



깜깜한 증시를 비추는 한줄기의 LED, SL

1. Intro – 구조적 성장주를 찾아라
2. 산업 분석
3. 기업 분석
4. 이제 헤드램프도 LED 시대, 구조적 성장 요기 있네!
5. Issue & Risk
6. Valuation Part I – Earnings Estimates
7. Valuation Part II – Peer PER Method
8. Appendix

(단위: 백만 원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	1Q20	2021F	2022F
매출액	1,241,661	1,359,380	1,395,133	1,620,581	1,489,428	1,598,634	2,262,212	2,505,017	740,376	3,137,647	3,647,592
매출액 yoy(%)		9.48%	2.63%	16.16%	-8.09%	7.33%	41.51%	10.73%		25.25%	16.25%
매출원가	1,119,351	1,209,538	1,219,126	1,403,824	1,321,407	1,465,522	2,052,544	2,250,232	641,350	2,687,462	3,036,678
매출총이익	122,310	149,842	176,007	216,758	168,021	133,113	209,668	254,784	99,026	450,185	610,914
GPM(%)	9.9%	11.0%	12.6%	13.4%	11.3%	8.3%	9.3%	10.2%	13.4%	14.3%	16.7%
판매비와관리비	87,009	90,132	112,728	105,279	104,662	128,535	166,067	161,620	42,235	189,143	196,655
영업이익	35,300	59,710	63,278	111,478	63,359	4,577	43,602	93,164	56,790	261,042	414,259
OPM(%)	2.8%	4.4%	4.5%	6.9%	4.3%	0.3%	1.9%	3.7%	7.7%	8.3%	11.4%
관계기업투자손익	53,399	57,066	39,683	50,339	31,236	30,213	23,012	6,617	5,108	21,648	25,166
금융수익	6,987	12,269	5,600	6,636	6,616	8,664	9,777	10,155	3,240	7,733	7,545
금융원가	-8,413	-6,516	-6,843	8,102	7,267	8,946	12,009	10,046	4,146	9,245	9,344
기타이익	26,472	11,876	28,962	33,728	53,967	35,705	57,446	55,776	19,254	44,956	48,085
기타손실	-13,567	-7,864	-20,471	27,620	28,025	40,100	39,932	66,690	8,772	40,662	44,812
법인세비용차감전순이익	100,178	126,540	110,209	166,460	119,887	30,113	81,895	88,976	71,474	285,472	440,900
법인세비용	21,149	25,319	37,468	45,618	19,866	4,948	-5,198	24,773	18,028	57,898	89,422
당기순이익	79,029	101,221	72,741	120,841	100,022	25,165	87,093	64,203	53,447	227,574	351,479
지배기업소유지분	78,378	100,619	70,498	118,256	97,202	25,147	85,799	65,675	53,546	225,259	347,904
비지배지분	651	602	2,243	2,586	2,820	18	1,293	-1,472	-100	2,291	3,539

Rating

Buy

목표주가: 50,000 원
 현재주가: 31,200 원
 상승여력: 60.3%

12M 주가추이

시가총액 1 조 5,521 억원



Balance sheet data ('20)

순자산 1 조 4,095 억원
 PBR 0.53 배
 ROE 4.74%

Earning data ('20)

PER 11.93 배
 12M EPS 1,326 원
 당기순이익 642 억원
 영업이익 932 억원
 영업이익률 3.72%

주요 주주

이성엽 외 11인 63.48%
 Stanley Electric 6.75%
 국민연금공단 5.07%

SMIC 4 팀

팀장 42 기 송석재
 팀원 42 기 이성엽
 42 기 이흥인
 43 기 김지현
 43 기 윤서영

1. Intro

그림 1-1. 2020년 성장주 ETF vs 가치주 ETF 수익률



출처: TradingView, SMIC 4팀

그림 1-2. 2021년 성장주 ETF vs 가치주 ETF 수익률



출처: TradingView, SMIC 4팀

2020년은 성장주!

2020년, 성장주는 타 자산 대비 우수한 수익률을 기록한 해였다. 코로나19 이후 증시에 투입된 막대한 유동성은 성장주로 쏠렸고, 이는 궁극적으로 성장주의 우수한 수익률로 이어졌다. 그러나 2021년을 경계로 또다른 조짐이 관찰되고 있다. 백신이 풀리고 예상보다 빠르게 경기가 회복함에 따라 인플레이션 및 테이퍼링 논의가 등장하고 있으며, 성장주에 쏠렸던 유동성이 현재 경기민감주, 가치주, 원자재 등으로 분산되고 있다. 이러한 모습은 2020년과 2021년의 성장주 ETF(파란색: VUG)와 가치주 ETF(주황색: VTV) 수익률이 역전된 차트에서 단적으로 확인할 수 있다.

2021년은 경기민감주?

특히, 현재 원자재 및 경기민감주는 현재 타 자산 대비 뛰어난 성과를 기록하고 있다. 그러나 지금 시점에서 경기민감주에 새롭게 투자하기에는 다소 늦은 감이 없지 않다. 나아가, 경기민감주는 경기 사이클과 동행하는 성격이 강하기 때문에 상승 포텐셜에 한계가 있다. 코로나19가 해소되어도 기존의 '저성장, 저금리, 저물가'라는 뉴노멀 추세가 크게 변하기 어려울 것이므로, 경기 사이클에만 의존하는 경기민감주는 장기간 상승하기 어렵다.

그림 1-3. 2021년 원자재 ETF(GSG) vs SPX 수익률



출처: TradingView, SMIC 4팀

그림 1-4. 최근 10개년 원자재 ETF(GSG) vs SPX 수익률

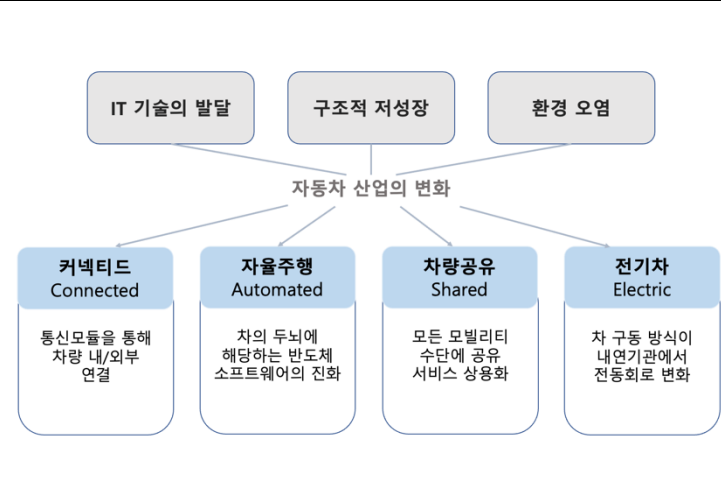


출처: TradingView, SMIC 4팀

**No, 지금은
구조적 성장주!**

따라서, 지금은 실적으로 증명되는 진짜 성장주, 다시 말해 구조적 성장주를 가려내어 투자하는 전략이 유효하다. Goldman Sachs에 의하면, **구조적 성장주는 “경기변동과 관계없이 장기적으로 지속 가능한 성장을 해나갈 기업”**을 의미한다. 현재 시장에서 많이 나오는 금리 상승이나 연준의 정책 변화 가능성 등의 다양한 외부 변수는 늘상 경기 사이클과 함께 반복되지만, **구조적 성장주는 경기 사이클 변곡점에서 주가가 다소 흔들릴 수는 있어도 기업 가치는 장기적으로 우상향한다.**

그림 1-5. 자동차 산업의 패러다임 변화 그림 1-6. 에스엘 1Q21 어닝 서프라이즈 (단위: 백만 원)



vs 1Q20			
	매출액	영업이익	순이익
1Q20	612,943	30,671	8,841
1Q21	740,376	56,790	53,447
QoQ	20.8%	82.5%	504.50%

vs 컨센서스			
	매출액	영업이익	순이익
1Q20	696,000	40,200	29,200
1Q21	740,376	56,790	53,447
QoQ	6.4%	41.3%	83.00%

출처: 삼일PwC, SMIC 4팀

출처: 동사 사업보고서, 한화투자증권, SMIC 4팀

**에스엘,
구조적인 성장이
눈앞에 있다!**

현재 자동차 산업은 내연기관 위주의 전통산업에서 친환경적인 신사업으로 개편되는 구조적인 변화에 놓여 있다. 전방 산업의 구조적인 변화 속에서 자동차 부품 산업도 예외는 없다. 산업의 구조적인 변화가 생기면 구조적으로 성장하는 기업과 구조적으로 도태되는 기업이 파생된다. **동사는 “할로겐 -> LED 헤드램프”로의 전환에 성공하며, 현재 구조적인 성장세가 관찰된다.**

**P와 Q의 상승
=> 구조적 성장**

현재 헤드램프 산업은 기존의 할로겐 광원에서 전력-효율적이며, 친환경적이고, 심미적으로도 탁월한 LED 광원으로 변화하고 있다. LED 헤드램프는 기존 램프 대비 ASP가 높고, 완성차 업체들이 경쟁적으로 도입하기 시작하며 Q의 증가세가 관찰된다. **현재 동사는 기존의 사업구조에서 부가가치가 높은 상품 위주로 포트폴리오가 변화하는 구조적인 성장 과정에 있다.**

**어닝 서프라이즈는
일시적인 이벤트 X
구조적 성장의 징표!**

실제로 동사의 1분기 실적은 어닝 서프라이즈를 기록했는데, 이는 일시적인 것이 아니라 LED 헤드램프 침투율 상승이라는 구조적인 성장의 초입으로 이해하는 것이 정확하다. **이익의 구조적인 성장은 궁극적으로 기업 가치의 상승으로 이어지며, 현재의 구조적인 성장이 주가에 온전히 반영되지 않은 에스엘의 강력한 매수를 추천한다.**

2. 산업 분석

2.1. 자동차 헤드램프 산업

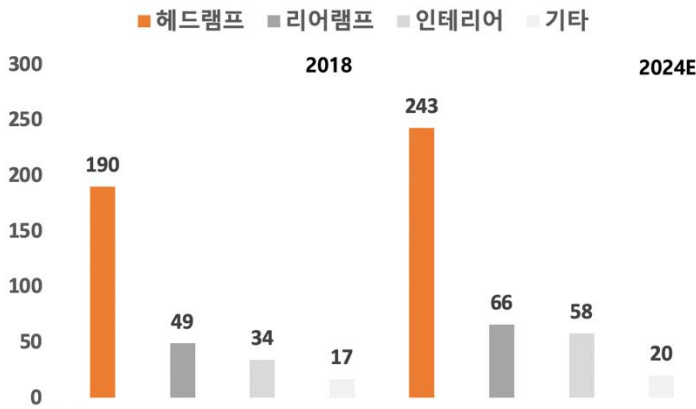
자동차용 조명 시장의
주인공은 헤드램프!

자동차에는 용도와 목적에 따라 다양한 조명이 사용되는데, 그 중 헤드램프는 가장 비중이 높으며 자동차의 인상을 결정하는 중요한 제품이다. 글로벌 자동차용 조명 시장은 2018년 290억 달러에서 2024년 387억 달러로 성장하는데, 이 중 헤드램프는 전체 시장의 약 65%를 차지한다.

헤드램프는
과점 시장

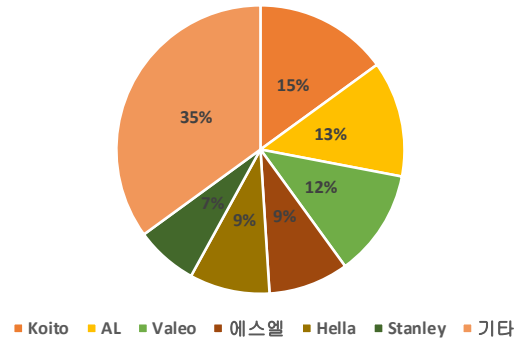
글로벌 헤드램프 시장은 상위 6개 업체(Koito, AL, Valeo, 에스엘, Hella, Stanley)가 전체 수요의 65%를 담당하는 과점 시장의 성격을 보인다. 이는 헤드램프 시장 밸류체인의 특성에서 기인한다.

그림 2-1. 글로벌 자동차용 조명 시장 규모 (단위: 억 달러)



출처: Yole Development, SMIC 4팀

그림 2-2. 글로벌 헤드램프 업체 시장 점유율

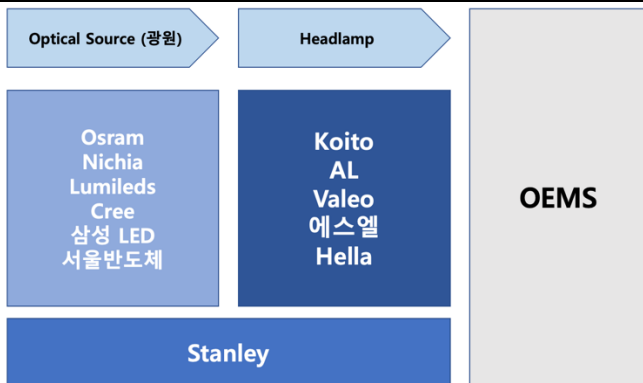


출처: IHS Automotive, SMIC 4팀

동사는
세계 4위
플레이어

글로벌 헤드램프 산업의 밸류체인은 “광원 제조 업체 -> 헤드램프 제조 업체 -> 완성차 업체”로 이어지는데, 완성차 업체는 헤드램프의 안정적인 수급을 위해 밸류체인을 큰 변동성 없이 견고하게 유지하고 있다. 또한, 헤드램프 업체 간의 기술적/전략적 제휴도 활발하게 이루어지며, 업체들은 서로 우호적인 관계를 유지하고 있다. 동사는 글로벌 헤드램프 시장에서 4위 플레이어이자 Hella, Stanley와 합작법인 및 공동지분 등을 통해 협력 관계에 있다. 구체적인 밸류체인 및 주요 플레이어별 고객사 현황은 아래 그림과 같다.

그림 2-3. 헤드램프 시장의 밸류체인 및 주요 플레이어



출처: 이베스트투자증권, SMIC 4팀

그림 2-4. 주요 헤드램프 메이커별 OEM 업체

메이커	주요 고객 OEM
Koito	다이하츠, 혼다, 닛산, 토요타
AL	FCA, AUDI, 다임러, BMW
Valeo	VW, AUDI, BMW, GM, 르노
에스엘	현대, 기아, GM
Hella	다임러, VW, BMW, FAW-VW4
Stanley	Mazda, 혼다, 다이하츠

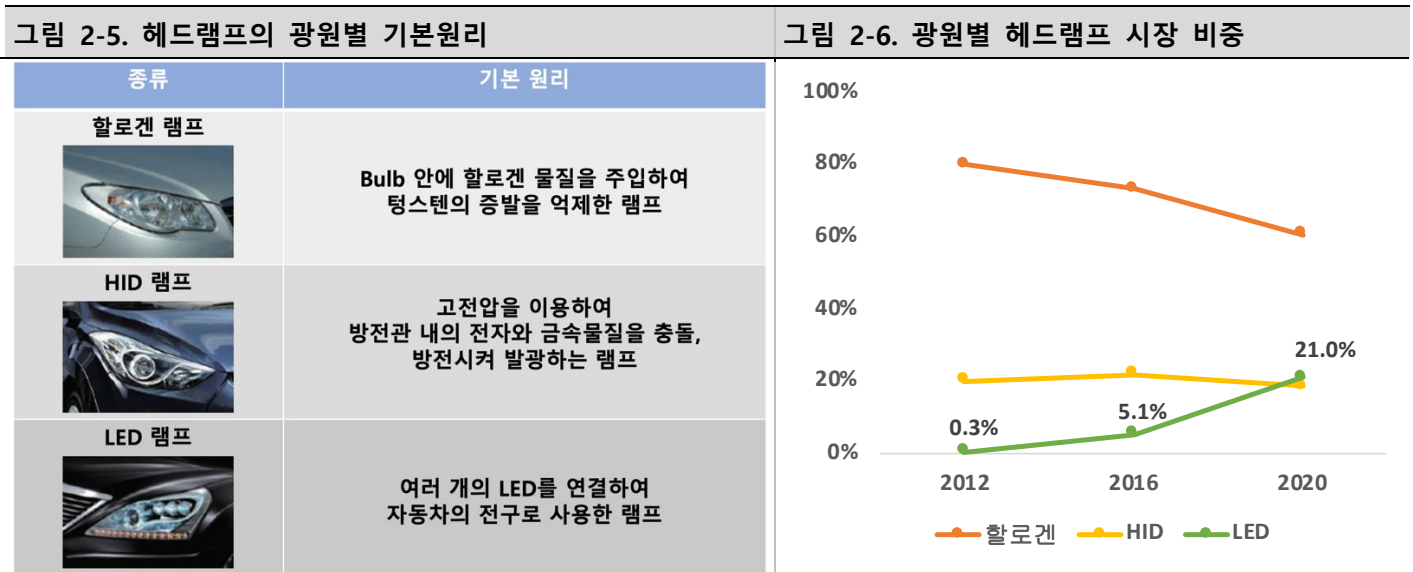
출처: Marklines, SMIC 4팀

2.2. LED 헤드램프가 빠르게 성장중인 시장!

LED는 기존 광원을
대체하며
빠르게 성장중!

