

2021. 1. 18



▲ 자동차/타이어

Analyst 김준성

02. 6454-4866

joonsung.kim@meritz.co.kr

RA 이다빈

02. 6454-4882

dabin.lee@meritz.co.kr

Overweight

자동차

현대위아, e-GMP의 Super Bottle 완성

- ✓ BEV 통합 열관리 시스템 갖춘 글로벌 완성차 업체는 Tesla 뿐 (Super Bottle)
- ✓ 현대위아, Tesla에 이어 두 번째로 통합 열관리 시스템 개발 실현
이를 통해 e-GMP 3차 수주 단독 확보, 현대차그룹 BEV 열관리 제조업체로 부상
- ✓ 현대·기아 BEV, 원가 절감·주행거리 증대·공간 효율성 확장 통해 경쟁력 강화
- ✓ 데이터 디바이스 구축 위한 차별화된 에너지 관리 시스템 개발 고무적, 현대·기아에 대한 긍정적 시각 유지, 현대위아 기업가치 재평가 기초 또한 강화 전망

현대위아, 기대 이상의 기술력으로 e-GMP 3차 열관리시스템 수주 확보

위아가 e-GMP 열관리시스템 3차 수주를 확보했다.

1차 (약 70~80만대 추정, 21년 매출 인식 시작): 한온시스템 단독

2차 (약 120~130만대 추정, 22년 매출 인식 시작): 한온시스템 단독

3차 (약 150~160만대 추정, 23년 매출 인식 시작): 위아 단독

내용이 좋다. 수주가 확정된 제품은 전장부품·배터리 통합 열관리 모듈이다. 열관리는 크게 세가지로 나뉜다. 전장부품·배터리·실내 냉난방이다. 현재 글로벌 OEM들은 각각에 대해 개별 시스템을 사용 중이며, 오직 Tesla만이 Super Bottle 시스템을 통해 전장부품·배터리 통합 열관리와 실내 난방 지원 (냉방은 별도)이 가능하다. 위아는 Tesla에 이어 두 번째로 통합 열관리 모듈을 개발했다. 기존 제품과 비교해 부품 수가 40% 줄어들며, 부피와 무게가 축소된다. 현대·기아차 입장에서는 원가 절감(-20%)·주행거리 증대·공간 효율성 확장이 가능하다. 개별 단위 열관리 제품을 예상했던 기존의 예상을 넘어선 결과이다.

현대차그룹 BEV 핵심 부품 열관리 제조업체로 부상 전망

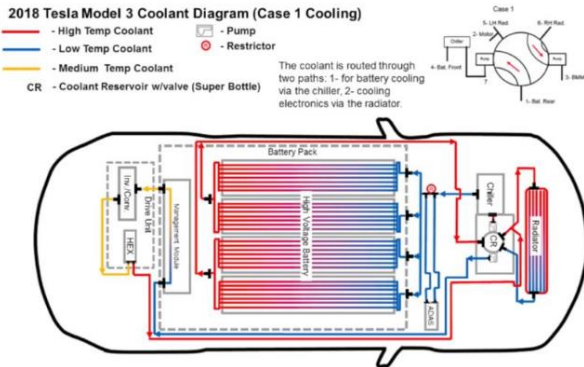
현재 위아는 전장부품·배터리 통합 열관리를 넘어 실내 냉난방까지 융합 관리가 가능한 통합 열관리시스템 (ITMS)을 개발 중이다. 3차 수주 제품에 e-Compressor 기능이 결합된다. 이 제품은 26년 매출인식을 목표로 23년 이후 수주가 예상된다. 전장부품·배터리 통합 모듈의 ASP 40~50만원, ITMS ASP 100만원을 추정한다.

이번 수주는 구조적 외형 성장의 시작에 불과하다. 열관리 고도화를 통한 현대·기아차의 BEV 판매경쟁력 강화와 더불어 ITMS 개발이 실현된다면, 위아의 열관리 매출은 23년 700억원에서 30년 2.8조원까지 성장이 가능하다. 내연기관 엔진 생산업체에서 BEV 열관리 업체로의 가치 변화가 시작됐다. BEV 핵심 부품에 대한 그룹 내 내재화 효과는 덤이다.

