



## ▲ 자동차, 타이어

Analyst 김준성

02. 6098-6690

joonsung.kim@meritz.co.kr

## 현대위아 011210

## 낮은 실적 회복 가시성

- ✓ 시장기대치 큰 폭 하회 1Q17 실적 전망 (영업이익 -34.9% YoY)
- ✓ 전년 실적부진 근거였던 1) 기아차 대응 멕시코공장 가동률 부담, 2) 중국 엔진 판매 불량 감소, 3) 기아차 국내공장 생산불량 축소, 4) 기계 수주잔고 하락, 더욱 심화 중
- ✓ 낮은 이익개선 가시성으로 완성차 이상의 밸류에이션 프리미엄 부여 난망, 17년·18년 EPS 추정치를 각각 -25.5%, -6.6% 하향하며, 이에 완성차 적정 PER 7.0배를 적용해 적정주가를 기준 78,000원에서 60,000원으로 조정. 투자의견 또한 Hold로 하향

## Hold

적정주가 (12개월)	60,000 원
현재주가 (4.13)	63,200 원
상승여력	-5.1%
KOSPI	2,148.61pt
시가총액	17,187억원
발행주식수	2,720만주
유동주식비율	56.84%
외국인비중	17.05%
52주 최고/최저가	110,500원 / 60,600원
평균거래대금	132.6억원
주요주주(%)	
현대자동차 외 2인	40.74
국민연금	7.47
자사주	2.33
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-5.39 -25.21 -39.81
상대주가	-7.26 -31.99 -41.24

## 주가그래프



## 기아차 국내공장, 현대·기아차 중국공장, 기계 수주잔고 부진 심화

주요 부품 라인업 중 가장 큰 매출 비중을 구성하고 있는 모듈 (지난 3년간 연결 매출의 28~31% 수준)은 대부분 기아차 국내공장 생산물량 대응이다. 기아차 국내 공장 분기 생산불량은 내수 소비부진 및 해외 재고증가, 신차부재 영향으로 오는 2Q17까지 6분기 연속 감소할 예정이며, 2H17 또한 전년동기 파업에 따른 기저효과가 없다면 감소세를 이어갈 전망이다. 손익 악화 동조화가 불가피하다.

규모의 경제 달성을 시 높은 수익성 실현이 가능한 중국 엔진 CKD는 높은 재고에 따른 현지 딜러의 인도거부 및 한·중간 정치적 갈등에 따른 현대·기아차 현지 생산물량 축소 (17년 -13.0% YoY 전망)로 YoY 매출 및 수익성 개선이 어려울 전망이다.

경쟁강화 및 전방산업 투자감소에 의해 12년 이후 지속적인 수주 감소를 기록한 기계 사업은 현재 수주잔고 7천억원 이하로 영업이익 BEP 기준점인 분기 매출 3 천억원 이상 실현이 어려운 상황이다. 현대·기아차 신규 FA 수주 가시성 또한 낮아, 범용기에서의 추가 수주가 없다면 3Q16 이후의 적자 흐름 지속이 전망된다.

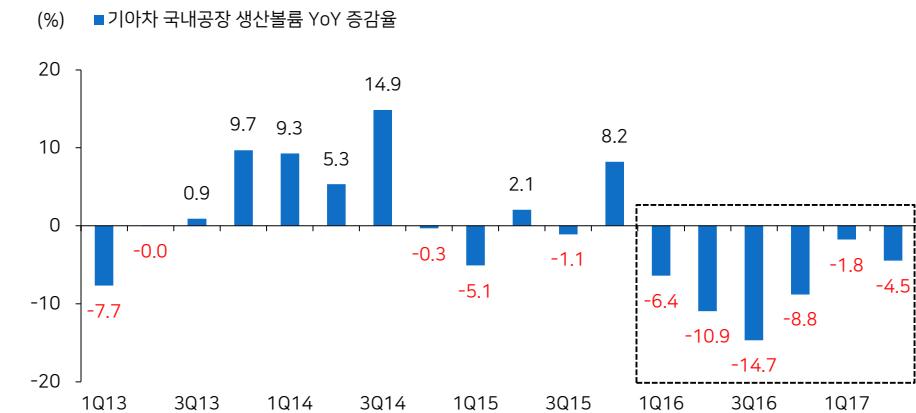
낮은 이익개선 가시성을 고려했을 때, 완성차 이상의 밸류에이션 프리미엄 부여는 어렵다. 17년·18년 평균 EPS 추정 값에 완성차 적정 PER 7.0배를 적용해 적정주가를 기준 78,000원에서 60,000원으로 조정하며, 투자의견을 Hold로 하향한다.

