



Analyst
권순우

soonwoo@sk.com
02-3773-8882

자동차

생각해 볼만한 이슈 - 더 좋은 차를 탈 수 있는 환경과 P의 상승

최근 자동차 주가는 이익보다 매출 변화에 보다 민감하게 반응

그리고 매출추정치 변화는 산업수요(Q)보다 과거와 달리 더 좋은 차를 탈 수 있는 환경이 조성됨에 따른 가격(P)상승의 영향이 큰 것으로 판단

매출증가는 결국 실적 개선으로 이어지며 주가와 valuation 상승요인으로 작용 전망
완성차 중심에서, 변화에 대응 가능한 부품사까지 관심을 확대할 필요

최근 자동차 주가에 대한 설명력은 EPS < SPS

연초 이후 자동차섹터의 주가는 대체로 유사한 흐름을 보였다. 다만 동반상승이 통상적인 저평가 매력 부각으로 인한 시장 valuation 과의 할인 축소가 아니었다는 점, 최근 자동차 주가에 대한 설명력은 EPS 보다 SPS 가 더 높다는 점에 주목할 필요가 있다. EPS 는 개별기업의 수익과, SPS 은 자동차섹터의 특징상 매출액을 구성하는 환경과 밀접하다는 점을 고려하면 Bottom-up 이 아닌 Top-down 측면의 변화에 대한 고민이 필요한 시점이다.

더 좋은 차를 탈 수 있는 환경과 P의 상승

자동차산업에서 매출은 통상적으로 산업수요(Q)에 관심이 많지만, 당사에서는 가격요인(P)에 주목할 필요가 있다고 판단한다. 가치분 소득 확대와 자산가격 상승, 저유가로 인한 유지비 절감 등 소비여력이 증대된 상황에서 Pent-up demand 가 마무리되며, 역설적으로 더 좋은/비싼 차를 구매할 수 있는 환경이 조성되었다. 지금까지 나타난 Light truck/SUV 판매호조로 인한 믹스개선 효과뿐만 아니라, 단일 세그먼트별로 보더라도 주요 세그먼트에서 판매량과 가격이 상승하는 모습이다. 또한 중고차 가격상승과 친환경차/상용차의 비중확대 또한 가격상승을 지지하는 요인이다. 가격상승을 중심으로 한 매출증가 추세는 결국 실적 개선으로 이어지며 valuation 과 주가의 상승요인으로 작용할 것으로 전망한다.

완성차 중심에서 변화에 대응 가능한 부품사까지 관심 확대

현대차그룹도 이러한 글로벌 변화에 동참할 것으로 예상된다. 코니와 스토닉을 통한 SUV 확대와 제네시스/스텔라 등의 고가 라인업 구축, 글로벌 수준까지 높아진 친환경차량 판매비중 등을 통해서도 확인할 수 있다. 또한 본업에서도 ASP 상승과 함께 그간 부담요인이었던 재고수준이 낮아졌고, 하반기에도 내수와 국내출하의 기저효과, 기타시장의 회복, 신차효과 등 개선을 기대할 수 있는 환경이 조성되었다는 판단이다.

완성차에 우호적인 환경이 조성된다면 그간 소외되었던 부품사에도 관심을 가질 필요가 있다. 상대적으로 실적 안정성이 있고, 저평가되었던 완성차 중심의 대응이 유리했다면, 하반기부터는 더 좋은/비싼 차량이 판매되는 변화에 대응할 수 있는 만도, 한온시스템, 에스엘 등의 차별화된 부품을 만들 수 있는 업체 중심으로 기회가 주어질 전망이다.

Contents

1. 산업분석	3
2. 기업분석	33
1) 현대차	
2) 기아차	
3) 현대모비스	
4) 현대위아	
5) 한온시스템	
6) 만도	

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 기관투자자가 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 7월 11일 기준)

매수	92.95%	중립	7.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

자동차섹터, 주가와 실적과의 괴리는 왜?

자동차 섹터 주가는 연초 이후 완성차를 중심으로 상승하였다. 다양한 이슈가 있었지만 긍정적이었던 점을 간략하게 요약해보면, 1)현대, 기아차 믹스 개선과 신차효과에 힘입어 전분기 대비 ASP가 상승하면서 판매량 부진을 만회하였고, 2)기타시장도 작년 하반기부터 회복되면서 판매부진과 부정적인 환율로 인해 받았던 할인을 일부 만회하였다는 점 등을 들 수 있다.

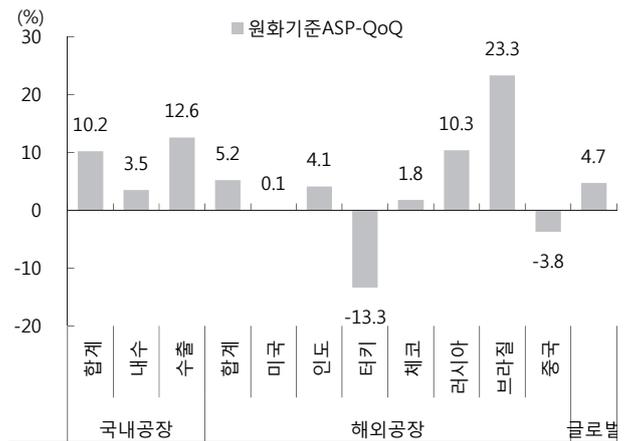
본질적인 요소가 아닌 외부요인 변화도 있었다. 정권교체 이후 오랜기간 반복되어왔던 지배구조 변화에 대한 기대감이 재부각되었으며, 중국과의 관계 회복에 대한 기대감이 있었다. 또한 16년 연말 이슈가 되었던 한-미 FTA와 멕시코 제재 등에 대한 우려감이 희석되기도 했다.

<그림 1> 현대차 주가 추이 - 연초 이후 상승



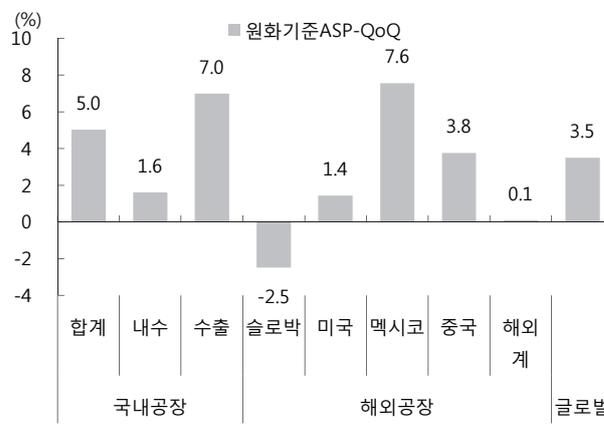
자료: Quantwise, SK 증권

<그림 2> 현대차 원화기준 ASP QoQ - 17년 1분기 기준



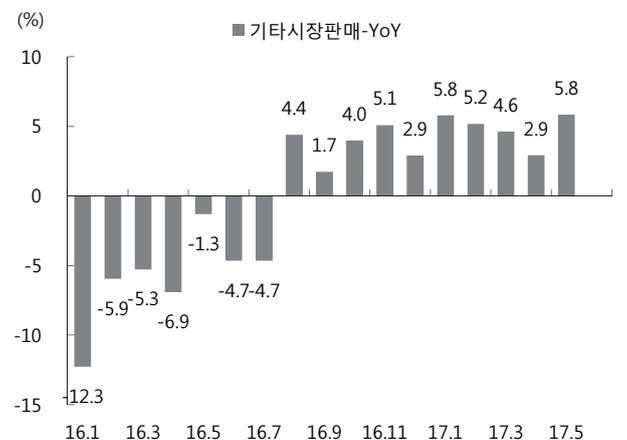
자료: 현대차, SK 증권 추정

<그림 3> 기아차 원화기준 ASP QoQ - 17년 1분기 기준



자료: 기아차, SK 증권 추정

<그림 4> 기타시장판매 YoY -작년 하반기부터 기타시장 수요 회복

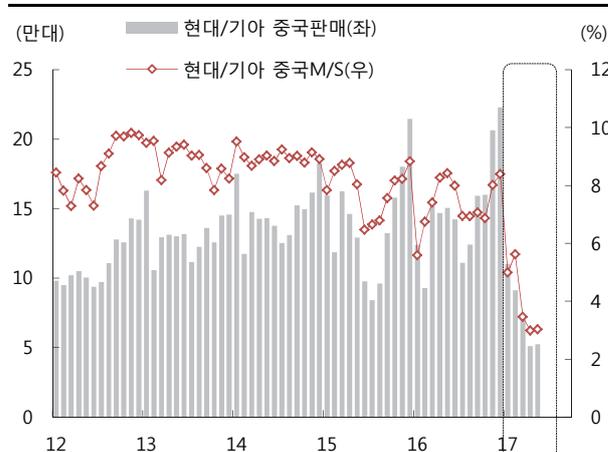


자료: Bloomberg, SK 증권

하지만 이러한 주가 상승을 의구심으로 바라볼 수 밖에 없는 것은 Bottom-up 에서 존재하는 우려요인 때문이다. 중국 판매와 점유율 회복은 현재까지 기대감만이 존재하고 있는 상황이며, 북미 재고에 대한 부담감과 통상임금, 리콜 등의 불확실성도 여전히 남아있다.

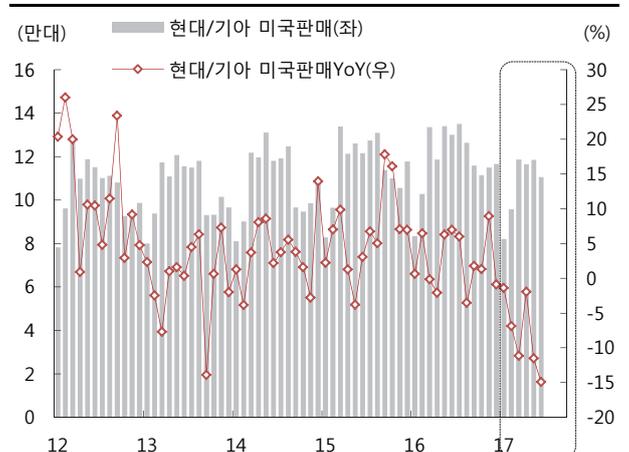
이러한 요인은 시장 컨센서스에도 반영되어있다. 주가와는 달리 자동차섹터의 2Q17, 2017년 영업이익과 당기순이익 추정치의 하향트렌드는 지속되는 모습이다. 주가와 실적과의 괴리가 발생하고 있는 것이다

<그림 5> 현대, 기아 중국판매 추이



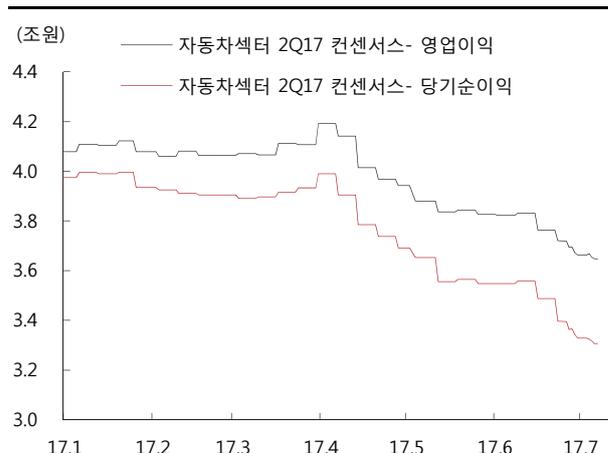
자료: CIEC, SK 증권

<그림 6> 현대, 기아 미국 판매 추이



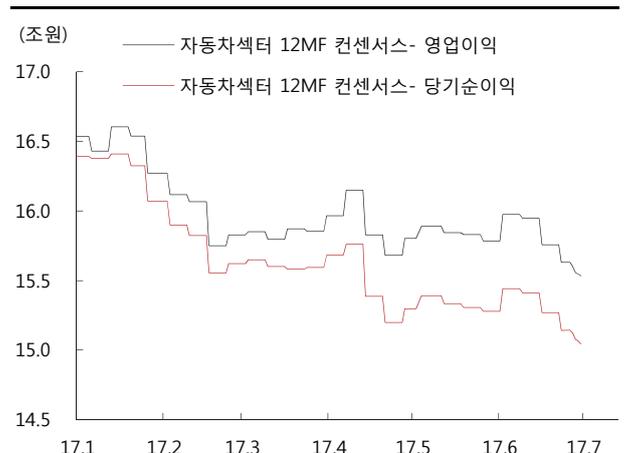
자료: Automotive News, SK 증권

<그림 7> 자동차섹터 2Q17 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

<그림 8> 자동차섹터 2017 컨센서스 추이



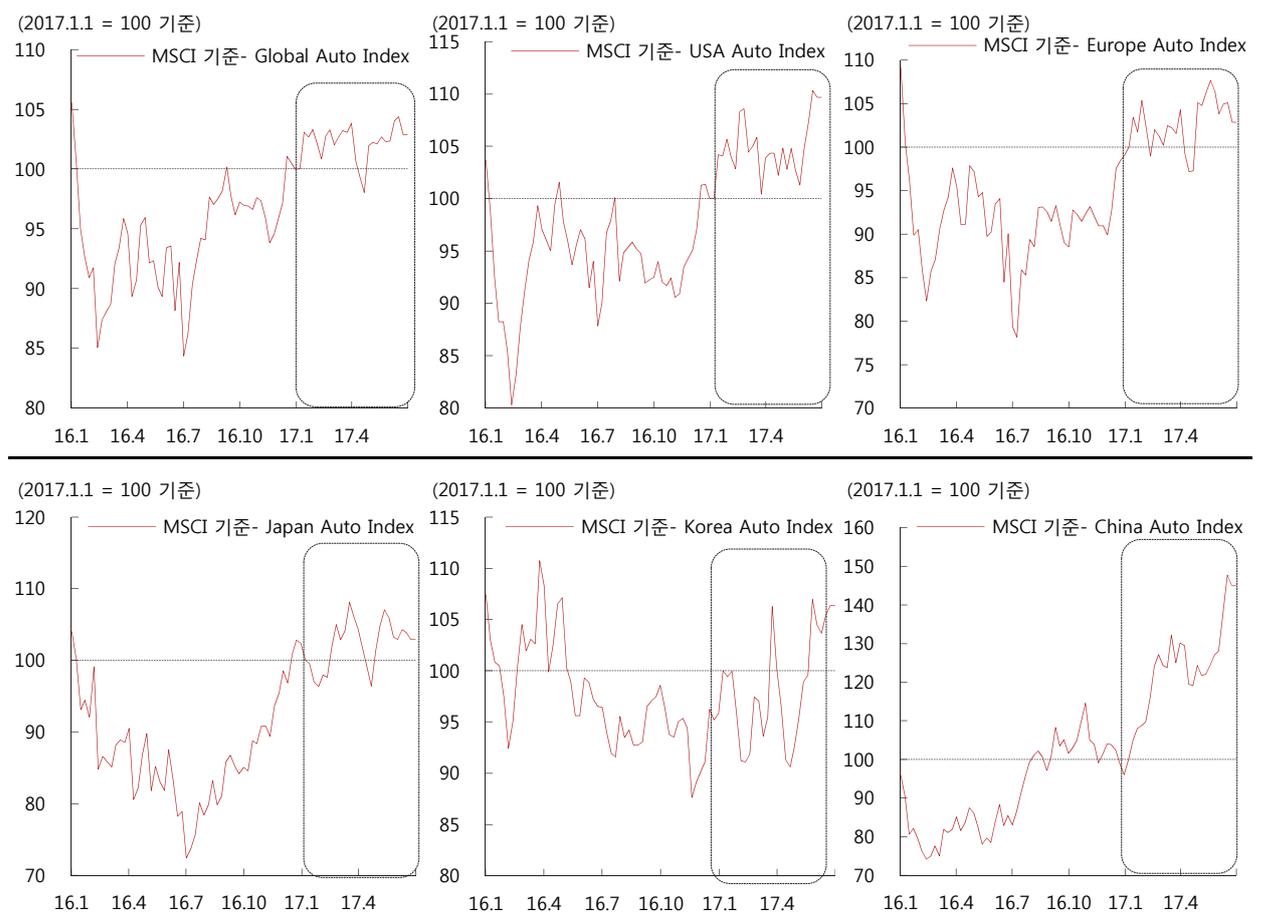
자료: Quantwise, SK 증권

다른 지역은 어땠을까?

국내 자동차섹터의 실적과 주가간 괴리의 원인이 지배구조 변화와 중국변화 기대감과 같은 Bottom-up 이슈인지 아니면, Top-down 에서의 변화에 기인한 것인지 점검할 필요가 있다. 이를 위해 다른 지역의 자동차섹터 주가는 어땠는지가 중요하다.

연초 이후 글로벌 자동차섹터 지수는 아래 <그림 9>에서처럼 작년 하반기부터 상승하여 (+) 상태를 유지하고 있음을 확인할 수 있다. 물론 중국을 제외하면 대부분의 지역에서 높은 수익률을 기록하고 있다고 볼 수는 없다. 하지만 지역과 무관하게 동일한 흐름을 보이고 있다는 점에는 주목할 필요가 있다.

<그림 9> 글로벌 자동차 섹터 지수 추이 연초 대비

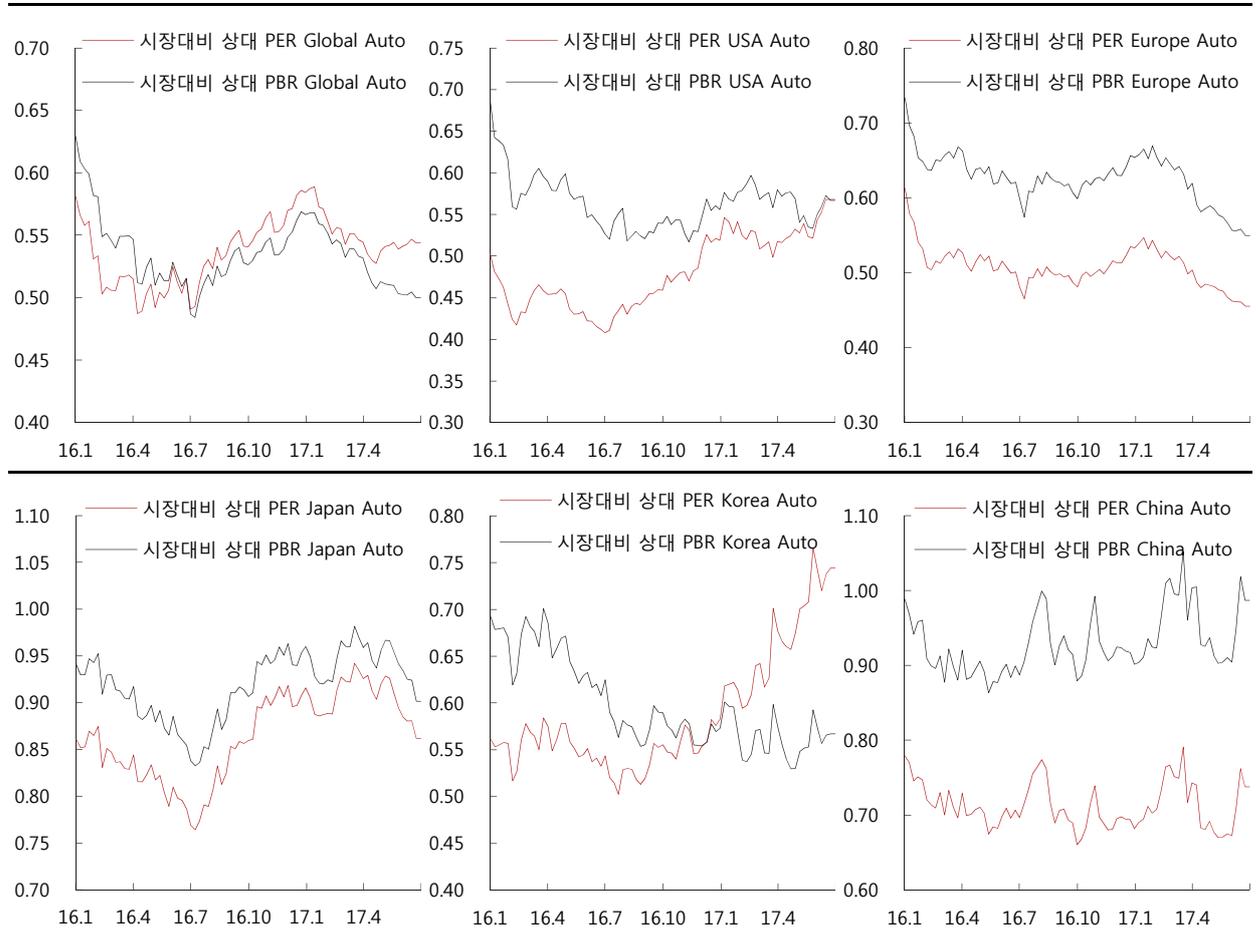


자료: Bloomberg, SK 증권

다만 특이한 점은 자동차섹터가 동반 상승할 때 통상적으로 섹터/종목의 PBR 혹은 PER 의 저평가 매력 부각으로 인한 시장 valuation 과의 할인 축소가 일반적이지만, 지금은 글로벌 기준으로 연초 이후 할인을 확대된 이후 유지되고 있는 점이다.

지역별로도 차별되는 모습이다. 미국과 한국의 경우 PE 할인은 축소되고 있지만, PB 는 유지되고 있고, 유럽과 일본은 연초 이후로 지속적인 할인을 확대가 이루어지고 있다. 분명 기준과는 다른 흐름이다.

<그림 10> 시장 대비 상대 PER / PBR 추이

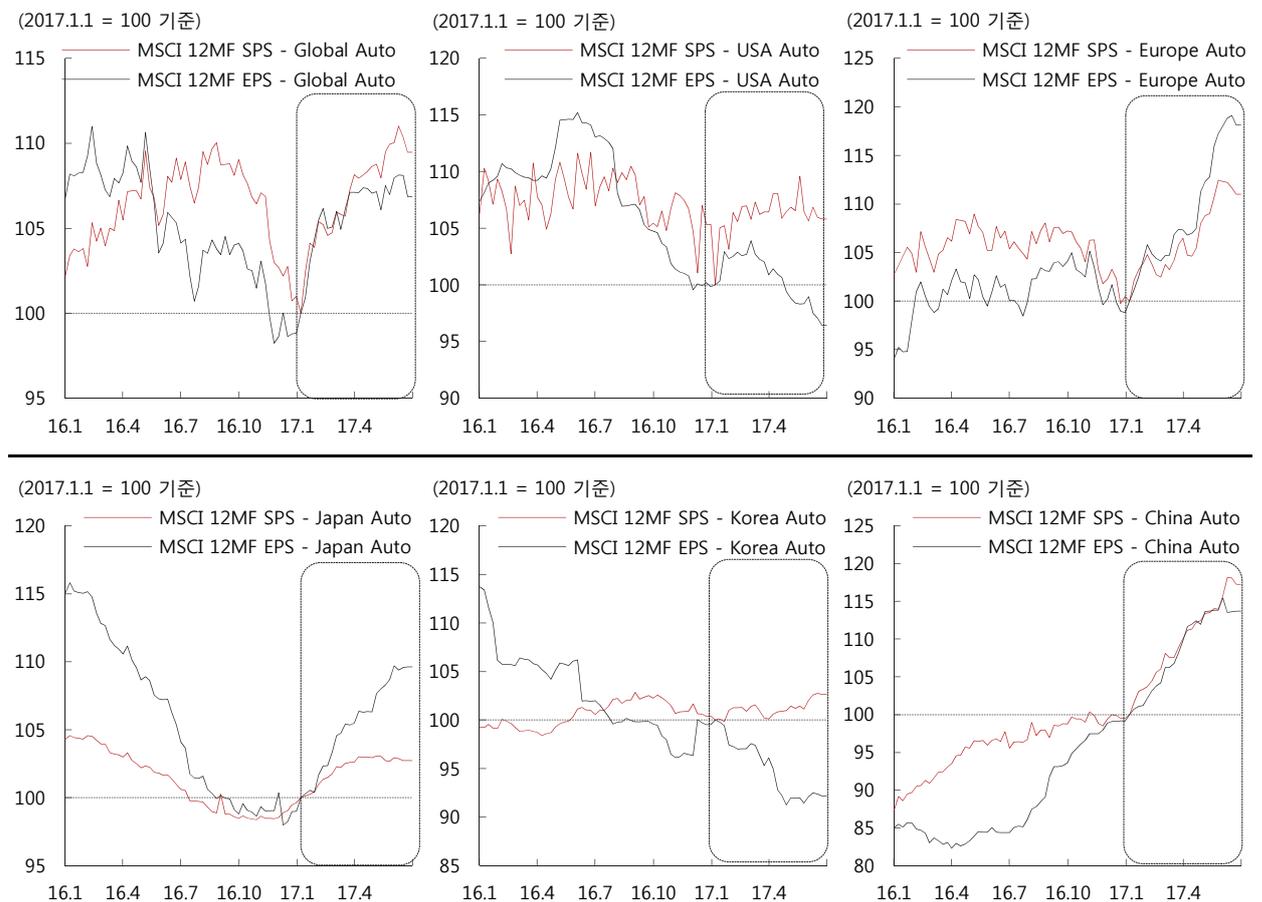


자료: Bloomberg, SK 증권

섹터 전반에 일어나는 변화를 관찰하기 위해서 12개월 선행 EPS 전망치와 SPS 전망치를 살펴보자. EPS 전망치의 경우, 연초 이후로 지역마다 서로 상이한 모습을 보인다. 앞서 시장 대비 상대 PE, PB 에서 짐작할 수 있는 것처럼 한국과 미국은 추정치 하향이 진행되는 반면, 유럽과 일본은 연초 이후 실적이 반등하고 있다.

반면 SPS 전망치는 중국을 제외할 때 작년 하반기부터 지역별로 추정치가 하향되는 모습을 보이다가 연초 이후 다시 상승하는 공통점이 나타나고 있다. 섹터 내에서 수익성에 대한 공통점을 발견할 수는 없지만 매출을 구성하는 환경에서는 일치된 변화가 일어나고 있다는 얘기다.

<그림 11> 지역별 자동차섹터 12MF SPS / EPS 추이

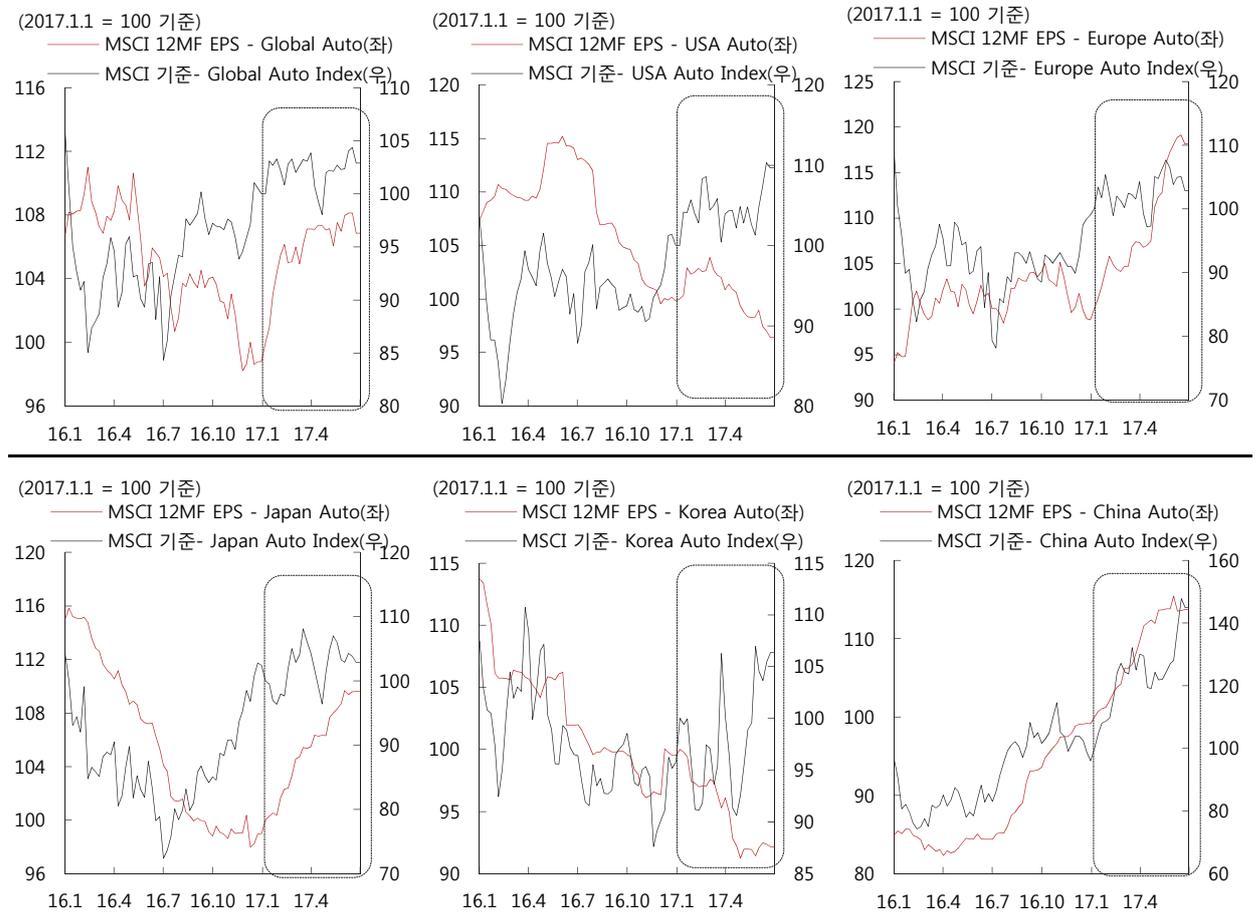


자료: Bloomberg, SK 증권

주가와 추정치 변화와의 관계를 살펴보자. 먼저 통상적으로 주가와EPS의 설명력이 높은 12MF EPS 와 비교하자. 과거의 흐름에서 EPS 의 변화가 주가에 선행 혹은 동행하는 모습을 보이는 것을 확인할 수 있지만, 연초 이후 상황을 보면 지역에서의 변화를 모두 설명하기에 EPS 의 변화로는 다소 부족하다는 판단이다.

