

BUY

## Stock Price

목표주가	10,070 원
현재주가	7,170 원
상승여력	40%

## Stock Information

시가총액	1,999 억원
발행주식수	2,784 만주
유동주식비율	60.48%
52 주 최고가	7,870 원
52 주 최저가	2,870 원
외국인 지분율	36.17%
KOSPI	2076.63
KOSDAQ	865.59

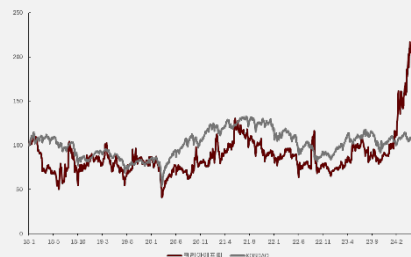
## Valuation Wide

Multiple	2023	2024E	2025E
P/E	3.3	4.2	4.0
MKT P/E	8.06	10.7	8.53

## Share Performance

	1M	6M	12M
주가상승률			
절대주가(원)	12.5	78.8	110.6
상대주가(원)	7.3	70.0	99.8

## Price Trend



## KUVIC Research Team 3

메일 kuvic\_korea@naver.com

팀장	40기 Senior 공서현
팀원	40기 Senior 박재현
	40기 Senior 박현규
	41기 Junior 지성준
	41기 Junior 박성진
	41기 Junior 송지우

## Who We Are



## 코리아에프티 (123410)

## 하이브리드 샘이숫아 리오레이비

## Key Point

2021년부터 미국 바이든 정부의 환경규제와 보조금 지급에 따라 호황을 맞이했던 전기차가 Chasm 을 맞이했다. 이에 따라 하이브리드 자동차 시장이 그 반사이익을 받아 성장하고 있고, 동사는 하이브리드 자동차 성장의 수혜를 그대로 받을 수 있는 기업이다. 동사는 현재 국내 자동차 부품 캐니스터 제품 독점 기업으로, 내연기관차용 캐니스터보다 하이브리드 캐니스터의 ASP 가 더 높게 형성되기 때문에 전방사의 하이브리드 자동차 생산량의 증가는 동사의 매출 성장을 가져다준다.

동사가 국내에서 캐니스터를 독점으로 공급하고 필러넥 기술력의 우위를 갖고 있는 점으로 보아 현재 국내에 동사와 견줄 만한 자동차 부품사는 없다. 캐니스터 부문에서 과거 동사는 리한과 이원화된 상태였지만, 2018년 리한의 워크아웃과 사업 철수로 인하여 현재 국내 캐니스터 공급 업체는 동사가 유일하다. 필러넥 부문에서 경쟁사는 삼보모터스가 있지만 동사는 기술적 진입장벽을 구축하고 경쟁사와의 격차를 벌렸다.

## 2024F 매출액 7,348 억, 영업이익 579 억 전망

2024년, 2025년 동사의 매출액은 각각 7,348억(YoY +8.13%), 7,622억(YoY +3.74%)로 전망하며, 영업이익은 각각 579억(YoY +57.9%), 653억(YoY +8.7%) 수준을 달성할 것으로 기대된다.

이러한 실적은 하이브리드 자동차 시장의 성장과 전방사의 하이브리드 자동차 생산량이 증가한다는 점, 동사가 국내에서 캐니스터를 독점으로 공급하고 필러넥 기술력의 우위를 가지고 있다는 점에 기인한다.

## 투자 의견 'Buy', 목표주가 '10,480 원'

전방사들의 하이브리드 자동차 생산량이 증가하는 모멘텀은 지속 발생할 전망이다. 1) 지속되는 전세계적인 환경 규제, 2) 전기차의 Chasm, 3) 국내에서 독점적인 캐니스터 점유율, 4) 높은 기술장벽, 5) 현대차그룹과의 긴밀한 수주관계 등을 고려하였을 때 현재를 매수 적기로 판단한다. Peer Valuation 에 따라 멀티플 6.12 를 적용하여 2024 목표주가 10,480 원, 2025년 목표주가 11,040 으로 매수 의견을 제시한다.

## Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억원)	465.7	561.0	679.5	734.8	762.2
YoY (%)	13.7	20.5	21.1	8.1%	3.7%
영업이익 (십억원)	9.5	19.4	33.9	57.9	65.3
YoY (%)	53.5	104.9	74.5	7.9%	8.6%
영업이익률 (%)	2.0	3.5	5.0	7.9	8.6
당기순이익 (십억원)	4.8	8.3	30.3	45.8	52.3
EPS (원)	200	336	1,097	1,713	1,804
P/E (배)	16.5	7.1	3.3	4.2	4.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 당기순이익

자료: KUVIC 리서치 3팀

CONTENTS

- 0. Appendix 3**
- I. 산업분석 4**
  - 1. 꽃길만 걸을 줄 알았는데... Chasm에 빠진 전기차 4
  - 2. 르네상스를 맞이한 하이브리드 5
  - 3. 자동차 업계를 강타한 환경 규제 6
  - 4. 미국 외 지역 하이브리드 현황 9
- II. 기업분석 11**
  - 1. 핵심제품 3가지와 그 경쟁력 11
  - 2. 현대차그룹을 등에 업고 12
  - 3. 추가추이분석 13
- III. 투자 Point 14**
  - 1. 하이브리드 자동차 성장의 수혜를 받을 코리아에프티 14
  - 2. 코리아에프티의 단독 질주 15
- IV. 투자 Risk 16**
  - 1. 전기차 Chasm 구간 돌파 가능성 16
  - 2. 내연기관 판매 둔화에 따른 실적 약화 16
- V. Valuation 17**
  - 1. 매출 추정 논리 17
  - 2. 비용 추정 논리 19
  - Valuation Method 20

표 1. 매출추정 (Base 기준)

(단위: 백만원)	2023	2024(E)	2025(E)
<b>매출액</b>	679,541	734,806	762,285
YoY(%)	-	8.13%	3.74%
<b>(1) 제품별</b>			
캐니스터	291,817	301,705	309,425
YoY(%)	-	3.39%	2.56%
필러넥	111,530	139,427	141,732
YoY(%)	-	25.01%	1.65%
의장부품	274,475	284,378	292,789
YoY(%)	-	3.61%	2.96%
<b>(2) 법인별</b>			
국내	303,078	338,766	347,653
YoY(%)	-	11.78%	2.62%
미국	23,073	22,705	23,248
YoY(%)	-	-1.60%	2.40%
폴란드	257,922	271,050	279,621
YoY(%)	-	5.09%	3.16%
인도	39,927	41,922	44,556
YoY(%)	-	5.00%	6.28%
중국	53,822	60,363	67,207
YoY(%)	-	12.15%	11.34%
<b>매출원가</b>	583,695	606,883	623,328
<b>매출총이익</b>	95,848	127,923	138,957
<b>판매비와관리비</b>	61,920	69,983	73,631
<b>영업이익</b>	33,928	57,940	65,326
YoY(%)	-	70.8%	12.7%
OPM(%)	5.0%	7.9%	8.6%
<b>당기순이익(손실)</b>	30,335	45,807	52,318
YoY(%)	-	51.0%	14.2%
NPM(%)	4.5%	6.2%	6.9%

자료: 코리아에프티, KUVIC 리서치 3팀

# I. 산업분석

## 1. 꽃길만 걸을 줄 알았는데... Chasm에 빠진 전기차

### 1.1 전례 없는 호황을 맞이했던 전기차

2021년부터 전례 없는 호황을 맞이했던 전기차

전기차(EV)는 전기를 통해 작동하는 자동차로 내연기관 대신 전기 모터를 사용한다. 최초의 전기차는 19 세기에 등장하여 2000 년대가 되어서 서서히 그 비중이 늘어났지만, 내연기관 자동차에 밀려 항상 비주류 자동차로 취급되어 왔다. 그러나 2021 년부터, 전기차는 전례 없는 호황기를 맞이했다.

전기차의 성장의 배경에는 환경규제가 있었다. 전기차는 전기에너지 발생 과정에서 부산물이 나오지 않기에 배기가스 배출구가 없고, 내연기관 자동차보다 훨씬 친환경적이다. 유럽과 중국을 중심으로 확대되어 온 기존 전기차 시장은 **2021 년 미국 바이든 정부 이후 미국의 친환경 정책 및 환경규제 기조로 본격적으로 각광을 받기 시작했다.** 이후 바이든 정부는 GREEN(Growing Renewable Energy and Efficiency Now) Act 등 전기차 보급의 목표를 잡으며 온실가스와 오염물질 기준을 대폭 강화하였고, IRA 정책으로 전기차에 보조금을 지원하였다.