자동차 헤드램프는 주광원에 따라 할로겐, HID, LED로 나뉘는데, 이 중 가장 가격이 높고 기술적 난이도가 요구되는 LED가 나머지 광원을 빠르게 대체하고 있다. 2012년 전체 헤드램프의 0.3%의 점유율을 차지했던 LED는 2020년 현재, 전체 수요의 21%를 담당할 정도로 성장했다.

LED 헤드램프는 2004년부터 개발되어, 2007년부터 상용화되었다. 글로벌 1위 업체인 일본의 Koito가 2007년 5월 렉서스 LS600h에 세계 최초로 화이트 LED를 적용한 헤드램프를 공개한 이후, 2009년 Hella가 개발한 Full LED 헤드램프가 캐딜락 에스컬레이드 플래티넘 차종에 적용되면서 본격적으로 상용화되었다.



출처: 한국과학기술정보연구원, SMIC 4팀

출처: 한국자동차산업연구소, SMIC 4팀

전력 효율적,
친환경적인,
LED 헤드램프!

LED는 기존 광원 대비 에너지 소비량이 적어 이산화탄소 배출을 줄이고 연비가 개선되며, 긴 수명과 구조적 안정성으로 인해 유지보수 비용이 적다는 장점을 가지고 있다. 일반적인 할로겐 램프의 소비전력이 55~65W이고, HID 램프가 35W인데 반해, LED 램프는 15~20W 수준이다. 또한 LED 램프의 수명은 1만 시간 정도로 할로겐 램프보다 10배 이상 길다는 장점을 가진다. 구체적인 내용은 투자포인트에서 후술하도록 하겠다.

이제는
보급형 모델까지
빠르게 침투중!

나아가, LED 헤드램프의 유일한 문제였던 밝기 문제도 고휘도 LED가 개발됨에 따라 점차 적용이 확대되고 있으며, 에너지 효율 등 성능도 향상되고 있어 최근에는 소형차, 보급형 모델에도 LED 헤드램프의 사용이 확대되고 있어 빠른 침투를 상승이 관찰된다.

3. 기업 분석

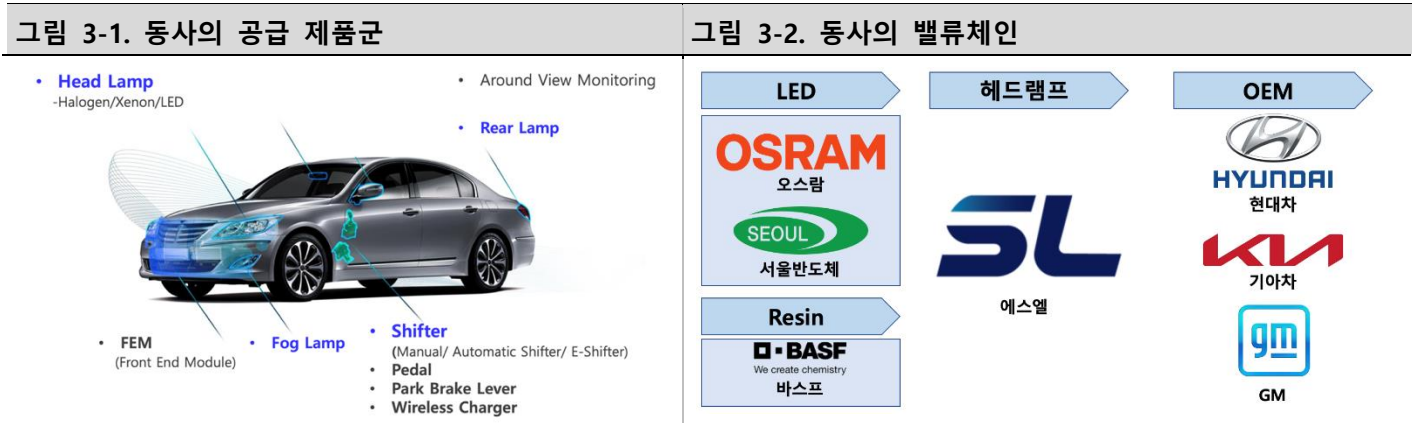
3.1. 기업 개요

**헤드램프
국내 시장 1위 업체**

동사는 1954년 삼립자동차공업주식회사로 설립되어, 1988년 상장되었다. 2004년 에스엘로 사명을 변경하였으며, 총 16개의 계열회사에서 차량용 헤드램프, 샤프시, 금형 등을 제조하는 글로벌 자동차 부품 전문 기업이다. **동사는 국내 헤드램프 시장 점유율 68.3%로 압도적인 1위 기업으로**, 주요 고객으로는 현대차, 기아차, GM 등이 있다.

**복잡한 지배구조는
2017년부터 개선!**

동사의 복잡한 지배 구조는 밸류에이션 할인 요소로 평가받았으나, **2017년을 계기로 간결한 형태로 전환되고 있다.** 동사의 국내 헤드램프 사업부(에스엘 라이팅, 에스엘 서빙, 에스엘 라이텍)는 2Q17에 자회사 에스엘라이팅으로 통합되었고, 에스엘라이팅은 2019년부터 동사의 연결대상법인으로 합병되었다.



출처: 동사 IR, SMIC 4팀

출처: 동사 IR, SMIC 4팀

**세계 6개 지역에서
영업 활동을 하는
글로벌 기업!**

동사는 **한국, 미국, 중국, 인도, 폴란드, 브라질에 법인을 두고 있으며**, 국내의 경우 에스엘과 에스엘라이팅이 국내 헤드램프 사업을 담당하고 있으며 HSL(Hella와 합작사)이 LED 모듈 및 기타 센서, KDS가 Latch 등의 기타 부품을 공급하고 있다. 미국 법인(에스엘 아메리카)은 북미 현대/기아차와 GM에게 공급하고 있으며, 중국에서는 에스엘 AP를 통해 연태법인이 중국 현대/기아차, 중국 GM, 그리고 기타 OEM(Geely) 업체로 헤드램프를 공급하는 구조로 되어있다.

**밸류체인은
안정적.**

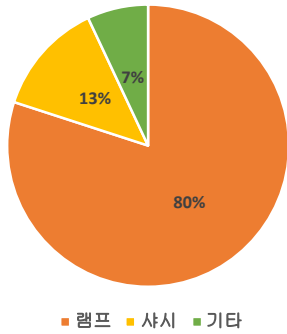
동사의 밸류체인은 **OSRAM과 서울반도체에서 LED를**, BASF에서 플라스틱 등의 수지를 공급받아 헤드램프를 제조하여 **현대차, 기아차, GM 등의 OEM으로 납품하는 구조로** 되어있다.

3.2. 매출 구성

**헤드램프가
전체 매출의 80%**

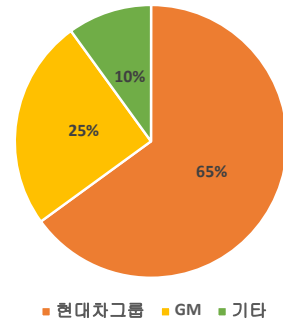
동사의 **제품별 매출 구성은 램프 80%**, 샤프시 13%, 기타(금형 등) 7%로 이루어져 있다. 동사의 **고객사별 매출 비중은 현대차그룹 65%**, GM 25%, 기타(중국OEM) 10%로 구성되어 있다. 동사의 매출 및 영업이익률 성장 추이는 그림 3-5에 제시한다.

그림 3-3. 제품별 매출 비중 (2020)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

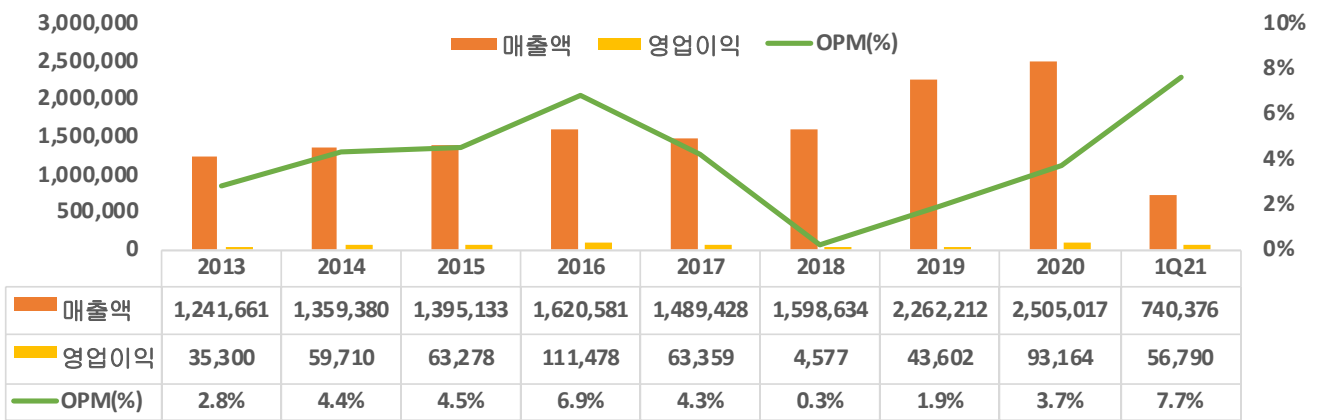
그림 3-4. 고객사별 매출 비중 (2020)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

그림 3-5. 동사의 매출 및 영업이익률 추이

(단위: 백만 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

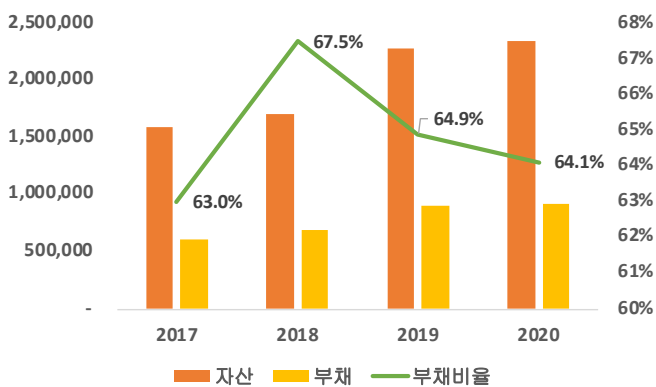
3.3. 재무 분석

재무구조는 Perfect.

동사는 65% 수준의 부채 비율을 안정적으로 유지하고 있으며, 우수한 재무구조를 바탕으로 지속적인 R&D 투자 및 CAPEX 투자를 진행하고 있다.

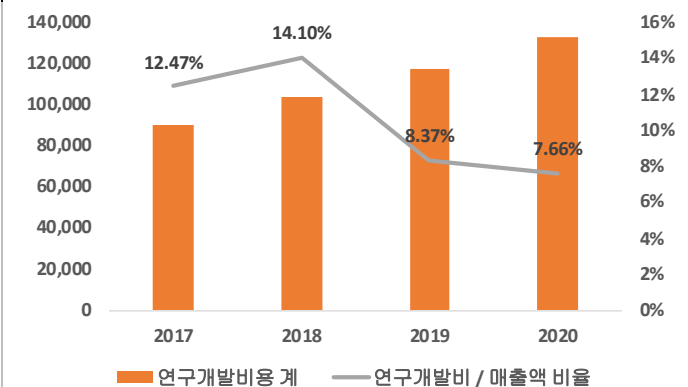
그림 3-6. 동사의 재무 상태

(단위: 백만 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

그림 3-7. 동사의 연구개발비용 및 비율 (단위: 백만 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

4. 이제 헤드램프도 LED 시대, 구조적 성장 요기 있네!

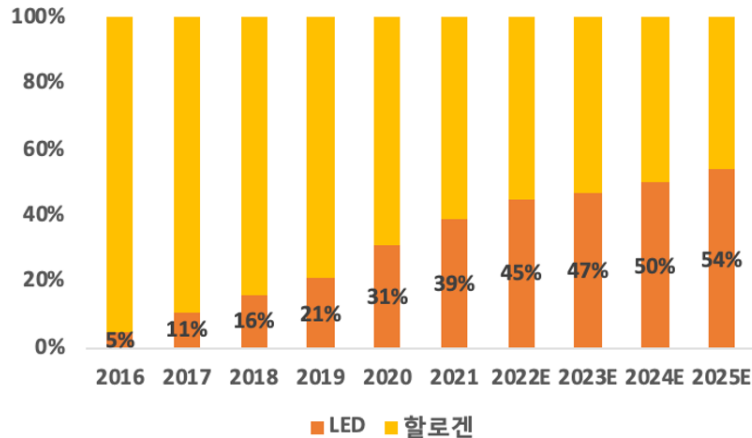
4.0 LED 헤드램프의 도약

동사는 자동차용 헤드램프를 전문적으로 제조하는 기업이다. 현재 헤드램프 시장은 구조적인 변화가 이루어지고 있어 주목할 필요가 있다. 동사의 헤드램프 공급량 내 LED 비중은 2016년 5%에 불과했지만, 2020년 31%로 성장했으며, 2025년에는 54% 수준으로 성장할 것으로 예측된다.

LED 헤드램프는 기존 램프 대비 ASP가 높고 지속적으로 Q가 증가할 것이다. 단순한 계산으로도 P*Q의 두 요소가 모두 구조적으로 상승하여, 시간이 흐름에 따라 레버리지 효과가 발생하여 동사의 외형과 수익성 역시 구조적으로 성장할 것이다. 이는 소비재나 경기민감주처럼 일시적인 유행에 따라 피고 지는 것이 아니라 수익 구조 자체가 변화한다는 점에서 훨씬 더 매력적이다.

지금부터, 자동차용 헤드램프 시장에서 어쩌서 이와 같은 구조적인 변화가 발생하는지 분석하도록 하겠다. 나아가, 이러한 구조적인 변화가 어떻게 동사의 매출과 수익성으로 이어질 수 있는지 서술하도록 하겠다.

그림 4-1. 동사 글로벌 헤드램프 공급량 내 LED 비중 추이와 전망



출처: 한화투자증권, SMIC 4팀

4.1 내연차 시장 내 LED 램프 비중 확대

4.1.1 자동차 시장에 부는 이미지 고급화의 바람 → LED의 도약

자동차 시장에 '고급화' 키워드가 단단하게 자리잡았다. 자동차 운행 기술이 발전함에 따라, 자동차가 단순한 이동 수단을 넘어 가치 표현 수단으로 여겨지기 때문이다.

전세계적으로 고급화
트렌드가 지속됨

실제로 전세계적으로 자동차에 고급스러움을 더하려는 트렌드가 꾸준히 유행하고 있다. BMW, 폭스바겐, 페라리 등 기존에 고급 이미지를 선도하던 브랜드들의 매출은 견조

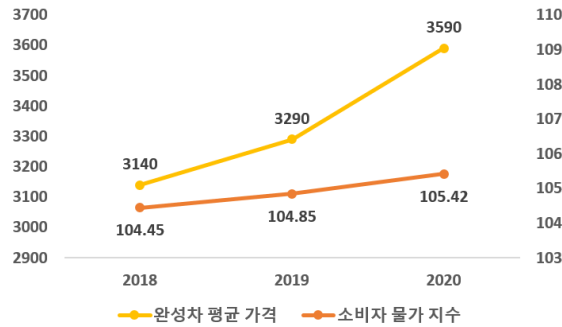
하며, 최근에 르노가 20년간 접어 두었던 프리미엄 브랜드를 2016년 부활시킨 후 미니 페라리로 포지셔닝하고자 노력하는 등 **대중적인 브랜드도 고급화를 시도**하고 있다.

고급화는 높은 가격으로 이어짐

고성능, 뛰어난 디자인 등으로 정의되는 **고급화는 대체로 높은 가격과 연결**된다. 실제로 최근 자동차 평균 단가를 분석하였을 때, 자동차 평균 단가는 소비자 물가 지수를 상회하여 2019년 YoY 4%, 2020년 YoY 9%를 기록하는 등 가파르게 상승하고 있다.

그림 4-2. 완성차 평균 단가 추세 및 소비자 물가 지수 비교

(단위: 만 원)



출처: 한국자동차산업협회, SMIC 4팀

저가 라인에서의 '이미지의 고급화'

최근에는 기존에 상대적으로 저가였던 차종의 **'이미지의 고급화'** 트렌드가 고급화를 주도하고 있다. 프리미엄 라인에서 기술은 언제나 발전하고 구형 모델은 더 상위의 부품을 탑재한 신형 모델로 바뀌기 마련이지만, 최근에는 차량 외관에 더욱 공을 들이는 추세이다. 차량의 디자인을 좌우하는 외관은 가치를 더할 수 있는 핵심 요소이기 때문이다. 이는 프리미엄 브랜드의 차종뿐만 아니라 상대적으로 저렴하게 여겨졌던 차종에서 뚜렷하게 나타난다.

동사의 주요 고객사인 현대차, 기아차(이하 현기차) 또한 **'이미지의 고급화'** 트렌드를 적극적으로 활용하였다.