유사한 흐름을 보이는 것처럼 보이는 일본과 유럽의 경우에도 2~3 개월 이상의 시차를 두고 EPS 추정치가 변동되면서, 주가의 선행성을 논하기엔 다소 어렵다는 판단이다. 또한 미국과 한국의 경우에는 <그림 12>에서 확인할 수 있듯 주가에 대한 설명력이 낮음을 알 수 있다.

<그림 12> 지역별 자동차섹터 지수와 12MF EPS 추이 - 연초 이후로 주가에 대한 설명력은 다소 낮아진 EPS 의 변화

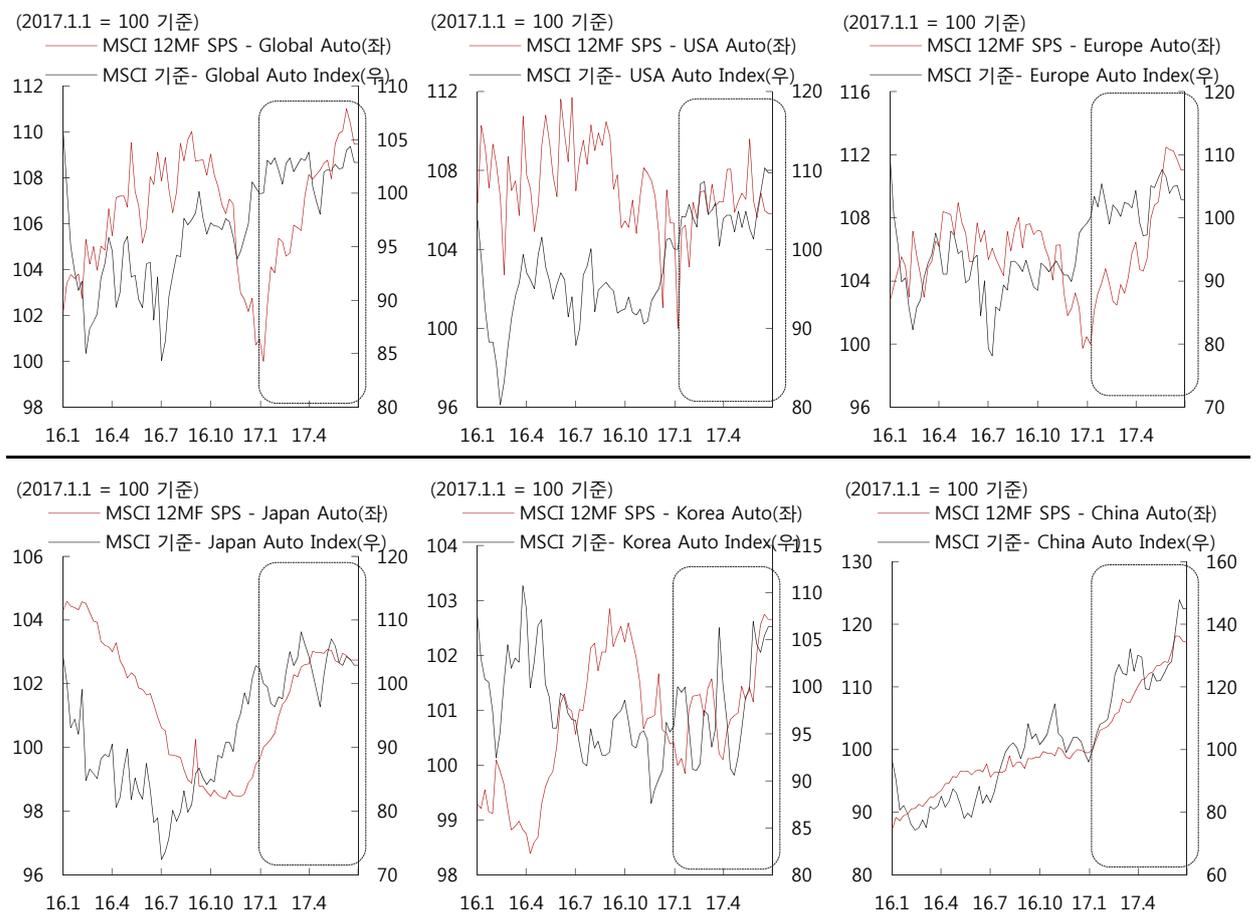


자료: Bloomberg, SK 증권

오히려 최근 주가 흐름은 매출추정치 변화와 밀접하다는 판단이다. 아래 <그림 13>에 서처럼 주가의 흐름과 SPS 간의 유사한 움직임을 확인할 수 있다. 통상적으로 EPS 가 개별기업의 수익성과 밀접한 관계를 가진다면, SPS 은 자동차섹터의 특장상 매출액을 구성하는 환경의 변화와 관련이 높다.

그런데 모든 지역에서 매출액 추정치가 상향되고 있고, 주가도 이를 상당부분 추종하고 있다는 점을 감안할 때, Bottom-up 이 아닌 Top-down 관점에서의 환경변화가 진행되고 있다는 판단이다.

<그림 13> 지역별 자동차섹터 지수와 12MF SPS 추이 - 최근의 주가 변화에 대한 설명력은 SPS 가 더 높음

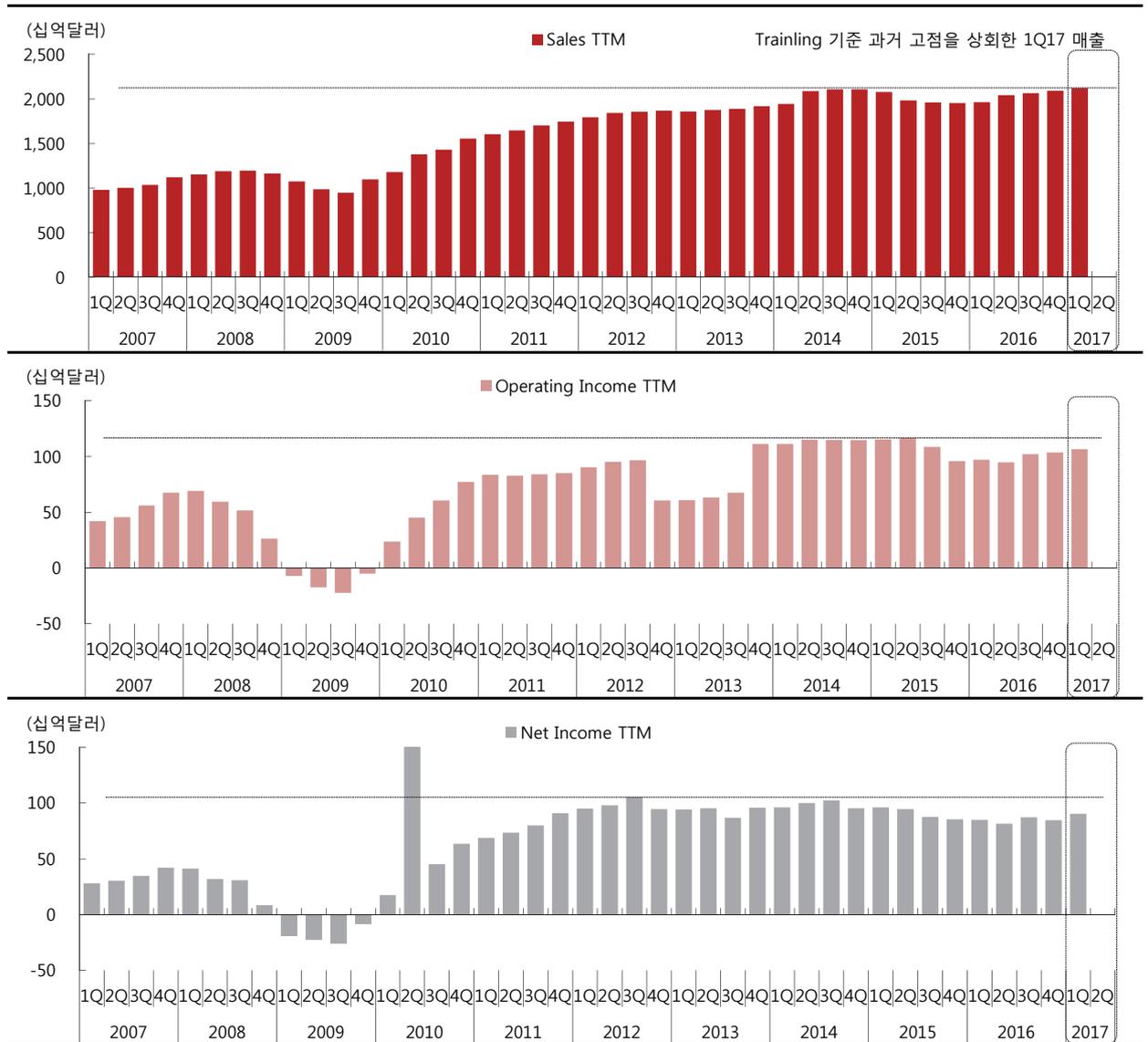


자료: Bloomberg, SK 증권

추정치가 아닌 자동차업체들의 실제 실적흐름을 보더라도 매출에서의 변화는 의미가 있다. 최근 매출액과 영업이익, 그리고 순이익이 모두 YoY 성장한 점은 사실이지만 매출액은 과거 가장 높았던 14년 하반기 수준을 회복한 반면, 아직 영업이익과 순이익은 그렇지 못한 상태다.

경쟁심화로 인해 수익성이 악화되었고, 아직까지 예전 수준의 이익률을 기록하지 못하고 있는 상황으로 볼 수 있지만, 이보다 수요의 지속적인 증가에도 불구하고 14년 이후 매출액이 감소했었고, 다시 증가한 이후 최고치 수준에 도달했다는 사실에 주목할 필요가 있다. 왜 매출액이 늘었을까?

<그림 14> 글로벌 자동차업체들 실적 추이 - 하향에서 벗어나 과거 고점을 상회한 17년 1분기 매출



자료: Bloomberg, SK 증권

매출은 왜 늘었을까?

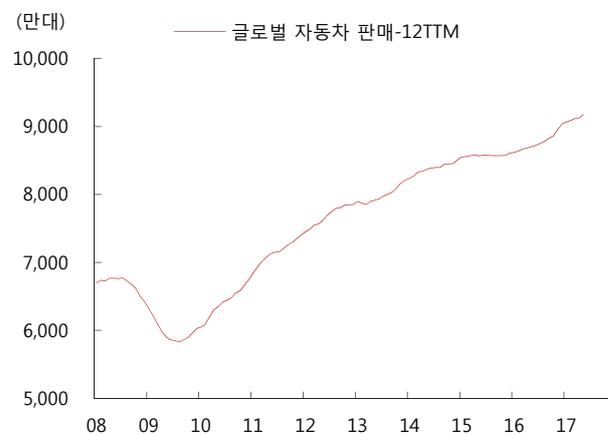
산업수요의 변화? - 글로벌수요는 의외로 지속적으로 상승해 왔음

매출액은 P와 Q로 구성되어 있고, 통상적으로 자동차산업에서는 Q에 관심이 더 많아왔다. 그리고 글로벌 수요 관점에서 본다면 08, 09년 하락 이후 자동차 수요는 지속적으로 성장하고 있다. 대형시장 중심으로 보면 미국과 유럽은 부진 후 회복관점에서 수요 증가가 이루어졌고, 중국의 경우 신규수요를 통해 높은 성장을 이루어냈다.

한편 14년 이후부터 수요 변화에서 중요했던 시장은 통상 기타시장이라고 불리는 중동/중남미/기타유럽이었다. 유가를 비롯한 원자재 가격 하락으로 인해 경제의존도가 높았던 기타시장의 수요가 큰 폭으로 감소한 것이다. 이에 따라 글로벌 자동차산업수요의 성장도 다소 정체되는 모습을 보였고, 기타시장에 대한 매출비중에 따라 업체들간의 실적도 차별화되었다. 기타시장 판매비중이 높았던 현대차그룹의 경우, 해당 지역 수요악화와 환율변화로 인한 일차적인 손실뿐 아니라 지역별 재고 운용과 가동률 유지 등 부차적인 손실도 감수했어야 하는 상황이었다.

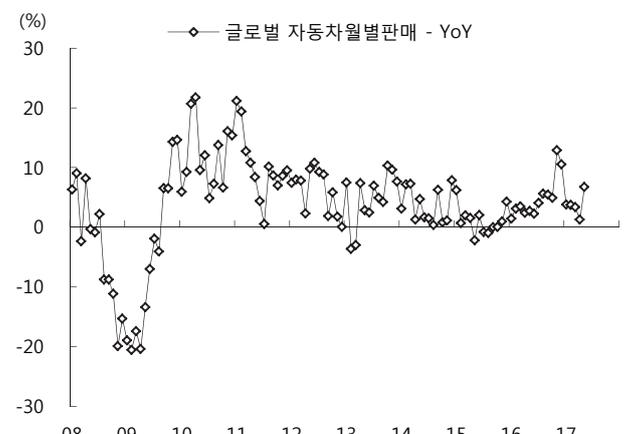
최근 글로벌수요는 <그림 16,17>에서 확인할 수 있듯이 여전히 양호한 모습이다. 물론 상징성이 높은 미국에서의 수요가 다소 둔화되었고, 다른 기타시장과 다르게 중동은 아직 회복이 미진한 모습이다. 하지만 중국과 유럽의 수요는 여전히 견조하고, 중남미, 기타유럽, 인도/남아시아 등의 수요회복은 지속적으로 진행될 것으로 전망되며, 한국은 개별소비세 종료 여파가 해소되는 하반기부터 수요회복이 예상됨에 따라 글로벌 수요의 급격한 하락을 우려할 필요는 없다는 판단이다.

<그림 15> 글로벌 자동차 판매 추이



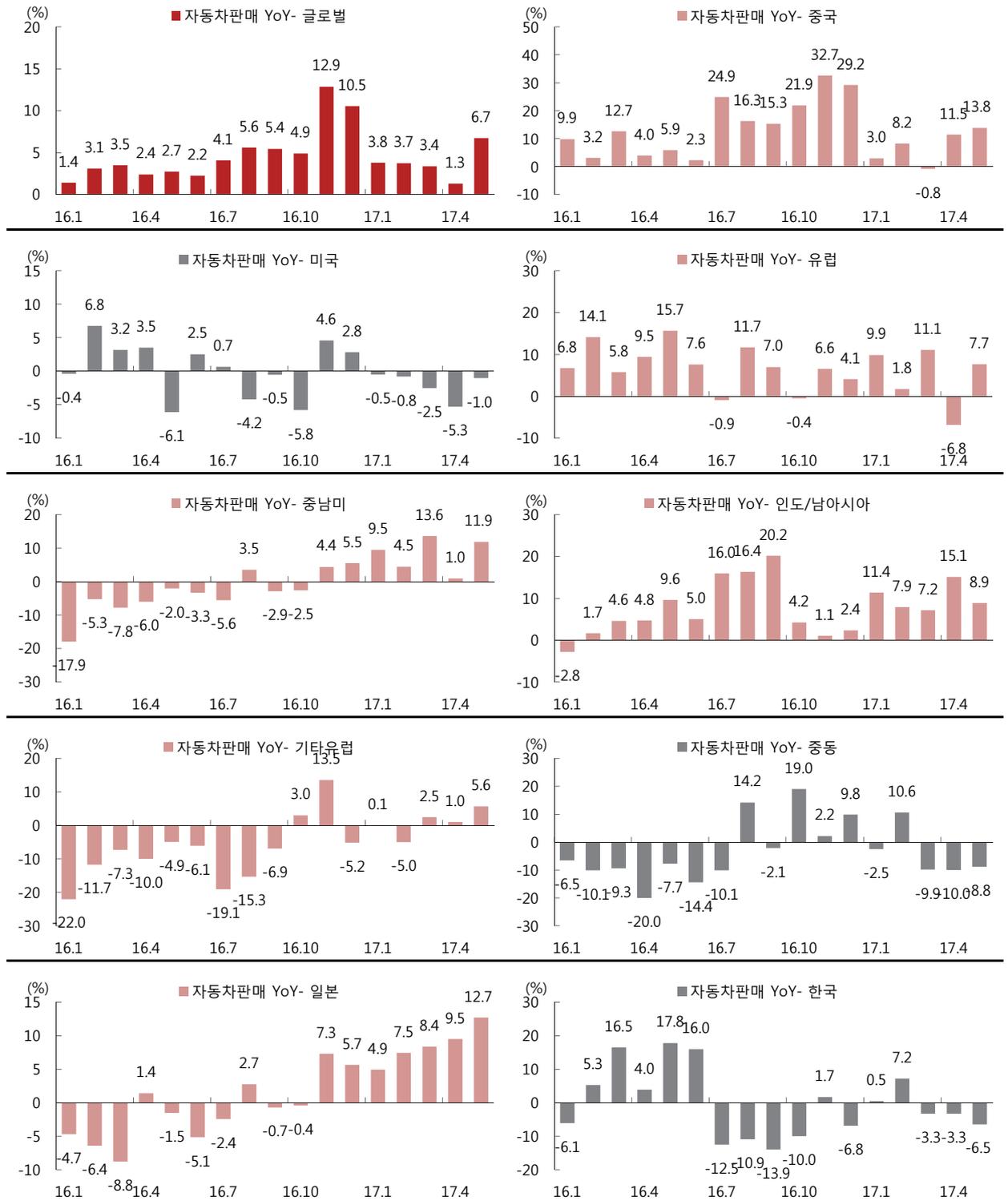
자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 16> 글로벌 자동차 월별 판매 YoY



자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 17> 주요 지역별 자동차 판매 YoY



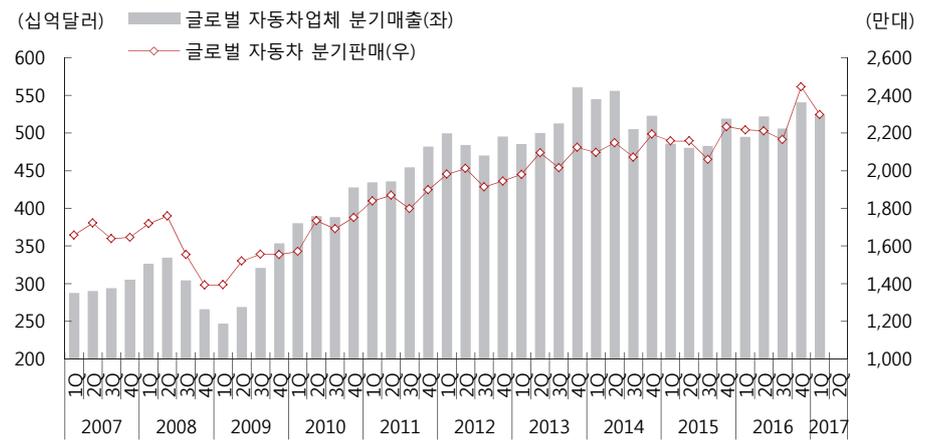
자료 SK증권

이러한 산업수요의 지속적인 성장전망은 매출액 추정치 상향에 분명 긍정적으로 작용한다. 하지만 최근의 매출액 추정치 변화는 수요에만 전적으로 기인했다고 보기 어렵다

이를 좀더 살펴보자. 아래 <그림 18>에서처럼 글로벌 자동차 업체의 분기 매출과 분기 판매를 추이를 보면 과거 대체로 동행하는 모습을 보여왔다. 전년 동기 대비 변화율을 보더라도 수요 변화보다 높게 매출변화가 있었지만 기본적으로는 동행하는 모습이다. 수요가 강한 국면에서는 경쟁강도가 약화되고, 수요가 약한 국면에서는 경쟁강도가 강화됨에 따른 자연스러운 현상이다.

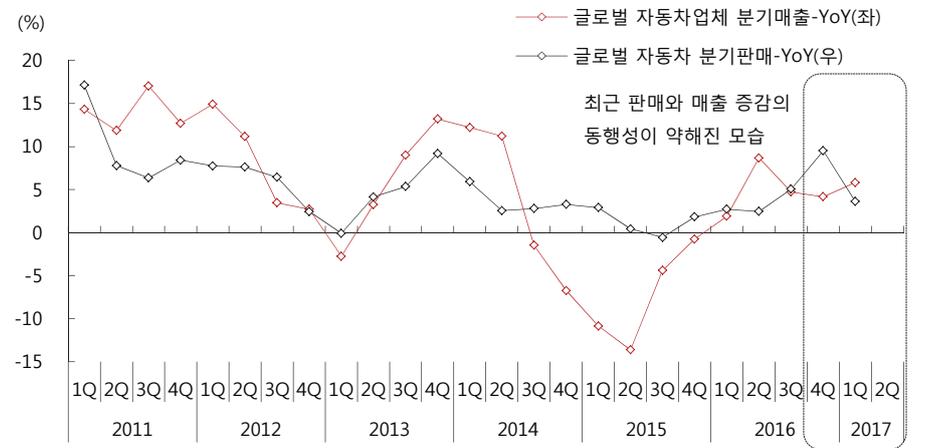
하지만 16년 하반기부터 분기판매 변화와 매출액 변화의 동행성이 약해진 모습이다. 판매량이 크게 증가한 16년 4분기에는 매출액 변화폭이 낮아진 반면, 17년 1분기에는 낮은 분기판매 증감에도 불구하고 매출액이 더 높은 변화를 보인 것이다.

<그림 18> 글로벌 자동차업체 분기 매출과 분기판매 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 19> 글로벌 자동차업체 분기 매출 YoY와 분기판매 YoY

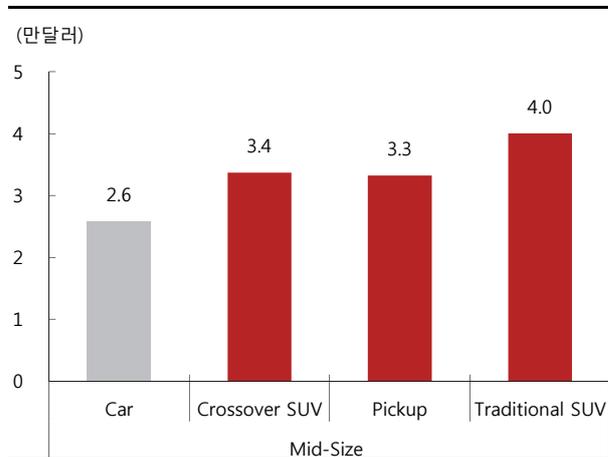


자료: Bloomberg, SK 증권

가격요인의 변화 가능성 - 믹스(Mix)와 단일제품가격(P)

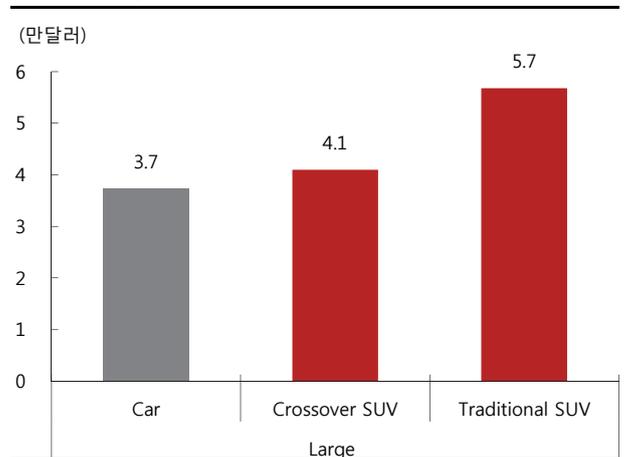
상황이 이렇다면 매출액을 구성하는 P의 요소에 관심을 가질 필요가 있다. 지금까지의 P의 상승은 SUV/Light Truck에 대한 판매선호로 인한 차량믹스 개선이 주요인이었다. 실제로 아래 <그림 20,21>에서처럼 동일한 분류 내에서도 가격차이가 분명하게 존재함을 확인할 수 있다. 미국에서는 13년 이후 본격적으로 Car와 Light Truck에 대한 차별화가 진행되었고 이는 Transaction Price에도 반영이 되었다. 글로벌관점에서도 SUV 선호현상이 진행되면서 믹스개선을 통한 ASP 상승이 지속되어 왔다.

<그림 20> Mid-size 내 차량가격 비교



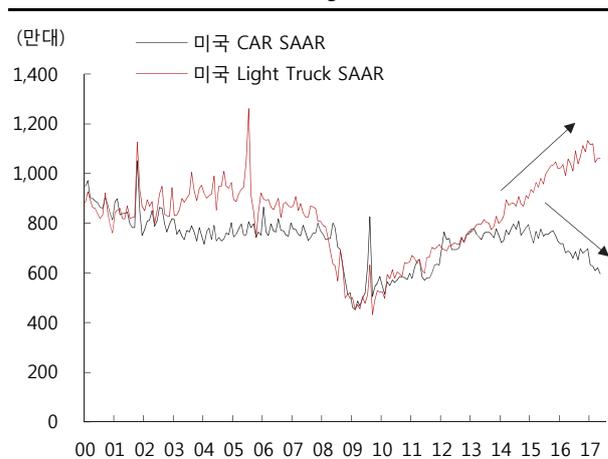
자료: 산업자료, SK 증권

<그림 21> Large size 내 차량 가격 비교



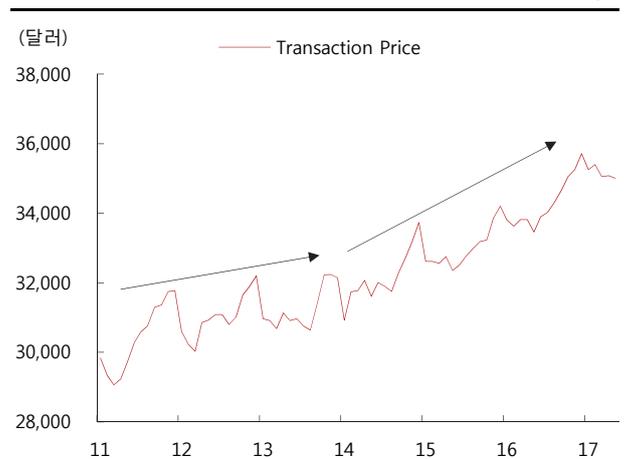
자료: 산업자료, SK 증권

<그림 22> 미국 SAAR 추이 - Car / Light Truck



자료: Automotive News, SK 증권

<그림 23> 미국 Transaction Price 추이 - 14년 이후 믹스 개선 본격화



자료: 산업자료, SK 증권

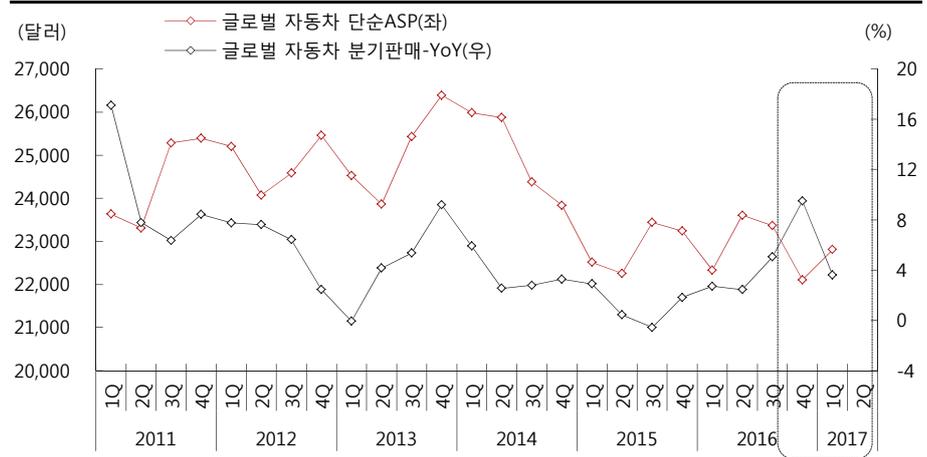
P에 영향을 줄 수 있는 최근의 환경변화는?

그렇다면 믹스를 제외하고, P에 영향을 줄 수 있는 요인에는 또 어떤 것이 있을까? 이를 살펴보기 위해 이전 <그림 18>에서 사용된 글로벌 자동차분기매출과 분기판매를 이용하여 글로벌 단순 ASP를 추정해보자. 몇몇 업체들은 자동차만이 아닌 금융법인을 포함하기도 하고, 일부 비상장업체들은 포함되지 않기도 하겠지만 전반적인 ASP의 흐름을 짐작하는데 있어서는 유용하게 활용될 수 있는 지표라는 판단이다.

<그림 24>를 살펴보자. 수요 변화와 같이 가던 ASP의 변화가 최근 다른 모습을 나타내고 있음이 확인된다. 수요 증가와 관계없이 하락하였던 16년 하반기와 달리, 17년 1분기는 수요증가율이 감소하였음에도 불구하고 ASP는 상승하는 모습을 보였다. 앞서 언급했던 것처럼 제한적인 수요 증감에도 불구하고, 그 동안 ASP에 부정적인 영향을 주었던 인센티브나 프로모션이 감소했다는 추정도 가능하겠지만, 실제 데이터나 판매환경을 감안할 때 가능성은 낮다는 판단이다.

물론 ASP의 변화가 단기에 그칠 이슈일 가능성도 존재하지만, 통상적으로 4분기 대비 1분기 ASP는 하락해왔다는 점, 최근의 매출치 추정 상향을 감안한다면 P에 영향을 줄 수 있는 요인들의 변화에 주목해 볼 필요는 있다.

