



S.T.A.R Research

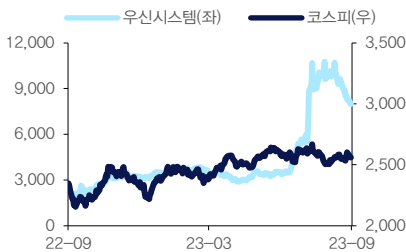
Company Report 23.09.21

Team 5's Opinion

Conviction Buy

목표주가	15,800
현재주가	7,990
상승여력	97.8%

Stock Price



Key Information

KOSPI 지수	2,559.74
52주 최고/최저(원)	11,570 / 1,960
시가총액(억 원)	1,463
발행주식수(주)	18,314,054
22년 배당수익률(%)	0.38
주요주주 지분율(%)	36.79

ESG Grade

ESG평가 등급	A+	A	B+	B	C	D
환경(E)	A+	A	B+	B	C	D
사회(S)	A+	A	B+	B	C	D
지배구조(G)	A+	A	B+	B	C	D

Consensus

	2023F	2024F
매출액(억 원)	2,802	6,397
영업이익(억 원)	110	394
영업이익률(%)	3.93	6.16
순이익(억 원)	70	305
EPS(원)	382	1,654
PER(배)	20.96	4.84

S.T.A.R Research

조근원
010.8707.2062
sky892890@naver.com
47th member

유재현
010.9072.3368
jhyoo970121@naver.com
47th member

이동재
010.2874.2398
bryandl@g.skku.edu
48th member

임현정
010.3068.0340
guswdj0340@gmail.com
48th member

우신시스템 (KQ.017370)

우리 신사업, 안전벨트 매고 출발!

목표주가 15,800원으로 강력 매수 제시

본 리서치 팀은 SOTP Peer P/E Valuation에 따라 목표주가 15,800원으로 강력 매수를 주장한다. 동사의 '23년도 매출액과 영업이익은 각각 2,944억 원(YoY +15.7%), 96억 원(YoY +20.6%)으로 전망하며, '24년도 매출액과 영업이익은 각각 5,766억 원(YoY +95.9%), 481억 원(YoY +398.3%)으로 전망한다.

투자포인트1. 두번째 산업개척, 이젠 2차전지로 Charge!

'23년, '24년 동사의 2차전지 모듈/팩 조립 자동화설비 부문 매출액은 각각 259억 원, 2,332억 원으로 전망된다. 이는 1) 기술적 우위, 2) 완성차 업체와의 확고한 네트워크, 3) 2차전지 사업부부문의 확장성에 기인한다.

지난 7월, 동사는 기존 '22년 매출에 필적하는 약 2,600억 규모의 수주를 공시하며 해당 부문의 가능성을 본격적으로 증명하기 시작했다. EV의 시장이 구조적인 성장세를 보이는 현재, 동사는 블루오벌SK의 캔터키 2-2공장 수주입찰에 대한 확실한 경쟁력을 바탕으로 LGES의 JV 및 완성차 업체들의 단독 배터리 조립 공장에도 수주 가능성을 보이며 '24년 기대 매출 2,332억(YoY +800%)를 향해 달려가고 있다.

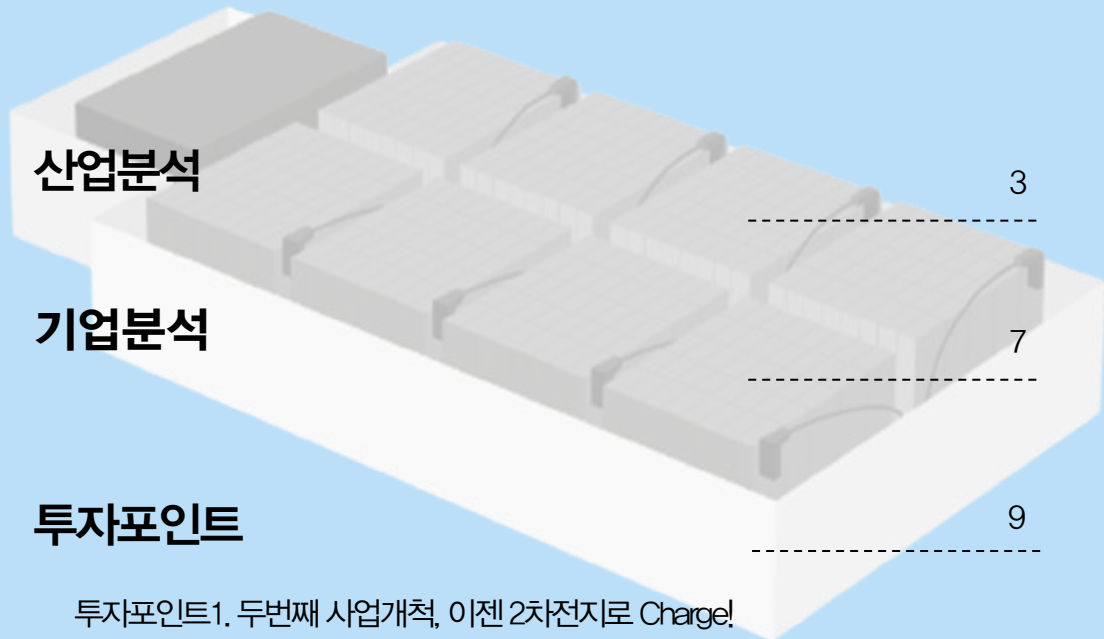
투자포인트2. Welcome to 우신, Fasten Your SEATBELTS

'23년, '24년 동사의 안전벨트 부문 매출액은 각각 1,436억 원, 2,281억 원으로 전망된다. 이는 1) 안전벨트 시장의 성장, 2) TAKATA 파산으로 인한 동사의 반사수혜, 3) 경쟁사와 차별화되는 동사의 경쟁력에 기인한다. 동사는 특히 GM, Ford를 중심으로 한 북미 내 매출액 증대가 기대된다.

따라서 동사는 장기적으로 Autoliv, ZF-TRW와 함께 글로벌 안전벨트 시장을 이끌어 갈 수 있는 유리한 위치를 선점할 것으로 판단된다.

투자지표	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액(억 원)	2,407	2,623	2,545	2,944	5,766
영업이익(억 원)	(36)	(115)	80	96	481
영업이익률(%)	-1.5%	-4.4%	3.1%	3.3%	8.3%
순이익(억 원)	(127)	(129)	28	42	335
순이익률(%)	-5.3%	-4.9%	1.1%	1.4%	5.8%
EPS(원)	-696	-706	155	227	1,832
PER	-	-	21.2	35.2	4.4

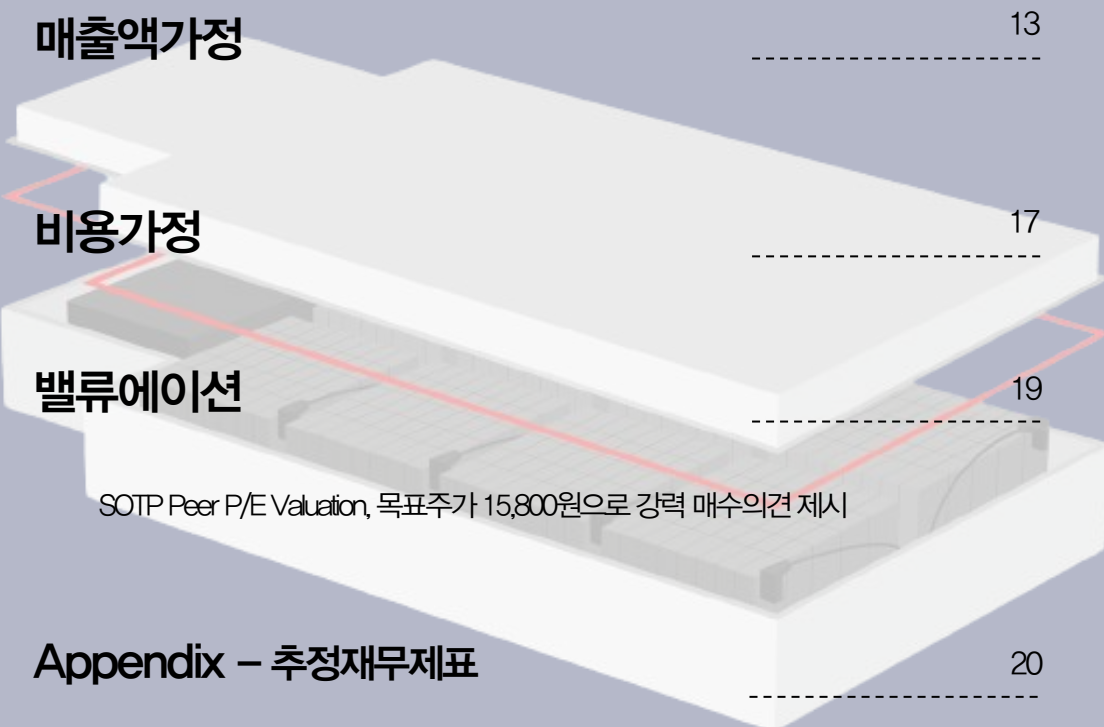
CONTENTS



산업분석	3
기업분석	7
투자포인트	9

투자포인트1. 두번째 사업개척, 이젠 2차전지로 Charge!

투자포인트2. Welcome to 우신, Fasten Your SEATBELTS



매출액가정	13
비용가정	17
밸류에이션	19
Appendix – 추정재무제표	20

SOTP Peer P/E Valuation, 목표주가 15,800원으로 강력 매수 의견 제시

산업분석

EV와 ESS가 이끄는 2차전지 시장

2차전지 시장, EV가 끌고 ESS가 당긴다!

SNE리서치에 따르면, 2차전지 시장 규모(팩 기준)는 '23년 1,201억 달러에서 '30년 4,101억 달러로(CAGR + 19.18%) 가파르게 성장할 전망이다. 이러한 성장은 1) EV 시장의 구조적인 성장, 2) ESS의 필요성 증대에 기인한다. 가파른 성장에도 불구하고, 보조금 축소로 인한 전기차 판매 둔화와 글로벌 경기 침체로 인하여 불확실성이 일부 존재하는 상황이다. 하지만 1) 정책에 기반하여 전기차로의 전환이 구조적으로 이루어질 수 밖에 없다는 점, 2) ESS 시장이 전망치 보다 가파르게 성장하고 있다는 점을 고려하면, 2차전지 산업은 시장의 기대를 충족시킬 수 있을 것으로 전망한다.

EV: 대세에는 지장 없다!

EV, 정책에 기반한 구조적인 성장

산업 조사기관인 블룸버그NEF에 따르면, 전기차는 '23년 초 기준으로 누적 2,700만 대 가량 보급되었고 해당 수치는 '26년 1억 대, '40년 7억 대로 급증할 전망이다. [도표1] 이에 반해 내연기관 차량은 '26년에 '17년 대비 39.0% 낮아질 것으로 예상된다. 이러한 성장은 1) 내연기관 신차 판매 중지, 2) 각국의 전기차 지원 정책에 기인한다. 유럽 연합과 미국의 주요 도시 등에서 '35년에 내연기관자동차 판매가 금지될 전망이다. 이러한 정책과 더불어, 1) 전기차 구매 보조금, 2) 전기차 인프라 구축, 3) 전기차 생산지원까지 더해지며 전기차 전환이 가속화될 전망이다. 미국은 IRA와 더불어, 올해 8월 전기차 공장으로 전환하는 내연기관차 생산 업체에 16조원 규모의 예산을 투입하기로 결정했다.