이를 바탕으로 2021 년 전세계 전기차 판매량은 650 만대로 2020 년 대비 108% 증가하였고, 2022 년에는 전년 대비 61% 증가해 1000 만 대를 기록하였다.

### 1.2 영원한 꽃길은 없다, Chasm에 빠진 전기차

성장세가 한풀 꺾이고 Chasm 구간에 진입한 전기차

그러나 ‘꽃길’만 걸을 것 같았던 전기차의 성장세가 한풀 꺾였다. 2022 년까지만 해도 성장률 60%를 기록했던 전기차 시장은 2023 년 30%까지 떨어졌다. 1) 가격 부담 2) 주행 거리 3) 인프라 부족의 문제가 주요인인데, **전기차 수요 둔화 흐름은 지속되어 2024 년 전기차 시장의 성장률은 20%까지 떨어질 것으로 전망된다.**

우선 곳곳에서 저렴한 중국 전기차 견제하기에 나서며 전기차가 받을 수 있는 보조금이 줄어들었다. 미국은 완성차가 북미에서 최종 조립되어야 할 뿐만 아니라 배터리 부품 및 핵심 광물이 중국 및 러시아에 관련된 우려기업에서 조달되면 안 된다는 제한을 두어 무역장벽을 강화했다. 이로 인해 인플레이션감축법(IRA)을 통하여 **세액공제 혜택을 받을 수 있는 전기차 차종이 23 년 말 기준 43 개에서 24 년 19 개로 대폭 줄었다.** 유럽의 상황도 비슷하다. EU 는 가격 경쟁력에서 비교 우위를 가진 중국 전기차에 대한 경계심을 드러내면서 자동차 산업에 위협이 되는 수입 전기차 보조금 지급을 중단하려는 모습을 보인다.

전기차의 성능적인 부분도 소비자들에게 만족을 주지 못했다. **전기차는 한 번 충전했을 때 주행할 수 있는 거리가 내연기관 자동차보다 짧다.** 특히 겨울이 되면 배터리의 성능이 떨어져 주행거리가 더 줄어드는데, 환경부에 따르면 25 도와 -7 도에서의 1 회 충전 시 주행가능 거리는 최대 110km 이상의 차이가 난다. 문제는 북유럽이나 미국 등 기온이 -7 도보다 더 낮게 떨어지는 지역의 경우 더욱 치명적이다.

또한 **전기차 주행에 꼭 필요한 충전소 인프라도 부족하고, 근시일 내로 빠르게 갖추기는 어렵다는 판단이다.** 2023 년 말 기준 국내 전기차 등록 대수는 180 만대가 넘지만, 전기차 충전기 설치 대수는 40 만대뿐이다. 미국의 경우도 전기차 9 대당 충전소 1 곳이 설치되어

있지만, 그 중 30~40%를 제외한 나머지는 고장이 나거나 사용이 막혔다. 이처럼 전기차 이용자들이 마주한 불편함이 수면 위로 오르며 전기차의 성장성이 불확실해지고 있다.

이렇게 전기차가 주춤하는 사이에 반사이익을 누리는 자동차는 어떤 종류일까? 바로 하이브리드이다.

## 2. 르네상스를 맞이한 하이브리드

### 2.1 하이브리드 차의 종류

하이브리드는 HEV, PHEV, MHEV로 종류가 나뉜다

**하이브리드 차는 2개 이상의 구동 장치를 가진 자동차로, 주원료인 휘발유 외에 전기 모터를 보조적으로 활용하여 연비를 높인다.** 하이브리드는 크게 ‘하이브리드 전기차(HEV)’와 ‘플러그인 하이브리드 전기차(PHEV)’, ‘마일드 하이브리드 전기차(MHEV)’가 있다.

HEV는 내연기관과 전기모터를 동시에 갖춘 대표적인 하이브리드 차량으로 일반적인 주행에서는 내연기관 엔진을 사용하고 시동을 걸 때나 저속주행 시에는 전기모터를 사용한다. PHEV는 외부 충전 방식을 갖춘 HEV로, 더 큰 배터리를 탑재해 전기만으로도 구동이 가능하다. MHEV는 내연기관이 주된 동력원으로 사용되며 소형 전기모터가 엔진의 역할을 보조하는 형태이다.

### 2.2 지금 세계는 하이브리드에 집중한다.

주요 완성차 및 배터리 업계의 전기차 관련 계획은 다수 연기되거나 철회됨

2023년 하반기 이후 글로벌 완성차 및 배터리 업계의 전기차 관련 계획은 다수 연기되거나 철회되었다. 그 대신 **주요 완성차 업체들은 하이브리드 라인업을 확대하고 있다.**

그림 1. 23년 하반기 이후 발표된 글로벌 완성차/배터리 업계의 전기차 관련 계획 연기

	구분	기존 계획 및 변경 사항
GM	철회	북미 22년 상반기 기간 누적 40만대 생산 계획 철회
	철회	북미 23년 상반기 5만 대, 하반기 10만대 생산 중 하반기 계획 철회
	철회	27년 일본 업체 Honda와 3만달러 미만 저가 EV 공동 생산 계획 철회
	연기	캐나다 오리온 전기트럭 공장 기존 24년 말 가동에서 25년 말로 연기
Ford	연기	23년 연말 60만대 생산역량 확보 계획 24년으로 연기
	철회	26년 연말 200만대 이상 생산 계획 철회
VW	연기	유럽 내 배터리 4공장 증설 계획 연기
Benz	철회	2025년 50% 전동화 전환, 2030년 100% 전환 목표 전면 조정
Tesla	연기	멕시코 공장 착공 및 25년 말 가동 계획 일시 정지
Rivian	연기	기존 조지아 전기차 공장 건설 연기, 신모델은 기존 공장에서 생산
기타	하향	BEV 스타트업 Polestar, Fisker, Lucid, Rivian 등 23년 목표 하향

자료: 언론 자료 종합, 미래에셋증권 리서치센터, KUVIC 리서치 3팀

2024년 글로벌 주요 완성차 업체의 하이브리드 생산 확대 발표

미국 빅 3 자동차 기업 중 하나인 포드는 2026년까지 연 200만대의 전기차 생산을 목표로 하고 있었으나 지난 23년 포드의 짐 팔리 CEO는 2분기 실적발표에서 ‘앞으로 더 많은 하이브리드 차를 선보일 예정’이라고 밝혔다. 전동화 전환의 속도조절을 선언한 것이다. 포드는 2024년 V-6 하이브리드 모델의 판매량을 20% 늘리겠다고 발표했고 토요타는 올해에도 HEV, PHEV 중심 신차를 출시하며 자동차 판매량 1100만대를 돌파하겠다는 계획을 내놓았다. GM 또한 하이브리드 라인업을 확대하고, 북미 지역에서 쉐보레 등 주요 브랜드 PHEV 신모델을 출시 예정일 전망이다.

늘어나는 하이브리드 차 수요와 공급은 판매량의 눈부신 실적으로 나타나고 있다. 미국 자동차 시장조사 업체 Cox Automotive에 따르면 **미국에서 지난해 판매된 신차 10대 중 1**

대가 하이브리드였으며 하이브리드 차 판매량은 전년 대비 65% 증가하였다. S&P 글로벌 모빌리티는 미국 내 하이브리드 차 판매량이 향후 5년간 3배 이상 늘어날 것이라고 전망하고 있다. 내수 시장에서도 하이브리드의 강세는 뚜렷하다. 내수 시장에서 하이브리드 차량 판매량은 전년보다 42% 증가하였다. 같은 기간 전기차 성장률이 0.1%에 그쳤다는 점에서 하이브리드의 성장세는 더욱 두드러진다.

