



Overweight(Maintain)

목표주가평균: EUR 160.2

주가(11/1): EUR 159.6

시가총액: EUR 79,364 mil.

자동차/부품/타이어

Analyst 장문수

02) 3787-5299 moonsu.chang@kiwoom.com

RA 정찬재

02) 3787-4743 jcjeong@kiwoom.com

Consensus Overview

Bloomberg Consensus 기준

No. of Estimates	6 건
Recommendation* (Avg.)	3.46
Rating % (BUY/Hold/Sell)	56%/11%/33%
Target Price (USD, Avg.)	160.2

* Recommendation Rating BUY=5, Hold=3, Sell=1

Stock Data

주가(EUR, 11/1)	159.6
DAX(pt, 11/1)	13,229.57pt
52주 주가동향	최고가 최저가
최고/최저가대비(EUR)	159.6 126.3
등락률	-0.1% 26.4%
수익률	절대 상대
1W	6.18% 4.51%
1M	11.62% 8.49%
1Y	17.44% -6.61%

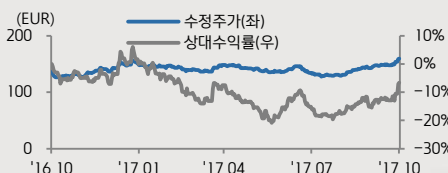
Company Data

거래소/산업분류	독일/자유소비재
발행주식수	295,090천주
일평균 거래량(3M)	177천주
배당수익률('16)	1.25%
BPS(EUR, '16)	169.8
주요 주주	PORSCHE AUTOMOBIL HO 52.20%
	STATE OF LOWER SAXON 20.00%

투자지표 (Bloomberg Consensus)

(백만 USD, 연결기준)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	213,292	217,267	229,440	237,040
영업이익	-4,069	7,103	16,043	17,874
EBITDA	15,587	27,896	34,791	36,731
세전이익	-1,301	7,292	15,572	17,622
순이익	-1,370	5,369	10,975	12,644
EPS(현지통화)	-3.2	10.2	23.5	25.5
EPS(조정, 현지통화)	-3.2	10.2	23.5	25.5
PER(배)	8.9	6.9	6.8	6.3
PBR(배)	1.1	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	5.9	5.0	1.9	1.8
영업이익률(%)	-1.9	3.3	7.0	7.5
순이익률(%)	-0.6	2.5	4.8	5.3
ROE(%)	-1.9	6.2	12.2	12.2

Price Trend



Global Peer Earnings Review

자동차

Volkswagen AG (VOW.GR) 3Q17 Review



VW은 디젤게이트 이후 1) 실적기저효과, 2) 구조조정 본업 개선, 3) 신규사업(친환경, 모빌리티) 구체화로 할인폭을 급격히 축소하고 있습니다. 특히 로드맵 E 전략을 통한 친환경차 강화 전략은 원재료 수급부터 플랫폼, 원가절감, 모델 전략까지 매우 구체적이고 적극적인 점이 특징입니다. MOIA 등 모빌리티 법인 독립으로 사업 확장되며 이익 회수 가시화됨에 따라 주가 할증은 더욱 강화될 전망입니다.

>>> Overview: 글로벌 판매 1위 독일 자동차 업체

Volkswagen AG(이하 VW)은 1937년 독일에서 창립. 2016년 기준 1,031.2만대를 판매해 글로벌 1위 회복. 동사는 VW, 스코다, SEAT, 아우디, 람보르기니, 벤틀리 등 대중부터 고급까지 12개 브랜드 보유. 2015년 디젤게이트 이후 투자, 볼륨 확대 적극적. 2017 Global Auto Insight 평점 3.6점/5.0점: 상위 12개사 중 종합 3위 기록해 평균대비 우수. 전년평점 2.8점에서 크게 회복해 기존 순위 8위대비 5계단 상승. 평균대비 투자성향(4.5점), 성장성(4.0점), 브랜드가치(3.6점), 안정성(3.1점) 우수

1) 지역별 판매: 유럽 34%, 중국 29%, 북미 9%, 남미 4%, 아태 3%, 기타 11%

2) 지역별 매출: 유럽 64%, 미주 16%, 중동아 16%, 기타 4%

3) 부문별 매출: 자동차(VW 33%, 스코다 3%, SEAT 2%, Audi 18%, 포르쉐 9%, 기타 23%), 금융 12%

4) 부문별 OPM: 자동차 6.6%(VW 2.6%, Skoda 19.5%, Audi 12.9%, 포르쉐 19.7%), 금융 8.0%

>>> 3Q17 Review: 디젤 비용을 제외하면 예상 이상의 실적

① 3Q17 영업이익 48.0% yoy 감소, 17.2억유로, 조정영업이익 컨센서스 8.6% 상회

- 디젤 이슈 이후에도 출하 실적 지속 개선: 3Q17 265.1만대 기록해 +6.3% yoy 증가, 판매는 이보다 높은 +7.7% yoy 증가 기록. 미주와 유럽 성장이 주도하며 전체 성장 주도. 이에 매출액은 550억 유로 기록해 5.8% yoy 증가 기록