ESS: 예상보다 크고 가파른 성장

ESS, 2차전지 시장의 새로운 성장 동력

미국과 유럽의 ESS시장은 '23년 55GWh, '30년 1,261GWh(CAGR + 56.44%)로 가파르게 성장할 전망이다. [도표2] SK증권이 추정하는 바에 따르면, '30년 글로벌 EV용 배터리 수요(중국 제외)는 1,492GWh, ESS용 배터리 수요(미국, 유럽)는 1,261GWh이다. EV 대비 ESS 비중이 약 84.5%에 달한다. 이는 기존 전망치 대비 과감한 추정치이지만, 현재 ESS 배터리 출하량을 추적해보면 기존 추정치가 보수적 추정임을 알 수 있다. SNE리서치에 따르면 '22년 글로벌 ESS시장 규모를 75GWh로 추정하였는데, SMM 자료에 따르면 올해 2분기까지의 ESS 배터리 출하량은 87GWh이다. '22년 CATL의 ESS 출하량이 47GWh인 점까지 고려하면, 현재 ESS에 대한 시장 전망치가 과소 추정되어 있음을 파악할 수 있다.

과소추정된 ESS 전망, 실적이 증명한다!

중국 뿐만 아니라 북미에서도 ESS 성장세가 가파르는데, 이는 신재생에너지의 간헐성에 대응하기 위해 ESS가 필수적이라는 점에 기인한다. 테슬라의 경우, ESS매출이 '22년 2분기 8.7억 달러에서 '23년 15억 달러(YoY + 74%)로 가파르게 성장했다. ESS 및 솔루션을 판매하는 FUENCE ENERGY의 경우, ESS 수요 증가를 기반으로 실적 전망치를 지속적으로 상향하고 있다. 지난 분기 컨퍼런스에서 '23년 매출액 가이드를 15.6% 상향한 것에 이어, 이번 분기 컨퍼런스에서 추가적으로 8.1% 추가로 상향하였다. 이에 더해, '24년에 '23년 대비 ESS파트에서 약 40%가량의 성장을 전망하고 있다.

도표 1. 예상 전기차 대수 (누적)

(단위: 만 대)

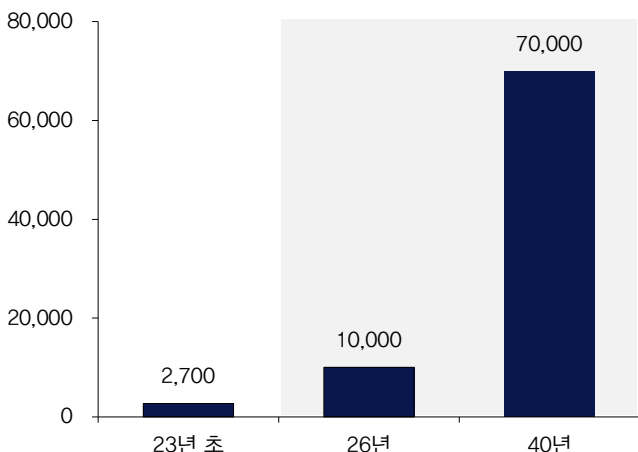
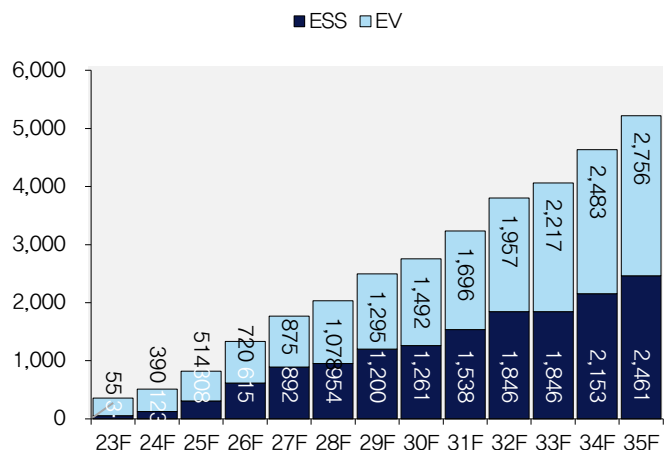


도표 2. EV, ESS 시장 전망

(단위: GWh)



자료: 블룸버그NEF, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

자료: RICS(영국왕립서베이협회), 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

산업분석

2차전지 시장에서 장비에 주목하자!

셀? 소재? 지금은 장비를 보자!

장비, 싹데 좋다!

본 리서치팀은 '23~'25년에는 소재 업체 대비 2차전지 장비 업체에 주목해야 한다고 판단한다. 이는 1) 장비업체의 밸류 매력도가 높고, 2) 영업이익 성장세가 가파름에 기인한다. 장비주는 소재 대비 가파른 실적 성장이 예상되지만, 비교적 낮은 밸류를 받고 있는 상태이다. 장비 4개社(피엔티, 하나기술, 티에스아이, 원준)의 '22~'24년의 영업이익 CAGR 평균은 +80.43%이다. 소재 4개社(에코프로비엠, 코스모신소재, 나노신소재, 포스코퓨처엠)의 경우 +57.72%이다. 장비주의 영업이익 성장 전망이 더 좋은 상황에서, 해당 장비사의 12m PER 평균은 20.5배이다. 소재 대표사의 경우, 12m PER 평균이 80.4배로 장비사와 약 4배 가량 차이가 나는 상황이다. [도표 3] 장비 업체의 이러한 실적 성장은 국내 배터리 3사가 '23~'24년에 적극적인 투자를 한다는 점에 기인한다. [도표 4] 리드타임을 고려했을 때, 장비사는 '23년~'24년에 대규모 수주 사이클의 수혜를 받을 것으로 전망한다. [도표 5]

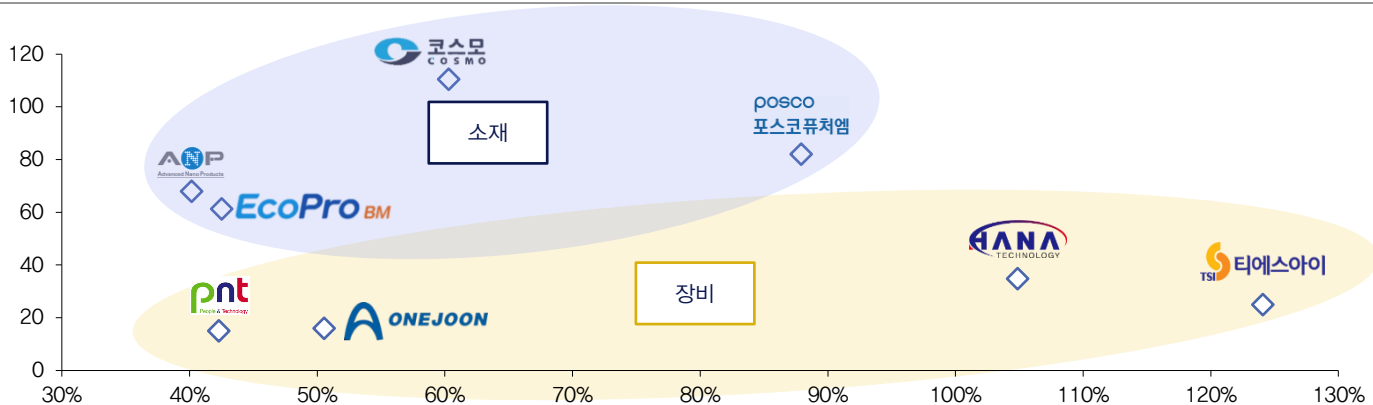
2차전지 장비 Peak-Out 우려는 제한적

성장하는데 피크아웃?

국내 셀 업체의 대규모 투자 이후에도, 2차전지 장비사의 피크아웃 우려는 제한적일 것으로 전망하는데, 이는 1) 유럽 로컬 셀 업체들의 투자, 2) 완성차 업체의 추가적인 배터리 공장 확보 필요성에 기인한다. 유럽 배터리사의 증설 전망치는 '22년 31GWh, '25년 269GWh, '30년 597GWh로 가파르게 성장할 전망이다. [도표 6] 완성차의 북미 EV용 배터리 수요 공급 밸런스의 경우, 기 확보된 677GWh에 더해 향후 993GWh의 추가적인 공급이 필요한 상황이다. [도표 7] 장비주 특성 상 사이클에 취약하고 매출이 일시적이라는 우려가 상존한다. 따라서 영업이익 성장, 밸류 매력도 뿐만 아니라 매출의 지속성까지 확보되어야 주가 상승이 이루어지는데, 본 리서치 팀은 현재 2차전지 장비주가 주가 상승을 위한 조건을 모두 갖추고 있다고 판단한다.

도표 3. 2차전지 소재주, 장비주 영업이익 성장률 및 12m Fwd PER

(X축: 영업이익률 성장률, Y축: 12m Fwd PER)



자료: 각 사 종합, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 4. 국내 3사 배터리 공장 장비 발주 타임라인

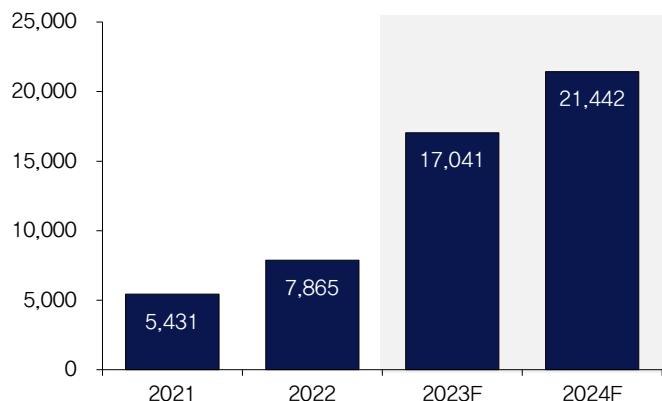
회사	2023F		2024F	
	2H	1H	1H	2H
LG에너지솔루션	미국 미시간(GM JV 3, 50GWh)			
	캐나다 온타리오(Stellantis JV, 49GWh)			
	미국 미시간 단독 공장(증설, 15GWh)			
	미국 오하이오(Honda JV, 40GWh)			
	미국 조지아(현대차 JV, 30GWh)			
	미국 애리조나 단독 공장(43GWh)			
	오창 1공장 증설(4GWh)			
	튀르키예 공장(Ford-코치 JV, 25GWh)			
SK온	미국 테네시/켄터키(BOSK, 43GWh)			
	서산 증설(15GWh)			
	미국 테네시/켄터키(BOSK, 43GWh)			
삼성SDI			미국 인디애나(Stellantis JV, 33GWh)	

자료: 각 사 종합, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

산업분석

도표 5. 장비 업체 수주 잔고 전망

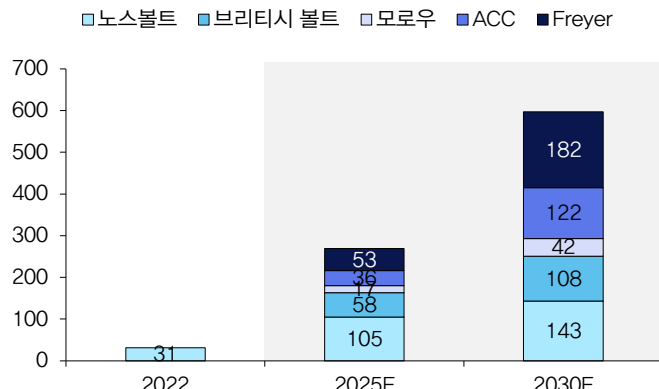
(단위: 십억 원)



