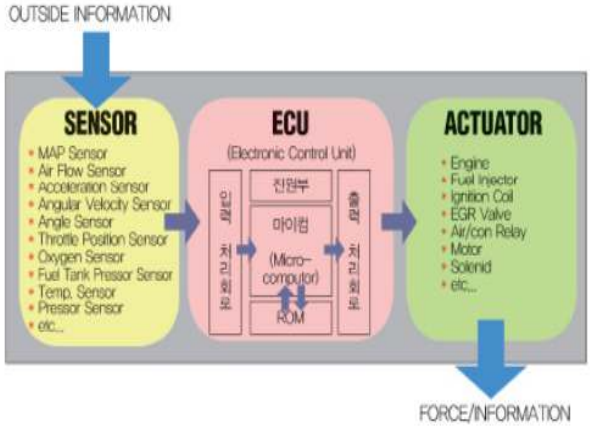


자료: Grand View Research, 이베스트투자증권 리서치센터

(3) Actuator : 제어하다

Actuator는 인간의 손과 발 역할을 하는 부품으로 센서에서 측정된 환경을 바탕으로 ECU가 판단을하고 내린 명력을 직접 수행하는 역할을 한다. 대표적인 Actuator로 모터를 꼽을 수 있지만, 솔레노이드 밸브, 인젝터, 코일 등 ECU의 판단에 따라 명령을 수행하는 모든 부품을 Actuator로 분류할 수 있을 것이다. 후지경제에 따르면 2020년 글로벌 차량용 모터 시장은 연간 29.2억개의 판매고를 보일 것으로 예상되고 있다. 이는 2012년의 22.6억개 대비 연평균 +3.3%yoy의 비교적 낮은 성장률을 보이는 것이나 센서, ECU와 같이 시스템의 통합을 고려하면 연평균 +5%yoy의 성장률을 보인다고 추정할 수 있을 것이다..

그림60 다양한 종류의 Actuator

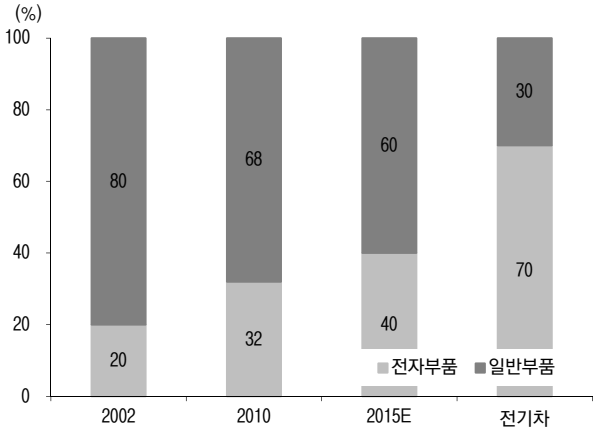


자료:이베스트투자증권 리서치센터

그림61 Actuator[DCT Actuator(좌) / Motor(우)]

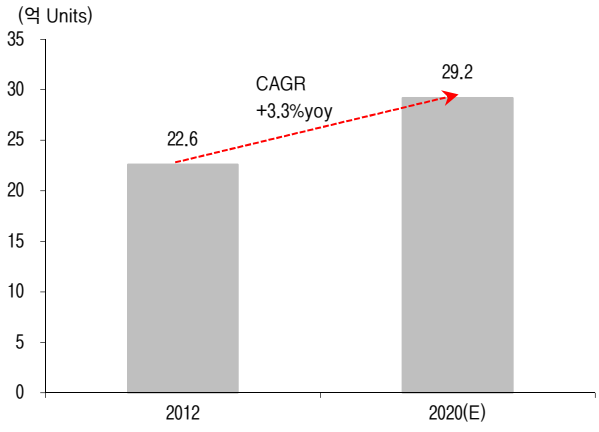
자료: S&T 모티브, 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 차량내 전자부품 원가 비중



자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 차량용 모터시장 전망(Unit Base)



자료: 후지경제, 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 업체별 전장부품 관련 기본기술 동향

자료: KARI, 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 업체별 전장부품 관련 기본기술 동향

자료: KARI, 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

전장부품 어디에 쓰이는가

자동차에서 전장부품의 활용분야는 다음과 같습니다

(1) 파워트레인 계열 : 연비 효율성 개선 목적
(2) 주행안전(섀시) 계열 : 차량 주행안전 강화 목적
(3) 바디 계열 : 편의성 및 승객 안전 향상 목적
(4) 정보 계열 : 인포테인먼트
(5) xEV/FEV 계열 : 친환경 차량

2025 년 글로벌 전장부품 시장은 2013 년대비 연평균 +6.3%yoy 성장한
2,721 억달러 내외 수준에 이를 것으로 판단됩니다.

계열별로 분류하더라도 모든 영역에서 성장세를 보일 것입니다.
그러나 친환경차 수요의 증가로 인한 eEV/FEV 계열과 통신, IT 기술의 진화로
발전을 거듭하고 있는 정보 계열이 전장부품 시장의 성장을 주도할 것으로 보입니다.

전장부품 활용법: 내연기관부터 친환경차까지…

내연기관부터 친환경차까지

파워트레인, 주행안전(섀시), 바디, 인포테인먼트, EV 에 사용되는 전장부품

전장부품의 활용영역은 매우 다양하다. 자동차의 4대영역으로 불리우는 파워트레인, 섀시, 바디 그리고 인포테인먼트부터 xEV/FCV까지 차량의 전영역에서 사용되고 있다. Fuji Chimera는 전장부품을 파워트레인 · xEV/FCV · 주행안전(섀시) · 바디 · 정보계열로 나누어 구분하였다. 2025년 글로벌 전장부품 시장은 12조 7,387억엔 수준으로 성장할 것으로 예측되고 있다. 이는 2013년의 시장규모인 26조 5,650억엔 대비 연평균 +6.3%yoy 상승한 수치이다.

구체적으로 파워트레인 계열은 일반 내연기관(가솔린/디젤) 차량의 파워트레인과 관련된 부품으로 연비 및 배기가스 규제에 대응하기 위한 장치이다. 2013년 기준 시장규모는 전체 전장부품 시장의 51.7%를 차지하는 6조 5,912억엔 수준으로 가장 큰 규모를 차지하고 있다. 그리고 파워트레인 계열 전장부품은 2025년까지 연평균 +4.1%yoy의 성장속도를 보이며 10조 6,997억엔 수준의 시장규모를 보일 것으로 예측되고 있다. 이는 전체 전장부품 시장의 40.3%를 차지하는 것으로 2013년 대비 시장규모가 약 -10.4%p 감소하지만, 여전히 가장 중요한 부문으로 남을 것으로 예측되고 있다.

다음으로 xEV/FCV 계열은 전기차, FCEV 등 친환경차와 관련된 부문이다. 가장 대표적인 사례로 S&T모티브가 만드는 전기차 Traction 혹은 HSG(Hybrid Starting Generator)가 xEV/FCV에 해당하는 전장부품으로 분류할 수 있다. xEV/FCV 계열에 해당하는 전장부품의 시장규모는 2013년대비 연평균 +16.2%yoy 성장한 2025년 4조 3,276억엔으로 성장할 것으로 예측되고 있다. 2025년 기준 전장부품내 비율도 16.3%로 2013년 대비 +10.7%p 상승하는 것이다. 전기차 및 수소연료자동차 등 차세대 친환경차의 상용화에 따라 자연스럽게 시장 규모가 커지는 것으로 판단할 수 있을 것이다.

주행안전 계열은 섀시와 관련된 것으로 운전의 3대 요소인 조향,현가,제동과 관련된 전장부품을 의미한다. ABS(Anti-lock Brake System), ECS(Electronic Controlled Suspension)등 주행과 관련된 안전장치가 이에 해당하는 것이다. 2025년 시장규모는 2013년대비 연평균 +6.1%yoy 성장한 3조 8,642억엔 수준으로 예측되고 있으며 시장규모 역시 2013년과 비슷한 15%내외를 유지할 것으로 예상된다.

표15 **전장부품 분류**

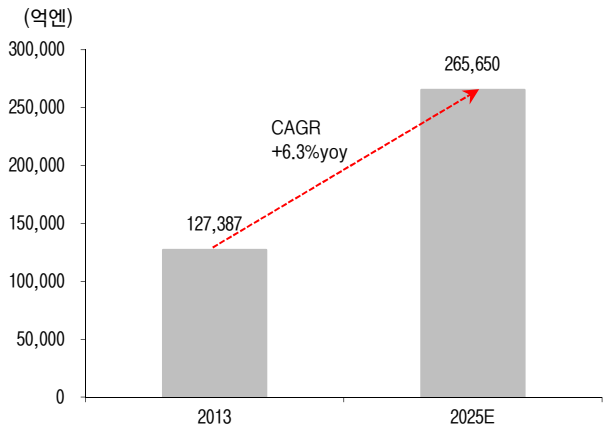
구분	활용도
파워트레인 계열	가솔린엔진 매니지먼트, 디젤엔진 매니지먼트, 아이들링 스톱, 변속제어 시스템
xEV/FCV 계열	전기차, FCEV 등 친환경차
주행안전(섀시) 계열	브레이크제어, 스티어링제어, 충돌안전제어, ADAS 등
바디 계열	바디통합제어, 공조/에어컨제어, 전자키, 시큐리티, 콤비네이션미터, 헤드램프, 타이어공기압경보, 충전제어
정보(인포테인먼트) 계열	차내정보, 디스플레이, 오디오, 차외통신, 수요 급증분야는 HUD, 정전용량식 터치패널, 음성인식

자료: Fuji Chimera, 이베스트투자증권 리서치센터

바디계열은 차량의 운전자 및 승객의 안전과 편의성에 관련된 전장부품으로 에어백, 온도제어장치, 원버튼 시동 장치, ACC(Adaptive Cruise Control)등이 이에 해당하는 것으로 분류할 수 있다. 2025년 시장규모는 2013년대비 +2.6%yoy 성장한 3조 1,037억엔 규모로 예상되며 전장부품 내 점유율은 11.7%로 2013년대비 -6.1%p 감소할 것으로 예측되고 있는 상황이다.

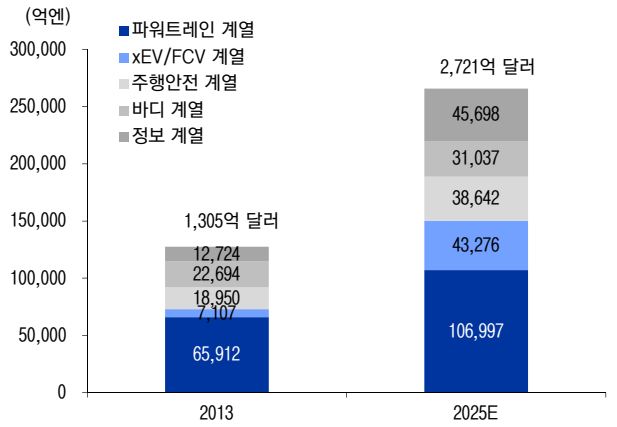
마지막으로 정보계열은 인포테이먼트와 관련된 장치로 네비게이션, 멀티미디어 시스템 등을 의미한다. 현대차의 차량용 멀티미디어 시스템임 UVO, 애플의 Car Play등이 가장 대표적인 사례로 2025년 예상 시장규모는 2013년대비 +11.2%yoy 성장한 4조 5,698억엔 수준으로 예상되고 있다. 전장부품내 비율 역시 2013년대비 +7.2%p 상스한 17.2% 수준, 운전자 가치 증대 요구 확산, 통신 및 IT 기술의 발달에 따른 아이템 증가로 xEV/FCV와 함께 전장부품의 성장을 이끌 것으로 예상되고 있는 것이다.

그림66 글로벌 전장부품 시장 전망



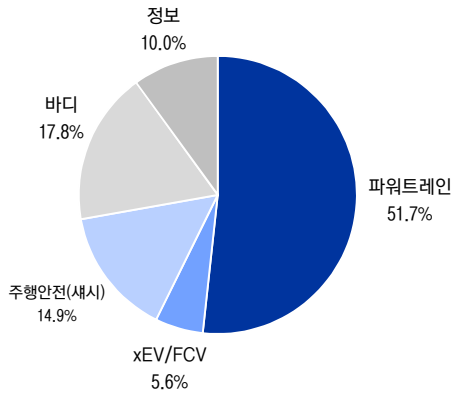
자료: Fuji Chimera, 이베스트투자증권 리서치센터

그림67 글로벌 전장부품 시장 전망(부문별)



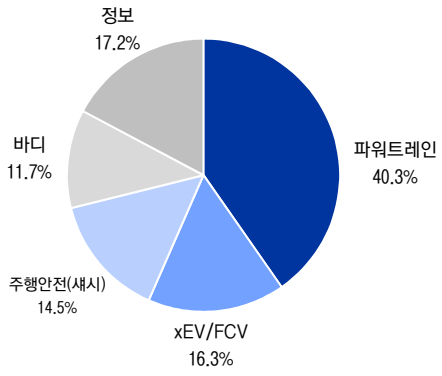
자료: Fuji Chimera, 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 전장부품내 계열별 비중(2013)



자료: Fuji Chimera, 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 전장부품내 계열별 비중(2025E)



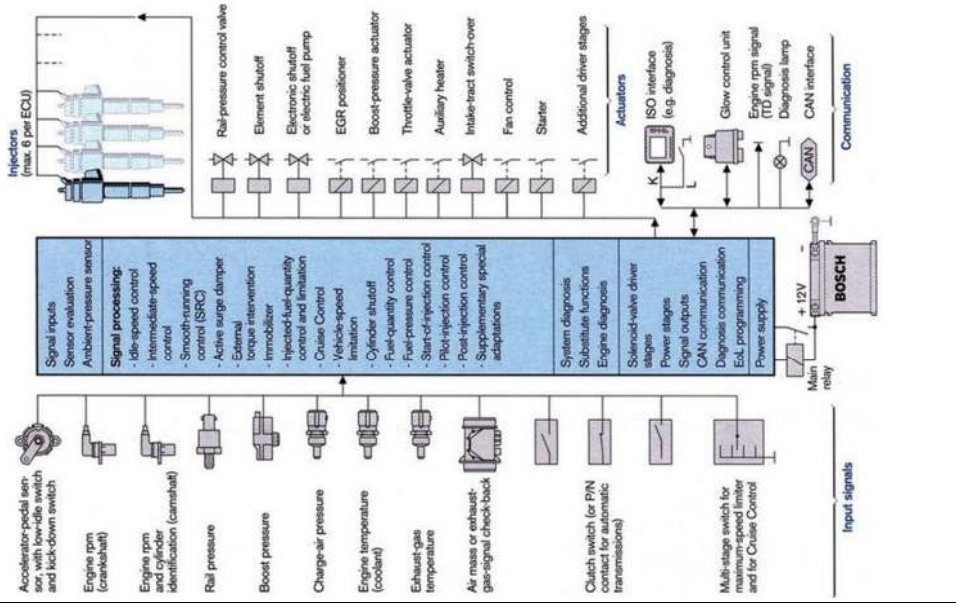
자료: Fuji Chimera, 이베스트투자증권 리서치센터

파워트레인 계열 : 파워트레인의 효율성을 책임지다

파워트레인 계열은 일반 내연기관(가솔린/디젤) 차량의 파워트레인과 관련된 부품으로 연비 및 배기가스 규제에 대응하기 위한 장치이다. [그림71]에서 볼 수 있는 것 처럼 미국, 유럽을 포함한 주요 자동차 시장은 내연기관으로 인한 환경오염을 방지하기 위해 연비 및 배기가스 등 환경 규제를 지속적으로 내놓고 있다. 이러한 현상에 대응하는 제품이 바로 파워트레인 계열 전장부품인 것이다.

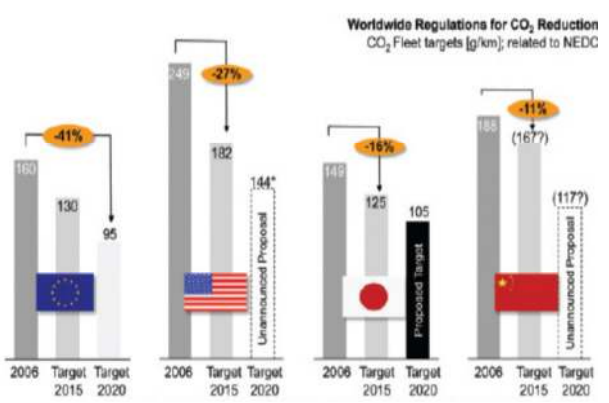
2013년 기준 시장규모는 전체 전장부품 시장의 51.7%를 차지하는 6조 5,912억엔 수준으로 가장 큰 규모를 차지하고 있다. 그리고 2025년까지 연평균 +4.1%yoy의 성장속도를 보이며 10조 6,997억엔 수준의 시장규모를 보일 것으로 예측되고 있다. 이는 전체 전장부품 시장의 40.3%를 차지하는 것으로 2013년 대비 시장규모가 약 -10.4%p 감소하지만, 여전히 가장 중요한 부문으로 남을 것으로 예측되고 있다.

그림70 Engine-Management System



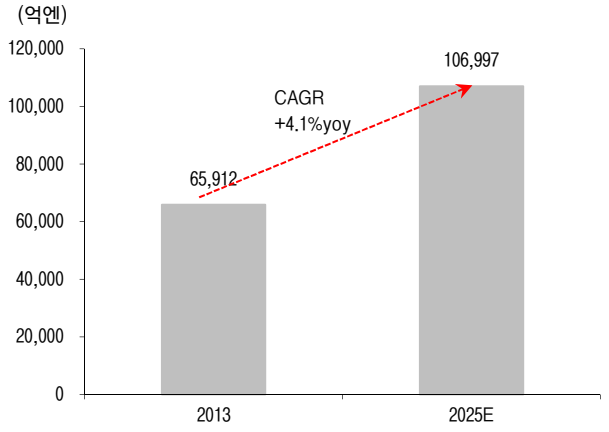
자료: Robert Bosch, 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 주요국가 배기가스 규제



자료: 언론자료, 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 파워트레인 계열 시장 전망



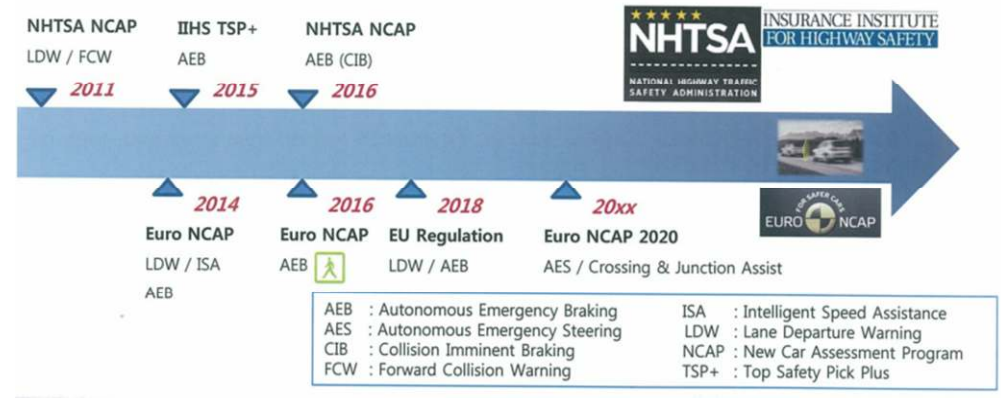
자료: Fuji Chimera, 이베스트투자증권 리서치센터

주행안전(섀시) 계열 : 주행안전을 책임지다

주행안전 계열은 섀시와 관련된 것으로 운전의 3대 요소인 조향,현가,제동과 관련된 전장부품을 의미한다. ABS(Anti-lock Brake System), ECS(Electronic Controlled Suspension)등 주행과 관련된 안전장치가 이에 해당한다. 섀시와 관련된 전장부품은 결국 Active Safety, 즉 주변 환경을 인식하여 위험을 판단하고 운전자에 대한 위험을 경보하는 것은 물론 능동적인 제동/조향을 통해 사고를 회피하는 것을 목적으로 한다. 실제로 이러한 Active Safety의 구현을 위해 NHTSA(美 도로교통안전국)과 Euro N-CAP은 2016년부터 최고안전등급 획득을 위해선 AEB(Autonomous Emergency Braking)을 의무화 하였다.

주행안전 계열의 2025년 시장규모는 2013년대비 연평균 +6.1%yoy 성장한 3조 8,642억엔 수준으로 예측되고 있다. 이는 전체 전장부품 시장의 14.5%를 차지하는 것으로 2013년의 14.9%대비 약 -0.4%p 감소한 수치이다. 주행안전(섀시) 계열은 국가별 안전규제의 강화에 따라 전장부품의 성장속도와 그 궤적을 같이 할 것으로 예상되는 것이다.

그림73 유럽·미국 안전규제 강화

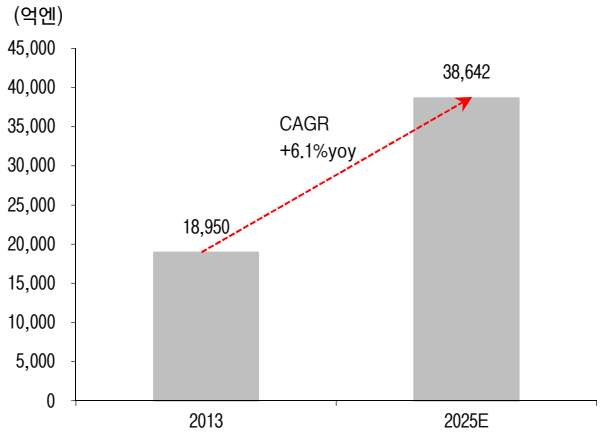


자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터

그림74 Peugeot 308 안전시스템

자료: Peugeot, 이베스트투자증권 리서치센터

그림75 주행안전 계열 전망



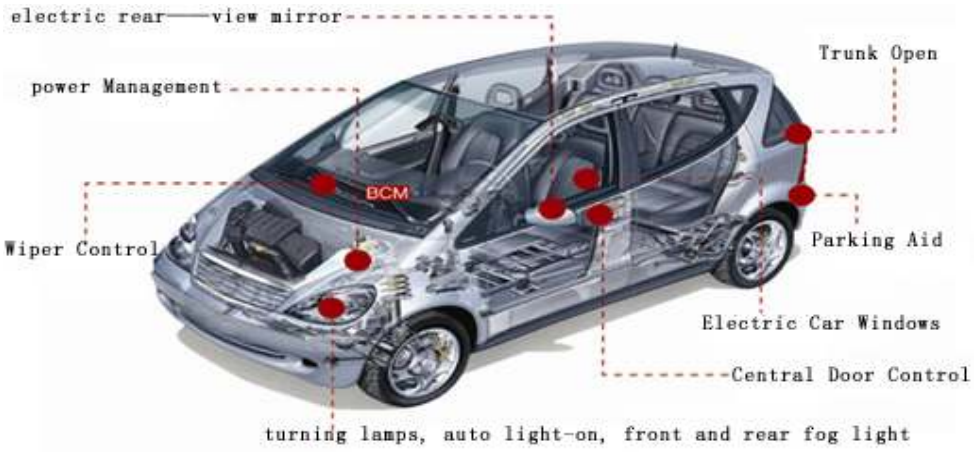
자료: Fuji Chimera, 이베스트투자증권 리서치센터

바디계열 : 승객의 안전과 편의를 책임지다

바디계열은 차량의 운전자 및 승객의 안전과 편의성을 향상시켜 운전자의 가치를 증대하는 전장부품으로 에어백, 온도제어장치, 원버튼 시동 장치, ACC(Adaptive Cruise Control) 및 HUD(Head Up Display)등이 이에 해당하는 것으로 분류할 수 있다. 현대차가 내년부터 일부 양산 모델에 적용하기 시작할 ASCC(Advanced Smart Cruise Control)이 바로 바디계열의 전장부품 시스템에 해당하는 것이다.

바디계열의 전장부품은 파워트레인, 주행안전(섀시) 계열의 전장부품과 달리 규제가 아닌 소비자의 가치 증대를 위한 동인으로 시장이 성장하는 만큼 상대적으로 시장의 성장속도가 느릴 것으로 예측된다. 2025년 시장규모는 2013년대비 +2.6%yoy 성장한 3조 1,037억엔 규모로 예상되며 전장부품 내 점유율은 11.7%로 2013년대비 -6.1%p 감소할 것으로 예측되고 있는 상황이다.

그림76 바디계열 전장부품

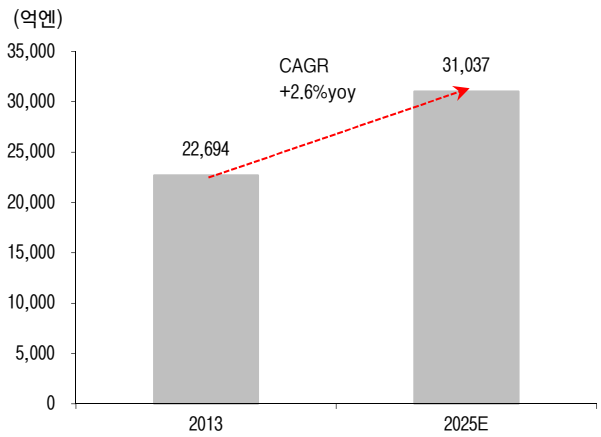


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림77 HUD(Head Up Display)_BMW

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림78 바디 계열 전망



자료: Fuji Chimera, 이베스트투자증권 리서치센터

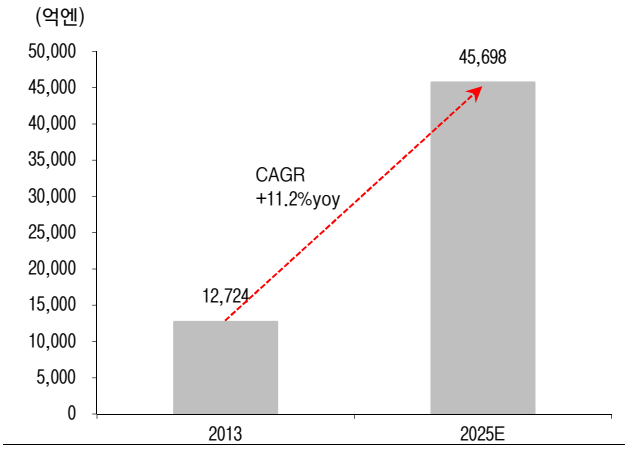
인포테인먼트 계열 : 정보와 오락의 합

정보계열은 인포테이먼트와 관련된 장치로 운전과 길 안내 등 필요한 정보를 뜻하는 인포메이션과 다양한 오락거리와 인간친화적인 기능을 말하는 엔터테인먼트의 통합시스템을 의미한다. 현대차의 차량용 멀티미디어 시스템임 UVO, 애플의 Car Play등이 가장 대표적인 사례로 통신 및 IT 기술의 발달로 점점 그 활용 가능성이 높아지고 있는 분야이다. 2025년 예상 시장규모는 2013년대비 +11.2%yoy 성장한 4조 5,698억엔 수준으로 예상되고 있다. 전장부품내 비율 역시 2013년대비 +7.2%p 상스한 17.2% 수준, 운전자 가치 증대 요구 확산, 통신 및 IT 기술의 발달에 따른 아이템 증가로 xEV/FCV와 함께 전장부품의 성장을 이끌 것으로 예상되고 있는 것이다.