- 가격/믹스 개선과 볼륨 증가로 이익 개선: 3Q17 누적 기준 볼륨믹스가격이 23억 유로 영업이익 증가에 기여하며 실적 개선세 지속. 일회성 디젤 이슈 관련비용 26억유로 감소한 점 감안시 조정 영업이익은 15.1% yoy 증가한 43.2억유로 기록

② Update: 신규 차종 확대 발표 다수

- 승용 부문 SUV 라인업 확대. T-Roc, 아우디 A8 출시, SKODA vision E 전기차 컨셉카 데뷔, SEAT CUPRA R 등 신차 출시 다수 대응

>>> Implication: 본업 개선 + 신사업 강화로 프리미엄 확대

① 2017년 가이던스 유지: 2Q17과 가이던스 유지. 출하량 전년동기비 완만한 개선세, 매출액 증가율 +4% yoy 이상. 영업이익률 +6.0%~7.0% 범위 완만한 개선세 전망을 유지 (참고: 2016년 실적 출하 1,030만대(+3.7%), 매출액 2,170억유로(+1.9%), OPM 6.7% 수준. 디젤게이트 이후 양적 성장에서 질적 성장으로 변경)

② 중장기 전략 변화: '로드맵 E' 전략 강화. 전동화 강화와 배터리 생산 구체화 등 모빌리티 및 친환경, 자율주행 초점. EV 충전인프라, 모델확대('18년~), 나비스타와 EV트럭 개발, 코발트 수급망 구축 등 2030년까지 친환경차 240억 달러 투자, IBM과 디지털 모빌리티서비스 공동개발 파트너십 등 기술투자, 비용절감 위해 부품생산 통합 등 Together Strategy 2025 제시한 수익성, 핵심개발 위한 내실 확 지속

→ 현 주가는 2017년 기준 PER 6.3배로 글로벌 평균대비 저평가이나 과거 Band 고점 근접. 다만 디젤 게이트 기저효과 이후 회복이 뚜렷하고 자동차 부문 내 SEAT, Skoda의 수익성 개선과 신규 모빌리티 비즈니스 확장 업종 내 매우 적극적 태도, 친환경 전략 가시화로 프리미엄 확대 부각 지속될 전망

VW 3Q17 Review

단위: 백만EUR, EUR, %	Q3 2017 실적 09/30/2017	Q3 2017 예상 09/30/2017	% Diff	Q4 2017 예상 12/31/2017	Q1 2018 예상 03/31/2018
EPS, 조정+	5.8	7.3	(20.8)	5.3	6.8
EPS, GAAP	2.1	2.5	(15.8)	7.1	7.0
매출액	55,002	54,458	1.0	57,247	60,325
영업이익	1,720	3,975	(56.7)	3,963	4,557
EBIT	4,315	3,975	8.6	3,789	4,737
EBITDA	4,771	-	-	-	-
세전이익	4,187	4,141	1.1	5,500	-
순이익 조정+	2,962	2,226	33.1	3,215	3,358
순이익, GAAP	1,140	1,152	(1.1)	3,050	3,495
순부채	(23,179)	5,119	8.8	4,527	4,713
자본지출	(4,069)	-	-	-	-
감가상각비	4,284	-	-	-	-
잉여현금흐름	(845)	-	-	-	-
BPS	188.7	-	-	-	-
CPS	6.4	-	-	-	-
자기자본이익률 %	7.8	-	-	-	-
총자산이익률 %	1.8	-	-	-	-

자료: VW, Bloomberg, 키움증권

2017년 그룹 가이드스 제시: 출하량 증가(+3.7% yoy), 매출액 증가(+1.9% yoy) 및 OPM 6.0~6.7% 제시, 2Q17 가이드스 유지