그림 2. 글로벌 전기차 판매 비중(PHEV 포함)

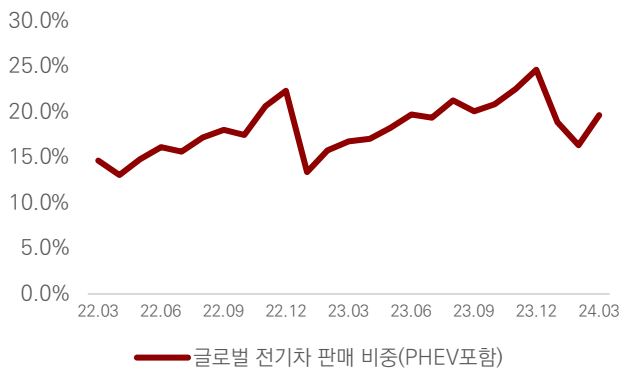
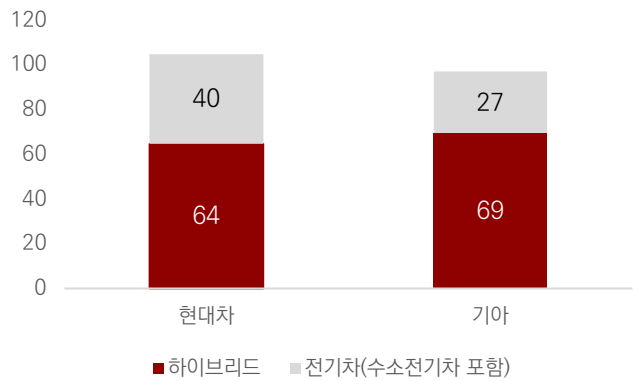


그림 3. 23년 상반기 국내 친환경차 판매 현황 (단위: 천 대)



자료: Marklines, KUVIC 리서치 3팀

자료: 현대차, 기아, KUVIC 리서치 3팀

### 3. 자동차 업계를 강타한 환경 규제

전기차 시장은 Chasm을 맞이했지만 그렇다고 해서 전기차 호황을 가져온 환경규제가 누그러졌다는 뜻은 아니다. 하지만 현재 발표되고 있는 환경 규제는 전기차뿐만 아니라 하이브리드에도 탄력을 실어 주는 내용이 다수 포함되어 있기 때문에 주목해야 할 필요가 있다. 각 국가별로 하나씩 알아보자.

#### 3.1 미국

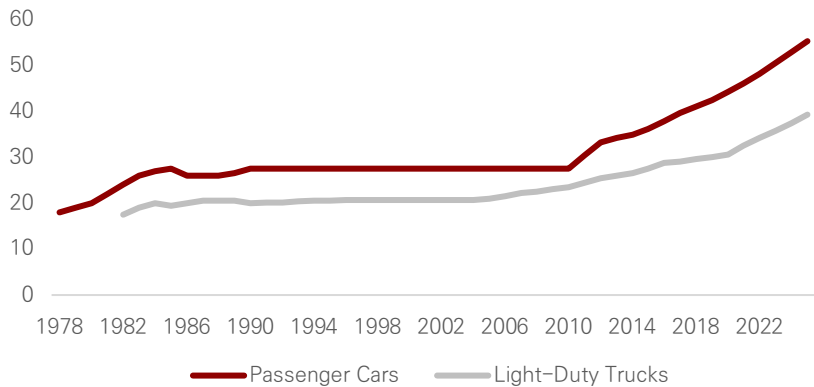
전기차 판매비중 목표를 낮추고 하이브리드 차의 판매 비중을 올린 미국 환경보호청

미국 환경보호청(EPA)는 승용차, 소형 트럭 및 중형 차량에 대한 배기가스 기준을 24년 3월 최종적으로 발표하였다. 2032년식 승용차의 이산화탄소 배출 허용량을 2026년식 대비 49% 줄이기로 하였으며 이는 23년 발표한 초안인 56%보다 완화된 기준이다. 전기차 채택 목표 또한 32년까지 신차 중 전기차 비중을 67% 달성하겠다는 목표를 56%로 낮췄다. 대신 탄소배출량 감축 목표치를 달성하기 위하여 하이브리드 차량의 판매 비중을 올려 PHEV 차량은 13%, HEV 차량은 3%로 조정되었다. 해당 규정은 2027~32년 생산되는 승용차, 스포츠 유틸리티차량(SUV), 픽업트럭 등에 적용될 예정이다.

연비 기준을 충족하지 못하면 벌금을 내야 함




또한 미국은 CAFE(Corporate Average Fuel Economy) 연비 규제가 존재한다. 이는 자동차의 평균 연비를 일정 수준 이상으로 유지하도록 하는 규제로 차종별 연비와 판매 대수를 집계하여 산출된다. 23년 기준 미국에서 자동차를 판매하는 완성차 제조사는 평균 49.4mpg의 연비를 충족해야 하는데, 이를 달성하지 못한 제조사에는 1mpg당 14달러가 벌금으로 부과된다. 해당 연비 기준을 통과하지 못하면 오는 2027년부터 2032년까지 140억 달러의 벌금을 자동차 업계가 부담해야 하며 자동차 가격 한 대당 평균 3000달러 정도 부담된다. 자동차 제조 업체 입장에서는 기준을 넘기 위해 전기차와 하이브리드 차를 고려할 수 있는데, 결국 단기적으로 기업의 현금흐름을 만들어낼 수 있는 하이브리드가 더욱 각광을 받을 수밖에 없는 구조이다.

그림 4. 연도별 차량 연비 요구사항 (단위: mpg)



자료: AFDC, KUVIC 리서치 3팀

그림 5. 하이브리드 차 평균 연비

Vehicle	EPA Fuel Economy ↓	Driver MPG	Annual Fuel Cost
<input type="checkbox"/> 2024 Toyota Prius 2.0 L, 4 cyl, Automatic (variable gear ratios), Regular Gasoline 	<b>57</b> MPG combined city hwy 1.8 gal/100 mi	NA	\$950
<input type="checkbox"/> 2023 Toyota Prius 2.0 L, 4 cyl, Automatic (variable gear ratios), Regular Gasoline 	<b>57</b> MPG combined city hwy 1.8 gal/100 mi	46.4	\$950
<input type="checkbox"/> 2023 Hyundai Elantra Hybrid Blue 1.6 L, 4 cyl, Automatic (AM-S6), Regular Gasoline 	<b>54</b> MPG combined city hwy 1.9 gal/100 mi	NA	\$1,000

자료: Fuel Economy, KUVIC 리서치 3팀

### 3. 2 유럽

유로 6 수준으로 유지된 승용차 승합차에 대한 배출기준과 전기차에 불리한 규제의 도입

2023년 12월 현행 유로 6보다 강화된 환경규제인 유로 7이 잠정 합의되었으며 24년 4월 12일 EU 이사회에서 유로 7이 최종 채택되었다. 승용 및 승합차의 경우 합의안 발효 30개월 뒤, 상용차 및 트레일러는 48개월 뒤에 적용되기 시작한다. 해당 규제에서 눈에 띄는 건 두 가지, 내연기관과 전기차 규제이다. 내연기관 규제는 독일 등 자동차 제조업 중심 국가의 반발로 협의 과정에서 초안보다 다소 약화되어 승용차 승합차에 대한 배출기준은 유로 6 수준으로 유지되었다. 전기차의 경우 타이어나 브레이크 패드가 마모되면서 발생하는 미세입자 등의 오염물질 배출기준이 처음 도입되었으며, 배터리가 담보해야 할 최소한의 내구성도 명시되었다. 전기차는 배터리를 무게로 인하여 내연기관차에 비해 평균 300~400kg 정도 무게가 더 나간다. 따라서 제동 시 브레이크 패드 사용이 많고 저속에서도 순간적인 힘이 좋아 타이어나 마모가 빠른 특성을 가지고 있다. 그렇기에 해당 규제는 전기차에 치명적으로 작용할 것이다.