그림79 애플 Car Play

자료: 애플, 이베스트투자증권 리서치센터

그림80 정보(인포테인먼트) 계열 전망

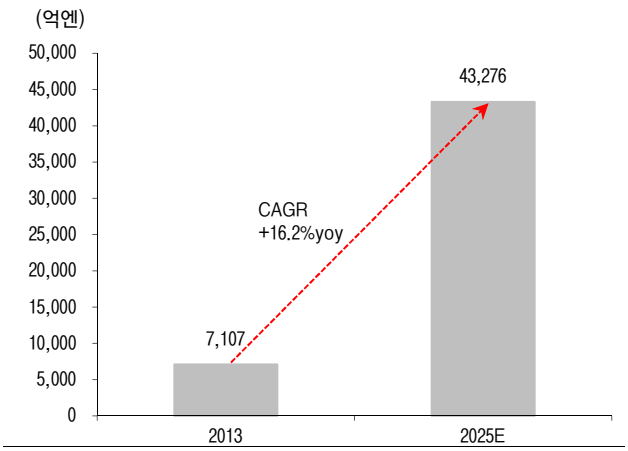


자료: Fuji Chimera, 이베스트투자증권 리서치센터

전기차, 전장부품의 끝판왕

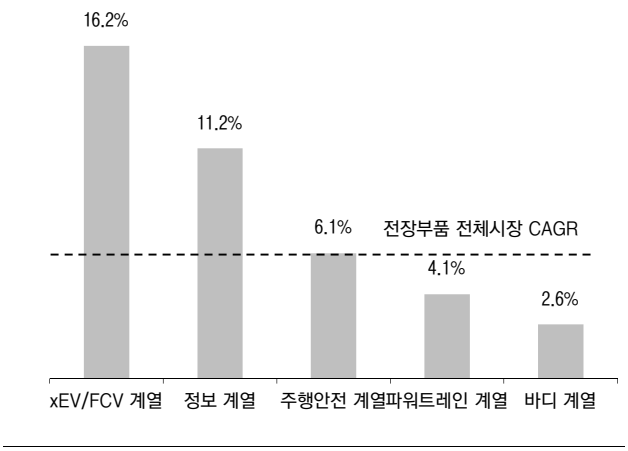
마지막으로 전장부품은 전기차와 함께 성장할 것이다. 2025년 xEV/FEV 계열 전장부품의 시장규모는 4조 3,276억엔 수준, 2013년 대비 연평균 +16.2%yoy의 성장이 예상되는 상황이다. 전장부품내 가장 빠른 성장이 예측되는 것으로, 친환경차 보급확대가 전장부품의 성장을 이끌 것이라 예상되고 있는 것이다.

그림81 xEV/FEV 계열 전망



자료: Fuji Chimera, 이베스트투자증권 리서치센터

그림82 계열별 연평균 성장 비교



자료: Fuji Chimera, 이베스트투자증권 리서치센터

전기차 & EV 배터리 시장 전망

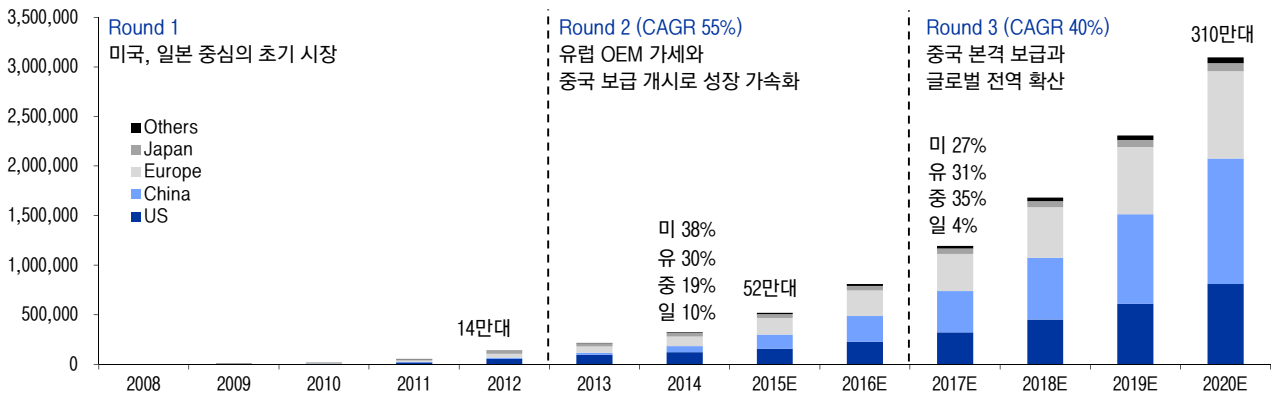
전기차 시장 2016 년까지 연평균 55%, 이후 연평균 40% 고성장은 지속될 전망

작년 32.4만대(YoY +49%)였던 글로벌 전기차 시장은 올해 52만대(YoY +60%), 내년 81만대(YoY +56%)로 전망된다. 가속 성장 구간을 지나고 있다는 판단이다. 동기간 성장의 중심축은 중국과 유럽이 될 전망이다. 여전히 단일 국가로는 미국이 글로벌 시장의 30%를 차지하는 최대시장이다. 그러나 미국의 비중은 눈에 띄게 줄어들고 있고 그 자리를 유럽과 중국이 빠른 성장성으로 대체하고 있는 상황이다.

작년 하반기 급격한 유가하락에도 불구하고 글로벌 전기차 시장에는 우려할 만한 수준의 조정은 오지 않았다. 중국과 유럽은 2014년 판매량이 전년대비 각각 248%, 46% 급증했다. 미국은 2014년 성장률이 26%로 저조했고 저유가 영향이 아주 없었다고 보긴 어렵다. 그러나 자국 브랜드(테슬라, 포드, GM)의 신차 출시가 전혀 없었다는 점도 성장성 둔화에 크게 기여했다는 판단이다. 여전히 미국 전기차 판매비중은 1% 미만으로 올해 하반기 테슬라와 GM의 신모델 효과로 성장을 재개하기에 충분한 환경이라고 보여진다.

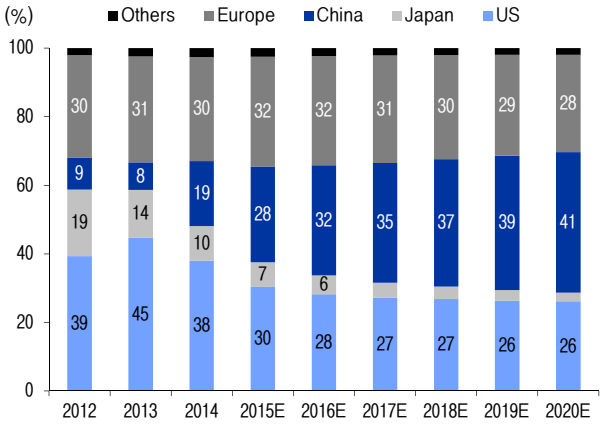
연초부터 중국와 유럽의 전기차 시장은 들썩이고 있다. 1분기 기준 YoY 성장률은 각각 179%, 93%를 기록 중이다. 특히, 중국은 로컬업체 및 합작기업들의 신모델이 가장 활발하게 출시되는 지역으로 내년이면 미국을 제치고 최대 전기차 시장으로 부상할 가능성이 높다. 권역별로도 유럽 전체와 맞먹는 규모를 갖출 것으로 예상된다. 3월 글로벌 전기차 판매비중은 0.77%(YoY +0.31%p)로 나타났다. 지역별로는 유럽 1.09%(YoY +0.43%p), 미국 0.67%(YoY +0.04%p), 중국 0.65%(YoY +0.47%p), 일본 0.46%(YoY +0.09%p) 순으로 기록되었다.

그림83 글로벌 전기차 시장 전망



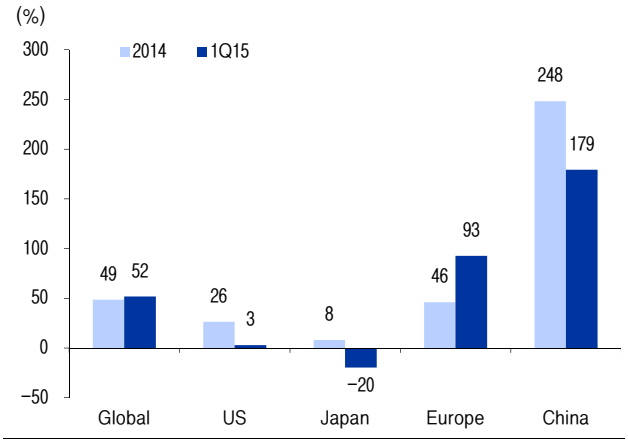
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림84 전기차 시장 지역별 판매량 비중 전망



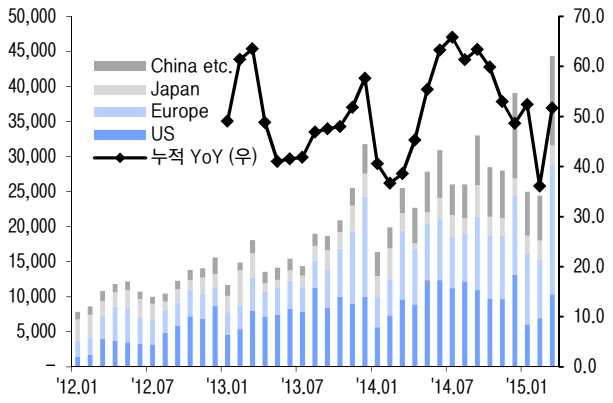
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림85 전기차 시장 지역별 YoY 성장률 추이



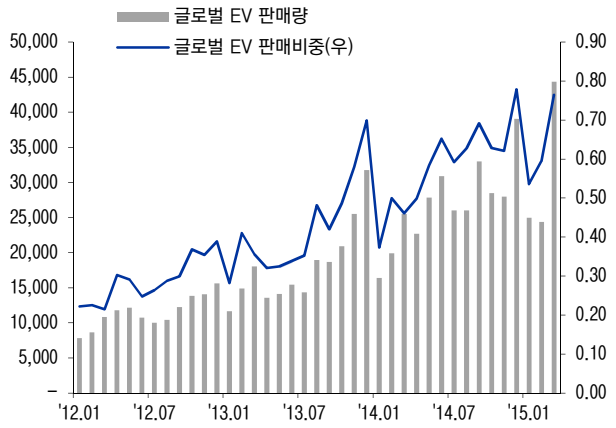
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림86 지역별 전기차 판매량 추이



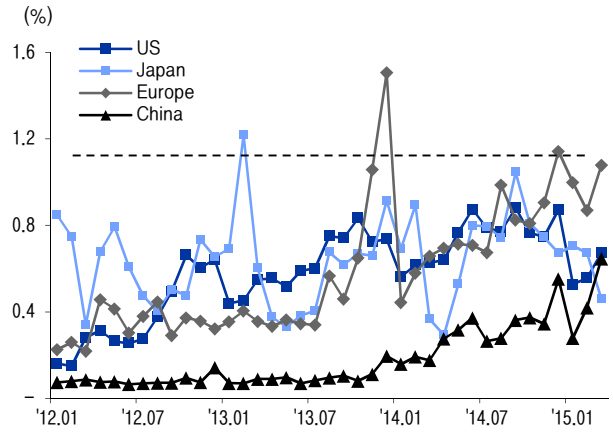
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림87 글로벌 전기차 판매량과 판매비중 추이



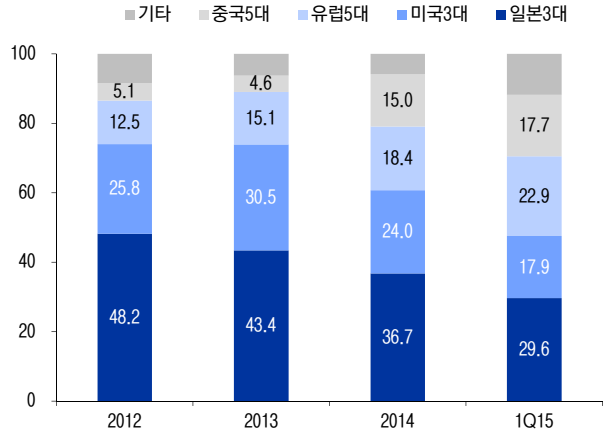
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림88 지역별 전기차 판매비중 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림89 메이커 소재지별 전기차 판매량 점유율



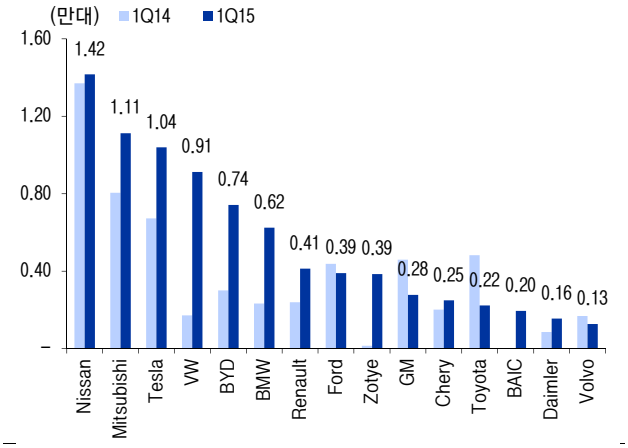
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

라이징 스타는 폭스바겐과 BYD

초기 전기차 시장을 호령했던 닛산, GM, 토요타의 영향력은 급감했다. GM과 토요타는 1분기 판매량 기준 점유율이 각각 10위, 12위로 밀려났다. 닛산은 여전히 단일모델 리프로 1위를 지키고는 있으지만 점유율은 눈에 띄게 감소했다. 작년에 미쯔비시와 BMW가 라이징 스타였다면, 올해 들어 점유율을 큰 폭으로 증가시키는 업체는 폭스바겐과 BYD다.

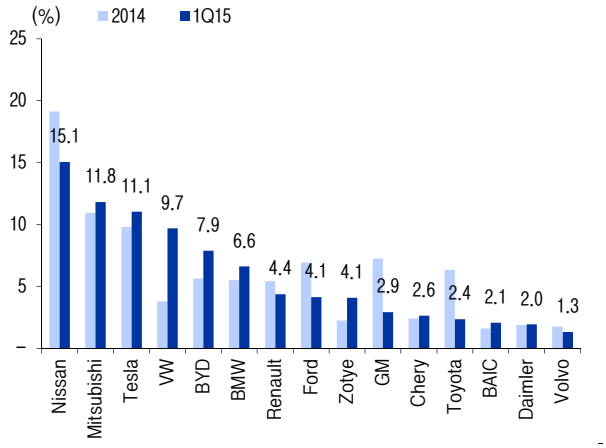
폭스바겐 그룹은 산하 VW, Audi, Porsche 등 전 브랜드에 걸쳐 전 라인업으로 전기차 모델을 공격적으로 확장하고 있다. 글로벌 최대 전기차 판매권역인 유럽시장에서 1분기 점유율 23%로 1위에 올라섰다. 미국시장 점유율은 미미하지만 e-골프 판매량이 정상궤도에 진입하고 있는만큼 하반기에는 주력 브랜드로 떠오를 가능성이 높다는 판단이다. BYD는 막강한 자국 시장을 바탕으로 빠르게 성장하는 브랜드다. 중국 전기차 시장 점유율 30%로 1위를 지키고 있고, 상용차의 전기차화 추세에서도 가장 수혜폭이 큰 기업으로 지목된다.

그림90 메이커별 전기차 판매량 추이



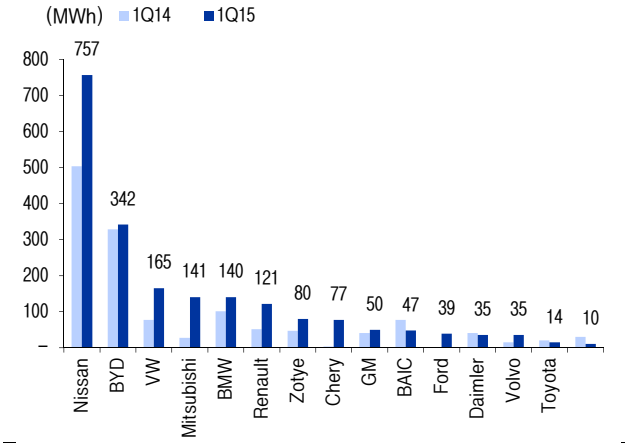
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림91 메이커별 전기차 판매량 점유율 추이



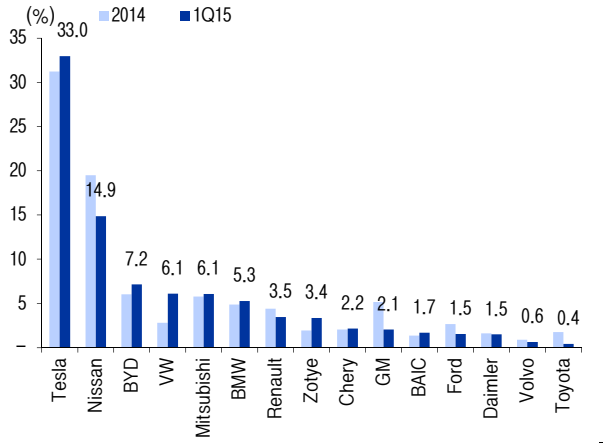
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림92 메이커별 전기차 판매 배터리용량 추이



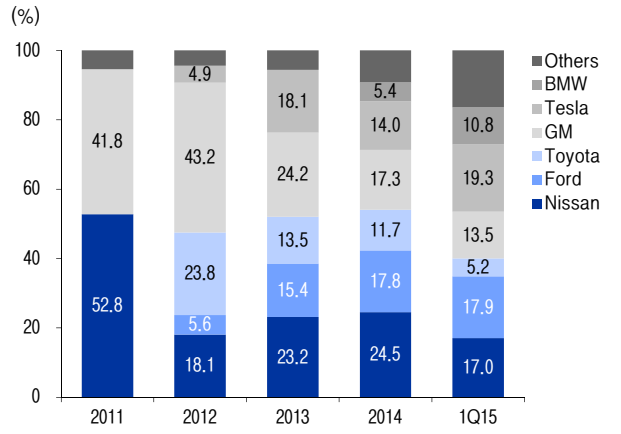
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림93 메이커별 전기차 판매 배터리용량 점유율 추이



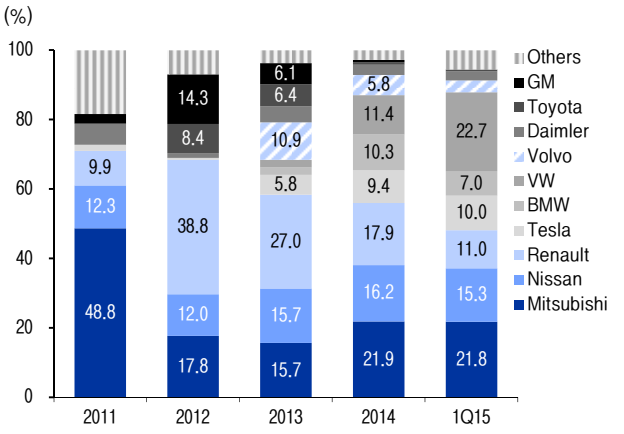
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림94 미국 전기차 시장 메이커별 점유율 추이



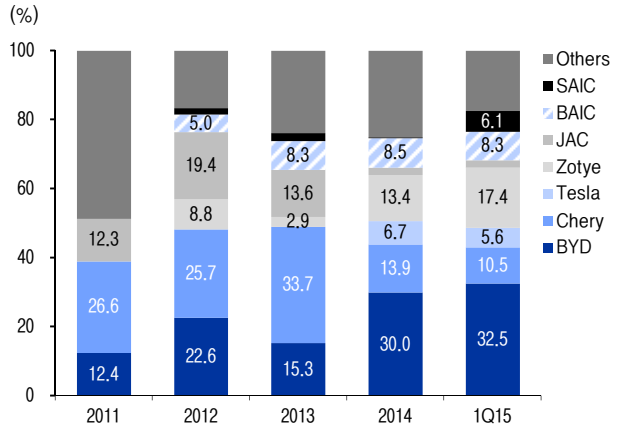
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림95 유럽 전기차 시장 메이커별 점유율 추이



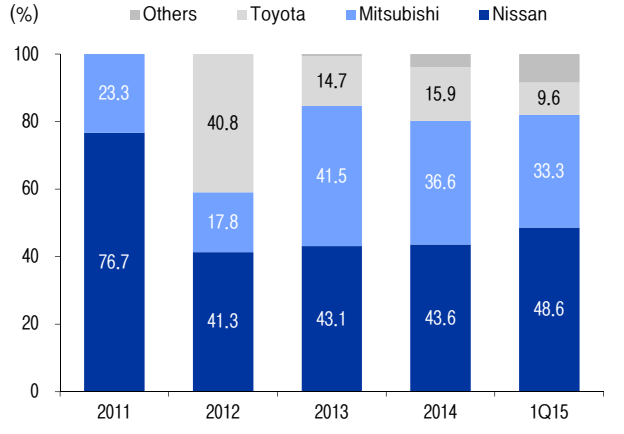
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림96 중국 전기차 시장 메이커별 점유율 추이



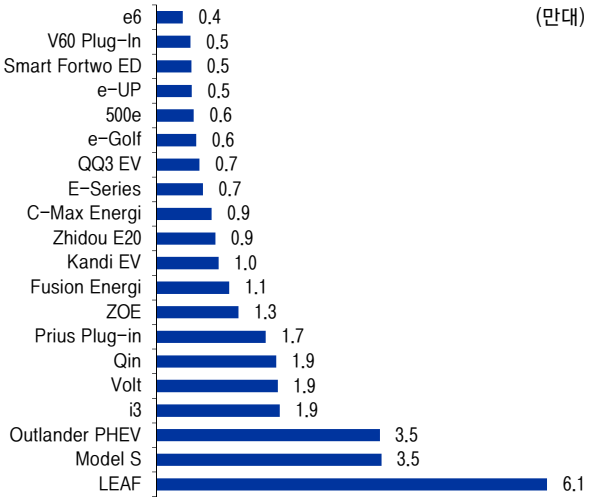
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림97 일본 전기차 시장 메이커별 점유율 추이



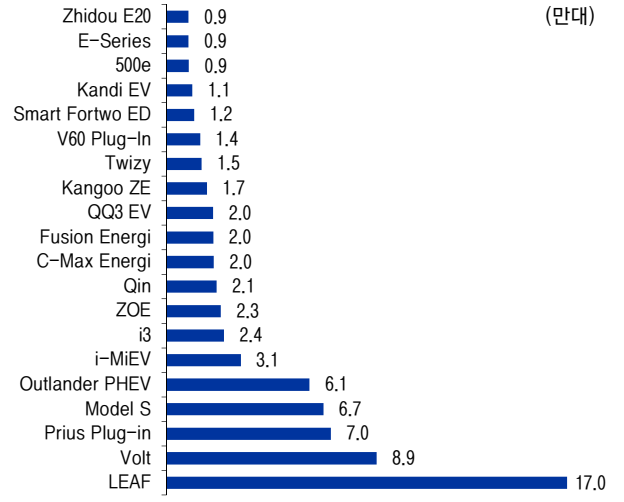
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림98 최근 1년(2014.4~2015.3) 모델별 판매량



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림99 전기간 누적 전기차 모델별 판매량



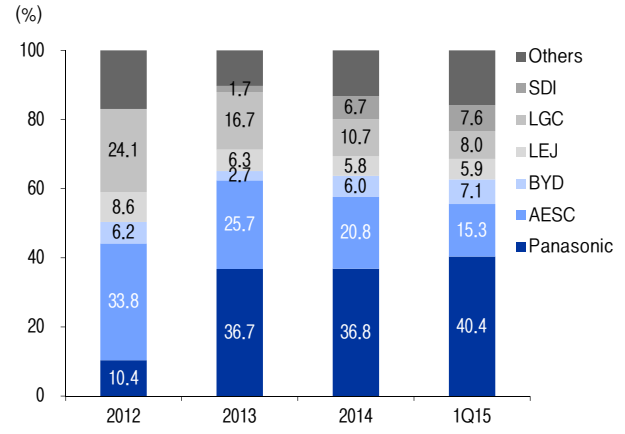
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

전기차 배터리 시장은 독립계 3 사(파나소닉, LG 화학, 삼성 SDI)에 유리한 환경

현재 배터리 내재화를 완료한 전기차 브랜드는 일본계 3사(닛산, 미쯔비시, 토요타)와 BYD를 비롯한 일부 중국 로컬업체로 요약된다. 전기차 시장의 본격적인 확산은 단일 브랜드의 영향력은 약화됨을 의미한다. 즉, 여러 업체에 공급 가능한 독립계 배터리 3 사에 유리한 환경으로 시장은 가고 있다는 판단이다.

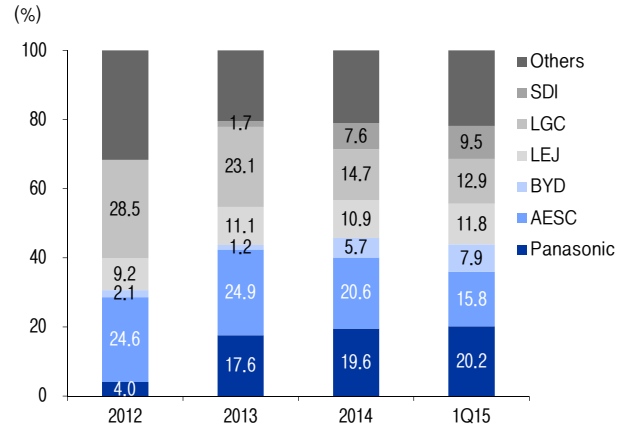
테슬라와 VW, 포드 일부모델을 잡고 있는 파나소닉이 한동안은 굳건하게 1위를 유지할 가능성이 높다. 그러나 급성장하는 중국시장을 감안할 때 결국 중국시장에 적극적으로 대응하고 있는 국내 2사가 장기적으로는 파나소닉을 넘어설 가능성도 충분하다고 판단된다. 작년 39억 달러(YoY +39%)였던 전기차 배터리 시장은 올해 62억 달러(YoY +58%), 2017년 138억 달러에 달할 전망이다.