고성능 부품 탑재로 외관의 고급화 달성

현기차의 **'이미지의 고급화'**는 고성능 외관 부품을 채택하는 방식으로 이루어졌다. 예를 들어 2019년형 쏘나타 라인 중 가장 상위 모델인 인스퍼레이션에는 기존에 8,000만원 이상 고가의 세단에만 들어가던 나파가죽이 시트 옵션으로 추가되었다. 나파가죽은 고급 천연가죽으로, 일반 천연 가죽 대비 ASP가 40만원 더 높다. 더불어 택시용 차종이라는 인식을 탈피하기 위한 시도로 현기차는 2019년 신형 쏘나타를 출시할 때 보급형 모델인 쏘나타 택시형 출시 중단 선언을 발표하기도 하였다.

고급화의 핵심! 'LED 헤드램프'

LED 헤드램프는 이러한 고급화 트렌드의 핵심이 된다. 헤드램프는 흔히 '자동차의 눈'으로 비유되곤 한다. 사람의 눈이 인상을 좌우하듯 헤드램프는 자동차 디자인의 중심으로서 이미지를 좌우한다.

LED 헤드램프는 고성능 부품인데다 심미성이 뛰어나기에 타 램프를 사용하였을 때보다 고급스러운 이미지로 인식된다. 기본적으로 LED 램프의 ASP는 할로겐 램프의 2~5배로 고가의 제품이기에 기본적으로 여타 고급 부품을 함께 사용해 단가가 높은 차량에만 사

용하는 등 적용 범위가 협소했었다. 그러나 LED 헤드램프는 차량의 이미지를 좌우하는 핵심 부품이기에 높은 단가에도 불구하고 고급화 트렌드의 주역을 맡고 있다.

그림 4-3. 할로겐 헤드램프 VS LED 헤드램프 디자인 비교



할로겐 헤드램프

LED 헤드램프

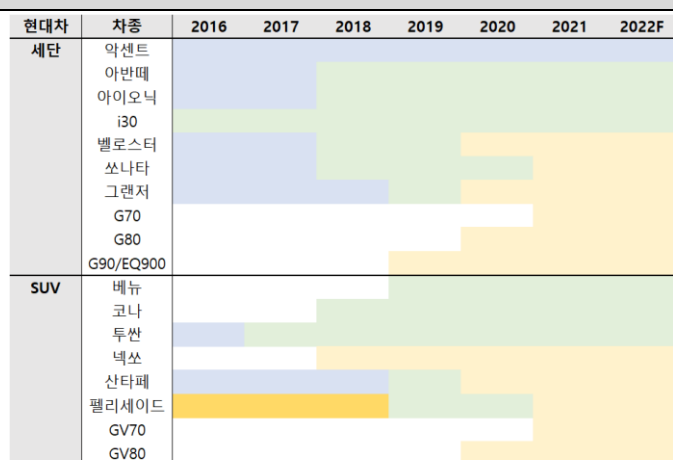
출처: Autopost, SMIC 4팀

현대차는 2018년 고가 차량에 선제적으로 LED 헤드램프를 기본 옵션으로 탑재한 이래 하단 차종까지 기본 옵션으로 적용하거나 추가 옵션 가짓수를 늘리는 등 LED 헤드 램프의 점유율을 확대시키는 방향으로 움직이고 있다.

고가 브랜드 제네시스에서 2018년형 G70에 Full LED 헤드램프가 기본 옵션으로 도입된 후, G90, GV80 등 제네시스의 전 모델에 LED 헤드램프가 기본 옵션으로 자리잡았다.

이후 현대차는 그랜저, 쏘나타 등 제네시스보다 저가인 차종 라인에서 LED 헤드램프를 기본 옵션으로 추가하였다. 기아차의 경우 K5 모델에서 LED 헤드램프는 추가 옵션이었으나 2020년형 K5부터 LED 램프가 기본 옵션으로 변경되었음을 알 수 있다. 현대차의 상세한 LED 헤드램프 채택 현황은 다음과 같다.

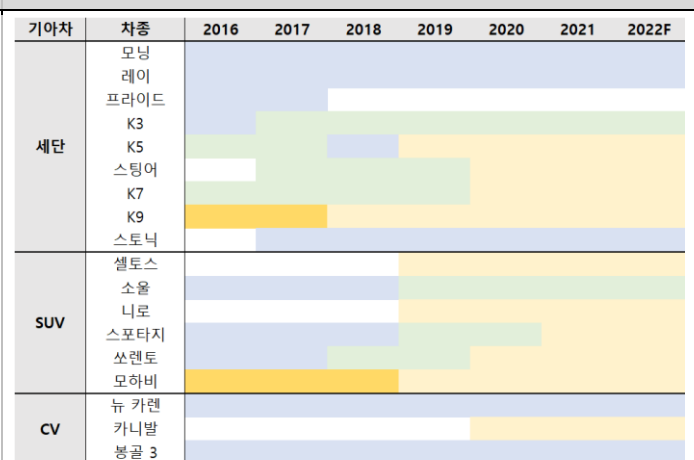
그림 4-4. 현대차 연도별 헤드램프 채택 현황 및 전망



■ : 할로겐 ■ : 할로겐+LED
■ : HID ■ : LED

출처: 현대차, SMIC 4팀

그림 4-5. 기아차 연도별 헤드램프 채택 현황 및 전망



■ : 할로겐 ■ : 할로겐+LED
■ : HID ■ : Full LED

출처: 기아차, SMIC 4팀

프리미엄 라인에는
첨단 LED 헤드램프를

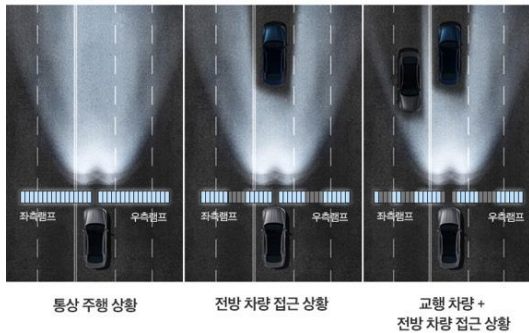
한편, 고급화 트렌드는 대중적인 차종뿐만 아니라 기존 프리미엄 라인에도 영향을 끼치고 있다. 단순히 LED 헤드램프의 점유율 상승에 머무르지 않고, 신기술을 적용한 첨단 LED 헤드램프를 개발하기에 이른다. 이러한 램프들은 현재 가격대가 높은 자동차에 한정하여 활용됨으로써 고급 이미지의 새로운 지평을 열고 있다.

첨단 LED 헤드램프 중 지능형 LED 헤드램프는 IFS(Intelligent Front-lighting System) 기술을 적용한 헤드램프이다. IFS는 야간에 전조등 빛이 맞은편 차선에서 오는 차량을 비추지 않도록 일정 부분만 자동으로 소등하는 기술이다.

IFS 기술을 갖춘 지능형 LED 헤드램프의 ASP는 38만원~39만원으로 일반 LED 램프의 1.5배, 할로겐램프의 약 6배 정도로 매우 고가의 제품이다. 그렇기에 현재 일부 고가 차량에만 활용되고 있다.

현대차의 경우 2021년 제네시스 G90에 지능형 LED 헤드램프가 처음 기본 옵션으로 탑재되었다. 이후 G80, GV80 차종에 지능형 LED 헤드램프가 추가 옵션으로 탑재되었다.

그림 4-6. IFS 주행 상황별 LED 점등 변화



출처: 현대차, SMIC 4팀

그림 4-7. 제네시스 지능형 LED 헤드램프 채택 현황

제네시스	차종	채택 여부
세단	G70	
	G80	○
	G90/EQ900	○
SUV	GV70	
	GV80	○

출처: 현대차, SMIC 4팀

이렇듯 자동차 전반 시장에 '이미지의 고급화' 트렌드가 유행하는 가운데 동사의 주요 고객사인 현기차는 '이미지의 고급화'를 주도적으로 실행하였고, 그 중심에는 LED 헤드램프가 자리하고 있었다. LED 헤드램프의 시장 점유율이 상승함으로써 Q가 상승하였고, 더 양질의 LED 헤드램프가 사용되기 시작하면서 원래 높았던 LED 헤드램프의 평균 P 또한 더욱 오를 전망이다.

4.1.2 압도적인 성능, LED 램프

LED 헤드램프는 고성능에 심미성이 뛰어나 고급 차량에 주로 활용되곤 하였으나 최근 고급화 트렌드가 대중적인 자동차 라인까지 내려오게 되었다. 구체적으로 LED 광원을 사용한 램프가 뛰어난 이유는 다음과 같다.

높은 디자인 자유도 →
심미적으로 우수

LED 램프는 할로겐, HID에 비해 램프 디자인의 자유도가 높아 심미적인 측면에서도 우수하다. 과거 할로겐 조명과 HID 조명을 사용할 때에는 광원의 크기가 커 면 단위의 디자인만 가능하였으나, 발광 다이오드를 쓰는 LED 램프는 광원의 크기가 작아 여러 개의

선, 3차원 형상 등을 표현할 수 있게 되었다.

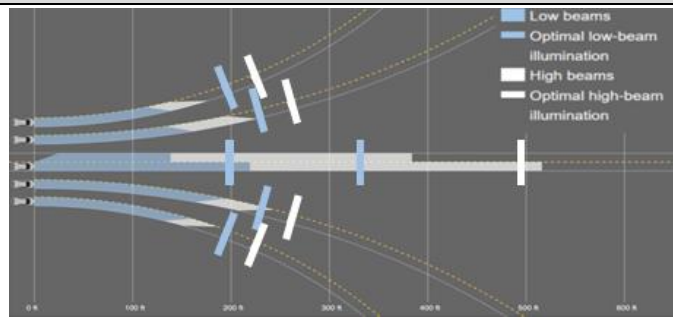
**평균 수명,
전력 소비량,
전방 가시거리 우수**

LED 램프의 **평균 수명**은 약 1만 시간으로 할로겐 램프의 10배, HID 램프의 5배에 달한다. **전력 소비량** 또한 현저하게 적어, LED 램프는 단위 시간 동안 총 20W를 소비한다. 이는 할로겐 램프 소비 전력의 약 36%, HID 램프의 약 57%에 불과한 것이다. 또한, LED 램프는 **전방 가시거리**가 약 200m로 할로겐 램프의 2배, HID 램프의 1.5배 수준에 달한다.

**LED 램프 사용 시
시야 확보에 유리**

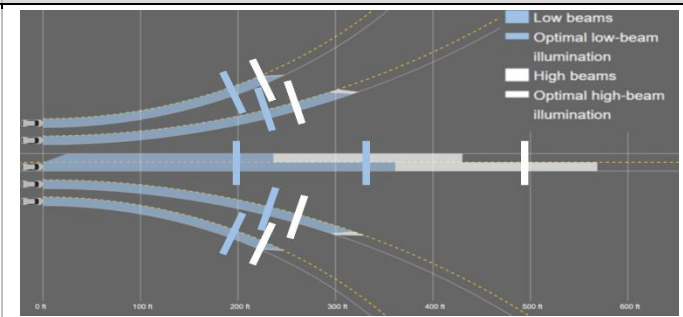
실제로 할로겐 헤드램프, LED 헤드램프를 비교하였을 때 할로겐 램프는 근거리등, 원거리등 모두 시야 확보 기준 거리를 충족시키지 못하는 반면, LED 램프는 모든 램프가 기준 거리를 확보하였다. 이는 **LED 램프를 사용하였을 때 다른 램프에 비해 시야 확보가 훨씬 유리하다**는 것을 의미한다.

그림 4-8. 할로겐 헤드램프 가시 거리



출처: IIHS, SMIC 4팀

그림 4-9. LED 헤드램프 가시 거리



출처: IIHS, SMIC 4팀

광효율 우수, 이산화탄소 적게 배출

LED 램프는 동일 전력 대비 밝기를 나타내는 지표인 광효율 또한 여타 램프에 비해 2~6배 더욱 우수하다. **LED 램프는 여타 램프에 비해 주행 중 이산화탄소가 적게 배출된다는 장점도 있다.** LED 램프는 1KM 주행 시 2g 정도 이산화탄소를 배출하는데, 이는 할로겐, HID 램프 배출량에 58%에 해당한다.

**타 램프에 비해 높은
단가**

한편 LED 램프는 우수한 성능 덕에 단가가 타 램프에 비해 높은 편이다. 할로겐 램프는 동사 기준 약 6~8만원, HID 램프는 약 18만원인 반면 LED 램프는 기본적으로 25만원 이상이다.

그림 4-10. 램프별 성능 비교

기준 (단위)	할로겐 램프	HID 램프	LED 램프
평균 수명(h)	1,000	2,000	10,000
시간 당 소비 전력(W)	55	35	20
이산화탄소 배출량(g/km)	3.4	3.4	2.0
가시 거리(m)	100	140	200
광효율(lm/W)	25	80	160
가격(만 원)	6~8	18	25~

출처: 한국과학기술정보연구원, SMIC 4팀

뛰어난 LED 램프
-> 채택률 상승

이렇듯 LED 램프는 평균 수명, 소비 전력, 가시 거리, 광효율, CO2 배출, 심미성 면 등에서 전반적으로 성능이 우수하다. 비록 단가가 타 램프에 비해 비싼 편이나 LED의 뛰어난 성능 덕에 자동차 램프 시장 내 LED 램프 채택률은 해가 갈수록 높아지는 추세이다.

4.2. 전기차 시장 성장 => LED 헤드램프 시장 성장

자동차 산업의 변화
내연기관차 → 전기차

자동차 산업의 패러다임이 내연기관차에서 전기차로 바뀌고 있다는 점을 고려했을 때 에너지 효율이 좋은 LED 램프 장착은 필연적이다.

짧은 전기차 주행거리

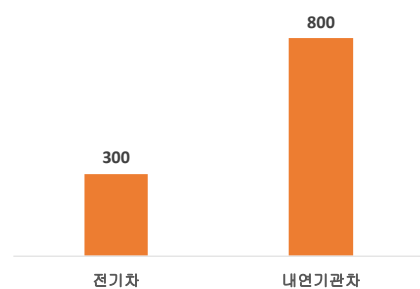
전기차는 CO2 배출이 적고 친환경적인 점을 제외하면, 내연기관차 대비 주행거리가 1/2 수준으로 짧다. 전기차는 내연기관차 대비 주행거리가 1/2 수준을 지나지 않는다. 내연기관차의 경우 1회 충전 시 약 800km 이상 운행 가능한 반면, 전기차는 1회 충전 시 내연기관차의 절반인 300km~400km 수준의 주행 거리가 가능하다.

그림 4-11. 내연기관차 vs. 전기차 (단위: km)

	내연기관차	순수전기차
연료	휘발유, 경유	전기
주유 충전시간	1~2분	최소 30분 이상
최대 주행 거리	800km 이상	300-400km
가속 성능	엔진에 따라 다름	좋음
정속성	나쁨	좋음
배출가스	많음	없음
단점	높은 유지비	충전 인프라 부족

출처: 서울신문, SMIC 4팀

그림 4-12. 내연기관차 vs. 전기차 주행 거리 (단위: km)



출처: 서울신문, SMIC 4팀

전기차 연비 개선은
1) 고용량 배터리 사용
2) 차량용 부품 교체

전기차의 낮은 연비를 개선하기 위해서는 1) 고용량 배터리를 사용하거나, 2) 전력 소모를 최소화하는 차량용 부품을 선택해야 된다. 하지만 배터리 효율을 증가를 위해서는 긴 연구 시간과 상당한 비용이 수반된다. 따라서 전기차 연비를 개선하기 위해 전력 효율적인 부품의 사용은 필연적이다.

전력 절감에 좋은 LED 램프!

LED 헤드램프의 교체는 전력 절감에 확실한 옵션이다. 내연기관차는 엔진이 돌아가면서 전기가 생성되므로 할로겐램프가 기본 사양으로 들어갔으며, LED 램프는 고객의 선호에 따라 옵션 선택이 가능했다. 하지만 전기차는 전기 그 자체가 동력원이기 때문에 전력 효율이 좋은 LED를 기본 사양으로 채택한다.

전기차는 100% LED

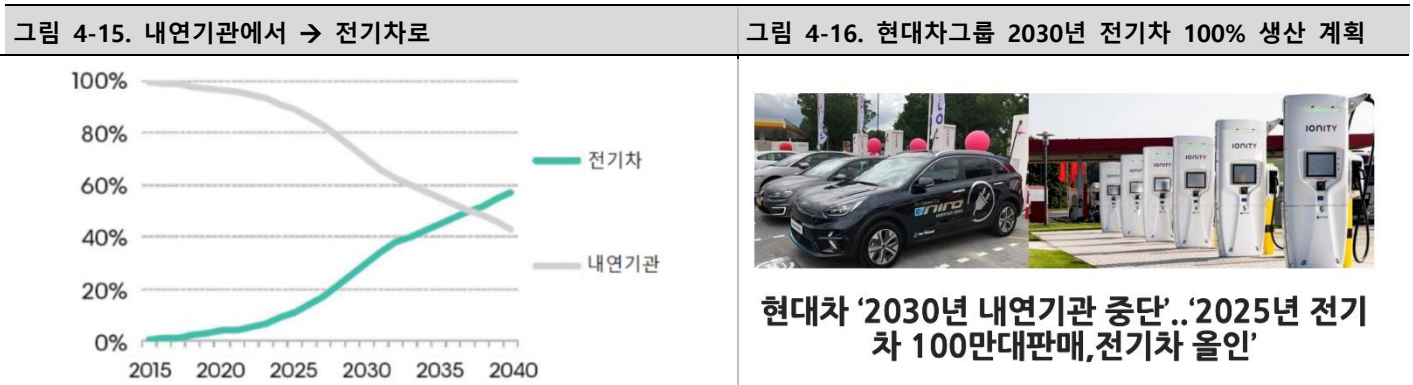
할로겐램프의 전력 소비량은 55-60W이며 LED 램프의 전력 소비량은 15-20W로, LED 램프는 할로겐램프 대비 전력 소모가 1/3 수준으로 에너지 효율이 매우 좋다. 실제로 현재 생산되는 모든 전기차에 LED램프가 100% 채택되고 있다.