표 2. 유럽의 환경규제

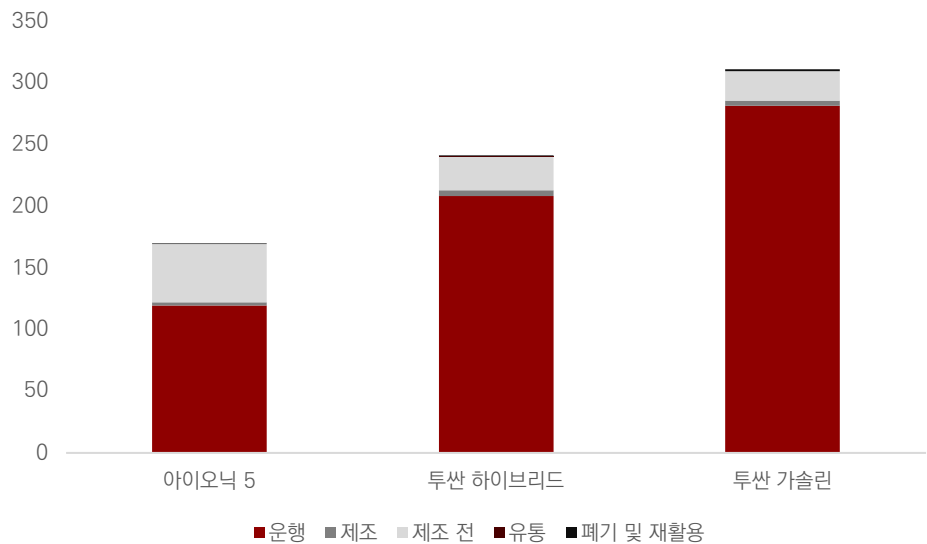
	유로 4	유로 5	유로 6	유로 7
시행시기	2005.01~2009.08	2009.09~2014.08	2014.09~현재	26년부터
질소산화물(Nox) 배출 기준	가솔린 0.08g/km, 디젤 0.25g/km	가솔린 0.06g/km, 디젤 0.18g/km, 상용차량 2g/kWh	가솔린 0.06g/km, 디젤 0.08g/km, 상용차량 0.4g/kWh	가솔린 0.06g/km, 디젤 0.08g/km, 상용차량 0.2g/kWh
일산화물 (CO) 배출 기준	가솔린 1g/km, 디젤 0.5g/km	가솔린 1g/km, 디젤 0.5g/km	가솔린 1g/km, 디젤 0.5g/km	가솔린 1g/km, 디젤 0.5g/km
타이어, 브레이크 미세먼지 (PM10) 배출 기준	x	x	x	BEV 0.003g/km, ICE/HEV (승용) 0.007g/km, ICE/HEV (상용) 0.011g/km
HEV/BEV 배터리 내구성 기준	x	x	x	5년 사용 / 10만 km 주행 시 80%, 7년 사용 / 16만 km 주행 시 72%

자료: KUVIC 리서치 3팀

LCA 규제가 적용된다면 하이브리드가 더욱 탄력을 받을 전망

**이산화탄소 규제와 LCA 규제 또한 하이브리드의 성장을 돕고 있다.** 유럽은 2021년부터 이산화탄소 규제를 강화하여 적용하고 있다. LCA는 Life Cycle Assessment로 Vehicle Cycle(자동차 생산, 폐기 및 재활용 등)과 Well to Wheel(연료생산에서 주행 시 배출까지)의 전 과정에서의 이산화탄소 배출량 등이 평가 및 규제 대상이다. 만약 LCA 규제가 적용된다면 하이브리드가 더욱 탄력을 받을 것으로 보이는데, 그 이유는 국제에너지기구(IEA)등 주요 기관들이 하이브리드 차 생애주기 이산화탄소 배출량을 고용량 배터리를 탑재한 전기차 수준으로 평가하고 있기 때문이다.

그림 6. 2021 현대자동차 LCA 평가 결과 - 전 과정 단계별 지구온난화 영향 (단위: gCO2-eq/km)



자료: 2022년 현대자동차 지속가능성 보고서, KUVIC 리서치 3팀



표 3. 자동차 동력원별 생애 CO2 배출량 (중형 승용차, 10년 사용시 기준, 단위: t CO2-eq)

구분	합계	Vehicle Cycle		Well - To - Wheel	
		조립/폐차/재활용, 부품/윤활유 등	배터리(NMC111)	동력원 생산 (Well-To-Tank)	주행 중 배출 (Tank - To - Wheel)
전기차(40kWh)	22.8~24.2	5.4	2.6~4.0*	14.8**	
전기차(80kWh)	25.4~28.2	4.4	5.2~8.0*	14.8**	
내연기관차	34.3	6.0		4.6	23.7
하이브리드차	27.5	6.2	0.3	3.4	17.6
수소전기차	27.5	9.5	0.3	17.7***	

\*주요 가정: \*:공정효율 차이 반영, \*\*:18년 전세계 평균 발전원 조합 기준, \*\*\*: 개별 기준  
 \*주의: 자동차 LCA 결과는 분석방법 및 가정(전기, 수소 등 동력원 생산방식, 배터리 생산 효율 등)에 따라 각 연구별로 상이하기 때문에 논쟁의 여지가 있을 수 있음  
 자료: Global EV outlook 2020(IEA), KUVIC 리서치 3팀

### 4. 미국 외 지역 하이브리드 현황

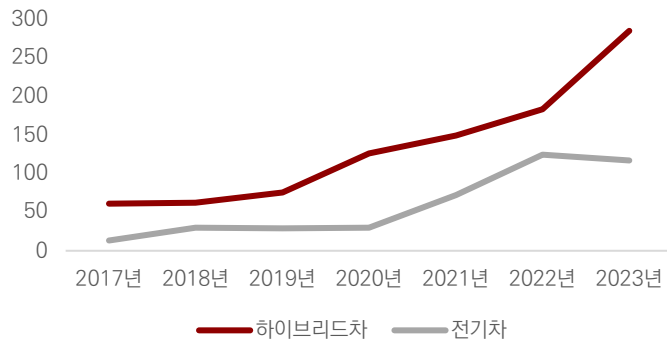
산업분석 2.2 에서도 언급했듯 전기차의 호황과 하이브리드 차로 넘어가는 추세를 이끈 것은 미국이지만, 미국 이외 기타 국가에서도 하이브리드가 증가하고 있는 추세이다.

#### 4.1 국내

23년 전기차 판매량은 22년보다 7000대가량 감소했지만 하이브리드 차량은 10만대 정도 증가했다. 2024년 1분기 역시 동일한 흐름으로 국내 전기차 판매량은 2만 5천대로 전년 동일 분기 대비 25% 감소하고 **국내 하이브리드 판매량은 6만대에서 9만대로 전년 동일 분기 대비 46.3% 증가했다.**

국내 전기차 판매량이 감소하고 하이브리드 판매량이 증가

그림 7. 국내 완성차 5사 하이브리드/전기차 판매량 (단위: 천 대)



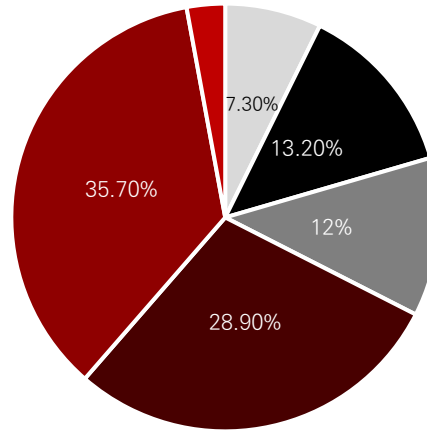
자료: 자동차모빌리티산업협회, KUVIC 리서치 3팀

#### 4.2 유럽

유럽은 2035년 신차의 이산화탄소 배출을 전면 금지하는 내연기관차 퇴출 법안이 2023년 상반기에 처리될 만큼 전기차를 적극적으로 도입하는 지역이었다. 하지만 최근 EU는 저렴한 중국산 전기차에 대한 경계로, 수입 전기차 보조금 지급을 중단하려는 움직임을 보인다. 유럽국민당은 EU 의회 선거를 앞두고 2035년 내연기관차 퇴출 법안을 폐기하겠다는 공약을 내세웠다. 이러한 추세를 따라 내연기관을 사용하는 하이브리드 차가 강세를 보이고 있다. 2023년 12월에는 2020년 4월 이후 처음으로 전기차 월별 판매량이 감소하는 추세를 보였다. 반면, **2024년 2월 HEV 신차 판매량은 유럽 전역에서 24.2% 증가했고, 신 PHEV의 등록수는 12% 증가했다.**

유럽에서는 이산화탄소 배출을 전면 금지하는 법이 폐기되려는 움직임이 보임

그림 8. EU 신차 등록 동력원별 비율



■ Plug-in hybrid electric ■ Battery electric ■ Diesel ■ Hybrid electric ■ Petrol ■ Others

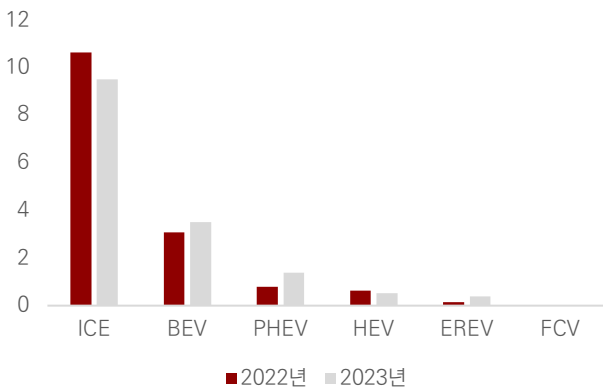
자료: European Automobile Manufacturers' Association, KUVIC 리서치 3팀