그림100 전기차 판매용량 기준 배터리 업체별 M/S



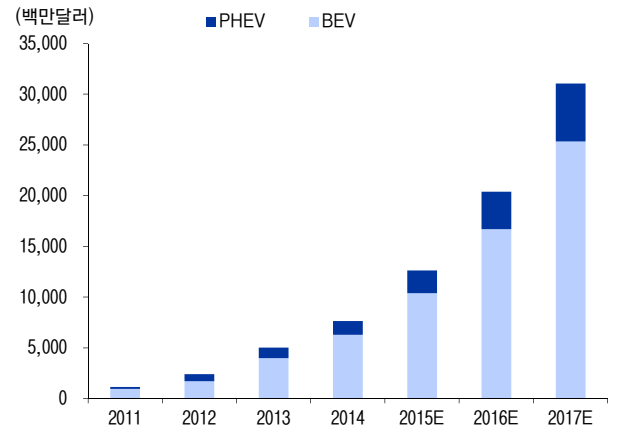
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림101 전기차 판매대수 기준 배터리 업체별 M/S



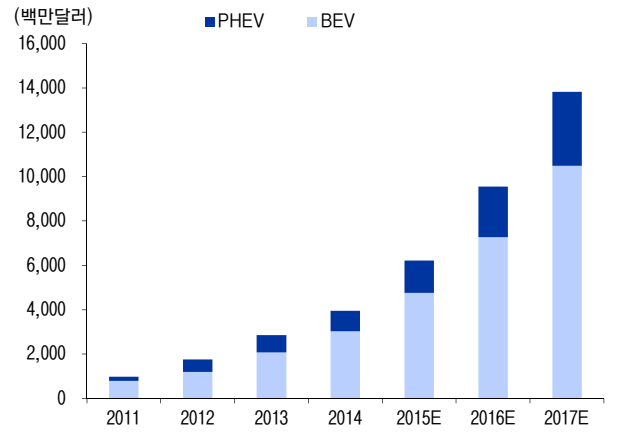
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림102 전기차 배터리 용량기준 시장 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림103 전기차 배터리 금액기준 시장 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표16 이베스트 추천 전장부품주 리스트

(십억원)	재무구조(2015E)				실적(2015E)						Valuation			주요 전장부품
	자산	부채	순자산	D/E (%)	매출액	영업이익	순이익	OPM (%)	NPM (%)	ROE (%)	P/E (15E)	P/B (15E)	시가총액	
한라홀딩스	17,801	7,076	10,725	66	10,195	1,006	800	9.9	7.8	8.2	9.5x	0.7x	7,389	만도헬라/만도 자회사 통해 전장부품 생산
S&T 모티브	12,074	4,697	7,377	64	12,943	1,165	870	9.0	6.7	13.3	10.8x	1.4x	8,858	모터: HSG,Traction 등 전자: 네비게이션, 계기판등
우리산업	1,653	1,265	388	326	2,805	157	134	5.6	4.8	34.5	-	-	1,621	HVAC Actuator, Heater Control PTC Heater, EPB 등
삼성 SDI	164,830	44,930	119,900	37	79,780	1,270	3,500	1.6	4.4	3.0	23.1x	0.7x	81,486	전기차배터리
LG 이노텍	48,050	28,520	19,540	146	68,320	3,480	2,550	5.1	3.7	14.0	9.2x	1.1x	23,572	BMS, 카메라모듈, LED, 무선충전, 통신모듈, 모터/센서
엠씨넥스	3,136	2,081	1,055	197	5,106	411	291	8.0	5.7	31.9	6.4x	1.8x	1,860	카메라모듈
MDS 테크	1,312	318	994	32	1,270	136	122	10.7	9.6	13.1	15.0x	1.9x	1,842	임베디드시스템 (개발솔루션, OS, 어플리케이션)

주: 우리산업 재무구조는 2014년 6월 30일 기준 분할후 재무제표 기준
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

한라홀딩스 (060980) 48
S&T 모티브 (064960) 58
우리산업 (215360) 62
삼성 SDI (006400) 67
LG 이노텍 (011070) 71
엠씨넥스 (097520) 76
MDS 테크 (086960) 80

Universe

종목명	투자판단	목표주가
한라홀딩스	Buy(신규)	89,000 원(신규)
S&T 모티브	Buy(유지)	80,000 원(상향)
우리산업	Not Rated	Not Rated
삼성 SDI	Buy(유지)	173,000 원(유지)
LG 이노텍	Buy(유지)	130,000 원(유지)
엠씨넥스	Buy(신규)	39,000 원(신규)
MDS 테크	Buy(신규)	28,000 원(신규)

한라홀딩스 (060980)

2015. 5. 11 | 자동차/부품

숨어있는 전장부품 확대의 수혜주

Analyst 이정훈
02. 3779-8886
leejh@ebestsec.co.kr

Buy (initiate)

목표주가 89,000 원
현재주가 68,400 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

한라홀딩스(060980), 목표주가 89,000 원 투자의견 Buy 제시

한라홀딩스에 대해 목표주가 89,000원 및 투자의견 Buy를 제시하며 분석을 개시한다. 목표주가 89,000원은 2015년/2016년 BPS 평균치 97,835원에 P/B multiple 0.90x를 적용한 것이다. P/B multiple 0.90x는 한라홀딩스가 향수 3년간 창출할 것으로 기대되는 ROE 평균치 8.4%를 국내 상장 지주 10개사의 ROE vs. P/B 회기식에 적용하여 산정하였다.

만도· 만도헬라: 대한민국 전장부품의 중심

한라홀딩스는 대한민국 대표 전장부품사 만도(지분율 27.44%)와 만도헬라(지분율 50%)의 대주주로 전장부품 확대의 수혜를 그대로 입을 것이다. 지분율 27.44%를 보유한 지분법 자회사 만도로부터 매출의 0.4%로 받는 것은 물론 지분법 수익까지 인식하고 있다. 만도가 외형이 성장해도, 수익성이 개선되도 한라홀딩스는 긍정적인 효과를 입을 수 있다는 것이다. 또한 만도향 매출이 86% 수준을 차지하는 비상장 자회사(지분법) 만도헬라의 외형확대 및 수익성 개선은 눈여겨볼만하다는 판단이다.

한라마이스터: 모비스와 글로비스를 합쳐놓다

7월 1일부로 한라홀딩스에 흡수합병될 100% 연결자회사 한라마이스터는 현대차그룹의 현대모비스와 현대글로비스를 합쳐놓은 사업구조를 보유하고 있다. 그룹의 밸류체인 중심에서 만도, 그리고 한라그룹의 성장의 핵심 역할을 할 것으로 기대되는 바이다.

한라스택폴: 소리없이 강하다

한라그룹의 소리없는 강자 한라스택폴(연결자회사)은 한라홀딩스의 실적안정성에 기여할 것으로 기대된다. 지난해 국내 자동차 업종의 실적 불확실성이 확대된 환경속에 한라스택폴은 12% 내외의 영업이익률을 기록하였다. 특히 특수관계자향 매출비중이 줄어드는 가운데 나타나는 수익성 개선은 한라홀딩스의 든든한 체력이 될 수 있다는 판단이다.

Stock Data

KOSPI(5/8)		2,085.52pt
시가총액		7,389 억원
발행주식수		10,803 천주
액면가		5,000 원
52 주 최고가 / 최저가		51,681/79,700 원
90 일 일평균거래대금		59 억원
외국인 지분율		17.2%
배당수익률(15.12E)		1.4%
BPS(15.12E)		94,363 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	0.2%
	6 개월	-5.0%
	12 개월	14.5%
주주구성	정몽원외 24 인	31.0%
	국민연금공단	8.6%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2013	929	31	1	178	4,562	9.9	231	12.7	14.0	1.4	11.3
2014	919	50	47	1,082	111,742	2,349.4	198	0.6	5.8	0.8	84.0
2015E	1,020	101	96	80	7,230	-93.5	119	9.5	8.7	0.7	8.2
2016E	1,080	116	105	88	7,943	9.9	136	8.6	7.6	0.7	8.1
2017E	1,160	128	123	102	9,265	16.6	149	7.4	6.8	0.6	8.8

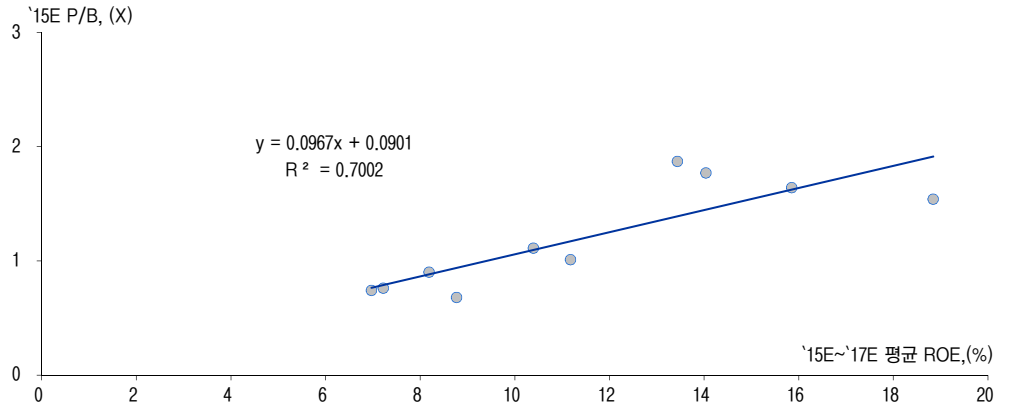
자료: 이베스트투자증권 리서치센터. IFRS 연결기준임

한라홀딩스(060980), 목표주가 89,000 원 투자의견 Buy 제시

한라홀딩스에 대해 목표주가 89,000원 및 투자의견 Buy를 제시하며 분석을 개시한다. 현재주가대비 약 30% 이상의 상승여력을 보유했다는 판단이다.

목표주가 89,000원은 2015년과 2016년의 BPS 평균치 97,835원에 P/B 0.90x를 적용한 것이다. Target P/B 0.90x는 한라홀딩스가 향후 3년간(2015E~2017E) 창출할 것으로 기대되는 ROE의 평균치 8.4%를 국내 상장 지주회사 10개사(CJ 등)의 ROE vs. P/B 회귀식[y=0.0967x+0.0901, R^2 =0.7002]에 적용하여 산정한 것이다.

그림104 국내 지주사 10 개사 ROE vs. P/B



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

표17 한라홀딩스 Valuation

ROE Avg.	Slope	Intercept	Fitted P/B	BPS Avg.	Fitted P	TP
8.4%	0.0967	0.0961	0.90x	97,835 원	88,512 원	89,000 원

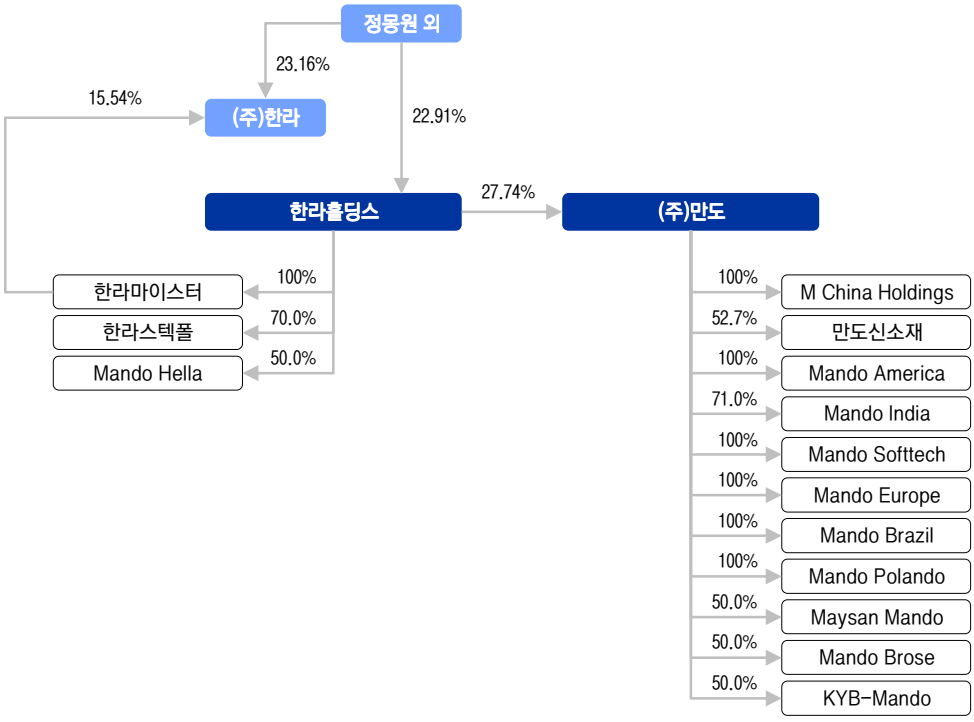
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표18 한라홀딩스 매출액 및 영업이익 전망

(십억원)		1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2015	2016
매출액	한라마이스터	191.2	195.1	216.3	181.8	198.9	206.8	227.1	193.2	784.4	826.0
	한라스텍폴	36.3	37.3	36.1	39.1	38.8	39.9	38.5	41.8	148.8	159.0
	지주사	16.2	24.0	20.6	25.4	17.8	26.6	22.7	28.2	86.3	95.3
	로열티수익	5.1	5.5	5.1	5.6	5.3	5.7	5.3	5.8	21.3	22.1
	지분법손익	11.1	18.5	15.5	19.8	12.6	20.9	17.4	22.4	65.0	73.2
	소계	243.7	256.4	273.0	246.3	255.5	273.3	288.2	263.3	1,020	1,080
영업이익	한라마이스터	4.0	4.5	5.4	4.9	5.8	6.2	7.0	6.0	18.8	25.0
	한라스택폴	3.7	4.0	3.9	4.4	4.3	4.5	4.3	4.7	15.9	17.8
	지주사	12.2	18.6	15.1	19.9	13.6	20.5	16.6	22.4	65.9	73.0
	소계	20.0	27.1	24.4	29.2	23.7	31.2	27.9	33.1	100.6	115.8
영업이익률 (%)	한라마이스터	2.1	2.3	2.5	2.7	2.9	3.0	3.1	3.1	2.4	3.0
	한라스택폴	10.2	10.6	10.7	11.2	11.2	11.2	11.2	11.2	10.7	11.2
	지주사	75.6	77.5	73.2	78.1	76.1	77.2	73.0	79.4	76.3	76.7
	소계	8.2	10.6	8.9	11.8	9.3	11.4	9.7	12.6	9.9	10.7

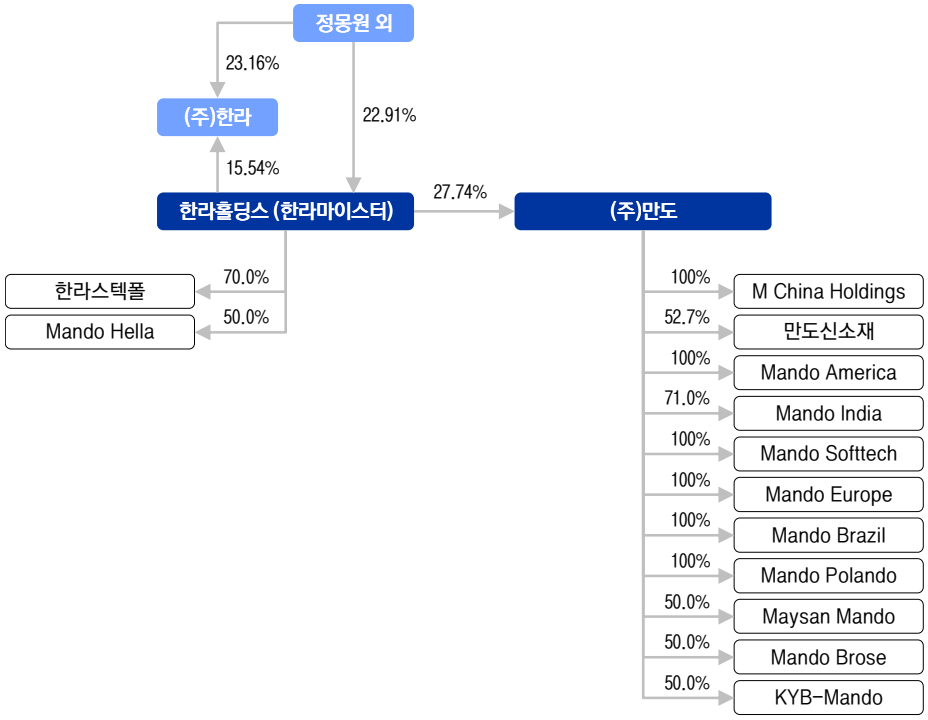
자료: 이베스트투자증권 리서치센터 / 주: 추정치는 이베스트투자증권 전망치

그림105 한라그룹 지배구조(한라홀딩스-한라마이스터 합병 전)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림106 한라그룹 지배구조(한라홀딩스-한라마이스터 합병 후)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

만도·만도헬라: 대한민국 전장부품의 중심

만도: 만도의 외형이 커져도, 수익성이 좋아져도 한라홀딩스는 좋다

한라홀딩스는 만도의 대주주로써(지분율 27.74%) 대한민국 국가대표 자동차 부품회사 만도 성장의 수혜를 그대로 입을수 있다는 판단이다.

한라홀딩스는 연간 만도로부터 매출액의 0.4%에 해당하는 금액을 브랜드 사용 로열티로 받고 있는 상황이다. 이에 따라 올해만 발생할 수 있을 것으로 예상되는 로열티 수익만 213억원 수준, 별도로 비용을 처리하지 않아도 되는 수익을 지속적으로 인식하는 것이며, 향후 전장부품의 확대 및 중국법인(만도차이나홀딩스)의 성장에 따른 매출 상승 효과를 그대로 보존 받을 수 있을 것으로 보인다.

한편 한라홀딩스는 만도를 지분법 대상 자회사로 인식하고 있다. 비록 만도의 수익성에 대한 우려가 많으나, 만도의 수익성 정상화 작업이 이루어질 경우 이는 한라홀딩스에도 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단된다.

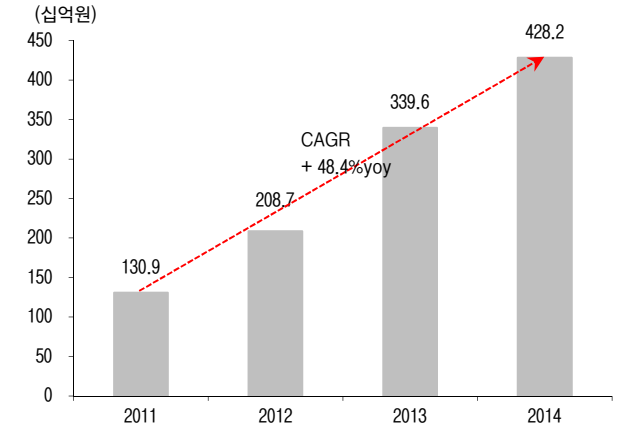
만도헬라일렉트로닉스: DAS, 대주주가 갖고싶어했던 이유

2008년 11월 설립된 만도헬라는 독일의 Hella와 만도가 각각 50%의 지분을 보유한 한라홀딩스의 지분법 자회사이다. 생산품목으로는 Sensor, ECU, 액츄에이터와 DAS 시스템까지 전장부품의 구성품은 물론 부분 자율주행 시스템까지 생산하는 대표 전장부품사라고 할 수 있다.

만도헬라는 지난해 4,282억원(+26.1%yoy)의 매출액과 345억원(+99.0%yoy)의 영업이익을 기록하였다. 이는 2011년의 1,309억원의 매출액과 2억원 수준의 영업이익을 기록하던것과 비교했을때, 각각 연평균 +48.4%yoy 및 +492.8%yoy의 성장률을 보인 것이다. 한편 지난해 영업이익률은 8.1% 수준, 2012년 1.2% 수준을 기록하던것과 비교했을때 외형 성장은 물론 수익성까지 지속적으로 개선되고 있는 것이다.

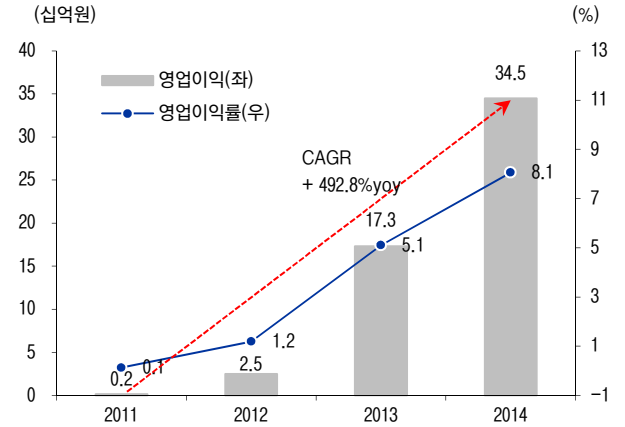
만도헬라의 매출은 100% 특수관계자에 대한 매출이다. 그 중 88.6%가 만도향 매출로 EPS 센서등을 독점 공급하고 있는 상황이며, 향후 만도의 전장부품 매출 확대에 따라 지속적인 외형 성장이 가능할 것으로 판단된다.

그림107 만도헬라 매출액 추이



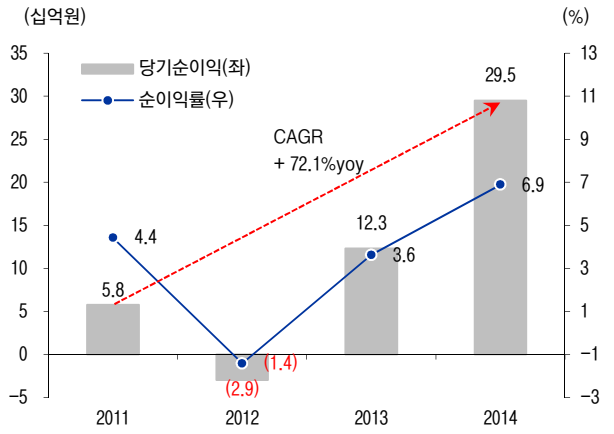
자료: 만도헬라, 이베스트투자증권 리서치센터

그림108 만도헬라 영업이익 및 영업이익률 추이



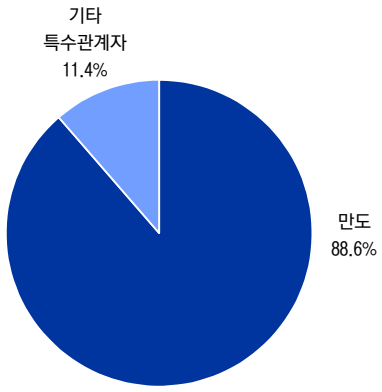
자료: 만도헬라, 이베스트투자증권 리서치센터

그림109 만도헬라 순이익 및 순이익률 추이



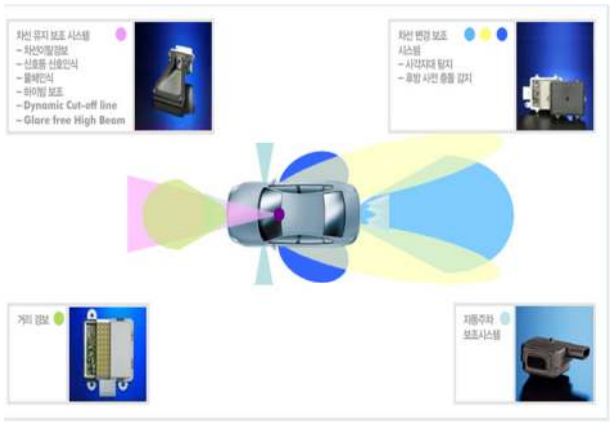
자료: 만도헬라, 이베스트투자증권 리서치센터

그림110 만도헬라 매출액 비중



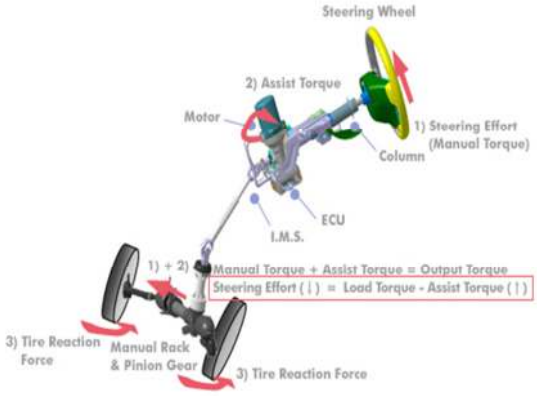
자료: 만도헬라, 이베스트투자증권 리서치센터

그림111 만도헬라 DAS



자료: 만도헬라, 이베스트투자증권 리서치센터

그림112 만도헬라 MDPS



자료: 만도헬라, 이베스트투자증권 리서치센터

표19 만도헬라 생산 품목

구분	생산품목	내용
Brake Control ECU	ABS	차량 급제동시 발생하는 바퀴 미끄러짐을 방지하여 제동거리를 단축
	ESC	코너링, 가속, 제동시 불안정한 상황에서 발생할 수 있는 미끄러짐을 제동으로 통제
	ESC Premium	ESC 의 성능, 내구 및 소음등을 향상, DAS 제품에 적용
	EPB-MoC	기존 주차 브레이크를 전자제어 액추에이터로 대체시킨 주차 브레이크 시스템
Suspension Control ECU	CDC	-
	Air Suspension	-
Steering Control ECU	C-MDPS	유압장치 대신에 모터를 이용하여 조향력을 보조, 3~5% 연비 향상 가능
	R-MDP	-
	Power Pack	-
Sensor	Yaw & G	선회 각속도와 횡방향의 가속도를 측정하는 센서
	TOS / TAS	-
	WSS	차량 휠에 장착, 속도를 감지하고 속도 관련 ECU 에 신호를 전송
DAS	SPAS	자동주차시스템, 공간을 측정해서 주차를 보조, 운전자는 가속과 감속만 수행
	LKAS	차선유지보조시스템, 차량이 차선을 이탈할 경우 스티어링 제어를 통해 이탈 방지
	BSD	사각지대감지시스템, 후방사각지대에 있는 차량을 감지해 운전자에게 경고
	LCA	차선변경보조시스템, 후방사각지대를 감지하고 차선 변경시 이를 경고
	SCC	자동순항제어시스템, 앞차의 정보로 자동차 스피드를 자동으로 결정

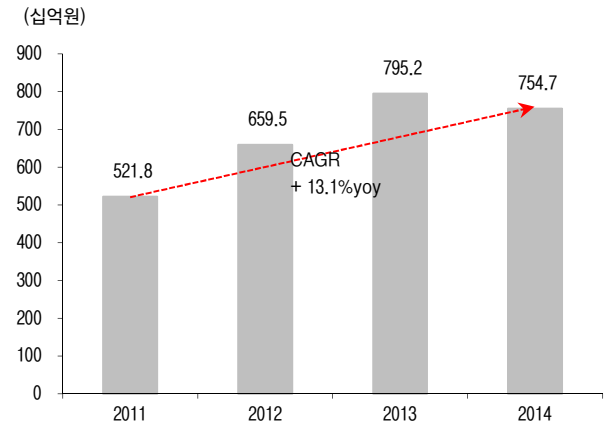
자료: 만도헬라, 이베스트투자증권 리서치센터

한라마이스터: 모비스와 글로비스를 합쳐놓다

2015년 7월 1일을 기점으로 지주사 한라홀딩스에 흡수합병될 100% 연결자회사 한라마이스터는 자동차부품유통(Aftermarket용 부품 유통)[47.6%], 건자재유통[18.8%], 물류[25.7%], 자동차용품(블랙박스, 네이게이션)[6.2%] 사업 영역을 영위하는 한라홀딩스의 핵심 자회사이다. 특히, 자동차용 A/S부품사업과 한라그룹의 물류사업을 담당하는 특징을 고려했을 때 현대모비스와 현대글로비스를 합쳐놓은 구조를 갖고있다고 볼 수도 있을 것이다.