출처: Danawa, SMIC 4팀

출처: KISTI, SMIC 4팀

현대차는 2030부터 전 기차만 생산! 지속적으로 강화되는 환경 규제로 인해 완성차 업체는 내연기관차에서 서서히 전기차 생산을 채택하고 있다. 동사 매출의 큰 비중을 차지하는 현대차의 경우에는 2030년부터 내연기관차 생산을 중단하고 전기차 생산에만 집중하겠다고 발표했다. 전기차에는 LED 램프가 필수인 만큼, 전기차 시장의 구조적 성장에 따라 동사의 LED 판매량 역시 함께 늘어날 것이며, 이는 자연스럽게 동사의 매출 성장으로 이어질 전망이다.



출처: BloombergNEF, SMIC 4팀

출처: PITCHONE, SMIC 4팀

4.3. 동사의 든든한 고객사: 현대차, 기아차, GM

동사의 매출 성장을 위한 전제 조건 지금까지는 자동차 시장의 고급화 및 차별화와 시장의 구조적 변화로 인해 미래에는 왜 ASP가 높은 LED 램프가 채택될 수밖에 없는지 확인했다. 한편 이러한 구조적 변화에 맞추어 동사의 매출이 성장하기 위해서는 2가지 전제조건이 만족돼야 된다.

먼저 1) 전방에 있는 완성차 업체에서 자동차 생산량 및 판매량이 증가해야 되고, 2) 동사의 고객사가 계속해서 동사의 LED를 채택해야 된다. 그렇다면 실제 동사 고객사들의 영업 환경은 어떠한지, 그리고 동사가 보유하고 있는 높은 램프 시장 점유율이 계속해서 유지될 수 있는지를 이어 서술하고자 한다.

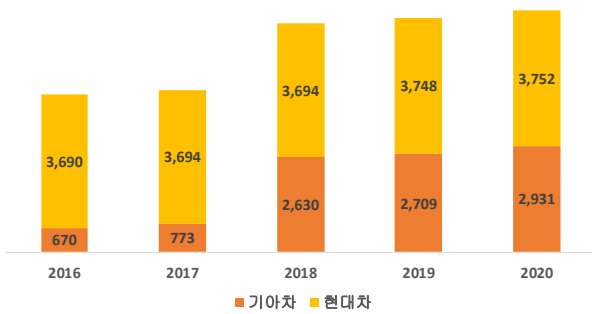
4.3.1. 현대차그룹 (현대차 + 기아차)의 기업 성장

동사의 고객사별 매출은 현대차그룹(현대차, 기아차)이 65%로 가장 큰 비중을 차지하고 있다. 따라서, 1) 현대차그룹의 자동차 생산능력 증가 여부와 2) 해당 기업의 자동차 시장

점유율의 유지 및 성장 여부가 동사의 업사이드를 판단하는데 있어 중요하다.

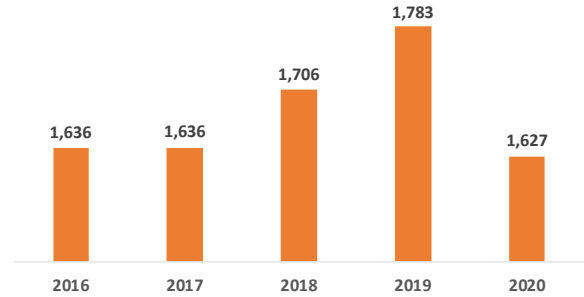
증가하는 현대차그룹의 생산 능력 그림 4-17에서 확인할 수 있듯이 **현대차와 기아차는 꾸준히 생산능력을 증가시키고 있다.** 실제로 **현대차의 경우** 코로나로 인해 판매가 저조했던 2020년을 제외하면 **차량 판매 대수가 계속해서 우상향하는 모습을 확인할 수 있다.**

그림 4-17. 현대차그룹의 생산 능력 (단위: 천 대)



출처: 현대자동차 & 기아차 사업 보고서, SMIC 4팀

그림 4-18. 현대 자동차의 판매대수 (단위: 천 대)

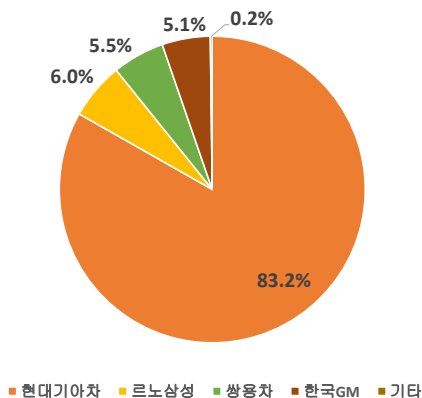


출처: 현대자동차 사업 보고서, SMIC 4팀

안정적인 현대차그룹의 자동차 시장 점유율 현대차그룹은 자동차 점유율 부문에서도 지속적으로 안정세를 유지하고 있다. 국내 시장의 경우 대략 83%로 매우 높은 점유율을 보유하고 있으며, 해외에서도 2010년부터 현재까지 7~8% 시장 점유율을 안정적으로 보유하고 있다.

또한, 전기차 시장에서는 긍정적인 업사이드가 기대된다. 2018년 기준 현대차그룹은 글로벌 전기차 시장에서 5% 시장 점유로 8등을 기록하고 있었지만 1년 만에 점유율을 2% 올리면서 2019년에는 3등으로 도약한 바 있다.

그림 4-19. 2020년 완성차 업체 내수 점유율 (단위 : %)



출처: 한국자동차사업협회, SMIC 4팀

그림 4-20. 현대차그룹의 전기차 시장에서의 도약

현대차그룹, 글로벌 전기차 시장 3위로

단위: %, 2019년은 11월 말 누적

2018년		2019년	
제조사	점유율	제조사	점유율
테슬라	12	테슬라	19
BYD	11	BYD	11
르노-닛산	9	현대·기아차	7
BAIC	8	BMW	7
BMW	7	르노-닛산	7
SAIC	6	BAIC	5
지리	6	지리	3
현대·기아차	5	SAIC	3

자료: IHS마켓·EV세일즈

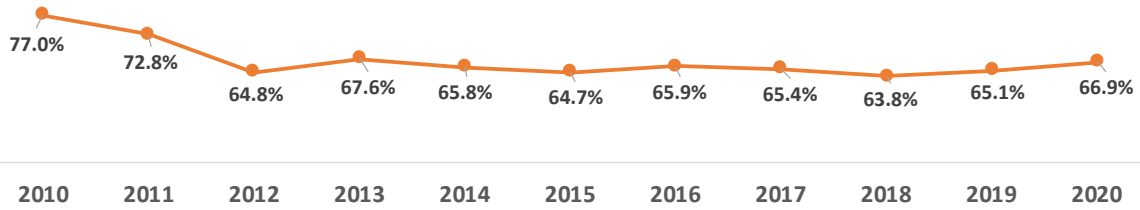
© 중앙일보

출처: 중앙일보, SMIC 4팀

현대차그룹의 성장은 헤드램프를 납품하는 동사의 매출에도 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 실제로 현대차가 생산하는 자동차 중 5개의 모델을 제외한 모든 차종에 동사의 헤드램프가 탑재된다. 즉, 현대차의 판매대수가 증가하게 되면 동사가 납품하게 되는 램프의 개수는 증가할 것이고 이는 자연스럽게 동사의 매출로 이어진다.

그림 4-24. 동사의 헤드램프 시장 국내 점유율

(단위: %)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

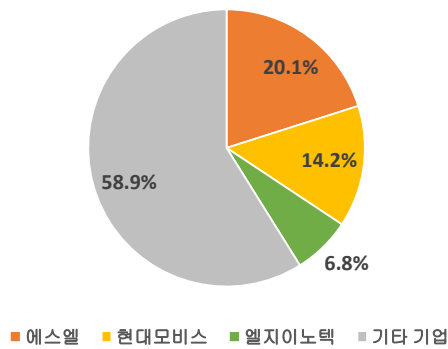
1) 헤드램프 관련 특허 개수

특허 개수도 우위

특허청에 따르면, 2008년부터 2018년까지 출원 된 차세대 램프의 특허 개수는 총 1,533 개이다. 이 중 동사는 20.1%를 차지하고, 현대모비스가 14.2%를 차지한다. 다시 말해, 동사는 헤드램프 특허 개수에서 현대모비스보다 우위에 있다.

그림 4-25. 기업별 특허 비중

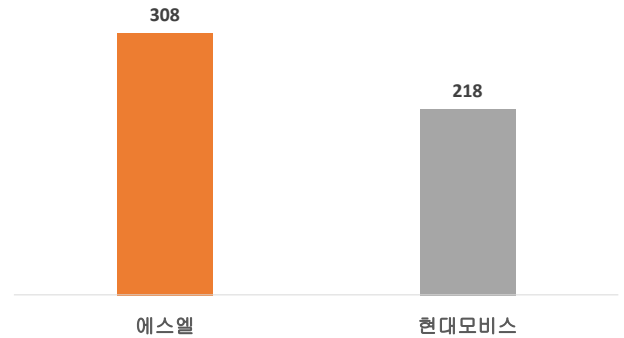
(단위: %)



출처: 특허청, SMIC 4팀

그림 4-26. 에스엘 vs 현대모비스 특허

(단위: 개)



출처: 특허청, SMIC 4팀



2) 안전성 테스트

안전성 테스트에서 우수한 동사의 헤드램프

동사의 헤드 램프가 IIHS 테스트에서 높은 합격 비율을 기록하고 있다는 점 또한 동사의 우수한 헤드램프 기술을 방증한다. IIHS는 미국 고속도로 안전보험 협회로 해마다 다양한 테스트를 통해 안전한 차량을 선정하다. 테스트는 운전석 및 조수석 스몰 오버랩, 전면 충돌, 측면 충돌, 루프 강성, 헤드레스트 등 6가지 항목에 따라 진행되며 '우수(Good)' 등급 이상을 달성한 모델을 대상으로 '톱 세이프티 픽(TSP)'과 '톱 세이프티 픽 플러스(TSP+)'를 선정한다.

해당 테스트에서 가장 까다로운 항목은 '차량 충돌 안전 평가'이지만 '헤드램프 평가' 또한 매우 까다로운 성능 테스트로 꼽히고 있다. 실제로 많은 차종이 헤드램프 테스트에서 좋은 성과를 내지 못해 안전 등급(TSP)을 받지 못하는 경우가 많이 있었으며, 최고 안전 등급(TSP+)을 받기 위해서는 헤드램프 테스트가 가장 중요하다.

이러한 까다로운 테스트에서 현대차는 2년 연속 IIHS가 선정한 '최고 안전한 차'에 가장 많은 차종의 이름을 올렸으며, TSP는 총 12대 그리고 TSP+는 5대의 차종이 선정됐다. 여기서 선정된 1) 현대차그룹의 TSP+가 모두 동사의 헤드램프를 사용하며, 2) TSP로 선정되지 못한 배뉴는 동사의 헤드램프가 아닌 경쟁사의 헤드램프가 탑재되어 있다. 즉, 동사의 헤드램프 기술력은 경쟁사 대비 우위에 있으며, 세계적으로도 인정을 받고 있다.

그림 4-27. 배뉴 최고 안전 등급 획득 실패	그림 4-28. TSP+로 선정된 현대차그룹의 차종
<p>2020-09-24 오후 6:00:25 현대 배뉴 IIHS서, 최고 안전 등급 획득 실패...헤드램프 때문</p> 	

출처: AutoView

출처: 현대차그룹

정리하면 1) 동사의 고객사들이 완성차 시장에서 지속적으로 잘하고 있다는 점, 2) 앞으로도 동사의 헤드램프 채택률은 견조하다는 점에서 동사의 매출은 성장할 것이다. 현대모비스가 경쟁사임에도 불구하고 동사는 2010년부터 지금까지 압도적인 점유율을 유지하고 있으며, 동사의 M/S 및 레퍼런스는 안정적으로 유지될 것이다.

4.4. 소결

자동차 산업은 크게 단기적인 구조적 변화와 장기적인 구조적 성장에 놓여있다. 단기적으로 자동차 시장은 내연기관차의 고급화가 이루어지면서 LED 침투율이 높아지고 있다. 장기적으로는 내연기관 위주의 전통산업에서 친환경적인 신사업으로 개편되면서 LED가 100% 채택되는 전기차의 비중이 빠르게 성장을 하고 있다. 이러한 자동차 산업의 구조적인 성장 속에서 동사의 LED 침투율은 빠르게 상승할 전망이고 이는 동사의 매출로 그대로 이어질 것이다.

4.5. 매출추정

4.5.1. 램프부문 매출추정

(1) 2020년 매출 램프부문 백테스팅

(1-1) 2020년 국내 매출

- (㉑) 이를 통해 기존의 판매량(Q)와 LED 및 할로겐 단가(P)를 곱하여, 매출을 추정하였다.
- (㉒) GM의 경우 구체적인 추정이 불가능하여, 동사의 국내시장 점유율인 65%를 사용하였다. 더하여, LED 등에 추가 옵션이 적용 가능하다는 점에서, 추가적으로 10%의 옵션가중치를 P에 적용하여 산출하였다.
- (㉓) 이후 헤드램프와 기타 레어램프, 포그램프의 매출 비가 70 : 30으로 이루어진 다는 점을 고려하여, 30%의 기타 램프의 가중치를 적용하였다. 레어램프 납품 시 일반적으로 레어램프가 같이 납품된다는 사실에서 헤드램프에 이를 연동하는 것이 합리적이다.
- (㉔) IR에 따르면, 애프터마켓 상품의 경우 매출 비의 10% 정도로 일정하게 발생한다고 하여, 이를 고려하여 추정하였다.
- (㉕) 이렇게 추정한 국내 매출은 2020년 기준 실제 국내 램프부문 매출액과 오차율 2% 이내이다.

(1-2) 2020년 미국 매출

(단위: 판매량-대, 단가-원, 매출-백만원)

제조사	차종	2020 판매량	LED 단가	LED 램프 매출
HMMA	Sonata	85,569	495,777	42,423
	Santa Fe	103,880	511,181	53,101
	현대차 합계			95,525
KMMG	K5	72,549	496,796	36,042
	Sorento	67,411	513,404	34,609
	Telluride	82,314	540,191	44,465
	기아차 합계			115,116
GM	Bolt EV	20,754	566,603	11,759
	Camaro	29,775	504,349	15,017
	Cruze	784	461,490	362
	Malibu	102,651	488,786	50,174
	GM 합계			77,312
	미국 매출 합계			287,954

- (㉖) 미국 매출은 현대차(HMMA), 기아차(KMMG), GM 향으로 나누어진다.
- (㉗) 앞선 추정과 같은 과정을 거쳐, 제조사별, 차종별, 단가, 판매량을 확인하여 LED 램프 매출을 산출하였다.
- (㉘) 미국 매출의 경우, 국내보다 낮은 가격에 공급된다는 사실을 통해 5% 할인된 가격을 적용하였다.
- (㉙) 이렇게, 추정한 미국 매출은 2020년 기준 실제 미국 램프부문 매출액과 오차율 3% 이내이다.

(1-3) 2020년 인도 매출

(단위: 판매량-대, 단가-원, 매출-백만원)

제조사	차종	2020 판매량	할로겐 단가	할로겐 램프 매출
HMI	Sanro	30,366	83,730	3,178
	i10	7,067	133,808	1,182
	Aura	43,374	96,290	5,221
	Nios	98,217	110,460	13,561
	Xcent	2,454	83,730	257
	i20	78,309	114,807	11,238
	Elantra	327	304,006	124
	Verna	50,091	148,138	9,275
	Venue	88,531	111,426	12,331
	Creta	122,986	160,859	24,729
	Tucson	597	363,583	271
	Kona	223	385,804	108
	현대차 합계			
KMI	Sonet	41517	109,332	5,674
	Seltos	131263	160,215	26,288
	Carnival	5202	401,745	2,612
기아차 합계				34,574
인도 매출 합계				116,050

- (ㄱ) 인도 매출은 현대차(HMI), 기아차(KMI) 향으로 나누어진다.
- (ㄴ) 앞선 추정과 같은 과정을 거쳐, 제조사별, 차종별, 단가, 판매량을 확인하여 할로겐 램프 매출을 산출하였다.
- (ㄷ) 인도 매출의 경우, 국내 및 미국과 달리 포그램프를 같이 납품하고 있으며 이를 반영해주기 위해 해당 일반적인 가격비인 50%를 고려하였다.
- (ㄹ) 이렇게, 추정한 인도 매출은 2020년 기준 실제 인도 램프부문 매출액과 오차율 1% 이내이다.