자료: 각 사 종합, 성균관대학교 금융투자학회 S,T,AR

도표 6. 유럽 배터리사 CAPEX 합산

(단위: Gwh)



자료: Battery-de news, 성균관대학교 금융투자학회 S,T,AR

도표 7. 북미 완성차 업체 EV용 배터리 수급 전망

OEM	EV(천대)	배터리(GWh)	기확보(GWh)	필요(GWh)	비고
GM	3,249	247	185	62	LGES(135)+SDI(50)
Ford	2,756	214	174	40	SK온(129)+LGES(45)+CATL(TBD)
Stellantis	2,388	188	85	103	LGES(TBD)
Toyota	2,690	193	-	193	LGES(40)
Honda	1,799	126	40	86	LGES(TBD)+SK온(TBD)
현대기아	1,662	112	-	112	AESC(3,TBD)
르노닛산	1,759	123	3	120	VW(TBD)
VW	911	61	-	61	AESC(TBD)
Daimler	570	42	-	42	AESC(TBD)
BMW	414	28	-	28	Pana(90)+TESLA(100)
TESLA	3,000	206	190	16	-
Others	1,747	129	-	129	-
Total	22,945	1,669	677	992	-

자료: 각 사 종합, 성균관대학교 금융투자학회 S,T,AR

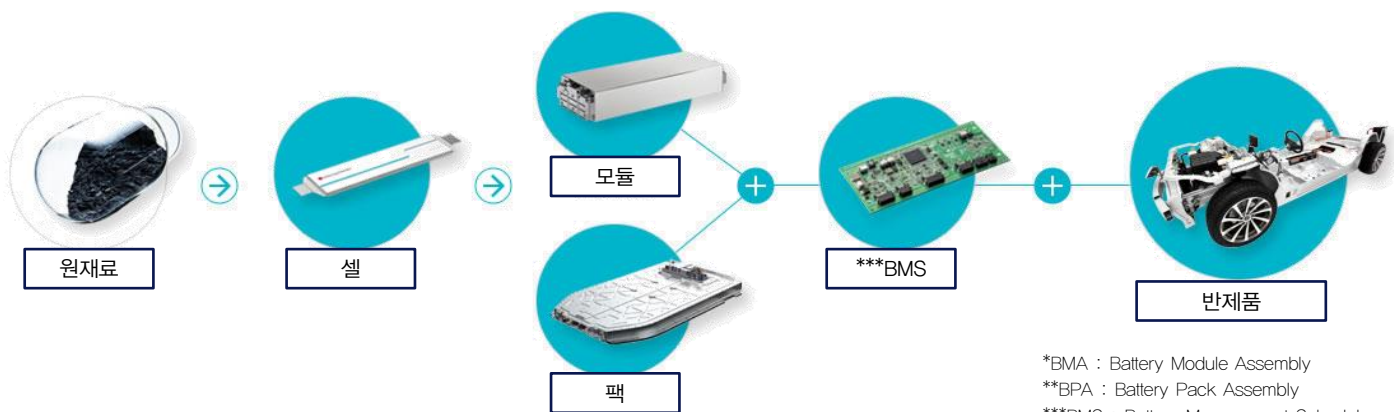
모듈, 팩 조립 라인 자동화에 집중하자!

모듈, 팩 조립 자동화 장비는 무엇일까?

셀 → 모듈 → 팩

배터리는 '셀 → 모듈 → 팩'으로 구성된다. 제조된 여러 개의 셀을 연결한 뒤, 모듈 케이스에 고정하면 모듈이 만들어진다. 이후 배터리 팩 크기에 맞게 모듈 여러 개를 넣고 연결하면 팩이 완성된다. 수십 개의 셀을 모듈화(BMA)하고, 모듈을 팩화(BPA), 팩에 배터리 시스템을 조립(BSA)하는 일은 전기차 생산의 증가와 함께 빠르게 늘어나고 있다. 이런 상황 속에서 *BMA, **BPA를 수동으로 작업하는 것은 비용과 생산능력 저하로 이어졌다. 따라서, 모듈, 팩 조립 자동화 장비에 대한 수요가 늘어나고 있는 상황이다. 흔히 알려져 있는 대부분의 2차전지 장비는 셀 제조에 쓰이는 장비이고, 모듈과 팩을 조립하는 장비는 셀 완성 이후에 쓰이는 장비로서 명확히 구분할 필요가 있다.

도표 8. BMA, BPA, BSA



*BMA : Battery Module Assembly
 **BPA : Battery Pack Assembly
 ***BMS : Battery Management Schedule

자료: 산업 자료, 성균관대학교 금융투자학회 S,T,AR

산업분석

빠른 전기차,
필수적인 자동화

전기차로의 빠른 전환, 자동화가 시급하다!

현대차그룹에 배터리팩을 납품하는 H그린파워의 누적 생산량 추이는 '17년 51.1만 개에서 '21년 200.1만 개로 가파르게 증가했다. [도표9] 셀을 모듈화하고, 모듈을 팩화하는 공정의 수요가 빠르게 증가하고 있는 반면, 해당 공정의 자동화 공정은 미흡한 상황이다. 셀을 제조하는 공정은 셀 업체들의 자동화 노력으로 자동화율과 생산속도가 과거 대비 향상되었지만, 셀 제조 이후 패키징 공정은 표준화 부족과 자동화 투자 지연을 이유로 문제가 존재하는 상황이다. 이와 관련하여, GM의 메리 바 CEO는 '23년 2Q 실적 발표 이후 "새로운 전기차용 배터리 팩 생산이 지연되고 있어 실망적"이라며 "이는 공급업체가 자동화된 제조기계를 제공할 능력이 없기 때문"이라고 언급하였다. 팩 생산 지연으로 인해 Silverado 픽업트럭은 6개월 이상 출시가 지연되었고, 올해 10월부터 내년 봄까지 GM의 상업용 밴 생산도 중단할 것으로 전망된다. 과거 테슬라의 경우에도, 셀 모듈화 라인을 기가팩토리 EV 생산 공정 내 Key Bottleneck으로 지목하면서 자동화 필요성을 강조했다. 이후 배터리 모듈 & 팩 조립업체인 ATW Automation을 직접 인수하여 배터리 모듈, 팩 조립을 내재화 하려는 노력을 하고 있다.

늘어나는 투자가
증명하는 강한 수요

늘어난 투자 그리고 늘어날 투자

배터리 BMA, BPA, BSA 자동화 장비의 수요는 늘어나고 있고 앞으로도 늘어날 것으로 전망된다. 현대차그룹의 경우, 늘어나는 수요에 대응하기 위해 미국 앨라배마주 몽고메리에 한화 약 3,000억 원을 들여 EV 배터리 모듈 공장을 짓고 있다. 북미 EV용 배터리 수요에 대응하기 위함이다. GM의 경우에도, 배터리 공급의 병목 현상을 해결하기 위해 '24년에 캐나다 잉거솔 공장에서 배터리 모듈 공장을 완공할 계획이다. 셀 업체에서도 관련 장비 수주를 이어 나가고 있다. SK은 미국 공장에 들어갈 BMA 자동화 장비를 토타와 우신시스템이 각각 1,800억 원, 2,600억원 수주 받았다. 이러한 완성차, 셀 업체의 투자는 계속 이어질 것으로 전망하는데, 이는 올해 초 약 14%수준인 전기차 침투율이 '35년에는 85%에 달할 것으로 전망된다는 점에 기인한다. [도표 10]

모듈/팩 관련 장비,
완성차 업체의 영역

수주의 조건: 완성차 업체와의 네트워크 영업망

BMA, BPA, BSA 자동화 장비의 경우, 기존 2차전지 장비와 달리 완성차 업체와의 네트워크가 수주에서 상당히 중요한 역할을 한다. 이러한 측면은 완성차 업체가 모듈, 팩 조립에 있어서 셀 업체로부터 주도권을 확보하기 위해 노력한다는 점에 기인한다. 완성차 업체는 셀/팩 조립을 직접 함으로써 셀 업체에 대한 의존도를 낮출 수 있고, 기존 내연기관 공장을 재활용 할 수 있으며, 셀/팩과 관련한 기술 개발로 상대적 우위를 확보할 수 있다. 이러한 이유로 JV(완성차, 셀 업체)의 경우, 셀/모듈 조립 장비 수주를 내는 주체는 셀 업체가 아닌 완성차 업체이다.

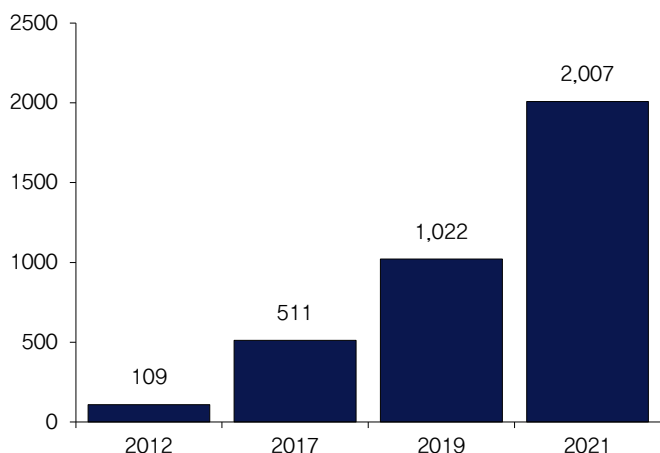
Top Pick :
우신시스템

Top Pick: 우신시스템

이에 본 리서치 팀은 1) 2차전지 장비 대규모 수주를 기반으로 한 매출 성장이 기대된다는 점, 2) 높은 기술력에 대규모 수주 레퍼런스까지 확보했다는 점, 3) 안전벨트 경쟁사 파산으로 인한 실질적인 매출성장이 '24년부터 이루어진다는 점을 고려하여 우신시스템을 Top Pick으로 제시한다.

도표 9. H그린파워 배터리 팩 누적 생산량

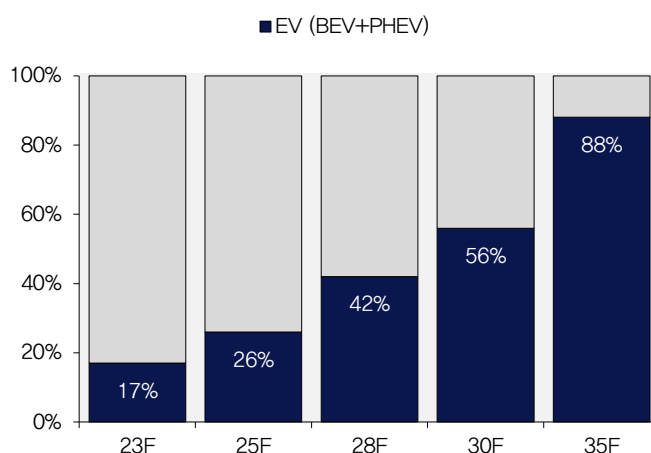
(단위: 천 개)



자료: H그린파워, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 10. 전기차 침투율 전망

(단위: %)



자료: SNE리서치, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

기업분석

기업 개요

자동차 관련
종합엔지니어링 업체

동사는 '84년 2월에 설립되어 '02년 5월 유가증권시장에 상장되었으며, 차체 자동화설비를 시작으로 지속적인 사업분야 개척을 통해 현재는 차량용 안전벨트, 자동차 부품 (Door 제조 및 내장재), 전기차 배터리 설비까지 포괄하는 자동차 관련 종합엔지니어링 사업을 영위하고 있다. 동사의 지분은 대표이사 포함 대주주의 비율이 36.8%, 자기주식의 비율이 15.1%로, '13년도부터 자사주를 꾸준히 매입하면서 자사주를 운용하고 있다. [도표 11]

사업부 분석

사업부 분석 개요

동사의 사업부는 크게 2차전지 설비 부문, 차체 자동화설비 부문, 차량용 안전벨트 부문, 그리고 자동차 부품 (Door/내장재) 부문으로 이루어져 있다. '22년 기준 매출액 비중은 차체설비 부문이 36.3%, 자동차부품 부문이 61.8%를 기록하였으며 [도표 12], 올해 7월 SK온과의 2,600억 규모의 2차전지 조립라인 수주를 바탕으로 24년부터 2차전지 설비 부문의 공격적인 탑라인 성장이 예상된다.