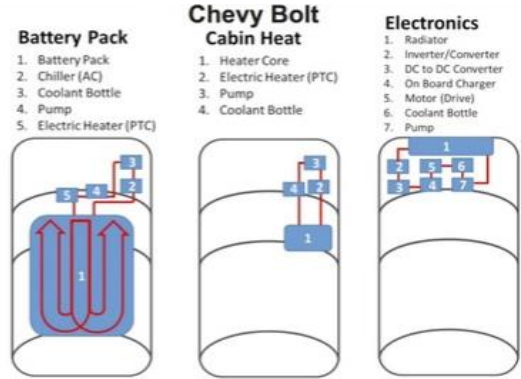
현대위아에 대한 투자 의견·적정주가, 각각 Buy·100,000원으로 상향

적정주가를 100,000원으로 상향한다. 21년 EPS 추정에 글로벌 열관리 부품 업체 21년 평균 PER 19.4배를 적용했다. 앞선 기술에 근거해 장기 매출성장 동력을 확보한 만큼 Peer Group 평균 밸류에이션 적용이 타당하다고 판단한다. 22년부터 Tesla 납품이 중단되며, 이번 e-GMP 3차 수주에서 탈락한 한온시스템의 21년 PER 24.1배보다 밸류에이션 상대 매력도도 높다. 투자 의견 Buy를 제시한다.

그림1 Tesla, 다른 OEM들과 달리 통합 열관리 시스템 (Super Bottle) 통해 원가 절감 · 주행거리 향상 · 공간 효율성 증대 실현