(2) 2021년, 2022년 램프부문 매출 추정

(단위: 대, 백만 원)		2020		1Q21		2Q21		3Q21		4Q21		1Q22		2Q22		3Q22		4Q22	
지역	법인	LED	할로겐	LED	할로겐	LED	할로겐	LED	할로겐	LED	할로겐	LED	할로겐	LED	할로겐	LED	할로겐	LED	할로겐
국내	현대차	317,255	204,356	142,809	37,296	159,210	35,832	157,629	35,099	168,890	33,009	183,968	31,149	189,462	31,874	187,870	31,179	199,566	31,855
	기아차	248,999	117,244	78,380	32,353	83,779	34,581	94,484	36,556	98,667	37,736	106,559	22,561	127,367	23,696	155,851	25,269	188,663	25,890
	GM	7,077	61,812	1,271	15,804	1,287	15,801	1,310	15,798	1,342	15,795	970	11,055	1,014	11,053	1,075	11,052	1,161	11,050
	After Market	57,333	38,341	22,246	8,545	24,428	8,621	25,342	8,745	26,890	8,654	29,150	6,477	31,784	6,662	34,480	6,750	38,939	6,879
	국내 - 매출 합계	630,665	421,753	244,706	93,997	268,704	94,835	278,765	96,198	295,789	95,195	320,648	71,242	349,627	73,286	379,276	74,250	428,328	75,674
미국	현대차	136,464		46,425		46,477		46,798		46,209		46,425		46,477		46,798		46,209	
	기아차	164,452		51,604		54,552		55,290		57,501		54,557		57,675		58,454		60,792	
	GM	110,446		27,612		45,068		45,068		45,068		66,016		66,016		66,016		66,016	
	After Market	41,136		12,564		14,610		14,716		14,878		16,700		17,017		17,127		17,302	
	미국 - 매출 합계	452,498		138,204		160,708		161,871		163,656		183,698		187,185		188,395		190,320	
인도	현대차		157,132		55,990		40,944		44,819		44,628		73,943		54,072		59,190		58,937
	기아차		66,679		22,508		21,033		20,224		17,146		27,755		25,935		24,938		21,142
	After Market		22,381		7,850		6,198		6,504		6,177		10,170		8,001		8,413		8,008
	인도 - 매출 합계		246,191		86,348		68,174		71,546		67,951		111,868		88,008		92,540		88,088
중국		144,890		38,994		40,959		43,023		45,191		44,978		47,097		49,315		51,637	
	기타국가	59,958		16,136		16,950		17,804		18,701		18,613		19,489		20,407		21,368	
합계		1,955,955		618,386		650,330		669,207		686,482		751,046		764,691		804,182		855,415	

Q 추정

- (ㄱ) 현재 동사가 램프를 납품하고 있는 완성차 업체 공장별로 차종별 판매량을 추정하였다. 이때 현대차와 기아차의 판매량은 애널리스트 추정치를 활용하였으며, GM은 별도의 추정치가 존재하지 않아 Flat 처리하였다.
- (ㄴ) 차종별로 들어가는 램프의 종류를 확인한 후, 각 차종별 램프의 단가를 2020년 국내 매출 백테스트 결과를 반영하여 추정하였다.
- (ㄷ) (ㄱ)에서 추정한 차종별 판매량에 (ㄴ)에서 추정한 램프 단가를 곱하여 램프부문 매출을 추정하였다.
- (ㄹ) 이때 중국 및 기타 지역 매출의 경우 동사의 중국 지역 주요 고객인 Geely의 판매량에 연동하여 추정하였다.

P 추정

- (㉠) P의 경우 앞서 추정해놓은 지역, 제조사, 차종 별 P를 적용하여 추정하였다.
- (㉡) 이를 통해 완성된 램프 관련 분기별 매출은 Appendix에 첨부하였다.
- (㉢) Appendix에 첨부된 매출 추정을 정리하면 위와 같다.

(3) 샤시 부문 및 기타 부문 매출 추정

(단위: 대, 백만 원)	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2021F	2022F
고객사 자동차 판매량	3,789,511	1,095,550	1,095,687	1,124,892	1,141,034	1,208,716	1,167,823	1,199,272	1,213,519	4,457,164	4,789,330
샤시 부문 생산량	8,990,000	2,599,015	2,599,340	2,668,624	2,706,919	2,867,483	2,770,470	2,845,079	2,878,877	10,573,898	11,361,909
제품당 가격	36,218	34,407	32,687	31,053	29,500	28,025	26,624	25,293	24,028	31,912	25,992
샤시 부문 매출액	325,602	89,425	84,965	82,868	79,854	80,361	73,760	71,959	69,173	337,112	295,254
기타 부문 매출액	174,387	43,951	44,005	44,060	44,114	44,169	44,223	44,278	44,332	176,131	177,003

(3-1) 샤시부문 매출 추정

- (㉠) 당사는 기계식 변속기, E-shifter 이외에도 다양한 제품을 공급하기 때문에 개별적인 제품별 매출액을 추정하기에는 무리가 있다고 판단된다.
- (㉡) IR 문의 결과, 샤시는 고객 주문 시에 생산된다. 따라서, 당사의 고객사의 자동차 판매량과 샤시 부문 생산량을 2020년과 동일한 비율로 연동하였다.
- (㉢) 제품당 가격(샤시부문 매출액/샤시 부문 생산실적)은 2020년 36,218원으로 당사가 사업보고서에 제시한 소나타의 E-shifter 가격 36,428원과 큰 편차가 없다. 따라서, 해당 가격을 전체 제품의 평균 가격으로 가정하여 추정하였다.
- (㉣) 제품당 가격은 고객사의 CR(Cost Reduction) 가능성을 고려하여 5% 씩 하락한다고 가정한다.

(3-2) 기타 부문 매출 추정

- (㉠) 당사는 헤드램프 제품이 아닌 중간단계인 금형을 판매하여 매출이 지속적으로 발생한다.
- (㉡) IR 문의 결과, 금형 사업부 매출액은 당사의 연결대상법인이 아닌 지분법대상법인에 속하는 수직 계열사에 중간재 성격의 금형을 납품하는 내부거래성 매출액이다.
- (㉢) 추가적으로, 금형 부문의 경우 매년 추세가 없이 변동한다는 특성을 보이며, 고객사의 자동차 생산량 당사의 헤드램프 생산량 등 어떤 수치에도 연동되지 않는다.
- (㉣) 추세가 없이 변동한다는 점에서 합리적인 추정이 어렵고, 전체 매출액 대비 비중이 높지 않기에 최근 5개년 최저치에 해당하는 2020년 매출액에 물가상승률을 적용하여 추정하였다.

(4) 매출 정리

(단위: 백만 원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F
램프부문	622,275	842,083	887,538	1,000,085	769,702	882,455	1,706,211	2,005,027	2,624,404	3,175,335
샤시부문	457,203	260,194	335,955	427,757	415,252	417,008	400,076	325,603	337,112	295,254
기 타	162,183	257,102	171,640	192,739	304,473	299,171	155,925	174,387	176,131	177,003
합 계	1,241,661	1,359,380	1,395,133	1,620,581	1,489,428	1,598,634	2,262,212	2,505,017	3,137,647	3,647,592

5. Issue & Risk

5.1. 차량용 반도체 공급 부족 이슈

2020년 12월 이후 글로벌 완성차 업계의 차량용 반도체 공급 부족 문제가 지속중이다. 동사 역시 자동차 부품을 공급하는 업체이기에, 동사의 실적은 차량용 반도체 공급 부족 문제에서 자유롭지 않다.

차량용 반도체 이슈는 6월 Peak-Out!

현재 차량용 반도체 이슈에 따른 완성차 업체에 대한 시장의 컨센서스는 긍정적이다. 1) 반도체 공급 차질은 단기 이슈로, 라인 조정만으로 생산 확대가 가능하며, 6~7월부터 문제가 해소될 것이다. 2) 수요 확장 국면 속 발생한 공급 차질로 실질 판매단가 급등이 이루어지고 있어, 실적 우려가 제한적이다. 3) 공급자 우위 시장이 예상된다. 환경이 더욱 좋아질 2H21은 1H21에 축적된 대기 수요가 더해지며 매력적인 판매 환경이 조성된다.

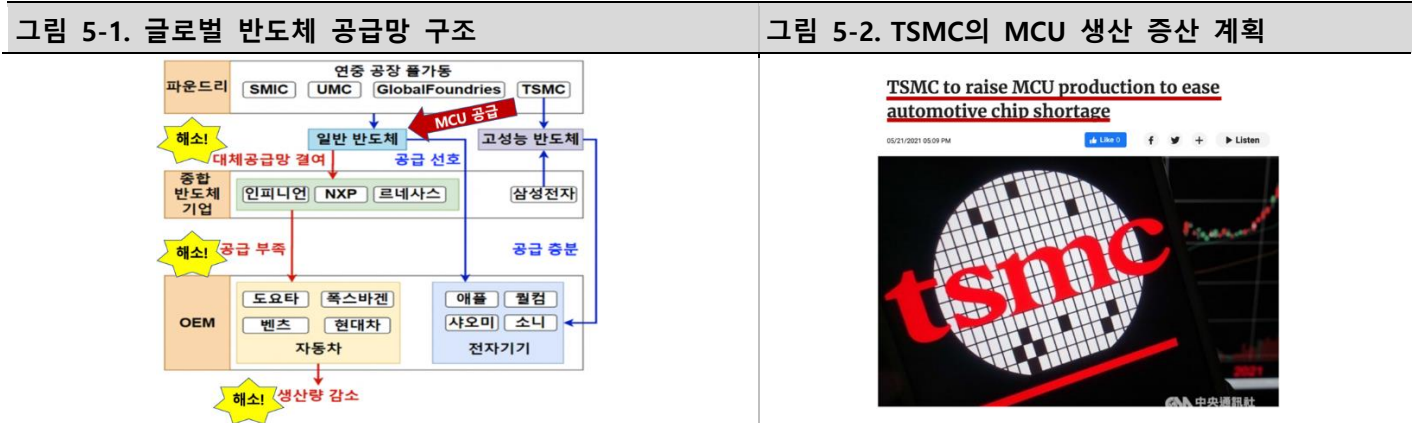
현대차그룹은 선제적으로 대응

나아가, 동사의 주요 고객사인 현대차그룹은 선제적으로 공급 부족을 예측하여 2020년 10월부터 반도체 대량 구매 및 선도 계약을 맺었다. 4~5월 일부 라인이 가동 중단되었지만, 이는 6월부터 완화될 예정이다. 공급 차질을 감안한 2H21 생산량은 계획의 95%~99%이 예상된다. 또한 공급물량 95% 이상을 NXP, 인피니온, ST Micro 등에서 조달하기 때문에 르네사스 화재 영향은 없고 오히려 일본 업체들의 생산 차질에 따른 반사이익을 기대할 수 있다.

TSMC의 MCU 증산 가즈아!

또한 2021년 5월 21일, 글로벌 MCU 출하량의 70%를 담당하는 TSMC가 MCU 생산 증산 계획을 발표했다. 해당 계획에 따르면, TSMC는 MCU를 전년대비 60% 증산할 것이며 이를 통해 MCU 쇼티지 현상의 빠른 완화를 기대할 수 있다.

정리하자면, 현재의 MCU 쇼티지는 2021년 5월 Peak-Out이 예상되며, 글로벌 공급의 70%를 담당하는 TSMC의 증산에 따라 해소 속도는 가속화될 전망이다. 나아가, 동사의 주요 고객사인 현대차그룹이 MCU 쇼티지 국면에 가장 잘 대응하고 있다는 점에서 동사의 실적 우려는 제한적이다.



출처: Nikkei Asia, SMIC 4팀

출처: Focus Taiwan, SMIC 4팀

6. Valuation Part I - Earnings Estimates

6.1. 매출추정

매출 추정은 [4.5.]의 추정 값을 사용하였다.

6.2. 기본 근거

기본 근거의 경우 급여, 감가상각비, 무형자산상각비, 연구개발비를 선추정하였다. 이를 적절한 가정을 통하여 추정한 뒤에, 각각의 항목을 매출원가, 판매관리비 등에 적절히 배분하여 추정하였다.

6.2.1. 급여

(단위: 백만 원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F
급여	157,127	167,411	189,191	220,933	238,661	262,716	366,266	427,683	447,314	467,845
복리후생비	19,165	25,010	28,710	33,304	36,441	40,129	9,445	62,319	65,500	68,506
퇴직급여	7,978	8,235	9,647	9,850	13,095	13,504	22,467	29,119	24,112	25,219
기타장기종업원급여	-386	242	-282	1,076	778	427	1,205	3,255	1,015	1,062
합 계	183,885	200,898	227,267	265,163	288,975	316,776	399,383	522,376	537,941	562,633

(단위: 백만 원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	적용값	
복리후생비	12.2%	14.9%	15.2%	15.1%	15.3%	15.3%	2.6%	14.6%	14.6%	19년 제외 평균값 적용
퇴직급여	5.1%	4.9%	5.1%	4.5%	5.5%	5.1%	6.1%	6.8%	5.4%	13-20 평균값 적용
기타장기종업원급여	-0.2%	0.1%	-0.1%	0.5%	0.3%	0.2%	0.3%	0.8%	0.2%	13-20 평균값 적용

(단위: 백만 원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F
급여	157,127	167,411	189,191	220,933	238,661	262,716	366,266	427,683	447,314	467,845
매출원가	109,813	114,155	129,708	159,547	134,328	147,316	228,492	294,467	272,407	284,911
판매비와관리비	33,626	37,659	41,651	43,134	47,355	51,444	67,252	69,583	82,814	86,615
연구개발비	13,688	15,596	17,833	18,252	56,978	63,956	70,522	63,634	92,092	96,319
복리후생비	19,165	25,010	28,710	33,304	36,441	40,129	9,445	62,319	65,500	68,506
매출원가	14,064	18,789	22,002	26,563	29,049	31,315	-2,214	51,968	51,095	53,440
판매비와관리비	5,101	6,221	6,708	6,740	7,392	8,814	11,658	10,351	14,405	15,067
퇴직급여	7,978	8,235	9,647	9,850	13,095	13,504	22,467	29,119	24,112	25,219
매출원가	5,248	5,819	6,861	7,011	11,114	12,404	20,266	26,687	21,616	22,608
판매비와관리비	2,730	2,416	2,786	2,839	1,981	1,100	2,201	2,431	2,497	2,611
기타장기종업원급여	-386	242	-282	1,076	778	427	1,205	3,255	1,015	1,062
매출원가	-360	143	-103	927	614	126	1,015	3,042	730	764
판매비와관리비	-26	99	-179	149	164	301	190	214	285	298

(단위: 백만 원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	적용비율	
급여										
매출원가	70%	68%	69%	72%	56%	56%	62%	69%	61%	13-20 평균값 적용
판매비와관리비	21%	22%	22%	20%	20%	20%	18%	16%	19%	13-20 평균값 적용
연구개발비	9%	9%	9%	8%	24%	24%	19%	15%	21%	13-20 평균값 적용
복리후생비										
매출원가	73%	75%	77%	80%	80%	78%	-23%	83%	78%	13-20 평균값 적용
판매비와관리비	27%	25%	23%	20%	20%	22%	123%	17%	22%	13-20 평균값 적용
퇴직급여										
매출원가	66%	71%	71%	71%	85%	92%	90%	92%	90%	13-20 평균값 적용
판매비와관리비	34%	29%	29%	29%	15%	8%	10%	8%	10%	13-20 평균값 적용
기타장기종업원급여										
매출원가	93%	59%	37%	86%	79%	30%	84%	93%	72%	13-20 평균값 적용
판매비와관리비	7%	41%	63%	14%	21%	70%	16%	7%	28%	13-20 평균값 적용

급여의 경우, 사업보고서에서 사용한 보험수리적 가정 하의 임금상승률 4.59%를 적용하여 추정하였다. 추정한 급여를 토대로, 복리후생비, 퇴직급여, 기타장기종업원급여 항목에 대해서 적용값을 이용하였다. 복리후생비의 경우, 과소계상된 19년 제외 평균값을 사용

하였다. 퇴직급여 및 기타장기종업원급여의 경우, 13-20년 평균값을 적용하였다. 이를 13-20년 평균값을 적용하여, 위의 항목들에 배분하였다.

6.2.2. 감가상각비

(단위: 백만 원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	20Q1	2021F	2022F
토지	34,938	32,318	32,318	31,895	80,917	80,603	80,603	80,603	80,603
(상각비)									
건물	124,847	128,702	128,702	123,895	150,271	138,036			
(상각비)	5,242	5,242	5,994	5,625	7,152	8,487	1,963	7,851	7,929
구축물	5,820	5,950	5,950	6,546	9,444	10,133			
(상각비)	176	176	190	227	343	412	107	430	434
기계장치	193,765	166,445	166,445	154,205	234,569	228,920			
(상각비)	42,811	42,811	43,618	41,480	53,098	63,122	14,352	57,408	57,982
차량운반구	936	848	848	739	859	585			
(상각비)	397	397	332	314	321	362	86	346	349
금형	9,808	8,800	8,800	6,923	45,028	94,113			
(상각비)	2,390	2,390	2,474	2,793	14,365	26,159	9,115	36,459	36,824
공기구	22,500	21,620	21,620	8,456	9,871	5,833			
(상각비)	6,487	6,487	8,493	9,017	3,177	3,610	528	2,113	2,134
집기비품	7,890	10,871	10,871	19,245	18,870	15,849			
(상각비)	4,028	4,028	3,038	3,487	9,184	8,792	1,820	7,280	7,353
건설중인자산	17,874	620	620	31,561	17,051	31,046			
(본계정 대체 등)				62,943	87,639	110,945			
감가상각비 합계	61,531	61,531	64,139	62,943	87,639	110,945	27,972	111,886	113,005

감가상각비의 경우 한국은행 기준 물가상승률을 적용하여, 20년을 기준으로 21,22년을 추정하였다. 그 뒤, 급여와 마찬가지로 적용비율을 적용하여 위의 항목에 배분하였다.