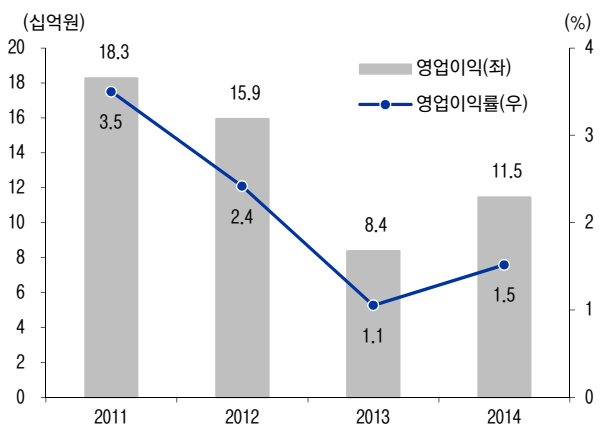
2014년 한라마이스터는 7,547억원(-5.1%yoy)의 매출액과 115억원(+36.8%yoy)의 영업이익을 기록하였다. 영업이익률은 1.5%(+0.4%pyoy) 수준, 전기자전거, 냉장물류, 수입차부품 유통 등 신규사업 진출에 다른 판관비 증가로 2011년 별도기준으로 3.6%의 영업이익률을 기록하던 것에 비해 수익성이 악화된 것이다. 그러나 한라마이스터의 영업이익률은 올해를 기점으로 2% 수준을 회복할 것으로 보인다. 수입차 판매 증가로 수입차 부품 유통 부분의 실적이 개선되고 있으며, 지난해 차량용부품 재제조 사업등 적자사업부를 정리한 효과가 본격적으로 발생하기 때문이다.

그림113 한라마이스터 매출액 추이



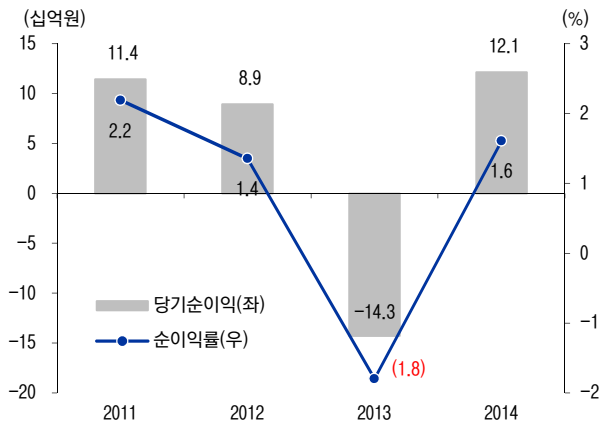
자료: 한라마이스터, 이베스트투자증권 리서치센터

그림114 한라마이스터 영업이익 및 이익률 추이



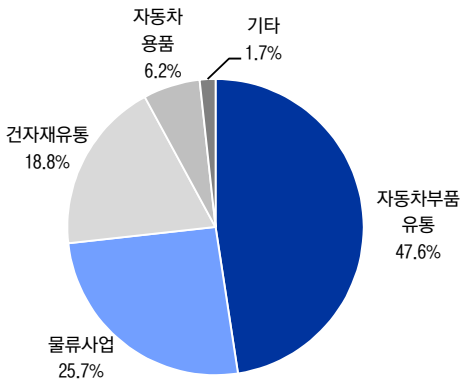
자료: 한라마이스터, 이베스트투자증권 리서치센터

그림115 한라마이스터 순이익 및 순이익률 추이



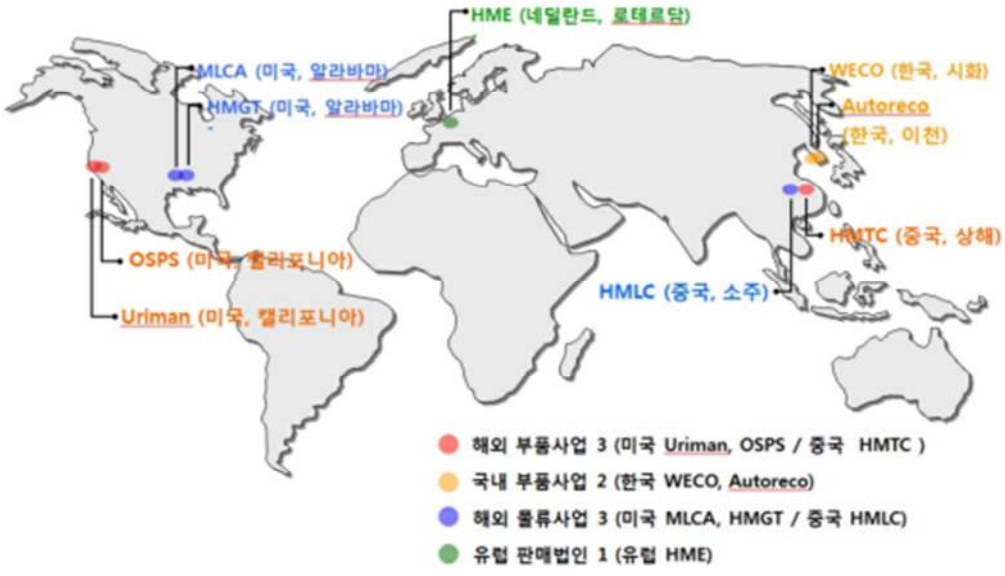
자료: 한라마이스터, 이베스트투자증권 리서치센터

그림116 한라마이스터 부문별 매출 비중



자료: 한라마이스터, 이베스트투자증권 리서치센터

그림117 한라마이스터 글로벌 거점



자료: 한라마이스터, 이베스트투자증권 리서치센터

그림118 A/S 부품사업 유통구조

자료: 한라마이스터, 이베스트투자증권 리서치센터

그림119 한라마이스터 자동차부품 물류(중국

자료: 한라마이스터, 이베스트투자증권 리서치센터

그림120 한라마이스터 네비게이션 및 블랙박스

자료: 한라마이스터, 이베스트투자증권 리서치센터

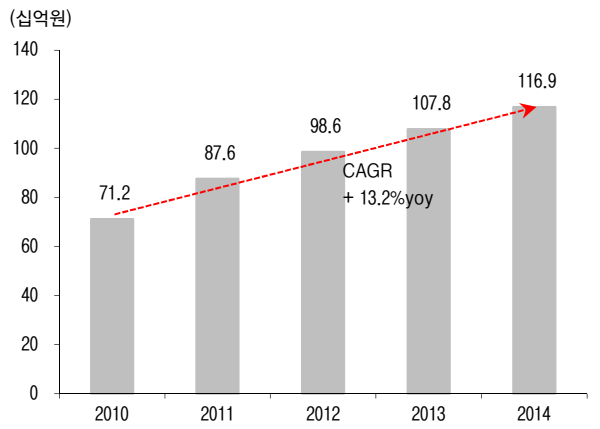
한라스택폴: 소리없이 강하다

한라스택폴은 분말야금 공법을 통해 엔진, 변속기 등 파워트레인의 구성품과 조향 및 현가장치의 구성품을 생산하는 자동차 부품사로 2008년 캐나다의 스택폴사와 합작해 설립한 지분율 70%의 연결자회사이다. 분말야금이란 '분말'과 '야금'의 합성어로 금속분말을 주조 또는 단조등의 공정 없이 금형으로 가압하여 형상을 만들고, 만들어진 금속 압분체에 열을 가해 기계적 특성을 갖는 금속제품으로 변환시키는 기술을 의미한다.

한라스택폴은 지난해 1,169억원(+8.4%yoy)의 매출액과 140억원(+9.8%yoy)의 영업이익을 기록하였다. 영업이익률은 12.0%(+0.2%yoy) 수준, 탄탄한 기술력을 통해 두 자리수의 수익성을 지켜내고 있는 것이다.

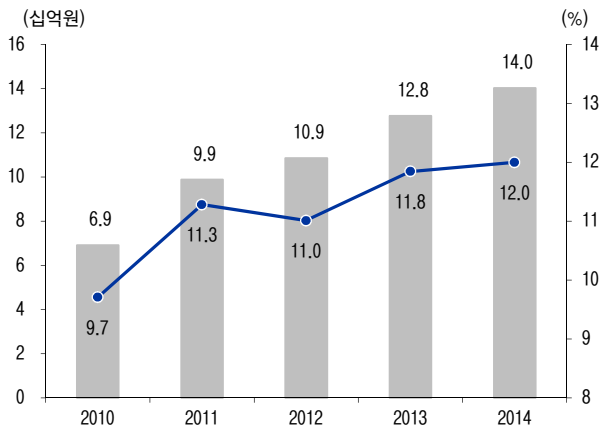
한편 지난해 매출액 중 만도/스택폴 등 특수관계자에 대한 매출 비중은 44.2% 수준을 기록, 2010년의 49.0% 대비 지속적으로 개선되고 있는 모습을 보이고 있다. 물론 여전히 특수관계자에 대한 비중이 높은 것은 분명하나 한라그룹 외 매출처 확보는 회사의 지속가능한 외형성장을 이끌 것이라는 판단이다.

그림121 한라스택폴 매출액 추이



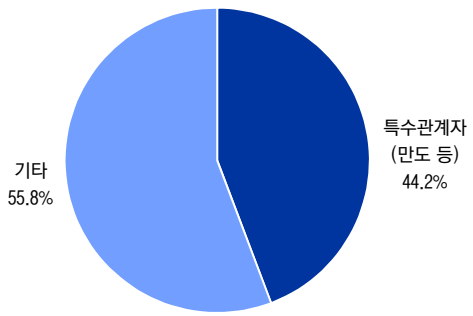
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림122 한라스택폴 영업이익 및 이익률 추이



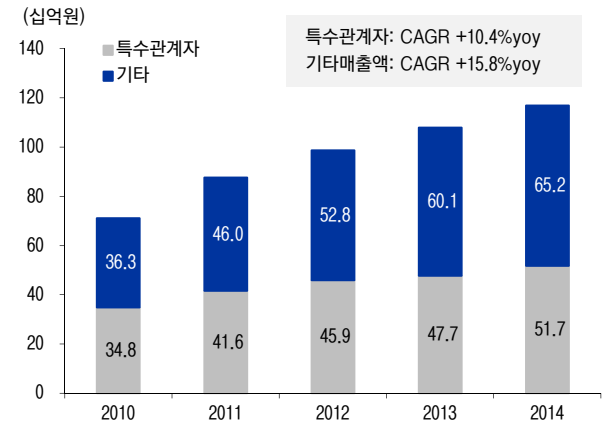
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림123 한라스택폴 특수관계자 매출 비중



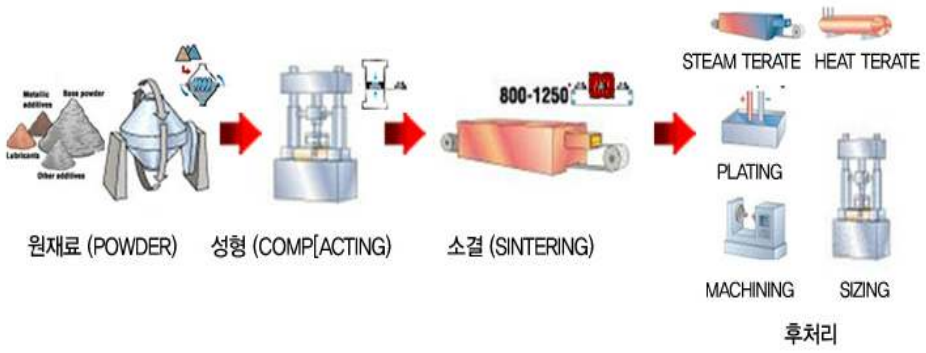
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림124 한라스택폴 매출 구성 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림125 분말야금 공법



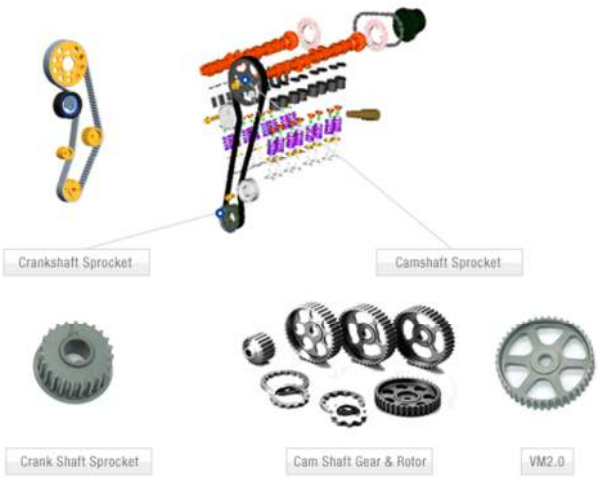
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표20 한라스택폴 생산품목

구분	생산품목
엔진부품	Crankshaft Sprocket, CamShaft Gear & Rotor, VW2.0 등
수동변속기	Synchroniz Hub[변속기 기어의 회전 비를 조정하는 역할]
자동변속기	Carrier, Backing Plate, Speed Sensor 등
Shock Absorber	Piston, Body, Rod Guide, RebRet 등
Steering 부품	Power Steering Parts 등
기타	Airconditioner Compressor Parts, 기타 자동차 부품

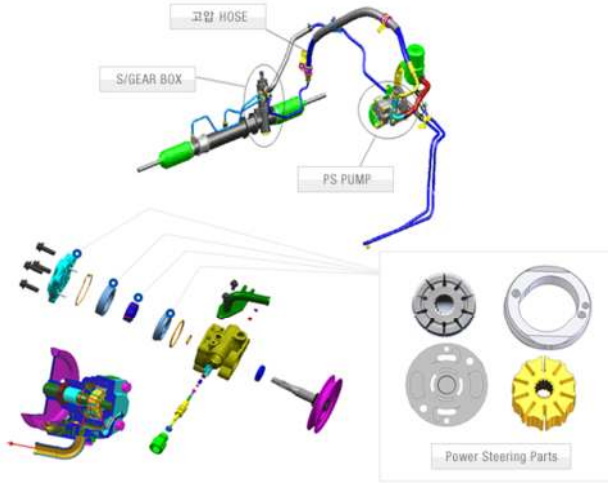
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림126 한라스택폴 생산품목(엔진부품)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림127 한라스택폴 생산품목(변속기 부품)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

한라홀딩스 (060980)

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	2,484	468	512	465	459
현금 및 현금성자산	718	166	197	129	97
매출채권 및 기타채권	1,041	185	194	208	224
재고자산	417	104	108	115	124
기타유동자산	307	12	13	13	14
비유동자산	2,593	1,212	1,268	1,327	1,388
관계기업투자등	471	1,022	1,063	1,107	1,151
유형자산	1,785	130	145	161	178
무형자산	127	23	21	19	17
자산총계	**5,077**	**1,679**	**1,780**	**1,792**	**1,847**
유동부채	1,855	287	290	294	302
매입채무 및 기타재무	1,127	150	159	170	183
단기금융부채	620	111	103	95	89
기타유동부채	108	27	28	29	30
비유동부채	1,504	447	418	348	309
장기금융부채	1,265	425	395	325	285
기타비유동부채	238	22	22	23	24
부채총계	**3,358**	**734**	**708**	**643**	**612**
지배주주지분	1,653	916	1,044	1,121	1,206
자본금	91	55	55	55	55
자본잉여금	240	265	265	265	265
이익잉여금	1,322	2,373	2,453	2,530	2,616
비지배주주지분(연결)	66	29	29	29	29
자본총계	**1,719**	**945**	**1,072**	**1,149**	**1,235**

손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	**929**	**919**	**1,020**	**1,080**	**1,160**
매출원가	826	784	826	866	925
매출총이익	**103**	**135**	**194**	**214**	**235**
판매비 및 관리비	73	85	93	99	107
영업이익	**31**	**50**	**101**	**116**	**128**
(EBITDA)	231	198	119	136	149
금융손익	-6	-8	-10	-14	-14
이자비용	13	21	21	19	16
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-23	5	5	3	8
세전계속사업이익	**1**	**47**	**96**	**105**	**123**
계속사업법인세비용	0	9	16	17	20
계속사업이익	0	37	80	88	102
중단사업이익	177	1,044	0	0	0
당기순이익	**178**	**1,082**	**80**	**88**	**102**
지배주주	178	1,079	80	88	102
총포괄이익	**168**	**1,105**	**80**	**88**	**102**
매출총이익률 (%)	11.1	14.7	19.0	19.8	20.2
영업이익률 (%)	3.3	5.4	9.9	10.7	11.0
EBITDA 마진률 (%)	24.9	21.5	11.7	12.6	12.9
당기순이익률 (%)	19.1	117.7	7.8	8.1	8.8
ROA (%)	3.9	31.9	4.6	4.9	5.6
ROE (%)	11.3	84.0	8.2	8.1	8.8
ROIC (%)	0.7	3.2	28.0	30.2	30.9

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	**554**	**206**	**144**	**99**	**114**
당기순이익(손실)	178	1082	80	88	102
비현금수익비용가감	335	205	67	21	22
유형자산감가상각비	180	132	15	17	18
무형자산상각비	20	16	4	3	3
기타현금수익비용	25	57	48	1	1
영업활동 자산부채변동	95	-127	-3	-9	-11
매출채권 감소(증가)	63	19	-9	-13	-16
재고자산 감소(증가)	11	-31	-4	-7	-9
매입채무 증가(감소)	69	-80	9	11	13
기타자산, 부채변동	-48	-35	1	1	1
투자활동 현금	**-851**	**-509**	**-75**	**-79**	**-83**
유형자산처분(취득)	-313	-121	-31	-32	-35
무형자산 감소(증가)	-42	-32	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-338	-362	-42	-43	-45
기타투자활동	-159	5	-1	-2	-2
재무활동 현금	**802**	**-247**	**-38**	**-89**	**-63**
차입금의 증가(감소)	832	-49	-38	-78	-46
자본의 증가(감소)	-18	-21	0	-11	-17
배당금의 지급	18	21	0	11	17
기타재무활동	-11	-176	0	0	0
현금의 증가	**504**	**-552**	**31**	**-68**	**-32**
기초현금	215	718	166	197	129
기말현금	718	166	197	129	97

주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
투자지표 (x)					
P/E	12.7	0.6	9.5	8.6	7.4
P/B	1.4	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	14.0	5.8	8.7	7.6	6.8
P/CF	4.1	1.6	5.2	7.0	6.1
배당수익률 (%)	2.1	0.0	1.5	2.2	2.9
성장성 (%)					
매출액	-81.6	-1.1	11.0	6.0	7.4
영업이익	-88.1	62.8	102.3	15.2	10.6
세전이익	-99.5	4,798.1	105.5	9.9	16.6
당기순이익	9.7	508.6	-92.6	9.9	16.6
EPS	9.9	2,349.4	-93.5	9.9	16.6
안정성(%)					
부채비율	195.4	77.7	66.0	55.9	49.5
유동비율	133.9	162.7	176.6	158.2	151.8
순차입금/자기자본 (x)	56.7	39.0	27.9	25.2	22.3
영업이익/금융비용 (x)	2.3	2.4	4.9	6.1	8.1
총차입금 (십억원)	1,885	536	498	420	374
순차입금 (십억원)	975	369	300	290	275
주당지표 (원)					
EPS	4,562	111,742	7,230	7,943	9,265
BPS	42,570	82,855	94,363	101,306	109,071
CFPS	14,184	43,441	13,261	9,821	11,277
DPS	1,200	n/a	1,000	1,500	2,000

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

S&T모티브 (064960)

2015. 5. 11 | 자동차/부품

내년이 더 기대된다

Analyst 이정훈
02. 3779-8886
leejh@ebestsec.co.kr

1 분기 실적을 통해 증명된 그들의 자신감

2015년 1분기 S&T모티브는 2,814억원(+13.4%)의 매출액 261억원(+72.0% yoy)의 영업이익을 기록하였다. 영업이익률은 전년동기대비 +3.2%p 증가한 9.3% 수준, 연결자회사인 S&T C의 수익성이 크게 개선된 가운데 고마진의 판매믹스, 원/달러 환율 상승 효과의 긍정적 영향으로 시장 컨센서스를 상회하는 실적을 기록한 것이다.

모터사업부: 시트모터에서 DCT 모터, HSG 로 진화 성공

2015년 S&T모티브의 실적 개선의 중심에 엔진부품(오일펌프 등)과 방산이 있었다면 2016년 그리고 2017년에는 모터와 전장을 중심으로 새로운 도약이 시작될 전망이다.

상대적으로 낮은 기술력이 필요한 시트모터에 집중돼있던 모터사업의 방향성을 전자제어 시스템 액츄에이터 영역으로 설정했던 것의 수혜가 본격적으로 시작될 시기인 것이다. 2016년 모터사업부의 매출액은 2012년대비 CAGR +11.8%yoy 상승한 3,375억원 수준, 매출비중은 22.4% 수준으로 상승할 전망이다.

특히 정관공장의 부산 통합을 통한 경영 효율성 제고 및 CAPA 증대는 방향성을 보여주는 시그널이 될 것이다.

전장부문: 인포테인먼트 확대의 수혜주

S&T모티브는 전자전장사업부를 통해서 Vehicle Information Display(네비게이션, 계기판 등) 및 Body Control Units(RES, Sunroof ECU 등)을 생산하고 있다. 2015년은 실적기여도가 크지 않은 것으로 판단되나 2017년부터 양산 예정인 X-Project[연간 1,000~3,000억원] 등이 인식되기 시작하며 본격적인 성장이 시작될 전망이다. 운전자 가치 증대 수요 확산에 따른 인포테인먼트의 확대에 따라 시간이 지날수록 S&T모티브의 중심 사업부가 될 수 있다는 판단이다.

Buy (maintain)

목표주가 80,000 원
현재주가 61,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	O	

Stock Data

KOSPI(5/8)		2,085.52pt
시가총액		8,858 억원
발행주식수		14,403 천주
액면가		5,000 원
52 주 최고가 / 최저가		28,200/65,200 원
90 일 일평균거래대금		53 억원
외국인 지분율		17.4%
배당수익률(15.12E)		0.9%
BPS(15.12E)		44,763 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	45.8%
	6 개월	5.7%
	12 개월	5.3%
주주구성	(주)S&T 홀딩스외 2 인	45.8%
	신영자산운용	6.7%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2013	875	55	47	30	2,340	26.3	55	11.7	6.1	0.8	6.9
2014	1,099	69	74	64	4,252	81.7	69	9.9	7.8	1.1	11.2
2015E	1,294	117	113	87	5,684	33.7	117	10.8	6.7	1.4	13.3
2016E	1,416	121	118	91	5,942	4.5	121	10.4	6.2	1.2	12.3
2017E	1,621	140	136	105	6,912	16.3	140	8.9	5.1	1.1	12.7

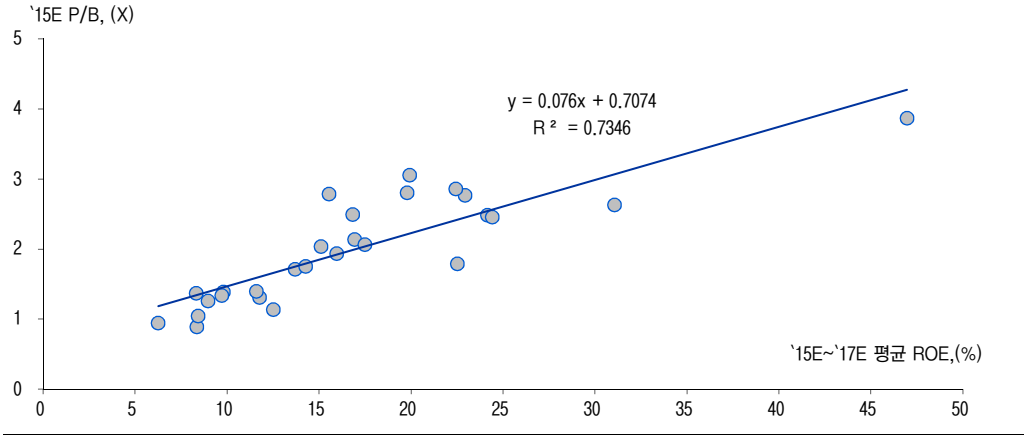
자료: 이베스트투자증권 리서치센터. IFRS 연결기준임

S&T 모티브(064960), 목표주가 80,000 원으로 상향

S&T모티브에 대해 목표주가 80,000원으로 상향하며 및 투자의견을 Buy로 유지한다. 현재주가대비 약 30% 이상의 상승여력을 보유했다는 판단이다.

목표주가 80,000원은 2015년과 2016년의 BPS 평균치 47,561원에 P/B 1.68x를 적용한 것이다. Target P/B 1.68x는 S&T모티브가 향후 3년간(2015E~2017E) 창출할 것으로 기대되는 ROE의 평균치 12.8%를 글로벌 자동차부품 업종의의 ROE vs. P/B 회귀식[y=0.076x+0.7074, R^2 =0.7346]에 적용하여 산정한 것이다. (1) 현대차 그룹에 대한 낮은 매출 비중 및 다변화된 고객포트폴리오, (2) HSG, Traction Motor, 오일펌프 등 고부가가치의 사업포트폴리오를 고려하여 Valuation에 대한 별다른 할인을 가하지 않은 것이다.

