



SK INDUSTRY ANALYSIS

# 자동차

## 1Q17 Preview

- 업황은 혼란스럽지만 마냥 버릴 수 만도 없다



**Analyst**  
**권순우**  
soonwoo@sk.com  
02-3773-8882

## 자동차

### 1Q17 Preview-업황은 혼란스럽지만 마냥 버릴 수 만도 없다

17년 1분기 주요 변화는 1) 예상보다는 더딘 재고소진, 2) 중국 판매부진, 3) 낮아진 미국 재고부담, 4) 기타시장에서의 수요 회복 지속, 5) 수출 ASP 개선 등  
투자전략 - 현대차 중심의 대응, 부품사는 중국 변화 관찰 이후 접근 필요  
외부이슈가 희석된다면, 글로벌 PEER 대비 valuation 매력은 재부각될 전망

### 1Q17 주요 변화

17년 1분기 중 자동차산업에서의 주요 변화들은 1) 예상보다 재고소진이 더디게 진행되고 있고, 2) 중국의 판매부진이 일시적 이슈인지, 구조적 변화인지 관찰이 필요하며, 3) 미국은 재고부담은 낮아지고 있고, 4) 기타시장에서의 수요 회복은 지속되고 있다는 점과 5) 수출대수는 여전히 감소하였지만 원화강세에도 불구하고 ASP는 도리어 상승했다는 점 등이다.

### 투자전략 - 현대차 중심의 대응, 부품사는 중국 변화 관찰 이후 접근 필요

사드로 인한 중국부진을 제외하면 자동차업황 개선을 나타내는 요인들이 하나씩 발견되고 있다. 다만 중국부진이 부품사에 미치는 영향력을 감안할 때, 지금은 완성차 중심의 대응이 바람직하다는 판단이다.

부품사와 완성차의 수익성은 정비례의 관계는 아니다. 하지만 확실한 점은 완성차 실적이 어려울 때 부품사가 좋았던 적은 없었다는 사실이다. 이는 모비스와 완성차 중국법인 수익성에서도 확인할 수 있다. 실적에 대해 우려가 발생하는 상황은 주가에도 부정적일 수 밖에 없다. 실제로 2~3 차 벤더의 시기총액과 현대, 기아차 중국공장 출하를 비교해보면 완성차의 부진과 주가는 동행성이 크다.

우리는 완성차 내에서도 현대차 중심의 접근을 권고한다. 중국에서의 상황이 상대적으로 양호하고, 제품믹스를 통한 수익성 개선이 기대되기 때문이다. 현대, 기아차 모두 SUV 비중이 높아지고 있는 모습이지만, 수익성이 높은 D+E 세그먼트의 비중은 현대차가 양호한 상황이다. 특히 최근 출시된 그랜저와 제네시스의 경우, 글로벌 출하 내에서 각각 3%, 2% 수준까지 비중이 높아졌다.

### 외부이슈가 희석된다면, 글로벌 PEER 대비 valuation 매력은 재부각될 전망

최근 들어 각국 시장대비 상대 PBR 을 보면 글로벌 경쟁업체 대비 한국자동차섹터가 저평가 상태에 진입하였다는 사실을 알 수 있다. 17년 이후 현대차를 중심으로 한 외국인 매수도 낮은 valuation 의 영향으로 판단한다. 특히 현대차그룹의 판매와 이익 비중이 높은 기타시장의 턴어라운드 진행되는 상황에서 사드와 같은 외부요인이 사라진다면 저평가 매력은 재부각될 가능성이 높다. 업황은 혼란스럽지만 버릴 수만은 없는 이유이다.

# Contents

1. 산업분석	3
2. 기업분석	14
1) 현대차	15
2) 기아차	20
3) 현대모비스	25
4) 현대위아	29
5) 한온시스템	33
6) 만도	37

## Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 4월 11일 기준)

매수	95%	중립	5%	매도	0%
----	-----	----	----	----	----

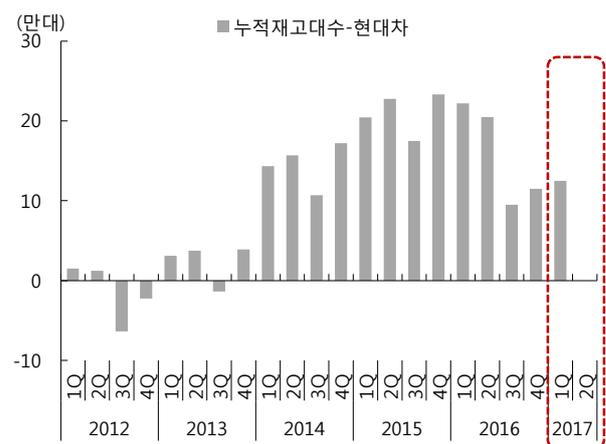
### 1) 예상보다는 더딘 재고소진

#### 2017년 자동차섹터의 중요 포인트는 재고

당사에서는 2017년 자동차 섹터에서 주목할 중점지표로 재고 변화를 고려하고 있다. 재고 변화를 통해 업체의 경쟁력과 실적을 동시에 가늠할 수 있으며, 수요둔화 가능성이 지속적으로 언급되는 상황에서 높아진 재고 레벨을 낮추는 과정이 진행되어야 향후 다가올 경쟁심화에 대응할 수 있기 때문이다.

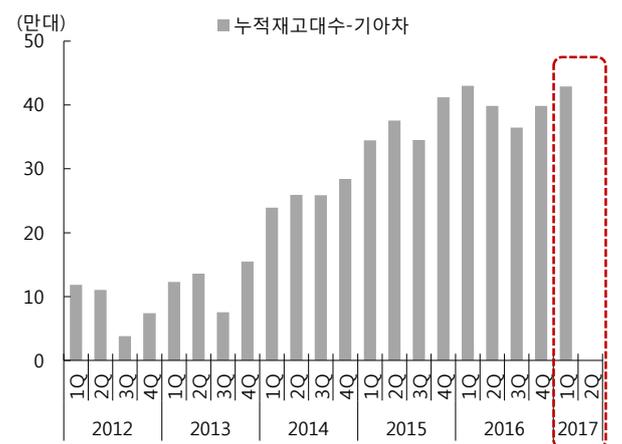
연초에 기대했던 포인트는 작년 하반기 국내공장 출하량 감소에 따른 공급차질과 이로 인한 재고 감소였다. 하지만 예상과 달리 재고일수에는 큰 변화가 없는 모습이다. 현대차 재고일수는 미국과 유럽지역에서 감소하였지만 반면 중국과 내수 지역에서 상승하였으며, 기아차는 전반적으로 상승하였다.

<그림 1> SK 증권 추정 현대차 누적재고 추이



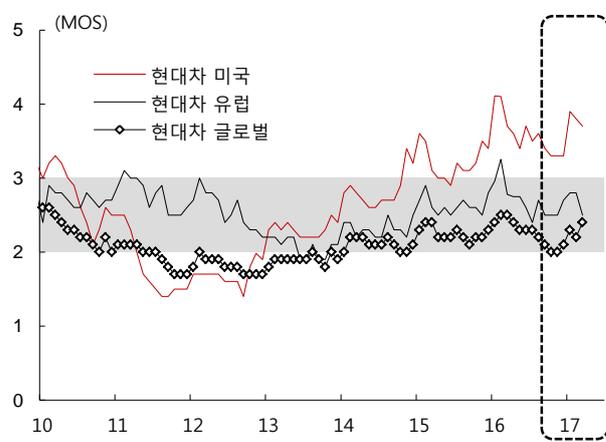
자료: 현대차, SK 증권 추정

<그림 2> SK 증권 추정 기아차 누적재고 추이



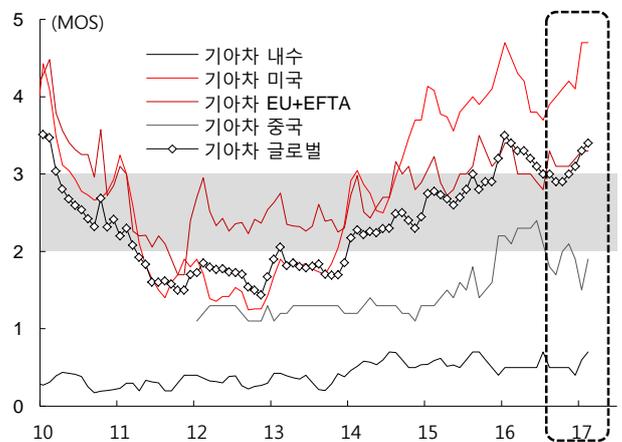
자료: 기아차, SK 증권 추정

<그림 3> 현대차 지역별 재고 MOS 추이  
- 미국과 유럽은 낮아진 반면



자료: 현대차, SK 증권

<그림 4> 기아차 지역별 재고 MOS 추이  
- 연초 수준보다 높아진 모습



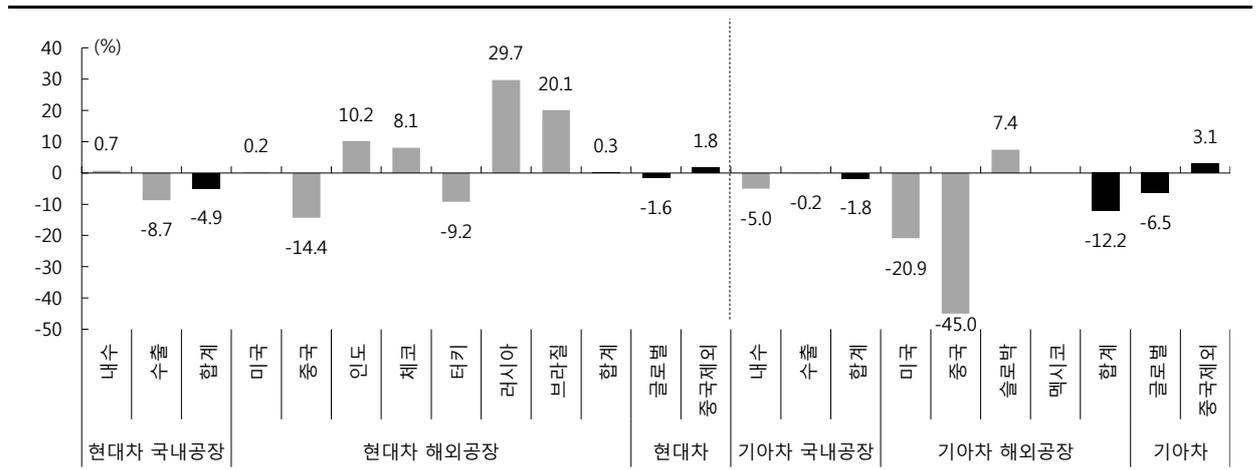
자료: 기아차, SK 증권 주 17년 2월까지

**소매판매보다 높은 출하증가율  
예상보다 더딘 재고소진 전망**

통상적으로 1 분기는 계절적인 영향으로 소매판매보다 출하량이 많다. 따라서 재고가 소진되기보다 쌓이는 분기다. 1 분기 재고일수 또한 상승하는 경향이 높다.

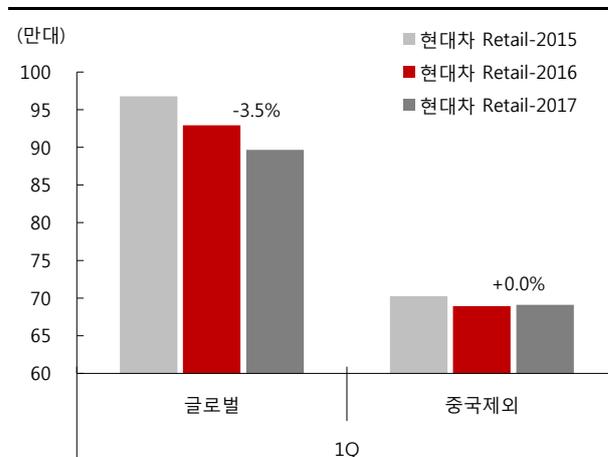
하지만 17년 1 분기에는 중국을 중심으로 현대차그룹의 글로벌 출하량이 전년 동기 대비 현대차, 기아차 각각 1.6%, 6.5% 감소하였다는 점에 주목해야 한다. 전년과 유사한 소매판매가 진행되었다면 자연스럽게 전년 동기 대비 재고소진이 이루어졌겠지만, 현대, 기아차 소매판매는 각각 3.5%, 6.4% 감소하며 출하량이 줄어든 효과를 누리지 못하였다. 완성차의 매출액과 영업이익에 직접적으로 영향을 주지 않는 중국법인을 제외하더라도 소매판매 증가율은 각각 +0.0%, +0.4%로 공장출하 증가율인 +1.8%, +3.1%보다 낮은 모습을 보였다.

<그림 5> 현대차그룹 전년동기 대비 2017년 1분기 공장별 출하



자료: 현대차, 기아차, SK 증권

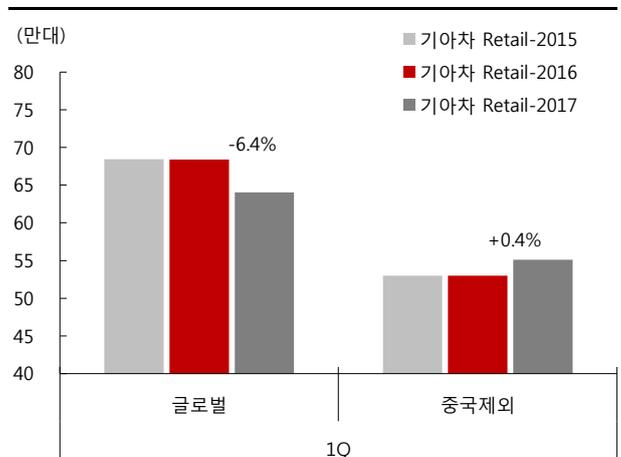
<그림 6> 현대차 1분기 소매판매 - 전년 동기 대비 3.5% 감소



자료: 현대차, SK 증권

주: 대형상용 제외

<그림 7> 기아차 1분기 소매판매 - 전년 동기 대비 6.4% 감소



자료: 기아차, SK 증권

## 2) 중국, 일시적 이슈인지, 구조적 변화인지 관찰 필요

특히 타지역 대비 출하와 소매판매 모두 중국에서의 부진이 두드러졌다. 중국 생산/판매 둔화에 대한 우려가 중요한 것은 가장 큰 수요시장이라는 상징성도 있지만 중국에서 현대차 4 공장 가동 시작과 연말부터 5 공장 추가 증설이 예정되어있기 때문이다. 일시적인 둔화가 아니라면 자동차섹터 전반에도 지속적인 부담요인이다.

중국시장에 대한 기존 우려는 17년부터 진행되는 구매세의 단계적 인하에 따른 전반적 수요 둔화였다. 그러나 우려와 달리 2월 판매까지 중국수요는 각각 +3.0%, +8.2% 성장하며 정책종료로 인한 수요공백 시기를 넘어가고 있다.

하지만 국내업체의 경우, 예상에 없던 사드 문제 장기화가 반한감정으로 이어지며 판매에 부정적으로 작용하고 있다. 경쟁업체들 또한 이를 활용한 마케팅 전략을 진행하며 피해가 가중되는 모습이다. 과거 2012년 센카쿠 열도사태가 확산되며 반일감정으로 인해 일본업체들 점유율과 판매량이 단기간에 큰 폭으로 하락했던 때와 같은 상황이다.

**과거 일본의 경우,  
점유율 회복에는 1년 3개월 소요  
하지만 판매량은 프로모션을 통해  
비교적 짧은 3~4개월 내에 회복**

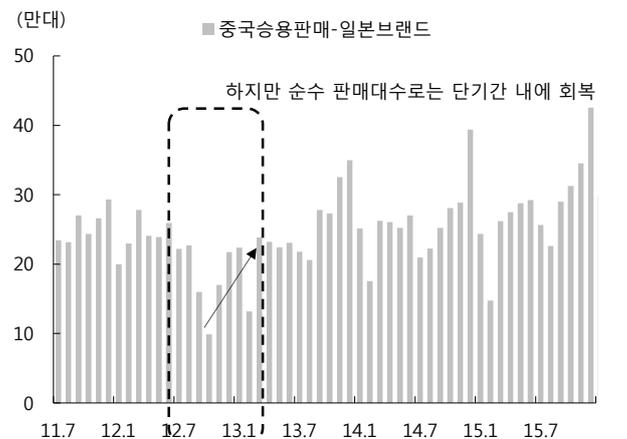
다만 과거 일본업체들의 판매량 감소 이후 회복시점에 대해 고려해야 한다. 일부에서 제기하는 것처럼 일본업체들의 시장점유율은 하락 이후 회복까지 약 1년 3개월 정도의 긴 시간이 필요했다. 하지만 점유율이 아닌 판매량으로 보면 각종 프로모션을 통해 비교적 짧은 3~4개월 내에 이전 수준으로 복귀했다는 사실에도 주목해야 한다. 지금은 사드 등 이슈로 판매부진이 나타나고 있지만 이슈가 희석되기 시작한다면, 수익성에는 다소 부정적이겠지만 판매량 회복은 단기에 가능할 것으로 판단한다.

<그림 8> 중국승용판매 - 일본브랜드 점유율 추이



자료: CEIC, SK 증권

<그림 9> 중국승용판매 - 일본브랜드 판매대수 추이

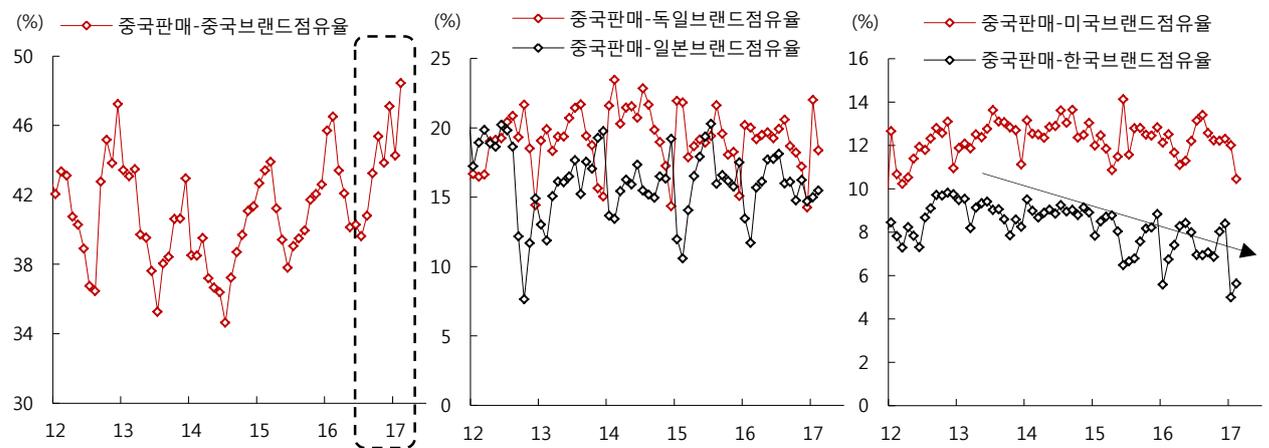


자료: CEIC, SK 증권

**판매감소가 일회성요인 이슈인지  
기조적인 변화인지 관찰 필요**

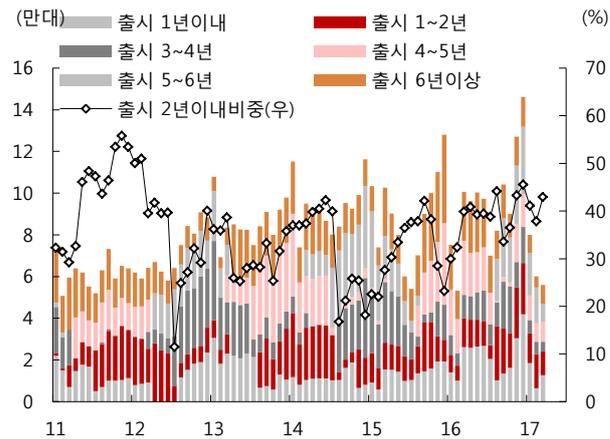
오히려 중국에서 관찰포인트는 판매감소가 사드 등으로 인한 일회성 이슈였는지 기조적인 변화인지에 대한 구분이다. 현대차그룹의 중국 내 점유율은 13년을 기점으로 점진적으로 하락하고 있으며, 작년 하반기부터 중국로컬들의 점유율 상승이 지속되고 있다는 점도 우려요인이다. 최근의 변화에 사드를 제외하더라도 구매세 인하 정책의 변화, 신차종 출시와 이로 인한 라인조정 등의 단기적인 이슈 이외에 향후 차종노후화나 신차 판매 문제 등의 이슈가 있는지에 대해 주목할 필요가 있다.