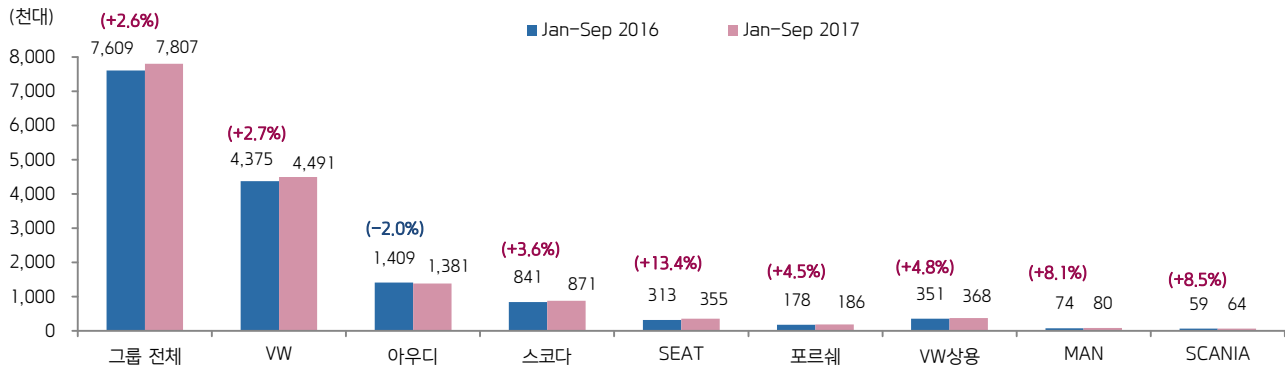
Volkswagen Group – Outlook for 2017



15

자료: VW, 키움증권

3Q17 누적 VW 브랜드별 자동차 출하 실적



자료: VW, 키움증권

3Q17 누적 영업이익 영향 요인별 Breakdown



자료: VW, 키움증권

VW 재무 요약 (1) (단위: EUR백만)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	2014	2015	2016	2017E	2018E
시가총액	113,777	98,786	50,832	71,334	63,885	61,193	64,422	68,552	70,001	68,256	71,660	86,501	71,334	68,552		
매출액	52,735	56,041	51,487	53,029	50,964	56,971	51,997	57,335	56,197	59,665	55,002	202,458	213,292	217,267	229,432	237,041
매출총이익	10,310	11,389	4,766	8,836	10,398	11,319	10,168	10,481	11,366	12,283	8,733	36,901	35,301	42,366	47,779	48,830
EBITDA	7,713	8,054	8,737	8,780	8,002	10,216	9,475	8,873	9,823	10,288	7,437	29,836	33,284	36,566	34,950	36,728
순이익	2,930	2,727	(1,674)	(5,353)	2,362	1,211	2,334	(538)	3,400	3,189	1,140	10,985	(1,370)	5,369	11,120	12,598
EPS	5.8	5.3	(3.5)	(10.8)	4.6	2.3	4.5	(1.2)	6.7	6.2	2.1	21.8	(3.2)	10.2	22.5	25.7
현금성자산	32,972	32,693	37,628	37,266	47,257	43,390	42,000	46,358	42,382	38,517	37,643	29,984	37,266	46,358		
총부채	138,399	139,378	138,213	145,603	154,524	152,203	151,338	156,678	164,954	159,892	155,258	133,980	145,603	156,678		
영업현금흐름	3,619	4,147	5,121	792	1,354	3,756	5,269	(949)	299	(3,177)	3,224	10,784	13,679	9,430		
자본지출	(2,140)	(2,683)	(2,821)	(5,569)	(2,169)	(2,492)	(3,378)	(5,113)	(3,349)	(3,897)	(4,069)	(12,012)	(13,213)	(13,152)	(19,929)	(20,518)
잉여현금흐름	1,479	1,464	2,300	(4,777)	(815)	1,264	1,891	(6,062)	(3,050)	(7,074)	(845)	(1,228)	466	(3,722)	(2,947)	5,454

자료: VW, Bloomberg Consensus, 키움증권

VW 재무 요약 (2) (단위: EUR백만)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	52,735	56,041	51,487	53,029	50,964	56,971	51,997	57,335	56,197	59,665	55,002	202,459	213,292	217,267	229,432	237,041
영업이익	3,328	3,492	-3,479	-7,410	3,440	1,899	3,308	-1,544	4,367	4,549	1,720	12,697	-4,069	7,103	16,159	17,666
순이익	2,930	2,727	-1,674	-5,353	2,362	1,211	2,334	-538	3,400	3,189	1,140	10,985	-1,370	5,369	11,120	12,598
Margin(%)																
영업이익률(%)	6.3	6.2	(6.8)	(14.0)	6.7	3.3	6.4	(2.7)	7.8	7.6	3.1	6.3	(1.9)	3.3	7.0	7.5
순이익률(%)	5.6	4.9	(3.3)	(10.1)	4.6	2.1	4.5	(0.9)	6.1	5.3	2.1	5.4	(0.6)	2.5	4.8	5.3
% yoy																
매출액	10.3	9.9	5.3	(3.1)	(3.4)	1.7	1.0	8.1	10.3	4.7	5.8	2.8	5.4	1.9	5.6	3.3
영업이익	16.6	4.9	(207.7)	(325.8)	3.4	(45.6)	(195.1)	(79.2)	26.9	139.5	(48.0)	8.8	(132.0)	(274.6)	127.5	9.3
순이익	21.3	(15.4)	(156.4)	(325.1)	(19.4)	(55.6)	(239.4)	(89.9)	43.9	163.3	(51.2)	21.2	(112.5)	(491.9)	107.1	13.3
% qoq																
매출액	(3.7)	6.3	(8.1)	3.0	(3.9)	11.8	(8.7)	10.3	(2.0)	6.2	(7.8)					
영업이익	1.4	4.9	(199.6)	113.0	(146.4)	(44.8)	74.2	(146.7)	(382.8)	4.2	(62.2)					
순이익	23.2	(6.9)	(161.4)	219.8	(144.1)	(48.7)	92.7	(123.1)	(732.0)	(6.2)	(64.3)					