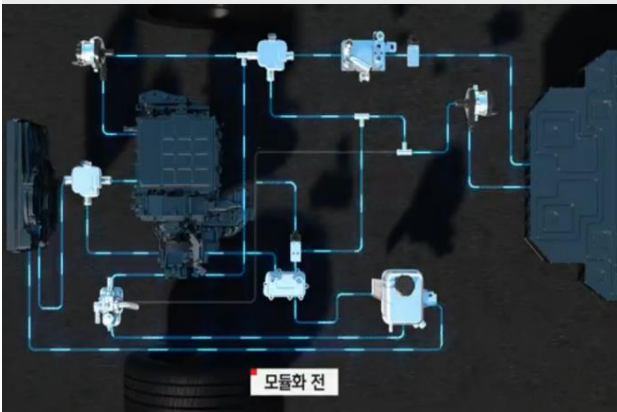


자료: Munro & Associates, 메리츠증권 리서치센터

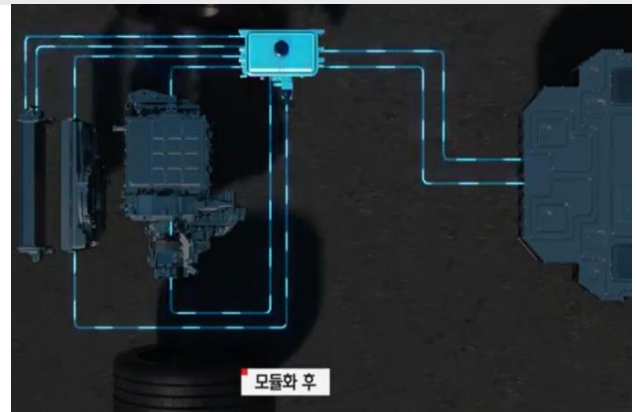


자료: Munro & Associates, 메리츠증권 리서치센터

그림2 현대위아, Tesla Super Bottle과 같은 전장부품 · 배터리 통합 열관리 시스템 개발을 완성 → 23년 e-GMP 공급 시작

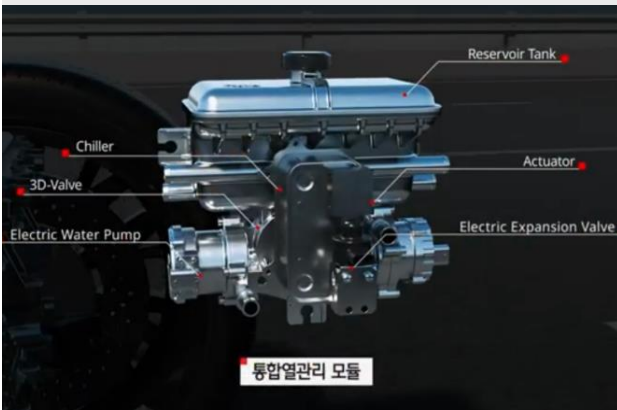


자료: 현대위아, 메리츠증권 리서치센터



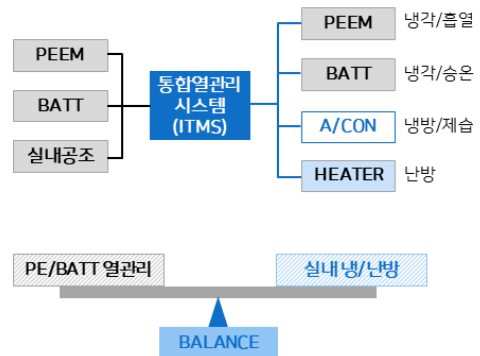
자료: 현대위아, 메리츠증권 리서치센터

그림3 e-GMP에 적용될 현대위아 통합 열관리 모듈



자료: 현대위아, 메리츠증권 리서치센터

그림4 e-Compressor가 더해질 ITMS 또한 개발 중

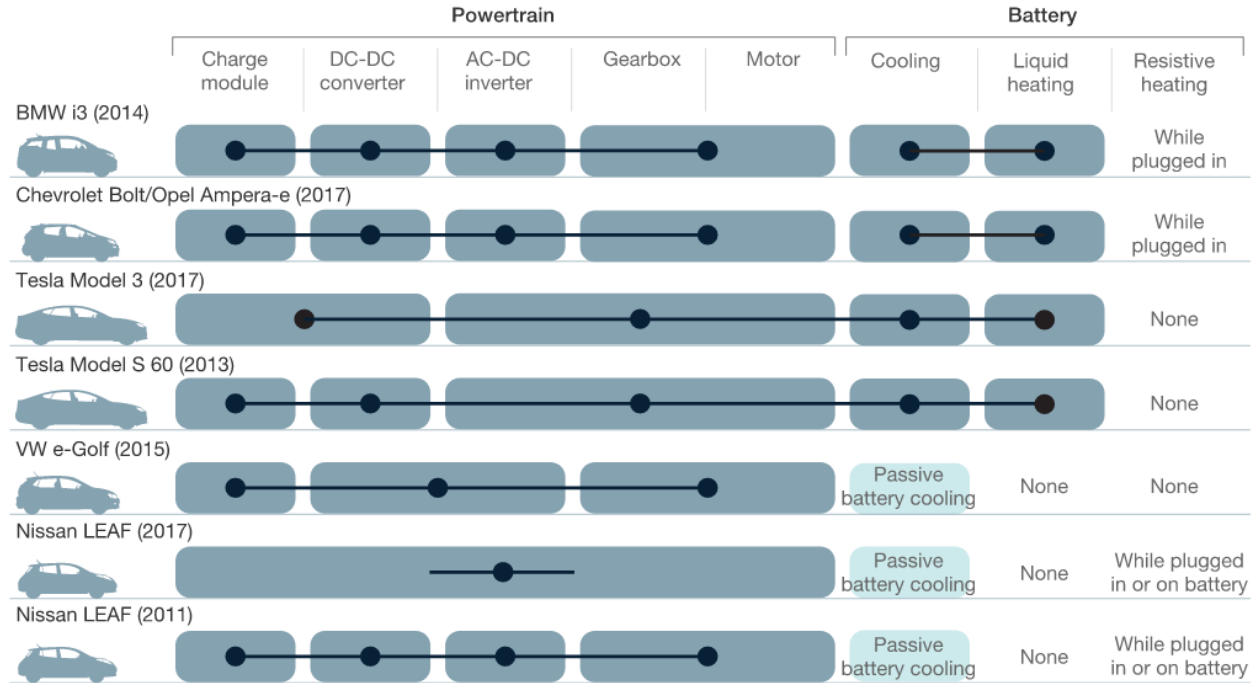


자료: 현대위아, 메리츠증권 리서치센터

그림5 Tesla에 이어 두 번째로 전장부품 · 배터리 통합 열관리 역량을 확보하게 된 현대차그룹

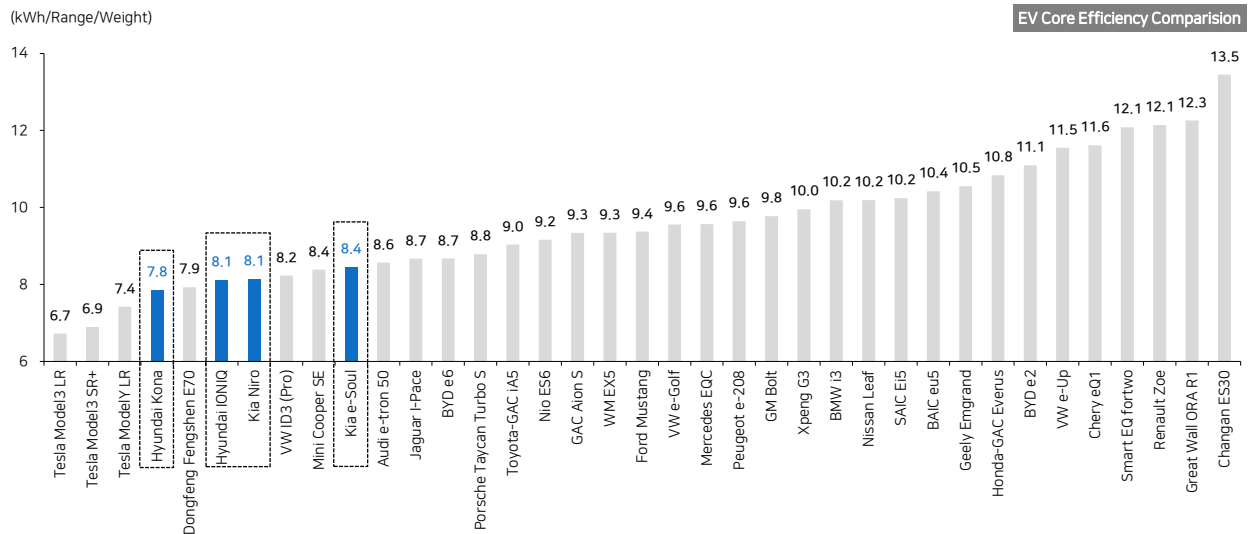
Integration and interconnection of electric-vehicle powertrain thermal-management system

●—● Interconnections



자료: Mckinsey, 메리츠증권 리서치센터

그림6 글로벌 OEM 중 비교 우위의 에너지 효율성 (Core Efficiency)을 보여준 현대 · 기아차 BEV 라인업, 통합 열관리 시스템을 통해 추가 성능 개선 실현 전망



주: WattEV2Buy (중국 OEM), EV Compare (미국 OEM), EV Database (한국/유럽/기타 국가 OEM)에서 모델 별 kWh/ Range/ Weight 확인