**<그림 10> 중국 승용판매 국가별 브랜드 점유율 추이 - 로컬 업체들의 점유율 상승, 한국브랜드 하락**



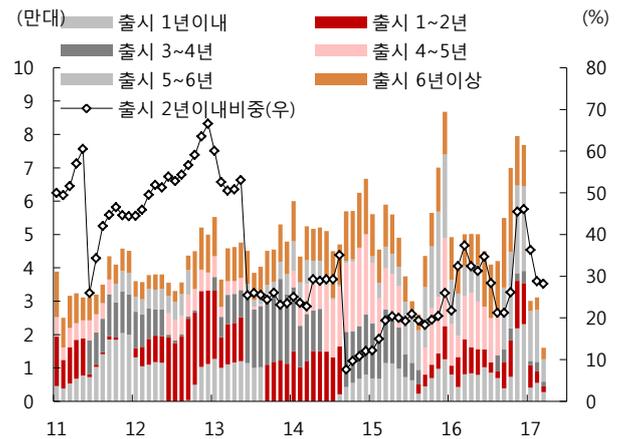
자료: CEC, SK 증권

**<그림 11> 현대차 중국공장 출시연한별 출하대수와 2년 이하 모델비중**



자료: 현대차, SK 증권

**<그림 12> 기아차 중국공장 출시연한별 출하대수와 2년 이하 모델비중**



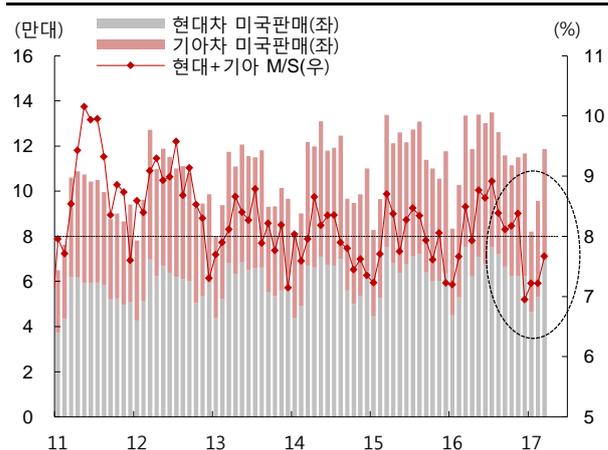
자료: 기아차, SK 증권

### 3) 미국, 재고부담은 낮아지는 중

다른 주요시장인 미국에서도 점유율과 판매량은 다소 부진한 모습이다. 부진의 주요인으로 많이 언급되었던 Light Truck 선호에 대응하기 어려웠던 제품믹스로 인해 재고수준은 높아졌고, 이를 해결하기 위해서 인센티브도 동반상승하는 현상이 지속되어 왔다.

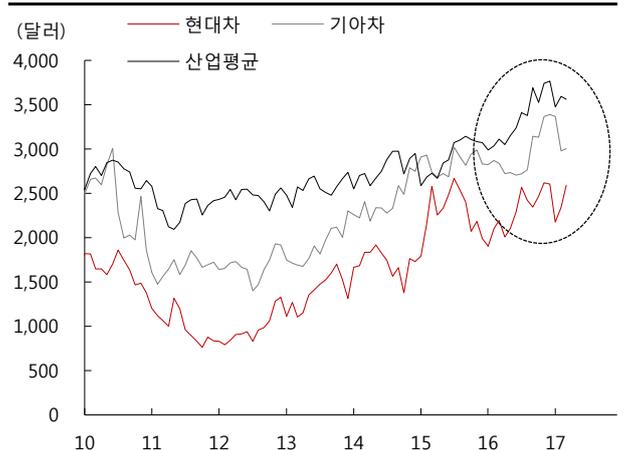
하지만 현재 경쟁업체 대비 재고부담은 많이 낮아진 수준이다. 통상적으로 관찰하는 재고일수가 아닌 재고대수의 흐름을 보면 경쟁업체들의 지속적인 재고증가와 달리 현대, 기아차의 경우 16년 하반기 이후 감소한 것을 확인할 수 있다. 수요정체로 인해 경쟁 심화 가능성이 높아질 수 있다는 점은 여전히 부담요인이지만 경쟁업체 대비 대응하기에는 다소 수월해진 점도 감안해야 한다.

<그림 13> 현대, 기아차 미국 판매 및 점유율 추이



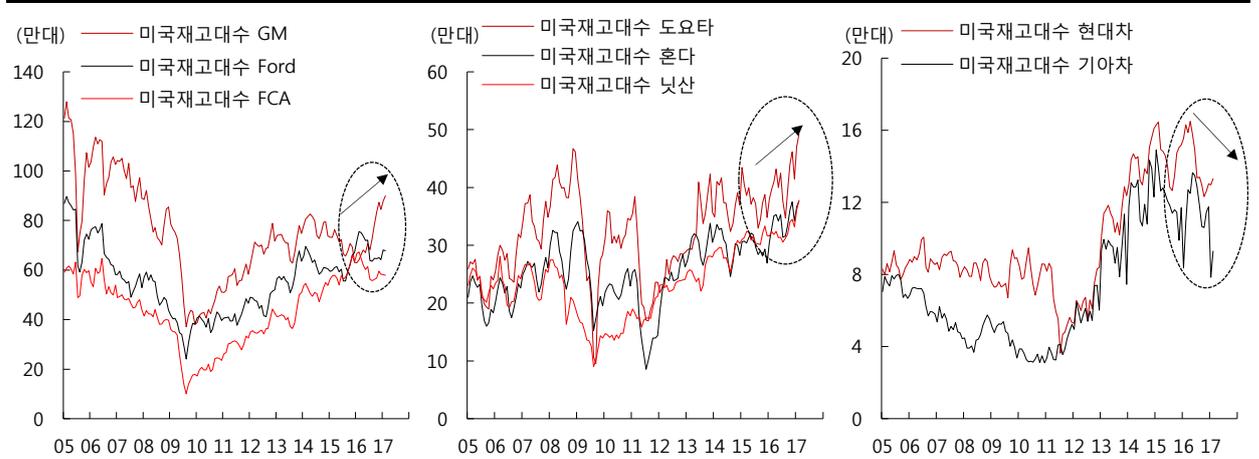
자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 14> 미국 인센티브 추이



자료: Autodata, SK 증권

<그림 15> 미국재고대수 추이 - 경쟁업체들의 지속적인 재고증가와 달리 16년 하반기 이후 감소한 현대, 기아차 재고 수준



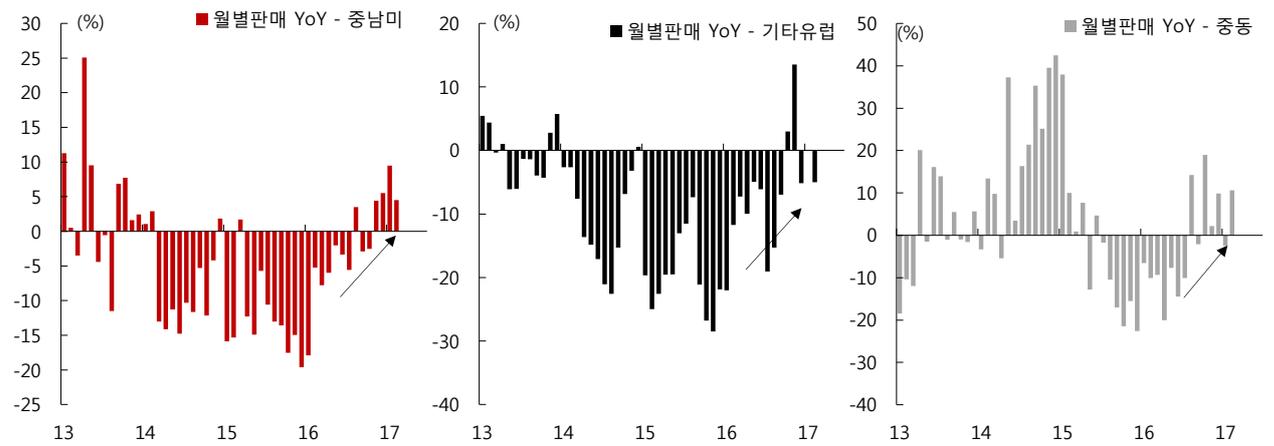
자료: Automotive News, SK 증권

#### 4) 기타시장, 수요 회복은 지속

기타시장으로 수요에 대한 시선을 돌려보자. 경쟁사 대비 국내업체에 있어서 중요한 기타시장 수요의 경우, 아래 <그림 16>에서 확인할 수 있듯이 지난해 하반기부터 지속적으로 회복세를 보이고 있다. 수요 회복과 함께 환율 또한 우호적으로 전환되면서 전반적인 영업환경은 개선 중이다.

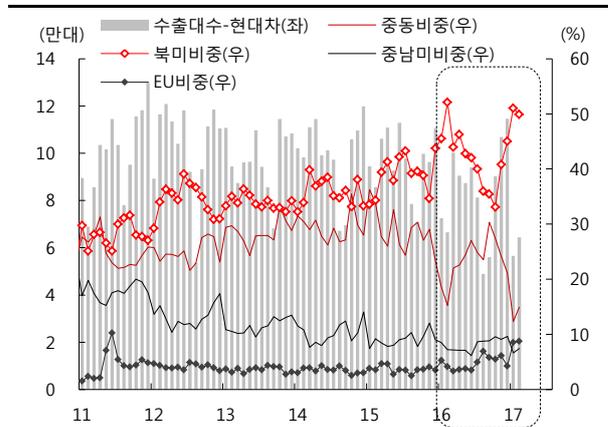
다만 완성차의 수출 대응정책은 17년 들어 수요변화와는 다소 다른 방향으로 진행되고 있다. <그림 17>과 <그림 18>에서처럼 16년 하반기 낮아졌던 북미수출비중과 높아진 기타시장수출 비중이 최근 들어 다시 전환되었다는 점이다. 아이오닉, 니로 등의 친환경차(전동차)와 제네시스 브랜드와 같은 신차종의 전략적 선분배에 따른 북미와 유럽의 비중증가라면 단기간에 끝날 이슈겠지만, 지속된다면 기타시장에서의 수요 증가 수혜를 누리지 못할 뿐더러 미국과 유럽에서는 재고 부담이 가중될 가능성이 높다.

<그림 16> 중남미 / 기타유럽 / 중동 자동차 판매 YoY - 16년 하반기부터 본격적으로 수요 개선



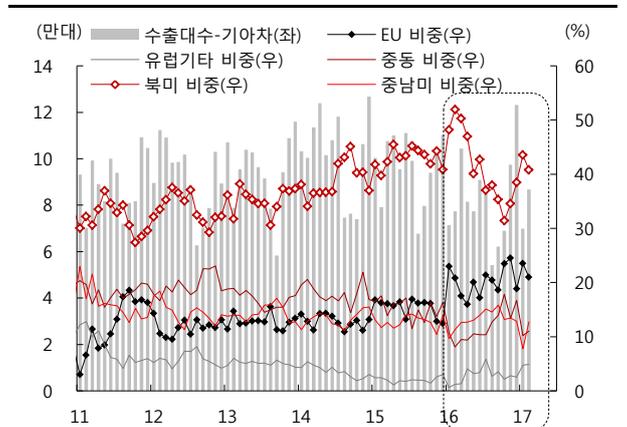
자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 17> 수출대수 및 지역별 비중 추이 - 현대차



자료: KAMA, SK 증권

<그림 18> 수출대수 및 지역별 비중 추이 - 기아차

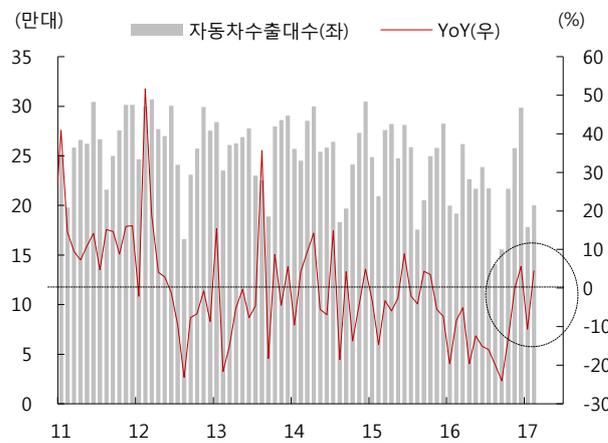


자료: KAMA, SK 증권

### 5) 수출대수는 여전히 감소, 하지만 ASP 상승

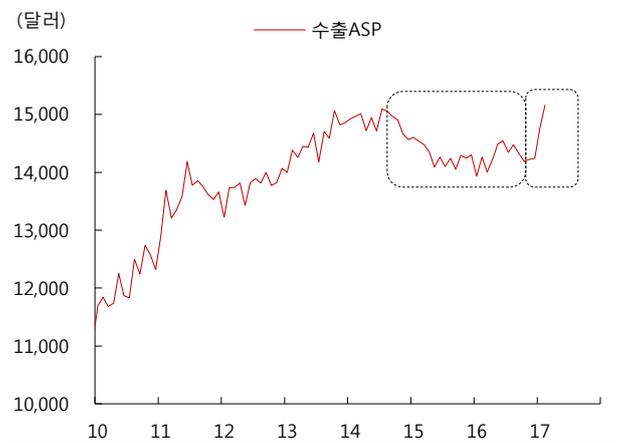
그래도 수출에서 그나마 긍정적인 부분은 수출량 감소에도 불구하고, ASP 는 개선되었다는 점이다. <그림 19>에서처럼 한국 자동차수출대수는 16년부터 지속적으로 역성장 하였으나 ASP 의 경우 17년들어 급격히 상승하였다. 해당기간 원화약세가 진행되지 않았다는 점을 감안한다면 믹스개선을 통해 Q 보다는 P 에서의 개선이 이루어졌음을 알 수 있다. 실제 KAMA 에서 발표하는 세그먼트별 수출비중을 보면 승용비중이 낮아지고 SUV 비중이 점진적으로 증가하고 있다. 이는 대표적인 믹스개선이다.

<그림 19> 한국 자동차 수출추이 - 연초까지 부진은 지속



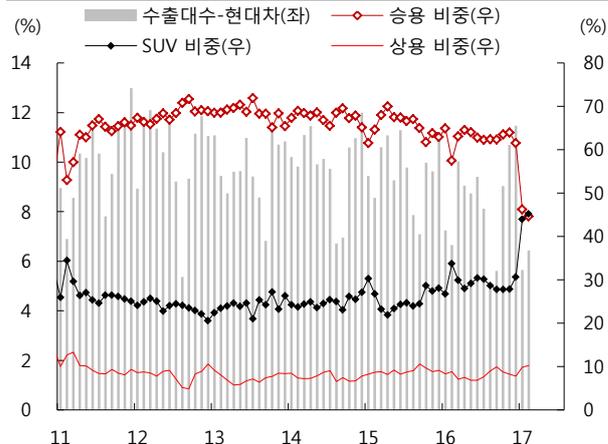
자료: KAMA, SK 증권

<그림 20> 수출 ASP - 수출대수 감소와 달리 ASP 는 큰 폭으로 상승



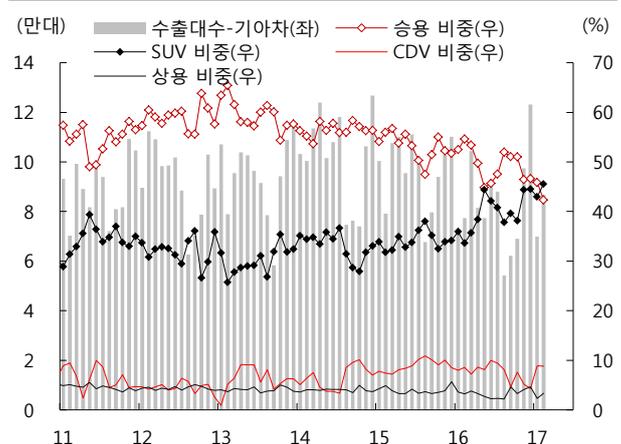
자료: KAMA, SK 증권

<그림 21> 수출대수 및 세그먼트별 비중 추이 - 현대차



자료: KAMA, SK 증권

<그림 22> 수출대수 및 세그먼트별 비중 추이 - 기아차



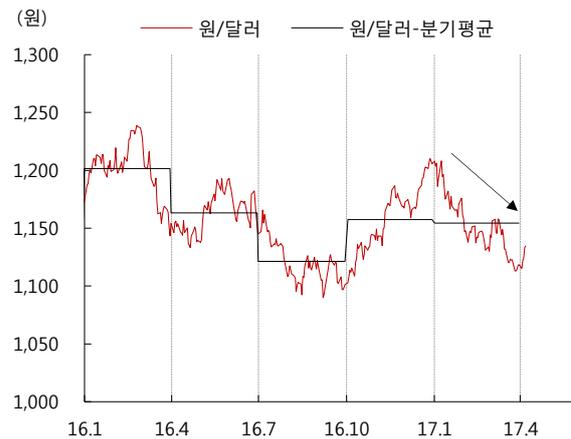
자료: KAMA, SK 증권

### 6) 환율 - 달러보다는 원화 대비 방향성이 중요

원달러 환율은 연초 이후 지속적으로 강세기조를 유지함에 따라 매출액에 다소 부정적으로 작용할 전망이다. 하지만 16년 4분기 기말환율 대비 17년 1분기 강세마감으로 인해 세타엔진 리콜 비용을 제외한 판매보증관련 비용은 다소 감소할 것으로 예상된다.

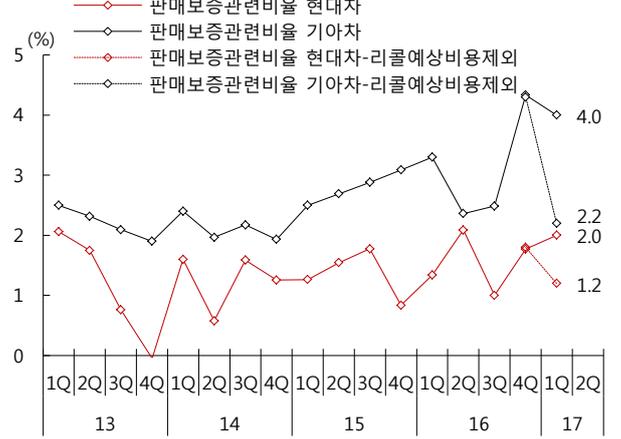
달러 대비 주요 통화는 강세 전환을 하였으나, 국내 업체에게 중요한 원화대비 환율 변화를 보면 주요 환율에 대해서 불리하게 작용하는 모습이다. 과거 나타났던 브라질, 러시아에 진출한 업체들의 환관련 손실은 제한적이겠지만, 달러와 위안화 자산 비중이 높은 업체들의 영업외손실은 불가피할 것으로 판단된다.

<그림 23> 작년 대비 평균환율은 낮고 기말은 강세마감



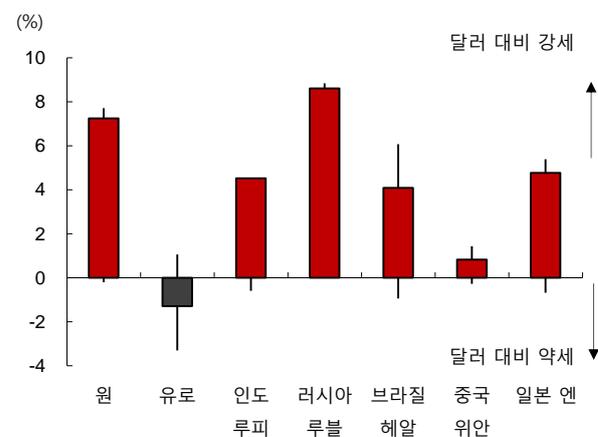
자료: 한국은행, SK 증권

<그림 24> 판매보증관련비용 추이



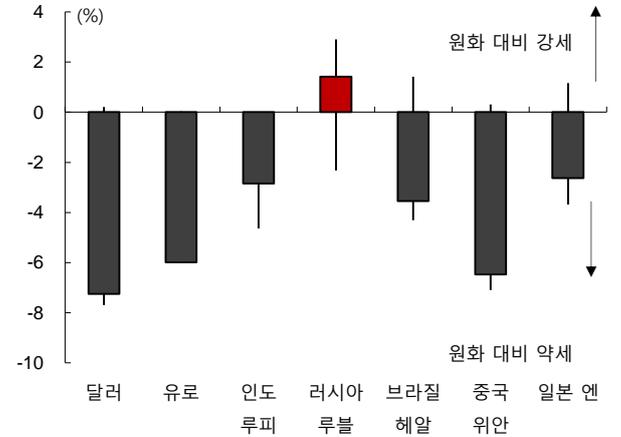
자료: SK 증권 추정

<그림 25> 달러 대비 주요 통화의 분기별 변동 - 17.1Q 기준



자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 26> 원화 대비 주요 통화의 분기별 변동 - 17.1Q 기준



자료: Bloomberg, SK 증권

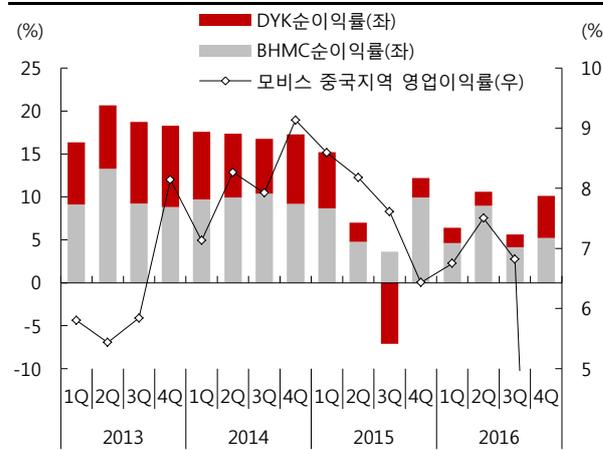
투자전략 - 현대차 중심의 대응, 부품사는 중국 변화 관찰 이후 접근 필요

사드로 인한 중국부진을 제외하면 자동차업황이 개선되고 있는 증거들이 하나씩 발견되고 있다. 다만 중국부진이 부품사에 미치는 영향력을 감안하여 완성차 중심으로 대응하는 것이 바람직하다는 판단이다.