<그림 24> 글로벌 자동차 단순 ASP와 자동차 분기 판매 YoY 추이

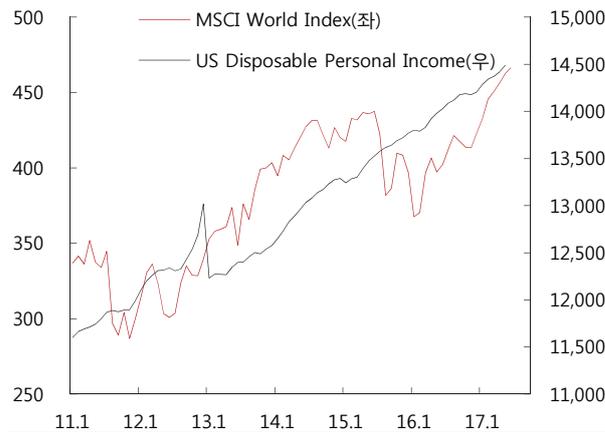


자료: Bloomberg, SK 증권

P에 영향을 줄 수 있는 환경 변화에 대해서 고민해보자. 속도에 대한 문제는 있겠지만, 1)경기가 개선된다는 기대감이 있고, 2)실질적인 가처분 소득도 증가하고 있다. 3)자산가치 또한 상승했으며, 4)저유가 상황이 지속되고 있다.

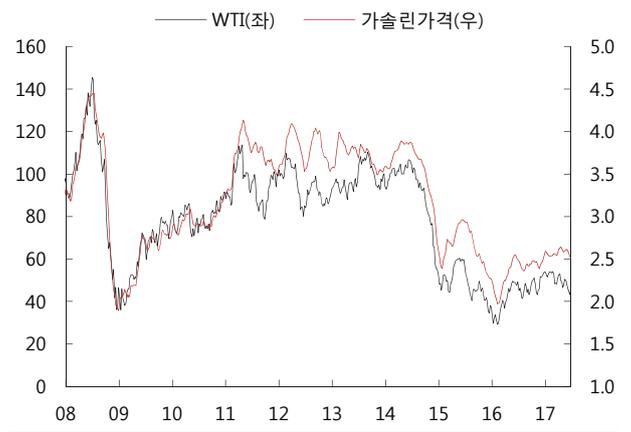
우리는 특히 낮은 유가(가솔린) 상황에 주목한다. 그 동안 유가를 비롯한 원자재 가격 하락은 기타시장으로 대변되는 국가들의 산업수요에 부정적인 영향을 미쳐왔다. 하지만 16년 이후 해당 지역의 산업수요는 안정되기 시작했고, 저유가의 지속이라는 환경은 소비자 입장에서 TCO(Total Cost of Ownership)를 낮추는 효과가 있었다. 통상 24% 수준이었던 연료비 가격하락으로 인한 유지비절감이 Light Truck와 SUV 구매에 대한 진입장벽을 낮추어왔던 점도 사실이지만, 주택가격 상승과 주가 상승 등까지 함께 겹쳐 결국 더 좋은, 비싼 차를 구매할 수 있는 소비여력이 점차 높아지는 환경이 조성되고 있는 것이다.

<그림 25> MSCI World Index와 미국 가처분 소득 추이



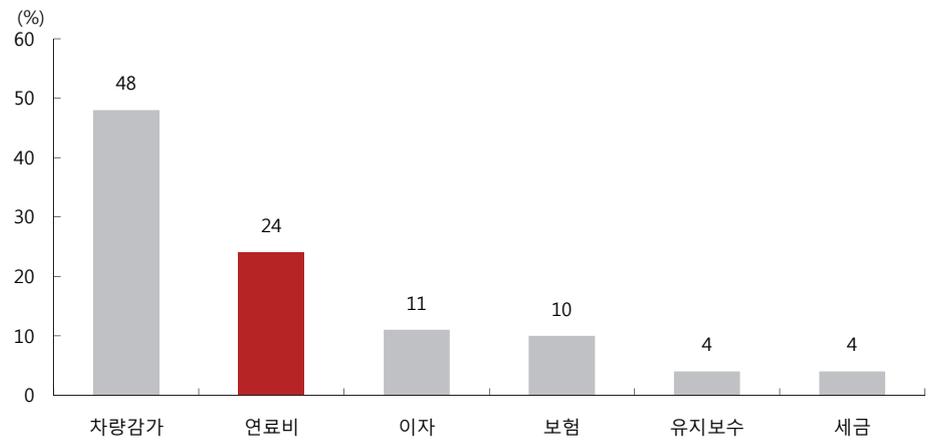
자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 26> WTI와 가솔린가격 추이 - 낮은 유가 지속되는 상황



자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 27> TCO 구성항목과 비중 - 연료비는 통상 24%로 높은 수준, 저유가 환경은 유지비 절감에 긍정적



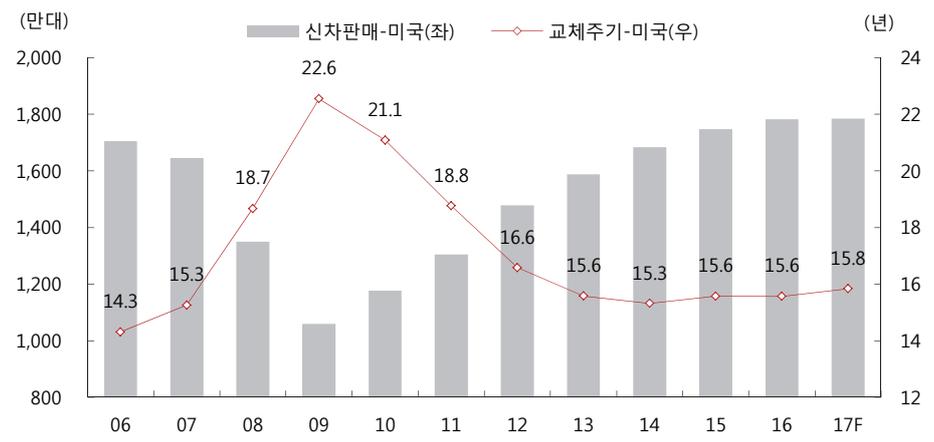
자료: 산업자료, SK 증권

Pent-up demand 의 역설 1) 소비자, 필요한 차에서 사고 싶은 차를 선택한다.

신흥시장이 지속적으로 회복되는 가운데, 선진시장의 Pent-up demand 는 어느 정도 마무리 되고 있다. 당사에서 각국의 보유대수와 폐차율, 그리고 신차수요를 감안하여 추정하는 교체주기를 보더라도, 미국은 과거 22.6 년에서 최근 15 년으로 유지되고 있으며, 유럽 또한 20 년에서 17.2 년으로 낮아졌다.

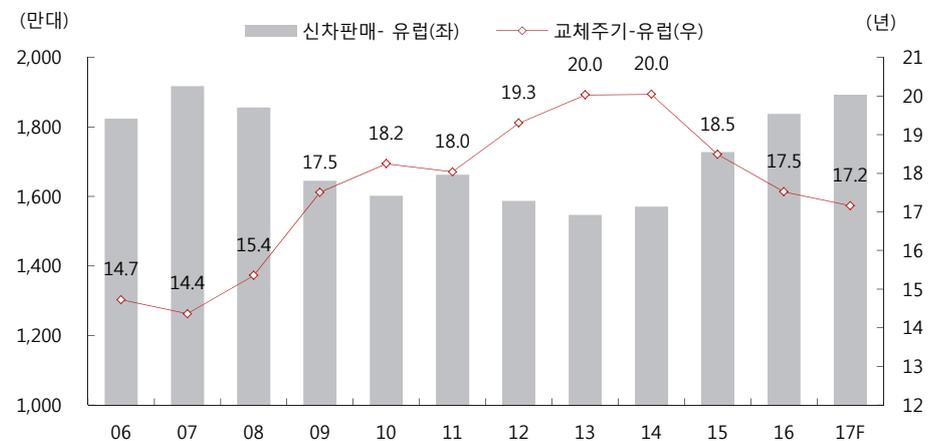
이를 Pent-up demand 라는 관점에서 생각해본다면 그간의 차량 구매는 노후화된 차량에 대한 교체수요와 이연된 소비심리가 대변된 산업수요로 볼 수 있다. 그렇다면 지금부터의 소비는 필요한 차와 가성비를 중심이 아닌 사고 싶은 차를 구매하는 소비심리가 반영된 소비일 가능성이 높다.

<그림 28> 미국 신차판매와 교체주기 - Pent-up Demand 는 마무리



자료 산업자료, SK 증권 추정

<그림 29> 유럽 신차판매와 교체주기



자료 산업자료, SK 증권 추정

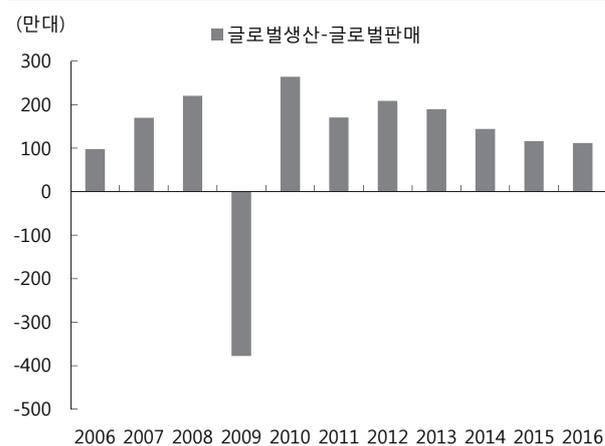
Pent-up demand 의 역설 2)공급자, 수요둔화 우려 → 공급여력의 축소

수요의 증가가 과거보다 둔화된다고 예상되는 경우, 경쟁심화 가능성에 대한 우려가 커질 수 밖에 없다. 하지만 경쟁심화는 결국 공급과잉에서 발생하는 문제라는 점에 주목해야 한다. 그리고 09년 이후 중국 수요의 급증에 대응하기 위해 공격적인 CAPA 증설을 펼친 이후 공급과잉으로 인한 경쟁심화를 겪은 업체들 입장에서는, Pent-up demand 가 마무리되어가는 현재 시점에서 공급능력에 대해 보수적으로 접근할 수 밖에 없다.

물론 글로벌 생산과 글로벌 판매 추이를 보면 재고로 추정되는 추가 생산분이 여전히 존재하는 것은 사실이다. 하지만 점차 감소하는 모습을 보이고 있고, 주요 업체별 CAPA 증가율을 보더라도 14년 이후부터 점차 감소하는 모습을 보이고 있다. 산업수요의 증분과 유사한 수준의 CAPA 증설이라면 경쟁심화의 가능성은 크지 않다.

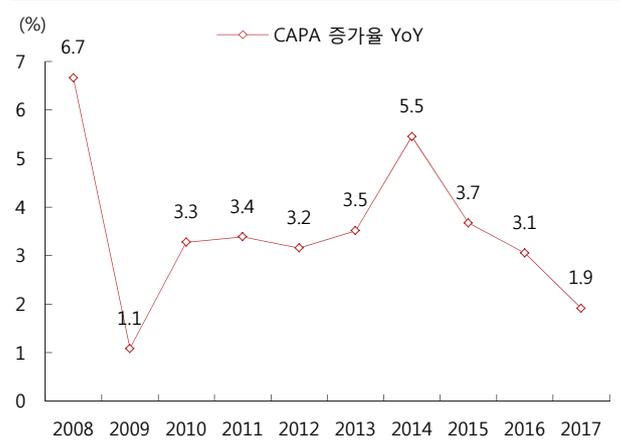
또한 수요 둔화에 대비하여 GM 과 폭스바겐 등은 감원계획을 발표하기도 하였으며, 최근 일부 업체들 중심으로 재고를 줄이는 모습도 보여지고 있다. 가끔 잊혀지곤 하지만 자동차라는 재화는 소비재이기 때문에 현재환경에서 commodity 처럼 단순물량 확대와 저가판매는 현재 환경에서는 지양해야 할 판매전략일 수 밖에 없다.

<그림 30> 글로벌 생산과 글로벌 판매 - 추가 생산분은 점차 감소



자료: CEC, SK 증권

<그림 31> 주요 업체별 CAPA 증가율 YoY - CAPA 증가도 점차 감소



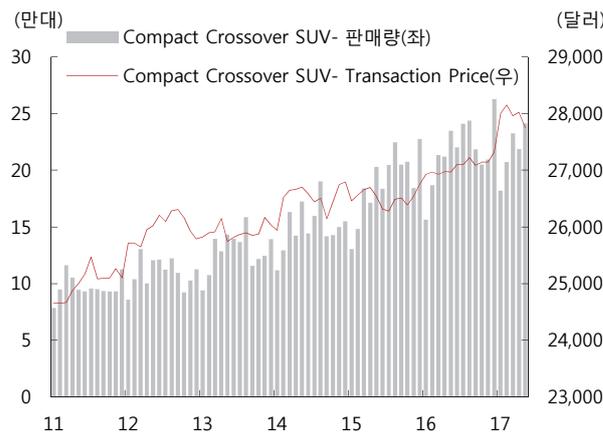
자료: 산업자료 SK 증권

실제로 P가 올라가나요?

한편 여전히 SUV 중심의 믹스개선도 지속될 것으로 예상된다. 하지만 지금부터 관심을 가져야 하는 부분은 믹스개선이 아닌 단일 제품 혹은 세그먼트의 가격상승 가능성이다. 결국 더 좋은/비싼 차가 팔리고, 가격인상에 대한 저항이 없겠느냐는 점이다. Mix를 통한 P의 개선이 아닌 실제로 더 비싼 차량이 팔리고 있음을 확인하기 위해서 Segment 기준으로 가격변화를 살펴봤다. 특히 인센티브를 통한 착시효과를 제거하기 위해 MSRP가 아닌 Transaction Price 사용하였다.

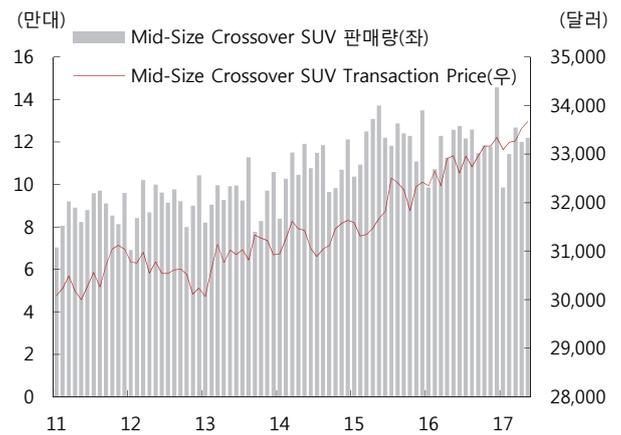
먼저 기존에 판매호조를 보이던 세그먼트부터 확인해보자. <그림 32,33,34,35>에서처럼 판매량과 Transaction Price가 모두 상승하고 있다.

<그림 32> Compact Crossover SUV 판매량과 Transaction Price



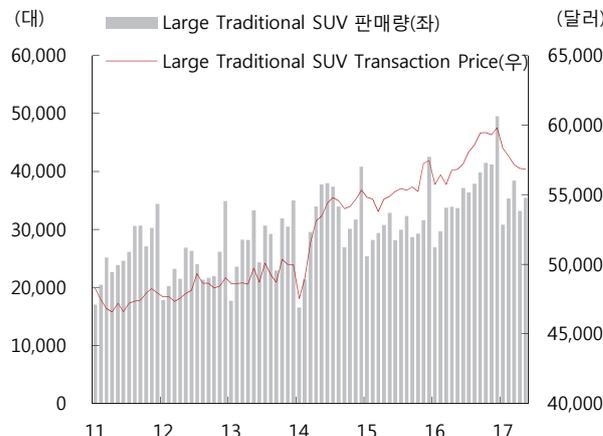
자료 산업자료, SK 증권

<그림 33> Mid-size Crossover SUV 판매량과 Transaction Price



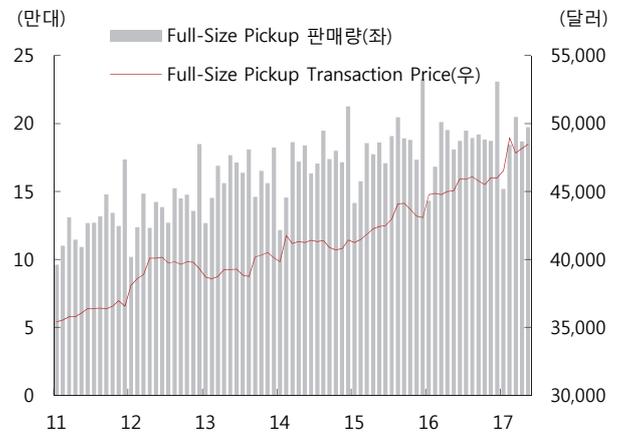
자료 산업자료, SK 증권

<그림 34> Large traditional SUV 판매량과 Transaction Price



자료 산업자료, SK 증권

<그림 35> Full-size SUV 판매량과 Transaction Price

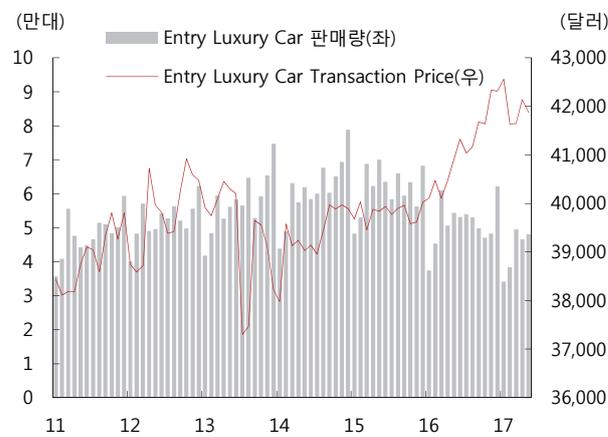


자료 산업자료, SK 증권

그리고 더 좋은/비싼 차량에 대한 선호를 확인하기 위해 Luxury Segment 의 변화를 살펴봤다. 아래에서처럼 아직까지 판매량이 상승하는 모습은 아니지만 가격은 16년 하반기 이후로 지속적으로 상승하고 있음을 확인할 수 있다. 또한 SUV 뿐만이 아니라 CAR 에서도 가격이 올라가고 있음에 주목할 필요가 있다.

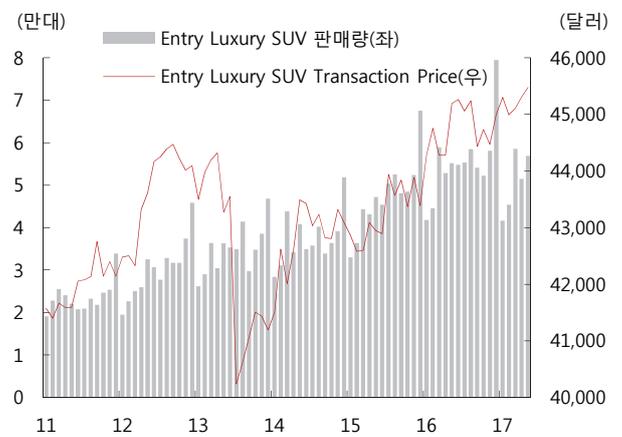
결국 최근의 매출추정치 상향은 산업수요(Q)에도 영향을 받았지만, 그보다는 더 좋은 차를 살 수 있는 환경이 조성됨에 따른 지속적인 가격상승(P)을 반영했다는 판단이다.

<그림 36> Entry Luxury Car 판매량과 Transaction Price



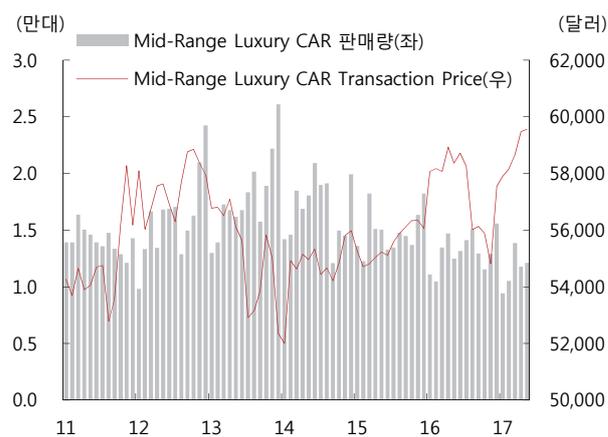
자료 산업자료, SK 증권

<그림 37> Entry luxury SUV 판매량과 Transaction Price



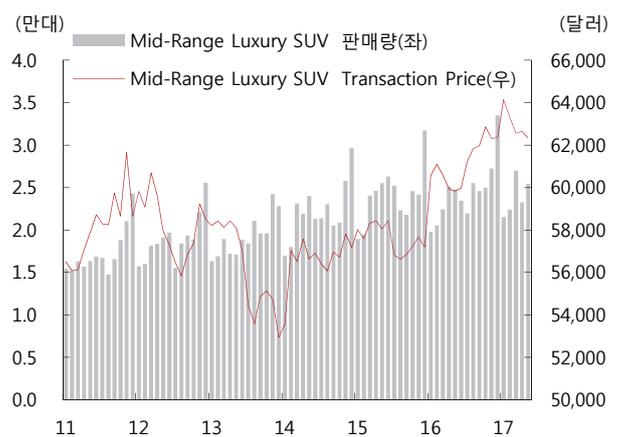
자료 산업자료, SK 증권

<그림 38> Mid-Range Luxury Car 판매량과 Transaction Price



자료 산업자료, SK 증권

<그림 39> Mid-Range Luxury SUV 판매량과 Transaction Price



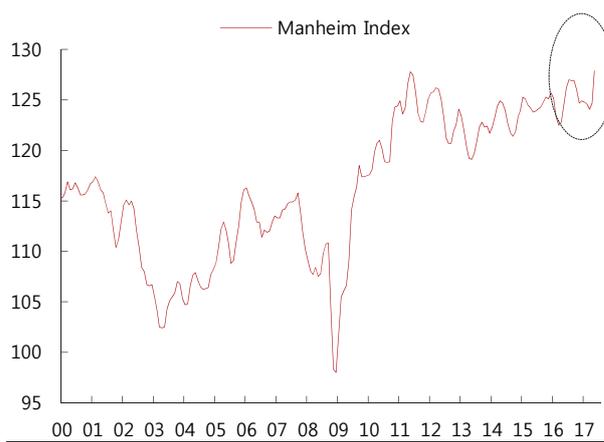
자료 산업자료, SK 증권

가격상승을 지지하는 또 다른 이유 1) 중고차 가격 상승

가격상승을 지지하는 또 다른 이유로는 중고차 가격의 상승도 있다. 중고차 가격지수인 Manheim Index 의 경우, 16년 중반부터 하락하였으나 최근 다시 반등하며 11년도 이후 가장 높은 수준을 기록하고 있다. 통상적으로 중고차가격 상승 이후 시차를 두고 실거래 가격이 상승해왔음을 감안한다면 P의 상승은 지속될 것으로 판단한다.

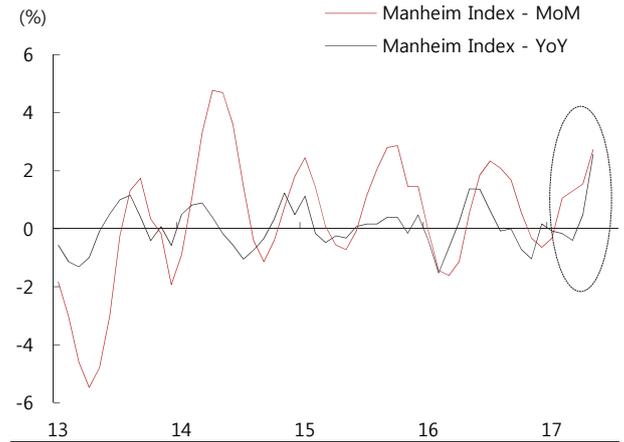
또한 중고차 가격의 상승은 업체들의 금융법인 실적 개선에도 기여할 전망이다. 그간 할부/리스를 통한 판매 이후 인센티브 증가 등으로 인한 잔존가치 하락과 이에 따른 충당금 적립으로 수익성 악화가 지속되었다는 점을 감안할 때, 금융법인의 추가적인 실적 악화보다는 개선에 무게를 두는 것이 바람직할 것이다.

<그림 40> Manheim Index - 최근 다시 반등한 중고차 가격 지수



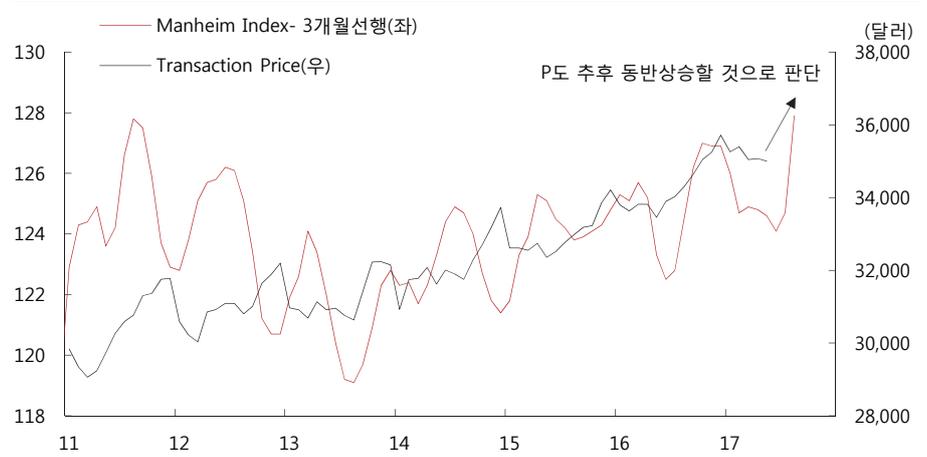
자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 41> Manheim Index YoY / MoM 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 42> Manheim Index 와 Transaction Price 추이 - 중고차 가격 지수의 상승은 P의 상승가능성을 높임



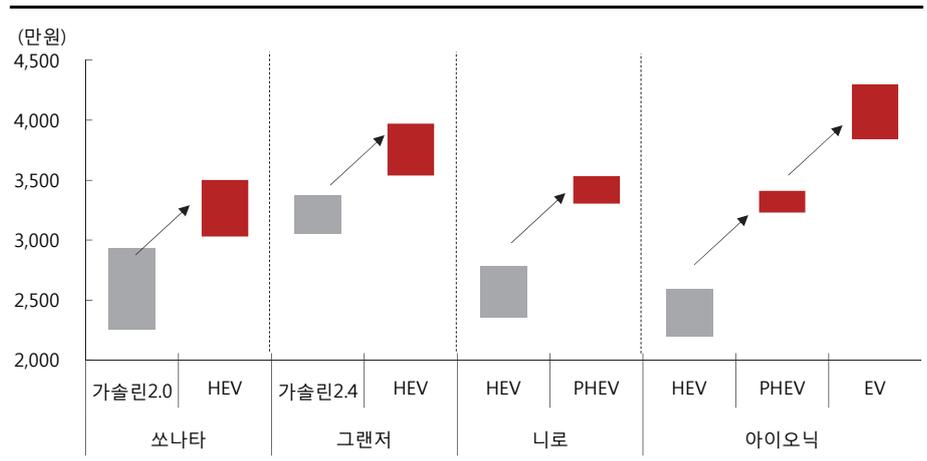
자료 Bloomberg, SK 증권

가격상승을 지지하는 또 다른 이유 2) 친환경차량의 확대, 상용차 시장의 회복

친환경차량의 판매 확대에도 주목할 필요가 있다. 통상적으로 친환경차량은 보조금을 제외할 때 일반 내연기관 대비 높은 가격대를 형성하고 있다. 그간 높은 가격과 효율성, 인프라 등의 문제로 판매량이 제한적이었지만 최근 HEV/PHEV/EV 글로벌 판매량은 꾸준하게 증가하며 어느덧 글로벌 내에서 3% 정도를 차지하기 시작했다.

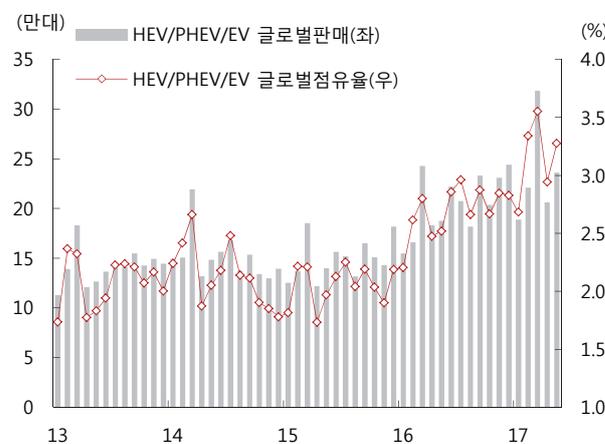
친환경차량의 확대가능성이 그 동안 완성차보다는 부품사 주가의 valuation 을 높이는 요소로만 작용하였다면, 이제부터는 완성차매출에 본격적으로 기여할 정도로 판매량이 증가하였다는 점에 주목할 필요가 있다.