그림128 글로벌 자동차부품 업종 ROE vs. P/B



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표21 S&T 모티브 Valuation

ROE Avg.	Slope	Intercept	Fitted P/B	BPS Avg.	Fitted P	TP
12.8%	0.076	0.7074	1.68x	47,561	79,849 원	80,000 원

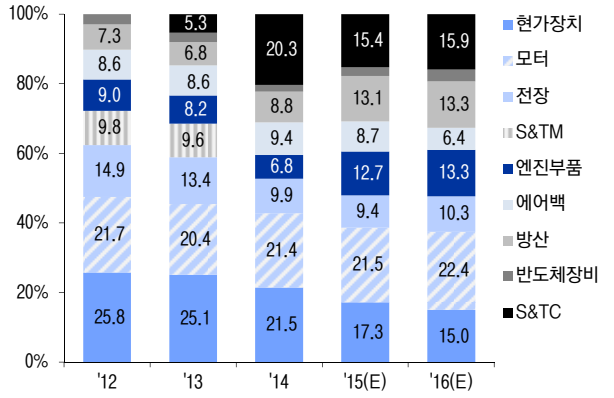
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표22 S&T 모티브 실적 추정

(십억원)	2015				2016				2015	2016
	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16		
매출액	281.4	352.3	349.4	311.2	314.0	385.5	360.6	356.1	1,294.3	1,416.2
차량부품	225.8	248.3	255.3	221.6	253.0	261.1	254.2	246.2	950.9	1,014.4
기타	69.8	117.2	105.3	110.5	85.7	142.5	126.6	136.1	402.8	490.9
연결조정	(14.2)	(13.1)	(11.2)	(20.9)	(24.7)	(18.1)	(20.1)	(26.2)	(59.4)	(89.1)
매출원가	235.5	298.4	296.3	262.9	265.0	326.2	305.4	301.3	1,093.2	1,197.9
판관비	19.7	22.9	20.4	21.5	21.4	27.4	23.8	24.6	84.6	97.1
영업이익	26.1	31.0	32.7	26.8	27.7	31.9	31.4	30.3	116.5	121.2
영업이익률(%)	9.3	8.8	9.4	8.6	8.8	8.3	8.7	8.5	9.0	8.6

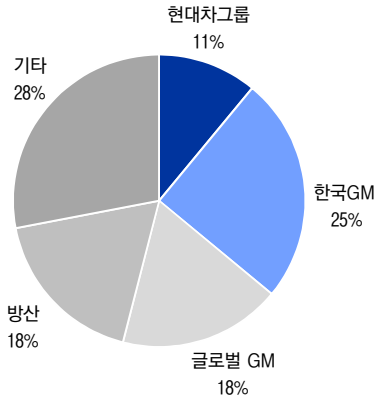
자료: 이베스트투자증권 리서치센터 / 2015 년 1 분기 부문별 매출액은 이베스트 추정치

그림129 S&T 모티브 제품별 매출 비중 추이



자료: S&T 모티브, 이베스트투자증권 리서치센터

그림130 S&T 모티브 고객별 매출비중(2014 년)



자료: S&T 모티브, 이베스트투자증권 리서치센터

그림131 S&T 모티브 모터(HSG, Traction)

자료: S&T 모티브, 이베스트투자증권 리서치센터

그림132 S&T 모티브 전자전장 시스템

자료: S&T 모티브, 이베스트투자증권 리서치센터

표23 S&T 모티브 주요 사업 추진 현황

구분	내용
자품사업	▪ SGM 향 가변형 엔진펌프 신규수주 확정(2017 년부터 연간 200 억원 규모) ▪ SGM, GMNA 향 신규 트랜스미션용 오일펌프 수주확정(2018 년부터 연간 800 억원 규모) ▪ 가변형 엔진오일펌프 신규수주 추진(2018 년부터 연간 350 억원 규모)
전자전장	▪ 2014 년 11 월, X-Project 개발계약 체결 ▪ 2017 년부터 양산예정, 연간 1,000 억원~3,000 웍원 규모
모터사업	▪ EPS 모터 고객 다변화 추진 ▪ 파워트레인용 모터 신규 프로젝트 추진(연간 800 억원 규모)
특수사업	▪ 반도체 장비 메인프레임 수주 추진중

자료: S&T 모티브, 이베스트투자증권 리서치센터

S&T 모티브 (064960)

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	639	588	655	755	869
현금 및 현금성자산	119	93	134	162	197
매출채권 및 기타채권	313	303	318	364	414
재고자산	171	161	172	197	224
기타유동자산	37	30	31	33	34
비유동자산	567	527	552	580	611
관계기업투자등	2	6	6	6	7
유형자산	545	499	521	544	571
무형자산	11	12	15	18	21
자산총계	**1,206**	**1,115**	**1,207**	**1,334**	**1,479**
유동부채	436	347	357	398	442
매입채무 및 기타재무	290	256	264	302	343
단기금융부채	72	30	30	30	30
기타유동부채	74	61	64	66	69
비유동부채	110	108	112	117	122
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	110	108	112	117	122
부채총계	**546**	**455**	**470**	**515**	**564**
지배주주지분	524	577	655	736	832
자본금	73	73	73	73	73
자본잉여금	36	45	45	45	45
이익잉여금	388	436	514	596	692
비지배주주지분(연결)	137	83	83	83	83
자본총계	**660**	**660**	**738**	**820**	**916**

손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	**875**	**1,099**	**1,294**	**1,416**	**1,621**
매출원가	763	951	1,093	1,198	1,373
매출총이익	**112**	**148**	**201**	**218**	**248**
판매비 및 관리비	57	79	85	97	109
영업이익	**55**	**69**	**117**	**121**	**140**
(EBITDA)	55	69	117	121	140
금융손익	-3	8	0	0	0
이자비용	1	2	1	1	1
관계기업등 투자손익	6	3	0	0	0
기타영업외손익	-11	-6	-4	-4	-4
세전계속사업이익	**47**	**74**	**113**	**118**	**136**
계속사업법인세비용	11	18	26	27	31
계속사업이익	37	56	87	91	105
중단사업이익	-7	7	0	0	0
당기순이익	**30**	**64**	**87**	**91**	**105**
지배주주	34	61	87	91	105
총포괄이익	**30**	**64**	**87**	**91**	**105**
매출총이익률 (%)	12.8	13.5	15.5	15.4	15.3
영업이익률 (%)	6.3	6.3	9.0	8.6	8.6
EBITDA 마진률 (%)	6.3	6.3	9.0	8.6	8.6
당기순이익률 (%)	3.4	5.8	6.7	6.4	6.5
ROA (%)	3.2	5.3	7.5	7.1	7.4
ROE (%)	6.9	11.2	14.1	13.0	13.4
ROIC (%)	7.9	8.8	14.7	14.3	15.1

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	**41**	**44**	**75**	**64**	**75**
당기순이익(손실)	30	64	87	91	105
비현금수익비용가감	16	2	4	5	5
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	0	2	4	5	5
영업활동 자산부채변동	0	0	-16	-31	-34
매출채권 감소(증가)	0	0	-15	-46	-50
재고자산 감소(증가)	0	0	-10	-25	-27
매입채무 증가(감소)	0	0	8	38	42
기타자산, 부채변동	0	0	1	1	1
투자활동 현금	**1**	**-14**	**-26**	**-28**	**-31**
유형자산처분(취득)	-14	-32	-22	-24	-27
무형자산 감소(증가)	-3	-2	-3	-3	-3
투자자산 감소(증가)	9	0	-1	-1	-1
기타투자활동	9	21	0	0	0
재무활동 현금	**17**	**-56**	**-9**	**-9**	**-9**
차입금의 증가(감소)	14	-37	0	0	0
자본의 증가(감소)	3	-10	-9	-9	-9
배당금의 지급	7	10	9	9	9
기타재무활동	0	-10	0	0	0
현금의 증가	**59**	**-25**	**41**	**28**	**36**
기초현금	60	119	93	134	162
기말현금	119	93	134	162	197

주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
투자지표 (x)					
P/E	11.7	9.9	10.8	10.4	8.9
P/B	0.8	1.1	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.1	7.8	6.7	6.2	5.1
P/CF	8.6	9.3	9.9	9.4	8.2
배당수익률 (%)	2.2	1.4	1.0	1.0	1.0
성장성 (%)					
매출액	-3.3	25.6	17.7	9.4	14.5
영업이익	61.2	24.5	68.9	4.0	15.1
세전이익	109.5	55.8	52.9	4.2	15.6
당기순이익	90.3	112.4	36.9	4.2	15.6
EPS	26.3	81.7	33.7	4.5	16.3
안정성(%)					
부채비율	82.7	68.9	63.7	62.8	61.6
유동비율	146.6	169.5	183.3	189.6	196.4
순차입금/자기자본 (x)	-8.5	-9.7	-14.2	-16.1	-18.3
영업이익/금융비용 (x)	43.3	44.6	104.1	108.3	124.7
총차입금 (십억원)	72	30	30	30	30
순차입금 (십억원)	-56	-64	-104	-132	-168
주당지표 (원)					
EPS	2,340	4,252	5,684	5,942	6,912
BPS	35,809	39,460	44,763	50,359	56,923
CFPS	3,182	4,536	6,221	6,525	7,506
DPS	600	600	600	600	600

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

우리산업 (215360)

2015. 5. 11 | 자동차/부품

테슬라보다 다양한 가능성

Analyst 이정훈
02. 3779-8886
leejh@ebestsec.co.kr

쾌적한 자동차를 원하십니까

우리산업은 자동차 공조장치 관련 부품등을 생산하는 업체로 HVCC 현대모비스 만도 및 덴소 등 다양한 고객 포트폴리오를 보유하고 있다. 주요 생산품은 HVAC Actuator, 공조제어기, 클러치 코일등으로 전체매출액 중 공조시스템 매출 비중이 70% 이상이다. 운전자 가치 요구 증가로 차량 공조시스템 시장규모가 확대됨에 따라 매출 성장이 지속될 것으로 보인다.

또한 Actuator 등 전장기술을 바탕으로한 EPB(Electronic Parking Brake) 및 기타 전장부품(현대모비스향) 매출 확대 역시 기대되는 바이다.

테슬라 그리고 이보다 큰 중국시장의 가능성

한편 우리산업은 테슬라 전기차 모델에 대한 PTC 히터를 독점 납품하고 있는 상황이다. PTC히터란 내연기관,하이브리드 전기/수소차의 전원공급과 동시에 차량유입 공기를 직접 가열하여 차량 내부의 온도를 신속하게 예열시켜주는 난방장치로 테슬라의 '모델S'에 이미 독점공급하고 있으며, 올 여름 출시 예정인 '모델X'에 단독 밴더로 참여하고 있는 것은 물론 양산형 전기차 '모델E' 의 개발과정에 참여하고 있다

친환경차의 판매는 단순한 연비 문제가 아닌 배기가스 규제 등 친환경 규제와 관련이 있는 것이다. 유가 하락으로 단기적인 부침이 존재할 수 있으나 장기적인 관점에서의 성장세는 지속될 것이라는 판단이다. 특히 중국정부가 적극적으로 주도하고 있는 중국시장의 가능성은 우리산업의 성장을 뒷받침할 것이다.

분할로 기업가치 극대화 가능

우리산업은 5월 6일자로 기업분할 뒤 코스닥 시장에 재상장하였다. 분할 뒤 해외법인으로부터 매출액대비 5% 수준을 기술료로 수취할 예정으로 연간 30억 내외의 수익성 개선 효과가 발생할 것으로 보인다. 특히 분할에 따른 국내법인 효율성 증대 및 수익성 확대로 과거의 Valuation 프리미엄을 회복할 수 있다는 판단이다.

Not Rated

목표주가	Not Rated
현재주가	17,750 원

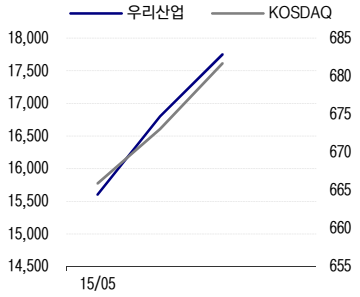
컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ(5/8)		681.69pt
시가총액		1,621 억원
발행주식수		9,132 천주
액면가		500 원
52 주 최고가 / 최저가		15,600/17,750 원
90 일 일평균거래대금		175 억원
외국인 지분율		11.3 %
배당수익률(15.12E)		-
BPS(15.12E)		-
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-
	6 개월	-
	12 개월	-
주주구성	김명준외 1 인	39.2%
	Standard Life	9.2%

Stock Price

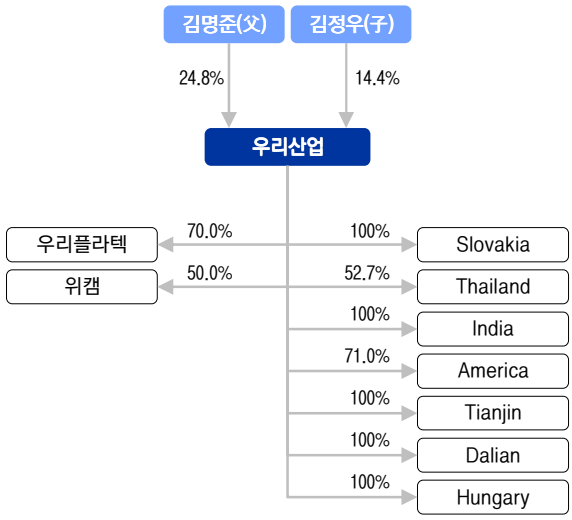


Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2013	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2014	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2015E	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2016E	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2017E	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

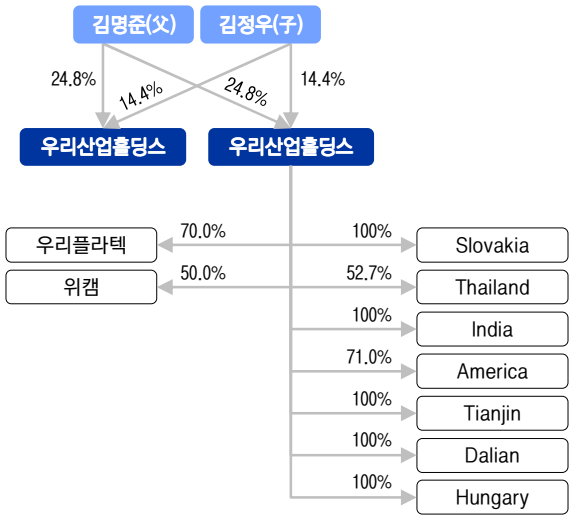
주: 5 월 6 일 재상장, 향후 Financial Data 첨부 예정

그림133 우리산업 지배구조(분할 전)



자료: 이베스트증권 리서치센터

그림134 우리산업 지배구조(분할 후)



자료: 이베스트증권 리서치센터

표24 우리산업홀딩스 자회사 실적(2014 년 기준)

(십억원, %)	지역	자산총액	부채총액	순자산	ROE	매출액	당기손익	NPM
천진우리전자유한공사	중국	18.9	10.6	8.2	8.4	32.6	0.7	2.1
Dalian Woory	중국	5.0	2.8	2.2	1.7	12.4	0.0	0.3
Woory Automotives India	인도	16.7	15.3	1.3	(55.0)	26.0	(0.7)	(2.8)
Woory Industria Tailand	태국	5.3	2.1	3.3	30.4	12.5	1.0	7.9
WR America Inc.	미국	0.3	0.1	0.2	11.4	0.4	0.0	4.8
Woory Slovakia Limited	슬로바키아	6.0	4.5	1.5	41.9	16.1	0.6	3.8
우리플라텍(주)	한국	4.4	3.1	1.2	31.7	13.3	0.4	2.9
위캠(주)	한국	1.7	2.6	(1.0)	110.3	2.2	(1.1)	(49.4)
단순합산		58.1	41.2	16.9	5.5	115.5	0.9	0.8

자료: 우리산업홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터

표25 우리산업 재무상태표(2014 년 6 월 30 일 기준)

(십억원)	분할전	분할후	
		우리산업홀딩스	우리산업
자산	204.8	39.8	165.3
유동자산	146.9	22.6	124.3
현금성자산	22.2	21.5	0.7
단기금융상품	1.1	1.1	-
비유동자산	57.9	17.1	41.1
부채	138.3	12.1	126.5
유동부채	113.0	1.1	112.0
단기차입금	57.9	-	57.9
유동성장기부채	4.1	-	4.1
비유동부채	25.3	11.0	14.6
장기차입금	16.4	10.0	6.4
사채	5.0	-	5.0
순자산	66.5	27.7	38.8

자료: 우리산업홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터

표26 우리산업 실적 추이

(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	258.1	280.5	335.2	467.0
매출원가	221.0	239.8	286.3	396.5
판관비	21.6	25.0	29.2	40.6
영업이익	15.5	15.7	19.8	29.9
순이익	11.8	13.4	17.1	25.1
원가율 (%)	85.6	85.5	85.4	84.9
판관비율 (%)	8.4	8.9	8.7	8.7
영업이익률 (%)	6.0	5.6	5.9	6.4
순이익률 (%)	4.6	4.8	5.1	5.4
EPS (원)		1,467	1,868	2,748

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표27 우리산업 수주 잔고

(십억원)	2015E	2016E	2017E
Back-up Order	280.5	312.7	386.9
Bidding	-	13.6	32.7
Expecting Order & Co-Developing	-	23.3	107.9
Total	280.5	349.6	527.5

자료: 우리산업, 이베스트투자증권 리서치센터

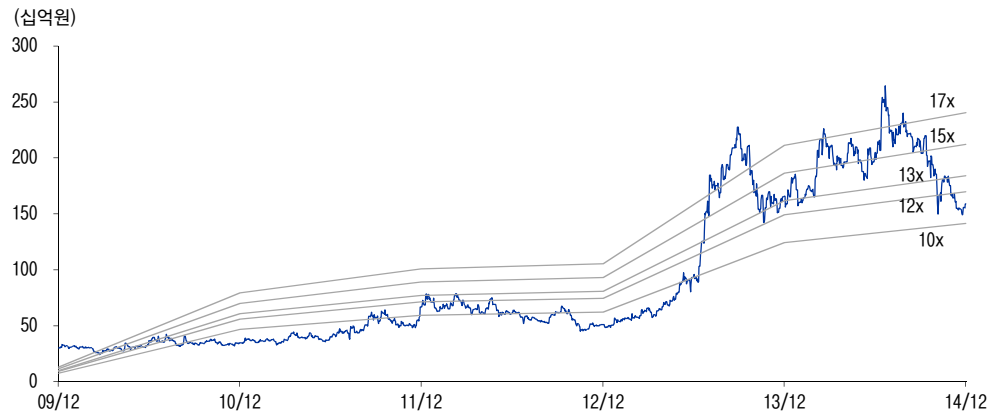
표28 우리산업 적정 주가 전망

		Expected EPS					
	(원)	1,467 (1)	1,667 (2)	1,868 (3)	2,028 (4)	2,308 (5)	2,748 (6)
Applied P/E	9x	15,007	16,809	18,250	20,772	24,736	24,736
	10x	16,675	18,677	20,278	23,081	27,484	27,484
	11x	18,342	20,545	22,306	25,389	30,233	30,233
	12x	20,010	22,412	24,333	27,697	32,981	32,981
	13x	21,677	24,280	26,361	30,005	35,729	35,729
	14x	23,345	26,148	28,389	32,313	38,478	38,478
	15x	25,012	28,015	30,417	34,621	41,226	41,226

주: Expected EPS (1) 2015 년 예상 EPS
(2) 2015 년 2016 년 예상 EPS 평균
(3) 2016 년 예상 EPS
(4) 2015 년 2016 년 2017 년 예상 EPS 평균
(5) 2016 년 2017 년 예상 EPS 평균
(6) 2017 년 예상 EPS

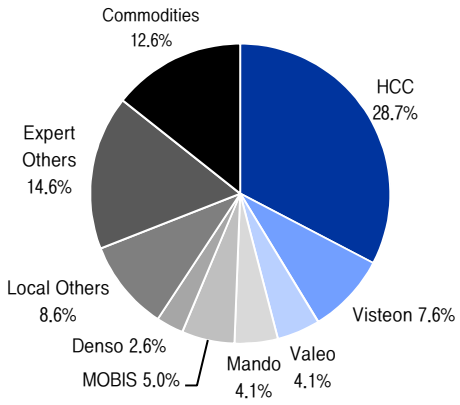
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림135 우리산업(분할 전) P/E band(2010 년~2014 년)



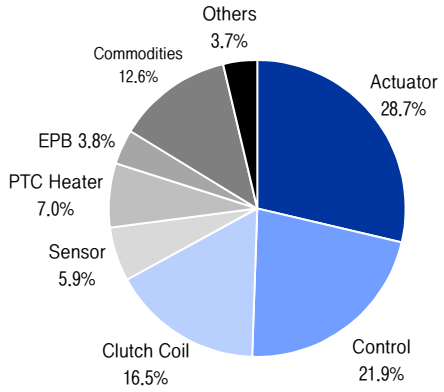
자료: DataGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림136 우리산업 고객별 매출 비중



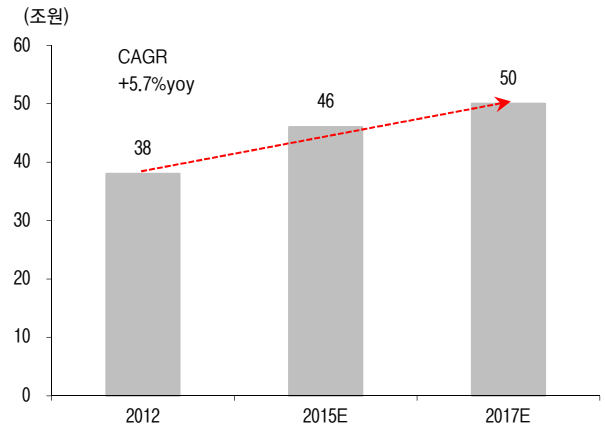
자료: 우리산업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림137 우리산업 제품별 매출 비중



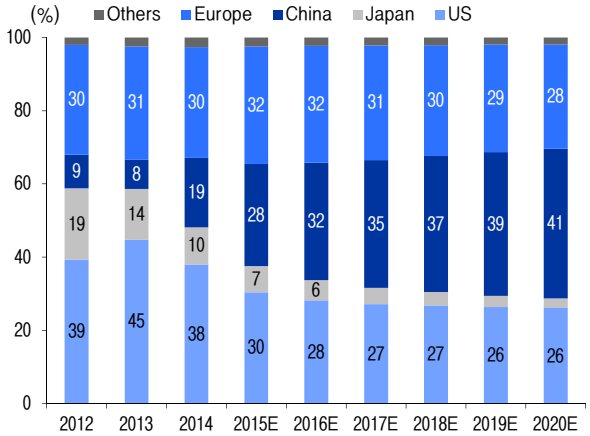
자료: 우리산업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림138 글로벌 공조시장 규모



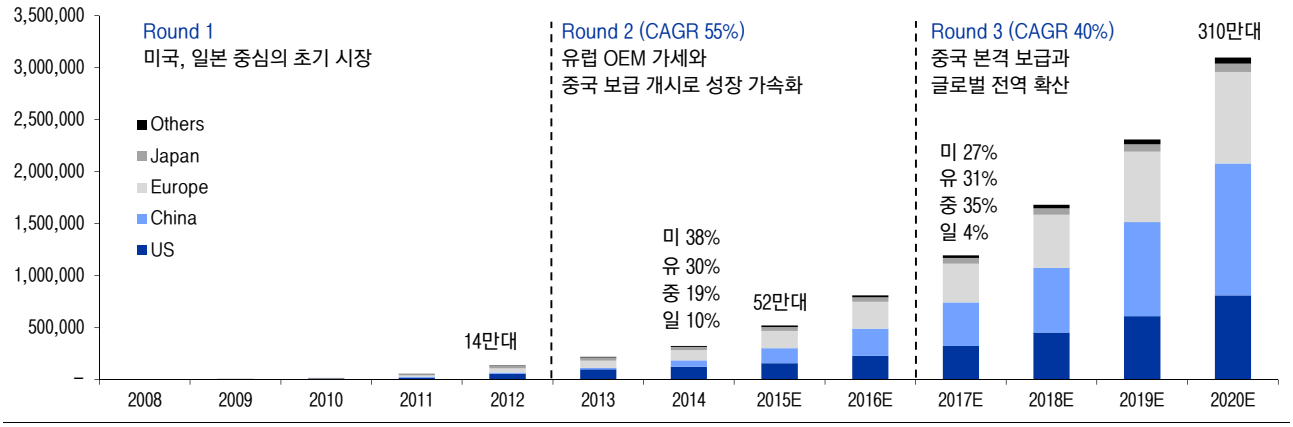
자료: HVCC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림139 글로벌 전기차 시장 비중



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림140 글로벌 전기차 시장 규모



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림141 우리산업 제품 라인업

자료: 우리산업, 이베스트투자증권 리서치센터

삼성SDI (006400)

2015. 5. 11 | 전기전자

EV 만 돌아서면 고민은 해결된다

Analyst 김현용
02. 3779-8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가 173,000 원
현재주가 118,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	O	

글로벌 최대 시장인 미국의 EV 모멘텀은 하반기부터 되살아날 전망

미국 전기차 시장의 성장성이 좀처럼 살아나지 않고 있다. 4월까지 누적 기준 전년동기 대비 성장률은 5%로 저조한 상황이다. 그러나 지난 15개월간 자국 브랜드 신모델 출시가 없었던 점을 감안하면 중국이나 유럽과의 성장성 괴리감은 충분히 설명될 만한 수준이다. 드디어 하반기 모델 X와 볼트 2세대가 출시될 예정이다. 작년 상반기 수준의 성장세(YoY 38%)는 회복할 전망이다.

최악의 구간을 지나고 있는 중대형 전지, 절망 속에서 희망을 봐야할 시점

동사 중대형전지 사업은 엄청난 성장통을 겪고 있다. 고성장 산업에 대한 선투자로 고정비는 높은 반면, 가동률은 적정 수준에 한참 못 미치는 상황이기 때문이다. 그러나 분명한 점은 BMW를 시작으로 VW그룹, 중국로컬 등 글로벌 전기차 시장의 주인공을 이미 고객으로 확보했다는 점이다. 2013년 3.1%에 불과했던 점유율은 올해 7.2%, 내년 8.1%로 증가할 전망이다. ESS 시장에서도 10% 내외의 점유율은 꾸준히 유지할 것으로 예상된다.