자료: VW, Bloomberg Consensus, 키움증권

VW 재무 요약 (3) (단위: EUR백만)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	2014	2015	2016
판매량(만대)														
판매량	249	255	239	250	251	261	249	269	250	266	223	1014	993	1,030
독일	28	31	27	28	28	32	27	26	28	32	26	109	115	114
유럽(독일외)	59	63	54	53	62	65	56	57	65	66	51	285	228	240
아태	100	94	93	106	105	100	107	121	97	101	86	406	394	432
북미	21	25	24	24	20	24	24	25	21	25	25	89	93	94
남미	15	14	14	12	11	11	10	10	12	13	14	79	56	42
기타	11	12	11	11	10	11	10	12	9	10	8	45	46	43
부문별														
매출액	52,735	56,042	51,487	53,029	50,964	56,971	51,997	57,336	56,197	59,665	55,002	202,458	213,292	217,267
자동차	46,443	48,969	44,847	49,363	44,236	49,849	45,197	50,102	48,623	52,026	45,199	179,864	186,868	189,384
VW	17,891	18,535	17,422	17,091	16,116	18,528	16,613	18,266	19,040			68,396	70,939	69,523
Skoda	1,509	1,718	1,140	1,761	1,631	1,834	1,428	1,713	4,334			6,144	6,128	6,606
SEAT	817	1,056	815	882	824	1,088	949	1,106	2,487			3,412	3,570	3,967
Audi	9,657	10,118	8,850	8,980	9,198	10,254	8,679	9,329	14,378			36,105	37,605	37,460
포르쉐	4,618	5,294	5,214	4,537	4,927	5,101	4,935	5,203	5,035			15,727	19,663	20,166
금융	6,291	7,073	6,640	6,420	6,728	7,122	6,799	7,234	7,540	7,626	6,801	22,594	26,424	27,883
영업이익	3,328	3,662	(3,478)	9,313	3,440	1,899	3,308	(1,543)	4,367	4,549	4,944	12,697	12,825	7,103
자동차	2,925	3,095	2,796	1,811	2,591	3,828	3,138	2,769	3,789	3,888	4,315	10,611	10,627	12,325
VW	514	914	801	(127)	73	808	363	625	869	907	728	2,476	2,102	1,869
Skoda	242	280	212	181	315	370	255	257	415	445	346	817	915	1,197
SEAT	33	19	(40)	(22)	54	39	44	16	56	74	24	(127)	(10)	153
Audi	1,422	1,492	1,110	1,110	1,302	1,364	1,252	928	1,244	1,436	1,261	5,150	5,134	4,846
포르쉐	765	933	848	858	895	935	1,028	1,019	932	1,124	834	2,718	3,404	3,877
금융	403	567	411	540	492	503	539	571	551	614	598	1,702	1,921	2,105
영업이익률	6.3	6.5	-6.8	17.6	6.7	3.3	6.4	-2.7	7.8	7.6	9.0	6.3	6.0	3.3
자동차	6.3	6.3	6.2	3.7	5.9	7.7	6.9	5.5	7.8	7.5	9.5	5.9	5.7	6.5
VW	2.9	4.9	4.6	-0.7	0.5	4.4	2.2	3.4	4.6			3.6	3.0	2.7
Skoda	16.0	16.3	18.6	10.3	19.3	20.2	17.9	15.0	9.6			13.3	14.9	18.1
SEAT	4.0	1.8	-4.9	-2.5	6.6	3.6	4.6	1.4	2.3			-3.7	-0.3	3.9
Audi	14.7	14.7	12.5	12.4	14.2	13.3	14.4	9.9	8.7			14.3	13.7	12.9
포르쉐	16.6	17.6	16.3	18.9	18.2	18.3	20.8	19.6	18.5			17.3	17.3	19.2
금융	6.4	8.0	6.2	8.4	7.3	7.1	7.9	7.9	7.3	8.1	8.8	7.5	7.3	7.5
지역별														
매출액	52,735	56,041	51,486	53,029	50,964	56,971	51,996	57,336	56,197	59,665	55,002	202,458	213,292	217,267
유럽	32,855	34,713	31,955	33,012	33,000	36,861	32,434	35,784	36,083	37,674	33,512	122,858	132,535	138,079
아태	9,625	8,804	7,821	8,975	8,082	9,172	8,925	9,582	9,313	9,079	9,304	38,113	35,225	35,761
북미	7,672	9,742	9,156	8,814	8,092	8,952	8,606	9,804	8,450	10,409	9,635	27,619	35,384	35,454
남미	2,583	2,782	2,554	2,229	1,791	1,986	2,031	2,165	2,351	2,503	2,551	13,868	10,148	7,973