<그림 43> - 친환경차량 가격비교 - 내연기관보다 높은 MSRP



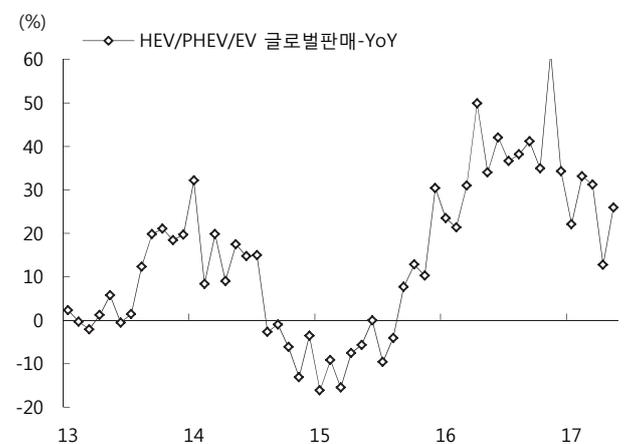
자료: 현대차, 기아차, SK 증권

<그림 44> 글로벌 친환경차량 판매 - 3%대에 안착한 친환경차 판매



자료: Markline, SK 증권

<그림 45> 글로벌 친환경차량 판매 YoY - 10% 성장 지속

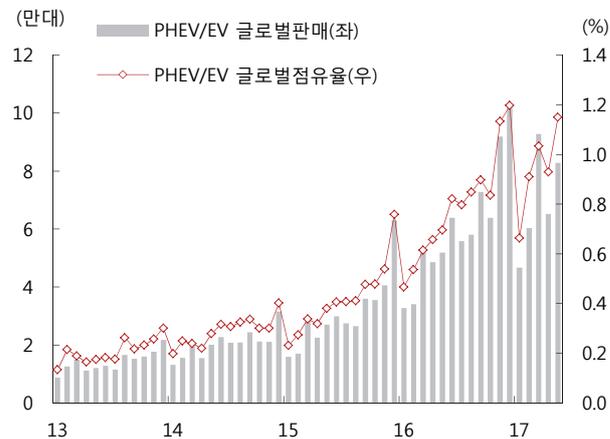


자료: Markline, SK 증권

HEV 를 제외하고 PHEV 와 EV 가 차지하는 비중도 과거 대비 높아졌다. 17년 연초 점유율이 하락했지만 재차 상승하며 1%대 점유율을 보이고 있다. 연구개발 등을 감안할 때 수익성에 기여하기까지는 아직 시간이 필요하겠지만, 분명 과거 대비 외형과 수익성 개선에 도움이 되고 있다.

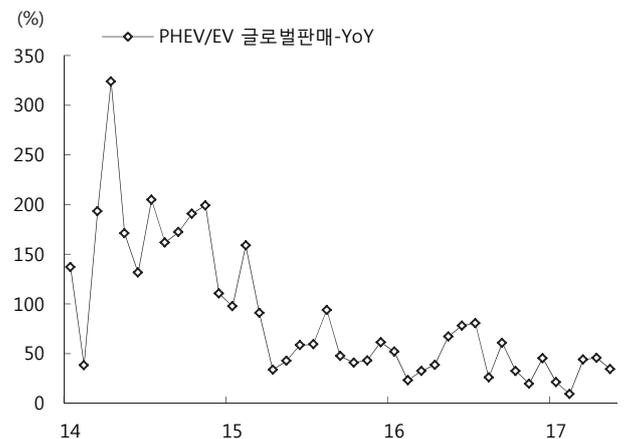
승용이 아닌 상용차 시장의 회복에 대해서도 주목해야 한다. 14년부터 북미를 제외하면 수요가 감소해왔으나, 16년 하반기부터는 중국을 중심으로 판매량이 회복되는 모습이다. 경기개선과 물류의 확대 등 다양한 요인에 기인하겠지만, 자동차업체 입장에서 우호적인 환경 변화임에는 분명하다.

<그림 46> PHEV/EV 글로벌 판매 추이



자료: Markline, SK 증권

<그림 47> PHEV/EV 글로벌 판매 YoY



자료: Markline, SK 증권

<그림 48> 상용차 판매 YoY - 유럽/북미/브라질/중국



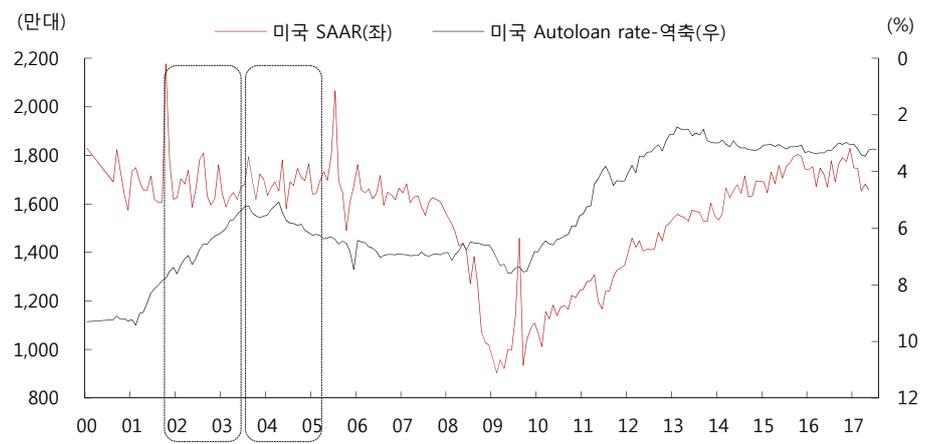
자료 SK 증권

금리가 올라가면 수요가 급락할 가능성은?

한편 경기개선에 대한 기대감이 있지만 이면에는 금리인상으로 인해 할부/리스에 대한 부담감이 커지면서 미국을 중심으로 수요둔화가 커질 수 있다는 우려도 존재한다. 하지만 장기적으로 보면 02~05 년에서처럼 Autoloan rate의 변화와는 무관하게 산업수요가 유지되었던 시기가 존재하며 현재의 금리수준이 12 년과 비교할 때 높은 수준임에도 불구하고, 그간 수요가 상승해왔다는 점에 비추어 본다면, 수요하락 가능성은 제한적이라는 판단이다.

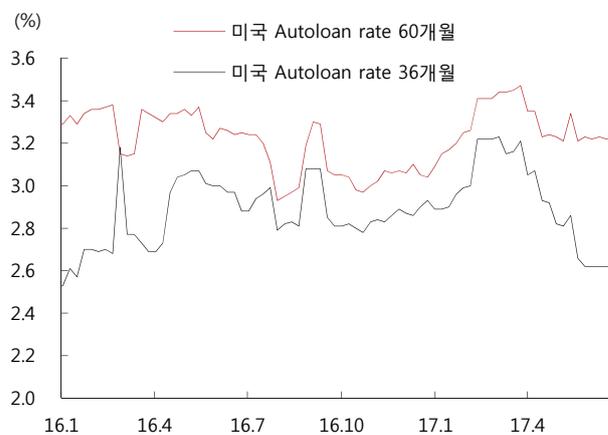
또한 할부/리스의 경우, 상품을 구성하는 요소가 금리만 존재하는 것이 아니라 만기와 신용도(Credit) 등으로 이루어져 있다는 점을 감안하면 금리 변화에 너무 민감하게 반응할 필요는 없다는 판단이다. 또한 Autoloan rate의 경우 우려와 달리 최근 신차와 중고차 모두에서 다시 하락하였다는 점에도 주목할 필요가 있다.

<그림 49> 미국 SAAR와 Autoloan rate 추이



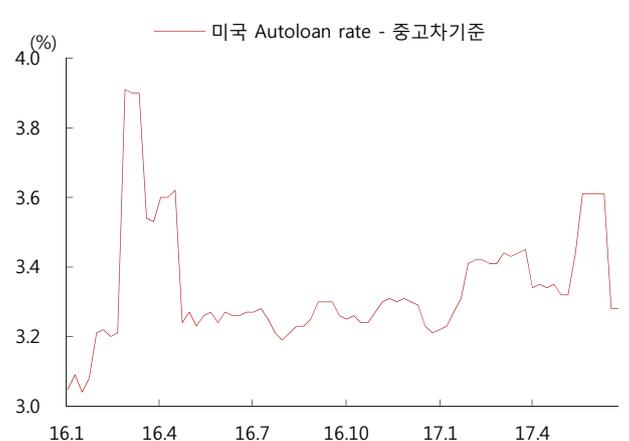
자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 50> 미국 Autoloan rate 36/60 개월 - 최근 하락한 모습



자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 51> 미국 Autoloan rate 중고차 기준 - 중고차 또한 최근 하락

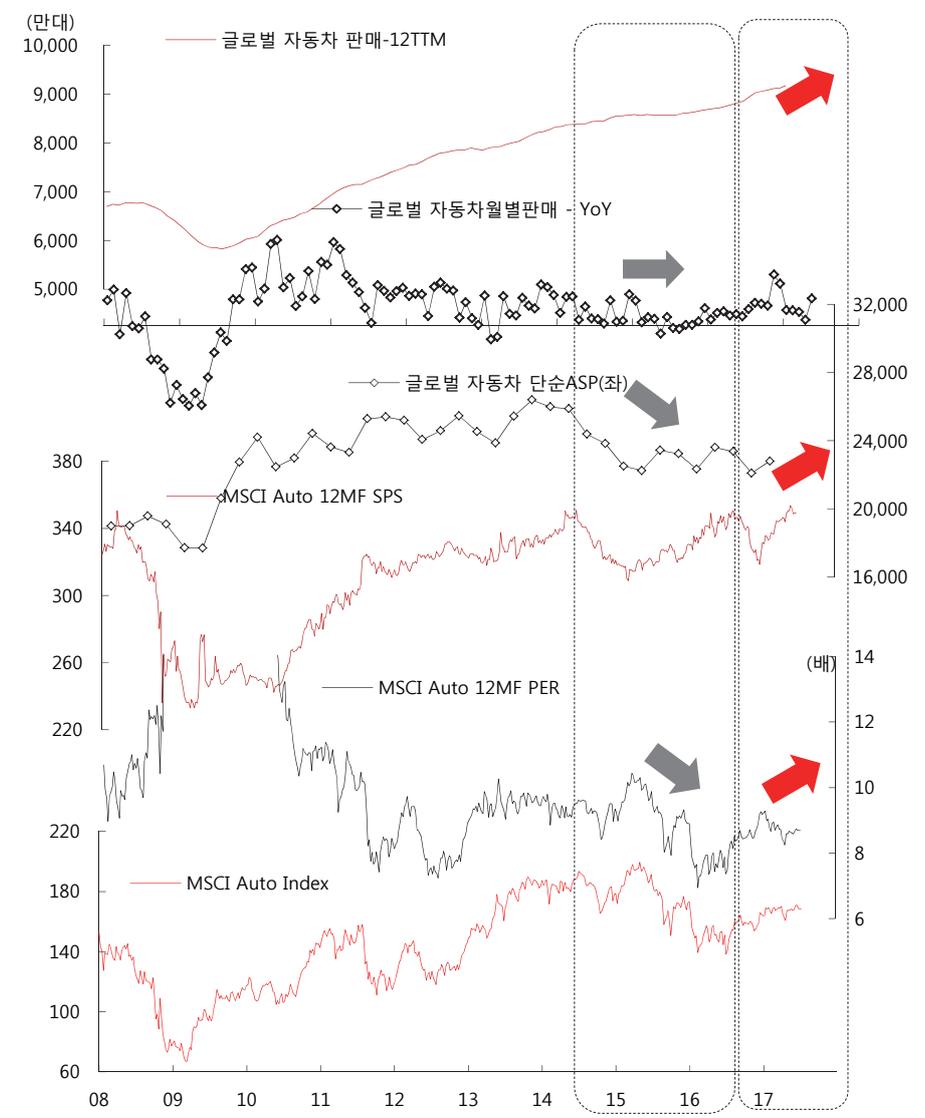


자료: Bloomberg, SK 증권

매출상승은 시차를 두고 이익에 반영 전망

결론적으로 현재 상황은 1)더 좋은 차를 살 수 있는 환경이 조성된 상태에서 2)수요는 안정적으로 성장하고 있고, 3)공급과잉으로 인한 경쟁심화 가능성은 낮은 상황이다. 이러한 상황에서 가격(P) 상승이 동반된 매출증가는 결국 실적 개선으로 이어지며 valuation 과 주가에 상승요인으로 작용할 것으로 전망한다. 현재의 주가와 실적과의 괴리는 그 과정에서 발생하는 과도기적 단계일 뿐이다.

<그림 52> P 상승을 통한 매출증가는 실적개선으로 이어지며 결국 valuation 과 주가상승을 이끌 것으로 예상



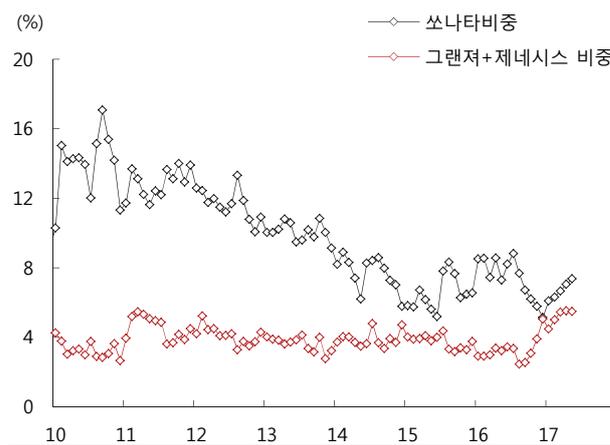
자료: Bloomberg, SK 증권

현대차그룹 - 가격상승에 동참하다

현대차 그룹도 이러한 글로벌 변화에 동참하고 있다. 현대차의 경우, 현재 쏘나타의 부진을 신규 출시된 그랜저와 제네시스로 만회하고 있으며, 투싼과 함께 신규차종인 크레타를 통해 SUV 비중을 확대하고 있다. 또한 최근 출시된 코나(Kona)와 스톤닉(Stonic)은 SUV 라인업 확대와 함께 승용 B/C 세그먼트의 부진을 만회하는데 기여할 것으로 기대된다.

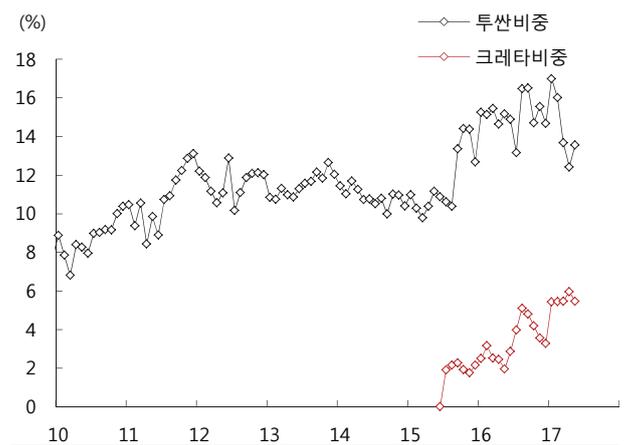
믹스개선뿐 아니라 G70, 스팅어 등 고급차종의 출시를 통해 더 좋은 차량에 대한 소비자 니즈에 대응하고 있으며, 또한 내수에서 제한적인 판매량으로 인해 체감은 더디지만, 이미 친환경차 출하비중도 글로벌 수준으로 높아져 있는 상황이다.

<그림 53> 차종별 출하비중 - 쏘나타 부진을 그랜저/제네시스 만회



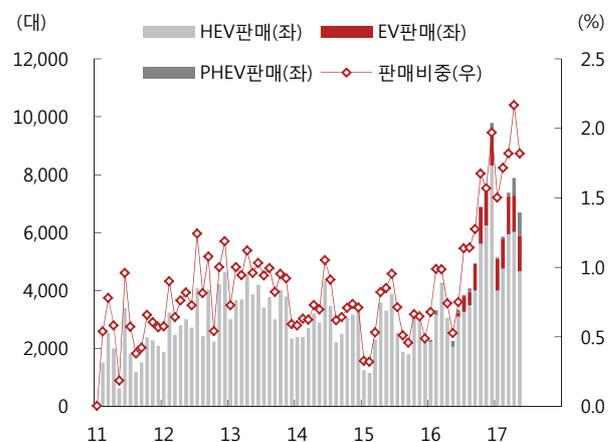
자료: 현대차, SK 증권

<그림 54> 차종별 출하비중 - 투싼과 크레타를 통해 SUV 비중 확대



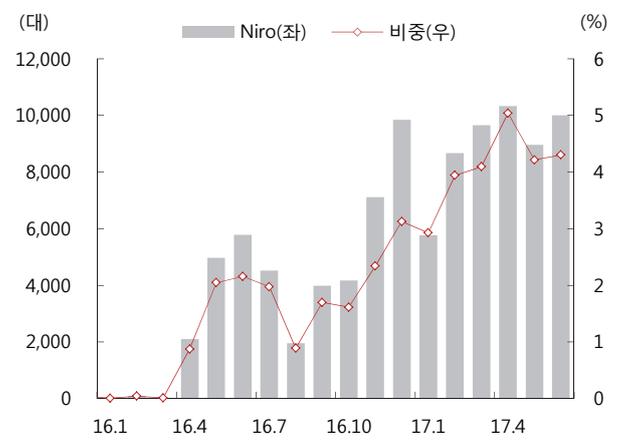
자료: 현대차, SK 증권

<그림 55> 친환경차 판매 - 현대차, 친환경차 판매비중 상승



자료: 현대차, SK 증권

<그림 56> 기아차 Niro 판매 추이 - 4%대 비중



자료: 기아차, SK 증권

<그림 57> 현대차 Kona



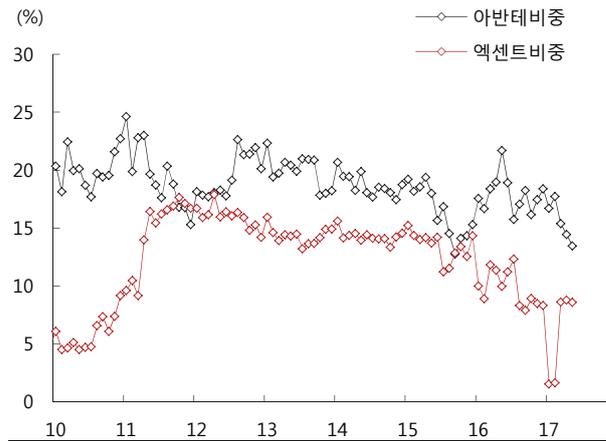
자료: 현대차, SK 증권

<그림 58> 기아차 Stonic



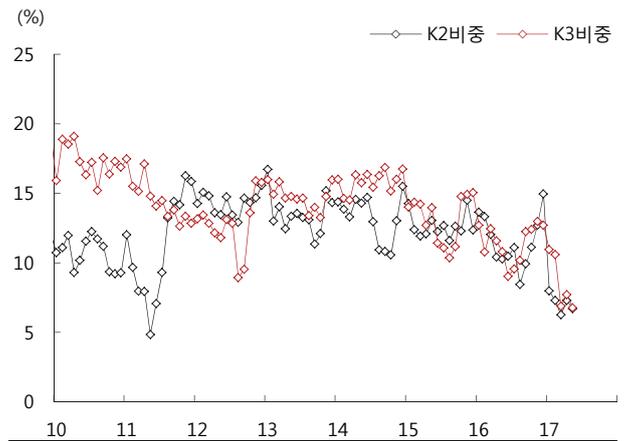
자료: 기아차, SK 증권

<그림 59> 차종별 비중 - 아반테 / 엑센트



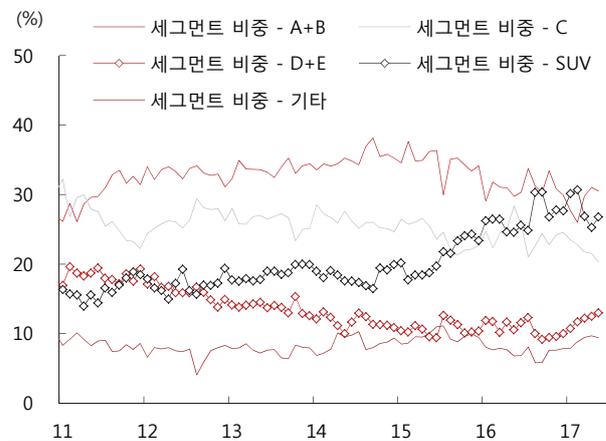
자료: 현대차, SK 증권

<그림 60> 차종별 비중 - K2 / K3



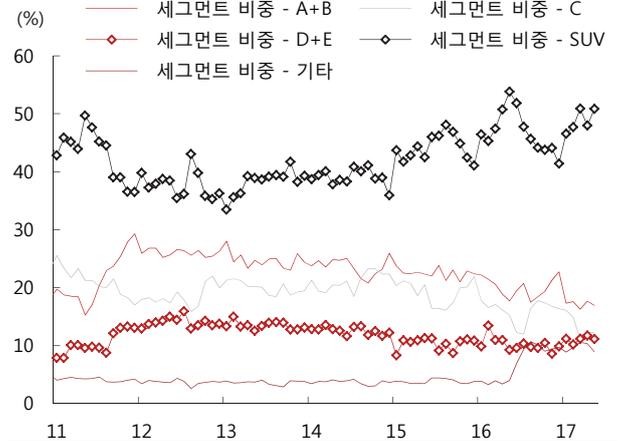
자료: 기아차, SK 증권

<그림 61> 세그먼트별 비중 - 현대차, D+E와 SUV 상승



자료: 현대차, SK 증권

<그림 62> 세그먼트별 비중 - 기아차, SUV 상승

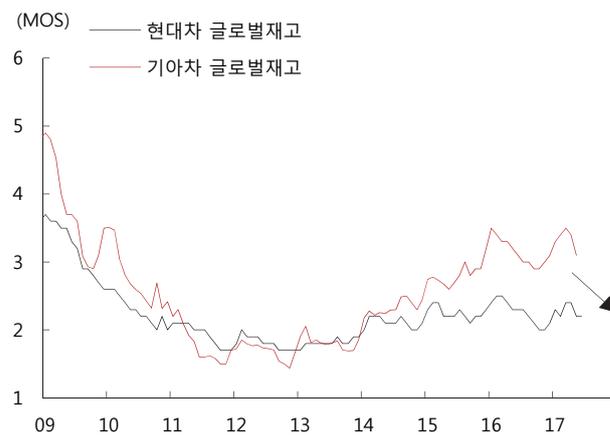


자료: 기아차, SK 증권

본업측면에서 상반기 긍정적인 이슈가 있었다. 일단 앞서 언급했던 것처럼 국내공장을 중심으로 P의 상승이 이루어졌고, 인센티브와 마케팅 비용에 대한 부담이 실적에 작용하였지만, 출하량 감소와 판촉 강화로 인해 높아졌던 재고가 지속적으로 낮아졌다.

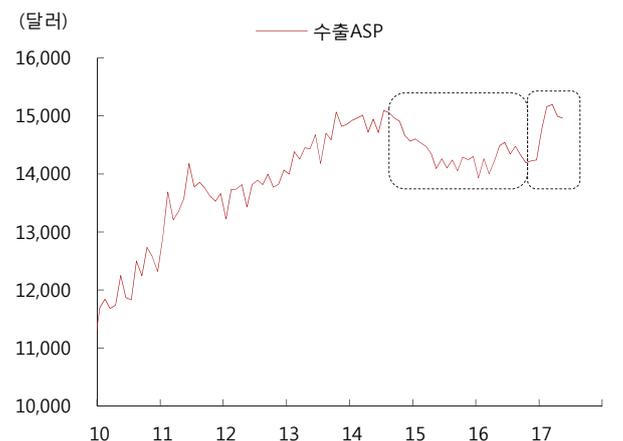
하반기에도 본업측면에서 개선을 기대해볼 수 있는 환경이 조성되어 있다. 국내의 경우, 내수는 17년 상반기까지 16년 6월까지 진행된 개별소비세 인하 여파에 따른 높은 기저가 존재하였으나 하반기부터는 도리어 부담이 완화될 전망이다. 또한 작년도 하반기 내수부진과 파업/연휴로 인해 국내공장이 부진한 가동률을 보이며 실적에 부정적으로 작용하였다. 하지만 올해는 기타시장 회복과 신차출시, 내수 기저효과 등에 힘입어 물량(Q)과 ASP가 개선되며 실적에 큰 기여를 할 것으로 예상된다.

<그림 63> 글로벌 재고 - 현대/기아



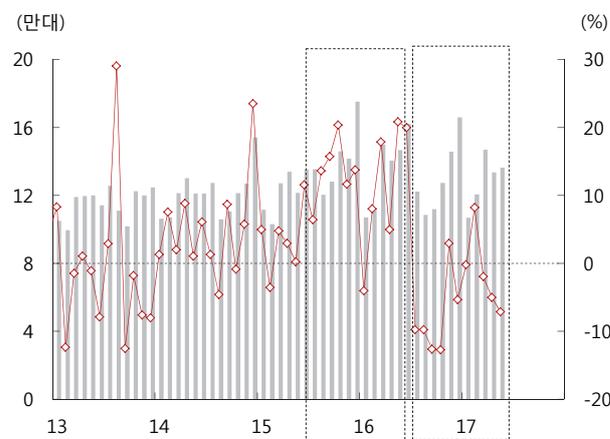
자료: 현대차, 기아차, SK 증권

<그림 64> 자동차 수출 ASP - 여전히 높은 수준



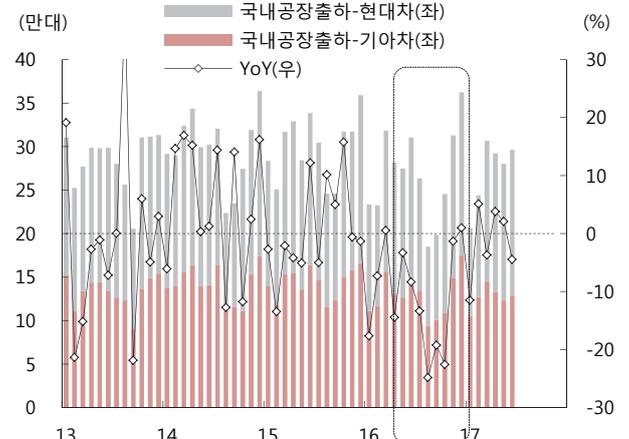
자료: KAMA, SK 증권

<그림 65> 내수 판매 추이 - 하반기부터 낮은 기저효과 반영



자료: KAMA, SK 증권

<그림 66> 국내공장출하 -현대/기아, 작년 하반기 파업에 따른 기저효과



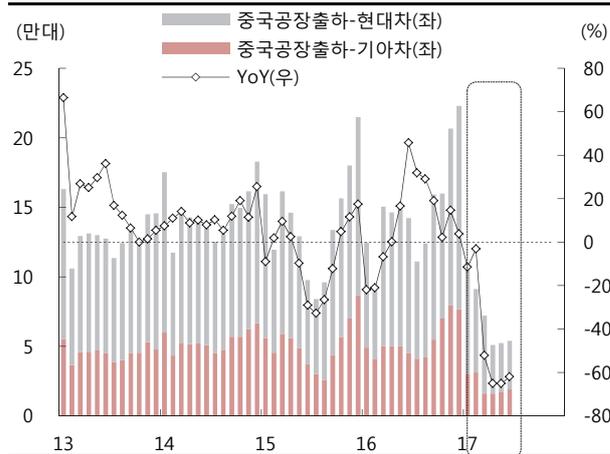
자료: 현대차, 기아차, SK 증권

한편 올해 자동차세터에 부정적으로 작용한 이슈로 중국판매와 출하의 동반 부진이 있다. 가장 큰 원인은 사드로 인한 정치적 이슈이지만, 달러와의 마찰, 제한적인 신차효과 등도 부진의 요인으로 작용하였다.

다만 우려와는 달리 점유율 하락 속에서 반사수혜를 입은 업체는 혼다/닛산을 중심으로 한 일본업체들로, 해당 기간 동안 중국로컬 업체들의 점유율은 도리어 하락하였다. 현대차그룹과 로컬업체들간의 차량경쟁력 축소로 인한 고객 이동 우려가 존재하였으나 실질적인 간섭효과는 제한적이었던 것이다.

경쟁업체들에 빼앗긴 점유율과 판매량을 회복하는 것이 관건이겠으나 판촉강화보다는 다소 더디더라도 본업강화를 통한 방식이 바람직하다는 판단이다. 현재 출하량 감소를 통해 재고를 줄여가는 동시에 우호적인 달러환율을 통한 달러 재정비와 현지 전략형 모델 출시 등 펀더멘털을 개선하는 방식으로 하반기 회복을 모색 중이다.