2차전지 설비 부문

2차전지 설비 부문 :
기존 사업부문 기반 확장

동사는 2차전지 설비 사업부문을 통해 BMA, BPA, BSA 조립에 필요한 자동화설비를 제조 및 판매하고 있다. 해당 장비가 동사의 기존 사업인 차체 자동화설비와 유사하여 추가 설비 없이 부지와 인력을 투입하여 제작할 수 있다는 강점을 갖고, 2차전지 장비 사업부문으로 확장하였다. 이러한 강점을 바탕으로, '20년 3월 현대모비스에게 파일럿 라인 납품을 시작으로 Rivian社와의 수주 계약 및 2,600억 규모의 SK온-Ford JV 블루오벌SK 설비 수주에 성공했다. 이러한 레퍼런스를 기반으로 해외 합작법인 및 완성차 업체에 영업을 진행중인 바, 앞으로 추가 수주가 기대되는 바이다.

차량용 안전벨트 부문

차량용 안전벨트 부문 :
경쟁사 ↓, 동사 ↑

동사는 '13년 (주)우신세이프티시스템을 인수한 후 본격적으로 차량용 안전벨트 사업에 진출하였다. 현재 동사의 주요 고객사로는 GM, , Ford, 현대자동차, 기아자동차, 쌍용자동차 등이 있으며, 그 중에서도 GM 向 안전벨트 비중이 80% 내외를 꾸준히 차지해오며 매출이 크지 않은 상황이었다. 그러나 동사는 글로벌 안전벨트 시장의 주요 업체 Takata社의 결함과 지정학적 이슈를 발판 삼아, 탄탄한 국내외의 78건의 특허를 기반으로 높은 품질의 안전벨트를 글로벌 고객사들에게 제공해 큰 폭의 탑라인 성장이 기대되는 바이다.

도표 11. 우신시스템 지분 구조

(단위: %)

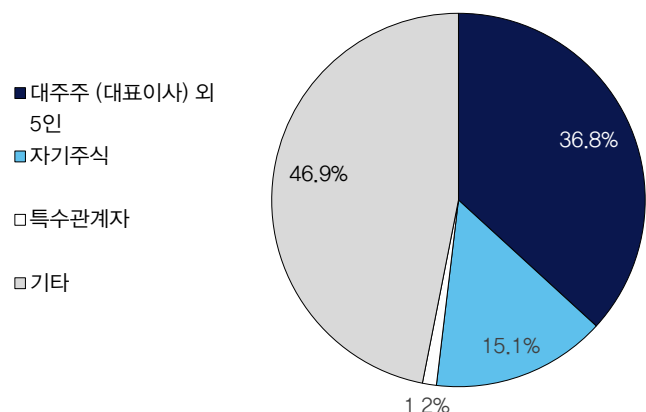
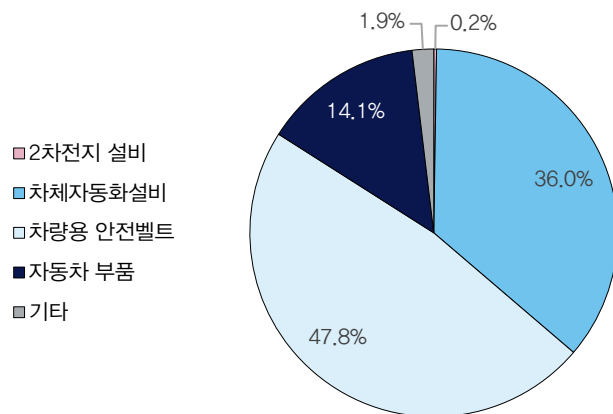


도표 12. 우신시스템 사업부별 매출 비중

(단위: %)



자료: 우신시스템, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

자료: 우신시스템, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

기업분석

차체자동화 설비 부문

차체자동화 설비 :
 들직한 수주 산업

차체자동화 설비는 완성차 업체에서 신규, 풀체인지 및 페이스리프트 모델을 생산하기 위해 필수적인 설비이다. 동사는 국내 최초 차체 자동화 설비 국산화 이후에 내수 시장 뿐만 아니라 해외 시장으로 사업을 확장하여, 고객사로 Tata, Suzuki, Rivian, GM, Ford, 현대차 등 30개국 40여 개 이상의 완성차 업체를 갖고 있다. 최근 고객사들의 EV모델 전환으로의 수주가 증가하고 있는 상황이기며, 향후에도 꾸준히 수주가 나올 것이라고 예상된다.

자동차 부품 (Door 가공 / 내장재)

자동차 부품 :
 Door 가공과 내장재

Door 가공의 경우, 한국 GM 向으로 문/본넷/트렁크 등 무빙 파트의 차체 외관을 생산하여 납품하는데, 동사는 트레일블레이저와 부익 엔비스타와 같은 한국 GM 주력 모델 생산량의 영향을 크게 받는다. 내장재의 경우, Door 트림/ 필라 등 플라스틱 사출품을 생산하여 현대차 그룹에 공급하고 있으며, 해외에는 고객사를 통하여 미국, 브라질, 슬로바키아, 유럽 등으로 납품하고 있다.

재무 분석

수익성 지표 : 매출원가율과 판관비율

매출원가율 개선 :
 높은 마진 사업 부문 ↑

동사의 **매출원가율**은 '13년도에 우신세이프티시스템을 인수한 이후로 '21년도까지 90% 내외로 안정적으로 유지되다가, '22년도부터 마진이 상대적으로 높은 차량용 안전벨트 부문의 매출이 올라 오기 시작하면서 80% 초중반으로 줄어들었다. **[도표13]** 매출원가율은 차량용 안전벨트 부문의 매출 성장세가 다른 사업 부문에 비해 가파르게 증가할 것이라는 점에서 감소세가 지속될 것이라 예상된다.

판관비율 개선 :
 연구비와 수수료비 감소

동사의 **판관비율**은 1) 신사업 진출을 위한 연구비 투자 확대와 2) 중국 무안에 위치한 법인의 청산 건 관련 수수료 비용 증가로 인하여 14년도부터 꾸준히 증가해왔다. **[도표13]** 하지만 판관비는 1) 23년 상반기의 성공적인 수주와 함께 신사업 관련 연구비가 줄어들고 있다는 점과 2) 중국 법인 청산이 23년 2분기를 기점으로 마무리되었다는 점에서 올해를 기점으로 줄어들 것으로 예상된다

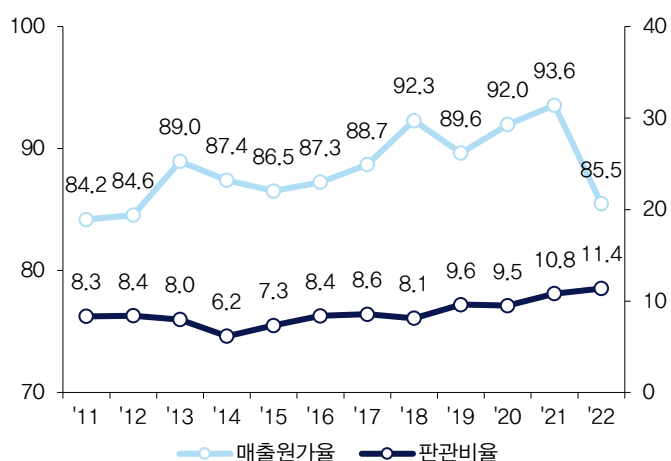
안정성 지표 : 부채비율과 유동비율

부채비율 감소 &
 유동비율 증가

동사는 다소 높은 부채비율과 낮은 유동비율을 점차 개선시켜 나갈 것이라 예상된다. **[도표 14]** 동사는 자동차 내장재 회사인 (주)일광을 '15년도에 인수하고, 잇따라 해외 법인 설립과 멕시코 공장 등의 설비투자로 인하여 부채비율이 급격하게 증가함과 동시에 유동비율이 감소하는 추세를 꾸준히 보여왔다. 하지만 이는 1) '22년도부터 부채비율이 감소세로 들어왔다는 점과 2) 동사가 '25년까지 CAPA 확장 및 추가적인 사업 영역 확장 계획이 없다는 점으로 미루어 보아 점차 줄어들 것이라 판단된다.

도표 13. 우신시스템 매출원가율과 판관비율

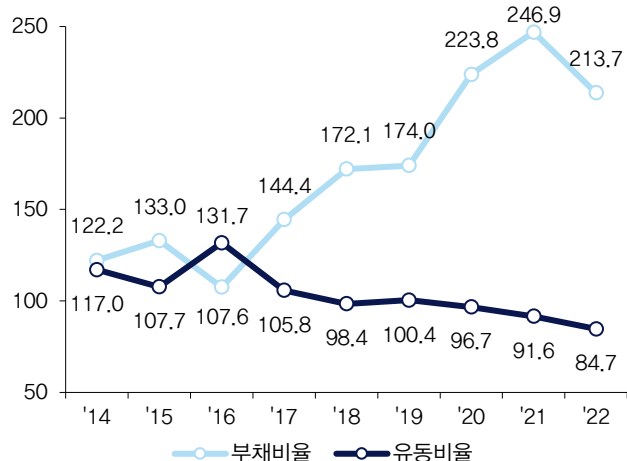
(단위: %)



자료: 우신시스템, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 14. 우신시스템 부채비율과 유동비율

(단위: %)



자료: 우신시스템, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

투자포인트1. 두번째 사업개척, 이젠 2차전지로 Charge!

24년 2차전지 관련 사업 매출액 2,073억 원 전망

'23년, '24년 동사의 2차전지 모듈/팩 자동화설비 부문 매출액은 각각 259억 원, 2,332억 원으로 전망된다. 이는 1) 기술적 우위와 2) 기존 네트워크를 통한 시장 수요와의 접촉, 그리고 계속된 성장세가 예상되는 3) 2차전지 사업부문의 확장성에 기인한다.

종합 엔지니어링 우신시스템, 2차전지 장비 진출!

쉽지 않은 모듈/팩 조립 장비, 우신에게는 익숙한 일

차체 ≙ 배터리 경험으로 단련된 기술

동사는 기술적 진입 장벽이 존재하는 모듈/팩 조립 자동화장비 시장에, 차체 자동화설비를 설계 및 제조하던 역량을 바탕으로 성공적으로 진출하였다. 해당 장비의 진입 장벽은 1) 다양한 모듈/팩 형태에 유동적으로 대응해야 한다는 점, 2) 개별 셀 단위의 전선 연결을 할 때 높은 정밀도의 용접기술이 필요하다는 점, 3) 화재를 유발하는 모듈 내 셀 간 단차 방지를 위한 정확한 소규모 부품 조립이 필수적이라는 점에 기인한다. 이와 관련하여 테슬라는 공급받았던 모듈/팩 조립 자동화장비에 기술적 문제가 발생한 적이 있고, 이를 자체적으로 대폭 재설계한 이력이 있다. 동사는 기존 차체자동화설비 내 Closure, Upper 조립라인에서 특허를 출원하며 우월한 용접 기술을 증명했으며, 국내/외 다수의 차량 모델에 유동적으로 대응할 수 있는 역량을 보유하고 있다.