(단위: 백만 원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F
감가상각비	61,531	61,531	64,139	62,943	87,639	110,945	111,886	113,005
매출원가	54,420	54,661	53,432	50,246	72,861	96,121	93,121	94,052
판매비와관리비	3,691	2,702	3,041	3,608	4,126	3,153	5,041	5,091
연구개발비	3,420	4,168	7,667	9,089	10,652	11,671	13,725	13,862

(단위: 백만 원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	적용비율
감가상각비							
매출원가	88%	89%	83%	80%	83%	87%	83%
판매비와관리비	6%	4%	5%	6%	5%	3%	5%
연구개발비	6%	7%	12%	14%	12%	11%	12%

6.2.3. 무형자산상각비

무형자산상각비 역시 감가상각비와 같은 논리로, 값을 산출한 뒤 위의 항목에 적용비율 대로 배분하였다.

(단위: 백만 원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F
소프트웨어	7,372	16,757	16,129	17,729	16,709	15,951		
(무형자산상각비)	2,845	3,067	5,591	6,971	7,692	8,079	8,160	8,241
기타의무형자산	-	-	-	-	2,072	1,435		
(무형자산상각비)					159	637	643	650
회원권	951	946	946	946	1,443	1,443		
(무형자산상각비)					100			
영업권	11,356	11,356	11,356	-	-	-		
(무형자산상각비)				11,356				
개발비	1,335	890	445	-	-	-		
(무형자산상각비)	445	445	445	445				
무형자산 상각비 합계	3,289	3,512	6,036	18,772	7,951	8,716	8,803	8,891

(단위: 백만 원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F
무형자산상각비	3,289	3,512	6,036	18,772	7,951	8,716	8,803	8,891
매출원가	2,192	2,457	4,619	16,633	5,988	7,144	7,095	7,166
판매비와관리비	1,098	1,056	1,417	2,138	1,964	1,572	1,708	1,725

(단위: 백만 원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	적용비율
무형자산상각비							
매출원가	67%	70%	77%	89%	75%	82%	81%
판매비와관리비	33%	30%	23%	11%	25%	18%	19%

6.2.4. 연구개발비

(단위: 백만 원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	1,241,661	1,359,380	1,395,133	1,620,581	1,489,428	1,598,634	2,262,212	2,505,017	3,137,647	3,647,592
연구개발비용 계	23,394	24,456	27,192	31,153	89,907	103,636	117,837	133,288	150,616	170,196
연구개발비 / 매출액 비율	4.05%	4.35%	4.58%	4.88%	12.47%	14.10%	8.37%	7.66%	4.80%	4.67%

[연구개발비용계 ÷ 당기매출액 × 100]

(단위: 백만 원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F
연구개발비용	23,394	24,456	27,192	31,153	89,907	103,636	117,837	133,288	150,616	170,196
개발비(자산)	23,213	20,303	19,623	19,717	78,718	89,348	100,063	118,261	134,048	151,474
경상연구개발비	181	4,153	7,570	11,437	11,189	14,288	17,774	15,027	16,568	18,722

(단위: 백만 원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	적용비율
연구개발비용									
개발비(자산)	99%	83%	72%	63%	88%	86%	85%	89%	89%
경상연구개발비	1%	17%	28%	37%	12%	14%	15%	11%	11%

연구개발비의 경우, 현재의 매출액 대비 연구개발비용을 적용하기는 무리가 있다고 판단하였다. 연구개발비의 경우, 18년도에 급격히 상승한 뒤, 20년 이후 급격히 하락하는 추세를 볼 수 있다. 때문에, 19년에서 20년 정도의 CAGR을 적용하는 것이 합리적이라고 판단하였으며, 이 수치는 13-15년 수준의 매출액 대비 비율로 회귀하는 것을 보아 합리적이라고 판단된다.

6.3. 매출원가

(단위: 백만 원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
램프부문	398,256	538,933	568,024	640,054	492,609	564,771	1,091,975	1,283,217
샷시부문	324,614	184,738	238,528	303,707	294,829	296,076	284,054	231,178
기 타	120,016	190,256	127,014	142,627	225,310	221,387	115,385	129,047
원재료비 추정치	842,886	913,927	933,566	1,086,389	1,012,749	1,082,234	1,491,414	1,643,442
실제 원재료비	878,855	951,522	933,808	1,071,781	953,583	1,045,481	1,552,945	1,626,638
오차율	-4%	-4%	0%	1%	6%	4%	-4%	1%

(단위: 백만 원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	
매출원가	1,119,351	1,209,538	1,219,126	1,403,824	1,321,407	1,465,522	2,052,544	2,250,232	2,687,462	3,036,678	
원재료비	878,855	951,522	933,808	1,071,781	953,583	1,045,481	1,552,945	1,626,638	2,049,305	2,372,827	
인건비	183,885	200,898	227,267	265,163	288,975	316,776	399,383	522,376	537,941	562,633	기추정값 사용
급여	157,127	167,411	189,191	220,933	238,661	262,716	366,266	427,683	447,314	467,845	
복리후생비	19,165	25,010	28,710	33,304	36,441	40,129	9,445	62,319	65,500	68,506	
퇴직급여	7,978	8,235	9,647	9,850	13,095	13,504	22,467	29,119	24,112	25,219	
장기종업원급여	-386	242	-282	1,076	778	427	1,205	3,255	1,015	1,062	
감가상각비	54,420	54,661	53,432	50,246	72,861	96,121	93,121	94,052	93,121	94,052	기추정값 사용
무형자산상각비	2,192	2,457	4,619	16,633	5,988	7,144	7,095	7,166	7,095	7,166	기추정값 사용

매출원가의 경우, 먼저 원재료비와 기추정한 인건비, 감가상각비, 무형자산상각비로 구분하였다. 원재료비율을 추정하기 위해 선형회귀 분석을 사용하였으며, 13-20년간 평균오차율이 0%인 값을 이용하였다. 산출된 추정원재료비율은 램프부문 64%, 샷시부문 71%, 기타부문 74%이다. 이러한 추정은 LED램프의 비중증가와 함께 마진율 개선이 가능하다고 판단되었으나, 보수적인 관점에서 이를 그대로 적용하였습니다. 이를 통해, 기추정한값과 합쳐 매출원가를 산출하였다.

6.4. 판매비와 관리비

(단위: 백만 원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	적용비율
급여									
통신비	1.25%	0.82%	0.99%	0.95%	1.03%	0.96%	0.86%	0.86%	0.97%
수도광열비	0.07%	0.85%	0.53%	0.57%	0.48%	0.48%	0.38%	0.32%	0.46%

(단위: 백만 원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	적용비율
급여									
운반비	0.80%	0.82%	0.78%	0.64%	0.63%	0.63%	0.73%	0.69%	0.71%
포장비	0.36%	0.28%	0.31%	0.28%	0.35%	0.40%	0.33%	0.22%	0.32%
대손상각비(환입)	0.02%	-0.01%	0.03%	0.03%	0.01%	-0.04%	0.11%	-0.10%	0.01%
견본비	0.02%	0.01%	0.03%	0.03%	0.02%	0.04%	0.04%	0.04%	0.03%

(단위: 백만 원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	
매출	1,241,661	1,359,380	1,395,133	1,620,581	1,489,428	1,598,634	2,262,212	2,505,017	3,137,647	3,647,592	
급여	33,626	37,659	41,651	43,134	47,355	51,444	67,252	69,583	82,814	86,615	기추정값 사용
복리후생비	5,101	6,221	6,708	6,740	7,392	8,814	11,658	10,351	14,405	15,067	기추정값 사용
퇴직급여	2,730	2,416	2,786	2,839	1,981	1,100	2,201	2,431	2,497	2,611	기추정값 사용
통신비	421	310	413	409	490	493	576	596	799	836	
수도광열비	23	322	221	245	225	245	254	222	380	397	
기타장기증업원급여	-26	99	-179	149	164	301	190	214	285	298	기추정값 사용
경상연구개발비	181	4,153	7,570	11,437	11,189	14,288	17,774	15,027	16,568	18,722	기추정값 사용
지급수수료(환입)	8,752	4,222	6,787	4,694	7,623	8,462	13,708	12,302	12,363	12,487	
보증수리비	1,387	1,677	10,593	4,675	-2,643	9,295	4,602	10,537	4,625	4,671	19년 기준 상승률 적용
세금과공과금	3,343	3,736	4,400	4,046	4,346	4,021	4,736	4,546	4,568	4,614	
소모품비	1,023	1,023	1,703	1,518	1,398	1,574	2,936	3,687	3,705	3,742	
감가상각비	3,119	2,916	3,691	2,702	3,041	3,608	4,126	3,153	5,041	5,091	기추정값 사용
기술도입료	0	0	0	0	0	0	164	1,631	1,639	1,656	
무형자산상각비	1,057	1,116	1,098	1,056	1,417	2,138	1,964	1,572	1,708	1,725	기추정값 사용
지급임차료	1,856	780	1,627	1,722	1,354	1,676	1,209	974	979	989	
여비교통비	2,381	2,064	1,655	1,523	1,713	1,938	2,397	888	892	901	
수선비	620	560	405	733	705	921	1,021	877	882	890	
보험료	477	267	706	552	601	440	562	361	363	367	
교육훈련비	282	321	196	359	316	309	345	352	353	357	
집대비	374	274	289	288	301	285	331	216	217	219	
회의비	42	25	24	138	125	165	183	174	175	176	
잡비	4,606	4,176	3,861	-	1	0	45	119	120	121	
도서인쇄비	115	128	162	142	164	147	168	119	120	121	
차량유지비	268	150	138	169	156	145	136	115	116	117	
광고선전비	382	488	167	190	332	231	250	84	85	86	
운반비	9,909	11,205	10,821	10,298	9,358	10,013	16,482	17,294	22,383	22,607	
포장비	4,447	3,773	4,394	4,556	5,153	6,409	7,489	5,609	9,937	10,036	
대손상각비(환입)	294	-100	409	541	89	-569	2,420	-2,431	233	235	
건본비	220	152	432	423	316	645	888	1,018	892	901	
합 계	87,009	90,132	112,728	105,279	104,662	128,535	166,067	161,620	189,143	196,655	

판매비와 관리비는 크게 세 파트로 나누어서 추정하였다. 1) 급여와 연동되는 파트, 2) 고정비 파트, 3) 매출과 연동되는 파트다.

- 1) 급여와 연동되는 파트는 통신비와 수도광열비는 급여와 연동시켜 추정하였고, 나머지는 기추정값을 사용하였다.
- 2) 고정비 파트는 감가상각비와 무형자산상각비는 기추정 값을 사용하였다. 보증수리비의 경우, ir에 따르면 20년에 일시적인 이벤트로 증가하였으며 올해에는 해당 보증수리비가 이전의 수준으로 돌아갈 것이라는 답변에 따라 19년을 기준으로 물가상승률을 적용하였다. 나머지 부분은 한국은행 물가상승률을 기준으로 증가시켰다.
- 3) 매출과 연동되는 파트는 적용비율을 통하여 산출하였다.

6.5. 금융수익 / 금융비용 / 기타수익 / 기타비용

(단위: 백만 원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	
이자수익	4,713	6,381	4,655	5,124	5,408	8,101	8,128	5,443	7,224	6,932	3year-moving average
배당금수익	259	357	390	200	406	193	484	849	509	614	3year-moving average
당기손익-공정가치측정 금융자산 처분이익	158	4,847	396	1,049	311			59			
당기손익-공정가치측정 금융자산 평가이익						370	770	732			
파생상품거래이익	416	512	159	262	491		14	617			
파생상품평가이익	1,442	170					381	2,456			
합 계	6,987	12,269	5,600	6,636	6,616	8,664	9,777	10,155	7,733	7,545	

(단위: 백만 원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	
이자비용	7,050	4,895	5,522	7,893	7,267	8,662	10,504	8,083	9,083	9,223	3year-moving average
당기손익-공정가치측정 금융자산 평가손실	212	182	219			284	84	118	162	121	3year-moving average
당기손익-공정가치측정 금융자산 처분손실	678										
파생상품거래손실	473	250	319	107			1,225	1,846			
파생상품평가손실		1,189	784	101			195	-			
합 계	8,413	6,516	6,843	8,102	7,267	8,946	12,009	10,046	9,245	9,344	

(단위: 백만 원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	
임대료수익	1,742	1,766	1,957	1,896	2,267	2,990	2,977	3,042	3,003	3,008	3year-moving average
유형자산처분이익	76	1,528	1,643	1,241	1,706	870	684	840	798	774	3year-moving average
영업매수차익							13,788				
무형자산처분이익					90		126				
관계기업투자자산처분이익	16,817		828		18,021						
매각예정자산처분이익											
수수료수익			3,487	2,882	1,910	2,532	8,232	17,603	9,456	11,763	3year-moving average
금융보증부채환입						138					
외화환산이익	1,095	821	1,073	13,648	16,867	16,949	11,386	9,116	12,484	10,996	3year-moving average
외환차익	5,446	5,139	15,731	6,188	9,140	7,992	17,171	22,958	16,040	18,723	3year-moving average
잡이익	1,297	2,622	4,242	7,875	3,966	4,234	3,082	2,209	3,175	2,822	3year-moving average
합계	26,472	11,876	28,962	33,728	53,967	35,705	57,446	55,776	44,956	48,085	

(단위: 백만 원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	
유형자산처분손실	714	188	279	635	899	411	2,127	2,065			
공동기업투자 처분손실					2,427		2,983				
투자부동산감가상각비	528	516	448	449	524	724	741	747	738	742	3year-moving average
무형자산처분손실		4		1		112		16			
무형자산손상차손	2,471					11,356	2,570				
금융보증손실					196		8				
재고자산평가손실			431								
외화환산손실	709	858	541	17,121	14,180	19,927	14,364	23,857	19,383	19,201	3year-moving average
외환차손	6,630	4,441	16,611	8,247	8,865	6,767	12,014	34,609	17,797	21,473	3year-moving average
기부금	51	477	469	395	125	98	137	3,206	118	127	3year-moving average(20y 제외)
잡손실	2,464	1,381	1,690	772	809	704	4,989	2,189	2,627	3,268	3year-moving average
합 계	13,567	7,864	20,471	27,620	28,025	40,100	39,932	66,690	40,662	44,812	

금융수익, 금융비용, 기타수익 및 기타비용의 경우 매 기간 발생한 값에 대해서, 3년 이동 평균값을 적용하여 산출하였다.

6.6. 법인세비용

구분 (단위: 백만 원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F
법인세차감전순이익	100,178	126,540	110,209	166,460	119,887	30,113	81,895	88,976	285,472	440,900
법인세비용	21,149	25,319	37,468	45,618	19,866	4,948	-5,198	24,773	57,898	89,422
유효 법인세율	21.11%	20.01%	34.00%	27.41%	16.57%	16.43%	-6.35%	27.84%	20.28%	20.28%

법인세비용의 경우, 19년을 제외한 17-20년의 평균값을 사용하여 추정하였다.

6.7. Earning Table

(단위: 백만 원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	1Q20	2021F	2022F
매출액	1,241,661	1,359,380	1,395,133	1,620,581	1,489,428	1,598,634	2,262,212	2,505,017	740,376	3,137,647	3,647,592
매출액 yoy(%)		9.48%	2.63%	16.16%	-8.09%	7.33%	41.51%	10.73%		25.25%	16.25%
매출원가	1,119,351	1,209,538	1,219,126	1,403,824	1,321,407	1,465,522	2,052,544	2,250,232	641,350	2,687,462	3,036,678
매출총이익	122,310	149,842	176,007	216,758	168,021	133,113	209,668	254,784	99,026	450,185	610,914
GPM(%)	9.9%	11.0%	12.6%	13.4%	11.3%	8.3%	9.3%	10.2%	13.4%	14.3%	16.7%
판매비와관리비	87,009	90,132	112,728	105,279	104,662	128,535	166,067	161,620	42,235	189,143	196,655
영업이익	35,300	59,710	63,278	111,478	63,359	4,577	43,602	93,164	56,790	261,042	414,259
OPM(%)	2.8%	4.4%	4.5%	6.9%	4.3%	0.3%	1.9%	3.7%	7.7%	8.3%	11.4%
관계기업투자손익	53,399	57,066	39,683	50,339	31,236	30,213	23,012	6,617	5,108	21,648	25,166
금융수익	6,987	12,269	5,600	6,636	6,616	8,664	9,777	10,155	3,240	7,733	7,545
금융원가	-8,413	-6,516	-6,843	8,102	7,267	8,946	12,009	10,046	4,146	9,245	9,344
기타이익	26,472	11,876	28,962	33,728	53,967	35,705	57,446	55,776	19,254	44,956	48,085
기타손실	-13,567	-7,864	-20,471	27,620	28,025	40,100	39,932	66,690	8,772	40,662	44,812
법인세비용차감전순이익	100,178	126,540	110,209	166,460	119,887	30,113	81,895	88,976	71,474	285,472	440,900
법인세비용	21,149	25,319	37,468	45,618	19,866	4,948	-5,198	24,773	18,028	57,898	89,422
당기순이익	79,029	101,221	72,741	120,841	100,022	25,165	87,093	64,203	53,447	227,574	351,479
지배기업소유지분	78,378	100,619	70,498	118,256	97,202	25,147	85,799	65,675	53,546	225,259	347,904
비지배지분	651	602	2,243	2,586	2,820	18	1,293	-1,472	-100	2,291	3,539

7. Valuation - Part II: Peer PER Method

7.1 동사 Peer PER 및 Target Multiple 선정 논리

Peer 및 Target Multiple 선정 과정

동사의 Peer 및 Target Multiple은 다음과 같은 과정을 거쳐 선정하였다. 먼저 글로벌 헤드램프 제조회사 중 상장사를 모집단으로 선정한 뒤, 사업 유사성을 기준으로 모집단 내에서 Peer를 선정하였다. 이후 Peer의 사업 현황, 실적, 주가 추이 등을 분석한 후 해당 내용에 근거하여 동사의 Valuation에 적용할 Target Multiple을 선정하였다.