## 1Q17 영업이익 전년동기 대비 -34.9% YoY 전망

1Q17 영업이익 521억원 (-34.9% YoY), 영업이익률 3.0% (-1.4% YoY)를 전망한다 (부품 595억원, -10.1% YoY, 영업이익률 4.0% / 기계 -74억원, 적자전환 YoY, 영업 이익률 -2.8%). 전년 실적부진 주요 근거였던 1) 멕시코공장 가동률 부담, 2) 중국 엔진 판매불량 축소, 3) 기아차 국내공장 생산불량 감소, 4) 기계 수주잔고 하락이 더욱 심화되고 있어, 영업이익 시장기대치를 22.3% 하회하는 실적이 예상된다.

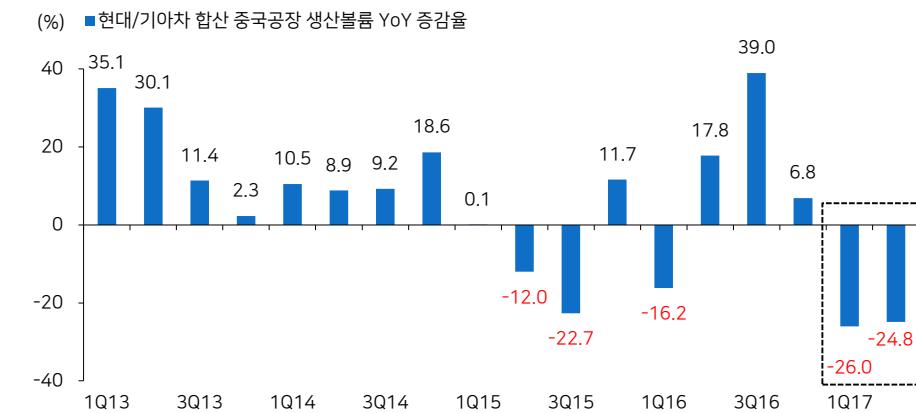
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	7,596	526	434	16,733	3.1	104,757	4.1	0.7	3.0	17.0	108.4
2015	7,884	501	327	12,020	-28.2	116,315	5.8	0.6	3.3	10.9	111.3
2016	7,589	263	131	4,807	-60.0	119,823	13.1	0.5	4.5	4.1	115.5
2017E	7,875	266	185	6,792	41.3	124,145	9.3	0.5	4.3	5.6	112.3
2018E	8,618	322	275	10,101	48.7	134,246	6.3	0.5	3.8	7.8	112.5