자료: VW, Bloomberg, 키움증권

3Q17 이후 VW 주요 이슈 요약

2017년 07월	중국에서 애플바 전기차 충전 네트워크 공개 - 만방(Wanbang) 등 중국 전기차 충전업체 3곳과 파트너십 체결
	17년만에 이란 시장 재진출 계획 - 이란 Mammot Khodro 그룹과 파트너십 체결, Tiguan 및 Passat 모델 수출
2017년 08월	2018년부터 중국 공장서 Golf 전기차 모델 생산 - 중국 전기차 생산쿼터 준수 위해 2018년부터 EV 모델 생산
	중국 HTPF와 합작으로 전기차 루프에 태양광전지 도입 계획 - 에어컨 및 히터 등 전장기기 전력을 충당
2017년 09월	폭스바겐, 향후 5년간 IBM과 디지털 모빌리티 서비스 공동 개발 - IBM 하이브리드 클라우드로 폭스바겐 WE 디지털 에코시스템 지원
	2030년까지 친환경차 부문에 240억 달러 투자계획 - 전기차 기술개발 가속화할 계획
	EV 배터리 핵심원료 코발트의 대규모 공급망 구축 추진 - 총 계약 규모는 500억 유로 수준
	Navistar와 전기트럭 개발 등 파트너십 체결 - 향후 5년간 5억 달러에 달하는 비용절감 기대
2017년 10월	비용절감을 위해 부품생산 부문 통합 계획 - 전기차 투자 관련 재원마련 위해 자산매각 등 대대적 비용절감 추진
	온라인 플랫폼 Heycar 운영 개시
	- 2025년까지 300만대 중고차 판매 목표

자료: VW, 언론보도, 키움증권

폭스바겐 ‘로드맵 E’

	목표년도	내용
전기차 생산 확대	2025 년	80 중 전기차 출시 (EV 50 중, PHEV 30 중) 25% 신규 모델 전동 파워트레인 탑재 최대 연 3 백만대 전동화 차량 생산
	2030 년	300 개 차종 중 최소 1 개 이상 EV 모델 출시 12 개 브랜드 및 상용 브랜드 전기차 모델 확대
생산/R&D 투자	2030 년	2 개 전동화 플랫폼, 생산시설 등 300 억유로 투자
전기 인프라 확충	2030 년	미국 15 개 도시 500 곳 급속 충전소 설치
		도시/고속도로 광범한 충전 인프라 구축
배터리 수요 대응	2025 년	자체 EV 배터리 개발, 150GWh(연) 생산 능력 확보
		해외 장기 파트너십 확대, 글로벌 배터리 수요 대응
내연기관 기술 강화	-	MEB 플랫폼 차량 500 억유로 배터리 물량 조달
		고효율, 친환경 디젤 기술로 각종 환경 규제에 대응

자료: 언론 보도, 키움증권

참고: 로드맵 E (Roadmap E) 개요

1) 전동화 모델 출시 계획

- 모델 확대: 기존 2020년 30종 친환경차 확대 → 2025년 250억 유로 투자, 80종 친환경차 확대
- 계획: 2025년 EV 50종, PHEV 30종 포함 80개 → 2030년 현재 300개 차종 1개 이상 EV 출시
- 2025년 전동화모델 25% 계획: 연간 최대 300만대 이상 전동화 차량 생산 기업으로 도약
- 전동차 목표 상품성: 최대 600km 이상 주행거리, 짧은 충전시간, 높은 품질, 저렴한 가격

2) 투자확대: 플랫폼 확대, 배터리 및 생산시설 투자

- 투자비: 300억 유로 투자, 플랫폼 확대, 생산시설, 배터리 기술 개발 목적
- 플랫폼 확대: 2030년까지 지금과 다른 형태의 신규 EV 플랫폼 2개 개발

3) 충전 인프라 확대: “Electrify America” 500곳 이상 충전 시설 확대

- 총 500곳 이상 충전 인프라 확대: 15개 주요도시 300개, 교외 200개 이상
- 미국 ZEV(Zero Emission Vehicle) 차량 보급 활동 일환, 디젤게이트 이후 美정부와 협의 내용

4) 배터리 생산 확대: 배터리 자체 개발, 조달 편의 위해 생산시설 확충

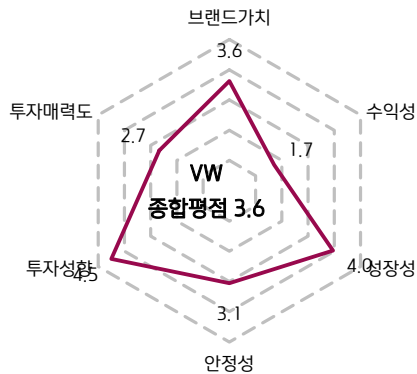
- 그룹 내 수요 확대: 연 150 GWh 이상 공급 필요
- 장기 파트너십 체결: 중국, 유럽, 북미 등 그룹 내 배터리 수요 대응 목적
- MEB 플랫폼 전용 연 500억유로 이상 수요