중국공장이 본격적으로 가동개시하는 2016년까지는 가파른 적자 감소는 힘들어 보인다. 그러나 급성장하는 전방산업 내에서도 매출액 점유율이 의미있게 증가하고 있어 2017년 이후에는 실적 정상화 가능성이 높다고 판단된다.

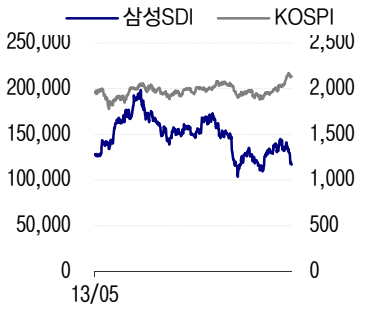
금융위기 이후 최저점을 하회한 현주가, 지금부터 사야할 시기라고 판단

동사에 대한 투자의견을 매수로 유지하고, 목표주가는 173,000원으로 제시한다. 2008년 글로벌 금융위기 이후 동사 PBR 밴드 하단은 0.7배였다. 1분기 어닝쇼크로 인한 주가 조정으로 현재 0.67배를 기록 중이다. 2분기부터의 점진적 실적 회복세와 3분기 실적 정상화를 감안하면 지금은 저평가 구간이라는 판단이다. 실적도 바닥을 찍었고, 모멘텀은 강하게 반등하는 시점이 코 앞으로 다가왔다.

Stock Data

KOSPI(5/8)		2,085.52pt
시가총액		81,486 억원
발행주식수		68,765 천주
액면가		5,000 원
52 주 최고가 / 최저가		173,000/103,500 원
90 일 일평균거래대금		396 억원
외국인 지분율		28.6%
배당수익률(15.12E)		1.1%
BPS(15.12E)		166,936 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-14.2%
	6 개월	-13.9%
	12 개월	-29.4%
주주구성	삼성전자외 3 인	20.6%
	국민연금	9.9%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2013	3,428	-11	513	148	2,867	-91.1	419	56.5	18.9	1.0	1.8
2014	5,474	71	199	-80	-1,256	적전	604	-92.4	13.6	0.7	-0.9
2015E	7,978	127	438	350	5,060	흑전	1,026	23.1	8.1	0.7	3.0
2016E	8,378	248	575	460	6,655	31.5	1,083	17.6	7.7	0.7	3.9
2017E	8,880	263	603	482	6,978	4.9	1,254	16.8	6.5	0.7	3.9

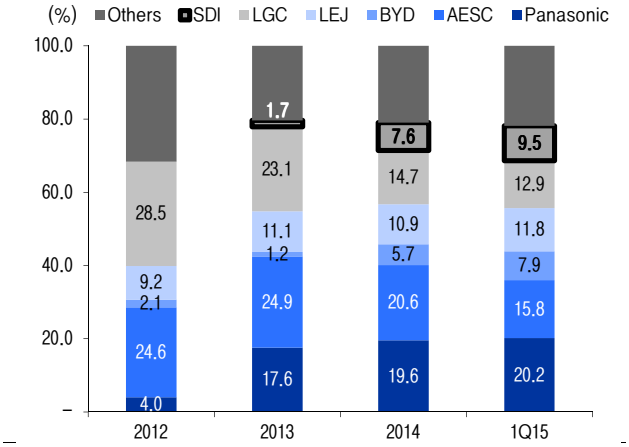
자료: 이베스트투자증권 리서치센터. IFRS 연결기준

EV 배터리 점유율, 구미시장 15% & 글로벌 10%로 지속 증가 추세

1분기 판매량 기준 동사의 EV 배터리 점유율은 10%로 5위에 올랐다. 3~4위인 LG화학, LEJ가 주력모델이 PHEV인 반면, 동사는 BEV를 주력으로 하고 있다. 실제로 동기간 용량 기준 점유율은 동사가 7.6%, LG화학이 8.0%, LEJ가 5.9%를 보이고 있다. 구미시장에서는 15% 점유율로 4위를 기록 중이며, 전년 대비 5위(LEJ)와의 격차는 벌어지고 상위 3사와의 갭은 줄어들고 있다.

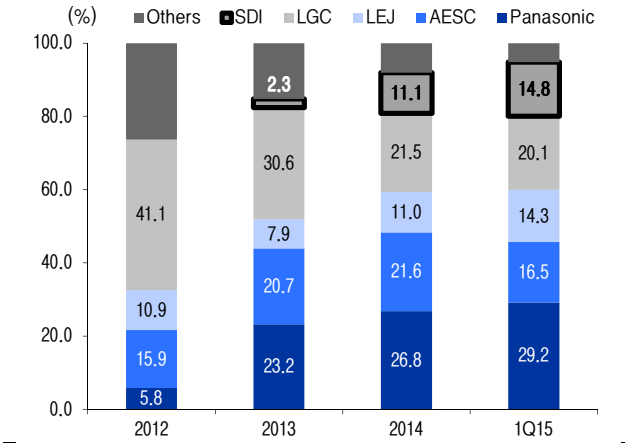
1분기 메이커별 판매량 추이를 보면 닛산의 전년동기비 성장률은 상당히 둔화되었고, 2위 그룹이 맹추격하는 것을 볼 수 있다. 가장 극적인 상승을 보여주는 업체는 폭스바겐 그룹, BYD, BMW라는 판단이다. EV의 중심이 일본계 메이커에서 유럽계/중국계로 빠르게 넘어가고 있다. 지역별로도 가장 가파른 성장을 보이는 지역은 중국, 유럽 순이다. 유럽계 OEM들과 우호적인 거래관계를 이미 형성했고, 내년 중국공장을 본격 가동하는 동사에 유리한 환경이 조성되고 있다는 판단이다.

그림142 판매대수 기준 배터리 업체별 M/S (글로벌)



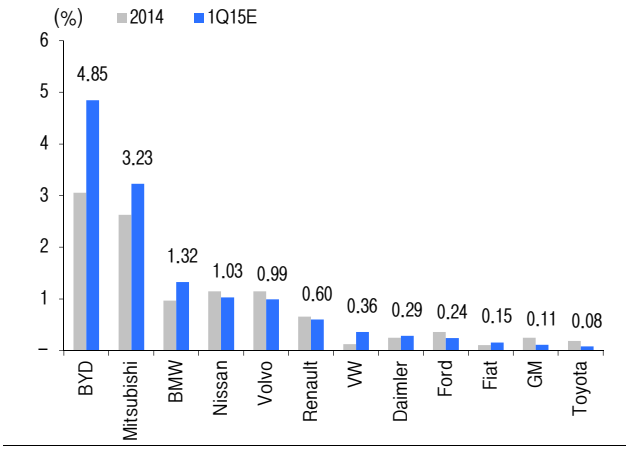
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림143 판매대수 기준 배터리 업체별 M/S (구미)



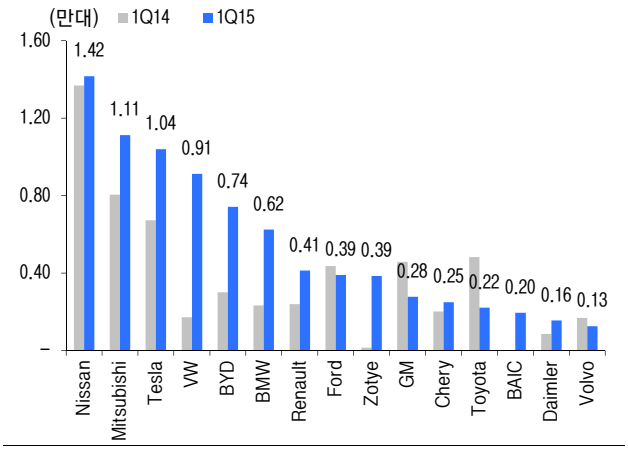
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림144 자동차 OEM 별 전기차 판매비중 순위



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림145 메이커별 글로벌 전기차 판매량 추이



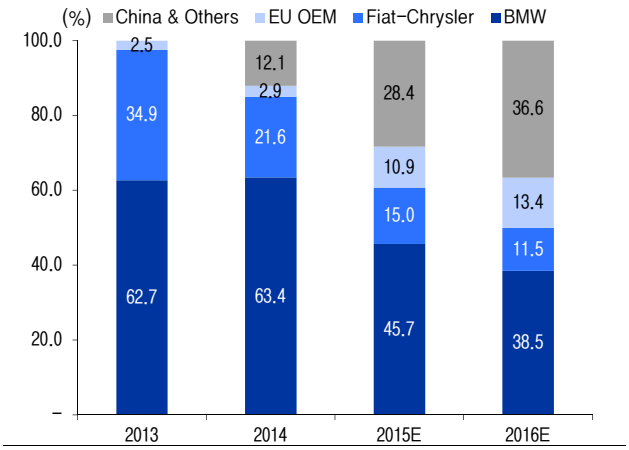
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유럽 OEM 효과로 주력업체 자리매김 → 이제는 중국 OEM과 상위업체로 갈 시점

고객사별 EV 배터리 매출액 구성(당사 추정)을 보면 작년 기타 고객 매출이 의미 있게 증가한 것으로 나타난다. 작년말부터 진입한 중국 OEM향 물동 증가의 효과가 대부분 포함되어 있을 것으로 추정되는 부분이다. 보수적으로 잡아도 올해 EV 배터리 매출에서 중국향이 10% 이상 차지할 것으로 예상한다. 또 하나 주목할 부분은 BMW의 비중 감소가 예상된다는 점이다. 중국향 증가, 기타 유럽 OEM향 신모델 출시로 BMW향 절대 매출액은 20%씩 꾸준히 증가함에도 비중은 큰 폭으로 떨어질 전망이다.

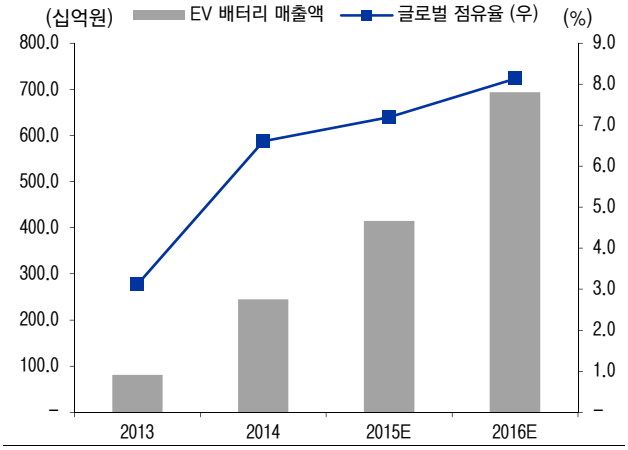
동사는 BMW i3 출시 이듬해인 2014년 EV 배터리 매출액 점유율이 6.6%(YoY +3.5%p)로 대폭 증가했다. 올해까진 점유율 증가폭은 다소 주춤하겠으나, 중국공장이 본격 가동되는 내년부터는 또 한번의 레벨업이 강하게 예견되고 있다. 이에 따라 ESS를 포함한 중대형전지 사업부 매출액은 올해 5,657억원(YoY +68%), 내년 9,245억원(YoY +63%)으로 전망된다. 손익은 올해를 저점으로 내년부터는 가동률이 65%에 달하며 의미 있는 회복세를 보일 것으로 예상한다.

그림146 EV 배터리 매출액 구성 당사 추정



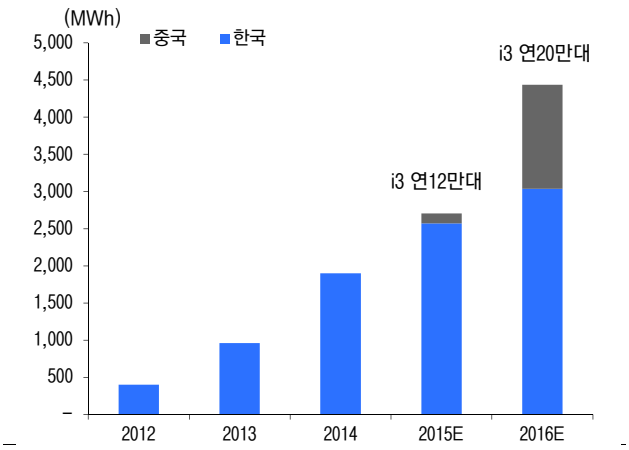
자료: 삼성 SDI, 이베스트투자증권 리서치센터

그림147 EV 배터리 매출액 점유율 전망



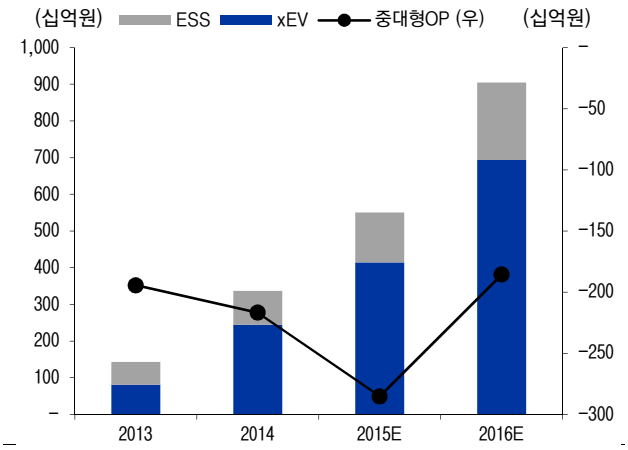
자료: 삼성 SDI, 이베스트투자증권 리서치센터

그림148 용량 기준 생산능력 전망



자료: 삼성 SDI, 이베스트투자증권 리서치센터

그림149 중대형 전지 매출액 및 영업손익 전망



자료: 삼성 SDI, 이베스트투자증권 리서치센터

삼성 SDI (006400)

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	2,063	3,536	3,764	3,701	3,906
현금 및 현금성자산	730	628	505	292	352
매출채권 및 기타채권	654	893	1,106	1,180	1,250
재고자산	526	769	889	948	1,005
기타유동자산	153	1,246	1,263	1,280	1,298
비유동자산	8,492	12,433	12,718	13,031	13,181
관계기업투자등	6,316	7,428	7,729	8,043	8,370
유형자산	1,788	3,325	3,577	3,783	3,765
무형자산	167	1,279	994	770	594
자산총계	**10,556**	**15,969**	**16,483**	**16,732**	**17,087**
유동부채	1,527	2,254	2,693	2,679	2,714
매입채무 및 기타재무	649	754	1,121	1,195	1,267
단기금융부채	415	975	1,025	915	855
기타유동부채	463	525	547	569	592
비유동부채	1,486	1,887	1,800	1,709	1,652
장기금융부채	769	803	703	598	528
기타비유동부채	717	1,085	1,098	1,111	1,124
부채총계	3,013	4,142	4,493	4,388	4,366
지배주주지분	7,378	11,586	11,749	12,104	12,481
자본금	241	357	357	357	357
자본잉여금	1,263	5,033	5,033	5,033	5,033
이익잉여금	5,036	4,862	5,107	5,462	5,838
비지배주주지분(연결)	164	240	240	240	240
자본총계	**7,542**	**11,827**	**11,990**	**12,344**	**12,721**

손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	**3,428**	**5,474**	**7,978**	**8,378**	**8,880**
매출원가	2,812	4,545	6,478	6,755	7,161
매출총이익	**616**	**929**	**1,500**	**1,622**	**1,720**
판매비 및 관리비	628	858	1,373	1,375	1,457
영업이익	**-11**	**71**	**127**	**248**	**263**
(EBITDA)	419	604	1,026	1,083	1,254
금융손익	8	15	55	59	65
이자비용	31	41	34	32	28
관계기업등 투자손익	406	190	238	258	263
기타영업외손익	110	-76	18	10	12
세전계속사업이익	**513**	**199**	**438**	**575**	**603**
계속사업법인세비용	105	47	88	115	121
계속사업이익	408	152	350	460	482
중단사업이익	-260	-232	0	0	0
당기순이익	**148**	**-80**	**350**	**460**	**482**
지배주주	131	-84	350	460	482
총포괄이익	**98**	**182**	**350**	**460**	**482**
매출총이익률 (%)	18.0	17.0	18.8	19.4	19.4
영업이익률 (%)	-0.3	1.3	1.6	3.0	3.0
EBITDA 마진률 (%)	12.2	11.0	12.9	12.9	14.1
당기순이익률 (%)	4.3	-1.5	4.4	5.5	5.4
ROA (%)	1.2	-0.6	2.2	2.8	2.9
ROE (%)	1.8	-0.9	3.0	3.9	3.9
ROIC (%)	-0.5	1.8	2.3	4.5	4.8

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	**308**	**311**	**988**	**1,006**	**1,181**
당기순이익(손실)	148	-80	350	460	482
비현금수익비용가감	324	440	592	590	741
유형자산감가상각비	392	444	627	624	828
무형자산상각비	39	89	272	211	163
기타현금수익비용	-508	-93	-307	-245	-250
영업활동 자산부채변동	-123	10	46	-45	-42
매출채권 감소(증가)	74	267	-213	-73	-71
재고자산 감소(증가)	16	140	-121	-59	-57
매입채무 증가(감소)	-44	-213	367	74	72
기타자산, 부채변동	-169	-184	13	13	14
투자활동 현금	**-504**	**-328**	**-955**	**-898**	**-886**
유형자산처분(취득)	-598	-434	-880	-830	-810
무형자산 감소(증가)	-1	-3	13	13	13
투자자산 감소(증가)	0	0	-72	-64	-72
기타투자활동	95	109	-16	-17	-18
재무활동 현금	**-26**	**-84**	**-156**	**-321**	**-236**
차입금의 증가(감소)	76	-362	-50	-215	-130
자본의 증가(감소)	-93	260	-106	-106	-106
배당금의 지급	93	83	106	106	106
기타재무활동	-8	19	0	0	0
현금의 증가	**-216**	**-103**	**-122**	**-213**	**60**
기초현금	947	730	628	505	292
기말현금	730	628	505	292	352

주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
투자지표 (x)					
P/E	56.5	-92.4	23.1	17.6	16.8
P/B	1.0	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	18.9	13.6	8.1	7.7	6.5
P/CF	16.2	22.7	8.7	7.8	6.7
배당수익률 (%)	0.9	1.3	1.3	1.3	1.3
성장성 (%)					
매출액	-40.6	59.7	45.7	5.0	6.0
영업이익	적전	흑전	78.8	95.7	6.0
세전이익	-74.7	-61.2	119.7	31.3	4.8
당기순이익	-90.1	적전	흑전	31.3	4.8
EPS	-91.1	적전	흑전	31.5	4.9
안정성 (%)					
부채비율	40.0	35.0	37.5	35.5	34.3
유동비율	135.1	156.8	139.8	138.1	143.9
순차입금/자기자본(x)	5.6	0.9	1.5	1.3	-0.3
영업이익/금융비용(x)	-0.4	1.7	3.7	7.7	9.3
총차입금 (십억원)	1,184	1,778	1,728	1,513	1,383
순차입금 (십억원)	423	112	176	166	-32
주당지표 (원)					
EPS	2,867	-1,256	5,060	6,655	6,978
BPS	156,394	164,621	166,936	171,973	177,325
CFPS	10,001	5,112	13,393	14,920	17,384
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500

자료: 이베스트투자증권 리서치센터. IFRS 연결기준

LG이노텍 (011070)

2015. 5. 11 | 전기전자

Automotive Electronics 기업으로 진화 중

Analyst 김현용
02. 3779-8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

종합 자동차 부품 공급업체를 목표로 순항 중

동사 차량부품 매출액은 2010년 4천억원을 넘어선 후 3년간 정체하다가 작년 5,325억원으로 전년비 19% 성장했다. 올해부터 동 사업부는 더욱 가파른 레벨업이 예상된다. 기존 아이템(모터, 센서, BMS, 통신모듈) 외에 신규 아이템(카메라모듈, LED, 터치모듈, 무선충전) 매출이 올해부터 본격적으로 인식되기 때문이다. 이미 작년 신규수주 1.44조원 중 25%가 신규 아이템으로 수주를 받았다.

차량부품 사업부, 내년이면 LED 매출액 넘어설 전망

올해 차량부품 매출액은 6,911억원(YoY +30%)으로 가속 성장이 기대된다. 매출 비중은 10.1%로 4년 만에 두자리수를 기록할 전망이다. 신규수주는 2.4조원(YoY +67%), 수주잔고는 6조원에 육박할 전망이다. 내년에는 9천억원(매출비중 12%)~1조원(매출비중 14%)의 매출액을 기대할 수 있는 레벨이다. 통상적인 수주 공백기인 1분기에 이미 6천억원을 수주한 동사다. 내년부터는 LED 매출액을 넘어서며 주요 사업부로 자리매김할 전망이다.

재무구조 개선 가속화

동사의 재무구조는 더 이상 취약한 수준이 아니다. 2013년말 1.8조원(EBITDA의 2.7배)에 육박했던 순차입금은 1분기말 9,300억원으로 절반이 줄었다. 연간 EBITDA의 1배 수준으로 감소했다. 연간 8~9천억원의 EBITDA를 고려하면 CAPEX를 감안해도 2년 후면 순현금에 가까운 상태로 전환될 전망이다.

영업이익 4 천억원, 시가총액은 2.2 조원에 불과

카메라모듈과 기판소재 사업 호조로 동사는 작년 영업이익이 YoY 2배 넘게 성장했다. 지금까지 성장이 모바일 스토리였다면 향후의 성장은 Automotive Electronics 스토리다. 내년 영업이익은 4천억원(순이익 3천억원)에 근접하는데 현재 시가총액은 2.2조원에 불과하다. 가장 저평가된 종합부품업체인 동사에 대해 매수 추천한다.

Buy (maintain)

목표주가 130,000 원
현재주가 99,600 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	O	

Stock Data

KOSPI(5/8)		2,085.52pt
시가총액		23,572 억원
발행주식수		23,667 천주
액면가		5,000 원
52 주 최고가 / 최저가		150,000/82,200 원
90 일 일평균거래대금		209 억원
외국인 지분율		12.8%
배당수익률(15.12E)		0.0%
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-18.7%
	6 개월	-2.4%
	12 개월	-25.8%
주주구성	LG 전자외 1 인	40.8%
	국민연금	11.8%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2013	6,212	136	22	16	770	흑전	665	108.6	5.2	1.3	1.2
2014	6,466	314	192	113	4,762	518.1	847	21.8	4.3	1.4	7.5
2015E	6,832	348	298	255	10,773	126.2	784	9.2	3.9	1.1	14.0
2016E	7,379	376	328	276	11,657	8.2	766	8.6	3.6	1.0	13.2
2017E	7,969	406	361	303	12,814	9.9	809	7.9	3.2	0.9	12.7

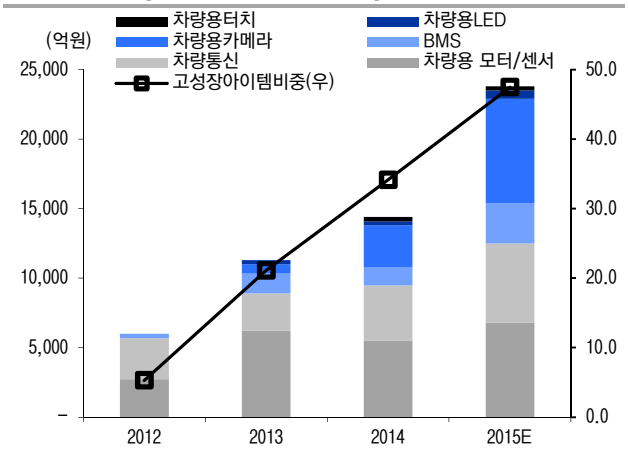
자료: 이베스트투자증권 리서치센터. IFRS 연결기준

고성장 아이템을 중심으로 올해 들어 수주 YoY 70% 이상 증가중

지금까지 동사의 차량부품 매출액은 연간 5천억원 전후였다. 대부분 모터/센서와 통신 모듈 매출로 구성되어 있었고, 5% 미만으로 BMS 매출이 일부 있었다. 그러나 작년부터 고성장 신규아이템(카메라모듈, LED, 터치모듈, BMS) 수주가 급증하며 올해부터는 매출액이 매년 단계적으로 최종 1.2~1.5조원까지 빠르게 레벨업될 전망이다. 차량부품은 더 이상 주변부가 아닌 동사 성장의 중심에 서 있다는 점을 주지해야 한다.

올해 신규수주는 2.4조원(YoY +65%)으로 전망된다. 이미 1분기 수주가 5,800억원(YoY +174%)으로 통상적인 수주공백기임을 감안시 연간 2.4조원 달성은 무난하다는 판단이다. 고성장 아이템 수주비율은 2013년 21%에서 작년 34%, 올해 48%로 급증할 전망이다. 자동화 전장화로 인한 카메라모듈 수주와 전기차 보급확대로 인한 BMS 수주가 전체 수주성장을 이끌고 있다.

그림150 차량부품 신규수주 전망

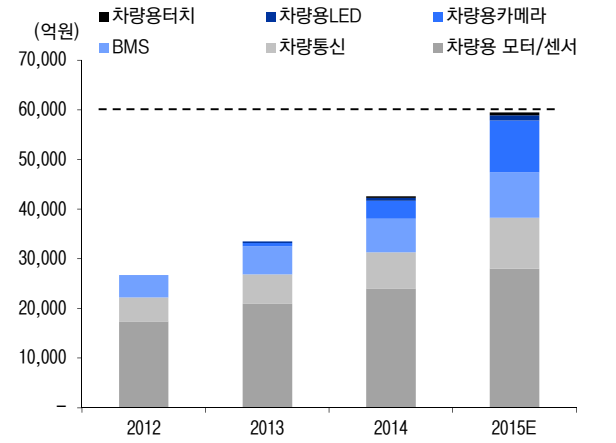


자료: LG 이노텍, 이베스트투자증권 리서치센터

그림151 고성장 차량부품 아이템

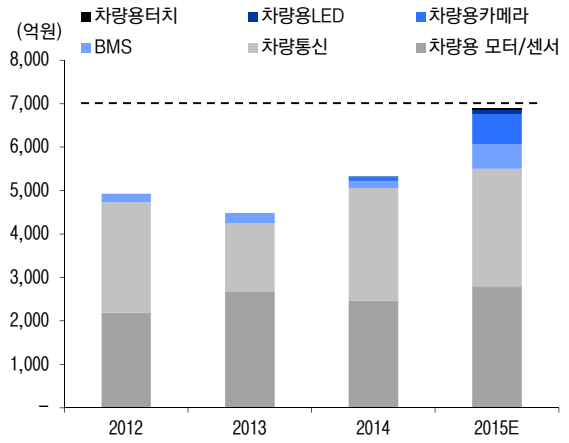
자료: LG 이노텍, 이베스트투자증권 리서치센터

그림152 차량부품 수주잔고 전망



자료: LG 이노텍, 이베스트투자증권 리서치센터

그림153 차량부품 매출액 전망



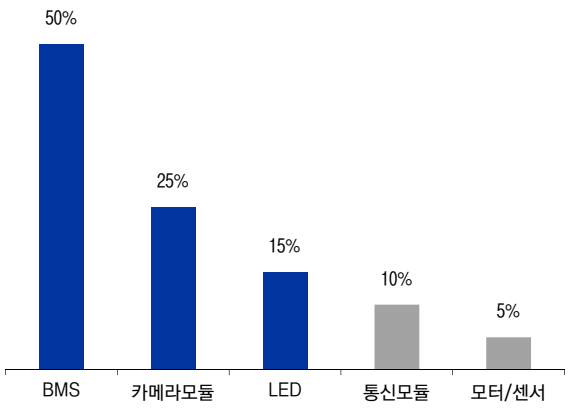
자료: LG 이노텍, 이베스트투자증권 리서치센터

차량부품 매출액 7 천억원 → 9 천억원 → 1.2 조원 계단식 레벨업 전망

올해 차량부품 매출액은 6,911억원(YoY +30%)으로 전망된다. 작년부터 가속화된 카메라모듈, LED, 터치모듈 수주가 매출화되기 시작하는 원년이다. 1.2~1.5조원 레벨까지는 매년 계단식으로 매출이 증가할 전망이다. 최근 들어 수주가 급증하는 아이템들을 보면 향후 CAGR이 BMS는 50%, 카메라모듈은 25%, LED는 15%로 기존 아이템의 성장률을 압도하기 때문이다. 동 사업부 전사 매출비중은 작년 8.2%에서 올해 10.1%, 2017년 15%로 증가하며 주력 사업으로 자리매김할 전망이다.