SK온 向 수주, 우연이 아니다!

2,600억 규모 블루오벌SK 수주 계약

동사는 올해 7월 26일 약 2,600억 규모의 2차전지 모듈 조립장비(BMA) 수주를 공시하였으며, 해당 공시의 대상이 SK온-Ford JV 블루오벌 센터기 1공장임으로 파악된다.

완성차 업체 네트워크, 빛을 발하다

Ford 영업으로 성공한 블루오벌 수주

동사의 모듈 조립장비 수주는 기존 Ford와의 네트워크에 기인한다. [산업분석]에서 언급하였듯, 모듈/팩 조립 장비 수주에 있어서 완성차 업체의 영향력은 상당히 크다. 동사의 경우 완성차 업체를 대상으로 차체 자동화설비 및 안전벨트를 공급하며 타 2차전지 장비사와 차별화된 완성차 업체 네트워크를 형성해왔다. [도표 15] 최근 2,600억 규모의 SK온-Ford JV 블루오벌SK 向 수주 또한 Ranger와 F-150의 차체 자동화설비를 납품하던 Ford에 영업한 결과로, 동사가 확보한 완성차 업체 네트워크는 추후에도 입찰경쟁에 있어 차별화된 경쟁력으로 작용할 것으로 전망한다.

SK온, 멀티벤더에 대한 니즈

안정성&비용절감 위함 SK온의 환영

이번 수주에는 배터리 셀 제조업체인 SK온의 멀티벤더 수요 또한 반영되었다. 배터리 셀 제조 업체들의 이러한 수요 [도표 16]는 멀티벤더를 통해 1) 특정 공급사에 대한 의존도를 낮춘다는 점, 2) 생산계획에 차질이 생길 시 대응이 가능하다는 점, 3) 경쟁입찰을 통해 비용 절감을 할 수 있다는 점에 기인한다. 실제로 작년 SK온 조지아 공장에서 화재사고가 있었고, 올해 모듈에 문제가 생겨 F-150 약 100대의 부품 교체가 이루어지며 생산계획에 차질이 생겼다. 이러한 상황에서, SK온의 모듈 조립라인은 대부분 톱택이 독점하고 있었고, SK온의 멀티벤더에 대한 니즈가 동사 수주에 작용하였을 것으로 판단한다.

도표 15. 우신시스템 주요 수주 내역

구분	차체 자동화설비	안전벨트
GM	Trax Crossover Buick Envista	Trax Crossover Colorado, Silverado Brightdrop, Equinox, etc
Ford	레인저 4세대 F-150	F-150
현대차	캐스퍼 EV	캐스퍼, 모닝 봉고, 포터, etc.
Rivian	R1S, R1T	-
기타	Tesla 자동차 부품(내부 수납 콘솔박스) 인도차 TATA, Maruti Suzuki 차체 자동화설비 수주	

자료: 우신시스템, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 16. 2차전지 3社 모듈/팩 조립라인 수주사 목록

2차전지 기업	모듈/팩 조립라인 수주사
SK온	톱택 우신시스템
삼성SDI	신형FA 하나기술
LG에너지솔루션	한화모멘텀(미정)

자료: 각 사 종합, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

투자포인트1. 두번째 사업개척, 이젠 2차전지로 Charge!

SK은 向 추가 수주도 가능하다!

끝나지 않은 블루오벌SK
켄터키 2공장 + α

동사는 1공장 수주에 이어서, 43GWh의 동일 규모를 가진 켄터키 2공장에 납품될 모듈 조립 자동화설비 또한 수주 받을 것으로 전망한다. 1공장과 2공장에서 생산되는 모듈의 경우, 인근 Ford 공장 으로 납품되어 F-150 Lightning의 후속모델인 프로젝트T3 차량에 탑재될 예정이다. 같은 형태의 배터리를 제조하여 같은 완성차 제조공장에 납품하는 두 공장 간 유사성을 고려하면, 1공장 수주한 동사가 Copy & Paste 방식의 추가 수주를 확보할 가능성이 매우 높다. 셀 업체에서도 비용 최적화 효과가 존재한다. 2공장 이후에도, Ford는 북미에서 40GWh 규모의 배터리가 추가적으로 필요하며, 오대호 지역에 블루오벌 SK은-Ford JV 공장이 논의되고 있는 상황이다.

열려있는 시장, 무수한 수주 가능성

제 2의 블루오벌SK 잭팟, JV를 노려라!

블루오벌SK 옆
타 JV 수주 가능성

블루오벌 SK은-Ford JV 수주 레퍼런스를 기반으로, 기존에 GM, 현대차그룹이 셀 업체와 설립한 JV 向 수주를 위한 적극적인 영업이 예상된다. 동사가 영업망을 확보하고 있는 GM, Ford, 현대차그룹의 경우 100~200GWh 수준의 증설이 예정되어 있다. [도표 17] 관련 장비 발주가 나오고 있거나 예정되어 있는 상태이고, [산업분석]에서 언급하였듯 추가적인 증설이 필요한 상황이다.

완성차 업체의 수요

JV를 넘어서
완성차 단독 공장으로

JV 시장 외에도 완성차 업체의 자체적인 모듈, 팩 생산 공장에 모듈/팩 조립 자동화설비를 납품할 가능성 또한 열려 있다. 대표적으로 테슬라의 기가팩토리, BMW의 라이프치히 공장, Daimler의 3대륙 7거점 9개 모듈/팩화 공장의 사례가 존재한다. 우신시스템은 '20년에 2차전지 장비 사업에 진출한 이후, 완성차 업체인 현대차그룹, 리비안에 모듈/팩 조립 파일럿 장비를 공급해왔다. [도표 18] 과거와 달리 동사가 대규모 수주 레퍼런스를 확보했기 때문에, 완성차 업체 向 장비 수주도 이루어질 것으로 전망한다.

CAPA 걱정은 그만!

인력 X 공장
유동적인 CAPA

넓어지는 시장 수요에 유동적으로 대응할 수 있는 CAPA 또한 동사의 강점이다. 동사의 자동화설비 CAPA는 크게 2가지, 인력과 공장부지로 결정된다. 인력의 경우, '22년도 매출액 대비 101.79%의 대규모 新부문 사업을 진행하기 위해 올해 7월 내 총무인사부서 관련 기술자, 신입사원까지 대규모로 모집하며 대응하는 모습을 보였다. 공장 부지 또한 확보된 상태이다. 동사는 북미에 자회사인 Wooshin North America를 설립하였으며, 약 5000m² 규모의 부지에 공장을 소유하고 있다. 이 뿐만 아니라 국내에도 본사 인근 시화 1공장, 당진공장에 도합 도합 50,000m² 규모의 자동화설비 공장을 보유 중이다. 필요 시에는 추가적인 공장임대를 통해 CAPA를 빠르게 늘릴 수 있다.

도표 17. GM, Ford, 현대차 향후 JV 계획

JV	위치	용량(GWh)	가동시기
GM-LGES (얼티엄셀즈)	미국 미시간주 3공장	50	2H25
GM-삼성SDI	미국 인디애나주	30	2026
Ford-SK은 (블루오벌SK)	미국 켄터키주 2-2공장	43	2H26
	미국 오대호(논의중)	미정	미정
현대차-SK은	미국 조지아주	35	2H25

자료: 각 사 종합, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 18. 우신시스템 2차전지 모듈/팩 자동화라인 수주 내역

고객사	계약 시점	수주내용	금액
H그린파워	2020년	2차전지 모듈/팩 조립 파일럿 자동화라인	약 38억
Rivian	미공시	2차전지 모듈/팩 조립 파일럿 자동화라인	약 7억
현대모비스	미공시	2차전지 모듈/팩 조립 파일럿 자동화라인	약 6억

자료: 우신시스템, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

투자포인트2. Welcome to 우신, Fasten Your SEATBELTS

24년 안전벨트 부문
매출액 2,281억 원 전망

'23년, '24년 동사의 안전벨트 부문 매출액은 각각 1,436억 원, 2,281억 원으로 전망된다. 이는 1) 성장하는 안전벨트 시장, 2) Takata 파산으로 인한 동사의 반사수혜, 3) 경쟁사 대비 우월한 기술력에 기인한다.

그 쪽도 안전벨트 산업을 아세요?

꾸준하게 성장하는 안전벨트 시장을 알아보자

전 세계 자동차용
안전벨트 시장의 성장

전 세계 자동차용 안전벨트 시장은 '23-'30년 CAGR +5.1%로 꾸준히 성장하여 '30년 206억 달러를 기록할 것으로 전망된다. [도표 19] 이는 1) 자동차 생산량 증가, 2) 안전벨트의 효과성, 3) 자동차 안전규제 강화에 기인한다. Frost&Sullivan에 따르면, 전체 자동차 시장은 '20년부터 '30년까지 연평균 1.8%로 성장할 것으로 전망된다. NHTSA 통계에 따르면, 안전벨트는 교통사고시 승용차 뒷좌석의 경우 55%, 앞좌석의 경우 44%의 사망 위험을 감소시키는 효과가 있다. 이러한 이유로 세계적으로 안전벨트 의무화가 시행되고 있고, 최근 美 NHTSA는 운전석뿐만 아니라 조수석, 뒷좌석에도 안전벨트 미착용을 경고하는 시스템을 장착하도록 자동차 제조사들에 의무화하였다.

진입장벽이 높기 때문에 지속되는 3사 과점 구조

Autoliv, ZF-TRW, JSS
3사가 독점하는
안전벨트 시장

현재 글로벌 안전벨트 시장의 경우, Autoliv, ZF-TRW, JSS 3사가 80% 이상의 M/S로 과점하고 있다. 이는 1) 안전벨트 제조에 높은 난이도가 요구된다는 점, 2) 완성차 업체의 보수적인 제품 채택에 기인한다. 교통사고 발생 시 안전벨트에 의해 가슴 부위에 과도한 하중이 걸리게 되는데, 이때 압박 감소와 충격 완화 기능을 하는 프리텐셔너(pre-tensioner)에 내장된 로드리미터(load limiter)의 기술 난이도가 높다. 실제로 안전벨트 시장 3대 메이커인 Autoliv, ZF-TRW 또한 과거에 안전벨트 결합 관련 리콜을 겪었다는 사실을 통해 이러한 기술장벽을 체감할 수 있다. [도표20] 완성차 업체는 보수적으로 제품을 채택하고, 지속적으로 사용한다. 이는 1) 고객의 안전과 직결된다는 점, 2) 리콜 발생시 재무부담이 크다는 점에 기인한다. 이러한 측면은 후속 수주를 받을 때, 경쟁입찰이 아닌 기존 업체와의 협상을 우선시한다는 업계 특성에서도 한 번 더 확인할 수 있다.