5) 내연기관 파워트레인 기술 투자 지속: 현재 판매 중 모델 대부분은 내연기관

- 새로운 모빌리티 환경의 주축: 현재 판매 중인 모델의 상품성 개선 필요
- 규제 대응을 위한 디젤 기술 강화: 효율적이고 깨끗한 디젤 기술 요구 지속

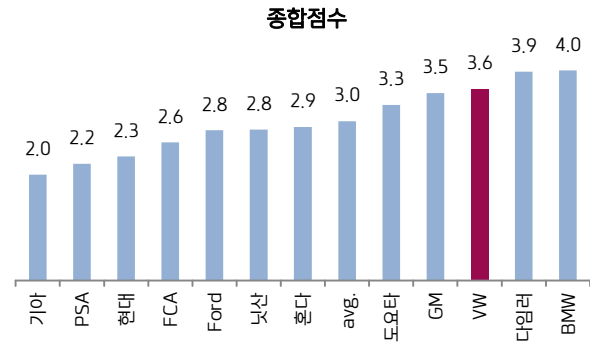
자료: 키움증권

VW 경쟁력 평가: 종합평점 4.6점. 평균대비 높은 투자 성향, 성장성, 브랜드가치, 안정성 보유



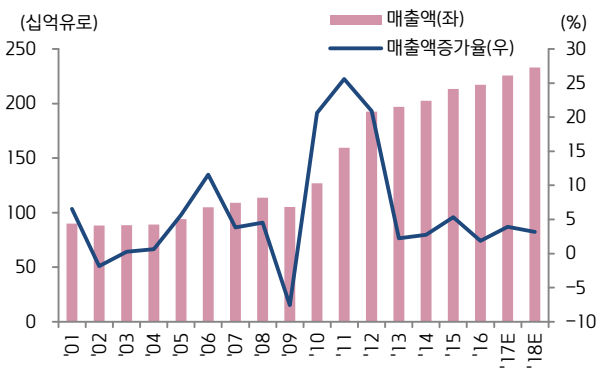
주: 2017 Global Auto Insight (2017.06.07 발간) 참조
자료: 키움증권

VW 경쟁력 평가: 평균대비 우수, 글로벌 자동차 12개사 중 3위 기록



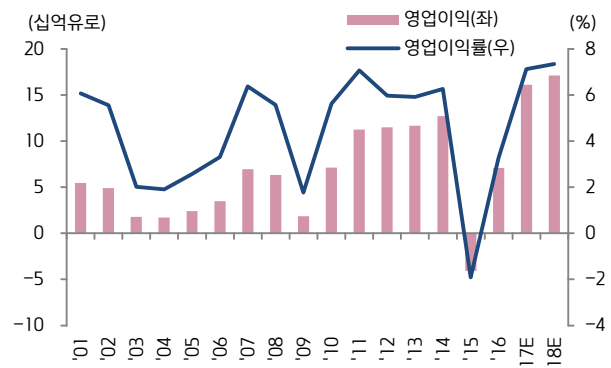
자료: 키움증권

VW 매출액 및 매출액 증가율 추이



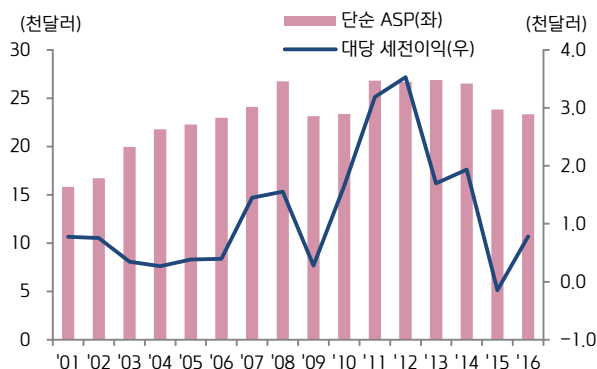
자료: Bloomberg, 키움증권

VW 영업이익 및 영업이익률 추이



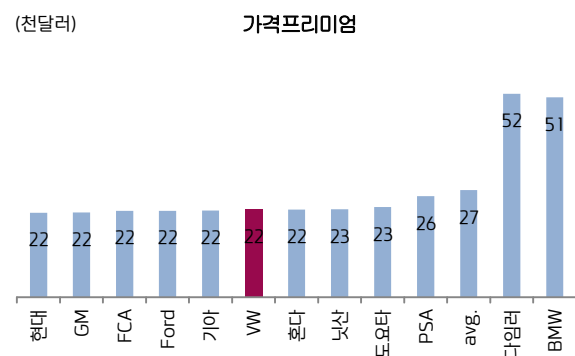
자료: Bloomberg, 키움증권

VW ASP, 대당 세전이익 추이 (달러기준)