그림1 기아차 국내공장 생산볼륨 2Q17까지 6분기 연속 YoY 감소 전망



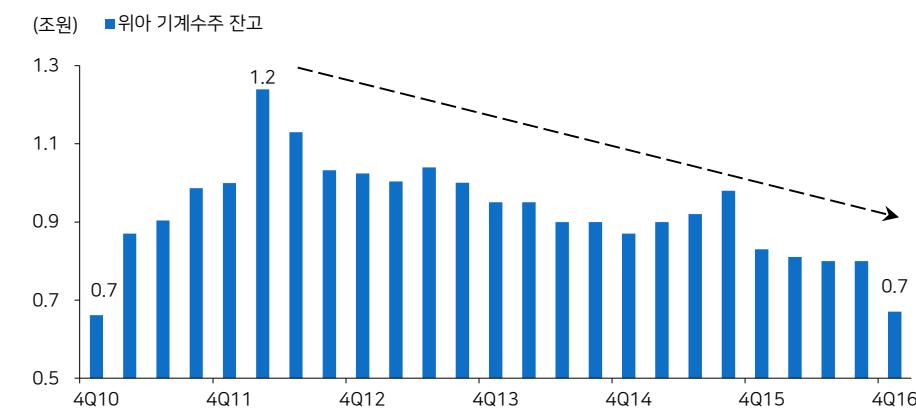
자료: 기아차, 메리츠증금증권 리서치센터

그림2 1H17, 현대·기아차 중국 생산볼륨 YoY 감소로 중국 엔진 CKD 매출 악화 불가피



자료: 현대차, 기아차, 메리츠증금증권 리서치센터

그림3 위아 기계 수주잔고 상장 이후 가장 낮은 수준까지 감소



자료: 현대위아, 메리츠증금증권 리서치센터

표1 현대위아 1Q17 Preview: 모듈·엔진·기계부문 부진 지속으로 컨센서스 큰 폭 하회 실적 전망

(십억원)	1Q16	4Q16	1Q17E				
			(% YoY)	(% QoQ)	메리츠	차이	컨센서스
매출액	1,839	2,058	-4.7	-14.9	1,752	-8.0	1,905
영업이익	80	28	-34.9	86.3	52	-22.3	67
세전이익	67	51	-36.4	-16.2	43	-32.5	63
순이익	49	23	-33.6	41.4	32	-29.8	46
영업이익률(%)	4.4	1.4			3.0		3.5
세전이익률(%)	3.6	2.5			2.4		3.3
순이익률(%)	2.6	1.1			1.8		2.4

자료: Bloomberg, 현대위아, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 17년·18년, 어려운 영업환경 속 실적 부진 지속 전망

(십억원)	2017E			2018E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	7,875	8,178	-3.7	8,618	8,671	-0.6
영업이익	266	344	-22.7	322	407	-20.9
세전이익	243	332	-26.8	361	395	-8.5
순이익	185	248	-25.5	275	294	-6.6
영업이익률(%)	3.4	4.2	-0.8%p	3.7	4.7	-1.0%p
세전이익률(%)	3.1	4.1	-1.0%p	4.2	4.6	-0.4%p
순이익률(%)	2.3	3.0	-0.7%p	3.2	3.4	-0.2%p

자료: Bloomberg, 현대위아, 메리츠종금증권 리서치센터

표3 기대 이하의 전방산업 판매실적 방향성을 반영, 17년·18년 이익 추정치 하향 조정

(십억원)	2016	2017E	2018E
매출액 - 신규 추정	7,589	7,875	8,618
매출액 - 기존 추정	7,589	8,451	9,117
% change	0.0%	-6.8%	-5.5%
영업이익 - 신규 추정	263	266	322
영업이익 - 기존 추정	263	353	417
% change	0.0%	-24.7%	-22.8%
세전이익 - 신규 추정	233	243	361
세전이익 - 기존 추정	233	360	478
% change	0.0%	-32.6%	-24.4%
지배주주 순이익 - 신규 추정	131	185	275
지배주주 순이익 - 기존 추정	131	274	363
% change	-0.1%	-32.6%	-24.4%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	4,807	6,792	10,101
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	4,811	10,070	13,355
% change	-0.1%	-32.6%	-24.4%