부품사와 완성차의 수익성은 정비례 관계가 아니다. 하지만 최소한 확실한 것은 완성차 실적이 어려울 때 부품사가 좋았던 적이 없었다는 점이다. 이는 모비스와 완성차 중국 법인 수익성에서도 확인할 수 있다. 실제 아래 <그림 27>에서는 완성차 중국생산법인인 BHMC와 DYK의 당기순이익률과 모비스 중국지역 영업이익률을 비교했다. 완성차 실적과 모비스의 중국 이익률은 대체로 동행하는 모습이며, 특히 완성차 그룹의 수익성이 악화되었을 때에는 모비스도 영향을 받았음을 확인할 수 있다.

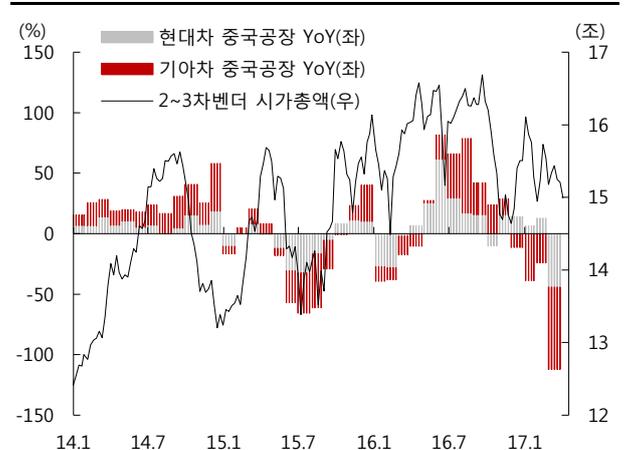
실적에 대해 우려가 발생하는 상황은 주가에도 부정적일 수 밖에 없다. 실제로 2~3차 벤더의 시가총액과 현대, 기아차 중국공장 출하를 비교해보면 동행하는 경향을 보인다.

<그림 27> 완성차 중국생산법인 순이익률 모비스 중국 영업이익률 추이



주: 16년 4분기 모비스 중국지역 영업이익률은 -5.4% 기록  
자료: SK증권

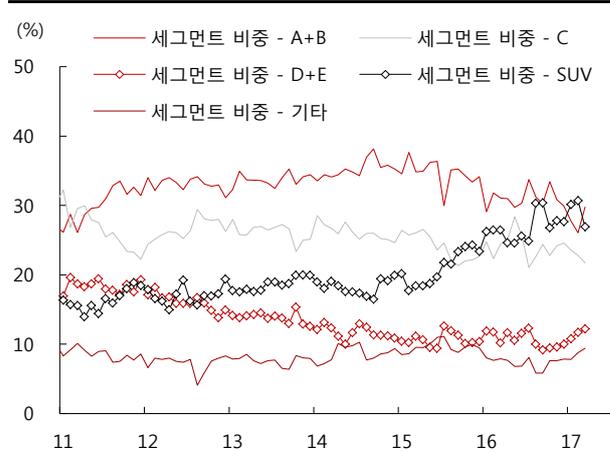
<그림 28> 15년 이후 부품사 주가와 중국법인의 실적은 동일한 방향성



자료: 현대차, 기아차, Quantwise, SK증권

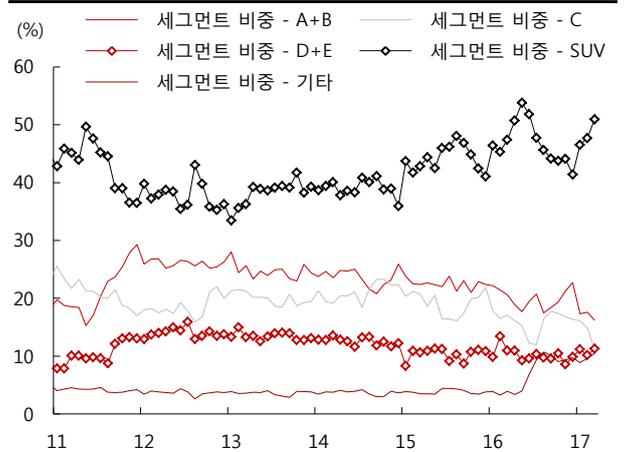
완성차 내에서도 현대차 중심의 접근을 권고한다. 통상임금 이슈라는 외부이슈와는 별개로, 중국에서의 상황이 상대적으로 양호하고 제품믹스를 통한 수익성 개선이 기대되기 때문이다. 또한 현대, 기아차 모두 SUV 비중이 높아지고 있는 모습이지만, 수익성이 높은 D+E 세그먼트의 비중은 현대차가 양호한 상황이다. 특히 최근 출시된 그랜저와 제네시스의 경우, 글로벌 출하 내에서 각각 3%, 2% 수준까지 비중이 높아졌다.

<그림 29> 세그먼트별 비중 - 현대차



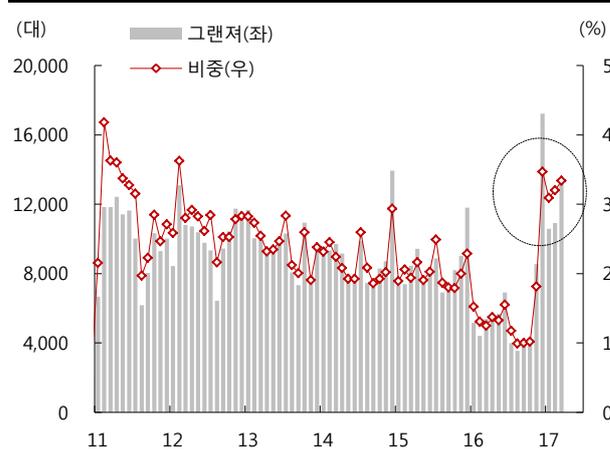
자료: 현대차, SK 증권

<그림 30> 세그먼트별 비중 - 기아차



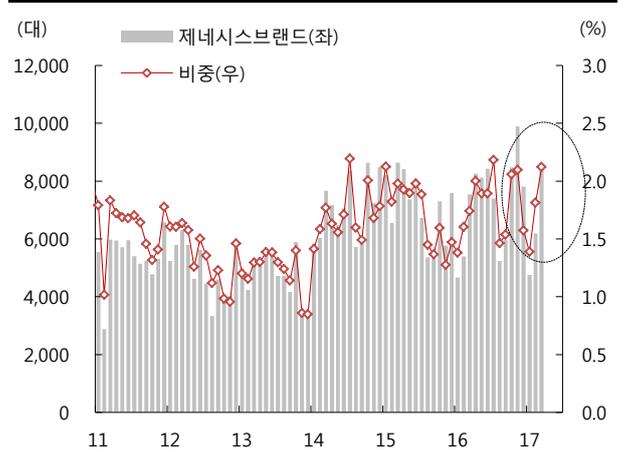
자료: 기아차, SK 증권

<그림 31> 현대차 차종별 글로벌 출하 및 비중 추이 - 그랜저



자료: 현대차, SK 증권

<그림 32> 현대차 차종별 글로벌 출하 및 비중 추이 - 제네시스 브랜드



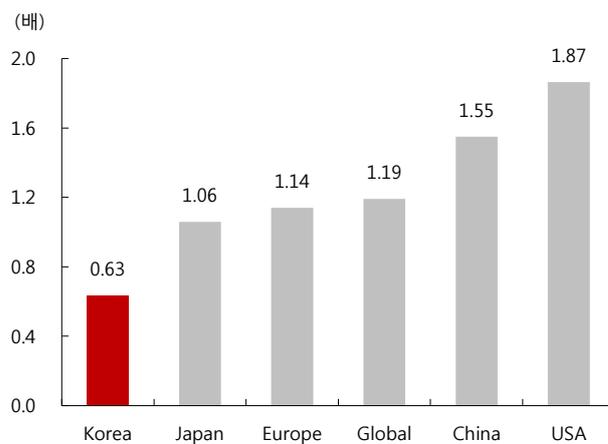
자료: 현대차, SK 증권

### 외부 이슈가 희석된다면, 글로벌 PEER 대비 valuation 매력은 재부각될 전망

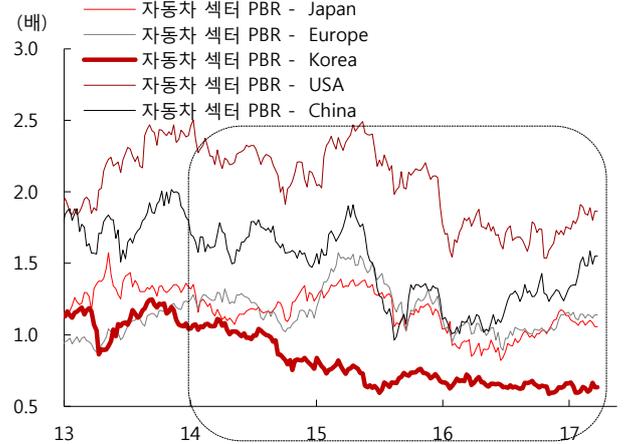
한국 자동차섹터의 경우 주요 국가별 자동차섹터 내에서 가장 낮은 PBR 을 부여받고 있고, 이에 따라 저평가 논란이 계속 되어왔다. 하지만 <그림 34>에서 확인할 수 있듯이 단순 PBR 기준으로 14년 이후 지속적으로 가장 낮은 PBR 을 부여받아왔다는 점을 고려해야 한다.

특히 최근 들어 각국 시장대비 상대 PBR 을 보면 글로벌 경쟁업체 대비 저평가 상태에 진입하였다는 사실에 주목할 필요가 있다. 17년 들어 현대차를 중심으로 한 외국인 수요가 늘어난 것도 낮은 valuation 의 영향으로 판단한다. 현대차그룹의 판매와 이익 비중이 높은 기타시장의 턴어라운드가 진행되는 상황에서 사드와 같은 외부요인이 사라질 경우 저평가 매력에 재부각될 가능성은 매우 높다. 업황은 혼란스럽지만 버릴 수만은 없는 이유이다.

<그림 33> 주요 국가별 자동차섹터 PBR  
- 글로벌 자동차섹터에서 가장 낮은 PBR 을 부여받고 있으나



<그림 34> 각국 자동차섹터 PBR 추이  
- 14년 이후로는 지속적으로 가장 낮은 PBR 을 부여받아왔음



<그림 35> 각국 시장대비 상대 PBR 추이 - 최근 시장대비 상대관점으로도 글로벌 경쟁업체 대비 저평가 상태 진입



자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 36> 직전 2년간 외국인 누적 순매수 추이  
- 사드와 같은 외부요인이 사라진다면 저평가 매력 재부각 가능



자료: Quantwise, SK 증권

# Company Analysis

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**권순우**

soonwoo@sk.com  
02-3773-8882

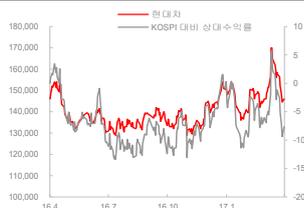
### Company Data

자본금	14,890 억원
발행주식수	25,789 만주
자사주	1,683 만주
액면가	5,000 원
시가총액	321,604 억원
주요주주	
현대모비스(주)(외5)	28.23%
국민연금공단	8.02%
외국인지분률	46.10%
배당수익률	2.10%

### Stock Data

주가(17/04/11)	146,000 원
KOSPI	2133.32 pt
52주 Beta	0.79
52주 최고가	170,000 원
52주 최저가	129,000 원
60일 평균 거래대금	800 억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.0%	-1.7%
6개월	9.4%	5.4%
12개월	0.0%	-7.6%

## 현대차 (005380/KS | 매수(유지) | T.P 175,000 원(유지))

### 1Q17 Preview - 중국을 제외한다면 본업은 개선 중

1Q17 Preview - 매출액 22 조 4,176 억원(YoY +0.3%), 영업이익 1 조 2,263 억원 (YoY -8.7%, OPM 5.5%), 순이익 1 조 2,525 억원(YoY -29.2%, NIM 5.6%) 전망  
사업부문별 영업이익률은 자동차부문 5.9%, 금융부문 5.1%, 기타부문 4.0% 예상  
믹스개선과 기타시장 회복과 함께 글로벌 업체 대비 낮은 저평가 매력 부각 전망  
투자 의견 매수, 목표주가 175,000 원 유지

### 1Q17 Preview - 매출액 22 조 4,176 억원, 영업이익 1 조 2,263 억원

17년 1분기 실적은 매출액 22 조 4,176 억원(YoY +0.3%), 영업이익 1 조 2,263 억원(YoY -8.7%, OPM 5.5%), 당기순이익 1 조 2,525 억원(YoY -29.2%, NIM 5.6%)으로 전망한다. 사업부문별 영업이익률은 자동차부문 5.9%, 금융부문 5.1%, 기타부문 4.0%로 전년 동기인 6.4% / 5.6% / 6.1% 대비 하락할 것으로 예상된다.

전년동기 대비 증가한 재고와 국내공장 출하량감소에 따른 고정비부담, 원화강세로 인한 외형감소와 세타엔진 리콜로 인한 총당금 설정은 부담요인으로 작용하겠으나 SUV와 그랜저 및 제네시스의 D+E 세그먼트 비중 확대에 따른 믹스개선과 기말환율 강세마감에 따른 판매보증관련 비용 축소로 일정수준 완충될 것으로 판단한다.

영업외손익에서는 출하량 감소로 인한 중국생산법인과 기아차의 기여도가 낮아짐에 따라 순이익은 전년 대비 감소할 것으로 예상된다.

### 중국을 제외한다면 본업은 개선, 저평가 매력 재부각 가능성 염두

최근 사드문제로 인한 중국부진으로 주가가 하락하는 모습이다. 하지만 해당 이슈를 제외한다면, 제품믹스 개선과 신흥시장 회복, 낮아진 재고 부담 등의 본업요소들은 과거 대비 개선되고 있다는 점도 주지해야 한다. 외부이슈만 해결된다면, 지배구조 이슈와 무관하게 동사의 차량 믹스개선과 기타시장 회복과 더불어 글로벌 업체 대비 낮은 저평가 매력은 지속적으로 부각될 전망이다. 투자 의견 매수, 목표주가 175,000 원을 유지한다.

### 영업실적 및 투자지표

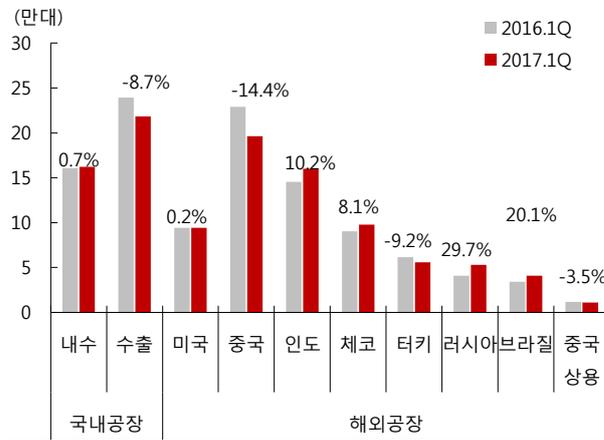
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	892,563	919,587	936,490	982,975	1,026,652	1,112,330
yoy	%	2.2	3.0	1.8	5.0	4.4	8.4
영업이익	억원	75,500	63,579	51,935	57,814	62,182	69,300
yoy	%	-9.2	-15.8	-18.3	11.3	7.6	11.5
EBITDA	억원	100,999	91,519	85,523	97,273	103,431	111,870
세전이익	억원	99,513	84,594	73,071	78,939	83,453	92,336
순이익(지배주주)	억원	73,468	64,173	54,064	57,128	59,805	66,114
영업이익률%	%	8.5	6.9	5.6	5.9	6.1	6.2
EBITDA%	%	11.3	10.0	9.1	9.9	10.1	10.1
순이익률	%	8.6	7.1	6.1	6.2	6.2	6.3
EPS	원	25,735	22,479	18,938	20,011	20,949	23,159
PER	배	6.6	6.6	7.7	7.3	7.0	6.3
PBR	배	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	5.7	6.8	7.6	6.6	6.1	5.6
ROE	%	13.4	10.7	8.4	8.2	8.0	8.3
순차입금	억원	62,097	174,046	207,642	198,939	181,349	166,898
부채비율	%	135.1	147.3	147.2	135.9	126.2	120.0

&lt;표 1&gt; 현대차 2017년 1분기 실적 Preview

	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q(F)	YoY	QoQ
현대차출하	1,107,032	1,285,396	1,083,946	1,378,861	1,089,521	-1.6%	-21.0%
국내공장	400,160	462,291	317,993	488,654	380,353	-4.9%	-22.2%
내수	160,862	190,262	131,539	175,979	161,978	0.7%	-8.0%
수출	239,298	272,029	186,454	312,675	218,375	-8.7%	-30.2%
해외공장	706,872	823,105	765,953	890,207	709,168	0.3%	-20.3%
미국	94,073	104,165	102,730	85,532	94,272	0.2%	10.2%
인도	145,411	163,276	174,725	178,629	160,182	10.2%	-10.3%
터키	61,446	58,210	47,285	63,135	55,800	-9.2%	-11.6%
체코	90,447	96,299	82,061	89,181	97,735	8.1%	9.6%
러시아	40,882	55,718	54,400	56,474	53,030	29.7%	-6.1%
브라질	34,039	40,214	41,903	45,326	40,870	20.1%	-9.8%
중국	229,011	293,758	256,231	363,016	196,119	-14.4%	-46.0%
중국상용	11,563	11,465	6,618	8,914	11,160	-3.5%	25.2%
매출액	223,506	246,767	220,837	245,380	224,176	0.3%	-8.6%
자동차	172,389	194,208	166,181	194,063	171,056	-0.8%	-11.9%
금융	35,288	35,615	37,667	31,950	36,500	3.4%	14.2%
기타	15,829	16,941	16,990	19,380	16,621	5.0%	-14.2%
매출원가	181,114	196,535	181,897	200,052	182,255	0.6%	-8.9%
%	81.0	79.6	82.4	81.5	81.3	0.3%p	-0.2%p
판매비	28,969	32,614	28,259	35,116	29,658	2.4%	-15.5%
%	13.0	13.2	12.8	14.3	13.2	0.3%p	-1.1%p
영업이익	13,424	17,618	10,681	10,212	12,263	-8.7%	20.1%
%	6.0	7.1	4.8	4.2	5.5	-0.5%p	1.3%p
자동차	10,964	13,439	2,156	8,251	10,263	-6.4%	24.4%
%	6.4	6.9	1.3	4.3	6.0	-0.4%p	1.7%p
금융	1,989	2,597	1,611	833	1,934	-2.7%	132.2%
%	5.6	7.3	4.3	2.6	5.3	-0.3%p	2.7%p
기타	965	1,593	1,447	1,746	665	-31.1%	-61.9%
%	6.1	9.4	8.5	9.0	4.0	-2.1%p	-5.0%p
연결조정	-494	-10	5,467	-619	-600		
영업외손익	8,210	6,197	4,266	2,461	3,393	-58.7%	37.9%
%	3.7	2.5	1.9	1.0	1.5	-2.2%p	0.5%p
세전이익	21,634	23,816	14,947	12,673	15,656	-27.6%	23.5%
%	9.7	9.7	6.8	5.2	7.0	-2.7%p	1.8%p
법인세	3,953	6,177	3,759	1,984	3,131	-20.8%	57.8%
%	18.3	25.9	25.1	15.7	20.0	1.7%p	4.3%p
당기순이익	17,681	17,639	11,188	10,688	12,525	-29.2%	17.2%
%	7.9	7.1	5.1	4.4	5.6	-2.3%p	1.2%p
지배주주	16,870	16,580	10,614	10,000	11,718	-30.5%	17.2%
%	7.5	6.7	4.8	4.1	5.2	-2.3%p	1.2%p