 각 국가 별 기준에 따라 상이한 주행거리는 Inside EV가 제시한 EPA : WLTP : NEDC = 1 : 1.121 : 1.428 비율 적용하여 같은 기준으로 조정
 자료: WattEV2Buy, EV Compare, EV Database, 메리츠증권 리서치센터

표1 현대위아에 대한 투자 의견 · 적정주가, 각각 Buy · 100,000원으로 상향

적정 밸류에이션 PER (배, a) - 글로벌 열관리 부품업체 평균 21년 PER	19.4배
현대위아 21년 EPS 추정치 (원, b)	4,990원
Fair Value (원, c = a x b)	96,805원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	100,000원
현재 주가 (1월 15일 기준 증가)	75,300원
과리율 (%)	+32.8%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 글로벌 열관리 부품 업체 Peer Group 밸류에이션

산업	기업명	Ticker (Equity)	시총 (조원)	PER(배)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)	
				'20E	'21E	'20E	'21E	'20E	'21E	'20E	'21E
열관리	Gentherm	THRM US	2.5	38.4	27.0	4.1	3.3	17.4	13.4	10.9	15.1
	Valeo	FR FP	9.9	-	19.9	2.0	1.8	8.4	4.9	-16.6	8.3
	Dana	DAN US	3.3	38.9	9.9	1.7	1.4	8.8	5.5	3.8	15.6
	Denso	6902 JT	48.1	45.4	15.9	1.3	1.2	10.4	7.0	3.1	8.0
	한온시스템	018880 KS	9.2	64.6	24.1	4.1	3.8	15.0	10.7	6.3	16.1
Average			14.6	46.8	19.4	2.6	2.3	12.0	8.3	1.5	12.6