자료: 현대위아, 메리츠종금증권 리서치센터

표4 현대위아 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
연결 매출	1,839	1,949	1,744	2,058	1,752	2,009	1,928	2,186	7,589	7,875	8,618
자동차 부품	1,524	1,604	1,510	1,795	1,487	1,754	1,692	1,920	6,433	6,854	7,480
기계	314	345	234	263	265	255	235	266	1,157	1,021	1,138
영업이익	80	91	64	28	52	56	70	88	263	266	322
자동차 부품	66	74	60	58	59	61	68	83	258	271	299
기계	14	17	4	-30	-7	-6	3	5	5	-5	23
세전이익	67	90	26	51	43	46	68	87	233	243	361
지배주주 순이익	49	58	1	23	32	35	51	66	131	185	275
영업이익률 (%)	4.4	4.7	3.7	1.4	3.0	2.8	3.6	4.0	3.5	3.4	3.7
자동차 부품 (%)	4.3	4.6	4.0	3.2	4.0	3.5	4.0	4.3	4.0	4.0	4.0
기계 (%)	4.4	4.8	1.8	-11.3	-2.8	-2.3	1.1	2.0	0.4	-0.5	2.0
세전이익률 (%)	3.6	4.6	1.5	2.5	2.4	2.3	3.5	4.0	3.1	3.1	4.2
지배주주 순이익률 (%)	2.6	3.0	0.0	1.1	1.8	1.7	2.7	3.0	1.7	2.3	3.2
(% YoY 성장률)											
연결 매출	-7.6	-2.7	-3.9	-0.9	-4.7	3.1	10.5	6.2	-3.7	3.8	9.4
자동차 부품	-7.8	-5.5	-1.7	-0.8	-2.4	9.4	12.1	7.0	-3.9	6.6	9.1
기계	-6.3	12.3	-16.3	-1.4	-15.7	-26.1	0.4	1.1	-2.8	-11.7	11.5
영업이익	-38.5	-31.6	-42.7	-77.9	-34.9	-38.9	9.9	214.4	-47.6	1.2	21.1
자동차 부품	-41.0	-35.6	-38.6	-50.1	-10.1	-17.4	13.5	43.5	-41.4	5.2	10.3
기계	-23.6	-4.7	-70.3	-367.5	-153.6	-135.6	-39.8	-118.0	-91.7	-206.6	-522.6
세전이익	-52.8	-43.0	-80.4	262.9	-36.4	-48.8	164.6	71.4	-47.5	4.4	48.7
지배주주 순이익	-54.4	-51.0	-99.2	569.5	-33.6	-40.3	6,821.4	188.9	-60.0	41.3	48.7

자료: 현대위아, 메리츠종금증권 리서치센터

표5 낮은 실적개선 가시성으로 완성차 이상 밸류에이션 프리미엄 부여 난망, 완성차 적정 PER 7.0배를 17년·18년 평균 EPS 추정 값에 적용해 적정주가 60,000원으로 하향

적정 밸류에이션 PER (배, a) - 지속적으로 유지되어온 현대·기아차 적정 Trading PER	7.0배
현대위아 17E·18E 평균 EPS (원, b)	8,446원
Fair Value (원, c = a x b)	59,124원
<b>적정 주가 (000 rounding, 원)</b>	<b>60,000원</b>
현재 주가 (4월 13일 기준 종가)	63,200원
<b>괴리율 (%)</b>	<b>-5.1%</b>

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## 현대위아 (011210)

## Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	7,596	7,884	7,589	7,875	8,618
매출액증가율 (%)	7.1	3.8	-3.7	3.8	9.4
매출원가	6,765	7,043	7,012	7,259	7,929
매출총이익	831	841	577	617	689
판매비와관리비	305	340	315	351	367
영업이익	526	501	263	266	322
영업이익률 (%)	6.9	6.4	3.5	3.4	3.7
금융수익	-14	-22	-34	-42	-26
증속/관계기업관련손익	49	20	15	2	23
기타영업외손익	25	-56	-10	16	43
세전계속사업이익	586	443	233	243	361
법인세비용	147	116	102	58	87
당기순이익	439	327	131	185	275
지배주주지분 순이익	434	327	131	185	275

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
영업활동현금흐름	449	626	355	242	510
당기순이익(손실)	439	327	131	185	275
유형자산감가상각비	123	147	176	240	241
무형자산상각비	60	35	44	46	47
운전자본의 증감	-152	77	56	-205	48
투자활동 현금흐름	-518	-875	-470	-443	-446
유형자산의 증가(CAPEX)	-291	-576	-438	-450	-450
투자자산의 감소(증가)	-69	-68	-46	-12	-10
재무활동 현금흐름	191	345	331	111	3
차입금증감	571	367	363	141	33
자본의증가	0	0	-3	0	0
현금의증가	135	101	215	-90	67
기초현금	349	484	585	799	709
기말현금	484	585	799	709	776

## Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
유동자산	3,453	3,623	3,743	3,764	4,119
현금및현금성자산	484	585	799	709	776
매출채권	1,326	1,275	1,189	1,233	1,350
재고자산	673	780	772	801	876
비유동자산	2,485	3,060	3,279	3,403	3,640
유형자산	1,928	2,323	2,548	2,643	2,826
무형자산	226	243	246	258	268
투자자산	294	448	442	459	502
자산총계	5,937	6,683	7,022	7,166	7,759
유동부채	1,831	1,843	1,699	1,587	1,862
매입채무	1,335	1,268	1,308	1,103	1,207
단기차입금	16	0	0	0	0
유동성장기부채	168	154	155	163	166
비유동부채	1,257	1,677	2,065	2,203	2,246
사채	688	957	957	1,005	1,025
장기차입금	355	465	849	934	944
부채총계	3,088	3,520	3,763	3,790	4,108
자본금	136	136	136	129	129
자본잉여금	504	504	501	501	501
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	2,278	2,585	2,690	2,814	3,089
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,849	3,163	3,259	3,376	3,651

## Key Financial Data

	2014	2015	2016	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	29,256	28,991	27,907	28,959	31,689
EPS(지배주주)	16,733	12,020	4,807	6,792	10,101
CFPS	18,623	21,494	29,390	26,063	28,520
EBITDAPS	27,302	25,135	17,745	20,273	22,445
BPS	104,757	116,315	119,823	124,145	134,246
DPS	800	1,100	1,100	1,100	1,100
배당수익률(%)	1.15	1.59	1.74	1.74	1.74
Valuation(Multiple)					
PER	4.1	5.8	13.1	9.3	6.3
PCR	3.1	3.7	4.9	3.7	3.1
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
EBITDA	709	684	483	551	610
EV/EBITDA	3.0	3.3	4.5	4.3	3.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.0	10.9	4.1	5.6	7.8
EBITDA 이익률	9.3	8.7	6.4	7.0	7.1
부채비율	108.4	111.3	115.5	112.3	112.5
금융비용부담률	5.0	5.9	6.9	7.7	7.1
이자보상배율(x)	1.4	1.1	0.5	0.4	0.0
매출채권회전율(x)	6.3	6.1	6.2	6.5	6.7
재고자산회전율(x)	11.2	10.9	9.8	10.0	10.3

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 4월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 4월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 4월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김준성)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 4등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.5%
중립	7.5%
매도	0.0%
2017년 03월 31일 기준으로	
최근 1년간 금융투자상품에 대하여	
공표한 최근일 투자등급의 비율	

## 현대위아(011210) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.04.27	기업브리프	Buy	230,000	김준성	
2015.07.08	산업브리프	Buy	150,000	김준성	
2015.07.27	기업브리프	Buy	150,000	김준성	
2015.10.06	기업브리프	Buy	170,000	김준성	
2015.10.26	기업브리프	Buy	170,000	김준성	
2015.11.17	산업분석	Buy	170,000	김준성	
2015.11.30	기업브리프	Buy	170,000	김준성	
2016.01.11	기업브리프	Buy	170,000	김준성	
2016.01.28	기업브리프	Buy	170,000	김준성	
2016.02.22	기업브리프	Buy	170,000	김준성	
2016.03.22	기업브리프	Buy	150,000	김준성	
2016.04.28	기업브리프	Buy	130,000	김준성	
2016.06.20	기업브리프	Buy	130,000	김준성	
2016.07.28	기업브리프	Buy	120,000	김준성	
2016.10.05	기업브리프	Buy	120,000	김준성	
2016.10.28	기업브리프	Buy	120,000	김준성	
2016.11.16	산업분석	Buy	100,000	김준성	
2017.01.31	기업브리프	Trading Buy	78,000	김준성	
2017.04.14	기업브리프	Hold	60,000	김준성	