자료: 현대차, SK 증권 추정

<그림 1> 2017년 1분기 출하 - 전년 대비 감소



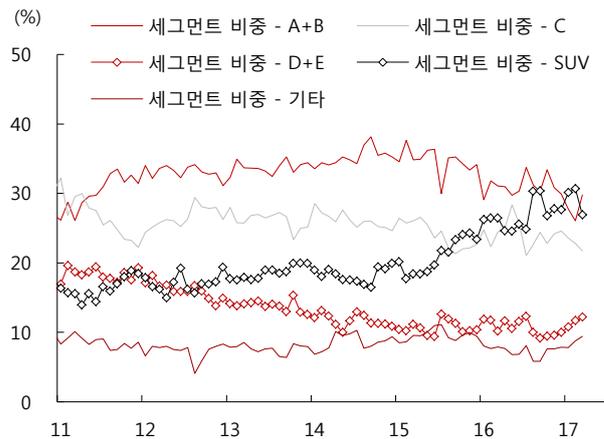
자료: 현대차, SK 증권

<그림 2> 현대차 1분기 소매판매 - 전년 동기 대비 3.5% 감소



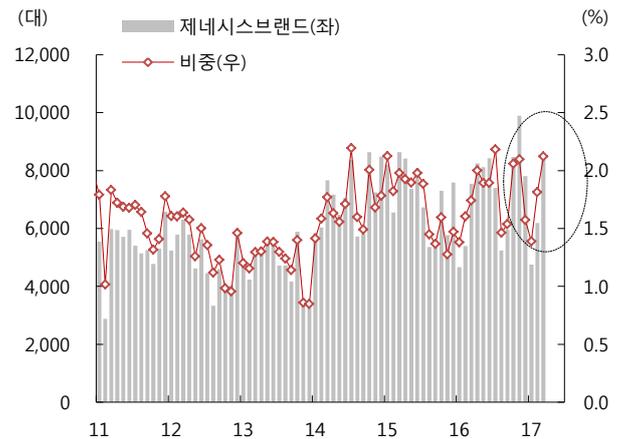
자료: 현대차, SK 증권 추정

<그림 3> 세그먼트 비중 - 현대차, D+E와 SUV 비중 증가



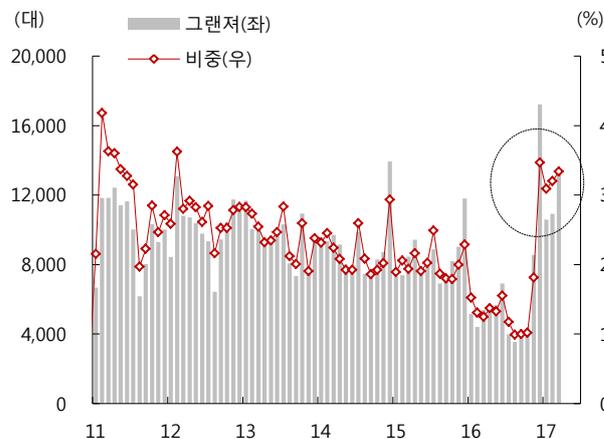
자료: 현대차, SK 증권

<그림 4> 차종별 출하 및 비중 - 제네시스 브랜드



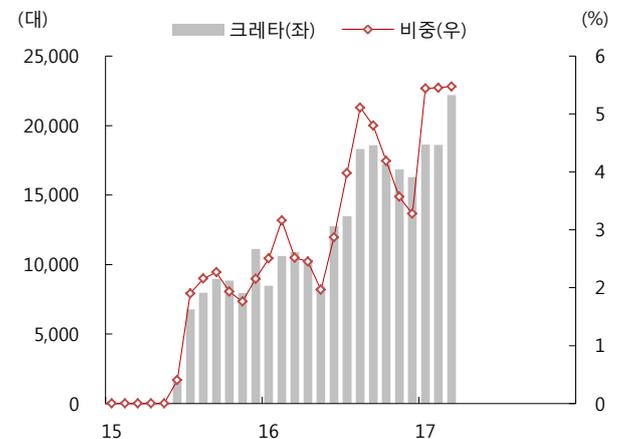
자료: 현대차, SK 증권

<그림 5> 차종별 출하 및 비중 - 그랜저, 내수실적 기여 예상



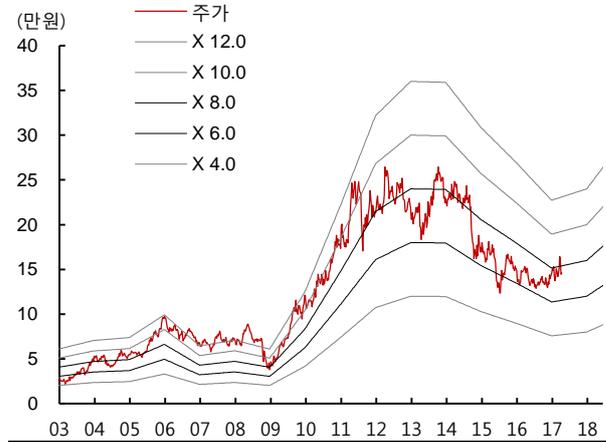
자료: 현대차, SK 증권

<그림 6> 차종별 출하 및 비중 - 크레타, SUV 비중 확대에 기여



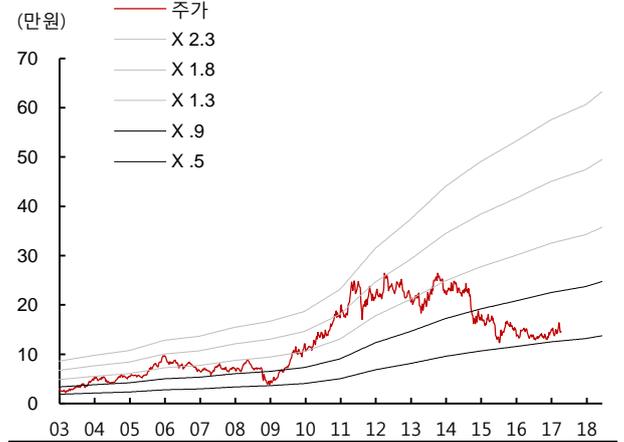
자료: 현대차, SK 증권

<그림 7> PER 밴드차트 - 현대차



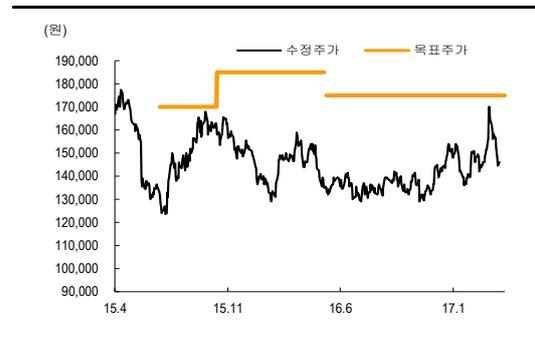
자료: Quantwise, SK 증권

<그림 8> PBR 밴드차트 - 현대차



자료: Quantwise, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.04.12	매수	175,000원
	2017.01.31	매수	175,000원
	2016.11.23	매수	175,000원
	2016.10.10	매수	175,000원
	2016.07.27	매수	175,000원
	2016.05.17	매수	175,000원
	2016.05.16	담당자 변경	
	2015.10.23	매수	185,000원
	2015.10.13	매수	170,000원
	2015.09.25	매수	170,000원
	2015.07.29	매수	170,000원
	2015.07.24	매수	170,000원
	2015.07.07	매수	170,000원



Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 4월 12일 기준)

매수	95.04%	중립	4.96%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

**재무상태표**

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	675,292	724,496	722,917	729,639	756,002
현금및현금성자산	73,315	78,901	63,103	56,193	60,145
매출채권및기타채권	82,863	75,873	79,639	83,177	90,119
재고자산	91,990	105,238	110,462	115,370	124,998
<b>비유동자산</b>	978,387	1,063,863	1,119,994	1,156,553	1,208,552
장기금융자산	274,355	295,780	296,830	297,880	298,930
유형자산	286,989	294,057	305,072	311,066	315,335
무형자산	42,981	45,862	49,245	51,859	53,878
<b>자산총계</b>	1,653,679	1,788,359	1,842,911	1,886,192	1,964,555
<b>유동부채</b>	412,135	436,098	441,963	447,232	461,414
단기금융부채	208,477	237,358	233,358	229,358	225,358
매입채무 및 기타채무	122,553	122,525	128,606	134,321	145,531
단기충당부채	17,103	19,256	20,211	21,109	22,871
<b>비유동부채</b>	572,730	628,816	619,614	605,107	610,018
장기금융부채	449,054	498,698	482,698	466,698	464,698
장기매입채무 및 기타채무	21	226	226	226	226
장기충당부채	50,316	50,471	54,764	55,721	60,150
<b>부채총계</b>	984,865	1,064,914	1,061,577	1,052,339	1,071,433
<b>지배주주지분</b>	620,240	671,897	725,733	774,155	828,886
자본금	14,890	14,890	14,890	14,890	14,890
자본잉여금	35,204	42,026	42,026	42,026	42,026
기타자본구성요소	-15,887	-16,401	-16,401	-16,401	-16,401
자기주식	-15,887	-16,401	-16,401	-16,401	-16,401
이익잉여금	600,351	643,614	695,369	741,711	794,361
비지배주주지분	48,574	51,549	55,601	59,698	64,236
<b>자본총계</b>	668,814	723,446	781,334	833,852	893,122
<b>부채외자본총계</b>	1,653,679	1,788,359	1,842,911	1,886,192	1,964,555

**현금흐름표**

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	6,404	18,712	66,063	80,592	76,339
당기순이익(손실)	65,092	57,197	60,704	63,424	70,176
비현금성항목등	94,958	111,653	36,569	40,007	41,695
유형자산감가상각비	19,727	21,646	28,386	29,405	30,132
무형자산상각비	8,213	11,942	11,074	11,844	12,438
기타	68,048	81,521	459	409	443
운전자본감소(증가)	-137,019	-129,430	-12,975	-2,810	-13,371
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-8,020	1,995	-3,766	-3,539	-6,942
재고자산감소(증가)	-19,992	-13,245	-5,224	-4,908	-9,628
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-32	3,001	6,082	5,714	11,210
기타	-108,976	-121,181	-10,067	-78	-8,011
법인세납부	-16,626	-20,708	-18,235	-20,029	-22,161
<b>투자활동현금흐름</b>	-59,813	-55,098	-52,556	-49,932	-48,475
금융자산감소(증가)	16,675	-22,765	-5,550	-5,550	-5,550
유형자산감소(증가)	-80,790	-28,379	-39,400	-35,400	-34,400
무형자산감소(증가)	-12,030	-13,957	-14,457	-14,457	-14,457
기타	16,332	10,003	6,852	5,475	5,932
<b>재무활동현금흐름</b>	57,155	39,810	-29,305	-37,570	-23,913
단기금융부채증가(감소)	18,747	-13,746	-4,000	-4,000	-4,000
장기금융부채증가(감소)	69,898	84,939	-16,000	-16,000	-2,000
자본의증가(감소)	-3,149	-2,616	0	0	0
배당금의 지급	-13,525	-10,845	-2,687	-13,463	-13,463
기타	-14,815	-17,923	-3,932	-4,107	-4,449
<b>현금의 증가(감소)</b>	2,350	5,586	-15,798	-6,910	3,951
기초현금	70,965	73,315	78,901	63,103	56,193
기말현금	73,315	78,901	63,103	56,193	60,145
FCF	-64,781	-13,537	16,990	35,840	33,010

자료 : 현대차, SK증권 추정

**포괄손익계산서**

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	919,587	936,490	982,975	1,026,652	1,112,330
<b>매출원가</b>	737,013	759,597	794,938	796,009	860,563
<b>매출총이익</b>	182,574	176,893	188,036	230,643	251,767
매출총이익률 (%)	19.9	18.9	19.1	22.5	22.6
<b>판매비와관리비</b>	118,995	124,958	130,222	168,461	182,467
영업이익	63,579	51,935	57,814	62,182	69,300
영업이익률 (%)	6.9	5.6	5.9	6.1	6.2
<b>비영업손익</b>	21,015	21,136	21,125	21,271	23,036
<b>순금융비용</b>	-2,317	-1,055	-2,920	-1,369	-1,483
외환관련손익	-2,052	952	1,460	684	742
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	19,307	17,294	17,205	19,627	21,255
세전계속사업이익	84,594	73,071	78,939	83,453	92,336
세전계속사업이익률 (%)	9.2	7.8	8.0	8.1	8.3
계속사업법인세	19,502	15,874	18,235	20,029	22,161
<b>계속사업이익</b>	65,092	57,197	60,704	63,424	70,176
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	65,092	57,197	60,704	63,424	70,176
<b>순이익률 (%)</b>	7.1	6.1	6.2	6.2	6.3
<b>지배주주</b>	64,173	54,064	57,128	59,805	66,114
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	6.98	5.77	5.81	5.83	5.94
<b>비지배주주</b>	919	3,132	3,576	3,619	4,062
<b>총포괄이익</b>	65,002	59,754	63,261	65,982	72,733
<b>지배주주</b>	63,849	56,145	59,209	61,886	68,194
<b>비지배주주</b>	1,153	3,609	4,052	4,096	4,539
EBITDA	91,519	85,523	97,273	103,431	111,870

**주요투자지표**

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	3.0	1.8	5.0	4.4	8.4
영업이익	-15.8	-18.3	11.3	7.6	11.5
세전계속사업이익	-15.0	-13.6	8.0	5.7	10.6
EBITDA	-9.4	-6.6	13.7	6.3	8.2
EPS(계속사업)	-12.7	-15.8	5.7	4.7	10.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	10.7	8.4	8.2	8.0	8.3
ROA	4.2	3.3	3.3	3.4	3.6
EBITDA마진	10.0	9.1	9.9	10.1	10.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	163.9	166.1	163.6	163.2	163.8
부채비율	147.3	147.2	135.9	126.2	120.0
순차입금/자기자본	26.0	28.7	25.5	21.8	18.7
EBITDA/이자비용(배)	35.3	31.4	24.7	25.2	25.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	22,479	18,938	20,011	20,949	23,159
BPS	217,263	235,358	254,216	271,178	290,349
CFPS	32,266	30,704	33,834	35,398	38,071
주당 현금배당금	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	8.2	8.4	8.5	8.1	7.3
PER(최저)	5.5	6.8	6.8	6.5	5.9
PBR(최고)	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6
PBR(최저)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
PCR	4.6	4.8	4.3	4.1	3.8
EV/EBITDA(최고)	7.8	8.0	7.3	6.7	6.1
EV/EBITDA(최저)	6.1	7.1	6.4	5.9	5.3

# SK COMPANY Analysis



Analyst

권순우

soonwoo@sk.com

02-3773-8882

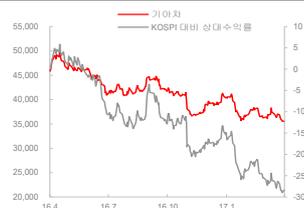
## Company Data

자본금	21,393 억원
발행주식수	40,536 만주
자사주	443 만주
액면가	5,000 원
시가총액	144,107 억원
주요주주	
현대자동차(주)(외4)	35.61%
국민연금공단	7.08%
외국인지분률	37.80%
배당수익률	3.10%

## Stock Data

주가(17/04/11)	35,550 원
KOSPI	2133.32 pt
52주 Beta	0.72
52주 최고가	49,750 원
52주 최저가	35,550 원
60일 평균 거래대금	349 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.1%	-3.7%
6개월	-14.8%	-17.8%
12개월	-21.7%	-27.6%

기아차 (000270/KS | 매수(유지) | T.P 52,000 원(하향))

## 1Q17 Preview - 재고소진과 중국판매 회복 필요

1Q17 Preview - 매출액 12 조 2,697 억원(YoY -3.0%), 영업이익 5,276 억원(YoY -16.7%, OPM 4.3%), 당기순이익 5,761 억원(YoY -39.0%, NIM 4.7%)으로 전망  
경쟁심화에 대응하기 위해서라도 재고소진과 딜러분쟁 조정을 통한 중국판매 회복 요구  
투자의견 매수, 목표주가는 기존 60,000 원에서 52,000 원으로 하향

## 1Q17 Preview - 매출액 12 조 2,697 억원, 영업이익 5,322 억원

17년 1분기 실적은 매출액 12 조 2,697 억원(YoY -3.0%), 영업이익 5,276 억원(YoY -16.7%, OPM 4.3%), 당기순이익 5,761 억원(YoY -39.0%, NIM 4.7%)으로 전망한다.

매출액과 영업이익의 감소는 전년 동기 대비 하락한 월달러 평균환율과 재고 소진효과 감소, 세타엔진 리콜 충당금 등의 반영이 주된 요인이며, 순이익은 중국법인과 모비스의 감익에 따른 관계회사 실적 부진이 부정적으로 작용하였다.

## 재고소진과 중국판매 회복 필요

지난 16년 연말 기준 3.1 개월 수준이던 글로벌 재고는 16년 2월 기준으로 3.4 개월까지 오히려 상승하였다. K7 과 니로 차종의 판매호조는 긍정적이나 볼륨모델 중 하나인 K3의 출하비중이 16년 말 13%대에서 17년 3월 기준 6%대까지 하락하며 주요 시장인 중국과 미국에서의 판매와 재고부담을 대변하는 모습이다. 경쟁심화에 대응하기 위해서라도 재고소진과 딜러분쟁 조정을 통한 중국판매 회복이 요구되는 시점이다.

## 투자의견 매수, 목표주가는 52,000 원으로 하향

투자의견 매수를 유지, 목표주가는 실적추정치 변경으로 기존 60,000 원에서 52,000 원으로 하향한다.

## 영업실적 및 투자지표

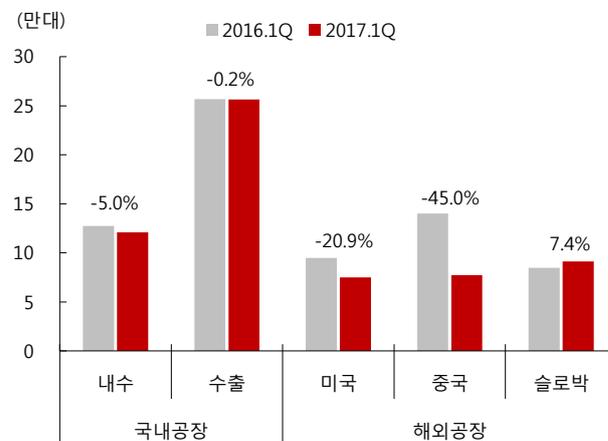
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	470,970	495,214	527,129	530,632	559,302	576,946
yoy	%	-1.1	5.2	6.4	0.7	5.4	3.2
영업이익	억원	25,725	23,543	24,615	24,929	27,395	29,411
yoy	%	-19.0	-8.5	4.6	1.3	9.9	7.4
EBITDA	억원	39,098	37,768	41,481	46,823	49,797	52,203
세전이익	억원	38,163	31,003	34,420	37,091	39,681	42,502
순이익(지배주주)	억원	29,936	26,306	27,546	28,477	30,554	32,727
영업이익률%	%	5.5	4.8	4.7	4.7	4.9	5.1
EBITDA%	%	8.3	7.6	7.9	8.8	8.9	9.1
순이익률	%	6.4	5.3	5.2	5.4	5.5	5.7
EPS	원	7,385	6,489	6,795	7,025	7,538	8,073
PER	배	7.1	8.1	5.8	5.1	4.7	4.4
PBR	배	0.9	0.9	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	배	4.8	5.5	3.7	2.6	2.1	1.8
ROE	%	14.0	11.3	10.9	10.2	9.9	9.7
순차입금	억원	-26,112	-7,372	-5,232	-24,617	-38,257	-52,674
부채비율	%	82.6	90.0	91.5	79.4	71.7	65.5

<표 1> 기아차 2017년 1분기 Preview

(단위: 대, 억원)							
	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q(F)	YoY	QoQ
기아차출하	704,400	741,150	640,087	827,819	621,061	-11.8%	-25.0%
국내공장	384,278	404,283	329,864	432,677	377,504	-1.8%	-12.8%
내수	127,424	148,318	119,472	138,121	121,056	-5.0%	-12.4%
수출	256,854	255,965	210,392	294,556	256,448	-0.2%	-12.9%
해외공장	320,122	336,867	310,223	395,142	243,557	-23.9%	-38.4%
미국	94,912	98,787	93,325	85,425	75,117	-20.9%	-12.1%
슬로박	84,900	92,800	78,800	83,400	91,208	7.4%	9.4%
중국	140,310	145,280	138,098	226,317	77,232	-45.0%	-65.9%
멕시코	0	10,983	44,661	49,373	37,538		-24.0%
매출액	126,494	144,500	126,989	129,147	122,697	-3.0%	-5.0%
매출원가	100,762	115,215	103,237	103,602	98,649	-2.1%	-4.8%
%	79.7	79.7	81.3	80.2	80.4	0.7%p	0.2%p
판매비	19,395	21,576	18,504	20,223	18,773	-3.2%	-7.2%
%	15.3	14.9	14.6	15.7	15.3	0.0%p	-0.4%p
영업이익	6,336	7,709	5,247	5,322	5,276	-16.7%	-0.9%
%	5.0	5.3	4.1	4.1	4.3	-0.7%p	0.2%p
영업외손익	4,131	2,888	3,545	-758	1,925	-53.4%	흑전
%	3.3	2.0	2.8	-0.6	1.6	-1.7%p	2.2%p
세전이익	10,467	10,597	8,793	4,564	7,201	-31.2%	57.8%
%	8.3	7.3	6.9	3.5	5.9	-2.4%p	2.3%p
법인세	1,021	2,340	2,149	1,364	1,440	41.0%	5.6%
%	9.8	22.1	24.4	29.9	20.0	10.2%p	-9.9%p
당기순이익	9,446	8,257	6,644	3,200	5,761	-39.0%	80.0%
%	7.5	5.7	5.2	2.5	4.7	-2.8%p	2.2%p