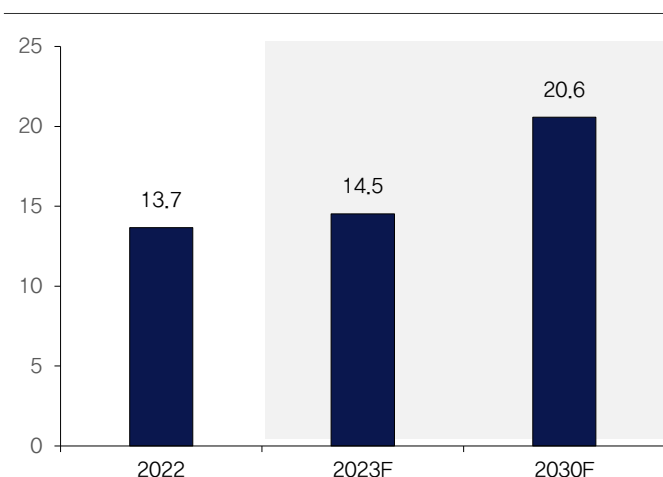
Takata 파산으로 인한 공급망 재편

3대 메이커
Takata의 파산

'17년 전까지 글로벌 안전벨트 시장은 Autoliv, ZF-TRW, Takata 3사가 M/S 80% 이상을 차지하는 독점 구조였다. 이 중 Takata는 약 20%의 글로벌 시장 점유율을 가지고 있었다. 그러나 에어백 결함으로 인해 약 180억 달러의 부채를 갖게 되었고, Takata는 파산신청 이후 경쟁회사인 KSS(키세이프티시스템)에게 매각되었다. 따라서 Autoliv, ZF-TRW, KSS 3사가 과점하는 현재의 안전벨트 시장이 되었다. 보수적이고 변동성 적은 안전벨트 시장에서, 주요 업체의 파산으로 인해 타 업체들은 시장 점유율을 확대할 흔치 않은 기회를 얻었다.

도표 19. 자동차용 안전벨트 시장 전망

(단위: 십 억 달러)



자료: Fortune Business Insights, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 20. 최근 발생한 리콜 사례

구분	원인	차종	규모 (백만 대)	안전벨트 제조사
Volvo	운전석 안전벨트 여성블리 내부 문제	XC60, S60, S60L 등	218	Autoliv
Rivian	안전벨트 센서의 잠재적 결함	2022년형 R1T, R1S	1.2	Autoliv
Ford	안전벨트 프리텐셔너 화재 위험	2015~2018년형 F-150	200	ZF-TRW, JSS
현대차, 제네시스	안전벨트 프리텐셔너 폭발 위험	2021년형 아반떼 등 5종	987	삼승

자료: 산업자료, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

투자포인트2. Welcome to 우신, Fasten Your SEATBELTS

KSS의 Takata 인수? 북미에서는 오히려 기회다

향후 KSS의 북미 안전벨트 시장 M/S ↓

KSS가 Takata를 인수했음에도 불구하고, 동사의 북미 向 안전벨트 매출은 증가할 것으로 전망한다. 이는 1) KSS가 Takata를 인수할 때 기존에 문제가 있던 공장을 그대로 인수했다는 점, 2) KSS의 모기업이 중국회사라는 점에 기인한다. '22년에 Takata사가 지난 20년간 일본 히코네, 필리핀 공장에서 부실 안전벨트를 만들고 성능 검사 결과를 조작하여 출하한 사실이 밝혀졌다. 핵심은 KSS가 Takata를 인수할 때 해당 공장을 그대로 인수했다는 것이고, 이러한 측면은 고객사가 KSS사의 안전벨트를 신뢰하기 어렵게 만든다. Takata를 인수한 KSS는 중국자본으로 이루어져 있는데, 이는 KSS의 미국 내 점유율 확대를 어렵게 만들고 동사가 점유율 확대를 할 수 있는 기회를 제공한다. 전반적인 미국 내 탈중국 현상에 더불어, 지난 6월 美 의회가 GM, Ford에 전기차용 배터리를 포함한 중국산 부품 의존도를 줄일 것을 촉구했다는 점은 동사에게 긍정적인 측면이다.

Autoliv, ZF-TRW, 우신 Let's Go!

3대 안전벨트 메이커에 안착

동사는 Autoliv, ZF-TRW와 함께 글로벌 안전벨트 시장을 이끄는 3대 메이커가 될 것으로 전망한다. Autoliv, ZF-TRW를 제외한 업체 중 동사의 경쟁력이 가장 높기 때문이고, 이는 1) 과거 리콜 사례가 존재하지 않는다는 점, 2) 완성차 업계와의 레퍼런스를 확보하고 있다는 점에 기인한다.

잘한다 우리 우신!

과거 동사 리콜 사례 無

동사는 과거 리콜 사례가 존재하지 않는다. 국내 기업인 삼성의 경우, 지난 '21년 10월 안전벨트 프리텐서너 폭발 위험 문제로 현대차와 제네시스의 GV80, 아반떼 등 5개 차종을 리콜한 경험이 있다. 또한, 최근 Autoliv, ZF-TRW에서도 안전벨트 리콜 사태가 발생한 적이 있다. 자동차 업체에게 리콜은 상당히 부정적인 사건이며, 동사 제품이 리콜 경력이 없다는 점은 상당히 매력적인 포인트이다. 특히 제품이 안전벨트라는 점을 고려한다면, 동사를 필수적으로 선택할 수 밖에 없다.

북미, 너 우신의 동료가 돼라

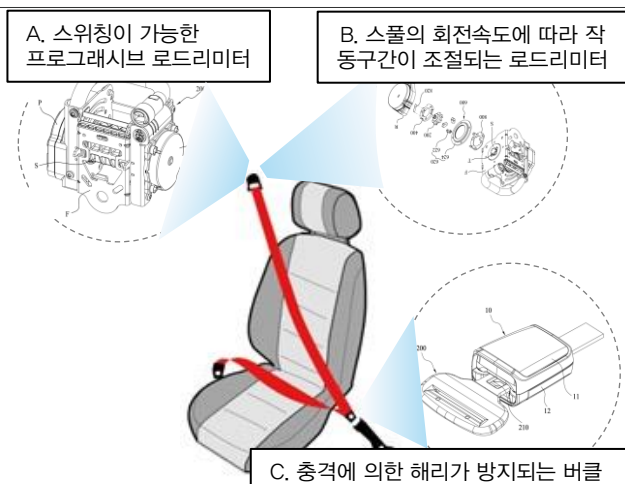
북미 向 안전벨트 타라인 증가 기대감 ↑

동사의 북미 GM 向 안전벨트 신규 수주를 통한 매출 확대를 전망한다. 이는 1) 안전벨트 매출액 비중에서 GM 向이 80%라는 점, 2) GM이 매년 선정하는 우수 협력사에 총 19회나 선정되었다는 점에 기인한다. GM의 입장에서, 높은 기술력을 바탕으로 리콜 이력이 없고, 장기간 신뢰를 기반으로 한 네트워크를 형성하였으며, 이미 벨트를 공급하던 우신시스템을 최우선 순위로 고려할 것으로 전망한다.

북미 내 수요를 바탕으로 유럽 고객사 확보

동사는 북미 Ford 向 안전벨트 신규 수주에도 성공했다. [도표22] 과거 Ford는 ZF-TRW, KSS의 제품을 탑재한 F-150 픽업 트럭에서 안전벨트 프리텐서너 관련 결함을 발견했고, 공급사 다각화에 대한 니즈를 갖고 있었다. 이에 대한 대안으로 동사 제품을 채택하였고 F-150 모델에 '25년부터 공급할 예정이다. Ford 向 추가 수주도 기대되며 F-150 향후 유럽의 폭스바겐까지 고객사 확대할 것으로 전망한다.

도표 21. 우신세이프티시스템의 특허



자료: KIPRIS, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 22. 우신시스템 안전벨트 수주

구분	차종	생산 시작	물량 (천 개)
GM	Equinox (테라인)	24년 4월	423
	Crossover-CUV	23년 1월	299.2
	Silverlado EV	24년 12월	263
	Colorado	23년 1월	213
Ford	F-150 EV	25년 8월	291
현대기아	소형 CUV EV	24년 6월	165
	모닝 후속	23년 6월	153

자료: 우신시스템, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

매출액가정

본 리서치팀은 1) 2차전지 설비와 2) 차체자동화 설비 부문은 수주 잔고와 앞으로 받을 수주 금액을, 3) 차량용 안전벨트 부문은 수주 잔고를 기반으로 P와 Q를, 4) 자동차 부품 및 5) 기타 사업 부문은 동사의 사업 방향성에 기반하여 매출을 추정하였다.

2차전지 설비 부문 매출

해당 부문 매출 추정은 2차전지 설비 산업이 수주를 기반으로 진행된다는 점과 동사의 매출 인식 방법을 고려하여 추정하였다. 올해 7월에 '22년 매출액 기준 101.8% 수준의 큰 금액의 수주를 받았다'는 점에서 기존 수주 관련 매출을 별도로 추정하였으며, [투자포인트]에서 언급하였던 것처럼 최근 수주를 기점으로 앞으로 2차전지 조립라인 설비 수주가 추가적으로 나올 것으로 예상이 된다는 점에서 수주 받을 확률이 높은 신규 예상 수주 또한 추정하여 매출을 산정하였다.

기존 수주 관련 매출

동사는 '23년 7월 말에 2,591억 원 상당의 2차전지 조립라인 공급 수주를 받았으며, 계약금액의 10%가 계약금(선금)으로 23년 3분기에, 80%가 중도금으로 24년 4분기에, 그리고 나머지 10%가 잔금으로 25년 상반기에 수익으로 인식될 예정이다.

신규 수주 관련 매출

동사는 수주를 받을 확률이 가장 높은 블루오발사의 미국 켄터키 2-2공장에서만 수주를 받는다고 가정하여 2차전지 장비 신규 수주 관련 매출을 추정하였다.

동사는 현재 합작사에 집중적으로 영업을 하고 있다는 점과 2차전지 조립 라인 수주 시기가 공장 가동시기 1년 반에서 2년 전이라는 점을 고려했을 때, 블루오발사의 미국 켄터키 2-2공장 및 미국 오대호(미시간) 공장과 얼티엄셀즈사의 미국 미시간 3공장에서 신규 수주를 받을 확률이 높다고 판단된다. 하지만 블루오발사의 미국 오대호 공장은 현재 가동시기가 미정이라는 점에서 신규 수주 후보에서 제외하였다. 반면, 얼티엄셀즈사의 미국 미시간 3공장은 공장 가동시기가 '25년 하반기'라는 점에서 빠른 시일 내에 경쟁입찰 시기가 올 것이라 예상되며, GM 우수 협력 업체 수상을 6번 했을 정도로 GM사와의 관계가 좋다는 점에서 수주를 받을 가능성이 높다고 판단된다. 그럼에도 불구하고 수주를 받지 못할 확률도 존재하기에 보수적으로 판단하여, copy and paste 되어 수주를 받을 가능성이 가장 높은 블루오발사의 미국 켄터키 2-2공장만 수주를 받는다고 가정하였다.

켄터키 2-2공장에서 신규 수주 계약 금액은 1) 켄터키 2-1공장과 2-2공장이 설계도 면에서 유사하다는 점과 2) 공장 CAPA 용량이 43GWh로 동일하다는 점에서 켄터키 2-1공장의 수주 계약 금액과 동일할 것이라 가정하였다. 또한, 매출 인식 방법 및 수주 계약 체결 시기 또한 켄터키 2-1공장과 동일할 것이라고 가정하였다.

도표 23. 2차전지 설비 매출액 추정

(단위: 억 원)

구분	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
기존 수주	0	0	259	0	0	0	0	2073	259	2073
신규 수주	0	0	0	0	259	0	0	0	0	259
2차전지 설비 매출 합계	0	0	259	0	259	0	0	2073	259	2332

차체자동화 설비 부문 매출

차체자동화 설비 부문의 매출은 기존 수주와 기존 수주를 바탕으로 수주를 받아낼 확률이 가장 높은 신규 수주로 나누어 추정하였다.