<그림 67> 중국공장출하 - 현대/기아



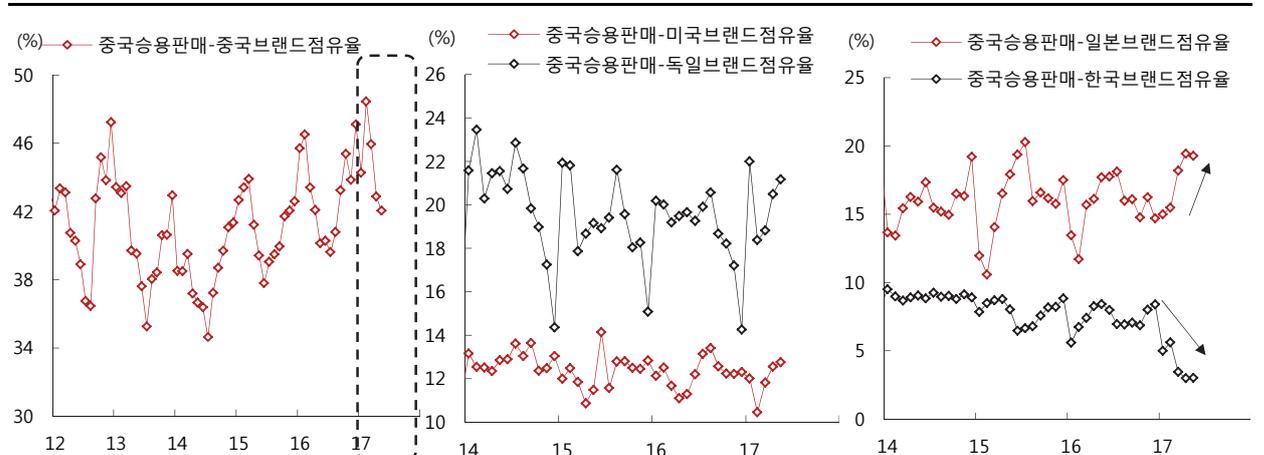
자료: 현대차, 기아차, SK 증권

<그림 68> 기아차 중국재고 추이 - 재고부담은 다소 완화



자료: 기아차, SK 증권

<그림 69> 중국시장 점유율 추이 - 해당 기간 동안 로컬업체가 아닌 일본업체들 중심으로 점유율 상승

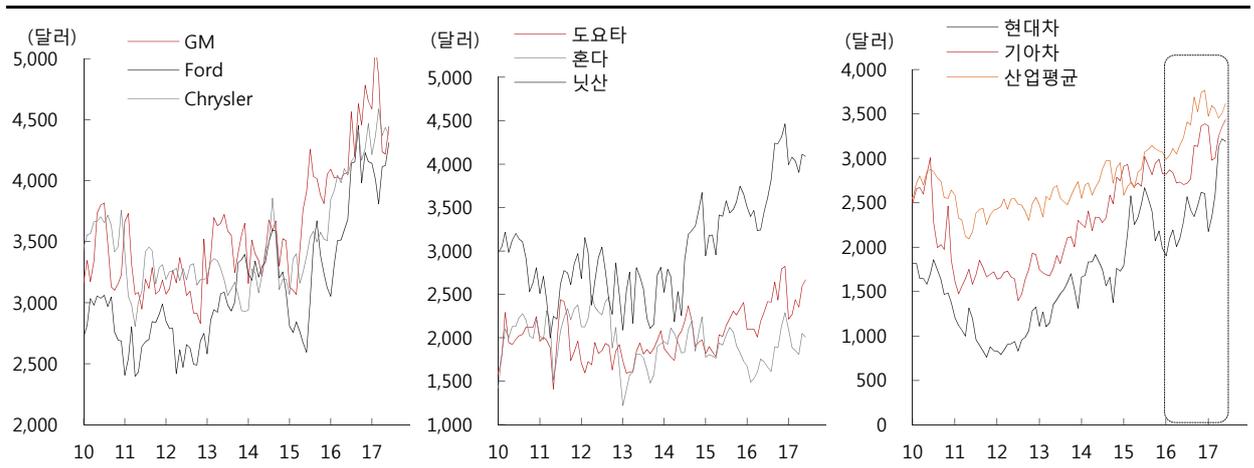


자료: CEC, SK 증권

미국 판매의 경우에는 수요둔화에 대한 부담감과 모델 노후화로 인해 2분기 인센티브가 크게 높아진 모습이다. 하반기 Kona와 연말 예정인 쏘나타 등 신모델의 투입 이전까지는 판매량 회복도 다소 더딜 것으로 예상된다. 하지만 판촉 강화를 통해서 엘란트라와 쏘나타 등을 중심으로 노후화된 모델의 재고를 연초 이후 급격하게 줄이며, 재고 부담을 완화한 점은 긍정적이다.

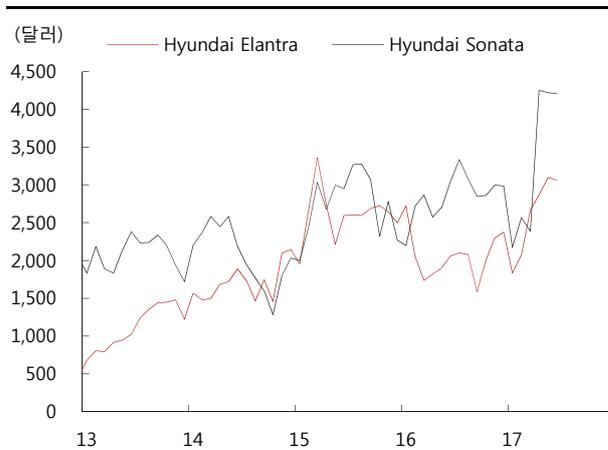
한편 중국과 미국을 제외한 유럽과 신흥시장의 경우 우호적인 영업환경이 지속될 것으로 전망한다. 특히 과거자료에서 여러 번 언급했던 것처럼 기타시장에 대한 판매비중이 20~25% 수준으로 타 업체 대비 높은 현대차그룹의 경우, 중남미/기타유럽을 중심으로 한 기타시장의 회복에서 가장 큰 수혜를 입을 것으로 판단한다.

<그림 70> 업체별 미국 인센티브 추이 - 현대/기아차 재고부담을 줄이기 위해 상반기 인센티브 큰 폭 증가



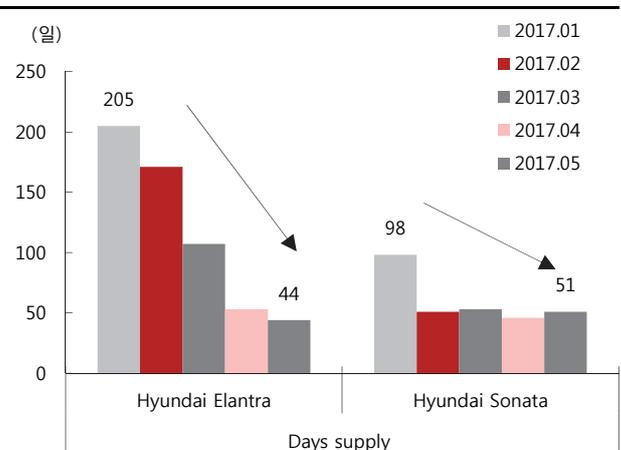
자료: Autodata, SK 증권

<그림 71> 차종별 인센티브 - 엘란트라/쏘나타



자료: 산업자료, SK 증권

<그림 72> 차종별 재고일수 - 엘란트라/쏘나타



자료: 산업자료, SK 증권

완성차에 우호적인 환경이 조성된다면 부품사에도 관심을 가질 필요가 있다. 부품사는 작년 하반기 국내공장 파업과 올해 상반기 중국부진으로 인해 실적 우려가 발생하며 주가도 부진한 모습을 보여왔다. 하지만 완성차의 실적이 가격인상과 물량회복으로 인해 개선된다면 부품사 실적과 valuation 에 대한 재평가도 자연스럽게 진행될 것으로 판단한다. 중국부진을 기점으로 저평가가 확대된 만큼, 부진의 폭이 감소하기 시작할 경우 예상보다 빠른 주가의 회복이 이루어질 전망이다.

2 분기 실적에 대한 우려감이 존재하는 것은 사실이다. 하지만 하반기 P 의 상승과 전년도 기저효과에 힘입어 실적 및 valuation 개선을 기대한다. 상반기에는 상대적으로 실적 안정성이 있고, 글로벌 섹터 내에서 저평가였던 완성차 중심의 대응이 유리했다면 하반기부터는 완성차만이 아닌 섹터 전반에 관심을 가져볼 필요가 있다.

특히 더 좋은/비싼 차가 판매되는 환경이 조성된다는 점은 차별화된 부품을 만들 수 있는 업체에 기회로 작용할 전망이다. 1)전장부품을 중심으로 고급/편의 옵션강화, 2)경쟁업체와의 차별화를 위한 외장 및 내장부품 변화, 3)친환경차 전용 부품 등에 대한 대응이 가능한 업체들이 대상이며, 당사 커버지리에서는 만도와 한온시스템, 에스엘이 이에 해당된다.

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	333,719 억원
주요주주	
현대모비스(주)(외5)	28.23%
국민연금공단	8.02%
외국인지분률	45.70%
배당수익률	2.00%

Stock Data

주가(17/07/10)	151,500 원
KOSPI	2379.87 pt
52주 Beta	0.82
52주 최고가	170,000 원
52주 최저가	129,000 원
60일 평균 거래대금	898 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.7%	-5.5%
6개월	0.3%	-13.6%
12개월	15.7%	-4.1%

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

하반기 P와 Q 모두에서 성장 기대

17년 2분기 실적은 매출액 25.4 조원(YoY 3.2%), 영업이익 1 조 5,446 억원(YoY -12.3%, OPM 6.1%), 당기순이익 1 조 4,665 억원(YoY -16.9%, NIM 5.8%) 전망 중국에 대한 우려가 남아있지만 하반기 기대할 요인들은 충분하다는 판단. 1)신차효과와 2)믹스개선, 3)국내공장과 기타시장 회복을 통한 Q의 상승, 4)재고부담 완화, 5)금융법인 실적 정상화 등을 기대

2Q17 Preview - 매출액 25.4 조원, 영업이익 1 조 5,446 억원(OPM 6.1%),

17년 2분기 실적은 매출액 25.4 조원(YoY 3.2%), 영업이익 1 조 5,446 억원(YoY -12.3%, OPM 6.1%), 당기순이익 1 조 4,665 억원(YoY -16.9%, NIM 5.8%)으로 전망한다. 사업부문별 영업이익률은 자동차부문 6.2%, 금융부문 5.5%, 기타부문 5.0%로 전년 동기인 6.9% / 7.3% / 9.4% 대비 하락할 것으로 예상된다. SUV와 그랜저 및 제네시스의 D+E 세그먼트 비중 확대와 판촉확대를 통한 주요 지역 재고 감소는 긍정적이지만, 미국 인센티브 증가와 비우호적이었던 러시아/브라질 환율변화, 중국법인 부진 및 관계사 손익 악화 등의 요인이 보다 크게 작용하며 전년 동기 대비 수익성은 하락할 전망이다.

P - 신차효과와 믹스개선, Q - 국내공장과 기타시장 회복 기대

중국에 대한 우려가 남아있지만 하반기 기대할 요인들은 충분하다는 판단이다. 먼저 Kona 와 G70 출시를 통한 SUV 비중 확대와 고급차량 판매비중 제고가 전반적인 가격상승을 견인할 것으로 기대한다. 또한 16년 하반기부터 이어지고 있는 기타시장의 지속적인 회복과 작년도 국내공장 기저효과를 감안한다면 출하측면에서도 긍정적인 환경이다. 2분기 인센티브 증가가 있었지만 이를 통해 쏘나타/아반떼 등의 노후화된 모델 중심으로 재고를 소진하며 그간 부담요인으로 작용하였던 재고에 대한 우려도 낮추었다. 금융법인 역시 최근 중고차가격 상승을 감안하면 추가적인 충당금적립이 제한적일 전망이다. 하반기 P 와 Q 모두에서의 성장을 기대하며, 투자 의견 매수, 목표주가 175,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

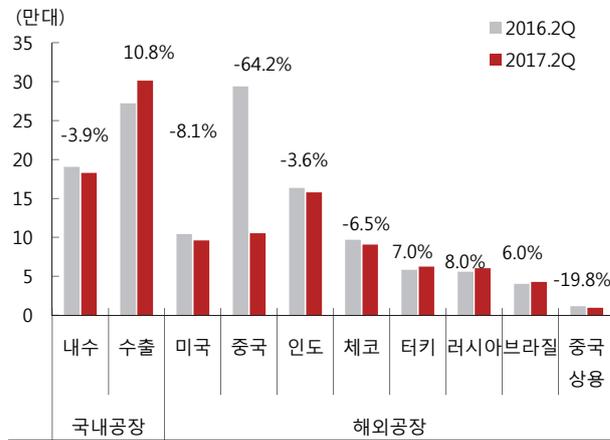
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	892,563	919,587	936,490	987,174	1,025,085	1,108,765
yoy	%	2.2	3.0	1.8	5.4	3.8	8.2
영업이익	억원	75,500	63,579	51,935	56,943	61,118	68,191
yoy	%	-9.2	-15.8	-18.3	9.6	7.3	11.6
EBITDA	억원	100,999	91,519	85,523	97,060	122,360	127,809
세전이익	억원	99,513	84,594	73,071	77,390	80,265	89,837
순이익(지배주주)	억원	73,468	64,173	54,064	56,729	57,686	64,575
영업이익률%	%	8.5	6.9	5.6	5.8	6.0	6.2
EBITDA%	%	11.3	10.0	9.1	9.8	11.9	11.5
순이익률	%	8.6	7.1	6.1	6.1	6.0	6.2
EPS	원	25,735	22,479	18,938	19,872	20,207	22,620
PER	배	6.6	6.6	7.7	7.5	7.3	6.5
PBR	배	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	배	5.7	6.8	7.6	6.7	5.0	4.6
ROE	%	13.4	10.7	8.4	8.2	8.0	8.5
순차입금	억원	62,097	174,046	207,642	194,170	157,433	126,044
부채비율	%	135.1	147.3	147.2	134.5	128.4	125.4

<표 1> 현대차 2017년 2분기 실적 Preview

	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q	17.2Q(F)	YoY	QoQ
현대차출하	1,107,032	1,285,396	1,083,946	1,378,861	1,089,520	1,107,133	-13.9%	1.6%
국내공장	400,160	462,291	317,993	488,654	380,350	484,084	4.7%	27.3%
내수	160,862	190,262	131,539	175,979	161,978	182,805	-3.9%	12.9%
수출	239,298	272,029	186,454	312,675	218,372	301,279	10.8%	38.0%
해외공장	706,872	823,105	765,953	890,207	709,170	623,049	-24.3%	-12.1%
미국	94,073	104,165	102,730	85,532	94,274	95,741	-8.1%	1.6%
인도	145,411	163,276	174,725	178,629	160,182	157,486	-3.5%	-1.7%
터키	61,446	58,210	47,285	63,135	55,800	62,200	6.9%	11.5%
체코	90,447	96,299	82,061	89,181	97,735	90,445	-6.1%	-7.5%
러시아	40,882	55,718	54,400	56,474	53,030	60,173	8.0%	13.5%
브라질	34,039	40,214	41,903	45,326	40,870	42,646	6.0%	4.3%
중국	229,011	293,758	256,231	363,016	196,119	105,158	-64.2%	-46.4%
중국상용	11,563	11,465	6,618	8,914	11,160	9,200	-19.8%	-17.6%
매출액	223,506	246,767	220,837	245,380	233,660	254,653	3.2%	9.0%
자동차	172,389	194,208	166,181	194,063	178,230	202,952	4.5%	13.9%
금융	35,288	35,615	37,667	31,950	40,970	37,097	4.2%	-9.5%
기타	15,829	16,945	16,989	19,367	14,460	14,604	-13.8%	1.0%
매출원가	181,114	196,535	181,897	200,052	190,727	206,778	5.2%	8.4%
%	81.0	79.6	82.4	81.5	81.6	81.2	1.6%p	-0.4%p
판매관비	28,969	32,614	28,259	35,116	30,425	32,429	-0.6%	6.6%
%	13.0	13.2	12.8	14.3	13.0	12.7	-0.5%p	-0.3%p
영업이익	13,424	17,618	10,681	10,212	12,508	15,446	-12.3%	23.5%
%	6.0	7.1	4.8	4.2	5.4	6.1	-1.1%p	0.7%p
자동차	10,964	13,439	2,156	8,251	10,830	12,583	-6.4%	16.2%
%	6.4	6.9	1.3	4.3	6.1	6.2	-0.7%p	0.1%p
금융	1,989	2,597	1,611	833	1,790	2,040	-21.4%	14.0%
%	5.6	7.3	4.3	2.6	4.4	5.5	-1.8%p	1.1%p
기타	965	1,593	1,447	1,746	1,120	723	-54.6%	-35.5%
%	6.1	9.4	8.5	9.0	7.7	5.0	-4.4%p	-2.8%p
연결조정	-494	-10	5,467	-619	-1,232	100	흑전	흑전
영업외손익	8,210	6,197	4,266	2,462	5,063	4,107	-33.7%	-18.9%
%	3.7	2.5	1.9	1.0	2.2	1.6	-0.9%p	-0.6%p
세전이익	21,634	23,816	14,947	12,674	17,571	19,553	-17.9%	11.3%
%	9.7	9.7	6.8	5.2	7.5	7.7	-2.0%p	0.2%p
법인세	3,953	6,177	3,759	1,986	3,514	4,888	-20.9%	39.1%
%	18.3	25.9	25.1	15.7	20.0	25.0	-0.9%p	5.0%p
당기순이익	17,681	17,639	11,188	10,688	14,057	14,665	-16.9%	4.3%
%	7.9	7.1	5.1	4.4	6.0	5.8	-1.4%p	-0.3%p
지배주주	16,870	16,580	10,614	10,000	13,306	13,862	-16.4%	4.2%
%	7.5	6.7	4.8	4.1	5.7	5.4	-1.3%p	-0.3%p

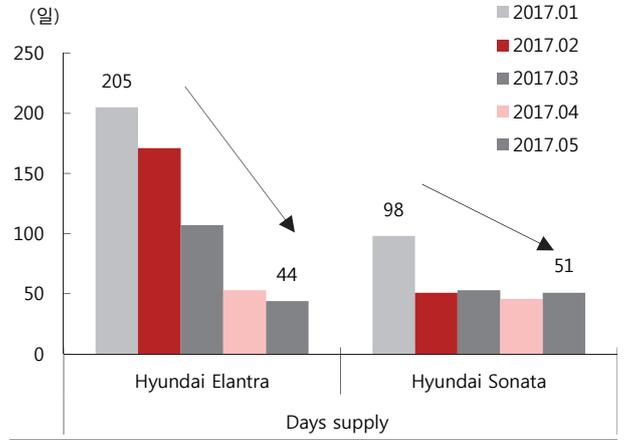
자료: 현대차, SK 증권 추정

<그림 1> 2017년 2분기 출하 - 전년 대비 감소



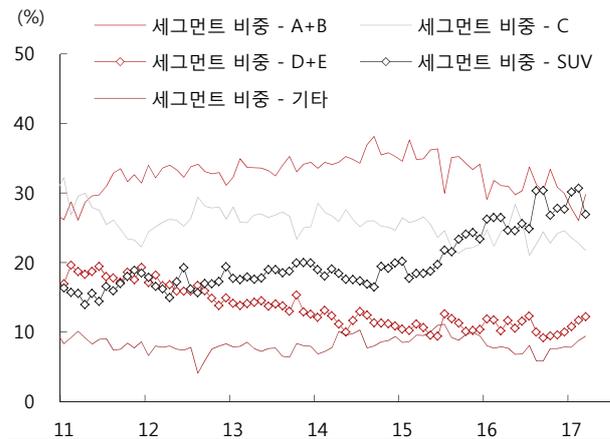
자료: 현대차, SK 증권

<그림 2> 미국 차종별 재고일수 - 엘란트라/쏘나타



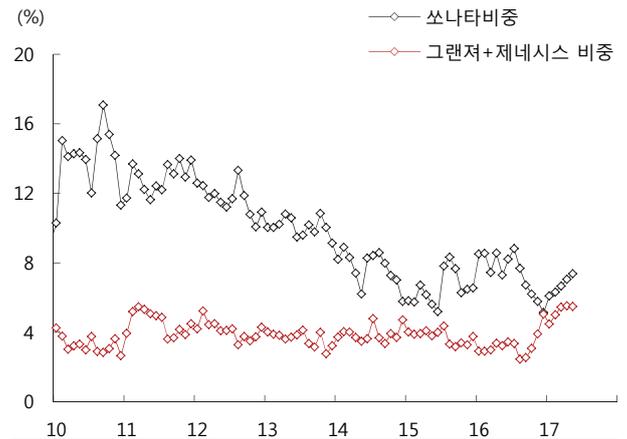
자료: 산업자료, SK 증권

<그림 3> 세그먼트 비중 - 현대차, D+E와 SUV 비중 증가



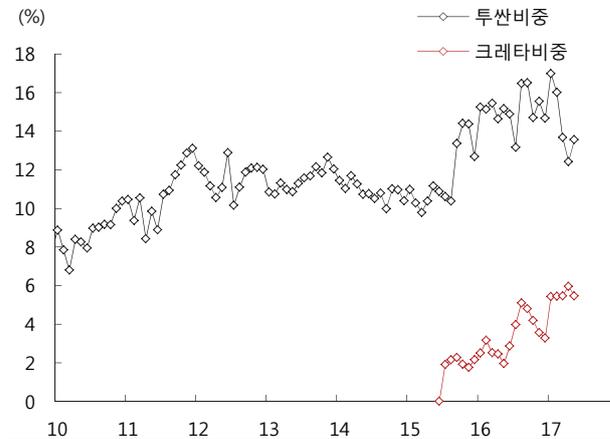
자료: 현대차, SK 증권

<그림 4> 차종별 출하비중 - 쏘나타 부진을 그랜저/제네시스 만회



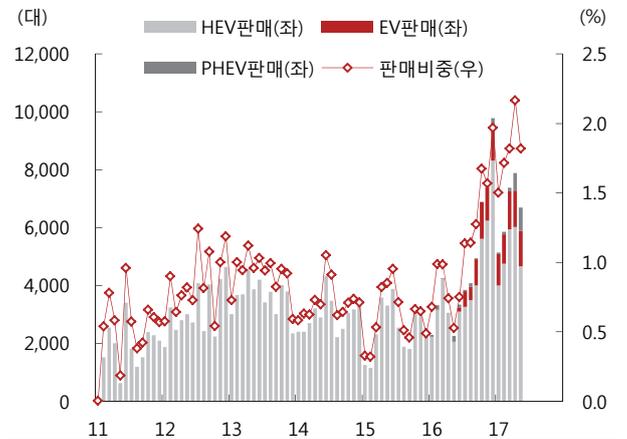
자료: 현대차, SK 증권

<그림 5> 차종별 출하비중 - 투싼과 크레타를 통해 SUV 비중 확대



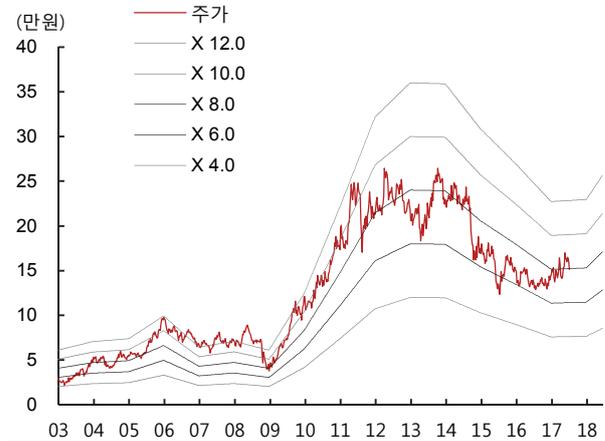
자료: 현대차, SK 증권

<그림 6> 친환경차 판매 - 현대차, 친환경차 판매비중 상승



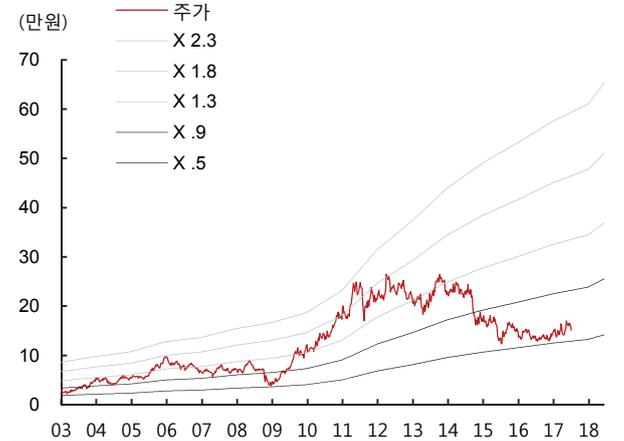
자료: 현대차, SK 증권

<그림 7> PER 밴드차트 - 현대차



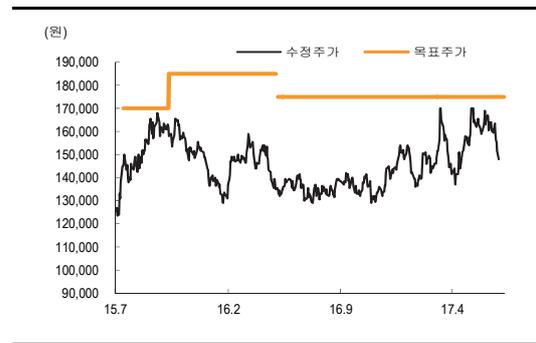
자료: Quantwise, SK 증권

<그림 8> PBR 밴드차트 - 현대차



자료: Quantwise, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.07.11	매수	175,000원
	2017.04.27	매수	175,000원
	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



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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 7월 11일 기준)

매수	92.95%	중립	7.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	675,292	724,496	689,907	714,570	757,454
현금및현금성자산	73,315	78,901	41,957	54,193	75,082
매출채권및기타채권	82,863	75,873	79,979	83,050	89,830
재고자산	91,990	105,238	110,934	115,194	124,598
비유동자산	978,387	1,063,863	1,094,476	1,105,511	1,135,670
장기금융자산	274,355	295,780	286,512	287,562	288,612
유형자산	286,989	294,057	301,232	287,687	275,257
무형자산	42,981	45,862	48,332	50,493	52,162
자산총계	1,653,679	1,788,359	1,784,383	1,820,081	1,893,124
유동부채	412,135	436,098	424,557	428,603	442,364
단기금융부채	208,477	237,358	215,061	211,061	207,061
매입채무 및 기타채무	122,553	122,525	129,156	134,116	145,064
단기충당부채	17,103	19,256	20,298	21,077	22,798
비유동부채	572,730	628,816	598,853	594,640	610,785
장기금융부채	449,054	498,698	462,338	446,338	444,338
장기매입채무 및 기타채무	21	226	226	226	226
장기충당부채	50,316	50,471	54,507	55,678	60,016
부채총계	984,865	1,064,914	1,023,410	1,023,243	1,053,146
지배주주지분	620,240	671,897	706,758	739,922	779,975
자본금	14,890	14,890	14,890	14,890	14,890
자본잉여금	35,204	42,026	42,011	42,011	42,011
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	689,514	733,737	784,849
비지배주주지분	48,574	51,549	54,216	56,916	60,003
자본총계	668,814	723,446	760,974	796,838	839,978
부채외자본총계	1,653,679	1,788,359	1,784,383	1,820,081	1,893,124

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	6,404	18,712	56,969	99,609	93,151
당기순이익(손실)	65,092	57,197	59,971	61,001	68,276
비현금성항목등	94,958	111,653	58,870	61,359	59,533
유형자산감가상각비	19,727	21,646	28,386	48,945	46,830
무형자산감가상각비	8,213	11,942	11,732	12,296	12,788
기타	68,048	81,521	20,914	408	442
운전자본감소(증가)	-137,019	-129,430	-47,106	-3,487	-13,097
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-8,020	1,995	-6,646	-3,071	-6,780
재고자산감소(증가)	-19,992	-13,245	-12,164	-4,260	-9,404
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-32	3,001	15,020	4,960	10,948
기타	-108,976	-121,181	-43,317	-1,115	-7,862
법인세납부	-16,626	-20,708	-14,767	-19,264	-21,561
투자활동현금흐름	-59,813	-55,098	-52,947	-49,809	-48,363
금융자산감소(증가)	16,675	-22,765	-5,706	-5,550	-5,550
유형자산감소(증가)	-80,790	-28,379	-39,275	-35,400	-34,400
무형자산감소(증가)	-12,030	-13,957	-14,457	-14,457	-14,457
기타	16,332	10,003	6,492	5,598	6,044
재무활동현금흐름	57,155	39,810	-37,735	-37,564	-23,899
단기금융부채증가(감소)	18,747	-13,746	4,346	-4,000	-4,000
장기금융부채증가(감소)	69,898	84,939	-31,805	-16,000	-2,000
자본의증가(감소)	-3,149	-2,616	0	0	0
배당금의 지급	-13,525	-10,845	-13,482	-13,463	-13,463
기타	-14,815	-17,923	-7,589	-4,100	-4,435
현금의 증가(감소)	2,350	5,586	-36,944	12,236	20,890
기초현금	70,965	73,315	78,901	41,957	54,193
기말현금	73,315	78,901	41,957	54,193	75,082
FCF	-64,781	-13,537	18,188	54,347	49,489

자료: 현대차, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	919,587	936,490	987,174	1,025,085	1,108,765
매출원가	737,013	759,597	803,059	794,792	857,804
매출총이익	182,574	176,893	184,115	230,293	250,961
매출총이익률 (%)	19.9	18.9	18.7	22.5	22.6
판매비와관리비	118,995	124,958	127,172	169,175	182,771
영업이익	63,579	51,935	56,943	61,118	68,191
영업이익률 (%)	6.9	5.6	5.8	6.0	6.2
비영업손익	21,015	21,136	20,447	19,147	21,647
순금융비용	-2,317	-1,055	-2,168	-1,367	-1,478
외환관련손익	-2,052	952	1,420	683	739
관계기업투자등 관련손익	19,307	17,294	15,836	17,374	19,740
세전계속사업이익	84,594	73,071	77,390	80,265	89,837
세전계속사업이익률 (%)	9.2	7.8	7.8	7.8	8.1
계속사업법인세	19,502	15,874	17,419	19,264	21,561
계속사업이익	65,092	57,197	59,971	61,001	68,276
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	65,092	57,197	59,971	61,001	68,276
순이익률 (%)	7.1	6.1	6.1	6.0	6.2
지배주주	64,173	54,064	56,729	57,686	64,575
지배주주귀속 순이익률(%)	6.98	5.77	5.75	5.63	5.82
비지배주주	919	3,132	3,242	3,315	3,702
총포괄이익	65,002	59,754	48,298	49,328	56,603
지배주주	63,849	56,145	45,671	46,628	53,516
비지배주주	1,153	3,609	2,627	2,700	3,087
EBITDA	91,519	85,523	97,060	122,360	127,809

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	3.0	1.8	5.4	3.8	8.2
영업이익	-15.8	-18.3	9.6	7.3	11.6
세전계속사업이익	-15.0	-13.6	5.9	3.7	11.9
EBITDA	-9.4	-6.6	13.5	26.1	4.5
EPS(계속사업)	-12.7	-15.8	4.9	1.7	11.9
수익성 (%)					
ROE	10.7	8.4	8.2	8.0	8.5
ROA	4.2	3.3	3.4	3.4	3.7
EBITDA마진	10.0	9.1	9.8	11.9	11.5
안정성 (%)					
유동비율	163.9	166.1	162.5	166.7	171.2
부채비율	147.3	147.2	134.5	128.4	125.4
순차입금/자기자본	26.0	28.7	25.5	19.8	15.0
EBITDA/이자비용(배)	35.3	31.4	25.0	29.8	28.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	22,479	18,938	19,872	20,207	22,620
BPS	217,263	235,358	247,569	259,187	273,217
CFPS	32,266	30,704	33,924	41,659	43,503
주당 현금배당금	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	8.2	8.4	8.6	8.4	7.5
PER(최저)	5.5	6.8	6.8	6.7	6.0
PBR(최고)	0.9	0.7	0.7	0.7	0.6
PBR(최저)	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
PCR	4.6	4.8	4.4	3.6	3.4
EV/EBITDA(최고)	7.8	8.0	7.2	5.5	5.0
EV/EBITDA(최저)	6.1	7.1	6.3	4.7	4.3

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	151,201 억원
주요주주	
현대자동차(주)(외4)	35.61%
국민연금공단	7.08%
외국인지분률	38.20%
배당수익률	2.90%

Stock Data

주가(17/07/10)	37,300 원
KOSPI	2379.87 pt
52주 Beta	0.62
52주 최고가	44,800 원
52주 최저가	34,100 원
60일 평균 거래대금	387 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.0%	-4.8%
6개월	-8.5%	-21.2%
12개월	-10.2%	-25.5%

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

하반기 신차효과와 불확실성 해소 기대

17년 2분기 실적은 매출액 13.9 조원(YoY -3.9%), 영업이익 5,670 억원(YoY -25.3%, OPM 4.2%), 당기순이익 5,955 억원(YoY -27.9%, NIM 4.3%) 전망
작년 하반기 이후 높아졌던 재고부담은 판촉강화와 출하량 조정을 통해 완화
하반기 내수에서의 스팅어와 스토닉, 중국 전략차종 등을 통한 신차효과와 중국판매회복, 통상임금 관련 불확실성 해소 기대

2Q17 Preview - 인센티브 증가와 중국부진의 영향

17년 2분기 실적은 매출액 13.9 조원(YoY -3.9%), 영업이익 5,670 억원(YoY -25.3%, OPM 4.2%), 당기순이익 5,955 억원(YoY -27.9%, NIM 4.3%)으로 전망한다. 멕시코 공장이 출하량 증가에는 기여하였으나, 전년도 개별소비세 영향으로 인한 내수의 높은 기저효과와 재고 조정을 위한 미국 출하량 감소 및 인센티브 증가, 사드 이슈로 인한 중국 출하량 감소 등 부정적인 요인이 실적에 보다 큰 영향을 끼쳤다는 판단이다.