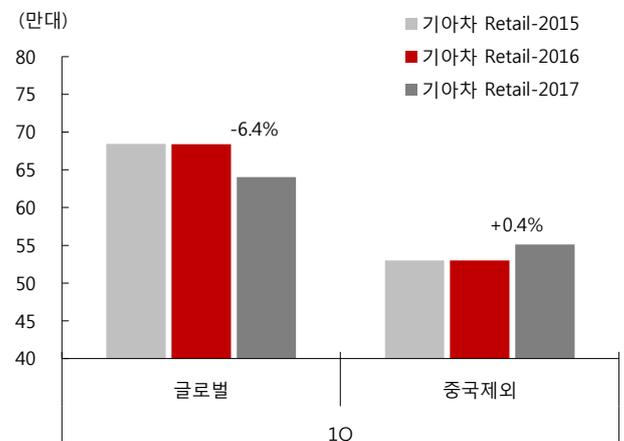
자료: 기아차, SK 증권 추정

<그림 1> 2017년 1분기 출하 - 전년 대비 감소



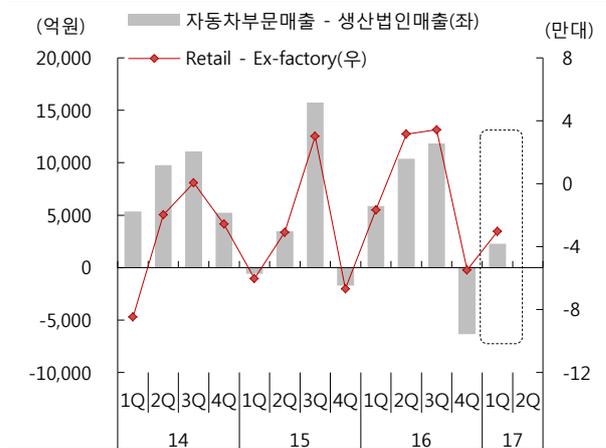
자료: 기아차, SK 증권 추정

<그림 2> 기아차 1분기 소매판매 - 전년 동기 대비 6.4% 감소



자료: 기아차, SK 증권

<그림 3> 재고 증가로 인해 비생산 부문 매출액은 전년 대비 감소 예상



자료: 기아차, SK 증권 추정

<그림 4> 판매보증관련 비용 추이



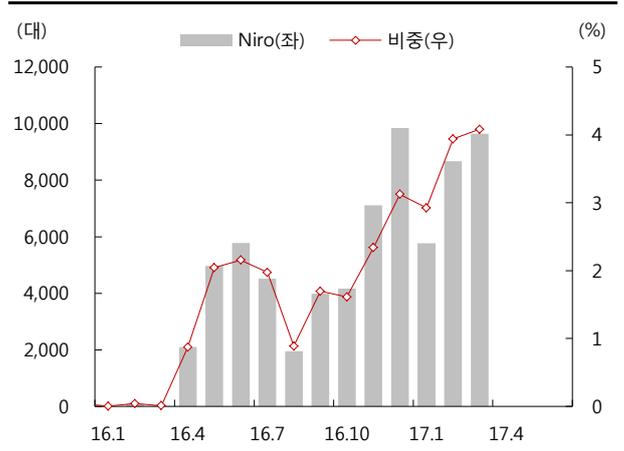
자료: 기아차, SK 증권 추정

<그림 5> 세그먼트 비중 - 기아차



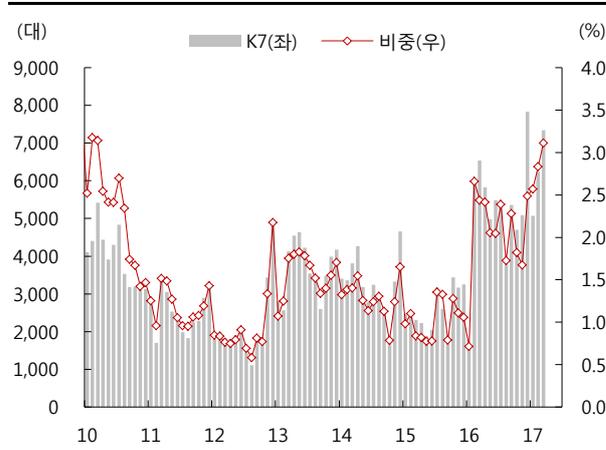
자료: 기아차, SK 증권

<그림 6> 차종별 출하 및 비중 - Niro



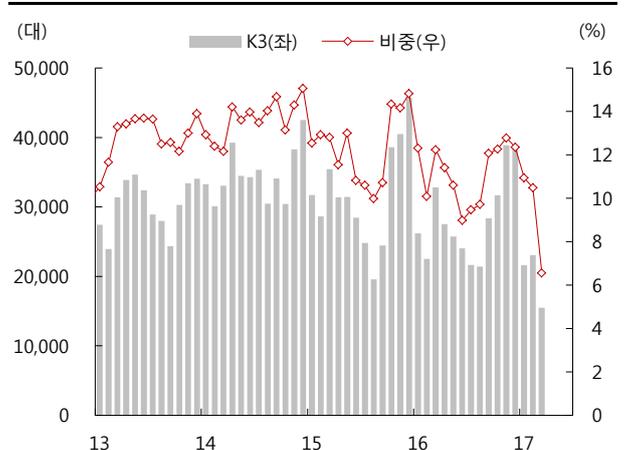
자료: 기아차, SK 증권

<그림 7> 차종별 출하 및 비중 - K7



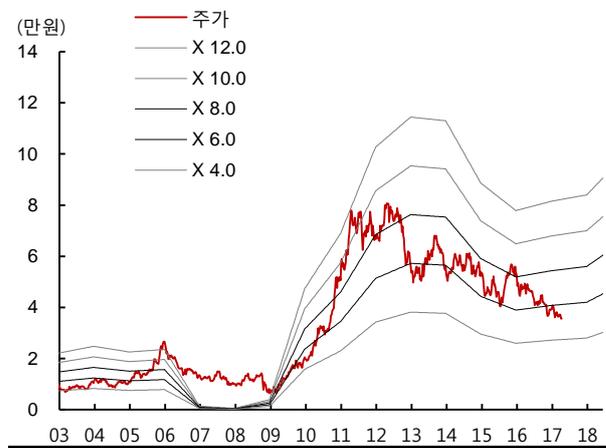
자료: 기아차, SK 증권

<그림 8> 차종별 출하 및 비중 - K3



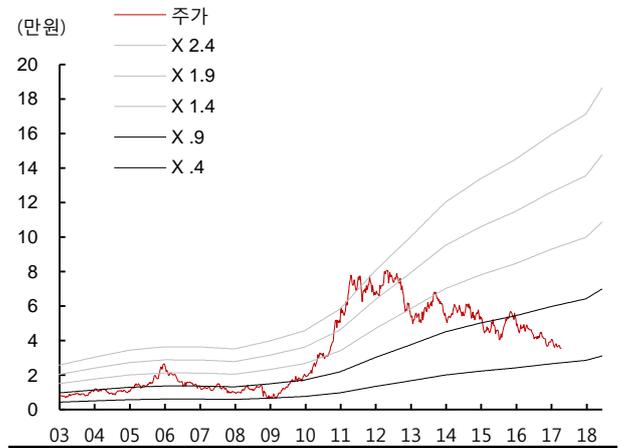
자료: 기아차, SK 증권

<그림 9> PER 밴드차트 - 기아차



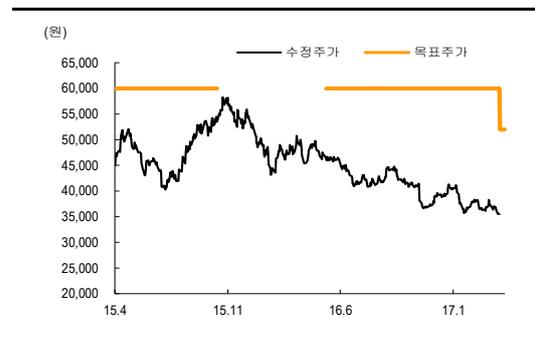
자료: Quantwise, SK 증권

<그림 10> PBR 밴드차트 - 기아차



자료: Quantwise, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.04.12	매수	52,000원
	2017.01.31	매수	60,000원
	2016.11.23	매수	60,000원
	2016.10.10	매수	60,000원
	2016.07.28	매수	60,000원
	2016.05.17	매수	60,000원
	2016.05.16	담당자 변경	
	2015.10.25	담당자 변경	
	2015.10.13	매수	60,000원
	2015.07.27	매수	60,000원
	2015.07.07	매수	60,000원
	2015.04.27	매수	60,000원
	2015.04.15	매수	60,000원



**Compliance Notice**

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 4월 12일 기준)**

매수	95.04%	중립	4.96%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	183,908	209,122	212,697	220,705	233,042
현금및현금성자산	11,049	30,642	39,528	41,167	49,584
매출채권및기타채권	30,855	31,647	34,204	36,052	37,189
재고자산	76,953	88,544	80,656	85,014	87,696
<b>비유동자산</b>	275,893	299,770	316,438	331,755	347,327
장기금융자산	8,238	6,434	6,434	6,434	6,434
유형자산	130,421	134,932	137,242	137,502	137,719
무형자산	21,338	22,953	24,860	26,309	27,409
<b>자산총계</b>	459,801	508,893	529,135	552,460	580,370
<b>유동부채</b>	145,795	162,469	157,774	158,363	158,418
단기금융부채	27,855	41,326	35,826	29,826	25,826
매입채무 및 기타채무	85,390	85,044	85,609	90,235	93,081
단기충당부채	6,985	8,275	8,330	8,780	9,057
<b>비유동부채</b>	71,966	80,629	76,458	72,418	71,324
장기금융부채	35,323	39,376	34,376	28,376	26,376
장기매입채무 및 기타채무	21	22	22	22	22
장기충당부채	19,515	25,330	26,109	27,951	28,803
<b>부채총계</b>	217,761	243,098	234,232	230,780	229,742
<b>지배주주지분</b>	242,040	265,794	294,903	321,679	350,628
자본금	21,393	21,393	21,393	21,393	21,393
자본잉여금	17,361	17,158	17,158	17,158	17,158
기타자본구성요소	-2,368	-2,162	-2,162	-2,162	-2,162
자기주식	-2,351	-2,162	-2,162	-2,162	-2,162
이익잉여금	210,391	234,658	263,135	289,279	317,596
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	242,040	265,794	294,903	321,679	350,628
<b>부채외자본총계</b>	459,801	508,893	529,135	552,460	580,370

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	30,007	30,914	45,019	42,532	43,322
당기순이익(손실)	26,306	27,546	28,477	30,554	32,727
비현금성항목등	27,725	33,229	18,345	19,242	19,476
유형자산감가상각비	9,693	11,293	15,690	15,740	15,782
무형자산상각비	4,532	5,573	6,203	6,662	7,010
기타	17,152	20,257	-1,223	-1,119	-1,154
운전자본감소(증가)	-18,361	-22,323	6,810	1,862	895
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-1,926	1,866	-2,557	-1,848	-1,137
재고자산감소(증가)	-15,798	-12,735	7,888	-4,358	-2,682
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6,676	547	565	4,625	2,847
기타	-7,313	-12,002	914	3,443	1,868
법인세납부	-5,663	-7,539	-8,614	-9,127	-9,776
<b>투자활동현금흐름</b>	-51,201	-19,759	-23,688	-22,246	-22,187
금융자산감소(증가)	-10,876	5,077	0	0	0
유형자산감소(증가)	-38,400	-14,933	-18,000	-16,000	-16,000
무형자산감소(증가)	-6,605	-8,110	-8,110	-8,110	-8,110
기타	4,680	-1,793	2,422	1,864	1,923
<b>재무활동현금흐름</b>	7,872	7,935	-12,446	-18,647	-12,718
단기금융부채증가(감소)	0	0	-5,500	-6,000	-4,000
장기금융부채증가(감소)	14,561	15,168	-5,000	-6,000	-2,000
자본의 증가(감소)	-1,462	-1,318	0	0	0
배당금의 지급	-4,041	-4,410	0	-4,410	-4,410
기타	-1,187	-1,505	-1,946	-2,237	-2,308
<b>현금의 증가(감소)</b>	-13,735	19,593	8,886	1,639	8,417
기초현금	24,785	11,049	30,642	39,528	41,167
기말현금	11,049	30,642	39,528	41,167	49,584
FCF	-9,282	9,757	21,751	21,248	22,223

자료 : 기사자, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	495,214	527,129	530,632	559,302	576,946
<b>매출원가</b>	396,538	422,816	425,404	448,111	461,956
<b>매출총이익</b>	98,677	104,313	105,229	111,191	114,991
매출총이익률 (%)	19.9	19.8	19.8	19.9	19.9
<b>판매비와관리비</b>	75,134	79,698	80,299	83,796	85,580
영업이익	23,543	24,615	24,929	27,395	29,411
영업이익률 (%)	4.8	4.7	4.7	4.9	5.1
비영업손익	7,460	9,806	12,162	12,286	13,092
<b>순금융비용</b>	-849	-121	-476	373	385
외환관련손익	-1,516	-470	238	-186	-192
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	8,949	11,599	10,224	11,727	12,515
세전계속사업이익	31,003	34,420	37,091	39,681	42,502
세전계속사업이익률 (%)	6.3	6.5	7.0	7.1	7.4
계속사업법인세	4,697	6,874	8,614	9,127	9,776
<b>계속사업이익</b>	26,306	27,546	28,477	30,554	32,727
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	26,306	27,546	28,477	30,554	32,727
<b>순이익률 (%)</b>	5.3	5.2	5.4	5.5	5.7
지배주주	26,306	27,546	28,477	30,554	32,727
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	5.31	5.23	5.37	5.46	5.67
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	22,704	28,178	29,109	31,186	33,359
<b>지배주주</b>	22,704	28,178	29,109	31,186	33,359
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	37,768	41,481	46,823	49,797	52,203

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	5.2	6.4	0.7	5.4	3.2
영업이익	-8.5	4.6	1.3	9.9	7.4
세전계속사업이익	-18.8	11.0	7.8	7.0	7.1
EBITDA	-3.4	9.8	12.9	6.4	4.8
EPS(계속사업)	-12.1	4.7	3.4	7.3	7.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	11.3	10.9	10.2	9.9	9.7
ROA	6.1	5.7	5.5	5.7	5.8
EBITDA마진	7.6	7.9	8.8	8.9	9.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	126.1	128.7	134.8	139.4	147.1
부채비율	90.0	91.5	79.4	71.7	65.5
순차입금/자기자본	-3.1	-2.0	-8.4	-11.9	-15.0
EBITDA/이자비용(배)	42.4	29.8	24.1	22.3	22.6
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	6,489	6,795	7,025	7,538	8,073
BPS	59,709	65,569	72,750	79,356	86,497
CFPS	9,999	10,956	12,426	13,064	13,696
주당 현금배당금	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	9.0	7.5	5.9	5.5	5.1
PER(최저)	6.2	5.4	5.1	4.7	4.4
PBR(최고)	1.0	0.8	0.6	0.5	0.5
PBR(최저)	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
PCR	5.3	3.6	2.9	2.7	2.6
EV/EBITDA(최고)	6.1	4.9	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA(최저)	4.2	3.5	2.6	2.1	1.8

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**권순우**

soonwoo@sk.com  
02-3773-8882

### Company Data

자본금	4,911 억원
발행주식수	9,735 만주
자사주	264 만주
액면가	5,000 원
시가총액	216,103 억원
주요주주	
기아자동차(주)(외3)	30.16%
국민연금공단	7.01%
외국인지분률	48.30%
배당수익률	1.60%

### Stock Data

주가(17/04/11)	222,000 원
KOSPI	2133.32 pt
52주 Beta	0.75
52주 최고가	288,000 원
52주 최저가	222,000 원
60일 평균 거래대금	540 억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.0%	-10.6%
6개월	-20.4%	-23.3%
12개월	-5.9%	-13.0%

현대모비스 (012330/KS | 매수(유지) | T.P 290,000 원(유지))

## 1Q17 Preview - 중국 출하량 감소는 실적과 valuation 모두에 부정적

17년 1분기 실적은 매출액 8조 6,716 억원(YoY -7.2%), 영업이익 6,309 억원(YoY -12.2%, OPM 7.3%), 당기순이익 6,410 억원(YoY -19.4%, NIM 7.4%)으로 전망  
중국에서의 추가실적 악화 가능성과 과거 15년 중국 부진 당시 6배 수준까지 하락했던 경험을 고려하면 중국 회복 이전까지 보수적인 관점으로 접근하는 것이 바람직

## 1Q17 Preview - 모듈부문 실적 우려

17년 1분기 실적은 매출액 8조 6,716 억원(YoY -7.2%), 영업이익 6,309 억원(YoY -12.2%, OPM 7.3%), 당기순이익 6,410 억원(YoY -19.4%, NIM 7.4%)으로 전망한다. 사업부별로 보면, A/S 부문은 영업이익 3,442 억(OPM 20.5%)으로 안정적인 실적을 지속할 것으로 예상된다. 모듈부문의 경우 중국을 중심으로 한 완성차그룹 생산량 감소로 인해 영업이익 2,867 억(OPM 4.1%)으로 전년 동기 3,458 억(OPM 4.5%) 대비 부진한 실적을 기록할 것으로 추정한다.

## 중국 회복 이전까지 보수적인 관점에서 접근

지난 16년 4분기 모듈 부문 실적 둔화의 요인은 1)멕시코 및 유럽 신규공장 가동에 따른 초기비용과 2)품질비용에 대한 보수적 추정, 3)중국에서 로컬사와 글로벌 합작사와의 경쟁이 격화됨에 따른 주력제품들의 판가인하 영향으로 요약할 수 있다. 이로 인해 지난 분기 모듈부문은 최대 매출에도 불구하고, 3.2%의 영업이익률을 기록하였다. 17년 1분기의 경우, 앞선 실적 둔화 요인 중 3)에 대한 우려가 여전히 존재한다.

현재 주가는 17년 예상 기준 7배 수준으로 A/S 사업의 안정성을 감안한다면 저평가 매력 존재한다. 하지만 중국에서의 추가실적 악화 가능성과 과거 15년 중국 부진 당시 6배 수준까지 하락했던 경험을 고려하면 중국 회복 이전까지는 보수적인 관점으로 접근하는 것이 바람직하다는 판단이다.