7.2 Peer 선정

1) 모집단 선정

모집단 선정: 2018년 글로벌 헤드램프 상위 11개사 중 상장사

HIS에 따르면 2018년 기준 글로벌 헤드램프 시장의 크기는 공급물량 기준으로 약 9,341만 대이다. 글로벌 헤드램프 시장에서는 자동차 제조업체가 헤드램프를 안정적으로 공급 받기 위한 견고한 밸류체인이 유지되고 있으며, 자동차 제조업체 및 헤드램프 업체 간의 전략적 제휴도 활발히 이루어지고 있다. 이로 인해 글로벌 헤드램프 시장은 과점 형태를 띠며, 전체 물량의 약 80.5%인 약 7,515만 대의 물량을 상위 11개 업체가 전세계 자동차 제조 업체에 공급하고 있다. 이에 따라 동사를 제외한 **2018년 글로벌 헤드램프 상위 10개사 중 상장회사를 모집단으로 선정하였다.**

그림 7-1. 글로벌 헤드램프 상위 10개사 (2018)

기업	공급물량(천 대)	M/S (%)	상장여부	선정여부
Koito	17,713	19	O	선정
AL	12,274	13.1	X	-
Valeo	10,982	11.7	O	선정
Hella	8,197	8.8	O	선정
Stanley Electric	6,925	7.4	O	선정
Varroc	2,844	3	X	-
Liaowang	2,578	2.8	X	-
ZKW	2,314	2.5	X	-
Flex-N-Gate	2,048	2.2	X	-
현대모비스	1,997	2.1	O	선정

출처: IHS, SMIC 4팀

2) 사업 유사성 기준 Peer 선정

Peer 선정: 램프 매출 비중 50% 이상

동사는 작년 기준 램프 부문에서 약 2조 원의 매출을 올렸으며, 전체 매출에서 램프 부문이 차지하는 비중은 80.04%이다. 이에 따라 모집단에서 선정된 5개사 중 **2020년 기준 램프 관련 부문의 매출 비중이 50% 이상인 2개사를 Peer로 선정하였다.**

그림 7-2. 모집단 사업부별 매출 비중

기업	사업부별 매출 비중	선정여부
Koito	Automotive Lighting Equipment 61%, Electrical Equipment 30%, Others 9%	선정
Valeo	Visibility 31%, Powertrain 27%, Thermal 23%, Comfort & Driving Assistance 19%	-
Hella	Automotive Lighting 43%, Automotive Electronics 34%, Aftermarket 17%, Special Applications 6%	-
Stanley Electric	Automotive Equipment Business 70.3%, Electric Components Business 9.43%, Applied Electronic Products Business 20.27%	선정
현대모비스	모듈 및 부품제조 사업부문 (샤시, 카핏모듈 등) 80.8%, A/S용 부품 사업부문 19.2%	-

출처: 각 사 사업보고서, SMIC 4팀

7.3. Peer 분석

1) Koito (TSE: 7276)

Koito - 세계 최대 헤드램프 업체

Koito는 1915년 설립된 세계 최대의 헤드램프 공급 업체로, 일본, 미국, 영국, 중국, 인도 등 8곳에 생산 기지를 두고 도요타, 혼다, 닛산 등 일본 업체를 비롯해 폭스바겐, GM, 포드 등 전세계 주요 완성차 업체에 헤드램프를 비롯한 각종 자동차 부품을 공급하고 있다. FY2021 기준 매출액은 약 7조 1649억원에 달하며, 당기순이익은 약 3,815억원을 기록하였다. Koito의 과거 실적 및 향후 예상 실적은 다음과 같다.

그림 7-3. Koito 과거 실적 및 향후 예상 실적

(단위: 백만 엔)	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F	FY2023F
Net sales	472,843	597,502	706,470	813,477	841,456	848,868	826,257	800,928	706,380	814,627	886,435
Net sales yoy(%)		26.36%	18.24%	15.15%	3.44%	0.88%	-2.66%	-3.07%	-11.80%	15.32%	8.81%
Operating Income	37,668	49,506	64,155	82,218	92,523	103,785	101,534	82,411	56,010	92,856	110,723
OPM(%)	7.97%	8.29%	9.08%	10.11%	11.00%	12.23%	12.29%	10.29%	7.93%	11.40%	12.49%
Net income	16,625	21,378	36,060	46,303	56,692	83,397	72,895	58,022	37,610	66,567	80,497
EPS (단위: 엔)	103.46	133.04	224.41	288.15	352.80	518.90	453.52	360.99	236.98	415	497

출처: Koito 사업보고서, MarketWatch, SMIC 4팀

Koito 매출 구조

Koito의 매출 구조를 보면, 먼저 지역별 매출 비중은 일본 47.9%, 북미 22.7%, 중국 11.7%, 유럽 4.4%, 아시아 12.7%이다. 그리고 사업부별 매출 비중은 Automotive Lighting Equipment 61%, Electrical Equipment 30%, Others 9%이다. 헤드램프의 경우 Automotive Lighting Equipment 사업부에 속해 있으며, Koito 역시 동사와 마찬가지로 할로겐, HID, LED 등 다양한 종류의 헤드램프를 생산 및 납품하고 있다. 고객사별 매출은 따로 제시되어 있지 않으나, 국가별 매출 비중을 고려하였을 때 도요타가 Koito의 최대 고객인 것으로 파악된다.

그림 7-4. Koito 매출 구조

국가별 매출 비중	
Japan	47.90%
North America	22.70%
Europe	4.40%
China	11.70%
Asia	12.70%

사업부별 매출 비중	
Automotive Lighting Equipment	61%
Electrical Equipment	30%
Others	9%

출처: Koito 사업보고서, SMIC 4팀

그림 7-5. Koito 법인별 주요 납품처

법인	주요 납품처
North American Lighting, Inc.	Toyota, GM, Fiat Chrysler, Ford, Nissan, Honda
Koito Europe Limited (U.K.)	Rover Group, Audi, GM, Mazda, Honda
Shanghai Koito Automotive Lamp co., Ltd.	Volkswagen, GM, Suzuki Automobile
Thai Koito Company Limited	Toyota, Isuzu, Nissan, Auto Alliance
Inhee Lighting Co., Ltd (Korea)	Hyundai
Ta Yih Industrial Co., Ltd.	Kuozui, Yulon, Ford
India Japan Lighting Ltd.	Maruti, Tata, Honda

출처: Koito 사업보고서, SMIC 4팀

Koito 주가

- 2014-2018 증가
- 2018-2020 감소
- 2020-2021 증가

Koito의 주가는 2014년 약 2,000엔 수준에서 2018년 약 8,000엔 수준으로 크게 증가하는 모습을 보였으며, 이는 **전방 고객사의 완성차 생산량 증가 및 LED 램프 탑재율 증가에 따른 ASP 증가로 인해 실적이 큰 폭으로 개선되었기 때문인 것으로** 파악된다. 이후 자동차 경기 침체에 따라 매출 및 이익 성장이 둔화하는 모습을 보이면서 주가는 2020년 4,000엔 수준까지 하락하였으며, 이후 반등하여 현재는 약 7,420엔 수준에서 거래되고 있다.

그림 7-6. Koito 주가 추이



출처: Yahoo Finance, SMIC 4팀

2) Stanley Electric (TSE: 6923)

**Stanley Electric –
혼다, 미츠비시 등
일본 업체 중심**

Stanley Electric은 1920년 설립된 일본의 자동차 부품 업체이다. Stanley Electric 역시 헤드램프를 주력 제품으로 하고 있으며, **혼다, 미츠비시, 닛산 등 일본 완성차 업체 및 포드 등 해외 업체에 자동차 부품을 납품하고 있다.** FY2021 기준 매출액은 약 3조 6519억 원이며, 당기순이익은 약 2,769억 원이다. Stanley Electric의 과거 실적 및 향후 예상 실적은 다음과 같다.

그림 7-7. Stanley Electric 과거 실적 및 향후 예상 실적

(단위: 백만 엔)	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F	FY2023F
Net sales	263,119	329,292	359,840	404,148	388,560	442,165	434,124	391,622	359,710	414,473	443,648
Net sales yoy(%)		25.15%	9.28%	12.31%	-3.86%	13.80%	-1.82%	-9.79%	-8.15%	15.22%	7.04%
Operating Income	27,475	36,864	38,054	36,774	42,305	53,169	53,927	24,833	35,903	48,046	55,342
OPM(%)	10.44%	11.19%	10.58%	9.10%	10.89%	12.02%	12.42%	6.34%	9.98%	11.59%	12.47%
Net income	17,760	24,345	29,183	28,431	33,545	41,873	46,027	23,585	27,285	33,936	39,536
EPS (단위: 엔)					172.54	218.21	245.54	114.16	142.37	209	245

출처: Koito 사업보고서, MarketScreener, SMIC 4팀

**Stanley Electric
매출 구조**

Stanley Electric의 매출 구조를 보면, 먼저 지역별 매출 비중은 **일본 37.2%, 북미 21.7%, 중국 17.3%, 아시아 21.7%**이다. 그리고 사업부별 매출 비중은 **Automotive Equipment Business 70.3%, Electric Components Business 9.43%, Applied Electronic Products Business 20.27%**이다. 헤드램프의 경우 Automotive Equipment Business 사업부에 속해 있으며, Stanley Electric 역시 LED를 포함한 다양한 종류의 헤드램프를 생산 및 납품하고 있다. 고객사별 매출은 따로 제시되어 있지 않으나, **혼다가 Stanley Electric의 최대 고객**인 것으로 파악된다.

**Stanley Electric 주가
2016-2018 상승
2018-2020 하락
2020-2021 상승**

Stanley Electric의 주가는 2013년부터 2016년까지 횡보하는 모습을 보이다가, **2016년 중반부터 2018년까지 약 2300엔에서 4500엔 수준까지 크게 상승**하였다. 이후 자동차 경기 침체에 따라 주가는 2000엔 초반대까지 하락하였으며, 최근 다시 반등하는 추세를 보여 현재는 3,325엔에 거래되고 있다.

그림 7-8. Stanley Electric 주가 추이



출처: Yahoo Finance, SMIC 4팀

7.4 Target Multiple 선정 및 Valuation

**Peer 대비 할인 받고
있는 동사 PER**

동사의 Peer인 Koito와 Stanley Electric은 5월 28일 현재 FY2022 예상 실적 기준으로 각각 17.88, 15.91의 PER Multiple을 부여 받고 있다. 한편 동사의 **2021 예상 실적 기준 PER Multiple은 6.31**으로, 두 곳의 Peer 기업 대비 각각 **64.7%, 60.3%** 만큼 할인되어 있는 상황이다.

그림 7-9. Koito, Stanley Electric, 동사 비교

(단위: 원 / 백만 원)

기업명	Market Data		Financial Data (FY22F/21F)			Valuation
	주가 (₩/share)	시가총액 (₩ M)	매출액 (₩ M)	영업이익 (₩ M)	EPS (₩/share)	P/E x
Koito	75,270	11,665,940	8,262,273	941,783	4,209	17.88
Stanley Electric	33,723	5,833,006	4,203,751	487,316	2,120	15.91
에스엘	31,200	1,503,900	3,137,647	261,042	4,941	6.31

출처: SMIC 4팀

앞서 [6.2.2.]에서 서술한 Peer 분석 내용을 토대로 하였을 때, 본 보고서에서 파악한 동사의 Valuation 저평가 요인은 다음과 같다.

- 1) 동사의 매출 대부분이 현대기아차에서 발생하는 것과 달리, Peer 업체들은 매출처가 비교적 다변화되어 있다.
- 2) 자동차 부품 업체의 경우 고객사의 경쟁력 또한 중요하게 보아야 하는데, 동사의 주요 고객사인 현대기아차의 경쟁력이 Peer 업체의 주요 고객사인 도요타, 혼다 등 일본 완성차 업체 대비 높지 않은 것으로 평가받았다.
- 3) 동사의 주요 경쟁사가 현대기아차 그룹 계열사인 현대모비스이므로 납품 경쟁에서 밀릴 우려가 있다.

첫번째 요인은 당장 해소되기 어려움

이 중 첫번째 저평가 요인의 경우 당장은 해소되기 어려운 요인이다. 왜냐하면 앞선 산업 분석에서 서술하였듯이 완성차 업체와 헤드램프 업체의 관계가 견고하게 유지되고 있으며, 경쟁 헤드램프 업체의 업력 또한 매우 길고 기술력 또한 우수하기 때문에 동사가 새로운 고객사를 확보하기가 쉽지 않기 때문이다. 다만 동사의 고객사 중 유의미한 비중을 차지하는 GM 내에서 동사의 점유율이 증가하고 있다는 점은 긍정적으로 평가할 수 있다.

두번째 요인 해소: 현대기아차의 글로벌 경쟁력

그러나 두번째와 세번째 요인의 경우 앞의 보고서 논리에 따라 충분히 해소될 수 있다고 판단한다. 우선 현대기아차는 북미 등 해외 시장에서 판매량이 꾸준히 증가하고 있으며, 최근 현대차그룹이 발표한 8조원 규모의 미국 투자 계획은 향후 영업 실적에 대한 자신감을 보여주는 단적인 사례라고 할 수 있다. 또한, 현대기아차는 글로벌 전기차 시장에서 점유율 4위로 확실한 입지를 다지고 있으며, 해당 시장에서 폭스바겐 등 주요 업체와 비슷한 경쟁력을 지니고 있는 것으로 평가받고 있다.

세번째 요인 해소: 동사가 납품 경쟁에서 밀릴 우려 매우 낮음

그리고 동사가 이전부터 약 65% 이상의 국내 점유율을 꾸준히 유지해왔으며, 신규 출시 차종에 들어가는 헤드램프 대부분을 동사가 수주하였다는 점, 특히 개수 및 안정성 테스트 결과 등에서 현대모비스 대비 우수한 경쟁력을 보였다는 점 등을 고려할 때 동사가 납품 경쟁에서 밀릴 우려는 작다고 판단된다. 또한, 현대모비스 전체 매출에서 헤드램프가 차지하는 비중이 1% 미만으로 매우 작다는 점을 고려하였을 때 현대모비스가 동사를 밀어내기 위하여 역량을 집중할 가능성도 매우 낮다고 판단된다.

Target PER = 10.1 따라서 동사의 **Target PER Multiple**을 부여하는 데 있어 첫번째 저평가 요인만을 반영해 주는 것이 적합하다고 판단한다. 그리고 이를 반영한 적절한 Multiple 할인율을 부여해 주기 위해, 동사와 유사하게 현대기아차향 매출 비중이 60%에 달하는 만도의 글로벌 Peer 대비 할인율인 약 40%를 적용하여 **Target PER로 10.1**을 제시한다.

그림 7-10. Target PER 산출 과정

내용	PER
Koito, Stanley Electric Forward PER 평균	16.9
만도 글로벌 Peer 대비 PER 할인율	40%
동사 Target PER	10.1

출처: SMIC 4팀

이에 본 보고서의 논의를 종합하여 **목표주가 50,000원**, 현재 주가 대비 **상승여력 60.3%**, **투자의견 Buy**를 제시한다.

2021F	
당기순이익(백만 원)	227,574
유통가능주식수	46,055,462
2021F EPS(원)	4,941
Target PER	10.1
목표주가(원)	50,000
현재주가(원)	31,200
상승여력	60.3%

8. Appendix

8.1. 현대차와 BMS 계약

종합 전장 기업으로
도약 가능성 있다...!

2020년 3월 30일, 동사는 현대차향 BMS(Battery Management System) 수주를 공시한 바 있다. 수주 규모는 총 626억원이며, 향후 3년간 발생하는 구조로 2021년 말부터 현대차로 공급될 예정이다.