### 4. 3. 중국

오버슈팅 구간이 끝나고 성장률 감소세에 들어선 전기차

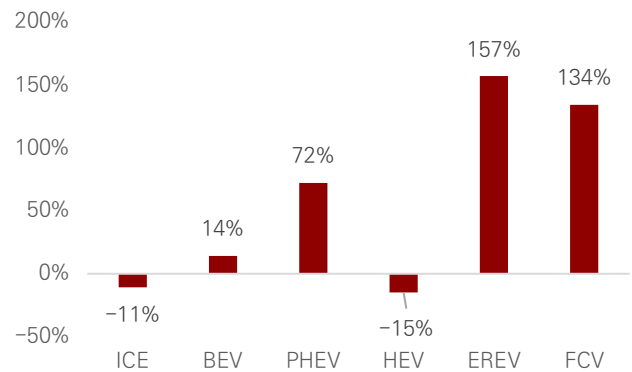
2022년까지 중국은 높은 전기차 비중과 성장률을 보였다. 하지만 이렇게 높은 성장률은 중국 정부가 지급하는 보조금을 받기 위한 판매량 오버 슈팅으로 분석되고 있다. 2023년에 본격적으로 중국 전기차 보조금이 폐지되자 23년 1~3분기 하이브리드 차량은 약 140만대에서 180만대로 30% 정도의 성장세를 이뤘던 반면에 중국 전기차 판매량은 14% 정도로 절반의 성장세밖에 거두지 못했다.

그림 9. 중국 승용차 종류별 판매 대수 (단위: 백만 대)



자료: China Association of Automobile Manufacturers, KUVIC 리서치 3팀

그림 10. 중국 승용차 종류별 판매 변화율



자료: China Association of Automobile Manufacturers, KUVIC 리서치 3팀

### 4. 4 인도

세율 문제에도 불구하고 인도에서 전기차보다 더 높은 매출을 기록한 하이브리드 차

인도에서 하이브리드와 관련되어 가장 핵심적인 논의 사항은 세율 문제이다. 내연기관은 48%의 세율을 받고 하이브리드는 43% 전기차는 5%의 세율을 적용 받고 있는 상황이다. 현재 도요타가 인도 정부에 하이브리드 자동차에 대한 세금을 5분의 1까지 인하해 달라고 요구하고 있는 상황이지만, 실제 정책의 변화로 이어질지는 불확실한 상황이다. 하지만 이러한 높은 세율로 인한 비싼 가격에도 불구하고 전기차보다 하이브리드가 더 높은 매출을 기록했다. 인도에서 전기차의 점유율은 2022년에서 2023년 1.3%에서 2%로 증가하는 성장을 보였지만, 하이브리드의 점유율은 같은 기간 0.5%에서 2%까지 증가하여 전기차의 비중을 따라잡는 성장률을 보였다. 만약 세금 인하가 이루어진다면 이 격차는 당분간 더 벌어질 것으로 예상된다.

## II. 기업분석

### 1. 핵심제품 3가지와 그 경쟁력

카본 캐니스터, 플라스틱 필터넥, 의장부품 사업을 영위

동사의 핵심 제품은 크게 3가지로 캐니스터, 필터넥, 의장부품으로 나뉘며 2023년 기준 매출 비중 캐니스터 39%, 의장부품 36%, 필터넥 15%이다. 이 중 **내연기관과 하이브리드 부품인 캐니스터와 필터넥 부문에서 동사는 국내 시장에서 독점적인 지위를 유지하고 있다.**

#### 1.1 카본 캐니스터

캐니스터는 연료탱크 내에서 발생하는 증발가스를 활성탄(Activated Carbon)으로 흡착 후 엔진 내에서 연료로 환원시켜 대기오염을 방지하는 제품이다. **하이브리드 차의 경우 내연기관차보다 연료탱크 내에 머무는 시간이 길기 때문에 고사양의 제품이 요구된다.** 또한 환경 규제가 강할수록 증발가스 흡착 성능이 좋아야 한다. 동사는 각 국가의 환경규제에 맞춰 다른 제품을 납품하고 있다.

#### 1.2 플라스틱 필터넥

필터넥은 연료를 주입구로부터 연료탱크까지 안전하게 이송하기 위한 유로관으로 주유 시 연료가 새지 않고 전달되도록 도와준다. 또한 연료 주입 중 발생하는 증발 가스를 회수하여 오염물질 배출을 줄여준다. 동사는 멀티 레이어, 요소수, 나노 필터넥 등의 제품을 생산하여 오염물질 배출 규정에 대응할 수 있는 제품 라인업을 개발했다.

#### 1.3 의장부품

의장부품은 운전자 및 탑승자의 안전을 확보하고 수납 공간을 제공하여 편의성을 증진하는 제품이다. 최근 차량 고급화 트렌드에 따라 의장부품의 수요가 증대되었다. 동사는 국내 최초로 자동차 차양장치를 개발했고 국내·외에 다양한 특허를 보유하고 있다. 동사는 현재 폭스바겐의 고급 자동차 중 하나인 id buzz 의 의장부품 공급업체로 선정되어 제품을 납품 중이다.

그림 11. 국가별 캐니스터 제품



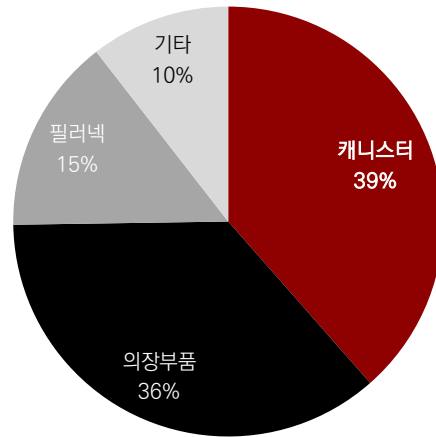
자료: 코리아에프티, KUVIC 리서치 3팀

그림 12. 필터넥



자료: 코리아에프티, KUVIC 리서치 3팀

그림 13. 동사의 총 제품 및 서비스 매출 비중



자료: KUVIC 리서치 3팀

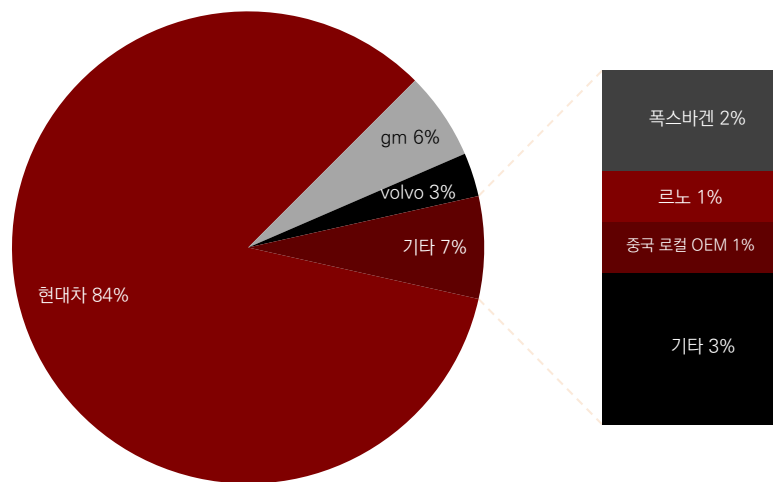
### 2. 현대차그룹을 등에 업고

현대차그룹은 동사의 대표적인 협력사

현대차그룹은 코리아에프티의 대표적인 협력사이다. 1998년 현대차 향 부품 공급을 시작으로 지금까지 긴밀한 수주 관계를 이어오고 있다. 완성차 업체로서는 부품 조달의 리드 타임이 중요하기 때문에 현대차 또한 동사와의 관계를 중요시 여긴다. 현대차가 미국 앨러배마 등의 해외 공장을 설립했을 때 동사도 근처 지역에 공장을 설립할 수 있도록 지원한 바가 있다.

동사는 현대차에 납품했던 레퍼런스를 통해 다양한 글로벌 완성차 업체들과 납품 계약을 확대했다. 2007년 GM global 과의 계약을 시작으로 2015년 폭스바겐, 2016년 볼보, 최근에는 포르쉐 911의 캐니스터 공급업체로 2021년 선정되어 글로벌 부품 공급사로서 입지를 다지고 있다.