### 영업실적 및 투자지표

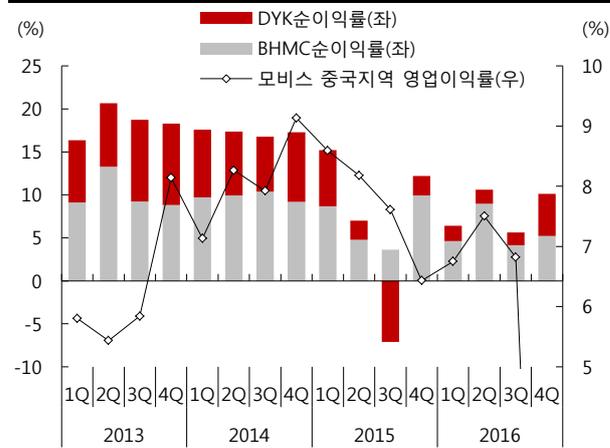
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	351,266	360,197	382,617	392,960	421,244	458,761
yoy	%	2.7	2.5	6.2	2.7	7.2	8.9
영업이익	억원	31,412	29,346	29,047	31,032	33,537	36,379
yoy	%	7.4	-6.6	-1.0	6.8	8.1	8.5
EBITDA	억원	36,382	34,760	35,510	42,659	46,287	50,063
세전이익	억원	46,590	42,127	41,112	42,935	45,029	49,153
순이익(지배주주)	억원	34,224	30,554	30,378	31,653	33,321	36,372
영업이익률%	%	8.9	8.2	7.6	7.9	8.0	7.9
EBITDA%	%	10.4	9.7	9.3	10.9	11.0	10.9
순이익률	%	9.7	8.4	8.0	8.1	8.0	8.0
EPS	원	36,037	31,813	31,205	32,515	34,229	37,363
PER	배	6.6	7.8	8.5	6.8	6.5	5.9
PBR	배	1.0	0.9	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	4.8	5.9	6.0	3.7	3.2	2.7
ROE	%	15.8	12.5	11.2	10.5	10.0	9.9
순차입금	억원	-56,001	-35,076	-46,570	-58,106	-69,045	-82,040
부채비율	%	68.0	47.1	46.1	41.0	37.7	35.1

<표 1> 현대모비스 2017년 1분기 실적 Preview

	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q	YoY	QoQ
매출액	93,395	98,541	87,781	102,901	86,716	-7.2%	-15.7%
모듈부문	76,770	82,070	71,368	85,539	69,925	-8.9%	-18.3%
A/S 부문	16,625	16,471	16,413	17,362	16,791	1.0%	-3.3%
매출원가	80,415	84,696	74,577	89,972	76,310	-5.1%	-15.2%
%	86.1	86.0	85.0	87.4	88.0	1.9%p	0.6%p
판매비	5,796	5,997	5,986	6,131	4,097	-29.3%	-33.2%
%	6.2	6.1	6.8	6.0	4.7	-1.5%p	-1.2%p
영업이익	7,184	7,847	7,217	6,799	6,309	-12.2%	-7.2%
%	7.7	8.0	8.2	6.6	7.3	-0.4%p	0.7%p
모듈부문	3,458	4,292	3,454	2,778	2,867	-17.1%	3.2%
%	4.5	5.2	4.8	3.2	4.1	-0.4%p	0.9%p
A/S 부문	3,726	3,555	3,763	4,021	3,442	-7.6%	-14.4%
%	22.4	21.6	22.9	23.2	20.5	-1.9%p	-2.7%p
영업외손익	3,823	3,769	2,375	2,097	2,295	-40.0%	9.4%
%	4.1	3.8	2.7	2.0	2.6	-1.4%p	0.6%p
세전이익	11,007	11,617	9,592	8,896	8,604	-21.8%	-3.3%
%	11.8	11.8	10.9	8.6	9.9	-1.9%p	1.3%p
법인세	3,055	3,129	2,534	1,921	2,194	-28.2%	14.2%
%	27.8	26.9	26.4	21.6	25.5	-2.3%p	3.9%p
당기순이익	7,952	8,488	7,058	6,974	6,410	-19.4%	-8.1%
%	8.5	8.6	8.0	6.8	7.4	-1.1%p	0.6%p
지배주주	7,931	8,460	7,045	6,942	6,343	-20.0%	-8.6%
%	8.5	8.6	8.0	6.7	7.3	-1.2%p	0.6%p

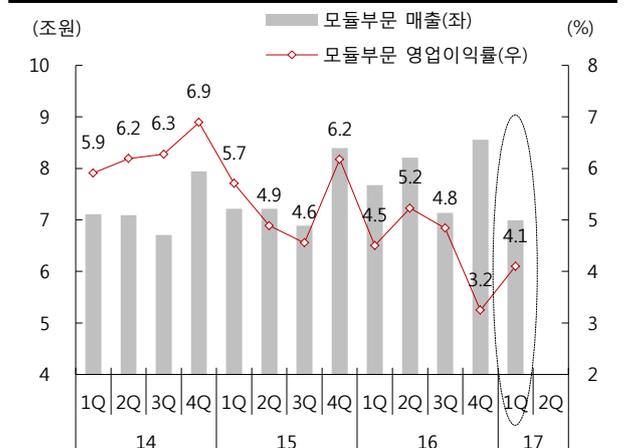
자료: 현대모비스, SK 증권 추정

<그림 1> 완성차 중국생산법인 순이익률과 모비스 중국 영업이익률 추이  
- 1분기 출하량 부진에 따른 중국지역 수익성에 대한 우려



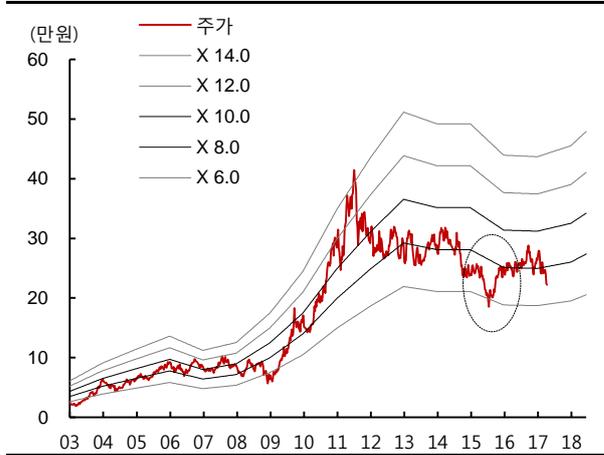
주 16년 4분기 모비스 중국지역 영업이익률은 -5.4% 기록  
자료: 현대모비스, SK 증권

<그림 2> 모듈부문 실적 - 출하량 감소뿐 아니라  
지난 4분기 단기간하 영향이 지속되는지에 관심



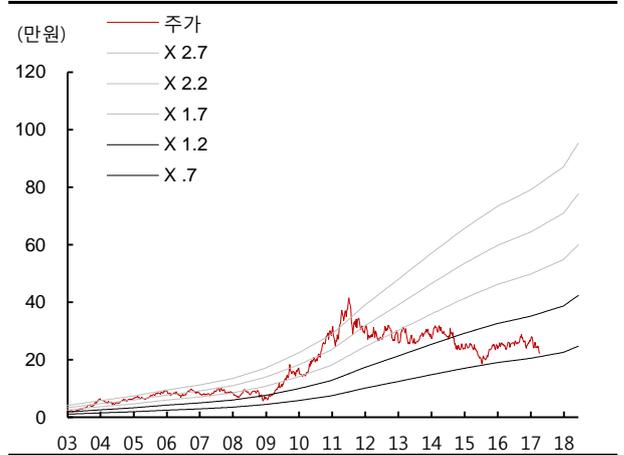
자료: 현대모비스, SK 증권

<그림 3> PER 밴드차트 - 현대모비스



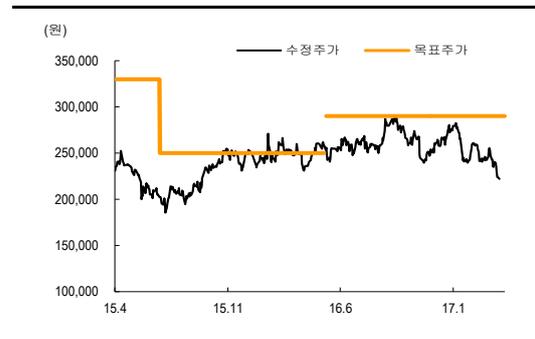
자료 Quantwise, SK 증권

<그림 4> PBR 밴드차트 - 현대모비스



자료 Quantwise, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.04.12	매수	290,000원
	2017.01.31	매수	290,000원
	2016.11.23	매수	290,000원
	2016.05.17	매수	290,000원
	2016.05.16	담당자 변경	
	2015.07.27	매수	250,000원
	2015.07.07	매수	250,000원
	2015.04.29	매수	330,000원
	2015.04.27	매수	330,000원
	2015.04.15	매수	330,000원



**Compliance Notice**

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 4월 12일 기준)**

매수	95.04%	중립	4.96%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	159,248	182,631	193,567	208,333	227,278
현금및현금성자산	24,979	20,493	29,029	36,218	45,113
매출채권및기타채권	63,434	72,242	74,195	79,535	86,619
재고자산	25,623	28,301	28,686	30,751	33,490
<b>비유동자산</b>	218,500	234,485	256,090	274,586	293,553
장기금융자산	523	503	503	503	503
유형자산	79,467	85,164	94,260	100,146	105,029
무형자산	9,310	9,610	9,209	8,895	8,650
<b>자산총계</b>	377,748	417,116	449,658	482,919	520,831
<b>유동부채</b>	82,906	88,334	88,277	91,342	95,191
단기금융부채	19,695	16,442	14,442	12,192	8,992
매입채무 및 기타채무	53,791	60,271	61,900	66,355	72,265
단기충당부채	1,902	2,824	2,900	3,109	3,386
<b>비유동부채</b>	38,080	43,202	42,451	40,927	40,184
장기금융부채	13,392	16,756	15,756	14,256	13,356
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	1,435	1,575	1,824	1,800	1,957
<b>부채총계</b>	120,986	131,536	130,728	132,269	135,375
<b>지배주주지분</b>	256,218	284,945	317,959	349,327	383,746
자본금	4,911	4,911	4,911	4,911	4,911
자본잉여금	13,927	14,050	14,050	14,050	14,050
기타자본구성요소	-3,776	-3,600	-3,600	-3,600	-3,600
자기주식	-3,564	-3,388	-3,388	-3,388	-3,388
이익잉여금	248,119	275,209	306,861	336,868	369,926
비지배주주지분	545	635	970	1,324	1,709
<b>자본총계</b>	256,762	285,580	318,930	350,651	385,455
<b>부채외자본총계</b>	377,748	417,116	449,658	482,919	520,831

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	30,931	25,070	31,343	32,659	34,721
당기순이익(손실)	30,400	30,473	31,986	33,672	36,756
비현금성항목등	12,468	8,947	10,673	12,615	13,307
유형자산감가상각비	4,750	5,774	10,904	12,114	13,117
무형자산상각비	664	689	723	635	566
기타	10,403	3,988	441	211	229
운전자본감소(증가)	-2,125	-4,570	-368	-2,271	-2,944
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-1,777	-8,937	-1,953	-5,340	-7,084
재고자산감소(증가)	-2,095	-2,139	-385	-2,065	-2,739
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1,595	8,522	1,629	4,455	5,910
기타	3,343	-2,016	340	679	968
법인세납부	-9,813	-9,781	-10,948	-11,357	-12,397
<b>투자활동현금흐름</b>	-36,480	-25,729	-17,964	-16,637	-16,487
금융자산감소(증가)	10,940	-16,281	0	0	0
유형자산감소(증가)	-40,472	-12,811	-20,000	-18,000	-18,000
무형자산감소(증가)	-539	-322	-322	-322	-322
기타	-6,409	3,685	2,358	1,685	1,835
<b>재무활동현금흐름</b>	1,279	-3,771	-4,843	-8,833	-9,340
단기금융부채증가(감소)	-4,265	-5,139	-2,000	-2,250	-3,200
장기금융부채증가(감소)	9,104	5,093	-1,000	-1,500	-900
자본의증가(감소)	-2,347	0	0	0	0
배당금의 지급	-2,923	-3,317	0	-3,315	-3,315
기타	1,710	-407	-1,843	-1,768	-1,925
현금의 증가(감소)	-4,136	-4,486	8,536	7,189	8,895
기초현금	29,114	24,979	20,493	29,029	36,218
기말현금	24,979	20,493	29,029	36,218	45,113
FCF	-55,176	11,755	14,056	17,235	19,622

자료 : 현대모비스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	360,197	382,617	392,960	421,244	458,761
<b>매출원가</b>	308,719	329,660	339,293	363,471	395,384
<b>매출총이익</b>	51,478	52,957	53,667	57,773	63,378
매출총이익률 (%)	14.3	13.8	13.7	13.7	13.8
<b>판매비와관리비</b>	22,133	23,910	22,635	24,236	26,999
영업이익	29,346	29,047	31,032	33,537	36,379
영업이익률 (%)	8.2	7.6	7.9	8.0	7.9
<b>비영업손익</b>	12,781	12,065	11,903	11,492	12,774
<b>순금융비용</b>	-1,002	-788	-515	83	90
외환관련손익	-1,866	498	258	-42	-45
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	13,043	10,900	11,572	11,828	13,139
세전계속사업이익	42,127	41,112	42,935	45,029	49,153
세전계속사업이익률 (%)	11.7	10.7	10.9	10.7	10.7
계속사업법인세	11,311	10,639	10,948	11,357	12,397
<b>계속사업이익</b>	30,815	30,473	31,986	33,672	36,756
중단사업이익	-415	0	0	0	0
*법인세효과	-2	0	0	0	0
당기순이익	30,400	30,473	31,986	33,672	36,756
<b>순이익률 (%)</b>	8.4	8.0	8.1	8.0	8.0
<b>지배주주 순이익률(%)</b>	30,554	30,378	31,653	33,321	36,372
지배주주	8.48	7.94	8.05	7.91	7.93
<b>비지배주주 순이익률(%)</b>	-15.4	95	333	351	383
비지배주주	29,760	31,836	33,350	35,036	38,119
<b>지배주주</b>	29,930	31,739	33,014	34,682	37,734
<b>비지배주주</b>	-170	97	336	353	385
EBITDA	34,760	35,510	42,659	46,287	50,063

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	2.5	6.2	2.7	7.2	8.9
영업이익	-6.6	-1.0	6.8	8.1	8.5
세전계속사업이익	-9.6	-2.4	4.4	4.9	9.2
EBITDA	-4.5	2.2	20.1	8.5	8.2
EPS(계속사업)	-11.7	-1.9	4.2	5.3	9.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	12.5	11.2	10.5	10.0	9.9
ROA	7.9	7.7	7.4	7.2	7.3
EBITDA마진	9.7	9.3	10.9	11.0	10.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	192.1	206.8	219.3	228.1	238.8
부채비율	47.1	46.1	41.0	37.7	35.1
순차입금/자기자본	-13.7	-16.3	-18.2	-19.7	-21.3
EBITDA/이자비용(배)	102.1	85.0	23.2	26.2	26.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	31,813	31,205	32,515	34,229	37,363
BPS	263,198	292,708	326,622	358,844	394,201
CFPS	36,948	37,845	44,459	47,325	51,420
주당 현금배당금	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	8.4	9.2	8.7	8.3	7.6
PER(최저)	5.8	7.4	6.8	6.5	5.9
PBR(최고)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
PBR(최저)	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6
PCR	6.7	7.0	5.0	4.7	4.3
EV/EBITDA(최고)	6.5	6.6	5.1	4.5	3.9
EV/EBITDA(최저)	4.2	5.1	3.7	3.2	2.7

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**권순우**

soonwoo@sk.com  
02-3773-8882

### Company Data

자본금	1,360 억원
발행주식수	2,720 만주
자사주	63 만주
액면가	5,000 원
시가총액	17,459 억원
주요주주	
현대자동차(주)(외2)	40.73%
국민연금공단	8.14%
외국인지분률	16.90%
배당수익률	1.70%

### Stock Data

주가(17/04/11)	64,200 원
KOSPI	2133.32 pt
52주 Beta	1.15
52주 최고가	110,500 원
52주 최저가	60,600 원
60일 평균 거래대금	133 억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.3%	-4.9%
6개월	-25.0%	-27.7%
12개월	-35.8%	-40.7%

## 현대위아 (011210/KS | 매수(유지) | T.P 90,000 원(유지))

### 1Q17 Preview - 반등시점을 고민할 때

17년 1분기 실적은 매출액 1조 8,505 억원(YoY +0.6%), 영업이익 495 억원(YoY -38.1%, OPM 2.7%), 당기순이익 269 억원(YoY -44.8%, NIM 1.5%)으로 전망  
차량부품은 중국엔진법인 가동률 회복, 서산 카파/디젤 엔진 물량 확대, 사륜트랜스포 증설 등을 통해 점진적으로 수익성 개선 예상

현 시점에서는 추가적인 하락보다는 반등시점을 고민할 시기라는 판단

### 1Q17 Preview - 매출액 1조 8,505 억원(YoY +0.6%), 영업이익 495 억원

17년 1분기 실적은 매출액 1조 8,387 억원(YoY +0.6%), 영업이익 495 억원(YoY -38.1%, OPM 2.7%), 당기순이익 269 억원(YoY -44.8%, NIM 1.5%)으로 전망한다. 사업부문별로는 기아차 생산량 감소와 완성차그룹 중국부진의 영향으로 차량부품 영업이익은 전년 동기 662 억(OPM 4.3%)에서 감소한 466 억(OPM 3.0%)으로 전망하며, 기계부품은 지난분기 대규모 적자에서 회복되었지만 전년 동기 138 억(OPM 4.4%)대비 감소한 30 억(OPM 1.0%)을 기록하며 부진한 실적은 이어질 것으로 예상된다.

### 추가적인 하락보다는 반등시점을 고민할 때

17년 1분기 실적까지 부진할 것으로 예상되나 현 시점에서는 추가적인 하락보다는 반등시점을 고민할 시기라는 판단이다. 차량부품은 1) 실적 주된 영향을 미치는 중국엔진 생산은 1분기까지 부진한 가동률을 보였으나 사드이슈가 희석되는 시점부터는 가동률을 회복할 것으로 예상되며, 2) 서산 카파엔진 물량 확대, 3) 3월부터 가동된 서산 디젤 엔진 공장의 합류, 4) 5월부터 예정중인 제네시스와 K9 향 사륜트랜스포 증설 등을 통한 실적 개선을 예상한다. 기계사업부의 경우, 내수에서의 경쟁심화와 마케팅비용 증가로 인해 단기간에 수익성이 회복을 기대하기는 어려우나 16년 분기당 1~2 천억 수준이던 수주잔량이 회복되기 시작한다면 추가적인 실적 악화 가능성은 낮을 것으로 판단한다.

### 영업실적 및 투자지표

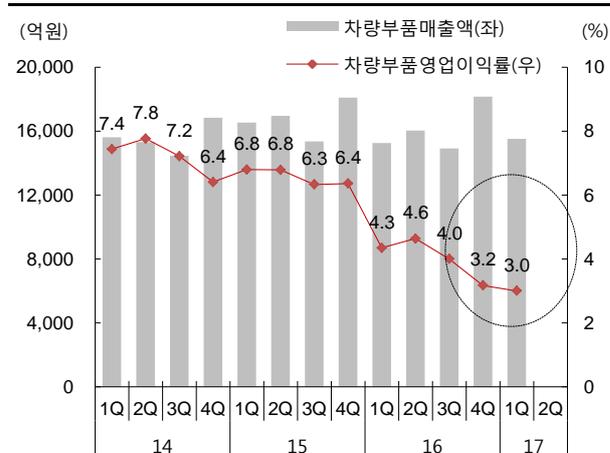
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	75,956	78,842	75,894	78,426	83,750	85,436
yoy	%	7.1	3.8	-3.7	3.3	6.8	2.0
영업이익	억원	5,256	5,009	2,627	3,180	3,481	3,636
yoy	%	-0.7	-4.7	-47.6	21.0	9.5	4.4
EBITDA	억원	6,735	6,835	4,826	6,587	6,826	6,926
세전이익	억원	5,858	4,433	2,328	2,801	3,618	4,204
순이익(지배주주)	억원	4,344	3,269	1,307	2,129	2,750	3,195
영업이익률%	%	6.9	6.4	3.5	4.1	4.2	4.3
EBITDA%	%	8.9	8.7	6.4	8.4	8.2	8.1
순이익률	%	5.8	4.2	1.7	2.7	3.3	3.7
EPS	원	16,733	12,020	4,807	7,827	10,110	11,748
PER	배	10.5	9.3	15.2	8.2	6.4	5.5
PBR	배	1.7	1.0	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	배	7.5	5.0	5.1	3.0	2.6	2.2
ROE	%	17.0	10.9	4.1	6.3	7.7	8.3
순차입금	억원	2,357	3,417	4,713	2,051	133	-2,338
부채비율	%	108.4	111.3	115.5	107.7	100.5	94.6

<표 1> 현대위아 2017년 1분기 실적 Preview

	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q(F)	YoY	QoQ
매출액	18,387	19,487	17,439	20,581	18,505	0.6%	-10.1%
차량부품	15,244	16,024	14,912	18,150	15,519	1.8%	-14.5%
기계	3,143	3,462	2,528	2,431	2,986	-5.0%	22.8%
매출원가	16,766	17,745	16,081	19,536	17,210	2.6%	-11.9%
%	91.2	91.1	92.2	94.9	93.0	1.8%p	-1.9%p
판매비	821	833	719	766	800	-2.6%	4.5%
%	4.5	4.3	4.1	3.7	4.3	-0.1%p	0.6%p
영업이익	800	908	640	280	495	-38.1%	77.2%
%	4.4	4.7	3.7	1.4	2.7	-1.7%p	1.3%p
차량부품	662	743	597	575	466	-29.7%	-19.1%
%	4.3	4.6	4.0	3.2	3.0	-1.3%p	-0.2%p
기계	138	165	43	-296	30	-78.4%	흑전
%	4.4	4.8	1.7	-12.2	1.0	-3.4%p	13.2%p
영업외손익	-132	-12	-384	227	-142	적지	적전
%	-0.7	-0.1	-2.2	1.1	-0.8	-0.1%p	-1.9%p
세전이익	668	896	256	507	353	-47.1%	-30.3%
%	3.6	4.6	1.5	2.5	1.9	-1.7%p	-0.6%p
법인세	182	312	249	278	85	-53.4%	-69.5%
%	27.2	34.8	97.1	54.9	24.0	-3.2%p	-30.9%p
당기순이익	487	585	7	229	269	-44.8%	17.5%
%	2.6	3.0	0.0	1.1	1.5	-1.2%p	0.3%p