기존 현대차그룹의 BMS 공급은 현대모비스의 전동화 사업부에서 독점 공급해왔지만, 2021년부터는 물량이 급증하면서 그룹사와 협력사로도 이원화된 것으로 보여진다. 현대차그룹의 BEV 볼륨은 2020년 약 20만대에서, 2021년 E-GMP 양산에 시작하며, 2022년에는 최소 50~60만대 수준으로 늘어날 것으로 전망된다.

국내에서는 현대모비스, LG이노텍(GM대응)이 각각 BMS를 생산해왔으나, 추가적으로 동사까지 확대되는 구조로 판단된다.

장기적인 멀티플
상향 압력으로 작용

동사는 그동안 자회사 HSL(Hella와의 합작사)를 통해 내연기관 배터리용 센서 IBS를 공급해왔으며, 4Q19부터는 Hella의 지분 인수를 완료하며, 동사의 연결 실적으로 편입되었다. 이는 동사가 본격적으로 전장사업을 확대하는 것으로 해석되며, 장기적으로는 사업 포트폴리오 다변화에 따른 멀티플 상향을 기대할 수 있다.

8.2. 헤드램프 매출 추정 자료

8.2.1. 국내 헤드램프 매출

(1) 국내 현대차

(단위: 대, 백만 원)	1Q21			2Q21F			3Q21F			4Q21F		
	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출
현대차												
아이오닉	52,339	3,972	6,536	50,285	3,817	6,279	49,256	3,738	6,151	49,651	3,768	6,200
i30	13,337	1,087	1,789	12,814	1,045	1,719	12,551	1,023	1,683	12,652	1,031	1,697
쏘나타	4,704	389	640	4,519	374	615	4,427	366	602	4,462	369	607
그랜저	22,761	12,926		21,868	12,419		21,420	12,164		21,592	12,262	
G70	26,302	16,341		25,270	15,699		24,753	15,378		24,951	15,501	
G90	4,268	2,942		4,101	2,827		4,017	2,769		4,049	2,791	
베뉴	2,220	2,043		2,133	1,963		2,089	1,923		2,106	1,938	
투싼	19,039	1,460	2,402	18,292	1,402	2,307	17,918	1,374	2,260	18,061	1,385	2,278
넥쏘	44,750	3,720	6,121	42,994	3,574	5,880	42,114	3,501	5,760	42,451	3,529	5,806
클라세이드	2,051	1,748		1,971	1,680		1,930	1,645		1,946	1,659	
GV70	39,590	26,197		38,036	25,169		37,258	24,654		37,556	24,851	
GV80	10,230	7,513		9,829	7,219		9,627	7,070		9,705	7,128	
아이오닉(EV)	12,499	10,132		12,008	9,734		11,763	9,535		11,857	9,611	
아이오닉5	4483	3,267		4,307	3,138		4,219	3,074		4,253	3,099	
아이오닉6	14	11		19,230	15,414		20,302	16,273		30,454	24,411	
코나(EV)	1,381	979		1,327	941		1,300	921		1,310	929	
LCV	43,399	4,175	6,870	41,696	4,011	6,600	40,843	3,929	6,465	41,170	3,961	6,517
HCV	9,423	1,064	1,751	9,053	1,022	1,682	8,868	1,001	1,648	6	1	1
합계	312,790	99,966	26,107	319,745	111,447	25,082	314,667	110,340	24,569	327,177	118,223	23,106

(단위: 대, 백만 원)	1Q22F			2Q22F			3Q22F			4Q22F		
	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출
현대차	48,546	4,474	5,851	49,677	4,578	5,987	48,593	4,478	5,856	49,647	4,576	5,983
아이오닉	12,371	1,225	1,601	12,659	1,253	1,639	12,382	1,226	1,603	12,651	1,252	1,638
i30	4,363	438	573	4,464	448	586	4,367	438	573	4,462	448	586
쏘나타	21,112	11,990		21,603	12,268		21,132	12,001		21,590	12,261	
그랜저	24,396	15,156		24,964	15,509		24,419	15,171		24,949	15,500	
G70	3,959	2,729		4,051	2,792		3,963	2,732		4,049	2,791	
G90	2,059	1,895		2,107	1,939		2,061	1,897		2,106	1,938	
베뉴	17,659	1,644	2,150	18,070	1,682	2,200	17,676	1,646	2,152	18,060	1,681	2,199
투싼	41,507	4,190	5,479	42,473	4,287	5,606	41,547	4,194	5,484	42,448	4,285	5,603
넥쏘	1,903	1,622		1,947	1,659		1,905	1,624		1,946	1,659	
엘리세이드	36,720	24,298		37,575	24,864		36,756	24,322		37,553	24,849	
GV70	9,489	6,969		9,710	7,131		9,498	6,976		9,704	7,127	
GV80	11,593	9,397		11,863	9,616		11,604	9,406		11,856	9,610	
아이오닉(EV)	4,158	3,030		4,255	3,101		4,162	3,033		4,253	3,099	
아이오닉5	29,776	23,867		30,470	24,424		29,805	23,891		30,452	24,409	
아이오닉6	11,617	10,243		12,848	11,328		14,585	12,860		20,950	18,472	
코나(EV)	1,281	908		1,311	929		1,282	909		1,310	929	
LCV	40,254	4,703	6,150	41,191	4,812	6,293	40,293	4,707	6,156	41,167	4,809	6,289
HCV	6	1	1	6	1	1	6	1	1	6	1	1
합계	331,515	128,778	21,804	340,194	132,623	22,312	334,791	131,509	21,825	348,101	139,696	22,299

(2) 국내 기아차

(단위: 대, 백만 원)	1Q21			2Q21F			3Q21F			4Q21F		
	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출
기아차	31,620	4,252	4,544	33,798	4,544	4,544	35,728	4,804	4,804	36,882	4,959	4,959
레이	7,879	1,136	1,214	8,422	1,214	1,214	8,903	1,284	1,284	9,190	1,325	1,325
프라이드	13,758	1,004	1,652	14,706	1,073	1,766	15,546	1,134	1,866	16,048	1,171	1,927
스투닉	23,607	1,803	2,966	25,233	1,927	3,170	26,674	2,037	3,351	27,535	2,103	3,459
셀토스	34,290	19,335		36,652	20,667		38,745	21,847		39,996	22,552	
쏘울	24,367	1,910	3,143	26,045	2,042	3,360	27,532	2,159	3,552	28,421	2,228	3,666
니로	37,287	3,095	5,092	39,855	3,308	5,443	42,131	3,497	5,754	43,492	3,610	5,939
스포티지	32,553	1,921		34,795	2,054		36,782	2,171		37,970	2,241	
모하비	3,456	2,520		3,694	2,693		3,905	2,847		4,031	2,939	
카니발	36,541	23,278		39,058	24,882		41,288	26,303		42,622	27,152	
봉고3	25,183		4,406	26,917		4,710	28,454		4,979	29,373		5,139
EV6							5,847	4,144		7,153	5,070	
합계	270,541	54,866	22,647	289,173	58,645	24,207	311,532	66,139	25,589	322,711	69,067	26,415

(단위: 대, 백만 원)	1Q22F			2Q22F			3Q22F			4Q22F		
	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출
기아차	29,223	3,929	4,173	31,033	4,173	4,173	33,447	4,497	4,497	34,622	4,655	4,655
레이	7,282	1,050	1,115	7,733	1,115	1,115	8,335	1,202	1,202	8,627	1,244	1,244
프라이드	12,716	1,127	1,473	13,503	1,196	1,565	14,553	1,290	1,686	15,064	1,335	1,746
스투닉	21,818	2,023	2,645	23,169	2,148	2,809	24,971	2,315	3,028	25,848	2,397	3,134
셀토스	31,691	17,869		33,654	18,976		36,271	20,452		37,545	21,170	
쏘울	22,520	2,144	2,804	23,914	2,277	2,977	25,775	2,454	3,209	26,680	2,540	3,322
니로	34,461	20,431		36,595	21,696		39,441	23,384		40,826	24,205	
스포티지	30,085	1,776		31,949	1,886		34,434	2,032		35,643	2,104	
모하비	3,194	2,329		3,392	2,473		3,656	2,665		3,784	2,759	
카니발	33,771	21,514		35,863	22,846		38,652	24,624		40,010	25,488	
봉고3	23,274		3,891	24,715		3,948	26,637		4,066	27,573		4,022
EV6	7,589	5,379		9,847	6,980		10,485	7,432		11,079	7,853	
합계	257,622	74,591	15,793	275,364	80,478	16,587	296,656	86,647	17,688	307,301	89,851	18,123

(3) 국내 GM

(단위: 대, 백만 원)	1Q21			2Q21F			3Q21F			4Q21F		
	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출
GM	13,317	968	968	13,317	968	968	13,317	968	968	13,317	968	968
말리부	2,262	398	398	2,262	398	398	2,262	398	398	2,262	398	398
카마로	20	10	10	20	10	10	20	10	10	20	10	10
볼트EV	175	82	82	175	82	82	175	82	82	175	82	82
트렉스	64,735	8,797	8,797	64,735	8,797	8,797	64,735	8,797	8,797	64,735	8,797	8,797
트레일블레이저	4,604	671	671	4,604	671	671	4,604	671	671	4,604	671	671
이쿼릭스	500	47	47	500	47	47	500	56	43	500	78	41
트레버스	761	355	355	761	355	355	761	355	355	761	355	355
콜로라도	940	414	414	940	414	414	940	414	414	940	414	414
다마스	1,226	90	90	1,226	90	90	1,226	90	90	1,226	90	90
라보	1,483	92	92	1,483	92	92	1,483	92	92	1,483	92	92
합계	90,023	890	11,063	90,023	901	11,061	90,023	917	11,059	90,023	939	11,057

(단위: 대, 백만 원)	1Q22F			2Q22F			3Q22F			4Q22F		
	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출
GM	9,322	677	677	9,322	677	677	9,322	677	677	9,322	677	677
말리부	1,583	278	278	1,583	278	278	1,583	278	278	1,583	278	278
카마로	14	7	7	14	7	7	14	7	7	14	7	7
볼트EV	123	58	58	123	58	58	123	58	58	123	58	58
트렉스	45,315	6,158	6,158	45,315	6,158	6,158	45,315	6,158	6,158	45,315	6,158	6,158
트레일블레이저	3,223	470	470	3,223	470	470	3,223	470	470	3,223	470	470
이쿼릭스	350	76	27	350	107	26	350	150	25	350	210	24
트레버스	533	249	249	533	249	249	533	249	249	533	249	249
콜로라도	658	290	290	658	290	290	658	290	290	658	290	290
다마스	858	63	63	858	63	63	858	63	63	858	63	63
라보	1,038	65	65	1,038	65	65	1,038	65	65	1,038	65	65
합계	63,017	679	7,739	63,017	710	7,737	63,017	753	7,736	63,017	812	7,735

8.2.2. 미국 헤드램프 매출

(1) 미국 현대차

(단위: 대, 백만 원)	1Q21			2Q21F			3Q21F			4Q21F		
	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출
현대차												
Sonata	21,249	10,535		21,396	10,607		21,126	10,474		21,126	10,474	
Santa Fe	31,107	15,901		31,322	16,011		30,928	15,810		30,928	15,810	
Tucson	8,368	6,098		8,426	6,140		8,320	6,063		8,320	6,063	
합계	60,724	32,534		61,143	32,758		60,374	32,346		60,374	32,346	

(단위: 대, 백만 원)	1Q22F			2Q22F			3Q22F			4Q22F		
	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출
현대차												
Sonata	21,225	10,523		21,249	10,535		21,396	10,607		21,126	10,474	
Santa Fe	31,072	15,883		31,107	15,901		31,322	16,011		30,928	15,810	
Tucson	8,359	6,091		8,368	6,098		8,426	6,140		8,320	6,063	
합계	60,656	32,497		60,724	32,534		61,143	32,758		60,374	32,346	

(2) 미국 기아차

(단위: 대, 백만 원)	1Q21			2Q21F			3Q21F			4Q21F		
	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출
기아차												
Optima / K5	21,130	10,497		22,337	11,097		22,639	11,247		23,545	11,697	
Sorento	23,750	12,193		25,107	12,890		25,446	13,064		26,464	13,587	
Telluride	24,865	13,432		26,286	14,199		26,641	14,391		27,707	14,967	
합계	69,745	36,122		73,730	38,187		74,727	38,703		77,716	40,251	

(단위: 대, 백만 원)	1Q22F			2Q22F			3Q22F			4Q22F		
	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출
기아차												
Optima / K5	22,339	11,098		23,616	11,732		23,935	11,891		24,893	12,367	
Sorento	25,109	12,891		26,544	13,628		26,903	13,812		27,979	14,365	
Telluride	26,288	14,201		27,790	15,012		28,166	15,215		29,293	15,824	
합계	73,737	38,190		77,951	40,372		79,004	40,918		82,164	42,555	

(3) 미국 GM

(단위: 대, 백만 원)	1Q21			2Q21F			3Q21F			4Q21F		
	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출
GM												
Bolt EV	5,189	2,940		5,189	2,940		5,189	2,940		5,189	2,940	
Camaro	7,444	3,754		7,444	3,754		7,444	3,754		7,444	3,754	
Cruze	196	90		196	90		196	90		196	90	
Malibu	25,663	12,544		25,663	12,544		25,663	12,544		25,663	12,544	
Terrain				25,000	12,220		25,000	12,220		25,000	12,220	
Sierra												
합계	38,491	19,328		63,491	31,548		63,491	31,548		63,491	31,548	

(단위: 대, 백만 원)	1Q22F			2Q22F			3Q22F			4Q22F		
	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출
GM												
Bolt EV	5,189	2,940		5,189	2,940		5,189	2,940		5,189	2,940	
Camaro	7,444	3,754		7,444	3,754		7,444	3,754		7,444	3,754	
Cruze	196	90		196	90		196	90		196	90	
Malibu	25,663	12,544		25,663	12,544		25,663	12,544		25,663	12,544	
Terrain	25,000	12,220		25,000	12,220		25,000	12,220		25,000	12,220	
Sierra	30,000	14,664		30,000	14,664		30,000	14,664		30,000	14,664	
합계	93,491	46,211		93,491	46,211		93,491	46,211		93,491	46,211	

8.2.3. 인도 헤드램프 매출

(1) 인도 현대차

(단위: 대, 백만 원)	1Q21			2Q21F			3Q21F			4Q21F		
	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출
현대차												
Santro	9,401		984	6,875		720	7,525		788	7,493		784
i10	2		0	1		0	2		0	2		0
Aura	14,690		1,768	10,742		1,293	11,759		1,415	11,709		1,409
Nios	38,556		5,324	28,195		3,893	30,863		4,261	30,732		4,243
Xcent	652		68	477		50	522		55	520		54
i20	27,971		4,014	20,454		2,935	22,390		3,213	22,295		3,199
Elantra	125		48	91		35	100		38	100		38
Verna	13,250		2,454	9,689		1,794	10,606		1,964	10,561		1,956
Venue	35,755		4,980	26,146		3,642	28,621		3,986	28,499		3,969
Creta	45,662		9,181	33,391		6,714	36,551		7,349	36,395		7,318
Tucson	420		191	307		140	336		153	335		152
Kona	42		20	31		15	34		16	33		16
합계	186,526		29,032	136,400		21,230	149,309		23,239	148,673		23,140

(단위: 대, 백만 원)	1Q22F			2Q22F			3Q22F			4Q22F		
	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출
현대차												
Santro	12,415		1,299	9,079		950	9,938		1,040	9,896		1,036
i10	3		0	2		0	2		0	2		0
Aura	19,400		2,335	14,187		1,708	15,529		1,869	15,463		1,861
Nios	50,919		7,031	37,235		5,141	40,759		5,628	40,586		5,604
Xcent	861		90	630		66	689		72	686		72
i20	36,940		5,301	27,013		3,877	29,569		4,243	29,443		4,225
Elantra	165		63	121		46	132		50	132		50
Verna	17,499		3,240	12,796		2,369	14,007		2,594	13,947		2,583
Venue	47,320		6,577	34,530		4,809	37,798		5,265	37,637		5,242
Creta	60,303		12,125	44,098		8,867	48,271		9,706	48,066		9,665
Tucson	555		252	406		184	444		202	442		201
Kona	55		27	41		20	44		22	44		21
합계	246,335		38,341	180,136		28,037	197,184		30,691	196,344		30,560

(2) 인도 기아차

(단위: 대, 백만 원)	1Q21			2Q21F			3Q21F			4Q21F		
	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출
기아차												
Sonet	30,439		4,160	28,443		3,887	27,349		3,738	23,187		3,169
Seltos	35,566		7,123	33,234		6,656	31,956		6,400	27,093		5,426
Carnival	773		388	722		363	695		349	589		296
합계	66,778		11,671	62,400		10,906	60,000		10,486	50,869		8,891

(단위: 대, 백만 원)	1Q22F			2Q22F			3Q22F			4Q22F		
	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출	자동차 판매량	LED 램프 매출	할로겐 램프 매출
기아차												
Sonet	37,534		5,130	35,073		4,793	33,724		4,609	28,592		3,908
Seltos	43,856		8,783	40,981		8,207	39,405		7,892	33,408		6,691
Carnival	953		479	891		447	856		426	726		365
합계	82,343		14,391	76,945		13,448	73,986		12,931	62,726		10,963

Notice.

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