재고부담은 완화, 하반기 신차효과와 불확실성 해소 기대

작년 하반기 이후 높아졌던 재고부담은 판촉강화와 출하량 조정을 통해 완화되었다는 판단이다. 하반기에는 신차효과와 함께 불확실성 해소를 기대한다. 하반기 내수에서는 Stinger 와 스토닉 등 신차출시를 통해 점유율을 회복할 것으로 예상된다. Stinger 는 현재 상위트림 중심 판매를 통해 Mix 개선에도 기여하고 있으며 스토닉은 유럽과 국내 동시 양산되면서 K2, K3 의 부진을 만회할 것으로 기대된다. 멕시코도 하반기 차종이 추가되며 월 2 만대 이상의 생산을 통해 외형과 수익성 개선에 기여할 것으로 판단한다. 중국은 점진적인 개선을 기대한다. 로컬 및 경쟁업체들과의 브랜드 가치 차별화가 진행 중인 과정에서 인센티브를 통한 회복보다는 중국 딜러 재정비와 중국 재고부담 완화, 현지전략형 차종 출시 등 펀더멘털을 개선하는 방식으로 대응할 예정이다. 더디게 진행되고 있는 통상임금의 경우, 3분기 판결이 예상되며 불확실성을 낮춰줄 것으로 예상된다. 투자 의견 매수, 목표주가 52,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

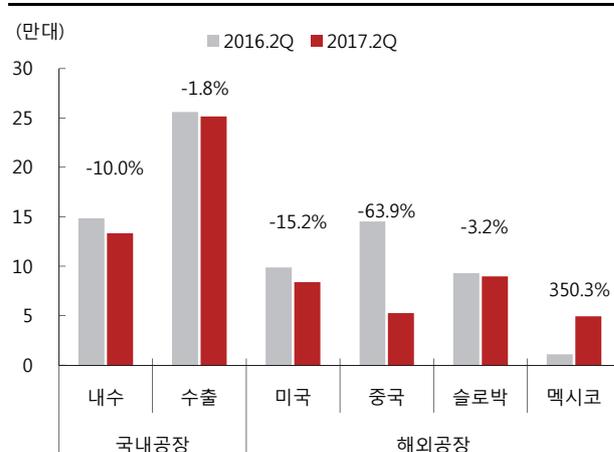
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	470,970	495,214	527,129	548,285	582,013	596,692
yoy	%	-1.1	5.2	6.4	4.0	6.2	2.5
영업이익	억원	25,725	23,543	24,615	22,722	25,273	27,101
yoy	%	-19.0	-8.5	4.6	-7.7	11.2	7.2
EBITDA	억원	39,098	37,768	41,481	44,469	56,302	57,130
세전이익	억원	38,163	31,003	34,420	34,869	37,953	40,713
순이익(지배주주)	억원	29,936	26,306	27,546	28,284	29,224	31,349
영업이익률%	%	5.5	4.8	4.7	4.1	4.3	4.5
EBITDA%	%	8.3	7.6	7.9	8.1	9.7	9.6
순이익률	%	6.4	5.3	5.2	5.2	5.0	5.3
EPS	원	7,385	6,489	6,795	6,977	7,209	7,734
PER	배	7.1	8.1	5.8	5.3	5.1	4.8
PBR	배	0.9	0.9	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	4.8	5.5	3.7	2.8	1.9	1.5
ROE	%	14.0	11.3	10.9	10.3	9.9	9.9
순차입금	억원	-26,112	-7,372	-5,232	-25,096	-45,003	-64,600
부채비율	%	82.6	90.0	91.5	88.1	82.1	76.9

<표 1> 기아차 2017년 2분기 Preview

	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q	17.2Q(F)	YoY	QoQ
기아차출하	704,400	741,150	640,087	827,819	621,061	610,906	-17.6%	-1.6%
국내공장	384,278	404,283	329,864	432,677	377,504	384,866	-4.8%	2.0%
내수	127,424	148,318	119,472	138,121	121,056	133,440	-10.0%	10.2%
수출	256,854	255,965	210,392	294,556	256,448	251,426	-1.8%	-2.0%
해외공장	320,122	336,867	310,223	395,142	243,557	226,040	-32.9%	-7.2%
미국	94,912	98,787	93,325	85,425	75,117	83,795	-15.2%	11.6%
슬로박	84,900	92,800	78,800	83,400	91,208	89,807	-3.2%	-1.5%
중국	140,310	145,280	138,098	226,317	77,232	52,438	-63.9%	-32.1%
멕시코		10,983	44,661	49,373	37,538	49,453		31.7%
매출액	126,494	144,500	126,989	129,147	128,439	138,794	-3.9%	8.1%
매출원가	100,762	115,215	103,237	103,602	103,754	112,007	-2.8%	8.0%
%	79.7	79.7	81.3	80.2	80.8	80.7	1.0%p	-0.1%p
판관비	19,395	21,576	18,504	20,223	20,857	21,027	-2.5%	0.8%
%	15.3	14.9	14.6	15.7	16.2	15.2	0.2%p	-1.1%p
영업이익	6,336	7,709	5,247	5,322	3,828	5,760	-25.3%	50.5%
%	5.0	5.3	4.1	4.1	3.0	4.2	-1.2%p	1.2%p
영업외손익	4,131	2,888	3,545	-758	3,845	2,127	-26.3%	-44.7%
%	3.3	2.0	2.8	-0.6	3.0	1.5	-0.5%p	-1.5%p
세전이익	10,467	10,597	8,793	4,564	7,673	7,887	-25.6%	2.8%
%	8.3	7.3	6.9	3.5	6.0	5.7	-1.7%p	-0.3%p
법인세	1,021	2,340	2,149	1,364	19	1,932	-17.4%	10075.5%
%	9.8	22.1	24.4	29.9	0.2	24.5	2.4%p	24.3%p
당기순이익	9,446	8,257	6,644	3,200	7,654	5,955	-27.9%	-22.2%
%	7.5	5.7	5.2	2.5	6.0	4.3	-1.4%p	-1.7%p

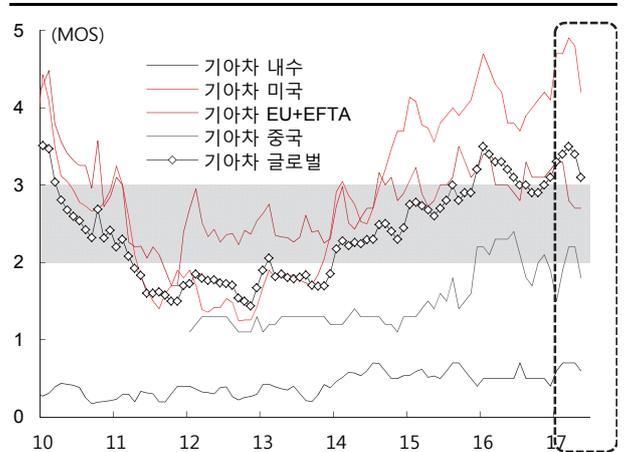
자료: 기아차, SK 증권 추정

<그림 1> 2017년 2분기 출하 - 전년 대비 감소



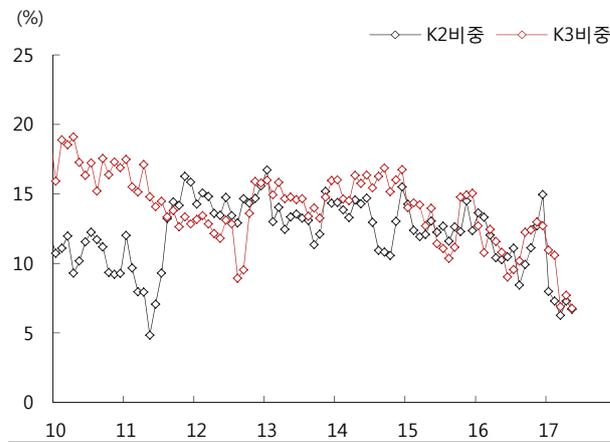
자료: 기아차, SK 증권

<그림 2> 기아차 재고 추이



자료: 기아차, SK 증권

<그림 3> 차종별 비중 - K2 / K3



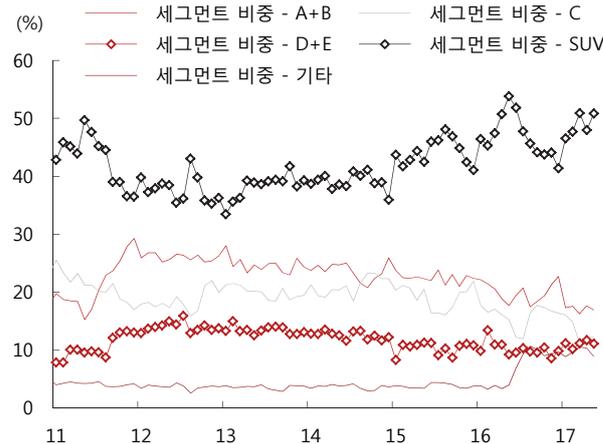
자료: 기아차, SK 증권

<그림 4> 기아차 Stonic 출시를 통해 K2/K3 부진 만회 기대



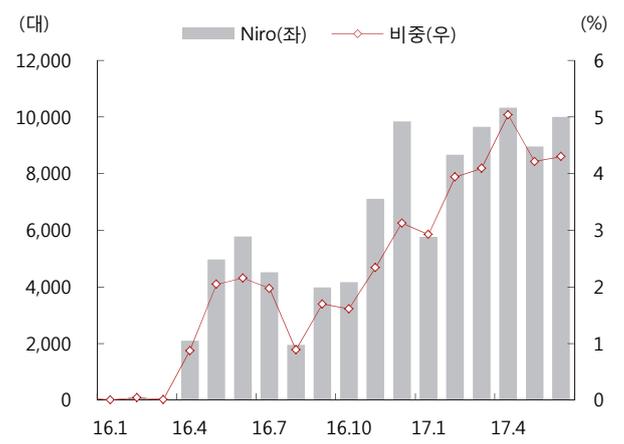
자료: 기아차, SK 증권

<그림 5> 세그먼트별 비중 - 기아차, SUV 상승



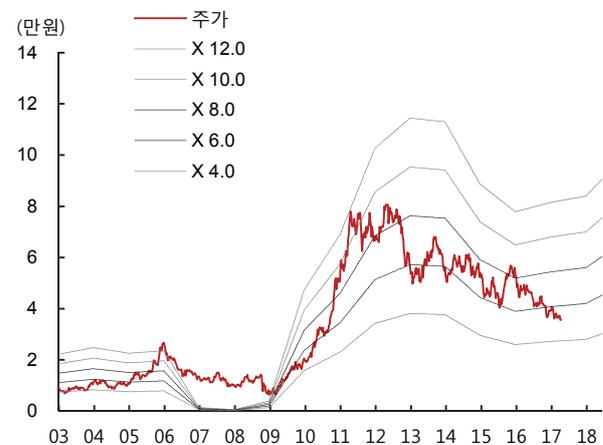
자료: 기아차, SK 증권

<그림 6> 기아차 Niro 판매 추이 - 4%대 비중



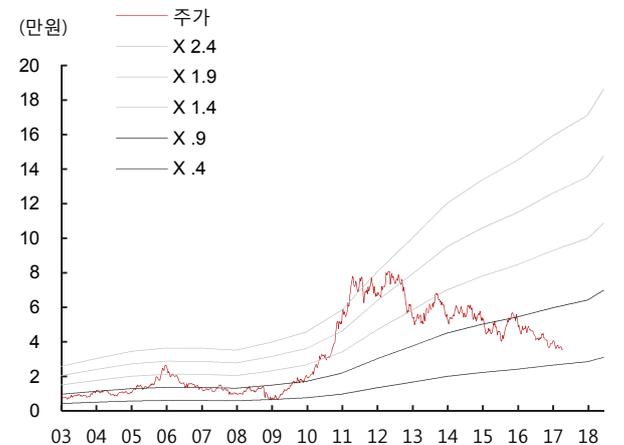
자료: 기아차, SK 증권

<그림 9> PER 밴드차트 - 기아차



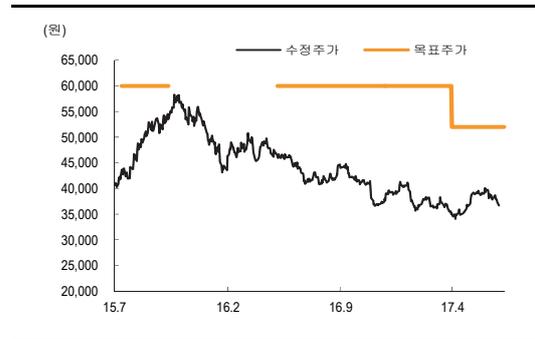
자료: Quantwise, SK 증권

<그림 10> PBR 밴드차트 - 기아차



자료: Quantwise, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.07.11	매수	52,000원
	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



Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 기재된 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) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 7월 11일 기준)

매수	92.95%	중립	7.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	183,908	209,122	228,281	243,680	260,538
현금및현금성자산	11,049	30,642	44,185	52,092	65,688
매출채권및기타채권	30,855	31,647	35,342	37,516	38,462
재고자산	76,953	88,544	83,339	88,466	90,697
비유동자산	275,893	299,770	308,454	313,012	320,231
장기금융자산	8,238	6,434	6,311	6,311	6,311
유형자산	130,421	134,932	135,044	126,600	119,522
무형자산	21,338	22,953	24,170	25,695	26,854
자산총계	459,801	508,893	536,735	556,692	580,769
유동부채	145,795	162,469	166,912	168,663	168,036
단기금융부채	27,855	41,326	40,907	34,907	30,907
매입채무 및 기타채무	85,390	85,044	88,457	93,899	96,267
단기충당부채	6,985	8,275	8,607	9,136	9,367
비유동부채	71,966	80,629	84,546	82,328	84,483
장기금융부채	35,323	39,376	40,478	34,478	32,478
장기매입채무 및 기타채무	21	22	22	22	22
장기충당부채	19,515	25,330	27,975	29,078	29,792
부채총계	217,761	243,098	251,457	250,991	252,519
지배주주지분	242,040	265,794	285,278	305,701	328,250
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	258,574	283,387	310,326
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	242,040	265,794	285,278	305,701	328,250
부채외자본총계	459,801	508,893	536,735	556,692	580,769

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	30,007	30,914	43,547	48,815	48,515
당기순이익(손실)	26,306	27,546	28,284	29,224	31,349
비현금성항목등	27,725	33,229	22,350	27,078	25,781
유형자산감가상각비	9,693	11,293	15,690	24,444	23,078
무형자산감가상각비	4,532	5,573	6,057	6,585	6,951
기타	17,152	20,257	5,301	-1,164	-1,193
운전자본감소(증가)	-18,361	-22,323	-1,241	1,243	749
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-1,926	1,866	-3,788	-2,174	-946
재고자산감소(증가)	-15,798	-12,735	4,940	-5,127	-2,231
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6,676	547	4,474	5,441	2,368
기타	-7,313	-12,002	-6,868	3,102	1,558
법인세납부	-5,663	-7,539	-5,845	-8,729	-9,364
투자활동현금흐름	-51,201	-19,759	-30,912	-22,170	-22,121
금융자산감소(증가)	-10,876	5,077	-6,291	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	1,490	1,940	1,989
재무활동현금흐름	7,872	7,935	2,611	-18,738	-12,797
단기금융부채증가(감소)	0	0	-4,500	-6,000	-4,000
장기금융부채증가(감소)	14,561	15,168	9,062	-6,000	-2,000
자본의증가(감소)	-1,462	-1,318	0	0	0
배당금의 지급	-4,041	-4,410	-4,410	-4,410	-4,410
기타	-1,187	-1,505	-1,951	-2,328	-2,387
현금의 증가(감소)	-13,735	19,593	13,543	7,907	13,597
기초현금	24,785	11,049	30,642	44,185	52,092
기말현금	11,049	30,642	44,185	52,092	65,688
FCF	-9,282	9,757	22,396	27,622	27,535

자료 : 기아차, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	495,214	527,129	548,285	582,013	596,692
매출원가	396,538	422,816	442,249	469,176	480,706
매출총이익	98,677	104,313	106,036	112,837	115,986
매출총이익률 (%)	19.9	19.8	19.3	19.4	19.4
판매비와관리비	75,134	79,698	83,314	87,564	88,885
영업이익	23,543	24,615	22,722	25,273	27,101
영업이익률 (%)	4.8	4.7	4.1	4.3	4.5
비영업손익	7,460	9,806	12,147	12,680	13,612
순금융비용	-849	-121	9	388	398
외환관련손익	-1,516	-470	1,572	-194	-199
관계기업투자등 관련손익	8,949	11,599	9,791	12,098	13,016
세전계속사업이익	31,003	34,420	34,869	37,953	40,713
세전계속사업이익률 (%)	6.3	6.5	6.4	6.5	6.8
계속사업법인세	4,697	6,874	6,586	8,729	9,364
계속사업이익	26,306	27,546	28,284	29,224	31,349
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	26,306	27,546	28,284	29,224	31,349
순이익률 (%)	5.3	5.2	5.2	5.0	5.3
지배주주	26,306	27,546	28,284	29,224	31,349
지배주주귀속 순이익률(%)	5.31	5.23	5.16	5.02	5.25
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	22,704	28,178	23,894	24,834	26,959
지배주주	22,704	28,178	23,894	24,834	26,959
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	37,768	41,481	44,469	56,302	57,130

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	5.2	6.4	4.0	6.2	2.5
영업이익	-8.5	4.6	-7.7	11.2	7.2
세전계속사업이익	-18.8	11.0	1.3	8.8	7.3
EBITDA	-3.4	9.8	7.2	26.6	1.5
EPS(계속사업)	-12.1	4.7	2.7	3.3	7.3
수익성 (%)					
ROE	11.3	10.9	10.3	9.9	9.9
ROA	6.1	5.7	5.4	5.4	5.5
EBITDA마진	7.6	7.9	8.1	9.7	9.6
안정성 (%)					
유동비율	126.1	128.7	136.8	144.5	155.1
부채비율	90.0	91.5	88.1	82.1	76.9
순차입금/자기자본	-3.1	-2.0	-8.8	-14.7	-19.7
EBITDA/이자비용(배)	42.4	29.8	20.1	24.2	23.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	6,489	6,795	6,977	7,209	7,734
BPS	59,709	65,569	70,376	75,414	80,977
CFPS	9,999	10,956	12,342	14,864	15,142
주당 현금배당금	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	9.0	7.5	5.9	5.7	5.3
PER(최저)	6.2	5.4	4.9	4.7	4.4
PBR(최고)	1.0	0.8	0.6	0.6	0.5
PBR(최저)	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
PCR	5.3	3.6	3.0	2.5	2.4
EV/EBITDA(최고)	6.1	4.9	3.2	2.2	1.8
EV/EBITDA(최저)	4.2	3.5	2.6	1.7	1.3

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	238,979 억원
주요주주	
기아자동차(주)(외3)	30.16%
국민연금공단	7.01%
외국인지분률	49.70%
배당수익률	1.40%

Stock Data

주가(17/07/10)	245,500 원
KOSPI	2379.87 pt
52주 Beta	0.92
52주 최고가	288,000 원
52주 최저가	215,000 원
60일 평균 거래대금	633 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.4%	-8.1%
6개월	-9.9%	-22.4%
12개월	-2.8%	-19.4%

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

2Q17 Preview - 모듈부문 수익성하락 지속 전망

17년 2분기 실적은 매출액 9.1 조원(YoY -7.4%), 영업이익 5,880 억원(YoY -25.1%, OPM 5.8%), 당기순이익 6,497 억원(YoY -23.5%, NIM 7.1%) 전망

1분기와 유사하게 A/S 사업부는 안정적인 성장을 이어가는 반면, 모듈부문은 완성차 출하량 감소로 인해 수익성 악화 전망

하반기 중국출하량 회복과 국내공장 기저효과로 인한 실적 개선 기대

2Q17 Preview - 모듈부문 수익성하락 지속 전망

17년 2분기 실적은 매출액 9.1 조원(YoY -7.4%), 영업이익 5,880 억원(YoY -25.1%, OPM 5.8%), 당기순이익 6,497 억원(YoY -23.5%, NIM 7.1%)를 기록할 것으로 전망한다. 사업부별로 보면, A/S 부문은 영업이익 3,580 억원(OPM 21.0%)으로 안정적인 성장을 이어갈 것으로 예상된다. 하지만 모듈부문 영업이익은 2 분기에도 이어진 완성차그룹의 중국출하량 감소 영향으로 전년 대비 -46.4% 감소한 2,300 억(OPM 3.1%)을 기록할 것으로 추정한다.

하반기 중국출하량 회복과 국내공장 기저효과로 인한 실적 개선 기대

완성차그룹의 차량고급화와 물량 증가는 분명 캡티브에 대한 의존도가 높은 동사에 우호적인 요인이다. 특히 그동안 연구개발만 진행되어오던 친환경차량과 ADAS 확대는 외형성장과 더불어 수익성 개선에 기여할 것으로 판단한다. 하지만 실적측면에서 의존도가 높은 중국 물량 감소로 인한 모듈부문의 실적부진이 부담인 상황이다.

단 현지전략형 모델 출시와 함께 중국생산량이 회복되고, 전년도 부진했던 국내공장출하의 기저효과까지 감안한다면 하반기부터는 실적개선이 진행될 것으로 기대한다. 이를 통해 과거 친환경차량과 전장부품 등 핵심부품 비중확대를 통한 프리미엄도 재부각될 것으로 판단한다. 목표주가 29 만원, 투자 의견 매수를 유지한다.

영업실적 및 투자지표

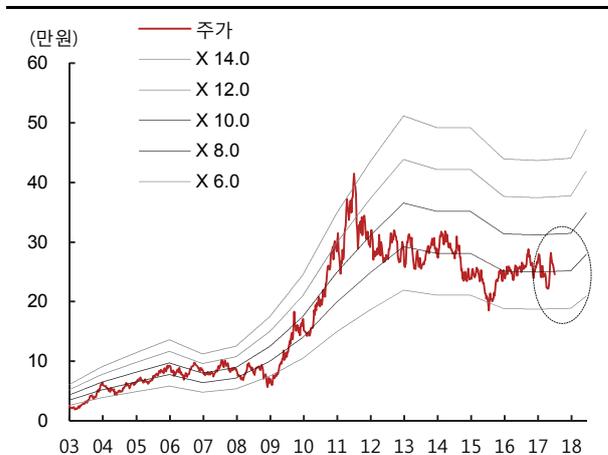
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	351,266	360,197	382,617	384,937	427,539	478,868
yoy	%	2.7	2.5	6.2	0.6	11.1	12.0
영업이익	억원	31,412	29,346	29,047	28,882	31,315	34,542
yoy	%	7.4	-6.6	-1.0	-0.6	8.4	10.3
EBITDA	억원	36,382	34,760	35,510	40,530	43,721	47,942
세전이익	억원	46,590	42,127	41,112	41,088	42,324	46,944
순이익(지배주주)	억원	34,224	30,554	30,378	30,646	31,319	34,738
영업이익률%	%	8.9	8.2	7.6	7.5	7.3	7.2
EBITDA%	%	10.4	9.7	9.3	10.5	10.2	10.0
순이익률	%	9.7	8.4	8.0	8.0	7.4	7.3
EPS	원	36,037	31,813	31,205	31,481	32,172	35,684
PER	배	6.6	7.8	8.5	7.7	7.6	6.8
PBR	배	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	4.8	5.9	6.0	4.5	4.0	3.4
ROE	%	15.8	12.5	11.2	10.3	9.8	10.1
순차입금	억원	-56,001	-35,076	-46,570	-55,533	-63,460	-73,804
부채비율	%	68.0	47.1	46.1	41.7	41.5	41.3

<표 1> 현대모비스 2017년 2분기 실적 Preview

	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q	17.2Q(F)	YoY	QoQ
(단위: 억원)								
매출액	93,395	98,541	87,781	102,901	92,677	91,231	-7.4%	-1.6%
모듈부문	76,770	82,070	71,368	85,539	75,119	74,184	-9.6%	-1.2%
A/S 부문	16,625	16,471	16,413	17,362	17,558	17,047	3.5%	-2.9%
매출원가	80,415	84,696	74,577	89,972	79,984	79,371	-6.3%	-0.8%
%	86.1	86.0	85.0	87.4	86.3	87.0	1.0%p	0.7%p
판매비	5,796	5,997	5,986	6,131	6,006	5,980	-0.3%	-0.4%
%	6.2	6.1	6.8	6.0	6.5	6.6	0.5%p	0.1%p
영업이익	7,184	7,847	7,217	6,799	6,687	5,880	-25.1%	-12.1%
%	7.7	8.0	8.2	6.6	7.2	6.4	-1.5%p	-0.8%p
모듈부문	3,458	4,292	3,454	2,778	2,505	2,300	-46.4%	-8.2%
%	4.5	5.2	4.8	3.2	3.3	3.1	-2.1%p	-0.2%p
A/S 부문	3,726	3,555	3,763	4,021	4,182	3,580	0.7%	-14.4%
%	22.4	21.6	22.9	23.2	23.8	21.0	-0.6%p	-2.8%p
영업외손익	3,823	3,769	2,375	2,097	2,946	2,900	-23.1%	-1.6%
%	4.1	3.8	2.7	2.0	3.2	3.2	-0.6%p	0.0%p
세전이익	11,007	11,617	9,592	8,896	9,633	8,780	-24.4%	-8.9%
%	11.8	11.8	10.9	8.6	10.4	9.6	-2.2%p	-0.8%p
법인세	3,055	3,129	2,534	1,921	2,014	2,283	-27.0%	13.3%
%	27.8	26.9	26.4	21.6	20.9	26.0	-0.9%p	5.1%p
당기순이익	7,952	8,488	7,058	6,974	7,619	6,497	-23.5%	-14.7%
%	8.5	8.6	8.0	6.8	8.2	7.1	-1.5%p	-1.1%p
지배주주	7,931	8,460	7,045	6,942	7,612	6,429	-24.0%	-15.5%
%	8.5	8.6	8.0	6.7	8.2	7.0	-1.5%p	-1.2%p

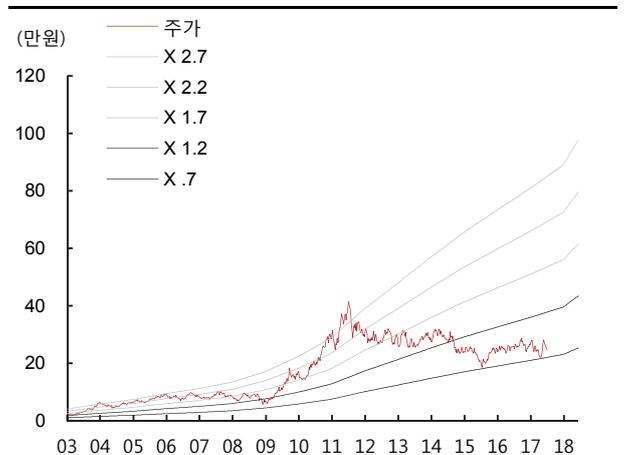
자료: 현대모비스, SK 증권 추정

<그림 1> PER 밴드차트 - 현대모비스



자료: Quantwise, SK 증권

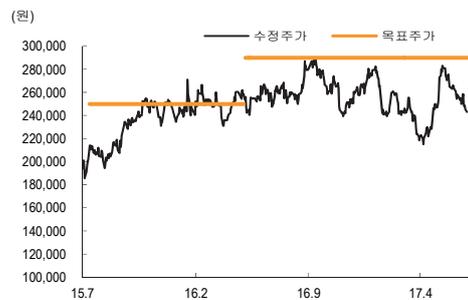
<그림 2> PBR 밴드차트 - 현대모비스



자료: Quantwise, SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.07.11	매수	290,000원
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



Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 기재된 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) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 7월 11일 기준)

매수	92.95%	중립	7.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	159,248	182,631	188,228	203,817	223,810
현금및현금성자산	24,979	20,493	34,691	38,868	45,112
매출채권및기타채권	63,434	72,242	72,680	80,724	90,415
재고자산	25,623	28,301	28,100	31,210	34,957
비유동자산	218,500	234,485	248,807	266,051	283,893
장기금융자산	523	503	724	724	724
유형자산	79,467	85,164	91,697	97,914	103,071
무형자산	9,310	9,610	9,133	8,832	8,597
자산총계	377,748	417,116	437,035	469,867	507,703
유동부채	82,906	88,334	88,047	93,802	100,246
단기금융부채	19,695	16,442	15,719	13,469	10,269
매입채무 및 기타채무	53,791	60,271	60,636	67,347	75,432
단기충당부채	1,902	2,824	2,841	3,156	3,534
비유동부채	38,080	43,202	40,532	43,960	48,248
장기금융부채	13,392	16,756	13,861	12,361	11,461
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	1,435	1,575	1,800	1,823	2,040
부채총계	120,986	131,536	128,579	137,762	148,494
지배주주지분	256,218	284,945	307,596	330,918	357,658
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	302,509	330,513	361,936
비지배주주지분	545	635	860	1,188	1,551
자본총계	256,762	285,580	308,456	332,105	359,209
부채외자본총계	377,748	417,116	437,035	469,867	507,703

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	30,931	25,070	28,646	29,647	32,074
당기순이익(손실)	30,400	30,473	30,896	31,649	35,104
비현금성항목등	12,468	8,947	10,129	12,072	12,838
유형자산감가상각비	4,750	5,774	10,904	11,783	12,843
무형자산감가상각비	664	689	744	622	557
기타	10,403	3,988	545	214	239
운전자본감소(증가)	-2,125	-4,570	-2,782	-3,399	-4,028
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-1,777	-8,937	-1,946	-8,044	-9,691
재고자산감소(증가)	-2,095	-2,139	-958	-3,110	-3,747
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1,595	8,522	2,404	6,711	8,085
기타	3,343	-2,016	-2,282	1,044	1,325
법인세납부	-9,813	-9,781	-9,596	-10,675	-11,840
투자활동현금흐름	-36,480	-25,729	-9,827	-16,611	-16,406
금융자산감소(증가)	10,940	-16,281	8,516	0	0
유형자산감소(증가)	-40,472	-12,811	-20,004	-18,000	-18,000
무형자산감소(증가)	-539	-322	-322	-322	-322
기타	-6,409	3,685	1,982	1,710	1,915
재무활동현금흐름	1,279	-3,771	-3,326	-8,859	-9,424
단기금융부채증가(감소)	-4,265	-5,139	-1,278	-2,250	-3,200
장기금융부채증가(감소)	9,104	5,093	-517	-1,500	-900
자본의증가(감소)	-2,347	0	0	0	0
배당금의 지급	-2,923	-3,317	-3,315	-3,315	-3,315
기타	1,710	-407	-1,531	-1,794	-2,009
현금의 증가(감소)	-4,136	-4,486	14,198	4,177	6,244
기초현금	29,114	24,979	20,493	34,691	38,868
기말현금	24,979	20,493	34,691	38,868	45,112
FCF	-55,176	11,755	13,301	14,102	16,880

자료 : 현대모비스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	360,197	382,617	384,937	427,539	478,868
매출원가	308,719	329,660	332,004	368,439	412,194
매출총이익	51,478	52,957	52,934	59,100	66,674
매출총이익률 (%)	14.3	13.8	13.8	13.8	13.9
판매비와관리비	22,133	23,910	24,052	27,785	32,132
영업이익	29,346	29,047	28,882	31,315	34,542
영업이익률 (%)	8.2	7.6	7.5	7.3	7.2
비영업손익	12,781	12,065	12,206	11,008	12,402
순금융비용	-1,002	-788	-515	84	94
외환관련손익	-1,866	498	174	-42	-47
관계기업투자등 관련손익	13,043	10,900	11,538	11,348	12,782
세전계속사업이익	42,127	41,112	41,088	42,324	46,944
세전계속사업이익률 (%)	11.7	10.7	10.7	9.9	9.8
계속사업법인세	11,311	10,639	10,192	10,675	11,840
계속사업이익	30,815	30,473	30,896	31,649	35,104
중단사업이익	-415	0	0	0	0
*법인세효과	-2	0	0	0	0
당기순이익	30,400	30,473	30,896	31,649	35,104
순이익률 (%)	8.4	8.0	8.0	7.4	7.3
지배주주	30,554	30,378	30,646	31,319	34,738
지배주주귀속 순이익률(%)	8.48	7.94	7.96	7.33	7.25
비지배주주	-154	95	250	330	366
총포괄이익	29,760	31,836	26,210	26,963	30,418
지배주주	29,930	31,739	25,963	26,636	30,055
비지배주주	-170	97	247	327	363
EBITDA	34,760	35,510	40,530	43,721	47,942

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	2.5	6.2	0.6	11.1	12.0
영업이익	-6.6	-1.0	-0.6	8.4	10.3
세전계속사업이익	-9.6	-2.4	-0.1	3.0	10.9
EBITDA	-4.5	2.2	14.1	7.9	9.7
EPS(계속사업)	-11.7	-1.9	0.9	2.2	10.9
수익성 (%)					
ROE	12.5	11.2	10.3	9.8	10.1
ROA	7.9	7.7	7.2	7.0	7.2
EBITDA마진	9.7	9.3	10.5	10.2	10.0
안정성 (%)					
유동비율	192.1	206.8	213.8	217.3	223.3
부채비율	47.1	46.1	41.7	41.5	41.3
순차입금/자기자본	-13.7	-16.3	-18.0	-19.1	-20.6
EBITDA/이자비용(배)	102.1	85.0	26.4	24.4	23.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	31,813	31,205	31,481	32,172	35,684
BPS	263,198	292,708	315,976	339,933	367,402
CFPS	36,948	37,845	43,446	44,916	49,449
주당 현금배당금	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	8.4	9.2	9.0	8.8	7.9
PER(최저)	5.8	7.4	6.8	6.7	6.0
PBR(최고)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
PBR(최저)	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6
PCR	6.7	7.0	5.6	5.4	4.9
EV/EBITDA(최고)	6.5	6.6	5.5	4.9	4.3
EV/EBITDA(최저)	4.2	5.1	3.8	3.4	2.9

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	17,867 억원
주요주주	
현대자동차(주)(외3)	40.74%
국민연금공단	9.16%
외국인지분률	13.50%
배당수익률	1.70%

Stock Data

주가(17/07/10)	65,700 원
KOSPI	2379.87 pt
52주 Beta	0.99
52주 최고가	96,200 원
52주 최저가	60,600 원
60일 평균 거래대금	150 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.4%	-2.2%
6개월	-13.0%	-25.1%
12개월	-21.8%	-35.1%

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

인고의 시간은 끝나간다

17년 2분기 실적은 매출액 1조 9,160 억원(YoY -1.7%), 영업이익 475 억원(YoY -47.7%, OPM 2.5%), 당기순이익 337 억원(YoY -42.3%, NIM 1.8%) 전망
인고의 시간은 끝나간다는 점에 초점 1)디젤엔진 공장 정상화, 2)터보차저 부문 생산 확대, 3)세제혜택 종료 이후 18년 중국수익성 회복, 4)멕시코 공장 물량 증가, 5)기계부문 수주 회복과 주요 지역별 경쟁심화 완화 등

2Q17 Preview - 매출액 1조 9,160 억원, 영업이익 475 억원(OPM 2.5%)

17년 2분기 실적은 매출액 1조 9,160 억원(YoY -1.7%), 영업이익 475 억원(YoY -47.7%, OPM 2.5%), 당기순이익 337 억원(YoY -42.3%, NIM 1.8%)으로 전망한다. 사업부문별로는 1분기에 이은 완성차그룹 중국부진 영향으로 차량부품 영업이익은 전년 동기 743 억(OPM 4.6%)에서 감소한 504 억(OPM 3.1%)으로, 기계부문은 전분기 대비 적자폭이 감소한 -29 억(OPM -1.0%)을 예상한다.

인고의 시간은 끝나간다

예상되었던 2분기 실적우려보다는 이연되었던 투자의 회수가능성에 초점을 맞출 필요가 있다는 판단이다. 먼저 예상보다 2달정도 이연되었던 서산공장 디젤 엔진부문이 하반기부터 본격 가세할 예정이다. 터보차저부문은 지분구조 변경 이후 물량 확대가 가속화될 전망이다. 17년 하반기부터 본격 가동되면서 17년 20만대, 18년 50만대 수준으로 증가하며, 디젤/가솔린 모두 2020년까지 지속적인 물량 확대를 통해 외형과 수익성 개선을 기대한다. 중국 엔진공장은 당분간 완성차그룹의 물량 여파에서 벗어날 수는 없겠지만, 동시에 완성차 중국공장의 의존도를 낮추기 위해 공급처를 다변화하려는 부분은 긍정적이다. 1.6리터 세제 혜택이 올해말로 종료될 경우 18년부터는 과거의 높은 수익성을 회복할 것으로 기대한다. 멕시코 공장도 완성차 그룹의 차종추가로 인한 물량 증대가 진행되며 수익성이 회복될 전망이다. 기계부문은 공작기계에서 내수 경쟁심화가 다소 완화되고 있으며, 신규수주는 분기 3천억원 수준의 사업계획을 달성하며 과거 대비 분명 개선되는 모습이다. 인고의 시간은 지나가고 있다. 투자 의견 매수, 목표주가 90,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	75,956	78,842	75,894	76,188	81,785	83,403
yoy	%	7.1	3.8	-3.7	0.4	7.4	2.0
영업이익	억원	5,256	5,009	2,627	2,455	3,009	3,147
yoy	%	-0.7	-4.7	-47.6	-6.6	22.6	4.6
EBITDA	억원	6,735	6,835	4,826	5,860	7,289	7,240
세전이익	억원	5,858	4,433	2,328	1,817	3,186	3,696
순이익(지배주주)	억원	4,344	3,269	1,307	1,367	2,421	2,809
영업이익률%	%	6.9	6.4	3.5	3.2	3.7	3.8
EBITDA%	%	8.9	8.7	6.4	7.7	8.9	8.7
순이익률	%	5.8	4.2	1.7	1.8	3.0	3.4
EPS	원	16,733	12,020	4,807	5,027	8,902	10,329
PER	배	10.5	9.3	15.2	12.9	7.3	6.3
PBR	배	1.7	1.0	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	7.5	5.0	5.1	3.5	2.5	2.1
ROE	%	17.0	10.9	4.1	4.2	7.1	7.8
순차입금	억원	2,357	3,417	4,713	2,740	247	-2,660
부채비율	%	108.4	111.3	115.5	111.0	107.6	103.6

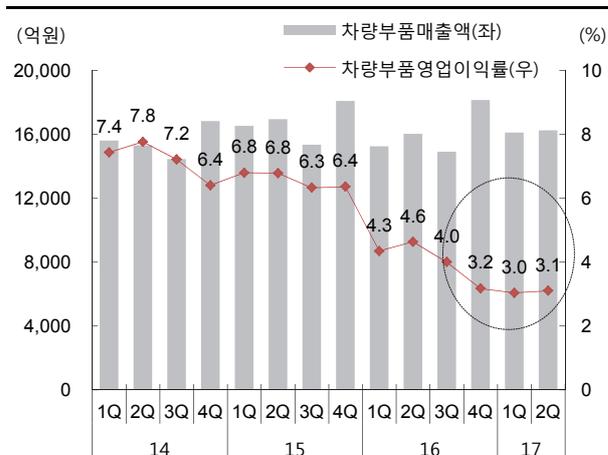
<표 1> 현대위아 2017년 2분기 실적 Preview

(단위: 억원)

	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q	17.2Q(F)	YoY	QoQ
매출액	18,387	19,487	17,439	20,581	18,718	19,160	-1.7%	2.4%
차량부품	15,244	16,024	14,912	18,150	16,104	16,252	1.4%	0.9%
기계	3,143	3,462	2,528	2,431	2,615	2,908	-16.0%	11.2%
매출원가	16,766	17,745	16,081	19,536	17,595	17,972	1.3%	2.1%
%	91.2	91.1	92.2	94.9	94.0	93.8	2.7%p	-0.2%p
판매비	821	833	719	766	693	713	-14.4%	2.9%
%	4.5	4.3	4.1	3.7	3.7	3.7	-0.6%p	0.0%p
영업이익	800	908	640	280	431	475	-47.7%	10.2%
%	4.4	4.7	3.7	1.4	2.3	2.5	-2.2%p	0.2%p
차량부품	662	743	597	575	489	504	-32.2%	3.0%
%	4.3	4.6	4.0	3.2	3.0	3.1	-1.5%p	0.1%p
기계	138	165	43	-296	-58	-29	적전	적지
%	4.4	4.8	1.7	-12.2	-2.2	-1.0	-5.8%p	1.2%p
영업외손익	-132	-12	-384	227	-386	-31	적지	적지
%	-0.7	-0.1	-2.2	1.1	-2.1	-0.2	-0.1%p	1.9%p
세전이익	668	896	256	507	44	444	-50.5%	902.2%
%	3.6	4.6	1.5	2.5	0.2	2.3	-2.3%p	2.1%p
법인세	182	312	249	278	24	107	-65.8%	342.0%
%	27.2	34.8	97.1	54.9	54.4	24.0	-10.8%p	-30.4%p
당기순이익	487	585	7	229	20	337	-42.3%	1570.7%
%	2.6	3.0	0.0	1.1	0.1	1.8	-1.2%p	1.7%p

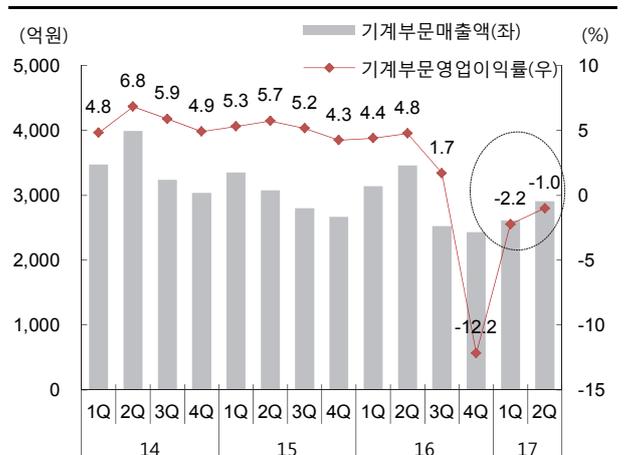
자료: 현대위아, SK 증권 추정

<그림 1> 차량부품 실적 추이



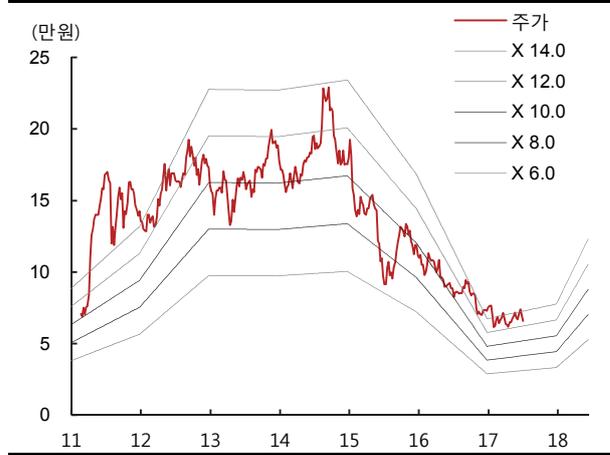
자료: 현대위아, SK 증권 추정

<그림 2> 기계부문 실적 추이



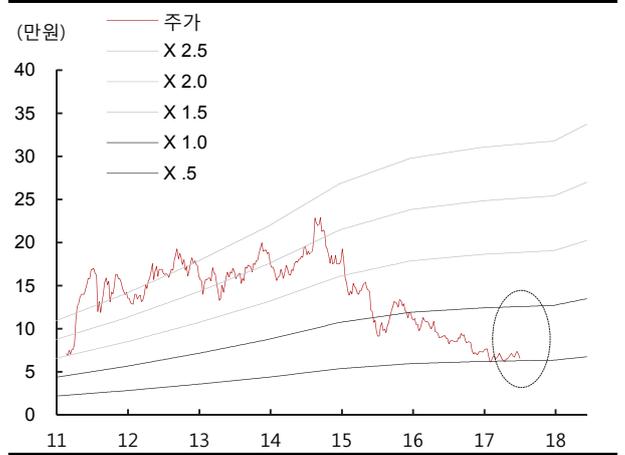
자료: 현대위아, SK 증권 추정

<그림 3> PER 밴드차트 - 현대위아



자료: Quantwise, SK 증권

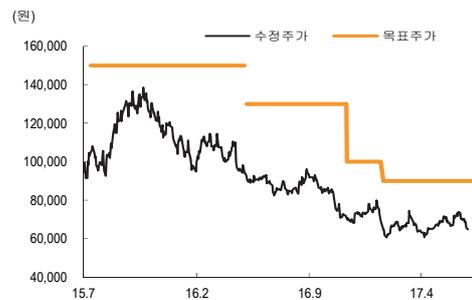
<그림 4> PBR 밴드차트 - 현대위아



자료: Quantwise, SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.07.11	매수	90,000원
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



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) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 7월 11일 기준)

매수	92.95%	중립	7.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	36,233	37,433	38,410	41,564	44,950
현금및현금성자산	5,845	7,993	8,792	10,285	13,191
매출채권및기타채권	15,693	14,376	14,432	15,492	15,798
재고자산	7,799	7,716	7,746	8,315	8,479
비유동자산	30,598	32,787	31,795	31,150	30,693
장기금융자산	845	710	704	704	704
유형자산	23,228	25,483	24,514	23,177	22,031
무형자산	2,433	2,457	2,462	2,478	2,492
자산총계	66,831	70,221	70,205	72,713	75,644
유동부채	18,431	16,989	16,038	16,676	17,005
단기금융부채	1,555	1,554	543	43	43
매입채무 및 기타채무	14,847	14,192	14,246	15,293	15,596
단기충당부채	183	173	174	187	190
비유동부채	16,768	20,646	20,888	21,012	21,479
장기금융부채	14,227	18,067	17,993	17,493	17,493
장기매입채무 및 기타채무	13	8	8	8	8
장기충당부채	1,198	1,358	1,544	1,612	1,645
부채총계	35,199	37,635	36,926	37,688	38,484
지배주주지분	31,632	32,586	33,279	35,025	37,160
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	27,967	30,096	32,613
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	31,632	32,586	33,279	35,025	37,160
부채외자본총계	66,831	70,221	70,205	72,713	75,644

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	6,418	3,784	4,736	6,052	6,226
당기순이익(손실)	3,269	1,307	1,367	2,421	2,809
비현금성항목등	3,638	3,736	4,495	4,868	4,431
유형자산감가상각비	1,472	1,761	2,965	3,836	3,647
무형자산감가상각비	354	437	441	443	446
기타	805	458	146	17	18
운전자본감소(증가)	790	561	-637	-472	-127
매출채권및기타채권의 감소(증가)	726	1,421	-427	-1,060	-306
재고자산감소(증가)	-1,062	101	-194	-569	-164
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-326	52	194	1,047	303
기타	1,452	-1,014	-211	110	42
법인세납부	-1,279	-1,820	-489	-765	-887
투자활동현금흐름	-8,519	-4,487	-2,909	-2,835	-2,832
금융자산감소(증가)	-1,404	-248	-107	0	0
유형자산감소(증가)	-5,596	-3,940	-2,500	-2,500	-2,500
무형자산감소(증가)	-682	-460	-460	-460	-460
기타	-836	160	158	125	128
재무활동현금흐름	3,070	2,864	-932	-1,725	-487
단기금융부채증가(감소)	-1,861	-1,550	-1,000	-500	0
장기금융부채증가(감소)	5,510	5,177	491	-500	0
자본의증가(감소)	0	-25	0	0	0
배당금의 지급	-212	-292	-292	-292	-292
기타	-367	-446	-423	-432	-195
현금의 증가(감소)	1,010	2,147	799	1,493	2,907
기초현금	4,835	5,845	7,993	8,792	10,285
기말현금	5,845	7,993	8,792	10,285	13,191
FCF	1,284	-703	2,290	3,134	3,397

자료 : 현대위아, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	78,842	75,894	76,188	81,785	83,403
매출원가	70,431	70,127	70,829	75,952	74,373
매출총이익	8,411	5,767	5,358	5,833	9,030
매출총이익률 (%)	10.7	7.6	7.0	7.1	10.8
판매비와관리비	3,402	3,140	2,904	2,823	5,883
영업이익	5,009	2,627	2,455	3,009	3,147
영업이익률 (%)	6.4	3.5	3.2	3.7	3.8
비영업손익	-576	-300	-638	176	549
순금융비용	173	272	310	307	67
외환관련손익	291	-66	-456	-154	-34
관계기업투자등 관련손익	289	148	124	654	667
세전계속사업이익	4,433	2,328	1,817	3,186	3,696
세전계속사업이익률 (%)	5.6	3.1	2.4	3.9	4.4
계속사업법인세	1,165	1,020	449	765	887
계속사업이익	3,269	1,307	1,367	2,421	2,809
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	3,269	1,307	1,367	2,421	2,809
순이익률 (%)	4.2	1.7	1.8	3.0	3.4
지배주주	3,269	1,307	1,367	2,421	2,809
지배주주귀속 순이익률(%)	4.15	1.72	1.79	2.96	3.37
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	3,347	1,246	985	2,039	2,427
지배주주	3,347	1,246	985	2,039	2,427
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	6,835	4,826	5,860	7,289	7,240

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	3.8	-3.7	0.4	7.4	2.0
영업이익	-4.7	-47.6	-6.6	22.6	4.6
세전계속사업이익	-24.3	-47.5	-22.0	75.4	16.0
EBITDA	1.5	-29.4	21.4	24.4	-0.7
EPS(계속사업)	-28.2	-60.0	4.6	77.1	16.0
수익성 (%)					
ROE	10.9	4.1	4.2	7.1	7.8
ROA	5.2	1.9	2.0	3.4	3.8
EBITDA마진	8.7	6.4	7.7	8.9	8.7
안정성 (%)					
유동비율	196.6	220.3	239.5	249.2	264.3
부채비율	111.3	115.5	111.0	107.6	103.6
순차입금/자기자본	10.8	14.5	8.2	0.7	-7.2
EBITDA/이자비용(배)	17.1	10.7	13.3	16.9	37.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	12,020	4,807	5,027	8,902	10,329
BPS	116,315	119,823	122,370	128,792	136,642
CFPS	18,734	12,891	17,550	24,639	25,378
주당 현금배당금	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	16.0	23.8	15.9	9.0	7.7
PER(최저)	7.6	14.2	12.1	6.8	5.9
PBR(최고)	1.7	1.0	0.7	0.6	0.6
PBR(최저)	0.8	0.6	0.5	0.5	0.4
PCR	6.0	5.7	3.7	2.6	2.6
EV/EBITDA(최고)	8.2	7.4	4.2	3.0	2.6
EV/EBITDA(최저)	4.2	4.8	3.3	2.3	1.9

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	56,583 억원
주요주주	
한안코오토홀딩스유 한회사(외1)	69.98%
국민연금공단	5.00%
외국인지분률	20.40%
배당수익률	0.70%

Stock Data

주가(17/07/10)	10,600 원
KOSPI	2379.87 pt
52주 Beta	1.16
52주 최고가	13,350 원
52주 최저가	8,250 원
60일 평균 거래대금	114 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.4%	2.5%
6개월	1.9%	-12.2%
12개월	1.9%	-15.5%

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

미래성장에 초점을 맞추자

17년 2분기 실적 매출액 1 조 4,735 억원(YoY -1.2%), 영업이익 976 억원(YoY 2.7%, OPM 6.6%), 당기순이익 682 억원(YoY 6.8%, NIM 4.6%) 전망

높은 ASP와 신규장착으로 외형성장과 수익성에 크게 기여할 수 있는 친환경차 향 부품에 초점을 맞출 필요. 3%대까지 높아진 글로벌 친환경차 판매비중과 현대차그룹의 판매량을 감안한다면 예상보다 빠른 실적기여가 가능할 전망

2Q17 Preview - 매출액 1 조 4,735 억원, 영업이익 976 억원(OPM 6.6%),

17년 2분기 실적은 매출액 1 조 4,735 억원(YoY -1.2%), 영업이익 976 억원(YoY 2.7%, OPM 6.6%), 당기순이익 682 억원(YoY 6.8%, NIM 4.6%)를 기록할 것으로 전망한다. 현대차그룹의 중국부진으로 인해 이익기여도가 높은 중국수익성은 악화되었지만, 전년 동기 통상임금 관련 충당금 기저효과로 인해 아시아법인 영업이익률은 3.3%를 기록할 것으로 예상된다. 유럽법인 역시 수익성 개선활동이 지속되며 5.8% 영업이익률로 양호한 실적을 기록할 전망이다.

미래성장에 초점을 맞추자

2분기 시장기대치를 다소 하회할 것으로 예상되나 높은 기술력을 바탕으로 한 수주활동이 성공적으로 진행되며 작년 12 억달러에서 올해 18 억달러로 계획되었던 수주는 초과달성 가능할 것으로 기대한다. 또한 높은 ASP와 신규장착으로 외형성장과 수익성에 크게 기여할 수 있는 친환경차 향 부품에 초점을 맞출 필요가 있다. 현재 글로벌 판매에서 3%대까지 높아진 친환경차 비중(HEV 제외시 1.0~1.5%대)과 현대차그룹 아이오닉과 니로 등의 판매비중 확대 등을 감안한다면 예상보다 빠른 실적기여가 가능할 전망이다.