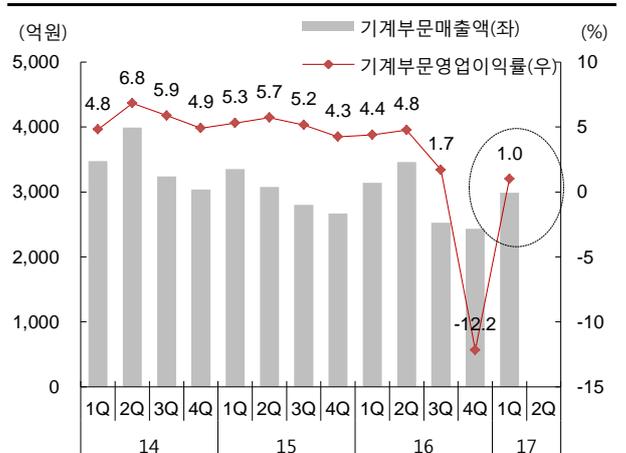
자료: 현대위아, SK 증권 추정

<그림 1> 차량부품 실적 추이



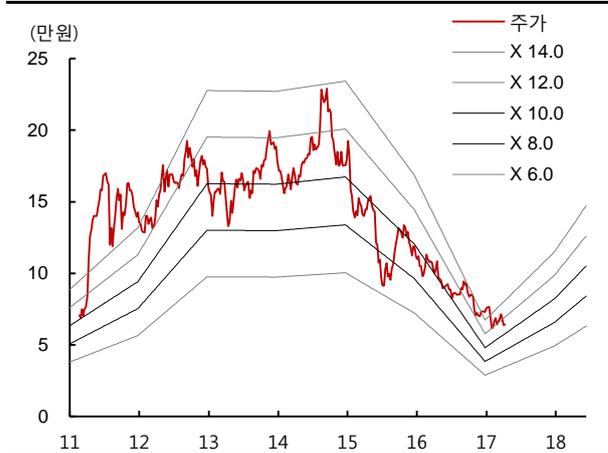
자료: 현대위아, SK 증권 추정

<그림 2> 기계부문 실적 추이



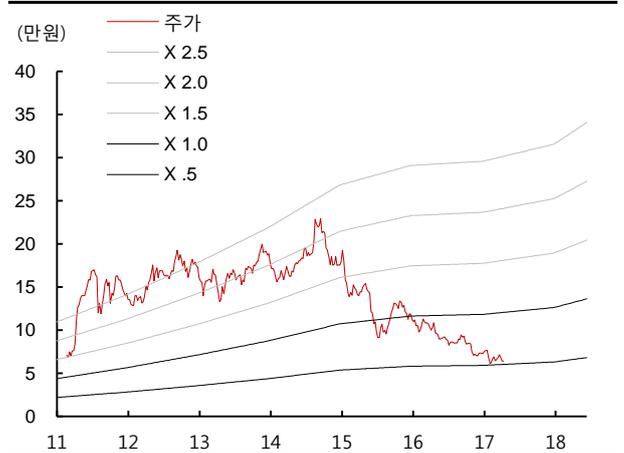
자료: 현대위아, SK 증권 추정

<그림 3> PER 밴드차트 - 현대위아



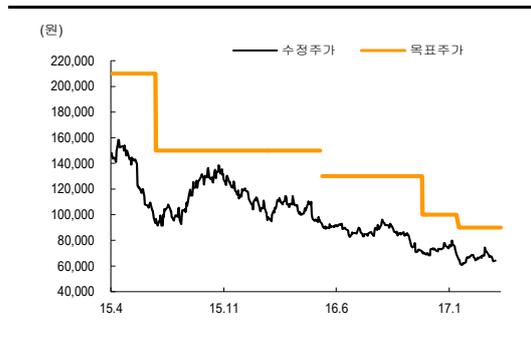
자료: Quantwise, SK 증권

<그림 4> PBR 밴드차트 - 현대위아



자료: Quantwise, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.04.12	매수	90,000원
	2017.01.31	매수	90,000원
	2016.11.23	매수	100,000원
	2016.07.28	매수	130,000원
	2016.05.17	매수	130,000원
	2016.05.16	담당자 변경	
	2015.10.25	매수	150,000원
	2015.07.27	매수	150,000원
	2015.07.07	매수	150,000원
	2015.04.27	매수	210,000원
	2015.04.15	매수	210,000원



**Compliance Notice**

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 4월 12일 기준)**

매수	95.04%	중립	4.96%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	36,233	37,433	39,347	41,345	44,316
현금및현금성자산	5,845	7,993	9,155	9,573	12,044
매출채권및기타채권	15,693	14,376	14,856	15,864	16,184
재고자산	7,799	7,716	7,973	8,514	8,686
<b>비유동자산</b>	30,598	32,787	32,642	32,949	33,313
장기금융자산	845	710	710	710	710
유형자산	23,228	25,483	25,018	24,620	24,277
무형자산	2,433	2,457	2,474	2,489	2,501
<b>자산총계</b>	66,831	70,221	71,989	74,294	77,629
<b>유동부채</b>	18,431	16,989	17,504	17,586	17,929
단기금융부채	1,555	1,554	1,554	554	554
매입채무 및 기타채무	14,847	14,192	14,665	15,660	15,976
단기충당부채	183	173	179	191	195
<b>비유동부채</b>	16,768	20,646	19,832	19,657	19,808
장기금융부채	14,227	18,067	16,567	16,067	16,067
장기매입채무 및 기타채무	13	8	8	8	8
장기충당부채	1,198	1,358	1,720	1,794	1,832
<b>부채총계</b>	35,199	37,635	37,335	37,244	37,738
<b>지배주주지분</b>	31,632	32,586	34,653	37,050	39,891
자본금	1,360	1,360	1,360	1,360	1,360
자본잉여금	5,042	5,005	5,005	5,005	5,005
기타자본구성요소	-1,168	-1,132	-1,132	-1,132	-1,132
자기주식	-1,168	-1,132	-1,132	-1,132	-1,132
이익잉여금	25,846	26,895	29,024	31,481	34,384
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	31,632	32,586	34,653	37,050	39,891
<b>부채외자본총계</b>	66,831	70,221	71,989	74,294	77,629

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	6,418	3,784	5,946	5,514	5,788
당기순이익(손실)	3,269	1,307	2,129	2,750	3,195
비현금성항목등	3,638	3,736	4,458	4,076	3,731
유형자산감가상각비	1,472	1,761	2,965	2,899	2,842
무형자산감가상각비	354	437	443	445	448
기타	805	458	91	18	18
운전자본감소(증가)	790	561	31	-443	-129
매출채권및기타채권의 감소(증가)	726	1,421	-480	-1,008	-319
재고자산감소(증가)	-1,062	101	-257	-541	-171
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-326	52	473	995	315
기타	1,452	-1,014	295	111	46
법인세납부	-1,279	-1,820	-672	-868	-1,009
<b>투자활동현금흐름</b>	-8,519	-4,487	-2,836	-2,828	-2,825
금융자산감소(증가)	-1,404	-248	0	0	0
유형자산감소(증가)	-5,596	-3,940	-2,500	-2,500	-2,500
무형자산감소(증가)	-682	-460	-460	-460	-460
기타	-836	160	124	132	135
<b>재무활동현금흐름</b>	3,070	2,864	-1,948	-2,268	-492
단기금융부채증가(감소)	-1,861	-1,550	0	-1,000	0
장기금융부채증가(감소)	5,510	5,177	-1,500	-500	0
자본의증가(감소)	0	-25	0	0	0
배당금의 지급	-212	-292	0	-292	-292
기타	-367	-446	-448	-476	-200
현금의 증가(감소)	1,010	2,147	1,162	418	2,471
기초현금	4,835	5,845	7,993	9,155	9,573
기말현금	5,845	7,993	9,155	9,573	12,044
FCF	1,284	-703	2,895	2,587	2,964

자료 : 현대위아, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	78,842	75,894	78,426	83,750	85,436
<b>매출원가</b>	70,431	70,127	72,151	76,961	76,175
<b>매출총이익</b>	8,411	5,767	6,276	6,788	9,261
매출총이익률 (%)	10.7	7.6	8.0	8.1	10.8
<b>판매비와관리비</b>	3,402	3,140	3,096	3,307	5,625
영업이익	5,009	2,627	3,180	3,481	3,636
영업이익률 (%)	6.4	3.5	4.1	4.2	4.3
비영업손익	-576	-300	-379	136	568
<b>순금융비용</b>	173	272	324	344	65
외환관련손익	291	-66	-162	-172	-33
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	289	148	198	670	683
세전계속사업이익	4,433	2,328	2,801	3,618	4,204
세전계속사업이익률 (%)	5.6	3.1	3.6	4.3	4.9
계속사업법인세	1,165	1,020	672	868	1,009
<b>계속사업이익</b>	3,269	1,307	2,129	2,750	3,195
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	3,269	1,307	2,129	2,750	3,195
<b>순이익률 (%)</b>	4.2	1.7	2.7	3.3	3.7
지배주주	3,269	1,307	2,129	2,750	3,195
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	4.15	1.72	2.71	3.28	3.74
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	3,347	1,246	2,068	2,688	3,134
<b>지배주주</b>	3,347	1,246	2,068	2,688	3,134
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	6,835	4,826	6,587	6,826	6,926

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	3.8	-3.7	3.3	6.8	2.0
영업이익	-4.7	-47.6	21.0	9.5	4.4
세전계속사업이익	-24.3	-47.5	20.3	29.2	16.2
EBITDA	1.5	-29.4	36.5	3.6	1.5
EPS(계속사업)	-28.2	-60.0	62.8	29.2	16.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	10.9	4.1	6.3	7.7	8.3
ROA	5.2	1.9	3.0	3.8	4.2
EBITDA마진	8.7	6.4	8.4	8.2	8.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	196.6	220.3	224.8	235.1	247.2
부채비율	111.3	115.5	107.7	100.5	94.6
순차입금/자기자본	10.8	14.5	5.9	0.4	-5.9
EBITDA/이자비용(배)	17.1	10.7	14.7	14.3	34.6
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	12,020	4,807	7,827	10,110	11,748
BPS	116,315	119,823	127,425	136,237	146,686
CFPS	18,734	12,891	20,357	22,408	23,846
주당 현금배당금	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	16.0	23.8	10.2	7.9	6.8
PER(최저)	7.6	14.2	7.7	6.0	5.2
PBR(최고)	1.7	1.0	0.6	0.6	0.5
PBR(최저)	0.8	0.6	0.5	0.4	0.4
PCR	6.0	5.7	3.2	2.9	2.7
EV/EBITDA(최고)	8.2	7.4	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA(최저)	4.2	4.8	2.8	2.4	2.1

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**권순우**

soonwoo@sk.com  
02-3773-8882

### Company Data

자본금	534 억원
발행주식수	53,380 만주
자사주	0 만주
액면가	100 원
시가총액	46,494 억원
주요주주	
한안코오토홀딩스유 한회사(외1)	69.98%
국민연금공단	5.00%
외국인지분률	19.60%
배당수익률	0.90%

### Stock Data

주가(17/04/11)	8,710 원
KOSPI	2133.32 pt
52주 Beta	1.27
52주 최고가	13,350 원
52주 최저가	8,250 원
60일 평균 거래대금	110 억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.5%	0.7%
6개월	-29.8%	-32.3%
12개월	-5.9%	-13.1%

## 한온시스템 (018880/KS | 매수(유지) | T.P 13,000 원(하향))

### 1Q17 Preview - 안정적인 성장 지속

1Q17 Preview - 매출액 1 조 4,233 억원(YoY -0.3%), 영업이익 1,032 억원(YoY -1.6%, OPM 7.3%), 당기순이익 733 억원(YoY +1.3%, NIM 5.1%)으로 전망  
기술력을 바탕으로 과거 부진했던 GM, Chrysler 뿐만 아니라 다임러, 중국 로컬 등으로 수주를 확대하며 포트폴리오 다변화도 진행 중. GM Bolt 등 2세대 전기차량의 판매확대와 중국 OEM 과의 JV가 공식적으로 진행된다면 다시금 재평가 전망

### 1Q17 Preview - 매출액 1 조 4,233 억원, 영업이익 1,032 억원

17년 1분기 실적은 매출액 1 조 4,233 억원(YoY -0.3%), 영업이익 1,032 억원(YoY -1.6%, OPM 7.3%), 당기순이익 733 억원(YoY +1.3%, NIM 5.1%)으로 전망한다. 매출비중이 높은 유로와 위안화의 원화대비 약세는 매출액과 영업이익에 다소 부담으로 작용하였다. 이익기여도가 높은 중국에서 현대차그룹 부진 영향이 일부 있으나 기아차에는 K5, KX3 등 일부 모델에만 납품함에 따라 실질적인 손실폭은 크지 않을 것으로 판단한다.

### 안정적인 성장은 지속

환경규제 완화 가능성과 경쟁확대에 대한 우려가 존재하지만 실제 수주활동은 지속되며 17년 목표치 18 억불 달성은 가능할 것으로 예상한다. 기술력을 바탕으로 대주주 변경 이후 과거 부진했던 GM, Chrysler 뿐만 아니라 다임러, 중국 로컬 등으로 수주를 확대하며 포트폴리오 다변화도 진행 중이다. 또한 15년 적자에서 16년 흑자 전환한 유럽 법인의 수익성 개선활동도 지속될 것으로 판단한다. 또한 15년 적자에서 16년 흑자 전환한 유럽 법인의 수익성 개선활동도 지속될 것으로 판단한다.

### 투자의견 매수, 목표주가 13,000 원으로 하향

실적추정치 변경과 Target Multiple 하향에 따라 목표주가는 기존 16,000 원에서 13,000 원으로 하향한다. 최근 앞서 언급한 환경규제 완화 가능성과 경쟁업체 등장, 현대차그룹 중국부진으로 주가는 하락했으나 GM Bolt 등 2세대 전기차량의 판매확대와 중국 OEM 과의 JV가 공식적으로 진행된다면 다시금 재평가 받을 것으로 전망한다.

### 영업실적 및 투자지표

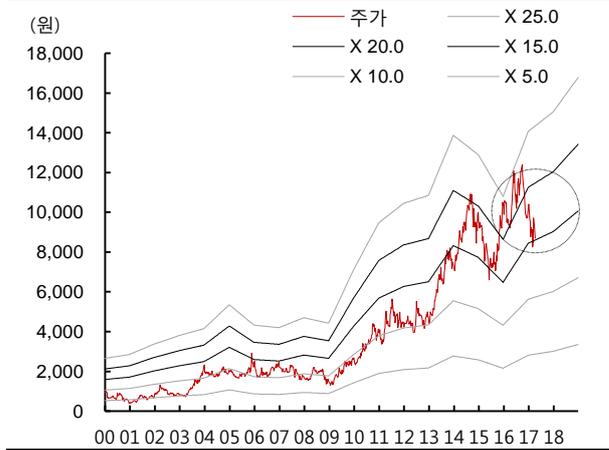
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	54,549	55,581	57,037	59,280	61,140	62,917
yoy	%	5.1	1.9	2.6	3.9	3.1	2.9
영업이익	억원	3,703	3,596	4,225	4,485	4,690	4,834
yoy	%	1.9	-2.9	17.5	6.1	4.6	3.1
EBITDA	억원	5,357	5,334	6,087	6,625	6,552	6,476
세전이익	억원	3,709	3,457	4,157	4,348	4,609	4,751
순이익(지배주주)	억원	2,754	2,305	2,921	3,007	3,214	3,465
영업이익률%	%	6.8	6.5	7.4	7.6	7.7	7.7
EBITDA%	%	9.8	9.6	10.7	11.2	10.7	10.3
순이익률	%	5.3	4.4	5.3	5.3	5.5	5.7
EPS	원	516	432	547	563	602	649
PER	배	18.8	24.0	18.8	15.5	14.5	13.4
PBR	배	3.2	3.2	3.0	2.4	2.3	2.2
EV/EBITDA	배	10.0	10.5	9.6	7.2	6.9	6.7
ROE	%	17.7	13.7	16.4	16.0	16.2	16.5
순차입금	억원	292	-494	2,313	-387	-2,580	-4,806
부채비율	%	94.0	92.3	104.8	97.8	89.4	81.0

&lt;표 1&gt; 한온시스템 2017년 1분기 실적 Preview

	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q	YoY	QoQ
	(단위: 억원)						
매출액	14,281	14,908	12,831	15,017	14,233	-0.3%	-5.2%
아시아	10,239	10,386	9,672	10,963	10,174	-0.6%	-7.2%
미주	2,523	2,761	2,697	2,530	2,498	-1.0%	-1.3%
유럽	6,562	6,780	5,127	6,500	6,562	0.0%	0.9%
연결조정	-5,042	-5,020	-4,666	-4,976	-5,001		
매출원가	11,947	12,810	10,714	12,578	11,927	-0.2%	-5.2%
%	83.7	85.9	83.5	83.8	83.8	0.1%p	0.0%p
판매비	1,286	1,148	1,050	1,279	1,274	-0.9%	-0.4%
%	9.0	7.7	8.2	8.5	8.9	-0.1%p	0.4%p
영업이익	1,048	950	1,067	1,160	1,032	-1.6%	-11.1%
%	7.3	6.4	8.3	7.7	7.3	-0.1%p	-0.5%p
아시아	838	475	783	498	591	-29.5%	18.7%
%	8.2	4.6	8.1	4.5	5.8	-2.4%p	1.3%p
미주	187	151	147	141	137	-26.6%	-2.7%
%	7.4	5.5	5.5	5.6	5.5	-1.9%p	-0.1%p
유럽	-115	205	80	210	184	흑전	-12.6%
%	-1.8	3.0	1.6	3.2	2.8	4.6%p	-0.4%p
연결조정	138	118	57	311	120	-13.1%	-61.4%
영업외이익	-7	-69	-49	-49	-28	적지	적지
%	0.0	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1%p	0.1%p
세전이익	1,042	881	1,018	1,112	1,004	-3.6%	-9.7%
%	7.3	5.9	7.9	7.4	7.1	-0.2%p	-0.3%p
법인세	318	242	282	277	271	-14.9%	-2.1%
%	30.6	27.4	27.7	24.9	27.0	-3.6%p	2.1%p
당기순이익	723	639	736	939	733	1.3%	-21.9%
%	5.1	4.3	5.7	6.3	5.1	0.1%p	-1.1%p
지배주주	685	601	690	946	687	0.2%	-27.4%
%	4.8	4.0	5.4	6.3	4.8	0.0%p	-1.5%p

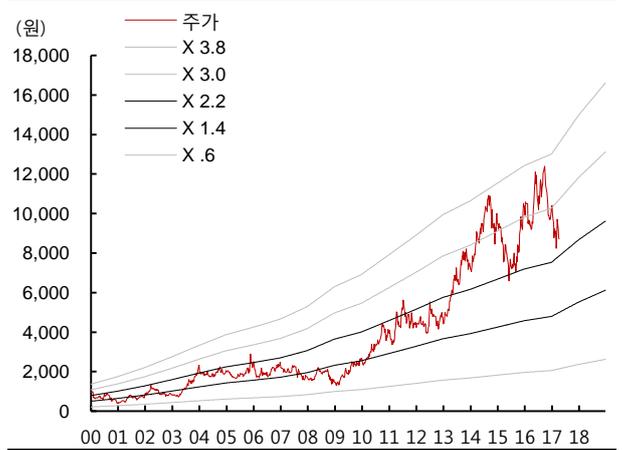
자료: 한온시스템 SK 증권 추정

<그림 1> PER 밴드차트 - 한온시스템



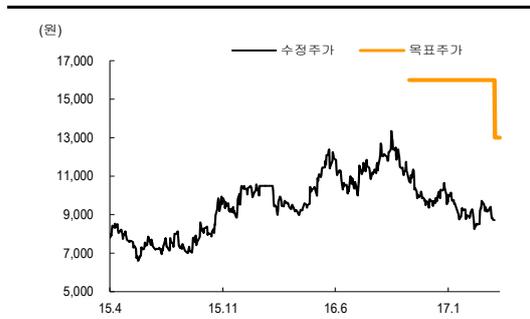
자료: Quantwise, SK 증권

<그림 2> PBR 밴드차트 - 한온시스템



자료: Quantwise, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.04.12	매수	13,000원
	2016.11.23	매수	16,000원
	2016.10.31	매수	16,000원