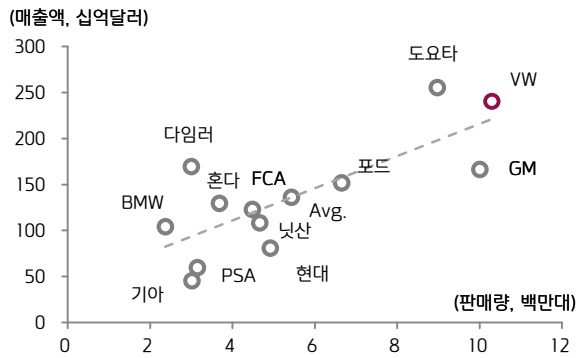
자료: Bloomberg, 키움증권

VW 가격 프리미엄 현황



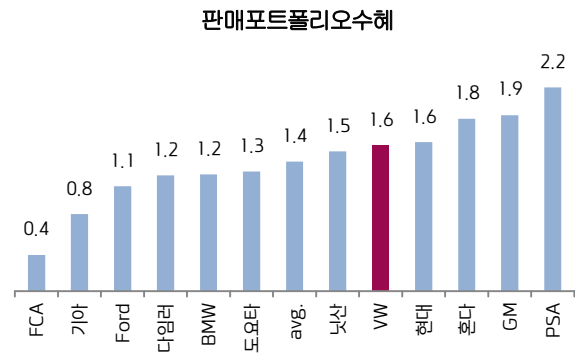
자료: MSN Auto, 키움증권

VW 매출액, 판매 규모 현황



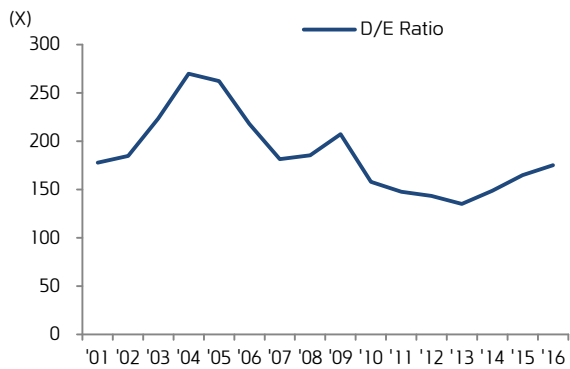
자료: Bloomberg, 키움증권

VW 판매 포트폴리오 수혜 현황



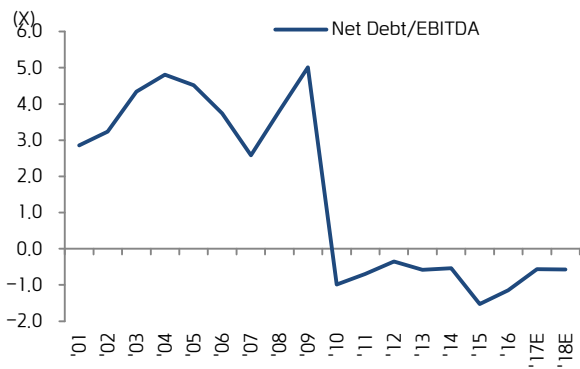
자료: GBIC, 각 사, 키움증권

VW D/E Ratio 추이



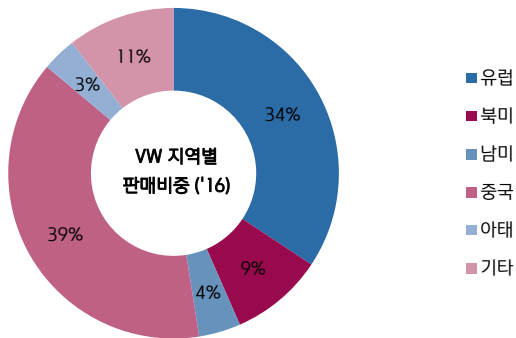
자료: Bloomberg, 키움증권

VW Net Debt / EBITDA 추이



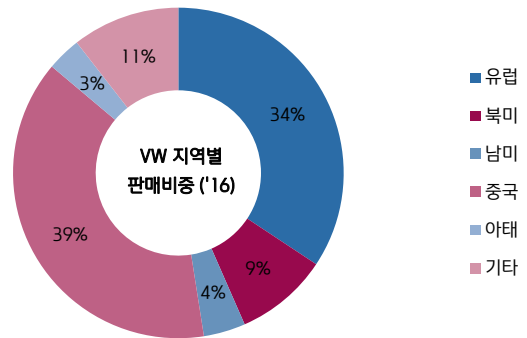
자료: Bloomberg, 키움증권

VW 지역별 판매 비중 (2016년)