그림 14. 고객사별 매출 비중



자료: KUVIC 리서치 3팀

## 4. 주가추이분석

그림 15. 주가추이분석



자료: KUVIC 리서치 3팀

### 주가 이벤트 정리

- ① 2016 - 2017 해외 완성차 수주를 가격경쟁력을 바탕으로 여러 건 따내면서 실적을 개선했고 그를 바탕으로 주가가 올랐다.
- ② 2017 - 2020 완성차의 중국 출하 급감으로 인해 실적이 부진했고 그에 따라 주가가 하락했다.
- ③ 2020 - 2021 스마트카, 자율주행에 대한 관심이 늘어남에 따라 ADAS 소프트웨어 알고리즘을 개발하던 동사가 주목을 받았다. 또한 친환경 정책 강화로 인한 수혜가 기대되어 친환경 테마에 맞는 카본 캐니스터의 추가적인 공급이 기대되어 주가가 상승했다.
- ④ 2021-2022 코로나의 장기화로 인해 유동성 공급이 어려워졌고 그에 따라 공장 가동을 줄이는 등의 매크로적 악재로 인해 주가가 하락했다.
- ⑤ 2023-2024 전기차 성장성이 둔화되었고 환경 규제에 대한 반사이익으로 하이브리드 판매가 확대되었다. 그에 따른 기대감으로 당사의 주가가 상승했다.

### III. 투자 Point

#### 1. 하이브리드 자동차 성장의 수혜를 받을 코리아에프티

내연기관차용 캐니스터보다 하이브리드용 캐니스터의 ASP가 더 높게 형성

동사는 하이브리드 자동차 성장의 수혜를 그대로 받을 수 있는 기업이다. 우선 동사가 생산하는 캐니스터는 하이브리드와 내연기관 자동차에 들어간다. 이 때 하이브리드는 연료가 연료탱크 내에 고여 있는 시간이 내연기관차보다 훨씬 길어 증발가스 배출량이 더 많다. 그렇기 때문에 더 많은 양을 포집하기 위해서는 내연기관차용 캐니스터보다 더 고사양의 제품이 요구되므로 **하이브리드용 캐니스터의 ASP가 더 높게 형성된다.** P가 증가하는 것은 매출에 긍정적 영향을 미치므로, 하이브리드 자동차의 성장에 따라서 동사의 매출도 함께 증가할 전망이다.

동사는 현재 국내 캐니스터 제품 독점 기업으로, 현재 매출 중 84%가 현대차그룹 향 매출이다. 따라서 **주요 전방사인 현대차와 기아의 제품들 중 하이브리드 제품의 증가 현황을 알아보는 것이 동사의 실적을 예측하는 것에 큰 영향을 미친다.**

현대차와 기아의 하이브리드 판매량은 가파른 상승세를 보임

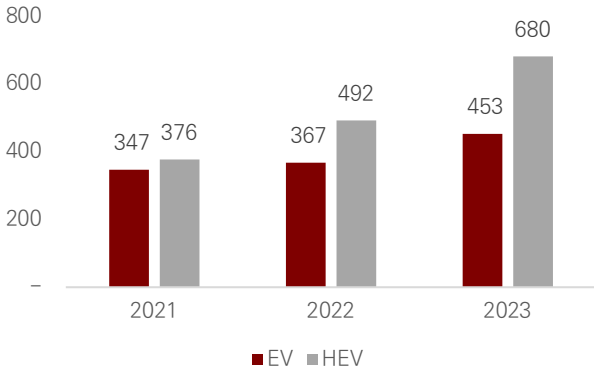
최근 하이브리드 수요 증가로 현대차, 기아는 수혜를 받고 있으며, 이에 따른 투자도 늘어날 전망이다. 우선 기아는 2024년 1분기 어닝서프라이즈로 시장의 예상치를 상회했는데 이는 하이브리드 판매 호조로 인한 믹스 개선에 기인했다. 전체 판매 중 친환경차 비중은 21.6%(YoY +3.5%)를 달성했으며 이 중 **하이브리드 판매량은 9만 3천대로 전년대비 30.7% 증가하며 가파른 상승세를 보였다.** 이렇듯 앞으로도 하이브리드 판매량이 지속적으로 늘어날 전망이다.

이에 따라 기아는 주요 제품군에 하이브리드 엔진을 제공하여 하이브리드 차종을 확장하고 신차 출시하는 계획을 내세웠다. 기아는 현재 스포티지, 쏘렌토, K5, K8, 니로, 씨드의 6개 하이브리드 차량에서 2028년까지 하이브리드 차종을 9개로 확대하며 연간 판매량을 80만대까지 늘릴 것으로 발표했다. 주목할 만한 점은 지금까지 준중형 이상 차량에만 넣었던 하이브리드 엔진을 소형차인 쏘넬에도 장착하기로 한 것이다. 이렇게 하이브리드 제품 믹스가 확대됨에 따라 동사의 HEV 캐니스터가 장착될 제품도 증가할 것이다.

현대차 역시 2022년도 하이브리드 판매량 약 24만대에서 57% 증가한 약 37만대의 하이브리드 차량을 2023년에 판매했다. 2024년 1분기는 신형 싼타페 하이브리드를 비롯한 하이브리드 모델의 판매 비중이 늘어나며 친환경차 판매 대수 15만 3519대 중 하이브리드가 9만 7734대로 63.7%를 차지했다. 2024년 싼타페와 투싼에 하이브리드 라인을 추가하여 출시했으며 준대형 SUV인 팰리세이드에도 하이브리드 엔진을 탑재하여 2025년에 출시할 예정이다. **현대차는 2024년 하이브리드 판매를 2023년 대비 28% 성장한 48만대를 목표로 하고 있으며 전체 매출에서 차지하는 비중도 9%에서 11%까지 높아질 것으로 전망한다.**

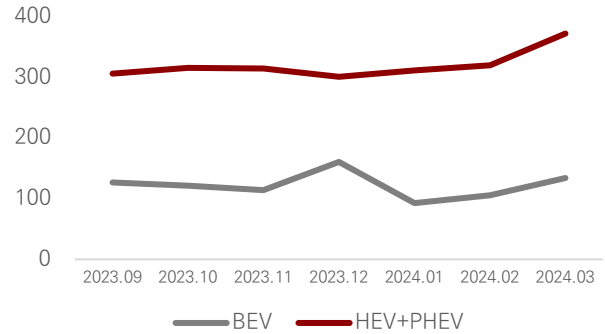
현대차그룹은 하이브리드 차에 대한 투자를 강화하고 있고, 국내외 시장에서도 충분히 경쟁력을 인정받고 있다. 이러한 기조는 앞으로도 지속될 것으로 보이며 현대차그룹 외 나머지 매출 16%를 차지하고 있는 폭스바겐 등 다른 전방사들도 하이브리드 차에 대한 투자를 늘리고 있는 현황이다. 이처럼 전방사의 하이브리드 투자가 강화될수록 동사에 잇따르는 수혜는 명확하다.

그림 16. 현대차/기아 친환경차 판매량 (단위: 천 대)



자료: 현대차, 기아, KUVIC 리서치 3팀

그림 17. EU 친환경 신차 등록 대수 (단위: 천 대)



자료: ACEA, KUVIC 리서치 3팀

## 2. 코리아에프티의 단독 질주

코리아에프티가 국내에서 캐니스터를 독점으로 공급하고 필러넥 기술력의 우위를 갖고 있는 점으로 보아 **현재 국내에 동사와 견줄 만한 자동차 부품사는 없다.**

### 2.1 캐니스터 부문

국내 캐니스터 공급 업체는 동사가 유일

과거 동사의 국내시장 점유율은 약 70%로 국내 리한이라는 업체와 이원화된 상태로 현대차그룹에 제품을 공급하였다. 그러나 2018년 리한의 워크아웃과 사업 철수로 인하여 **현재 국내 캐니스터 공급 업체는 동사가 유일하다.**

### 2.2 필러넥 부문

기술적 진입장벽을 구축하고 국내 5개 완성차 업체에 모두 필러넥을 공급

필러넥 부문에서도 동사를 따라올 기업은 없다. 현재 국내에서 필러넥을 생산하는 다른 기업으로는 삼보모터스가 있지만 경쟁사로서 동사에게 미치는 영향은 제한적이다. 동사는 1993년에 플라스틱 필러넥을 개발하여 기술력을 인정받은 바가 있다. 기존에는 필러넥에 스틸을 사용하는 것이 일반적이었지만 무게로 인하여 자동차 연비 효율이 떨어지고 필러넥 내부가 부식되는 문제가 있었다. 동사는 이를 플라스틱으로 대체하여 원가절감과 경량화 효과를 달성했다. 2019년 경쟁사인 삼보모터스가 플라스틱 필러넥으로 사업 다각화를 진행했지만 동사는 나노 신소재를 적용한 플라스틱 필러넥 신제품 개발에 한 번 더 성공하여 기술적 진입장벽을 구축하고 경쟁사와의 격차를 벌였다. **현재 독보적인 기술력을 바탕으로 국내 5개 완성차 업체에 필러넥을 공급하는 업체는 코리아에프티가 유일하다.**

표 4. 각 사별 필러넥 공급 현황

구분	현대	기아	GM Korea	르노삼성	KG모빌리티
코리아에프티	○	○	○	○	○
삼보모터스	○	○	-	-	-

자료: 코리아에프티, KUVIC 리서치 3팀

또한 삼보모터스는 높은 부채비율로 재무건전성이 안정적이지 못하다. 과거 삼보모터스는 2012년 프라코를 인수하며 외형 확대에 나섰지만 프라코의 자회사인 프라코체코의 재고 문제와 적자 등으로 좋은 실적을 내지 못했다. 프라코 인수 후 지금까지도 200%대의 부채비율을 유지하고 있다.