**Compliance Notice**

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 4월 12일 기준)**

매수	95.04%	중립	4.96%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	19,935	21,510	23,845	25,065	26,294
현금및현금성자산	4,471	4,252	5,951	6,645	7,370
매출채권및기타채권	10,388	9,642	10,022	10,336	10,637
재고자산	3,822	4,297	4,466	4,606	4,740
<b>비유동자산</b>	14,658	17,088	15,933	15,111	14,513
장기금융자산	14	37	37	37	37
유형자산	10,927	11,781	9,926	8,442	7,254
무형자산	2,074	3,503	4,069	4,543	4,939
<b>자산총계</b>	34,594	38,597	39,778	40,176	40,808
<b>유동부채</b>	14,309	14,634	14,574	14,438	14,287
단기금융부채	3,412	3,171	2,671	2,171	1,671
매입채무 및 기타채무	8,322	8,650	8,990	9,272	9,542
단기충당부채	24	51	53	55	56
<b>비유동부채</b>	2,290	5,114	5,092	4,530	3,971
장기금융부채	692	3,597	3,097	2,097	1,097
장기매입채무 및 기타채무	142	152	152	152	152
장기충당부채	417	526	583	601	619
<b>부채총계</b>	16,599	19,748	19,666	18,968	18,258
<b>지배주주지분</b>	17,447	18,276	19,425	20,381	21,588
자본금	534	534	534	534	534
자본잉여금	-231	-231	-231	-231	-231
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	18,296	19,366	20,772	21,983	23,447
비지배주주지분	547	573	686	827	962
<b>자본총계</b>	17,994	18,849	20,111	21,208	22,550
<b>부채외자본총계</b>	34,594	38,597	39,778	40,176	40,808

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	4,503	3,968	5,263	5,161	5,196
당기순이익(손실)	2,434	3,038	3,131	3,365	3,611
비현금성항목등	3,478	4,030	3,495	3,187	2,865
유형자산감가상각비	1,698	1,758	1,855	1,484	1,188
무형자산상각비	41	104	285	378	455
기타	715	1,062	89	92	95
운전자본감소(증가)	-596	-2,049	-145	-146	-139
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-180	587	-379	-314	-301
재고자산감소(증가)	-296	-689	-169	-140	-134
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	-55	340	282	270
기타	-121	-1,892	63	26	25
법인세납부	-812	-1,051	-1,217	-1,245	-1,140
<b>투자활동현금흐름</b>	-2,452	-4,399	-805	-804	-802
금융자산감소(증가)	-40	-124	0	0	0
유형자산감소(증가)	-2,153	-2,306	0	0	0
무형자산감소(증가)	-390	-851	-851	-851	-851
기타	131	-1,118	46	48	49
<b>재무활동현금흐름</b>	-1,253	287	-2,759	-3,664	-3,669
단기금융부채증가(감소)	-28	-469	-500	-500	-500
장기금융부채증가(감소)	-11	2,948	-500	-1,000	-1,000
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-1,080	-2,033	-801	-2,002	-2,002
기타	-135	-159	-157	-162	-167
<b>현금의 증가(감소)</b>	658	-220	1,699	694	726
기초현금	3,813	4,471	4,252	5,951	6,645
기말현금	4,471	4,252	5,951	6,645	7,370
FCF	2,267	1,305	4,373	4,288	4,325

자료 : 한온시스템 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	55,581	57,037	59,280	61,140	62,917
<b>매출원가</b>	46,970	48,048	49,694	51,192	52,618
<b>매출총이익</b>	8,611	8,989	9,586	9,948	10,300
매출총이익률 (%)	15.5	15.8	16.2	16.3	16.4
<b>판매비와관리비</b>	5,015	4,763	5,101	5,258	5,466
영업이익	3,596	4,225	4,485	4,690	4,834
영업이익률 (%)	6.5	7.4	7.6	7.7	7.7
비영업손익	-139	-69	-137	-80	-83
<b>순금융비용</b>	62	153	111	114	118
외환관련손익	-106	-31	-55	-57	-59
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	126	90	119	183	189
세전계속사업이익	3,457	4,157	4,348	4,609	4,751
세전계속사업이익률 (%)	6.2	7.3	7.3	7.5	7.6
계속사업법인세	1,023	1,119	1,217	1,245	1,140
<b>계속사업이익</b>	2,434	3,038	3,131	3,365	3,611
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,434	3,038	3,131	3,365	3,611
<b>순이익률 (%)</b>	4.4	5.3	5.3	5.5	5.7
지배주주	2,305	2,921	3,007	3,214	3,465
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	4.15	5.12	5.07	5.26	5.51
비지배주주	129	116	123	151	146
<b>총포괄이익</b>	2,428	2,771	2,864	3,098	3,344
지배주주	2,297	2,665	2,751	2,957	3,209
비지배주주	131	106	113	141	135
EBITDA	5,334	6,087	6,625	6,552	6,476

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	1.9	2.6	3.9	3.1	2.9
영업이익	-2.9	17.5	6.1	4.6	3.1
세전계속사업이익	-6.8	20.2	4.6	6.0	3.1
EBITDA	-0.4	14.1	8.8	-1.1	-1.2
EPS(계속사업)	-16.3	26.7	2.9	6.9	7.8
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	13.7	16.4	16.0	16.2	16.5
ROA	7.3	8.3	8.0	8.4	8.9
EBITDA마진	9.6	10.7	11.2	10.7	10.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	139.3	147.0	163.6	173.6	184.1
부채비율	92.3	104.8	97.8	89.4	81.0
순차입금/자기자본	-2.8	12.3	-1.9	-12.2	-21.3
EBITDA/이자비용(배)	39.6	29.2	42.1	40.4	38.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	432	547	563	602	649
BPS	3,268	3,424	3,639	3,818	4,044
CFPS	758	896	964	951	957
주당 현금배당금	970	225	225	225	225
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	24.3	24.4	18.9	17.7	16.4
PER(최저)	15.3	16.4	14.7	13.7	12.7
PBR(최고)	3.2	3.9	2.9	2.8	2.6
PBR(최저)	2.0	2.6	2.3	2.2	2.0
PCR	13.7	11.5	9.0	9.2	9.1
EV/EBITDA(최고)	10.7	12.3	8.7	8.5	8.3
EV/EBITDA(최저)	6.8	8.5	6.8	6.6	6.3

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**권순우**

soonwoo@sk.com  
02-3773-8882

### Company Data

자본금	470 억원
발행주식수	939 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	21,506 억원
주요주주	
한라홀딩스(외16)	30.32%
국민연금공단	9.89%
외국인지분률	41.40%
배당수익률	2.20%

### Stock Data

주가(17/04/11)	229,000 원
KOSPI	2133.32 pt
52주 Beta	0.74
52주 최고가	287,000 원
52주 최저가	169,000 원
60일 평균 거래대금	163 억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.3%	-10.8%
6개월	-9.1%	-12.4%
12개월	38.0%	27.5%

만도 (204320/KS | 매수(신규편입) | T.P 320,000 원)

## 성장하는 시장, 성장하는 아이টে에 포지셔닝

1Q17 Preview - 매출액 1 조 3,812 억원(YoY +1.1%), 영업이익 629 억원(YoY +12.4%, OPM 4.6%), 당기순이익 448 억원(YoY +8.4%, NIM 3.2%)으로 전망  
동사는 성장하는 시장과 성장하는 아이টে에 포지셔닝. 단기적인 이슈보다는 장기적인 관점에서 Buy & Hold 관점으로 접근하는 것이 바람직  
투자의견 매수, 목표주가 320,000 원으로 커버리지 개시

### 1Q17 Preview - 매출액 1 조 3,812 억원, 영업이익 629 억원

17년 1분기 실적은 매출액 1 조 3,812 억원(YoY +1.1%), 영업이익 629 억원(YoY +12.4%, OPM 4.6%), 당기순이익 448 억원(YoY +8.4%, NIM 3.2%)으로 전망한다. 영업이익은 1)위안화 약세로 인한 외형축소와 2)미주 GM 에서 일부 프로젝트 축소, 3)현대차그룹 중국법인 출하 둔화가 실적에 부정적으로 작용하였다. 하지만 1)중국비중에서 13% 가량을 차지하는 Geely 의 1분기 호조와 2)그랜저 등의 판매 확대에 의한 ADAS 매출 증가, 3)기타시장에서의 수익성 개선을 통해 수익성은 전년 동기 대비 개선될 것으로 예상된다.

### 성장하는 시장, 성장하는 아이টে에 포지셔닝

17년 예상 실적은 매출액 60,388 억원(YoY +2.9%), 영업이익 3,289 억원(YoY +7.8%, OPM 5.4%), 당기순이익 2,304 억원(YoY +9.7%, NIM 3.8%)으로 전망한다. 동사는 향후 가장 성장성이 큰 중국과 인도에서의 투자와 자율주행으로 변화에 대응할 수 있는 선행기술력과 품질 및 가격경쟁력을 지닌 아이টে에를 보유하고 있다. 단기적인 이슈보다는 장기적인 관점에서 Buy & Hold 관점으로 접근하는 것이 바람직하다는 판단이다.

### 투자의견 매수, 목표주가 320,000 원으로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 320,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 17년 예상 EPS 22,963 원에 Target multiple 은 PER 14 배를 적용하였다.

### 영업실적 및 투자지표

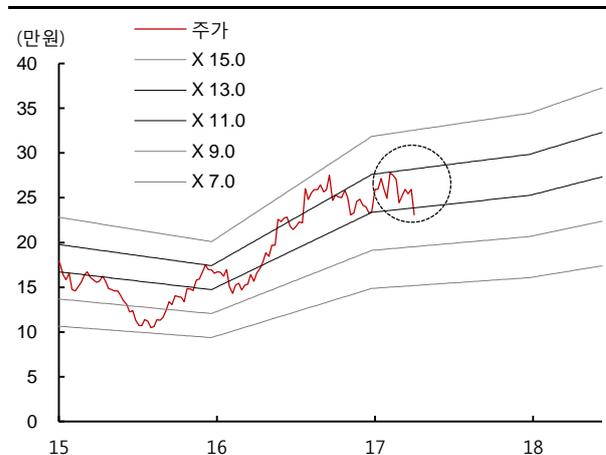
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	17,214	52,992	58,664	60,388	61,981	63,662
yoy	%	0.0	207.8	10.7	2.9	2.6	2.7
영업이익	억원	793	2,656	3,050	3,261	3,384	3,514
yoy	%	0.0	235.2	14.8	6.9	3.8	3.8
EBITDA	억원	1,511	4,903	5,336	6,128	6,307	6,484
세전이익	억원	601	2,012	2,791	3,003	3,243	3,369
순이익(지배주주)	억원	475	1,258	1,995	2,157	2,334	2,423
영업이익률%	%	4.6	5.0	5.2	5.4	5.5	5.5
EBITDA%	%	8.8	9.3	9.1	10.2	10.2	10.2
순이익률	%	2.8	2.5	3.6	3.8	4.0	4.0
EPS	원	5,061	13,395	21,243	22,963	24,849	25,800
PER	배	36.3	124	11.0	10.0	9.2	8.9
PBR	배	1.6	1.2	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	19.6	5.8	6.5	5.3	5.0	4.6
ROE	%	4.5	10.6	14.3	13.7	13.2	12.4
순차입금	억원	10,109	10,215	10,972	9,115	7,617	5,985
부채비율	%	250.3	204.6	194.7	167.4	148.0	131.7

표 1. 만도 2017년 1분기 실적 Preview

(단위: 억원)							
	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q	YoY	QoQ
매출액	13,664	14,400	13,568	17,032	13,812	1.1%	-18.9%
한국	7,208	7,973	7,148	9,548	7,136	-1.0%	-25.3%
중국	4,082	4,014	3,989	5,631	4,326	6.0%	-23.2%
미국	2,632	2,824	2,788	3,057	2,593	-1.5%	-15.2%
기타	1,519	1,537	1,532	1,573	1,641	8.0%	4.3%
연결조정	-1,777	-1,949	-1,889	-2,777	-1,883		
매출원가	11,850	12,471	11,492	14,241	11,878	0.2%	-16.6%
%	86.7	86.6	84.7	83.6	86.0	-0.7%p	2.4%p
판매비	1,254	1,281	1,327	1,697	1,305	4.1%	-23.1%
%	9.2	8.9	9.8	10.0	9.4	0.3%p	-0.5%p
영업이익	559	648	749	1,094	629	12.4%	-42.6%
%	4.1	4.5	5.5	6.4	4.6	0.5%p	-1.9%p
영업외손익	-37	-124	-133	36	-39	적지	적전
%	-0.3	-0.9	-1.0	0.2	-0.3	0.0%p	-0.5%p
세전이익	522	524	615	1,130	589	12.8%	-47.8%
%	3.8	3.6	4.5	6.6	4.3	0.4%p	-2.4%p
법인세	109	71	165	345	141	29.6%	-59.0%
%	20.9	13.5	26.8	30.6	24.0	3.1%p	-6.6%p
당기순이익	413	453	450	785	448	8.4%	-42.9%
%	3.0	3.1	3.3	4.6	3.2	0.2%p	-1.4%p
지배주주	397	429	424	745	422	6.2%	-43.4%
%	2.9	3.0	3.1	4.4	3.1	0.1%p	-1.3%p

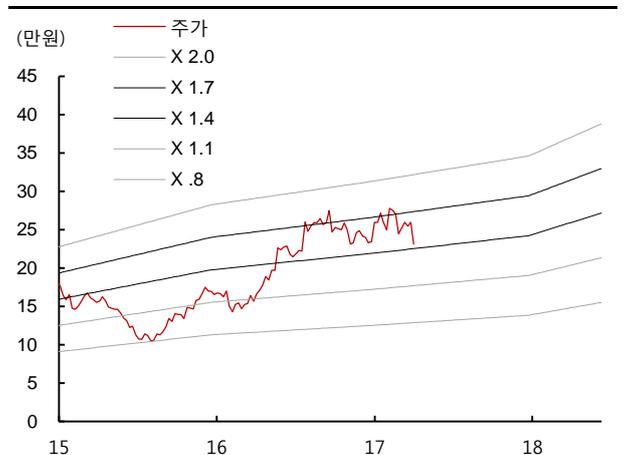
자료: 만도, SK 증권 추정

<그림 1> PER 밴드차트 - 만도



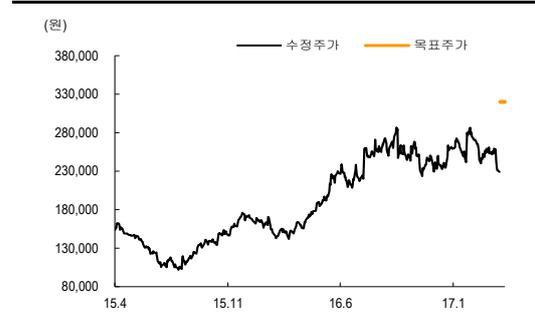
자료: Quantwise, SK 증권

<그림 2> PBR 밴드차트 - 만도



자료: Quantwise, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.04.12	매수	320,000원



### Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 4월 12일 기준)

매수	95.04%	중립	4.96%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	19,464	21,009	22,424	23,438	24,614
현금및현금성자산	1,998	1,847	2,703	3,202	3,833
매출채권및기타채권	12,600	14,177	14,594	14,979	15,385
재고자산	3,212	3,364	3,463	3,555	3,651
<b>비유동자산</b>	22,134	23,635	24,121	24,600	25,039
장기금융자산	689	619	619	619	619
유형자산	17,842	19,004	19,014	19,022	19,029
무형자산	1,571	1,966	2,294	2,566	2,793
<b>자산총계</b>	41,598	44,644	46,545	48,039	49,653
<b>유동부채</b>	19,364	17,530	17,353	17,143	16,955
단기금융부채	6,743	3,148	2,548	1,948	1,348
매입채무 및 기타채무	11,553	12,804	13,181	13,528	13,895
단기충당부채	171	357	367	377	387
<b>비유동부채</b>	8,577	11,963	11,788	11,525	11,265
장기금융부채	5,750	9,835	9,435	9,035	8,635
장기매입채무 및 기타채무	55	34	34	34	34
장기충당부채	152	143	174	179	184
<b>부채총계</b>	27,941	29,493	29,141	28,668	28,220
<b>지배주주지분</b>	13,219	14,647	16,783	18,627	20,560
자본금	470	470	470	470	470
자본잉여금	9,622	6,018	6,018	6,018	6,018
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	-52	-52	-52	-52	-52
이익잉여금	1,312	6,542	8,699	10,563	12,517
비지배주주지분	438	504	621	744	873
<b>자본총계</b>	13,658	15,151	17,404	19,371	21,433
<b>부채외자본총계</b>	41,598	44,644	46,545	48,039	49,653

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	2,481	3,826	5,289	5,406	5,546
당기순이익(손실)	2,012	2,791	2,283	2,465	2,560
비현금성항목등	3,507	3,416	3,845	3,842	3,923
유형자산감가상각비	1,977	2,008	2,490	2,492	2,493
무형자산상각비	270	278	376	431	477
기타	708	981	-25	-25	-26
운전자본감소(증가)	-2,155	-1,704	-117	-123	-129
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-2,373	-1,711	-417	-385	-406
재고자산감소(증가)	37	-199	-99	-91	-96
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	709	945	376	348	367
기타	-528	-738	22	6	6
법인세납부	-883	-677	-721	-778	-809
<b>투자활동현금흐름</b>	-2,412	-3,603	-3,039	-3,035	-3,030
금융자산감소(증가)	1,111	127	0	0	0
유형자산감소(증가)	-2,652	-3,288	-2,500	-2,500	-2,500
무형자산감소(증가)	-611	-704	-704	-704	-704
기타	-261	262	165	169	174
<b>재무활동현금흐름</b>	344	-344	-1,393	-1,873	-1,884
단기금융부채증가(감소)	-6,124	-2,421	-600	-600	-600
장기금융부채증가(감소)	5,107	2,998	-400	-400	-400
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-187	-450	0	-470	-470
기타	1,548	-471	-393	-404	-415
현금의 증가(감소)	394	-151	857	498	632
기초현금	1,604	1,998	1,847	2,703	3,202
기말현금	1,998	1,847	2,703	3,202	3,833
FCF	-1,181	584	2,024	2,169	2,307

자료 : 만도, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	52,992	58,664	60,388	61,981	63,662
<b>매출원가</b>	45,481	50,054	51,429	53,924	55,386
<b>매출총이익</b>	7,511	8,610	8,959	8,058	8,276
매출총이익률 (%)	14.2	14.7	14.8	13.0	13.0
<b>판매비와관리비</b>	4,855	5,560	5,698	4,673	4,762
영업이익	2,656	3,050	3,261	3,384	3,514
영업이익률 (%)	5.0	5.2	5.4	5.5	5.5
비영업손익	-645	-259	-258	-141	-145
<b>순금융비용</b>	314	325	229	235	241
외환관련손익	-143	69	-114	-117	-120
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-79	136	60	186	191
세전계속사업이익	2,012	2,791	3,003	3,243	3,369
세전계속사업이익률 (%)	3.8	4.8	5.0	5.2	5.3
계속사업법인세	716	690	721	778	809
<b>계속사업이익</b>	1,296	2,101	2,283	2,465	2,560
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,296	2,101	2,283	2,465	2,560
<b>순이익률 (%)</b>	2.5	3.6	3.8	4.0	4.0
지배주주	1,258	1,995	2,157	2,334	2,423
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	2.37	3.4	3.57	3.77	3.81
비지배주주	38	106	126	131	137
<b>총포괄이익</b>	955	2,072	2,254	2,436	2,532
지배주주	913	1,975	2,136	2,313	2,403
비지배주주	42	97	117	123	129
EBITDA	4,903	5,336	6,128	6,307	6,484

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	207.8	10.7	2.9	2.6	2.7
영업이익	235.2	14.8	6.9	3.8	3.8
세전계속사업이익	234.7	38.7	7.6	8.0	3.9
EBITDA	224.5	8.8	14.8	2.9	2.8
EPS(계속사업)	164.7	58.6	8.1	8.2	3.8
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	10.6	14.3	13.7	13.2	12.4
ROA	3.2	4.9	5.0	5.2	5.2
EBITDA마진	9.3	9.1	10.2	10.2	10.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	100.5	119.9	129.2	136.7	145.2
부채비율	204.6	194.7	167.4	148.0	131.7
순차입금/자기자본	74.8	72.4	52.4	39.3	27.9
EBITDA/이자비용(배)	12.7	14.1	15.6	15.6	15.6
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	13,395	21,243	22,963	24,849	25,800
BPS	140,761	155,957	178,705	198,339	218,923
CFPS	37,321	45,584	53,483	55,971	57,424
주당 현금배당금	4,800	5,000	5,000	5,000	5,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	13.6	13.5	12.5	11.5	11.1
PER(최저)	7.6	6.7	10.0	9.2	8.9
PBR(최고)	1.3	1.8	1.6	1.4	1.3
PBR(최저)	0.7	0.9	1.3	1.2	1.1
PCR	4.4	5.1	4.3	4.1	4.0
EV/EBITDA(최고)	6.1	7.5	6.2	5.8	5.4
EV/EBITDA(최저)	4.6	4.9	5.3	5.0	4.6

**memo**

---