기존 수주 관련 매출

차체자동화 설비 부문 매출만 진행률을 적용하여 수익을 인식한다는 점에서 재무제표 상에 있는 [진행률적용 수주계약 현황]을 기반으로 기존 수주 관련 매출을 추정하였다. 또한, '20년과 '21년 수주들이 평균적으로 공사기한 2분기 정도 이후까지 매출이 인식이 되었다는 점으로 고려하여 분기별로 균등하게 배분하였다.

매출액가정

신규 수주 관련 매출

신규 수주는 기존 수주 중 후속 수주를 받을 수 있는 것들만 추려낸 후, 가장 확률이 높은 GM Detroit Ultimum project 관련 Silverado EV 모델 수주만을 포함시켰다. 기존 수주 중 후속 모델이 나올 것으로 예측되는 차종은 Ford의 Ranger, Chevrolet의 Trax와 Silverado, Rivian의 R1T와 R1S로 총 5종이다. 그러나, Silverado를 제외한 차종은 1) 생산 일정을 고려하였을 때, 매출이 '24년 내로 인식이 되지 않고, 2) '25년에 EV로 전환되면서 차 설계가 달라져 후속 수주 확률이 낮아 제외하였다. Silverado의 경우, 1) 2차벤더 역할로 최근 Gestamp에 수주를 받은 이력이 있으며, 2) GM Colombia Gamma project 관련 수주 이력이 있고 3) 높은 부채비율에도 불구하고 올해 9월 25일부터 Detroit 은행에서 돈을 차입하였기에 추가 후속 수주를 받을 확률이 높다고 판단되어 신규 수주 매출로 인식을 하였다. 이 외에도 완성차 업체들의 EV 전환 트렌드 및 동사의 최근 수주 실적을 고려한다면 새로운 모델에서도 수주가 나올 수 있다고 판단되나, 보수적으로 판단하여 가장 확률이 높은 차종 한 모델만 신규 수주를 받는다고 가정하여 매출을 추정하였다.

도표 24. 차체자동화 설비 매출액 추정

(단위: 억 원)

구분	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
기존 수주	126	203	214	214	214	157	121	34	756	526
신규 수주	0	0	0	0	41	41	41	41	0	164
차체자동화 설비 매출 합계	126	203	214	214	255	198	162	75	756	690

차량용 안전벨트 부문 매출

해당 부문의 매출은 기존 수주에 근거하여 추정한 Q와 고객 업체별 ASP에 원재료 가격 상승률 반영분을 고려하여 추정한 P를 곱하여 산정하였다.

Q 추정

차량용 안전벨트의 Q는 동사의 수주 현황과 차종별 생산일정을 기반으로 분기별로 균등하게 배분하였다. 동사의 향후 수주 추정에서 기존에 수주를 받은 차종의 후속 모델에도 수주를 받을 수 있을 것이라고 가정하였는데, 이는 안전벨트 업체 수주의 특이성에 기인한다. 안전벨트 산업에서는 경쟁입찰을 통하여 수주를 받는 일반적인 수주 산업과는 다르게, 완성차 업체에서 후속 모델의 수주 업체 선정 시에 前 모델의 공급 업체와 단가 협상 후에 문제가 없다면 수주를 이어서 준다는 특이성을 갖는다.

P 추정

차량용 안전벨트의 P는 완성차 고객 업체 2곳을 나누어서 추정한 각 업체별 ASP에 원재료 가격 상승률이 안전벨트의 가격에 끼치는 영향력을 반영하여 추정하였다. 동사의 안전벨트 P는 차종별, 제품별로 크게 상이하며, B 고객사는 뒷자석에만 들어가는 차종이 많은 것으로 판단된다. 그렇기에, 5개의 풀셋으로 들어가는 완성차 고객 업체 A와 뒷자석에 주로 들어가는 고객 업체 B를 나누어서 추정하였다. A 업체의 올해 ASP는 150 달러로 추정되며, 이를 토대로 '23년 1분기와 2분기의 B 업체 P를 역산한 값의 평균을 B 업체의 ASP로 산정하였다.

또한, 동사의 안전벨트 부문 주요 원재료가 고장력강, 고탄소강으로 철강 가격 상승에 영향을 받을 것으로 예상이 되기에, 원재료 매입액 상승률이 P에 끼치는 영향분을 최대한 고려하고자 하였다. 다양한 외부적 환경에 영향을 받아 변동성이 큰 철광석 가격을 정확히 예측을 할 수는 없으나, 경기 침체로 인하여 철광석 공급이 상승하더라도 하더라도 수요도 동시에 줄어 원재료 매입가는 추가 상승이 가능하다고 예상이 된다. 그렇기에 추후에도 '20년부터 22년까지 있었던 원재료 매입가 상승률만큼 오른다고 가정을 하였으며, 안전벨트 제조에 섬유와 철강이 대략 반반 정도를 차지하기에 매입가 상승률의 반 정도가 P 상승에 기여할 것으로 가정하여 P 상승률을 추정하였다.

매출액가정

도표 25. 차량용 안전벨트 부문 매출 추정

(단위: 천 대. 원. 억 원)

구분	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
A사 Q	134	146	161	169	169	169	275	275	609	887
A사 ASP	191,507	197,280	194,250	194,250	208,782	206,075	196,042	206,393	-	-
B사 Q	48	51	89	106	106	106	156	156	294	525
B사 ASP	84,846	87,212	86,029	86,029	91,337	91,337	91,337	91,337	86,029	91,337
차량용 안전벨트 매출 합계	297	332	388	419	449	445	681	709	1,436	2,284

자동차 부품 부문 매출

자동차 부품 매출은 P와 Q 예상치를 곱한 자동차 Door 가공 매출과 고객사의 Q 매출 성장률을 반영한 자동차 내장재 매출로 나누어 추정하였다.

자동차 Door 가공 매출 추정

동사의 자동차 Door 가공 매출은 수주 받은 모델의 예상 Q와 역산하여 산출한 P를 곱하여 추정하였다. 현재 동사의 자동차 Door 가공 매출은 GM 向으로 전액 나오고 있는 상황이며, 기존에 받은 GM 向 모델 2종에 해당하는 수주 외에는 추가 수주 계획이 없기에 수주 받은 모델의 계획 생산량을 Q로 산정하였다. P는 22년 매출을 해당 연도의 Q로 나누어 산출한 기존 P에 예상 물가상승률만 고려하여 산정하였다. 이는 Door 가공 매출이 한국 GM에서 제공받은 사급품 매입액을 제한 순매출을 수익으로 인식한다는 점에서, P가 원재료 가격에 영향을 받지 않아 크게 변동이 없을 것이라고 판단하였음에 기인한다. 추가적으로 수주를 받았던 모델의 페이스리프트 모델이 출시 후 3개월 동안, 기존에 팔리던 양보다 40% 이상 많이 팔렸다는 점과 1년을 주기로 페이스리프트 모델이 출시된다는 점을 감안하여 분기별로 매출을 산정하였다.

도표 26. 자동차 Door 가공 매출 추정

(단위: 원. 천 대. 억 원)

구분	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
P	68,571	68,571	68,571	68,571	70,354	70,354	70,354	70,354	68,571	70,354
Q	45,455	47,873	52,152	69,218	51,036	51,594	52,152	69,218	214,698	224,000
자동차 Door 가공 매출 합계	31	33	36	47	36	36	37	49	147	158

자동차 내장재 매출 추정

‘23년 자동차 내장재 매출은 동사가 내장재를 납품하는 모델 4종 예상 생산량을 추정하였으며, ‘24년은 해당 모델들의 완성차 업체 전년도 대비 예상 생산량을 반영하여 추정하였다. ‘23년에 사용된 예상 생산량 추정치는 동사가 내장재를 납품하는 모델 4종의 ‘22년 1월부터 8월까지의 8개월간 매출 대비 ‘23년 1월부터 8월까지의 매출의 성장률을 반영하였다.

도표 27. 자동차 내장재 매출 추정

(단위: 억 원)

구분	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
자동차 내장재 부문 매출 합계	58	62	55	55	64	64	64	64	229	254

매출액가정

도표 28. 자동차 부품 부문 매출 추정

(단위: 억 원)

구분	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
차량용 Door 가공	31	33	36	47	36	36	37	49	147	158
자동차 내장재	58	62	55	55	64	64	64	64	229	254
자동차 부품 부문 매출 합계	90	97	90	102	99	100	100	112	378	412

기타 부문 매출

기타 부문 매출은 동사가 '24년까지 추후 CAPA 증설 및 해외 거점 추가 설립에 대한 추가적인 계획이 없다는 점에서 기존과 동일하게 인식될 것이라 추정하였다. 기타 부문 매출은 멕시코 공장 및 해외 거점을 설립 시에 매입하였던 부동산을 WOOSHIN PROPERTIES, LLC라는 자회사를 통하여 임대를 주면서 인식되는 매출로, 1) 자회사를 통해 운영을 하고 있다는 점에서 추후에 매각 의도가 없다고 판단된다는 점과 2) '25년까지도 CAPA 증설 및 설비 투자에 대한 확정 계획이 없기에 임대 매출이 꾸준하게 발생할 것이라고 판단되기에 '22년과 동일하게 추정하였다.

도표 29. 기타 부문 매출 추정

(단위: 억 원)

구분	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
기타 부문 매출 합계	7	10	16	16	12	12	12	12	48	48

도표 30. 우신시스템 매출 테이블

(단위: 억 원)

구분	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
2차전지 설비	0	0	259	0	259	0	0	2,073	259	2,332
차체자동화 설비	179	216	214	214	255	198	162	75	822	690
차량용 안전벨트	297	332	388	419	449	445	681	709	1,436	2,284
자동차 부품	90	97	90	102	99	100	100	112	378	412
기타	7	10	16	16	12	12	12	12	48	48
합계	571	654	967	751	1,075	755	955	2,981	2,944	5,766

비용가정

매출원가

매출원가는 2차전지 설비 부문 매출원가와 그 외 사업 부문의 매출원가를 구분해서 추정하였다. '24년 매출의 상당 부분을 차지하는 '2차전지 조립라인' 수주가 이번이 처음이기에 기존 비용을 기반으로 추정하면 오차가 클 것이라고 판단을 하였다. 이에 '2차전지 조립라인'의 매출원가와 그 외를 나누어 각기 다른 방식으로 적용하였으며, '2차전지 조립라인' 매출원가는 '2차전지 조립라인' 사업을 영위하는 기업 중 해당 사업의 비중이 큰 기업의 매출원가율을 차용하였고 그 외의 매출원가는 변동비성 매출원가와 고정비성 매출원가로 구분하여 추정하였다.

'2차전지 조립라인'의 매출원가는 신형FA의 매출원가율 5년 평균인 84.4%을 차용하여 추정하였다. 해당 부문에서 경쟁사인 '토타' 외의 기업들은 사업부문이 다양하여 '2차전지 조립라인'의 매출원가를 대변하기 힘들다고 판단하여, 매출 중 해당 부문의 비중이 큰 신형FA의 매출원가율만을 차용하였다. 또한, 신형FA 사의 연도별 매출액 변동성이 크기에 한 시점의 매출원가율을 고려하면 오차가 클 것이라고 판단하여, 최근 5개년 평균 매출원가율을 차용하였다.