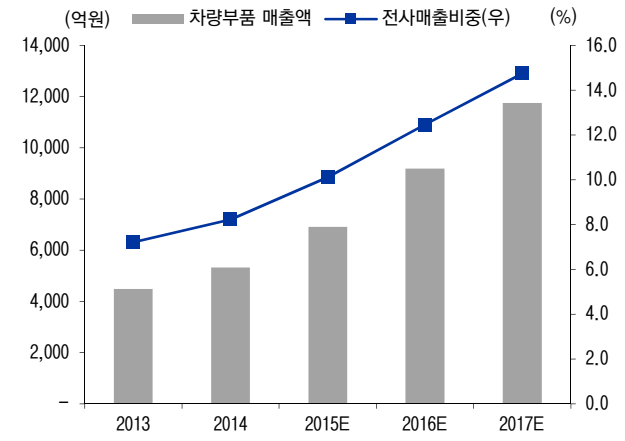
빠르게 개선된 재무구조와 이로 인한 영업이익 대비 순이익 레벨의 증가도 눈여겨 봐야 할 부분이다. 2013년말 1.8조원(EBITDA의 2.7배)에 육박했던 순차입금은 1분기말 9,300억원으로 절반이 줄었다. 연간 EBITDA의 1배 수준으로 감소했다. 연간 8~9천억원의 EBITDA를 고려하면 CAPEX를 감안해도 2년 후면 순현금에 가까운 상태로 전환될 전망이다.

그림154 주요 차량부품 아이템별 CAGR 전망



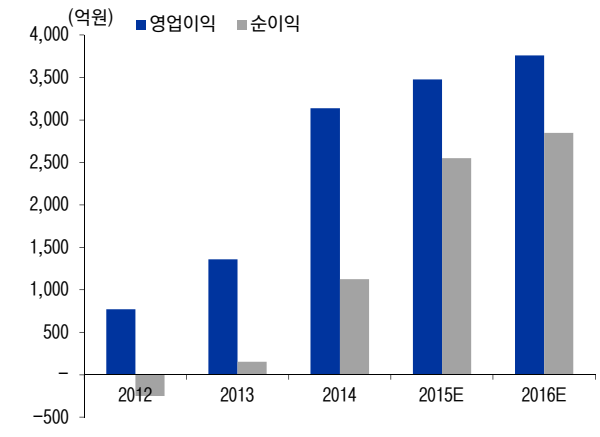
자료: LG 이노텍, 이베스트투자증권 리서치센터

그림155 차량부품 매출액 전사 비중 전망



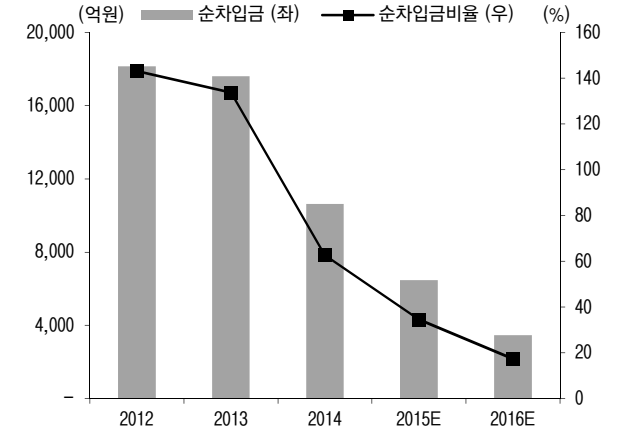
자료: LG 이노텍, 이베스트투자증권 리서치센터

그림156 전사 영업이익 & 순이익 전망



자료: LG 이노텍, 이베스트투자증권 리서치센터

그림157 빠르게 개선되는 재무구조



자료: LG 이노텍, 이베스트투자증권 리서치센터

가정 저평가된 종합 부품사

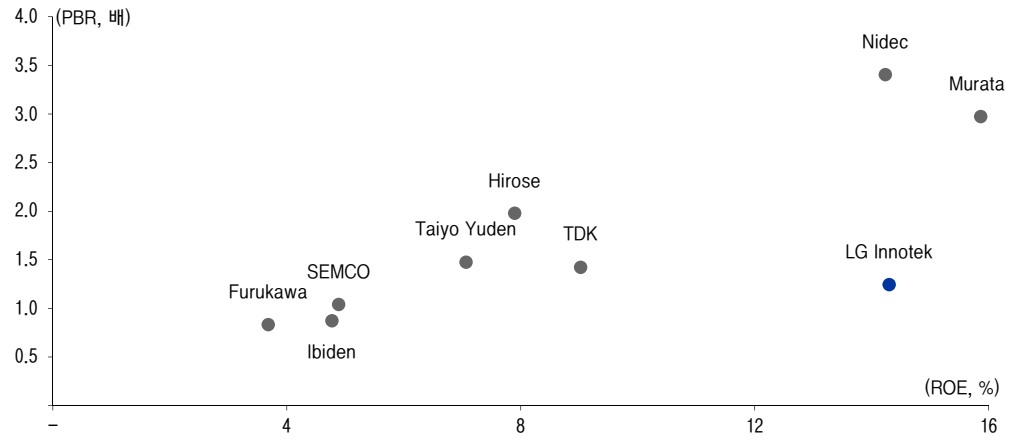
동사는 2010년 LED TV가 폭발적으로 보급되기 시작하며 실적과 모멘텀이 극에 달했던 시기에 PBR 2.7배까지 치고 올라 갔었던 이력이 있다. 당시 연간 영업이익은 1,500억원 수준이었고 ROE는 16.7%를 기록했다. 현재 이익은 두 배를 훌쩍 넘어섰고 재무구조도 상당히 건전한 수준이라 판단된다. 그럼에도 PBR 역사적 상단의 저점도 넘지 못하고 있는 것이 현재의 상황이다.

지금이 동사를 사야할 적기라는 판단이다. 이익의 레벨과 질이 현저하게 증가했고, 앞으로의 성장 전망도 경쟁사와 비교해서 탁월하다. 올해 ROE는 14%로 예상되어 2010년의 역사적 고점에 근접하는데, 주가는 PBR 밴드 하단 싸이클을 배회하고 있다. 아래의 글로벌 경쟁사와의 밸류에이션 비교에서 이는 극명하게 드러난다. 글로벌 부품사 9개사를 비교한 결과 동사만 유독 저평가 구간에 있는 것이 눈에 띈다. 급격하게 호전된 실적에 대한 지속가능성 의문과 재무구조가 취약하다는 인식이 발목을 잡고 있는 것으로 판단된다. 객관적으로 바라봐야 할 시점이다. 앞으로도 이익은 두자리수 이상 지속 성장이 가능한 구조이며, 순차입금 비율은 올해말 35%(1분기말 55%)로 예상된다.

그림158 LG 이노텍 PBR 밴드 차트

자료: KRX, LG 이노텍, 이베스트투자증권 리서치센터

그림159 글로벌 종합 부품사 ROE vs PBR



자료: 블룸버그, 이베스트투자증권 리서치센터

LG 이노텍 (011070)

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	2,007	2,281	2,412	2,923	3,234
현금 및 현금성자산	400	466	805	1,097	1,264
매출채권 및 기타채권	1,164	1,336	1,141	1,353	1,461
재고자산	376	418	418	424	458
기타유동자산	67	62	48	50	52
비유동자산	2,574	2,370	2,394	2,475	2,556
관계기업투자등	4	4	4	4	4
유형자산	2,105	1,895	1,890	1,946	2,003
무형자산	168	179	196	209	220
자산총계	**4,581**	**4,651**	**4,805**	**5,399**	**5,791**
유동부채	1,629	1,730	1,739	1,955	2,052
매입채무 및 기타재무	816	976	918	1,111	1,199
단기금융부채	633	567	572	586	584
기타유동부채	181	187	248	258	269
비유동부채	1,635	1,222	1,113	1,214	1,206
장기금융부채	1,527	1,063	1,058	1,043	1,028
기타비유동부채	108	158	54	171	177
부채총계	3,264	2,952	2,852	3,169	3,258
지배주주지분	1,317	1,699	1,954	2,230	2,533
자본금	101	118	118	118	118
자본잉여금	872	1,134	1,134	1,134	1,134
이익잉여금	356	458	713	989	1,292
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**1,317**	**1,699**	**1,954**	**2,230**	**2,533**

손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	**6,212**	**6,466**	**6,832**	**7,379**	**7,969**
매출원가	5,522	5,608	5,779	6,241	6,740
매출총이익	**690**	**858**	**1,053**	**1,137**	**1,228**
판매비 및 관리비	554	544	705	762	823
영업이익	**136**	**314**	**348**	**376**	**406**
(EBITDA)	665	847	784	766	809
금융손익	-92	-65	-45	-44	-43
이자비용	103	78	70	70	70
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-22	-57	-5	-3	-2
세전계속사업이익	**22**	**192**	**298**	**328**	**361**
계속사업법인세비용	6	79	43	53	58
계속사업이익	16	113	255	276	303
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**16**	**113**	**255**	**276**	**303**
지배주주	16	113	255	276	303
총포괄이익	**15**	**113**	**255**	**276**	**303**
매출총이익률 (%)	11.1	13.3	15.4	15.4	15.4
영업이익률 (%)	2.2	4.9	5.1	5.1	5.1
EBITDA 마진률 (%)	10.7	13.1	11.5	10.4	10.1
당기순이익률 (%)	0.3	1.7	3.7	3.7	3.8
ROA (%)	0.3	2.4	5.4	5.4	5.4
ROE (%)	1.2	7.5	14.0	13.2	12.7
ROIC (%)	3.1	6.2	10.6	11.4	12.1

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	**436**	**680**	**797**	**765**	**668**
당기순이익(손실)	16	113	255	276	303
비현금수익비용가감	703	685	332	506	409
유형자산감가상각비	494	506	393	344	354
무형자산상각비	42	42	43	46	49
기타현금수익비용	-3	138	-104	116	6
영업활동 자산부채변동	-172	-55	211	-17	-45
매출채권 감소(증가)	-23	-171	195	-212	-108
재고자산 감소(증가)	103	-44	-1	-6	-34
매입채무 증가(감소)	-166	172	-58	192	89
기타자산, 부채변동	-86	-11	75	8	8
투자활동 현금	**-405**	**-351**	**-459**	**-471**	**-484**
유형자산처분(취득)	-366	-299	-388	-400	-412
무형자산 감소(증가)	-45	-53	-59	-59	-59
투자자산 감소(증가)	4	0	1	0	0
기타투자활동	3	0	-12	-12	-13
재무활동 현금	**16**	**-264**	**0**	**-2**	**-17**
차입금의 증가(감소)	16	-263	0	-2	-17
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	**47**	**66**	**339**	**292**	**167**
기초현금	353	400	466	805	1,097
기말현금	400	466	805	1,097	1,264

주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
투자지표 (x)					
P/E	108.6	21.8	9.2	8.6	7.9
P/B	1.3	1.4	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.2	4.3	3.9	3.6	3.2
P/CF	2.3	3.1	3.8	2.9	3.1
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액	16.8	4.1	5.7	8.0	8.0
영업이익	76.1	130.6	10.8	8.0	8.0
세전이익	흑전	770.1	55.7	10.1	9.9
당기순이익	흑전	625.2	126.2	8.2	9.9
EPS	흑전	518.1	126.2	8.2	9.9
안정성 (%)					
부채비율	247.9	173.8	146.0	142.1	128.6
유동비율	123.2	131.8	138.7	149.5	157.6
순차입금/자기자본(x)	133.5	68.6	42.3	23.9	13.8
영업이익/금융비용(x)	1.3	4.0	4.9	5.3	5.8
총차입금 (십억원)	2,160	1,631	1,631	1,629	1,612
순차입금 (십억원)	1,758	1,165	826	533	349
주당지표 (원)					
EPS	770	4,762	10,773	11,657	12,814
BPS	65,287	71,779	82,552	94,209	107,023
CFPS	35,624	33,743	24,788	33,042	30,107
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 이베스트투자증권 리서치센터. IFRS 연결기준

엠씨넥스 (097520)

2015. 5. 11 | 전기전자

달려라 電·車

Analyst 김현용
02. 3779-8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

삼성 중저가 스마트폰 최대 수혜주로 올해 사상최대 이익 경신 전망

당사는 올해 삼성전자 스마트폰 출하량을 3.5억대(YoY +9.5%)로 전망하고 있다. 이 중 프리미엄 스마트폰은 소폭의 감소가 예상되지만 중저가 라인업은 전년비 20% 증가할 것으로 예상된다. 특히 $200~$300의 중가폰이 전년비 43%로 가장 큰 폭의 성장을 보일 전망이다.

동사는 갤럭시 A시리즈를 비롯한 삼성향 중가 스마트폰에 특화된 카메라모듈 업체다. 올해 스마트폰 카메라모듈 매출액은 4,205억원(YoY +23.7%)으로 큰 폭의 물량증가와 화소수 믹스개선 효과를 동시에 누릴 전망이다. 이에 따라 올해 실적도 매출액 5,106억원(YoY +24.4%), 영업이익 411억원(YoY +81.9%)으로 사상최대치를 갈아치울 전망이다.

자동차용 카메라모듈의 국내 선구자, IT가 이끌고 차가 받친다

동사는 오래전부터 자동차용 카메라모듈의 시장 성장성을 보고 베팅하여 온 것으로 판단된다. 지난 5년간 해당 매출액은 연평균 30%로 시장 성장을 상회하여 왔다. 2016년부터 단계적으로 시작되는 미국 차량용 후방 카메라 의무 장착 시행으로, 산업 성장은 가속도를 더할 전망이다. 단순 카메라모듈에서 나아가 스마트카 시스템, 무인차 시스템까지 선행 개발하고 있어 내년 이후 강한 성장동인으로 작용할 전망이다. 현재는 자동차용 매출액 비중은 20% 수준이지만 스마트폰 매출액 성장 둔화가 예견되는 내년부터는 눈에 띄게 비중이 늘어날 가능성이 높다.

중소형 부품주 최선호주로 추천

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 39,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 올해 예상 EPS 4,829원에 부품주 평균 PER 8배를 적용하여 산정하였다. 올해 이익 성장률과 향후 라인업 확장(IP 보안카메라, 블랙박스, 무선충전기)에 따른 잠재성장률을 감안하면 밸류에이션 프리미엄 부여도 가능하나, 최대한 보수적으로 목표가를 도출했다.

Buy (initiate)

목표주가 39,000 원
현재주가 30,900 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
O		

Stock Data

KOSDAQ(5/8)		681.69pt
시가총액		1,860 억원
발행주식수		6,019 천주
액면가		500 원
52 주 최고가 / 최저가		30,900/11,750 원
90 일 일평균거래대금		53 억원
외국인 지분율		2.0%
배당수익률(15.12E)		0.0%
BPS(15.12E)		17,520 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	13.0%
	6 개월	100.1%
	12 개월	107.7%
주주구성	민동욱외 3 인	31.8%
	(주)머스트투자자문	5.6%

Stock Price

Financial Data

(억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2013	2,972	121	95	80	1,344	234.2	184	9.2	7.6	1.2	13.6
2014	4,104	226	190	136	2,267	68.7	357	5.8	5.2	1.0	19.5
2015E	5,106	411	363	291	4,829	113.0	587	6.4	1.8	1.8	31.9
2016E	5,489	462	414	332	5,508	14.1	674	5.6	1.5	1.3	27.2
2017E	5,818	498	451	360	5,988	8.7	745	5.2	1.3	1.1	23.0

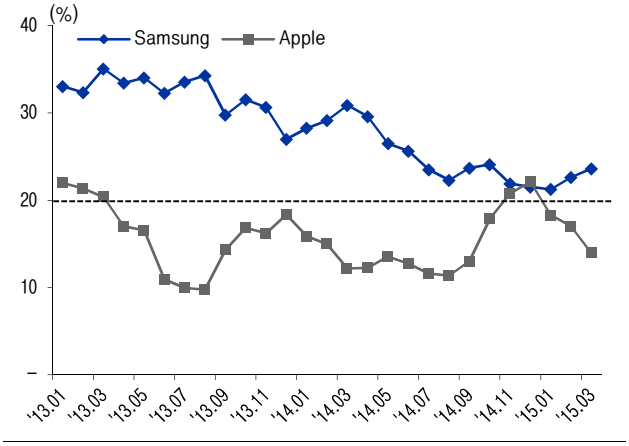
자료: 이베스트투자증권 리서치센터. IFRS 연결기준

삼성 중저가 스마트폰 판매 확대 최대 수혜주

2013년부터 하락 일로에 있던 삼성전자의 스마트폰 점유율은 작년말을 저점으로 완연한 반등세를 나타내고 있다. 그 중심에는 중저가 스마트폰의 공헌이 컸던 것으로 판단된다. 실제로 1분기 월별 셀스루 판매량 추이를 보면 갤럭시 S6 대기수요 영향으로 갤럭시 S시리즈와 노트시리즈의 판매량은 지속 감소했다. 반면, 중가 스마트폰 라인업의 대표주자인 A시리즈의 판매량은 시장 비수기임에도 견조하게 유지되며 점유율 증가에 일조한 것으로 판단된다.

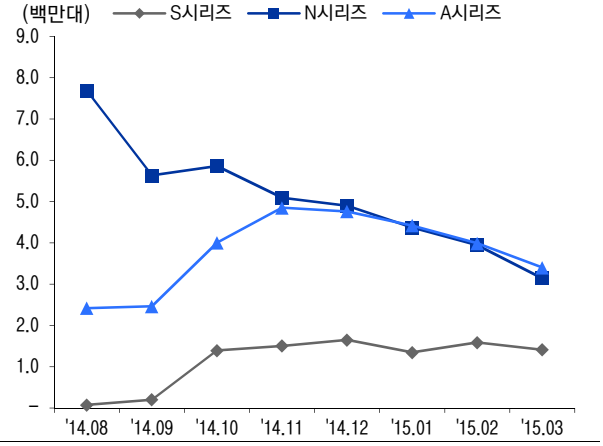
동사는 삼성향 중저가 스마트폰에 카메라모듈을 주력 공급하는 업체다. 올해 관련 물동의 증가가 20%로 예상되고, 1,300만 화소를 작년 하반기 최초 진입함에 따라 올해까지는 연간으로 화소수 믹스개선 효과까지 기대가 가능할 전망이다. 올해 스마트폰 카메라모듈 매출액은 4,205억원(YoY +23.7%)으로 사상최대치를 경신할 것으로 예상한다. 이미 한국, 중국, 일본의 주요 스마트폰 업체를 고객사로 두고 있고 화소수 믹스개선이 추가적으로 어려운 시장 환경임을 감안할 때 내년부터는 최근 3년간 보여준 드라마틱한 성장보다는 안정적인 수준의 성장률을 보일 전망이다.

그림160 삼성전자 월별 스마트폰 점유율 추이



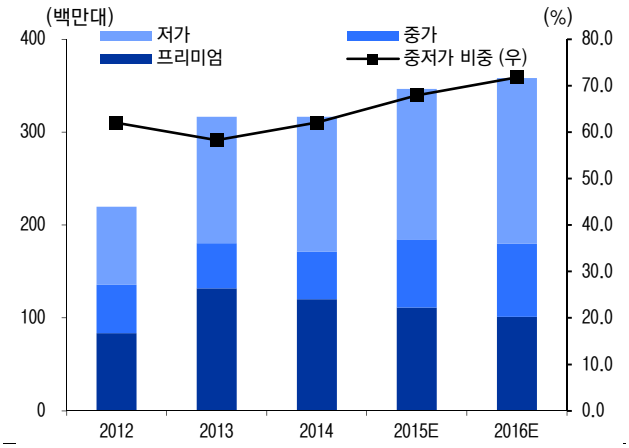
자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

그림161 삼성전자 월별 갤럭시 A 시리즈 판매량



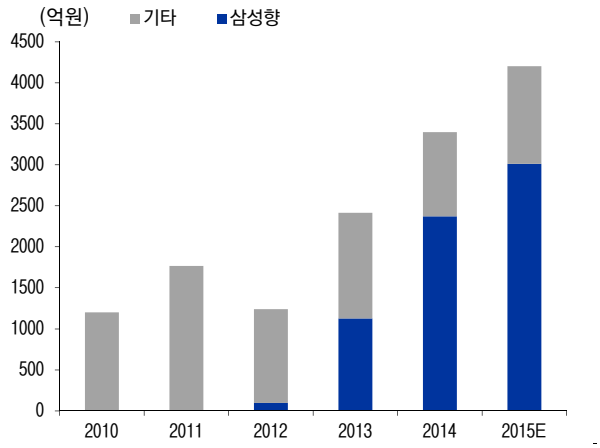
자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

그림162 삼성전자 중저가 스마트폰 비중 증가 추세



자료: 삼성전자, 이베스트투자증권 리서치센터

그림163 스마트폰 카메라모듈 사업 실적 전망



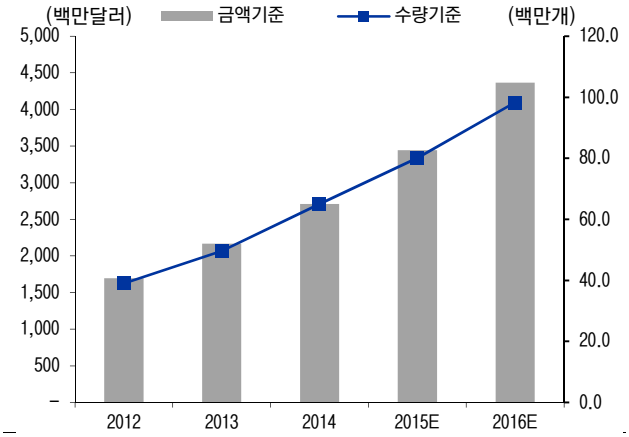
자료: 엠씨넥스, 이베스트투자증권 리서치센터

자동차 카메라모듈 국내 최대 공급업체 & 전방산업 연평균 25% 성장 전망

자동차용 카메라모듈 산업은 이제 태동하는 단계다. 여전히 중형차에는 후방카메라 1개 정도만 달고 있고, 물량이 가장 큰 준중형차와 소형차에는 카메라가 기본적으로 탑재되지 않는 경향이 강하다. 시장규모는 작년 27억 달러(YoY +25.2%)로 휴대폰 카메라모듈 시장의 15% 수준에 불과한 실정이다. 그러나 미국을 비롯한 주요 지역에서 후방카메라 의무 탑재를 법제화하는 추세에 있어 앞으로의 성장 속도는 지금보다도 가파르게 될 전망이다. 내년 시장규모는 44억 달러로 연평균 27%의 성장률을 기록할 전망이다.

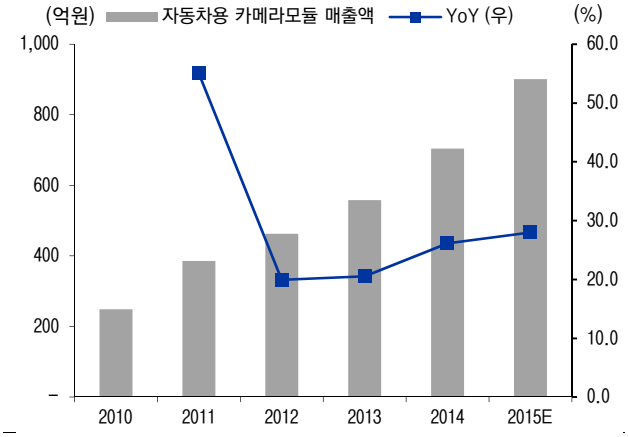
동사는 현기차를 중심으로 푸조, 볼보, 쌍용차 등을 고객으로 확보하고 있다. 복수의 유럽계 OEM에 이미 공급중인 상황으로, 앞으로의 성장은 국내보다는 유럽을 중심으로하는 해외가 될 가능성이 높다고 판단된다. 자동차 부품산업의 특성상 추가적인 경쟁자의 진입은 제한적이고, IT와 같은 극심한 단가인하는 흔하지 않다. 스마트폰 사업부 실적 성장이 둔화되는 내년 이후의 동사 성장성은 자동차 카메라모듈이 이끌어갈 전망이다.