이렇듯 국내 시장에서 코리아에프티에 견제되는 경쟁사는 없기에 사실상 코리아에프티의 단독 질주인 상황이다.

## IV. 투자 Risk

### 1. 전기차 Chasm 구간 돌파 가능성

전기차가 Chasm 구간을 돌파할 가능성이 있지만 매우 제한적

전기차 충전 인프라 부족과 높은 초기 비용 등으로 인해 전기차가 Chasm 구간에 들어선 것은 사실이다. 전기차 보조금 혹은 할인을 통해 전기차의 보급을 확대하려는 노력은 계속되고 있고, 전기차 충전소 등 인프라는 꾸준히 구축하고 있다.

**그러나 전기차가 Chasm 구간을 돌파할 가능성은 적다.** 24년 1분기 현대차, 기아의 합산 매출과 합산 영업이익은 지난해 2분기에 이어 두번째로 많은 수준을 기록하였는데, 전기차 부진위기를 하이브리드 차량 판매 확대를 통해 극복하였다. 4월 친환경차 수출은 전년 대비 11.6% 증가하며 역대 최고 실적을 기록하였고 하이브리드 차량은 전년 대비 55% 증가하면서 폭발적인 수요를 보여주고 있다.

경제적인 수요뿐만 아니라 전기차의 입지도 불안정한 모습을 보여주고 있다. 추운 날씨에 배터리가 쉽게 방전되는 문제, 운행 도중 고장이 나는 기술적인 문제도 완전히 해결되지 않았다. 최근 미국의 중국산 전기차에 대한 관세 발표는 전기차를 둘러싼 지정학적 위기를 보여주고 있어 Chasm 구간을 돌파하기에는 경제적, 지정학적 측면 모두 불확실성이 크다.

### 2. 내연기관 판매 둔화에 따른 동사 실적 악화

하이브리드 제품의 단가가 훨씬 높으므로 실적 악화는 제한적

하이브리드 차량의 수요가 증가할 경우 기존 내연기관 차량의 수요 감소에 따라 동사의 내연기관향 매출액 감소로 실적이 악화될 수 있다는 시장의 우려가 존재한다.

하지만 IR 과의 소통 결과 환경규제와 사용되는 차량의 종류에 따라 가격이 다르며, **하이브리드용 캐니스터와 필터넥의 단가가 훨씬 높다.** 국내의 경우 12년도 8천원이었던 캐니스터는 환경규제 강화에 따라 18년도에 이미 4만원까지 올랐으며, 하이브리드 향으로 가면 기존 4만원 정도에 형성되던 가격이 7만원 대로 올라간다 이는 국내뿐만 아니라 해외에서도 마찬가지로, 미국 하이브리드의 경우 설계에 따라 최대 10만원까지 ASP가 상승한다. 필터넥의 단가 역시 하이브리드 차량에 사용되고 환경규제가 심화될수록 단가가 더 높다. 결과적으로 하이브리드 차량의 수요 증가는 동사에 믹스개선을 가져오므로 매출액과 영업이익 모두 고성장할 수밖에 없다.



## V. Valuation

### 매출 추정 논리

#### 1.1 현대차그룹 판매량 가이드선과 BEAR/BASE/BULL CASE

현대차그룹이 제시한 가이드선을 기준으로 케이스 분류

캐니스터와 필러넥은 모두 내연기관차와 하이브리드에 들어가는 부품이다. 따라서 매출 추정은 현대차그룹이 제시한 올해 가이드선과 2030년 하이브리드 생산 대수 가이드선을 기준으로(기아: 2028년에 연간 하이브리드 차량 80만대 판매 목표, 현대차: 2030년에 약 88만대) 사이의 연도에는 CAGR을 적용하여 각 연도에 현대차그룹이 목표로 하는 하이브리드 판매량과 내연기관 판매량을 산출하였다. 의장부품의 경우에는 그 종류가 너무 다양해서 한 대에 들어가는 부품의 개수나 가격 및 판매량 정보를 알 수 없었기에 BEAR/BASE/BULL CASE를 적용하지 않았다.

또한 가이드선과의 괴리율을 활용하여 현대차그룹이 하이브리드 가이드선을 달성하는 경우를 BULL, 2019년부터 2023년까지의 괴리율 평균만큼 하회하는 경우를 BEAR, 그 중간값을 BASE로 가정하였다.

이후 24년, 25년 예상 판매량을 각 법인이 고객사로 둔 현대차 공장들의 하이브리드/내연기관 생산비중을 고려하여 각 법인별로 나눠주었다.

표 5. 현대차, 기아 가이드선과 괴리율

판매량 (단위: 만 대)	현대차 연간 가이드선	실제 판매량	괴리율	기아차 연간 가이드선	실제 판매량	괴리율
2024	424.3			320		-3.77%
2023	432	421.7	-2.40%	320	307.9	-7.95%
2022	432	394.3	-8.70%	315	289.9	-5.60%
2021	416	389.1	-6.50%	292.2	275.8	-11.97%
2019	468	442.6	-5.40%	292	279.6	-2.18%

자료: 현대차, 기아, KUVIC 리서치 3팀

#### 1.2 캐니스터/필러넥 매출 추정

법인별 매출을 현대차그룹향과 외부 고객사로 구분하여 추정

우선 법인별 매출을 현대차그룹향 매출과 외부 고객사 매출로 구분하였다. 현대차그룹향 매출은 각 법인이 고객사로 둔 현대차 공장의 가이드선 기반 예상 판매량에 법인별 ASP를 곱해주었다. 외부 고객사 매출의 경우 동사의 21-23년 외부 고객사 매출을 ASP로 나누어 동사가 판매한 Q를 산출한 후, 법인이 위치한 지역의 전체 자동차 판매량 중 비중을 따져 해당 지역에서의 시장 점유율을 구하였다.

이후 지역별 자동차 판매량 미래 전망치에 22년-23년 각 지역 하이브리드와 내연기관 비중이 변동한 변화분(%p)을 곱해주어 지역별 하이브리드/내연기관 판매량을 구하였다. 판매량에 위에서 구한 점유율을 적용시켜 외부 고객사 매출을 산출하였다.

표 6. 캐니스터 매출추정

(단위: 백만 원)	2023	2024E	2025E		2023	2024E	2025E
<b>국내</b>				<b>미국</b>			
BEAR	200,946	206,935	212,289	BEAR	23,073	22,594	23,114
BASE	200,946	208,393	213,965	BASE	23,073	22,705	23,248
BULL	200,946	209,852	215,641	BULL	23,073	22,815	23,383
<b>중국</b>				<b>폴란드</b>			
BEAR	19,755	19,810	20,048	BEAR	17,417	20,006	21,308
BASE	19,755	19,861	20,110	BASE	17,417	20,337	21,693
BULL	19,755	19,911	20,172	BULL	17,417	20,668	22,079
외부고객사향	13,264	19,301	25,459	외부고객사향	5,367	5,533	5,522
<b>인도</b>				<b>전체총합</b>			
현대차그룹향	8,068	7,850	7,850	BEAR	291,817	306,156	319,942
외부고객사향	3,927	4,128	4,352	BASE	291,817	308,108	322,199
				BULL	291,817	310,059	324,457

자료: KUVIC 리서치 3팀

표 7. 필터백 매출추정

(단위: 백만 원)	2023	2024E	2025E		2023	2024E	2025E
<b>국내</b>				<b>중국</b>			
BEAR	53,589	79,880	81,601	BEAR	9,696	9,710	9,797
BASE	53,589	80,349	82,140	BASE	9,696	9,729	9,819
BULL	53,589	80,818	82,679	BULL	9,696	9,747	9,842
				외부고객사향	342	357	368
<b>폴란드</b>				<b>인도</b>			
BEAR	7,080	8,190	8,596	BEAR	4,034	3,925	3,925
BASE	7,080	8,293	8,717	BASE	4,034	3,925	3,925
BULL	7,080	8,397	8,837	BULL	4,034	3,925	3,925
외부고객사향	15,114	15,952	16,291	외부고객사향	21,675	23,715	26,037
<b>전체총합</b>							
BEAR	111,530	141,729	146,615				
BASE	111,530	142,320	147,297				
BULL	111,530	142,911	147,979				

자료: KUVIC 리서치 3팀

### 1.3 의장부품

의장부품의 경우 종류가 다양하고 제품별 가격이나 자동차 한 대에 들어가는 수량이 일정하지 않아 자동차 대수에 연동하여 추정하였다. 현대모비스/현대글로벌비스향 매출과 외부고객향 매출을 나누어 전자는 현대차그룹의 가이던스에, 후자는 지역별 자동차 시장 조사기관의 자동차 판매 전망치에 연동해서 구해주었다.