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 현대위아 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	1,849.4	1,892.0	1,774.9	1,798.3	1,647.8	1,213.7	1,839.4	2,055.8	7,314.6	6,756.7	7,810.7
자동차 부품	1,615.6	1,669.5	1,546.9	1,623.0	1,470.8	1,051.1	1,668.3	1,895.8	6,455.1	6,086.1	7,072.0
기계	233.8	222.5	228.0	175.2	176.9	162.5	171.1	160.0	859.6	670.6	738.7
영업이익	14.6	29.9	37.3	20.2	84.5	-38.6	13.2	48.0	101.9	107.1	187.1
자동차 부품	28.5	47.9	49.9	44.4	74.7	-34.8	18.5	51.2	170.7	109.6	194.5
기계	-13.9	-18.0	-12.7	-24.2	9.9	-3.8	-5.4	-3.2	-68.7	-2.5	-7.4
세전이익	16.0	5.8	30.4	-2.8	129.4	-54.9	68.0	46.4	49.5	189.0	169.6
지배주주 순이익	13.8	6.5	19.8	15.2	76.5	-48.4	82.6	41.8	55.2	140.2	135.7
이익률 (%)											
영업이익률	0.8	1.6	2.1	1.1	5.1	-3.2	0.7	2.3	1.4	1.6	2.4
자동차 부품	1.8	2.9	3.2	2.7	5.1	-3.3	1.1	2.7	2.6	1.8	2.8
기계	-5.9	-8.1	-5.6	-13.8	5.6	-2.3	-3.1	-2.0	-8.0	-0.4	-1.0
세전이익률	0.9	0.3	1.7	-0.2	7.9	-4.5	3.7	2.3	0.7	2.8	2.2
지배주주 순이익률	0.7	0.3	1.1	0.8	4.6	-4.0	4.5	2.0	0.8	2.1	1.7
(YoY 성장률)											
매출액	6.2	-8.0	-7.7	-16.8	-10.9	-35.9	3.6	14.3	-7.2	-7.6	15.6
자동차 부품	9.2	-5.1	-7.4	-16.4	-9.0	-37.0	7.8	16.8	-5.8	-5.7	16.2
기계	-10.5	-25.5	-9.4	-19.7	-24.3	-26.9	-25.0	-8.7	-16.5	-22.0	10.1
영업이익	흑전	46.7	287.8	315.2	478.8	적전	-64.6	138.0	1926.3	5.1	74.6
자동차 부품	흑전	3.2	87.7	-11.2	162.0	-172.6	-62.9	15.4	42.3	-35.8	77.4
기계	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익	흑전	흑전	흑전	적지	710.5	적전	123.6	흑전	흑전	282.0	-10.3
지배주주 순이익	흑전	흑전	흑전	흑전	455.2	적전	318.0	175.1	흑전	154.0	-3.2

자료: 현대위아, 메리츠증권 리서치센터

현대위아 (011210)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	7,880.5	7,314.6	6,756.7	7,810.7	8,109.4
매출액증가율 (%)	5.3	-7.2	-7.6	15.6	3.8
매출원가	7,578.4	6,917.9	6,391.4	7,322.8	7,570.8
매출총이익	302.1	396.7	365.3	487.9	538.6
판매관리비	297.0	294.8	258.1	300.8	306.2
영업이익	5.0	101.9	107.1	187.1	232.4
영업이익률	0.1	1.4	1.6	2.4	2.9
금융손익	-46.7	-39.8	-36.4	-34.9	-34.4
중속/관계기업손익	-16.9	0.5	-21.6	-10.7	-10.7
기타영업외손익	-12.1	-13.2	139.9	28.1	29.1
세전계속사업이익	-70.6	49.5	189.0	169.6	216.4
법인세비용	-15.1	-5.7	48.8	33.9	43.3
당기순이익	-55.6	55.2	140.2	135.7	173.1
지배주주지분 순이익	-55.6	55.2	140.2	135.7	173.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-113.3	444.2	464.6	340.3	193.2
당기순이익(손실)	-55.6	55.2	140.2	135.7	173.1
유형자산상각비	204.0	207.6	243.6	300.9	280.8
무형자산상각비	57.1	53.6	43.0	51.2	49.0
운전자본의 증감	-407.8	72.3	109.7	-153.3	-309.6
투자활동 현금흐름	-463.9	-248.8	-592.4	-316.4	-182.1
유형자산의증가(CAPEX)	-174.0	-178.4	-200.0	-200.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	-36.9	-35.7	-19.4	21.3	19.0
재무활동 현금흐름	-20.9	-152.1	104.0	13.2	3.8
차입금의 증감	-140.3	-135.4	122.6	29.5	21.5
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-595.6	46.8	-29.2	37.1	14.9
기초현금	931.3	335.8	382.6	353.4	390.5
기말현금	335.8	382.6	353.4	390.5	405.5