그림164 자동차용 카메라모듈 글로벌 시장 전망



자료: TSR, 엠씨넥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림165 자동차용 카메라모듈 사업 실적 전망



자료: 엠씨넥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림166 자동차용 카메라모듈 제품포트폴리오

자료: 엠씨넥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림167 미국 차량용 후방 카메라 의무법제화 내용

구분	내용	
적용 대상	1만 파운드(약 4.53KG) 이하 모든 차량	
의무화 단계	2016.5.1~2017.5.1	10%
	2017.5.1~2018.5.1	40%
	2018.5.1	100%

자료: NHTSA, 엠씨넥스, 이베스트투자증권 리서치센터

엠씨넥스 (097520)

재무상태표

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	1,213	1,743	1,720	1,845	1,999
현금 및 현금성자산	185	191	359	383	450
매출채권 및 기타채권	504	890	696	748	793
재고자산	486	620	621	667	707
기타유동자산	38	43	44	46	48
비유동자산	917	1,148	1,416	1,680	1,937
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	788	1,035	1,304	1,569	1,826
무형자산	62	52	48	45	42
자산총계	**2,130**	**2,891**	**3,136**	**3,525**	**3,935**
유동부채	1,261	1,818	1,777	1,833	1,882
매입채무 및 기타재무	573	746	702	754	800
단기금융부채	649	991	991	991	991
기타유동부채	39	81	84	88	91
비유동부채	238	302	304	305	306
장기금융부채	210	272	272	272	272
기타비유동부채	28	30	31	33	34
부채총계	1,499	2,121	2,081	2,138	2,189
지배주주지분	631	770	1,055	1,386	1,747
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	245	245	245	245	245
이익잉여금	370	498	783	1,114	1,475
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**631**	**770**	**1,055**	**1,386**	**1,747**

손익계산서

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	**2,972**	**4,104**	**5,106**	**5,489**	**5,818**
매출원가	2,648	3,570	4,362	4,775	5,062
매출총이익	**325**	**534**	**744**	**714**	**757**
판매비 및 관리비	203	308	333	252	259
영업이익	**121**	**226**	**411**	**462**	**498**
(EBITDA)	184	357	587	674	745
금융손익	-24	-16	-46	-46	-46
이자비용	36	46	51	51	51
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	-20	-2	-2	-2
세전계속사업이익	**95**	**190**	**363**	**414**	**451**
계속사업법인세비용	15	54	73	83	90
계속사업이익	80	136	291	332	360
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**80**	**136**	**291**	**332**	**360**
지배주주	80	136	291	332	360
총포괄이익	**74**	**147**	**291**	**332**	**360**
매출총이익률 (%)	10.9	13.0	14.6	13.0	13.0
영업이익률 (%)	4.1	5.5	8.0	8.4	8.6
EBITDA 마진률 (%)	6.2	8.7	11.5	12.3	12.8
당기순이익률 (%)	2.7	3.3	5.7	6.0	6.2
ROA (%)	4.4	5.4	9.6	10.0	9.7
ROE (%)	13.6	19.5	31.9	27.2	23.0
ROIC (%)	8.9	10.5	17.6	17.8	16.7

현금흐름표

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	**282**	**44**	**619**	**502**	**573**
당기순이익(손실)	80	136	291	332	360
비현금수익비용가감	127	238	177	214	249
유형자산감가상각비	54	122	167	204	240
무형자산상각비	8	9	9	8	8
기타현금수익비용	-1	-24	1	1	1
영업활동 자산부채변동	89	-323	151	-43	-37
매출채권 감소(증가)	-38	-273	194	-52	-45
재고자산 감소(증가)	-109	-121	-1	-47	-40
매입채무 증가(감소)	198	128	-44	53	45
기타자산, 부채변동	38	-56	3	3	3
투자활동 현금	**-440**	**-375**	**-445**	**-478**	**-506**
유형자산처분(취득)	-484	-338	-436	-468	-497
무형자산 감소(증가)	-19	-12	-5	-5	-5
투자자산 감소(증가)	99	-45	-1	-1	-1
기타투자활동	-35	20	-2	-3	-3
재무활동 현금	**270**	**347**	**-6**	**0**	**0**
차입금의 증가(감소)	299	399	0	0	0
자본의 증가(감소)	-2	-6	-6	0	0
배당금의 지급	2	6	6	0	0
기타재무활동	-27	-46	0	0	0
현금의 증가	**110**	**6**	**168**	**24**	**67**
기초현금	75	185	191	359	383
기말현금	185	191	359	383	450

주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
투자지표 (x)					
P/E	9.2	5.8	6.4	5.6	5.2
P/B	1.2	1.0	1.8	1.3	1.1
EV/EBITDA	7.6	5.2	1.8	1.5	1.3
P/CF	3.6	2.1	4.0	3.4	3.1
배당수익률 (%)	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액	74.5	38.1	24.4	7.5	6.0
영업이익	95.3	86.3	81.8	12.4	7.8
세전이익	443.3	100.4	91.2	14.1	8.7
당기순이익	237.1	70.7	113.0	14.1	8.7
EPS	234.2	68.7	113.0	14.1	8.7
안정성 (%)					
부채비율	237.4	275.5	197.3	154.3	125.3
유동비율	96.2	95.8	96.8	100.6	106.2
순차입금/자기자본(x)	104.0	135.4	82.8	61.1	44.6
영업이익/금융비용(x)	3.4	4.9	8.1	9.1	9.8
총차입금 (십억원)	859	1,264	1,264	1,264	1,264
순차입금 (십억원)	656	1,042	873	847	779
주당지표(원)					
EPS	1,344	2,267	4,829	5,508	5,988
BPS	10,487	12,790	17,520	23,028	29,017
CFPS	3,478	6,220	7,775	9,055	10,124
DPS	100	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 이베스트투자증권 리서치센터. IFRS 연결기준

MDS테크 (086960)

2015. 5. 11 | 전기전자

전장 그리고 빅데이타로 진격

Analyst 김현용
02. 3779-8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

Buy (initiate)

목표주가 28,000 원
현재주가 20,900 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	O	

세 가지 성장동력이 매력적인 임베디드 솔루션 전문기업

동사는 자동차, 국방항공, 모바일 등 전분야 산업기기에 내장되는 임베디드 솔루션(개발도구, OS, 어플리케이션)에 특화된 기업이다. 전방산업 별로는 자동차 비중이 26%로 가장 높고 정보가전 20%, 국방항공과 산업용이 각각 15%로 잘 분산되어 있다. 고성장하는 전장부품, 국방항공 S/W 국산화 니즈, 빅데이타 신규사업 본격화라는 3가지 성장동력이 매력적이다.

자동차 전장 솔루션 연평균 25% 고성장 중

자동차 솔루션 매출액은 2010년 82억원에 불과했지만, 작년 276억원으로 3배 이상 급증했다. 매년 25% 이상 높은 성장성을 기록 중이고, 이런 추세는 가속화될 것으로 전망한다. 이에 따라 자동차 매출액 비중은 작년 26%에서 올해 29%, 내년 34%로 가파르게 증가할 것으로 예상된다.

신규사업인 빅데이타 솔루션과 국방·항공 S/W 국산화 수혜에도 주목

빅데이타 솔루션 사업은 지난해 스플렁크 한국 사업권을 인수하며 개시하였고, 올해는 보수적으로 50억원 이상의 초도 매출을 계획하고 있다. 스플렁크는 글로벌 1위 빅데이타 솔루션 업체로 매년 50%가 넘는 매출 성장을 기록 중이다. 한편, 국방항공 부문도 국산화 가속화로 작년부터 가파른 성장세를 시현하고 있다. 올해도 전년비 30% 이상 매출액이 증가할 전망이다.

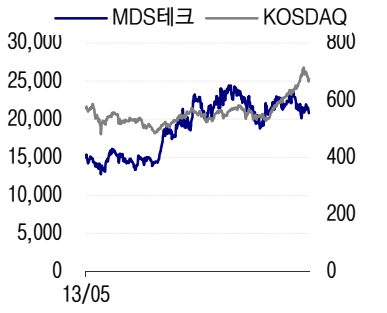
투자의견 매수, 목표주가 28,000 원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 28,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 전언한 3가지 고성장 아이템(CAGR 25~50%)에 대한 매출비중은 작년 41%에서 올해 49%, 내년에는 60%에 육박할 전망이다. 15% 이상의 꾸준한 매출성장과 10% 초반의 안정적인 마진을 가져가는 구조가 될 것으로 예상된다. 목표주가는 올해 예상 EPS에 Target PER 20배(역사적 밴드 중단)를 적용하여 산정하였다. 현재 동사는 PER 15배 전후에서 거래되고 있어 향후 30% 이상의 주가 상승여력이 남은 것으로 판단된다.

Stock Data

KOSDAQ(5/8)		681.69pt
시가총액		1,842 억원
발행주식수		8,816 천주
액면가		500 원
52 주 최고가 / 최저가		24,400/18,800 원
90 일 일평균거래대금		17 억원
외국인 지분율		19.4%
배당수익률(15.12E)		0.0%
BPS(15.12E)		11,202 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-4.0%
	6 개월	-21.4%
	12 개월	-23.5%
주주구성	㈜한글과컴퓨터외 2 인	31.3%
	에셋플러스자산운용	7.8%

Stock Price



Financial Data

(억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2013	837	91	107	89	1,031	-11.5	102	14.2	7.5	1.6	11.9
2014	1,052	108	124	103	1,152	11.8	122	18.0	10.6	2.1	12.2
2015E	1,270	136	163	122	1,391	20.7	151	15.0	-2.3	1.9	13.1
2016E	1,520	171	199	154	1,751	25.9	189	11.9	-2.0	1.6	14.5
2017E	1,774	204	232	180	2,047	16.9	224	10.2	-1.9	1.4	14.6

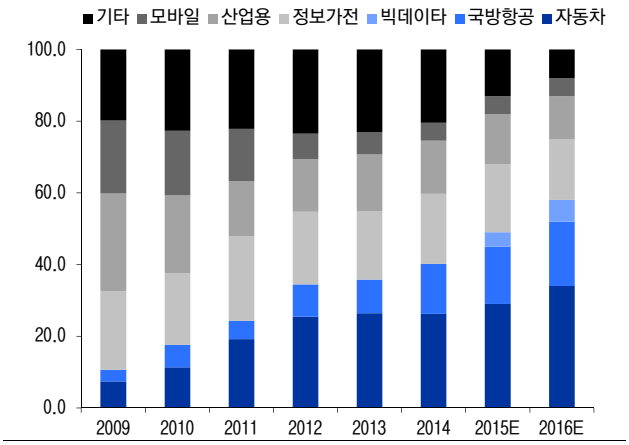
자료: 이베스트투자증권 리서치센터. IFRS 연결기준

모든 산업용 기기에는 임베디드 솔루션이 필수로 탑재

임베디드 솔루션은 모든 산업용 기기에 탑재되는 필수 아이템이다. 임베디드 시스템에 포함되는 개발도구, OS, 어플리케이션을 다양한 산업분야에 걸쳐서 영위 중인 국내기업은 동사 밖에 없다고 판단된다. 모바일/정보가전/일반산업용 매출로 1차 성장기를 지나 현재는 자동차/국방항공/빅데이타가 이끄는 2차 성장기를 지나고 있다는 판단이다. 현재 성장동력인 세 가지 분야의 연평균 성장률은 25~50%에 달해 이들 비중이 증가하며 외형 성장은 더욱 가파른 구간에 진입할 전망이다.

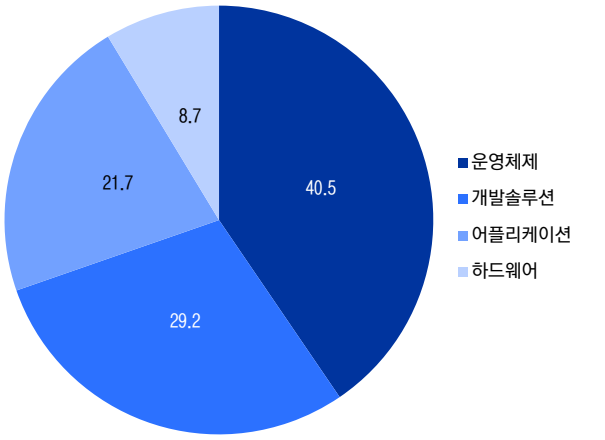
연결실적이 발표된 이래 2013년 1분기부터 현재까지 분기별로 항상 매출액이 성장하고 있고, 9개 분기 평균 성장률은 18.6%에 달한다. 자동차와 국방항공 솔루션이 성장을 견인하고 있고, 올해부터는 빅데이타 솔루션도 가세한다. 올해 연결 매출액은 1,520억원(YoY +21%), 영업이익은 136억원(YoY +26%)로 전망된다. 연평균 20% 수준의 고성장과 안정적인 마진, 지속적인 배당(배당수익률 1.3%), 시가총액 3분의 1에 달하는 현금성 자산(약 600억원)이 매력적이다.

그림168 전방산업별 매출액 구성 비중



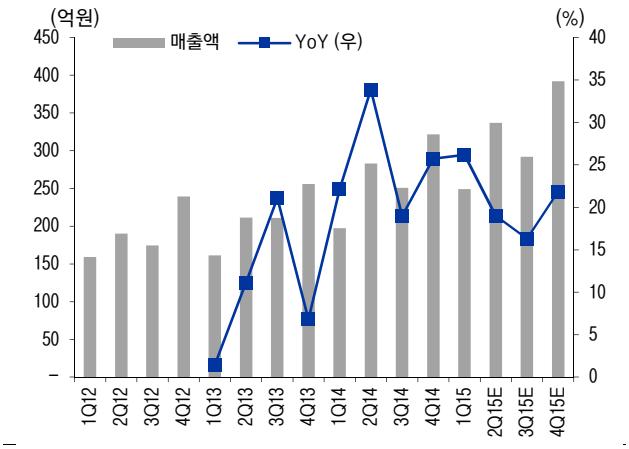
자료: MDS 테크, 이베스트투자증권 리서치센터

그림169 제품별 매출액 구성 비중 (2014 년 기준)



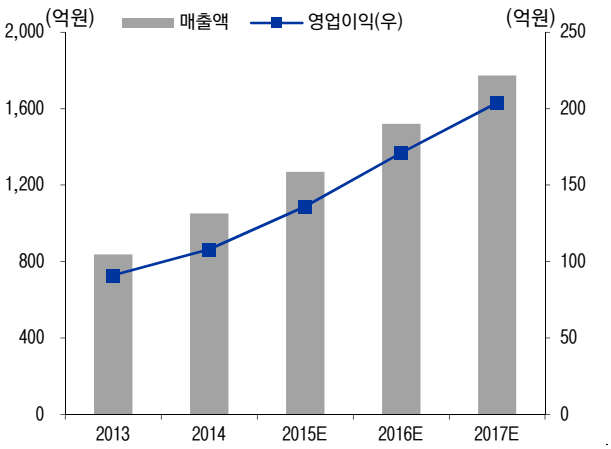
자료: MDS 테크, 이베스트투자증권 리서치센터

그림170 지속적으로 성장하는 분기 매출



자료: MDS 테크, 이베스트투자증권 리서치센터

그림171 실적 전망



자료: MDS 테크, 이베스트투자증권 리서치센터

세 가지 성장동력 : 전장, 국방항공, 그리고 빅데이타

자동차 전장 솔루션은 현재 동사의 최대 사업부이자 최고의 성장동력이다. 차내 각종 시스템에 탑재되는 임베디드 시스템에서 나아가, 인포테인먼트 솔루션까지 영역을 확장하고 있다. 매출액은 매년 25%씩 성장하고 있고, 인포테인먼트가 더해질 경우 가속 성장도 가능하다는 판단이다.

국방항공 분야는 그동안 외산 솔루션이 독과점했던 무대였다. 그러나 동사는 자체 개발한 NEOS로 국산화 니즈를 주도하고 있으며, 자회사 유니맥스를 통해 관련 하드웨어까지 일괄 공급 중이다. 국산화 비중 증가만으로도 연평균 30%대의 성장이 가능한 산업분야로 판단된다. 한편, 올해부터 본격화되는 빅데이타 사업도 주목할 요소다. 동사는 작년 글로벌 1위 빅데이타 솔루션 업체인 스플렁크의 한국 사업권을 인수하였다. 예상 매출액은 올해 50~70억원, 내년 80~100억원으로 연평균 50% 성장할 전망이다.

그림172 Automotive Solution

자료: MDS 테크, 이베스트투자증권 리서치센터

그림173 Infotainment Solution

자료: MDS 테크, 이베스트투자증권 리서치센터

그림174 빅데이타 비즈니스 모델

자료: MDS 테크, 이베스트투자증권 리서치센터

그림175 국방항공 국산화 솔루션 NEOS

자료: MDS 테크, 이베스트투자증권 리서치센터

MDS 테크 (086960)

재무상태표

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	773	915	954	1,049	1,168
현금 및 현금성자산	92	163	145	158	193
매출채권 및 기타채권	199	230	254	305	357
재고자산	27	41	55	66	77
기타유동자산	455	481	500	520	542
비유동자산	255	277	358	440	524
관계기업투자등	1	3	3	3	3
유형자산	115	113	124	137	153
무형자산	98	124	193	260	327
자산총계	**1,028**	**1,192**	**1,312**	**1,489**	**1,693**
유동부채	194	255	265	286	309
매입채무 및 기타재무	88	85	92	110	129
단기금융부채	14	90	90	90	90
기타유동부채	93	79	83	86	89
비유동부채	43	52	53	55	56
장기금융부채	11	20	20	20	20
기타비유동부채	32	32	33	34	36
부채총계	237	307	318	341	365
지배주주지분	783	876	985	1,139	1,319
자본금	48	48	48	48	48
자본잉여금	214	223	223	223	223
이익잉여금	520	606	715	869	1,049
비지배주주지분(연결)	7	9	9	9	9
자본총계	**791**	**885**	**994**	**1,148**	**1,328**

손익계산서

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	**837**	**1,052**	**1,270**	**1,520**	**1,774**
매출원가	572	728	879	1,053	1,228
매출총이익	**265**	**323**	**390**	**467**	**545**
판매비 및 관리비	174	215	254	296	341
영업이익	**91**	**108**	**136**	**171**	**204**
(EBITDA)	102	122	151	189	224
금융손익	14	15	11	12	12
이자비용	0	1	3	3	3
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	2	1	16	16	16
세전계속사업이익	**107**	**124**	**163**	**199**	**232**
계속사업법인세비용	19	21	41	45	52
계속사업이익	89	103	122	154	180
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**89**	**103**	**122**	**154**	**180**
지배주주	90	101	122	154	180
총포괄이익	**83**	**101**	**122**	**154**	**180**
매출총이익률 (%)	31.6	30.7	30.7	30.7	30.7
영업이익률 (%)	10.9	10.3	10.7	11.3	11.5
EBITDA 마진률 (%)	12.2	11.6	11.9	12.4	12.7
당기순이익률 (%)	10.6	9.8	9.6	10.1	10.1
ROA (%)	9.3	9.1	9.8	11.0	11.3
ROE (%)	11.9	12.2	13.1	14.5	14.6
ROIC (%)	29.3	28.2	24.8	25.2	24.3

현금흐름표

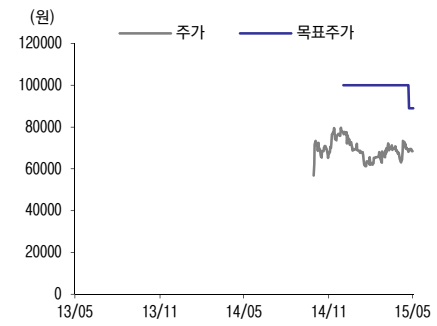
(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	**121**	**98**	**111**	**133**	**161**
당기순이익(손실)	89	103	122	154	180
비현금수익비용가감	30	45	17	19	22
유형자산감가상각비	9	11	12	13	15
무형자산상각비	2	2	3	4	5
기타현금수익비용	0	-1	1	1	1
영업활동 자산부채변동	4	-46	-28	-40	-41
매출채권 감소(증가)	-6	-35	-24	-51	-52
재고자산 감소(증가)	-6	-15	-14	-11	-11
매입채무 증가(감소)	8	10	7	18	19
기타자산, 부채변동	9	-6	3	3	3
투자활동 현금	**-102**	**-61**	**-115**	**-120**	**-126**
유형자산처분(취득)	-31	-18	-22	-27	-31
무형자산 감소(증가)	-11	-24	-72	-72	-72
투자자산 감소(증가)	-14	-24	-19	-20	-21
기타투자활동	-46	6	-2	-2	-2
재무활동 현금	**-13**	**33**	**-13**	**0**	**0**
차입금의 증가(감소)	6	40	0	0	0
자본의 증가(감소)	-19	-7	-13	0	0
배당금의 지급	21	13	13	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	**6**	**71**	**-17**	**12**	**35**
기초현금	86	92	163	145	158
기말현금	92	163	145	158	193

주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
투자지표 (x)					
P/E	14.2	18.0	15.0	11.9	10.2
P/B	1.6	2.1	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	7.5	10.6	-2.3	-2.0	-1.9
P/CF	10.7	12.3	13.2	10.6	9.1
배당수익률 (%)	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액	15.1	25.7	20.7	19.7	16.7
영업이익	3.3	18.9	26.0	25.7	19.1
세전이익	-11.6	15.5	31.3	21.9	16.9
당기순이익	-12.5	16.1	19.0	25.9	16.9
EPS	-11.5	11.8	20.7	25.9	16.9
안정성 (%)					
부채비율	30.0	34.7	32.0	29.7	27.5
유동비율	397.9	359.0	360.7	366.2	378.4
순차입금/자기자본(x)	-64.9	-59.2	-52.8	-48.6	-46.2
영업이익/금융비용(x)	203.5	164.7	44.9	56.4	67.2
총차입금 (십억원)	25	110	110	110	110
순차입금 (십억원)	-513	-523	-525	-558	-613
주당지표(원)					
EPS	1,031	1,152	1,391	1,751	2,047
BPS	8,991	9,960	11,202	12,953	15,000
CFPS	1,363	1,682	1,579	1,968	2,295
DPS	260	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 이베스트투자증권 리서치센터. IFRS 연결기준

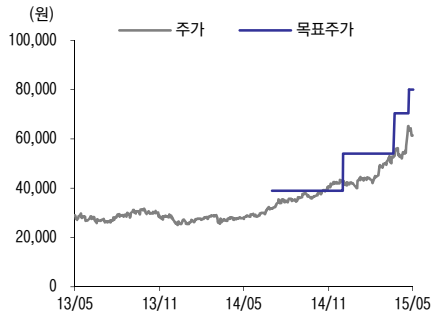
한라홀딩스 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격
2014.12.09	Buy	100,000 원			
2015.05.11		담당자변경			
2015.05.11	Buy	89,000 원			

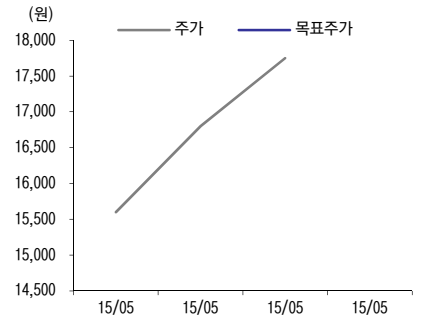
S&T모티브 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격
2014.07.08	Buy	39,000 원			
2014.08.04	Buy	39,000 원			
2014.09.15	Buy	39,000 원			
2014.10.06	Buy	39,000 원			
2014.10.27	Buy	39,000 원			
2014.12.09	Buy	54,000 원			
2015.03.30		담당자변경			
2015.03.30	Buy	70,500 원			
2015.04.14	Buy	70,500 원			
2015.04.24	Buy	70,500 원			
2015.05.11	Buy	80,000 원			

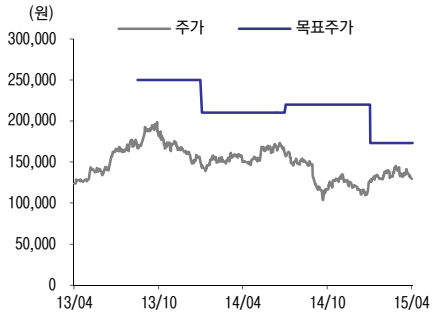
우리산업 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격
2015.05.11	Not Rated	Not Rated			

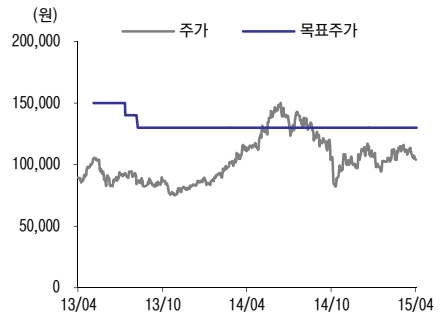
삼성SDI 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격
2013.09.10	담당자변경	김현용			
2013.09.10	Buy	250,000 원			
2013.09.24	Buy	250,000 원			
2014.01.27	Buy	210,000 원			
2014.02.27	Buy	210,000 원			
2014.04.01	Buy	210,000 원			
2014.06.05	Buy	210,000 원			
2014.07.28	Buy	220,000 원			
2014.08.28	Buy	220,000 원			
2015.01.27	Buy	173,000 원			
2015.04.29	Buy	173,000 원			
2015.05.11	Buy	173,000 원			

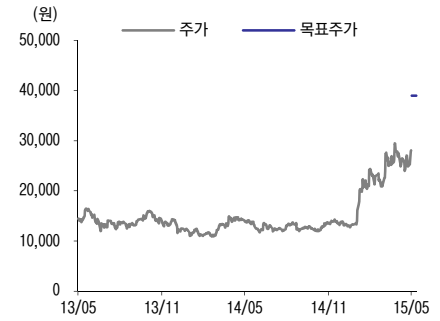
LG이노텍 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격
2013.05.29	담당자변경	김현용			
2013.05.29	Buy	150,000 원			
2013.08.06	Buy	140,000 원			
2013.08.22	Buy	140,000 원			
2013.09.02	Buy	130,000 원			
2013.10.28	Buy	130,000 원			
2014.02.04	Buy	130,000 원			
2014.03.17	Buy	130,000 원			
2014.04.30	Buy	130,000 원			
2014.10.30	Buy	130,000 원			
2014.12.11	Buy	130,000 원			
2015.02.17	Buy	130,000 원			
2015.04.29	Buy	130,000 원			
2015.05.11	Buy	130,000 원			

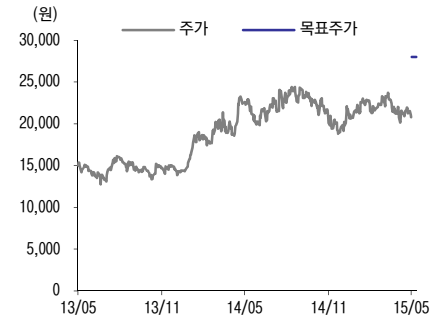
엠씨넥스 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격
2015.05.11	Buy	39,000 원			

MDS테크 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격
2015.05.11	Buy	28,000 원			

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김현용, 이정훈)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다..

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대)		
		Neutral (중립)		
		Underweight (비중축소)		
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수)	20% 이상 기대	2015 년 2 월 2 일부터 당사 투자등급이 기존 4 단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3 단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경
		Hold (보유)	-20% ~ 20% 기대	
		Sell (매도)	-20% 이하 기대	
		N.R. (Not Rated)	등급보류	