표 8. 의장부품 매출추정

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
모비스/글로벌비스	159,093	186,640	233,717	240,845	248,191
<b>국내</b>	30,860	33,715	48,543	50,023	51,549
현대차그룹향	29,528	29,284	41,345	42,606	43,905
외부고객향	1,332	4,431	7,198	7,418	7,644
<b>중국</b>	10,249	6,841	10,765	11,115	11,451
현대차그룹향	9,800	5,935	9,162	9,441	9,729
외부고객향	449	906	1,603	1,674	1,721
<b>인도</b>	1,582	2,783	2,223	2,305	2,392
현대차그룹향	1,511	2,426	1,893	1,951	2,010
외부고객향	71	357	330	354	382
<b>폴란드</b>	123,572	171,487	212,944	220,935	227,397
현대차그룹향	118,238	148,995	181,318	186,848	192,547
외부고객향	5,334	22,492	31,626	34,087	34,850
<b>전체매출</b>	166,263	214,826	274,475	284,378	292,789

자료: KUVIC 리서치 3팀

## 비용 추정 논리

표 9. 비용추정 (Base 기준)

(단위: 백만원)	2020	2021	2022	2023	2024(E)	2025(E)
매출	409,681	465,656	561,044	679,543	734,806	762,285
YoY(%)	-6.6%	13.7%	20.5%	21.1%	8.1%	3.7%
매출원가	353,619	404,817	484,379	583,695	606,883	623,328
% of sales	86.3%	86.9%	86.3%	85.9%	82.6%	81.8%
매출총이익	56,062	60,839	76,665	95,848	127,923	138,957
GPM (%)	13.7%	13.1%	13.7%	14.1%	17.4%	18.2%
판매비와 관리비	49,878	51,346	57,218	61,920	69,983	73,631
% of sales	12.2%	11.0%	10.2%	9.1%	9.5%	9.7%
영업이익	6,184	9,493	19,447	33,928	57,940	65,326
OPM(%)	1.5%	2.0%	3.5%	5.0%	7.9%	8.6%
법인세차감전순이익(손실)	4,099	6,410	10,937	38,457	53,198	61,441
당기순이익	3,914	4,785	8,273	30,335	45,807	52,318
NPM(%)	1.0%	1.0%	1.5%	4.5%	6.2%	6.9%

자료: 코리아에프티, KUVIC 리서치 3팀

변동비와 고정비로 나누어 비용을 추정

매출원가와 판매비와 관리비 모두 성격별 비용으로 나누어, 변동비와 고정비로 구분하였다. 변동비는 매출액에 연동하여 금액을 추정하였으며, 5개년 혹은 4개년 평균비율을 활용하여 추정하였다. 고정비의 경우 인건비는 항목에 따라 나누어서 평균 직원 수 증가율과 명목임금상승률을 모두 고려하여 추정하였으며, 연도별로 차이가 많이 나는 항목은 아웃라이어를 제외한 후 평균값을, 연도별로 계속 증가 혹은 감소하는 항목은 CAGR 을 사용하였다.

표 10. 급여추정 (Base 기준)

(단위: 백만원)	2020	2021	2022	2023	2024(E)	2025(E)
매출원가						
단기종업원급여	32,691	34,782	37,420	45,222	47,680	50,232
퇴직급여	2,146	2,140	2,094	2,098	2,212	2,330
판매비와 관리비						
급여	14,490	14,722	16,145	17,090	18,019	18,983
퇴직금	1,619	1,639	1,285	2,185	2,303	2,427
복리후생비	3,725	3,844	4,183	4,912	5,178	5,456

자료: 코리아에프티, KUVIC 리서치 3팀

정액법을 이용하여 감가상각 후 제조원가와 판매관리비에 배분

유형자산 상각비 혹은 무형자산 상각비와 같은 경우 사업보고서에 기재되어 있는 내용연수와 정액법 혹은 정률법을 활용하여 상각하였다. 이후 최근 5개년 평균 비중에 따라 구한 상각비를 제조원가와 판매관리비에 적합하게 배분해주었다. 나머지 비용의 경우 아웃라이어를 제외한 나머지 값의 평균값을 사용하여 추정하였다. 법인세의 경우 과세표준 구간별 법인세율을 적용하여 당기순이익을 도출하였다.

표 11. 감가상각비 배분 비율

(단위: 백만원)	2019	2020	2021	2022	2023	5개년 평균비율
유형자산						
제조원가	17,470	16,905	17,784	17,747	19,202	90.3%
판매비와 관리비	1,957	2,202	1,701	1,696	1,984	9.7%
합계	19,426	19,108	19,485	19,443	21,186	100.0%
무형자산						
제조원가	2,405	2,610	2,738	3,581	3,166	94.0%
판매비와 관리비	219	192	161	280	75	6.0%
합계	2,624	2,803	2,900	3,860	3,241	100.0%

자료: 코리아에프티, KUVIC 리서치 3팀

### Valuation Method

동사에 목표주가 10,480원, 투자 의견 Buy를 제시한다. 목표주가는 2024 12Fwd PER 6.12배를 적용하였다. 현재 주가(05/09 7,170원) 기준 Upside Potential 46%이다.

Historical PER Method가 적합하지 않다고 판단, Peer PER Method 적용

**Valuation Method로 Peer PER Method를 적용하였다.** 동사는 자동차 부품을 생산하는 기업이며 특히 하이브리드 차 부품으로 각광을 받고 있는 만큼 자동차 부품 Peer Group을 통한 Valuation이 적합하다고 판단하였다. Historical PER Method의 경우 현재의 전기차 Chasm 및 하이브리드 차가 두각을 나타내는 과거 시점이 존재하지 않는다고 판단하여 사용하지 않았다.

사업부와 투자포인트, OPM을 고려하여 Peer 선정

Peer는 다음과 같은 기준으로 선정하였다. **동사와 유사한 자동차부품 사업을 영위하는 기업 중 1) 하이브리드 차 비중 확대에 따른 수혜를 받을 수 있으면서 2) 동사와 유사한 OPM 수치를 보이는 기업으로 선정하였다.** 자동차부품사의 경우 Legacy 업체로 공급하는 구조이기에 수익성이 중요하다고 판단, 동사와 유사한 OPM을 가지는 기업이 비슷한 매출 구조를 보일 것으로 판단했다. 따라서 대원강업과 현대모비스를 Peer Group으로 선정하였다.

PER 적용 시점은 전기차 성장세 둔화 및 하이브리드 차 점유율 상승이 매출에 반영될 2024년을 선정하였다. Target Multiple은 Peer Group의 2024년도 Forward PER의 평균값을 적용하여 도출하였으며 6.12의 Multiple을 적용, 목표주가 10,480원을 제시한다.

표 12. Valuation – Valuation Method (2024E)

<b>2024E 당기순이익 (단위: 원)</b>	<b>47,680,000,000</b>
유통주식수	27,841,059
2025E EPS (단위: 원)	1,713
PER	4.19
Target Multiple	6.12
현재주가	7,170
목표주가	10,070
상승여력	40%

자료: KUVIC 리서치 3팀

### Compliance Notice

- 본 보고서는 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다.
  - 본 보고서에 사용된 자료들은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC이 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나 그 정확성이나 완전성을 보장하지 못합니다.
  - 본 보고서는 투자 권유 목적으로 작성된 것이 아닌 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 스터디 목적으로 작성되었습니다.
  - 따라서 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.
- 본 보고서에 대한 지적재산권은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC에 있으며 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.