변동비성 매출원가의 주요 항목은 '재고자산 등의 변동'가 있으며, 고정비성 매출원가의 주요 항목은 '급여'와 '감가상각비'가 있다. 이 외의 비용은 추이가 일정하지 않고 향후 추정이 어려워 변동비성은 매출액 대비 비중 3개년 평균치로, 고정비성은 3개년 평균을 적용해 추정하였다.

변동비성 매출원가

재고자산 등의 변동의 경우, '21년 매출액 대비 비중을 사용하여 추정하였다. 동사의 매출액 대비 '재고자산 등의 변동' 비중은 1) 자동차 Door의 사업 모델이 원재료를 고객사에서 납품 받아 가공을 하는 임가공업 형식이라는 점과 2) 그 외 주요 사업 부문들이 수주 산업이라서 수주 계약 시에 원재료 매입가가 즉각적으로 반영이 된다는 점에서 비중이 크게 차이가 나지 않는다. 하지만, 동사가 원재료 매입가의 상승을 예상하고 원재료 매입을 조금 이르게 한 것으로 예상이 되기에 22년도 매출액 대비 원재료 비중이 적어졌다고 판단되기에 22년이 아닌 21년 매출액 대비 비중을 사용하여 추정하였다.

고정비성 매출원가

급여와 감가상각비의 경우, '22년 금액에 예상 물가상승률을 반영하여 추정하였다. 이는 매출액의 성장폭이 큰 '2차전지 설비'와 '차량용 안전벨트' 부문에서 추가 인력과 자본 투입이 제한적임에 기인한다. '2차전지 설비'는 '차체자동화 설비'와는 다르게 라인들이 모두 동일한 설계, 동일한 공법 그리고 동일한 제작의 디자인들이기에 인력이 덜 필요한 사업이라는 점과 '17년부터 이어온 대대적인 투자로 인하여 차량용 안전벨트가 3,000억 이상의 CAPA를 보유하고 있다는 점에 의하여 추가 설비 투자 및 인력 채용이 없을 것이라고 판단된다.

판매비와 관리비

판매비와 관리비는 변동비성과 고정비성으로 구분하여 추정하였다. 변동비성 판매비의 주요 항목은 '운반비'와 '대손상각비'가 있으며, 고정비성 매출원가의 주요 항목은 '급여'가 있다. 이 외 비용들의 경우, '감가상각비' 및 '무형자산 상각비' 그리고 '연구비'는 추이가 일정하며 앞으로도 크게 변동이 없을 것이라고 판단되어 3개년 평균을, '지급수수료'의 경우 매출액과 연동되는 모습을 보여 매출액 대비 비중 3개년 평균을 사용하여 추정하였다. 이외 비용의 경우 매출과 연동이 될 것이라 판단되면 매출액 대비 비중 3개년 평균을, 매출과 연동되지 않거나 추이가 일정하지 않으면 최근 3개년 이동 평균치를 적용해 추정하였다.

변동비성 매출원가

운반비의 경우, '22년 매출액 대비 비중 10%를 가중하여 추정하였다. 동사는 전체적으로 해외 매출의 비중이 상승하였기에 운반비가 증가한 것으로 판단된다. 실제로, '21년 대비 '22년의 해외 매출 비중이 YoY +48.4%를 상승하였으며, 운반비는 YoY +26.7% 상승하였다. 향후에도 해외 매출의 비중이 높아질 것으로 예상되지만, '23년 2분기 기준 해외 매출 비중이 75%인 점을 감안하여 국내로 판매되는 고정 계약 매출을 고려하였을 때 해외 매출 비중은 최대 20%, 운반비 매출액 대비 비중은 최대 10%까지 상승할 수 있다고 판단하였다.

대손상각비의 경우, '18년부터 '20년까지의 매출액 대비 비중 3개년 평균을 사용하였다. 이는 '21년과 '22년에 중국 무안법인의 부실채권으로 영향으로 크게 계상되었지만 '23년을 기점으로 부실채권을 청산하였음에 기인한다.

비용가정

고정비성 매출원가

급여의 경우, '19년부터 '21년까지의 3개년 금액 평균을 사용하여 추정하였다. 동사는 '22년에 법인 청산으로 인하여 급여가 크게 줄어든 것으로 판단된다. 하지만, 앞으로 급격한 신사업 진출이 가시화가 되었다는 점과 매출액이 크게 성장할 것이라는 점에서 지원부서의 급여가 법인 청산 전의 급여 수준까지 증가할 것이라고 판단하여 '19년부터 3개년 금액 평균을 사용하여 추정하였다.

금융손익, 기타손익, 법인세 비용

금융손익 및 기타손익

금융 손익 중 이자 손익을 제외한 모든 비용들은 추이가 일정하지 않으며 향후 예측이 제한적이기에 최근 3개년 평균 금액을 사용하여 추정하였다. 이자 손익의 경우, 22년 3분기를 고점으로 급격하게 줄어들고 있다는 점과 더불어 최근 3분기에 차체자동화설비를 위하여 추가 차입을 했다는 점에서 '23년의 이자 손익은 '22년과 동일할 것이라고 가정하였다. 뿐만 아니라, '24년에는 '23년의 수익을 바탕으로 차입금을 상환하면서 동시에 2차전지 설비 관련 수주를 위한 차입을 할 가능성이 있기에 '22년과 동일하다고 가정하였다. 그 외의 기타손익은 추이가 일정하지 않고 향후 예측이 제한적이기에 최근 3개년 평균 금액을 사용하여 추정하였다.

법인세비용

법인세비용은 과거 5개년의 평균 유효세율 25.66%를 사용하여 추정하였다. 동사는 최근 5년 동안 단 한 번만 양(+의 유효법인세율을 기록하였으며, 10년 동안 단 5번만 양(+의 유효법인세율을 보였다. 그렇기에, 근 10년 동안 있었던 5번의 유효법인세율의 평균 세율의 평균으로 법인세 비용을 산정하였다.

도표 32. 우신시스템 비용가정

(단위: 억 원)

	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	2,407	2,623	2,545	2,944	5,766
매출원가	2,214	2,454	2,176	2,597	5,014
매출총이익	193	169	369	347	753
판매비와관리비	229	284	289	250	272
영업이익	(36)	(115)	80	96	481
금융손익	(45)	(43)	(68)	(59)	(60)
기타영업외손익	(19)	27	46	18	31
지분법손익	(8)	-	-	-	-
법인세차감전순이익	(108)	(131)	58	56	451
법인세비용	19	(2)	29	14	116
당기순이익	(127)	(129)	28	42	335

밸류에이션

SOTP Peer P/E Valuation

본 리서치 팀은 우신시스템의 적정주가를 산출하기 위해서 SOTP Peer P/E Valuation을 사용하였다. 2차전지 사업부와 자동차 사업부로 나누어 추정하였다. 2차전지 사업부의 적정 Peer로는 코원테크를 선정하였다. 자동차 사업부의 적정 Peer로는 서연이화, Autoliv를 선정하였다. Peer group의 12m Fwd PER는 각각 11.12배, 2.44배, 11.42배이며, 해당 수치를 참고하여 각 사업부의 Target PER를 추정하였다. 이를 동사의 '24년 Fwd EPS (2차전지 741원, 자동차 1,091원)에 적용한 뒤 각 사업부의 가치를 합하여 목표주가 15,800원을 산출하였다. 이에 현재주가 대비 상승여력 97.8%를 제시하며 적극 매수를 주장한다.

Why SOTP Peer P/E Valuation

SOTP 방식을 사용한 이유는 자동차 부품사와 2차전지 장비사의 12m P/E가 보수적으로 가정해도 두 배 이상 차이 난다는 점에 기인한다. 2차전지 부품과 자동차 부품 제조를 동시에 영위하는 성우하이텍과 같은 회사가 존재하지만 2차전지 부품의 경우, 2차전지 장비에 비해 유의미하게 낮은 밸류를 받고 있다. 따라서, 각 사업부의 가치를 나누어서 추정하였다.

Historical P/E Valuation은 적합하지 않다고 판단하였다. 이는 1) 2차전지 대규모 수주를 바탕으로 동사의 핵심적인 사업영역이 구조적으로 바뀌었다는 점, 2) 동사의 과거 12m Fwd PER 자료 부재에 기인한다.

Peer 선정이유

2차전지 사업부의 경우 코원테크를 선정하였다. 이는 1) 국내 셀 사에게 2차전지 장비를 납품한다는 점, 2) 자동화 장비가 핵심제품이라는 점에 기인한다. 동사의 Peer로 가장 적합한 회사를 신형FA와 톱텍을 고려하였지만, 1) 신형FA는 비상장사라는 점, 2) 톱텍의 신뢰할만한 실적 전망치가 부재한 상황이라는 점을 이유로 배제하였다.

자동차 사업부의 경우 서연이화 그리고 Autoliv를 Peer로 선정하였다. 이는 자동차사업부에 포함되는 안전벨트, 차체자동화 설비, Door/내장재 사업을 모두 영위하면서 동사와 기업규모가 비슷한 회사는 존재하지 않는다는 점에 기인한다. 따라서 서연이화 (Door 트림, 내장재 생산 업체)와 Autoliv (안전벨트 글로벌 1위 업체)의 12m Fwd PER 평균을 Target PER로 사용하였다.

	우신시스템	2차전지사업부Peer	자동차사업부 Peer	
		코원테크	서연이화	Autoliv
시가총액(억 원)	1,463	3,941	4,457	98,900
24년 FWD P/E	6	11.12	2.44	11.42
Target P/E (배)	-	11.12	6.93	
24F EPS (원)		741	1,091	
사업부별 적정주가 (원)		8,240 (A)	7,561 (B)	
적정주가 (원)	15,801 (A+B)			
조정주가 (원)	15,800			
상승여력 (%)	97.75%			

Appendix – 추정재무제표

도표 33. 우신시스템 추정재무제표

(단위: 억 원)

	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	2,407	2,623	2,545	2,944	5,766
매출원가	2,214	2,454	2,176	2,597	5,014
매출총이익	193	169	369	347	753
판매비와관리비	229	284	289	250	272
영업이익	(36)	(115)	80	96	481
금융손익	(45)	(43)	(68)	(59)	(60)
기타손익	(19)	27	46	18	31
지분법손익	(8)	-	-	-	-
법인세비용 차감전순이익	(108)	(131)	58	56	451
법인세비용	19	(2)	29	14	116
당기순이익	(127)	(129)	28	42	335
매출액 증가율(%)	-17.02%	8.99%	-2.97%	15.66%	95.89%
영업이익 증가율(%)	적전	적지	흑전	20.56%	398.33%
순이익 증가율(%)	적전	적지	흑전	46.02%	707.73%

투자 참고사항

투자의견 및 목표주가 변동내역

우신시스템 (KS. 017370) 주가 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표가(KRW)
2023.09.21	CONVICTION BUY	15,800



투자기간 및 투자등급/의견

종목추천 투자기간: 24개월

CONVICTION BUY(강력매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상 괴리율
BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만
HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 0%이상 ~ +15%미만
SELL(매도)	추천기준일 증가대비 0%미만

* 추천일 증가대비 추천종목의 예상 목표가격 및 수익률을 의미함

Compliance Note

본 자료는 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R의 제작물로서 모든 저작권은 작성한 학회의 조사분석담당자 본인에게 있습니다.

본 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 부당한 간섭 및 압력없이 작성 하였습니다.

본 자료는 학회의 동의 없이 어떠한 경우에도 변형, 복제, 배포, 전송, 대여할 수 없습니다.

본 자료에 수록된 내용은 학회 및 조사분석담당자가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 본 학회는 그 정확성과 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 본 학회와 담당자는 투자의견을 제시한 것일 뿐 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용할 수 없습니다.