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	3,890.8	3,569.1	3,764.0	4,137.9	4,377.3
현금및현금성자산	335.8	382.6	353.4	390.5	405.5
매출채권	1,670.0	1,401.1	1,520.3	1,640.2	1,784.1
재고자산	803.1	665.2	743.2	781.1	810.9
비유동자산	3,216.7	3,205.2	3,786.7	3,608.4	3,414.1
유형자산	2,569.5	2,561.0	3,126.0	2,911.8	2,719.1
무형자산	213.2	170.2	214.1	192.8	173.7
투자자산	371.4	383.4	354.1	409.4	425.0
자산총계	7,107.4	6,774.3	7,550.7	7,746.3	7,791.4
유동부채	1,862.8	1,861.4	2,184.1	2,242.3	2,137.4
매입채무	1,191.0	876.8	809.9	898.2	932.6
단기차입금	52.0	128.0	140.8	154.8	170.3
유동성장기부채	304.8	494.9	593.8	599.8	605.8
비유동부채	2,207.7	1,821.1	2,157.0	2,204.9	2,215.7
사채	1,147.4	907.9	953.3	962.8	962.8
장기차입금	775.2	621.6	932.4	932.4	932.4
부채총계	4,070.5	3,682.5	4,341.1	4,447.2	4,353.2
자본금	136.0	136.0	128.7	128.7	128.7
자본잉여금	500.5	500.5	500.5	500.5	500.5
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	1.0	2.0
이익잉여금	2,520.4	2,549.5	2,674.7	2,764.1	2,903.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,036.9	3,091.8	3,209.6	3,299.1	3,438.2

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	289,776	268,969	248,452	287,209	298,193
EPS(지배주주)	-2,043	2,030	5,157	4,990	6,366
CFPS	12,347	14,068	12,995	14,360	14,910
EBITDAPS	9,784	13,355	14,479	19,829	20,673
BPS	111,672	113,690	118,023	121,313	126,429
DPS	600	600	600	650	651
배당수익률(%)	0.80	0.80	0.80	0.86	0.86
Valuation(Multiple)					
PER	-36.9	37.1	14.6	15.1	11.8
PCR	10.0	6.5	4.8	4.2	4.1
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
EBITDA	266.1	363.2	393.7	539.2	562.2
EV/EBITDA	11.8	8.0	8.6	6.0	5.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-1.8	1.8	4.5	4.2	5.1
EBITDA 이익률	3.4	5.0	5.8	6.9	6.9
부채비율	134.0	119.1	135.3	134.8	126.6
금융비용부담률	7.4	8.2	8.5	7.5	7.2
이자보상배율(x)	0.0	0.2	0.2	0.3	0.4
매출채권회전율(x)	5.5	4.8	4.6	4.9	4.7
재고자산회전율(x)	9.3	10.0	9.6	10.2	10.2

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

현대위아 (011210) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.10.12	산업브리프	Buy	52,000	김준성	-32.6	-17.5	
2019.01.28	기업브리프	Buy	47,000	김준성	-5.5	7.9	
2019.05.27	산업분석	Trading Buy	47,000	김준성	-2.4	9.4	
2019.07.16	기업브리프	Trading Buy	52,000	김준성	-10.7	-0.8	
2019.11.12	산업분석	Buy	58,000	김준성	-29.4	-4.7	
2020.05.26	산업분석	Buy	50,000	김준성	-25.2	-18.2	
2020.07.27	기업브리프	Buy	45,000	김준성	0.0	90.9	
2021.01.11	산업브리프	Hold	60,000	김준성	34.4	40.5	
2021.01.18	산업브리프	Buy	100,000	김준성	-	-	