그리고 현재 진행 중인 중국로컬업체와의 JV 설립이 가시화 된다면 고객다변화라는 측면과 함께 현대차그룹향 높은 의존도를 낮출 수 있을 것으로 기대한다. 실적우려보다는 미래성장에 초점을 맞추어 조정시 매수로 대응하는 것이 바람직하다는 판단이다. 투자 의견 매수, 목표주가 13,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	54,549	55,581	57,037	58,120	60,178	61,893
yoy	%	5.1	1.9	2.6	1.9	3.5	2.9
영업이익	억원	3,703	3,596	4,225	4,748	4,969	5,118
yoy	%	1.9	-2.9	17.5	12.4	4.7	3.0
EBITDA	억원	5,357	5,334	6,087	7,130	7,486	7,296
세전이익	억원	3,709	3,457	4,157	4,551	4,675	4,816
순이익(지배주주)	억원	2,754	2,305	2,921	3,186	3,290	3,541
영업이익률%	%	6.8	6.5	7.4	8.2	8.3	8.3
EBITDA%	%	9.8	9.6	10.7	12.3	12.4	11.8
순이익률	%	5.3	4.4	5.3	5.6	5.7	5.9
EPS	원	516	432	547	597	616	663
PER	배	18.8	24.0	18.8	17.4	16.9	15.7
PBR	배	3.2	3.2	3.0	2.7	2.6	2.5
EV/EBITDA	배	10.0	10.5	9.6	7.7	7.0	6.9
ROE	%	17.7	13.7	16.4	16.4	15.6	16.0
순차입금	억원	292	-494	2,313	-1,725	-4,418	-6,650
부채비율	%	94.0	92.3	104.8	97.7	88.2	79.9

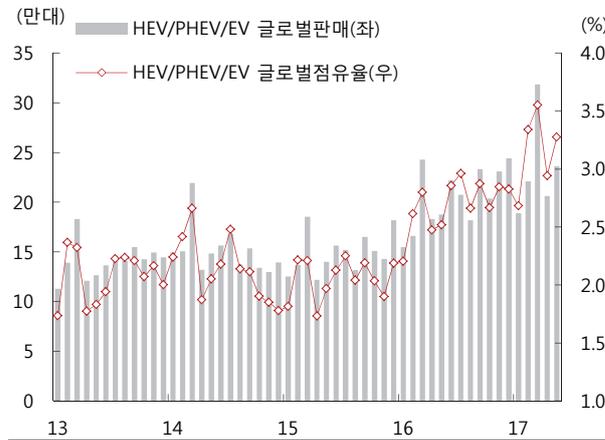
<표 1> 한온시스템 2017년 2분기 실적 Preview

(단위: 억원)

	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q	17.2Q(F)	YoY	QoQ
매출액	14,281	14,908	12,831	15,017	14,490	14,735	-1.2%	1.7%
아시아	10,239	10,386	9,672	10,963	10,132	10,166	-2.1%	0.3%
미주	2,523	2,761	2,697	2,530	2,786	2,789	1.0%	0.1%
유럽	6,562	6,780	5,127	6,500	6,706	7,011	3.4%	4.5%
연결조정	-5,042	-5,020	-4,666	-4,976	-5,134	-5,231	4.2%	1.9%
매출원가	11,947	12,810	10,714	12,578	12,100	12,525	-2.2%	3.5%
%	83.7	85.9	83.5	83.8	83.5	85.0	-0.9%p	1.5%p
판매비	1,286	1,148	1,050	1,279	1,118	1,235	7.5%	10.4%
%	9.0	7.7	8.2	8.5	7.7	8.4	0.7%p	0.7%p
영업이익	1,048	950	1,067	1,160	1,272	976	2.7%	-23.3%
%	7.3	6.4	8.3	7.7	8.8	6.6	0.3%p	-2.2%p
아시아	838.5	475	783	498	676	333	-30.0%	-50.8%
%	8.2	4.6	8.1	4.5	6.7	3.3	-1.3%p	-3.4%p
미주	187	151	147	141	117	114	-24.4%	-2.3%
%	7.4	5.5	5.5	5.6	4.2	4.1	-1.4%p	-0.1%p
유럽	-115	205	80	210	447	403	96.5%	-9.8%
%	-1.8	3.0	1.6	3.2	6.7	5.8	2.7%p	-0.9%p
연결조정	138	118	57	311	101	126	6.1%	24.3%
영업외이익	-7	-69	-49	-49	-239	-28	적지	적지
%	0.0	-0.5	-0.4	-0.3	-1.7	-0.2	0.3%p	1.5%p
세전이익	1,042	881	1,018	1,112	1,032	948	7.6%	-8.2%
%	7.3	5.9	7.9	7.4	7.1	6.4	0.5%p	-0.7%p
법인세	318	242	282	277	290	265	9.9%	-8.5%
%	30.6	27.4	27.7	24.9	28.1	28.0	0.6%p	-0.1%p
당기순이익	723	639	736	939	742	682	6.8%	-8.0%
%	5.1	4.3	5.7	6.3	5.1	4.6	0.3%p	-0.5%p
지배주주	685	601	690	946	714	687	14.4%	-3.7%
%	4.8	4.0	5.4	6.3	4.9	4.7	0.6%p	-0.3%p

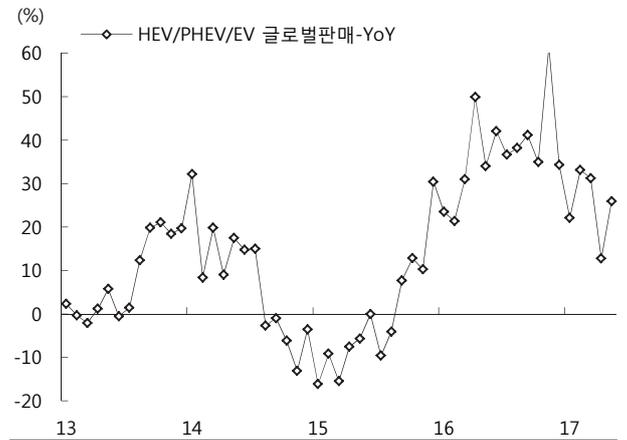
자료: 한온시스템 SK 증권 추정

<그림 1> 글로벌 친환경차량 판매 - 3%대에 안착한 친환경차 판매



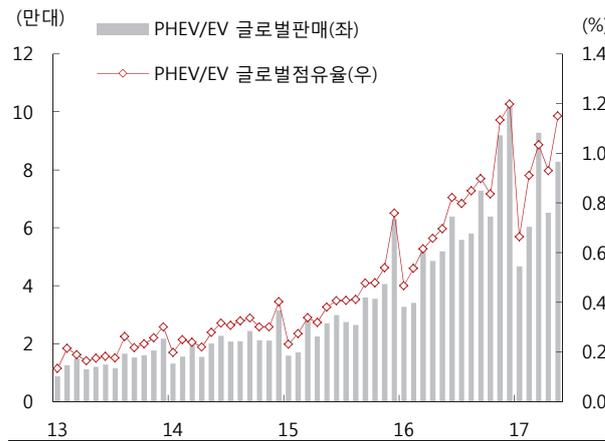
자료: Markline, SK 증권

<그림 2> 글로벌 친환경차량 판매 YoY - 10% 성장 지속



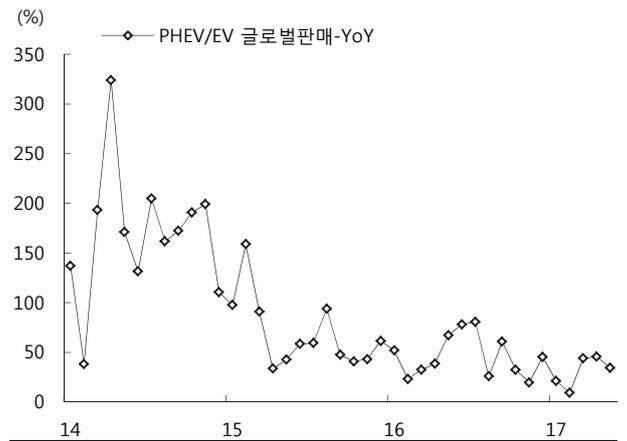
자료: Markline, SK 증권

<그림 3> PHEV/EV 글로벌 판매 추이



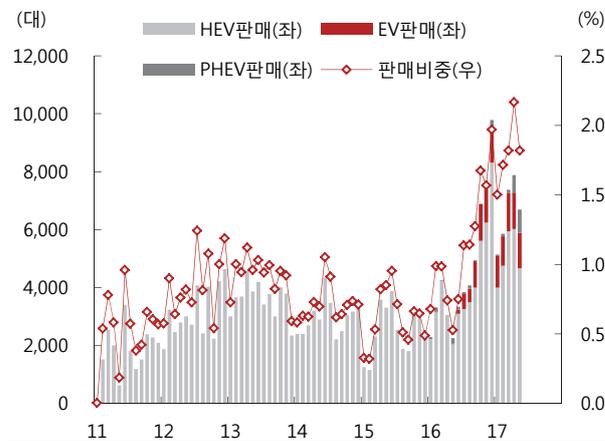
자료: Markline, SK 증권

<그림 4> PHEV/EV 글로벌 판매 YoY



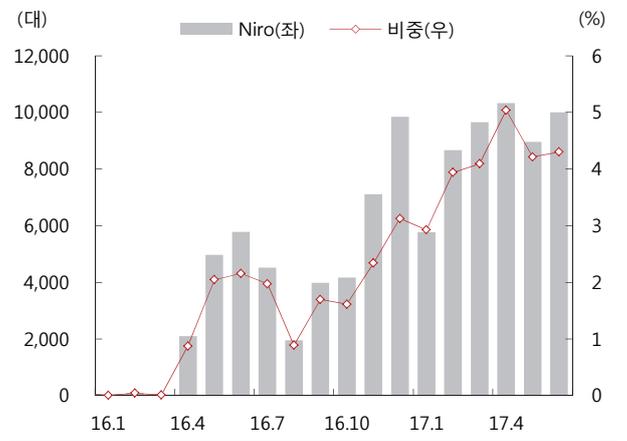
자료: Markline, SK 증권

<그림 5> 친환경차 판매 - 현대차, 친환경차 판매비중 상승



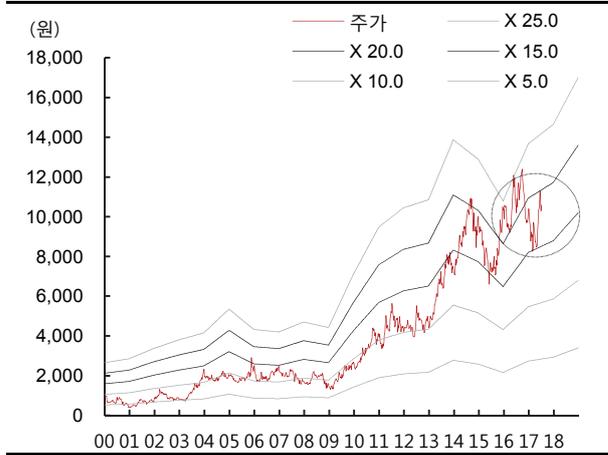
자료: 현대차, SK 증권

<그림 6> 기아차 Niro 판매 추이 - 4%대 비중



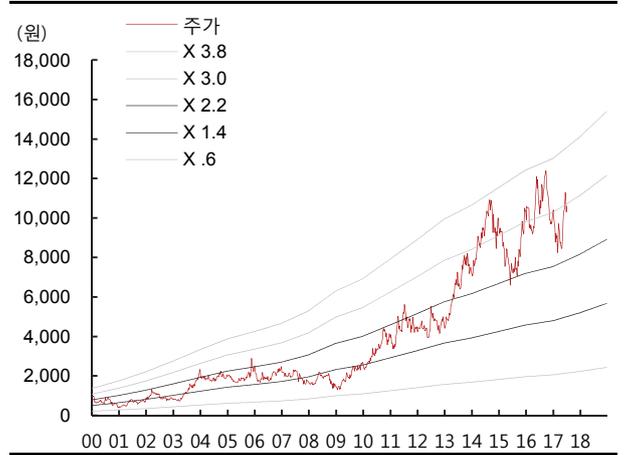
자료: 기아차, SK 증권

<그림 7> PER 밴드차트 - 한온시스템



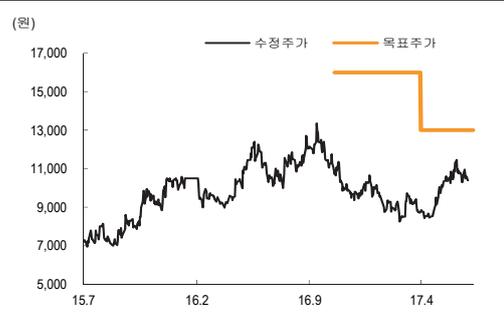
자료: Quantwise, SK 증권

<그림 8> PBR 밴드차트 - 한온시스템



자료: Quantwise, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.07.11	매수	13,000원
	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 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) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 7월 11일 기준)

매수	92.95%	중립	7.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	19,935	21,510	26,383	28,158	29,377
현금및현금성자산	4,471	4,252	8,503	9,695	10,428
매출채권및기타채권	10,388	9,642	9,826	10,173	10,463
재고자산	3,822	4,297	4,379	4,534	4,663
비유동자산	14,658	17,088	15,412	13,932	12,796
장기금융자산	14	37	504	504	504
유형자산	10,927	11,781	9,200	7,361	5,889
무형자산	2,074	3,503	3,824	3,997	4,142
자산총계	34,594	38,597	41,795	42,090	42,172
유동부채	14,309	14,634	12,992	12,896	12,732
단기금융부채	3,412	3,171	1,317	817	317
매입채무 및 기타채무	8,322	8,650	8,815	9,127	9,387
단기충당부채	24	51	52	54	55
비유동부채	2,290	5,114	7,660	6,826	5,999
장기금융부채	692	3,597	5,979	4,979	3,979
장기매입채무 및 기타채무	142	152	152	152	152
장기충당부채	417	526	575	594	612
부채총계	16,599	19,748	20,652	19,721	18,731
지배주주지분	17,447	18,276	20,510	21,644	22,629
자본금	534	534	534	534	534
자본잉여금	-231	-231	-227	-227	-227
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	18,296	19,366	21,350	22,239	22,977
비지배주주지분	547	573	633	725	813
자본총계	17,994	18,849	21,143	22,369	23,442
부채외자본총계	34,594	38,597	41,795	42,090	42,172

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	4,503	3,968	5,188	6,061	6,005
당기순이익(손실)	2,434	3,038	3,276	3,413	3,660
비현금성항목등	3,478	4,030	3,918	4,073	3,636
유형자산감가상각비	1,698	1,758	1,855	1,839	1,471
무형자산감가상각비	41	104	527	678	706
기타	715	1,062	171	300	309
운전자본감소(증가)	-596	-2,049	-408	-162	-134
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-180	587	-405	-348	-290
재고자산감소(증가)	-296	-689	-303	-155	-129
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	-55	-722	312	260
기타	-121	-1,892	1,022	29	25
법인세납부	-812	-1,051	-1,597	-1,262	-1,156
투자활동현금흐름	-2,452	-4,399	-805	-793	-791
금융자산감소(증가)	-40	-124	-7	0	0
유형자산감소(증가)	-2,153	-2,306	149	0	0
무형자산감소(증가)	-390	-851	-851	-851	-851
기타	131	-1,118	-96	58	60
재무활동현금흐름	-1,253	287	-12	-4,076	-4,482
단기금융부채증가(감소)	-28	-469	-1,549	-500	-500
장기금융부채증가(감소)	-11	2,948	2,493	-1,000	-1,000
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-1,080	-2,033	-2,002	-2,402	-2,802
기타	-135	-159	-155	-174	-179
현금의 증가(감소)	658	-220	4,252	1,192	732
기초현금	3,813	4,471	4,252	8,503	9,695
기말현금	4,471	4,252	8,503	9,695	10,428
FCF	2,267	1,305	5,046	5,131	5,082

자료: 한은시스템 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	55,581	57,037	58,120	60,178	61,893
매출원가	46,970	48,048	48,925	50,596	51,977
매출총이익	8,611	8,989	9,195	9,581	9,916
매출총이익률 (%)	15.5	15.8	15.8	15.9	16.0
판매비와관리비	5,015	4,763	4,447	4,613	4,799
영업이익	3,596	4,225	4,748	4,969	5,118
영업이익률 (%)	6.5	7.4	8.2	8.3	8.3
비영업손익	-139	-69	-197	-294	-302
순금융비용	62	153	119	116	119
외환관련손익	-106	-31	-196	-58	-60
관계기업투자등 관련손익	126	90	112	181	186
세전계속사업이익	3,457	4,157	4,551	4,675	4,816
세전계속사업이익률 (%)	6.2	7.3	7.8	7.8	7.8
계속사업법인세	1,023	1,119	1,275	1,262	1,156
계속사업이익	2,434	3,038	3,276	3,413	3,660
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,434	3,038	3,276	3,413	3,660
순이익률 (%)	4.4	5.3	5.6	5.7	5.9
지배주주	2,305	2,921	3,186	3,290	3,541
지배주주귀속 순이익률(%)	4.15	5.12	5.48	5.47	5.72
비지배주주	129	116	90	122	119
총포괄이익	2,428	2,771	3,491	3,628	3,876
지배주주	2,297	2,665	3,432	3,536	3,787
비지배주주	131	106	60	92	88
EBITDA	5,334	6,087	7,130	7,486	7,296

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	1.9	2.6	1.9	3.5	2.9
영업이익	-2.9	17.5	12.4	4.7	3.0
세전계속사업이익	-6.8	20.2	9.5	2.7	3.0
EBITDA	-0.4	14.1	17.1	5.0	-2.5
EPS(계속사업)	-16.3	26.7	9.1	3.3	7.6
수익성 (%)					
ROE	13.7	16.4	16.4	15.6	16.0
ROA	7.3	8.3	8.2	8.1	8.7
EBITDA마진	9.6	10.7	12.3	12.4	11.8
안정성 (%)					
유동비율	139.3	147.0	203.1	218.4	230.7
부채비율	92.3	104.8	97.7	88.2	79.9
순차입금/자기자본	-2.8	12.3	-8.2	-19.8	-28.4
EBITDA/이자비용(배)	39.6	29.2	42.3	43.0	40.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	432	547	597	616	663
BPS	3,268	3,424	3,842	4,055	4,239
CFPS	758	896	1,043	1,088	1,071
주당 현금배당금	970	225	300	300	300
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	24.3	24.4	19.2	18.6	17.3
PER(최저)	15.3	16.4	13.8	13.4	12.4
PBR(최고)	3.2	3.9	3.0	2.8	2.7
PBR(최저)	2.0	2.6	2.2	2.0	2.0
PCR	13.7	11.5	10.0	9.6	9.7
EV/EBITDA(최고)	10.7	12.3	8.5	7.8	7.7
EV/EBITDA(최저)	6.8	8.5	6.1	5.5	5.3

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	22,633 억원
주요주주	
한라홀딩스(외15)	30.32%
국민연금공단	9.01%
외국인지분률	42.60%
배당수익률	2.10%

Stock Data

주가(17/07/10)	241,000 원
KOSPI	2379.87 pt
52주 Beta	0.99
52주 최고가	287,000 원
52주 최저가	217,000 원
60일 평균 거래대금	154 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.4%	-4.2%
6개월	-7.1%	-20.0%
12개월	9.6%	-9.1%

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

위기를 기회로

17년 2분기 실적은 매출액 1 조 4,302 억원(YoY -0.7%), 영업이익 567 억원(YoY -12.5%, OPM 4.0%), 당기순이익 364 억원(YoY -19.5%, NIM 2.5%) 전망
중국과 미국 부진을 고객사 다변화와 현지화를 통해 만회, 기술력과 가격경쟁력을 바탕으로 한 신규수주 활동도 활발히 진행. 미래성장을 감안하면 PER 과 PBR 모두 밴드 하단에 위치한 현재 주가수준은 매력적이라는 판단

2Q17 Preview - 매출액 1 조 4,302 억원, 영업이익 567 억원(OPM 4.0%),

17년 2분기 실적은 매출액 1 조 4,302 억원(YoY -0.7%), 영업이익 567 억원(YoY -12.5%, OPM 4.0%), 당기순이익 364 억원(YoY -19.5%, NIM 2.5%)으로 전망한다. 인도와 유럽을 비롯한 기타지역과 국내는 안정적인 성장세를 이어갔지만 중국에서 주요 고객사인 Geely 의 호실적에도 불구하고, 현대차그룹의 부진여파가 더 크게 작용하였으며, 미국 역시 GM 과 현대차그룹 물량 감소여파가 맞물리며 전년 동기 대비 수익성은 다소 악화되었다.

위기를 기회로 - 고객사 다변화와 R&D 역량 강화 지속

주요 고객사의 중국부진에 따른 부담감은 존재하지만, 기존 고객 이외의 신규고객 확대를 계획하며 고객다변화의 기회가 될 것으로 기대한다. 미국 역시 조지아 공장을 중심으로 현지화 비중을 높이며 향후 수익성 개선이 예상된다. 추가적으로 유럽과 인도 역시 기술력과 가격경쟁력을 바탕으로 전장을 중심으로 한 신규수주 활동이 진행 중이며, 연초 12 조 수주목표를 충분히 달성할 수 있을 것으로 전망한다.

수익성 개선이 지속되면서 조달금리가 하락하며 금융비용에 대한 부담도 과거 대비 완화되었고, 우려요인이었던 보쉬와의 소송 또한 크로스 라이선스를 인정하는 방향으로 마무리되었다. 주가측면에서 최근 조정이 이루어졌지만 미래성장을 감안하면 PER 과 PBR 모두 밴드 하단에 위치한 현재 주가수준은 매력적이라는 판단이다. 투자 의견 매수, 목표주가 320,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

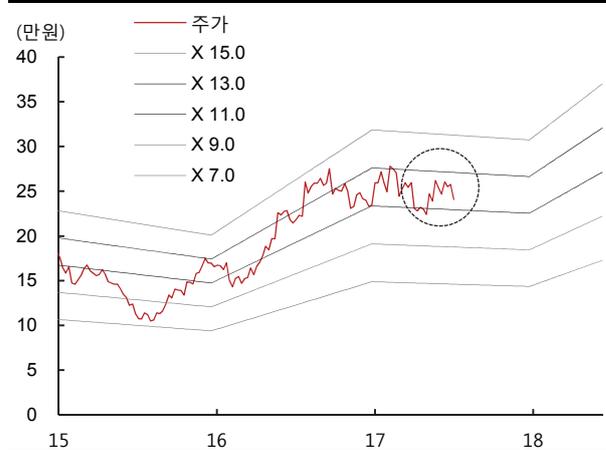
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	17,214	52,992	58,664	60,366	62,086	63,697
yoy	%	0.0	207.8	10.7	2.9	2.9	2.6
영업이익	억원	793	2,656	3,050	2,685	2,758	2,855
yoy	%	0.0	235.2	14.8	-12.0	2.7	3.5
EBITDA	억원	1,511	4,903	5,336	5,536	6,290	6,344
세전이익	억원	601	2,012	2,791	2,412	2,605	2,697
순이익(지배주주)	억원	475	1,258	1,995	1,699	1,867	1,930
영업이익률%	%	4.6	5.0	5.2	4.5	4.4	4.5
EBITDA%	%	8.8	9.3	9.1	9.2	10.1	10.0
순이익률	%	2.8	2.5	3.6	3.0	3.2	3.2
EPS	원	5,061	13,395	21,243	18,086	19,882	20,548
PER	배	36.3	12.4	11.0	13.1	11.9	11.5
PBR	배	1.6	1.2	1.5	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	배	19.6	5.8	6.5	6.2	5.2	4.9
ROE	%	4.5	10.6	14.3	11.3	11.8	11.5
순차입금	억원	10,109	10,215	10,972	10,100	8,381	6,625
부채비율	%	250.3	204.6	194.7	181.9	172.3	163.0

<표 1> 만도 2017 년 2 분기 실적 Preview

	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q	17.2Q(F)	YoY	QoQ
매출액	13,664	14,400	13,568	17,032	14,304	14,302	-0.7%	0.0%
한국	7,208	7,973	7,148	9,548	7,604	7,973	0.0%	4.9%
중국	4,082	4,014	3,989	5,631	4,185	3,814	-5.0%	-8.9%
미국	2,632	2,824	2,788	3,057	2,594	2,852	1.0%	9.9%
기타	1,519	1,537	1,532	1,573	1,622	1,614	5.0%	-0.5%
연결조정	-1,777	-1,949	-1,889	-2,777	-1,701	-1,950		
매출원가	11,850	12,471	11,492	14,241	12,273	12,257	-1.7%	-0.1%
%	86.7	86.6	84.7	83.6	85.8	85.7	-0.9%p	-0.1%p
판매비	1,254	1,281	1,327	1,697	1,427	1,479	15.4%	3.7%
%	9.2	8.9	9.8	10.0	10.0	10.3	1.4%p	0.4%p
영업이익	559	648	749	1,094	604	567	-12.5%	-6.1%
%	4.1	4.5	5.5	6.4	4.2	4.0	-0.5%p	-0.3%p
영업외손익	-37	-124	-133	36	-125	-74	적지	적지
%	-0.3	-0.9	-1.0	0.2	-0.9	-0.5	0.3%p	0.4%p
세전이익	522	524	615	1,130	478	492	-5.9%	2.9%
%	3.8	3.6	4.5	6.6	3.3	3.4	-0.2%p	0.1%p
법인세	109	71	165	345	127	128	80.9%	0.9%
%	20.9	13.5	26.8	30.6	26.5	26.0	12.5%p	-0.5%p
당기순이익	413	453	450	785	352	364	-19.5%	3.7%
%	3.0	3.1	3.3	4.6	2.5	2.5	-0.6%p	0.1%p
지배주주	397	429	424	745	327	346	-19.4%	5.9%
%	2.9	3.0	3.1	4.4	2.3	2.4	-0.6%p	0.1%p

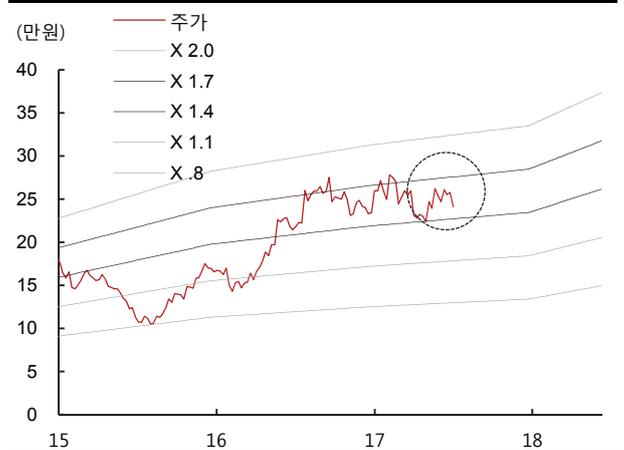
자료 만도, SK 증권 추정

<그림 1> PER 밴드차트 - 만도



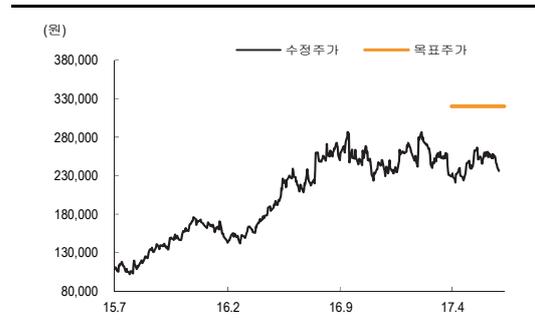
자료 Quantwise, SK 증권

<그림 2> PBR 밴드차트 - 만도



자료 Quantwise, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.07.11	매수	320,000원
	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 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) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 7월 11일 기준)

매수	92.95%	중립	7.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	19,464	21,009	21,391	22,668	23,945
현금및현금성자산	1,998	1,847	1,524	2,243	2,999
매출채권및기타채권	12,600	14,177	14,589	15,005	15,394
재고자산	3,212	3,364	3,462	3,561	3,653
비유동자산	22,134	23,635	23,536	23,409	23,328
장기금융자산	689	619	642	642	642
유형자산	17,842	19,004	18,420	17,820	17,309
무형자산	1,571	1,966	2,297	2,569	2,794
자산총계	41,598	44,644	44,927	46,077	47,273
유동부채	19,364	17,530	17,460	17,282	17,076
단기금융부채	6,743	3,148	2,661	2,061	1,461
매입채무 및 기타채무	11,553	12,804	13,176	13,551	13,903
단기충당부채	171	357	367	377	387
비유동부채	8,577	11,963	11,527	11,874	12,223
장기금융부채	5,750	9,835	9,281	8,881	8,481
장기매입채무 및 기타채무	55	34	34	34	34
장기충당부채	152	143	174	179	184
부채총계	27,941	29,493	28,987	29,156	29,299
지배주주지분	13,219	14,647	15,352	16,250	17,210
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	7,748	9,146	10,606
비지배주주지분	438	504	588	672	763
자본총계	13,658	15,151	15,940	16,922	17,973
부채외자본총계	41,598	44,644	44,927	46,077	47,273

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,481	3,826	4,405	5,533	5,572
당기순이익(손실)	2,012	2,791	1,938	1,979	2,050
비현금성항목등	3,507	3,416	3,661	4,311	4,294
유형자산감가상각비	1,977	2,008	2,490	3,100	3,011
무형자산감가상각비	270	278	361	432	478
기타	708	981	105	129	133
운전자본감소(증가)	-2,155	-1,704	-458	-132	-124
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-2,373	-1,711	-504	-416	-389
재고자산감소(증가)	37	-199	-98	-99	-92
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	709	945	162	376	351
기타	-528	-738	-18	7	6
법인세납부	-883	-677	-736	-625	-647
투자활동현금흐름	-2,412	-3,603	-3,419	-2,978	-2,972
금융자산감소(증가)	1,111	127	9	0	0
유형자산감소(증가)	-2,652	-3,288	-2,500	-2,500	-2,500
무형자산감소(증가)	-611	-704	-704	-704	-704
기타	-261	262	-225	226	232
재무활동현금흐름	344	-344	-1,246	-1,836	-1,845
단기금융부채증가(감소)	-6,124	-2,421	-1,026	-600	-600
장기금융부채증가(감소)	5,107	2,998	465	-400	-400
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-187	-450	-468	-470	-470
기타	1,548	-471	-661	-366	-376
현금의 증가(감소)	394	-151	-323	719	755
기초현금	1,604	1,998	1,847	1,524	2,243
기말현금	1,998	1,847	1,524	2,243	2,999
FCF	-1,181	584	1,545	2,292	2,331

자료 : 만도, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	52,992	58,664	60,366	62,086	63,697
매출원가	45,481	50,054	51,568	54,015	55,416
매출총이익	7,511	8,610	8,797	8,071	8,281
매출총이익률 (%)	14.2	14.7	14.6	13.0	13.0
판매비와관리비	4,855	5,560	6,112	5,313	5,426
영업이익	2,656	3,050	2,685	2,758	2,855
영업이익률 (%)	5.0	5.2	4.5	4.4	4.5
비영업손익	-645	-259	-274	-153	-157
순금융비용	314	325	181	140	144
외환관련손익	-143	69	-90	-70	-72
관계기업투자등 관련손익	-79	136	57	186	191
세전계속사업이익	2,012	2,791	2,412	2,605	2,697
세전계속사업이익률 (%)	3.8	4.8	4.0	4.2	4.2
계속사업법인세	716	690	601	625	647
계속사업이익	1,296	2,101	1,811	1,979	2,050
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,296	2,101	1,811	1,979	2,050
순이익률 (%)	2.5	3.6	3.0	3.2	3.2
지배주주	1,258	1,995	1,699	1,867	1,930
지배주주귀속 순이익률(%)	2.37	3.4	2.81	3.01	3.03
비지배주주	38	106	113	112	120
총포괄이익	955	2,072	1,282	1,451	1,521
지배주주	913	1,975	1,198	1,367	1,430
비지배주주	42	97	84	84	92
EBITDA	4,903	5,336	5,536	6,290	6,344

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	207.8	10.7	2.9	2.9	2.6
영업이익	235.2	14.8	-12.0	2.7	3.5
세전계속사업이익	234.7	38.7	-13.6	8.0	3.6
EBITDA	224.5	8.8	3.8	13.6	0.9
EPS(계속사업)	164.7	58.6	-14.9	9.9	3.4
수익성 (%)					
ROE	10.6	14.3	11.3	11.8	11.5
ROA	3.2	4.9	4.0	4.4	4.4
EBITDA마진	9.3	9.1	9.2	10.1	10.0
안정성 (%)					
유동비율	100.5	119.9	122.5	131.2	140.2
부채비율	204.6	194.7	181.9	172.3	163.0
순차입금/자기자본	74.8	72.4	63.4	49.5	36.9
EBITDA/이자비용(배)	12.7	14.1	19.5	17.2	16.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	13,395	21,243	18,086	19,882	20,548
BPS	140,761	155,957	163,472	173,028	183,251
CFPS	37,321	45,584	48,442	57,494	57,699
주당 현금배당금	4,800	5,000	5,000	5,000	5,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	13.6	13.5	15.8	14.4	13.9
PER(최저)	7.6	6.7	12.2	11.1	10.8
PBR(최고)	1.3	1.8	1.8	1.7	1.6
PBR(최저)	0.7	0.9	1.4	1.3	1.2
PCR	4.4	5.1	4.9	4.1	4.1
EV/EBITDA(최고)	6.1	7.5	7.0	5.9	5.6
EV/EBITDA(최저)	4.6	4.9	5.9	5.0	4.7