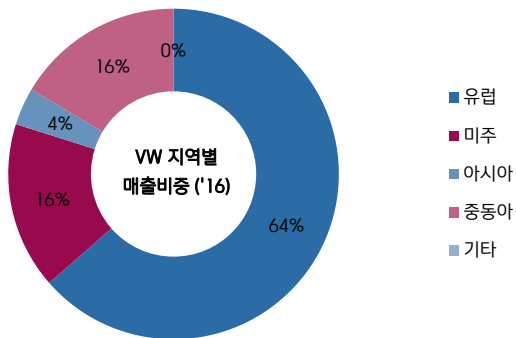
자료: VW, 키움증권

VW 부문별 판매 비중 (2016년)



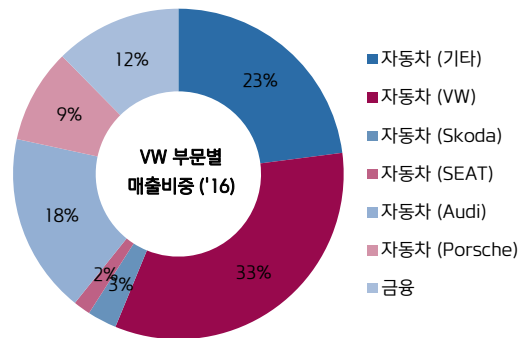
자료: VW, 키움증권

VW 지역별 매출액 비중 (2016년)



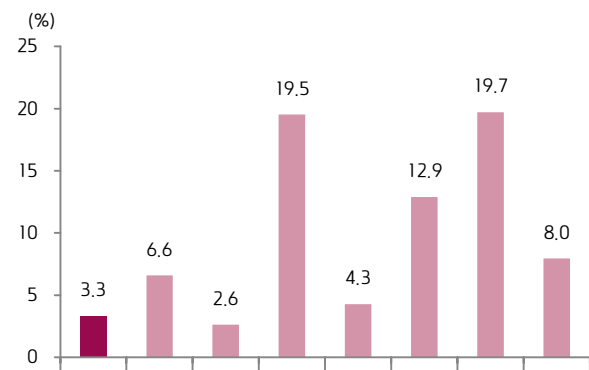
자료: VW, 키움증권

VW 부문별 매출액 비중 (2016년)



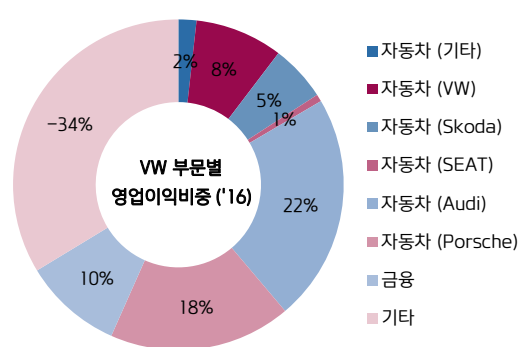
자료: VW, 키움증권

VW 부문별 영업이익률 (2016년)



자료: VW, 키움증권

VW 부문별 영업이익 비중 (2016년)



자료: VW, 키움증권

주요 브랜드별 신차 출시 일정 (북미 기준)

	'15	'16	'17	'18
VW	아우디 A3(C), TT(S)	아우디 A4(C), R8(S), Q7(SUV)	VW Jetta(C), Coupe, Tiguan(SUV), Touareg(SUV) 아우디 A5(S), A8L(F), Q5/SQ5(SUV)	VW Golf(C), Beetle, CC(S), Passat(D), Atlas(SUV) 아우디 A6(E), A7/S7/RS7(S), A9(F), Q3(SUV)
GM	쉐보레 Spark(A), Volt(PHEV), Malibu(D), Camaro(S)	쉐보레 Cruze(C), Bolt EV, Cascada(Cn.) 부익 LaCrosse(E), Envision(SUV) GMC Acadia(SUV) 캐딜락 CT6(F), XT5(SUV)	쉐보레 Equinox(SUV), Traverse(SUV) 부익 Regal(C), Enclave(SUV) GMC Terrain(SUV)	쉐보레 Silverado(PU), C-SUV GMC Sierra(PU) 캐딜락 ATS(C), C-SUV
포드	포드 Edge(SUV) 링컨 MKX(SUV)	포드 GT(S), Super Duty(PU) 링컨 Continental(F)	포드 Expedition(SUV) 링컨 Navigator(SUV)	포드 Fiesta(B), Focus(C), EcoSport(SUV), Ranger(PU) 링컨 MKC(SUV)
FCA	Fiat 500X(SUV) 지프 Renegade(SUV) 램 Promaster(Van)	Fiat 124 Spider(S) 크라이슬러 Pacifica(Van) 알파로메오 Giulia	지프 Compass(SUV), Wrangler(SUV) 알파로메오 Stelvio(SUV)	크라이슬러 F-SUV 지프 G.Cherokee(SUV), Pickup 닷지 Journey(SUV), B-sedan 램 1500(PU), Heavyduty(PU)
도요타	도요타 Mirai(FCV), Tacoma(PU) Scion iA(A)		도요타 Yaris(B), Camry(D), C-HR(SUV), Land Cruiser(SUV), Prius/Prime/V(HEV), 렉서스 LS(F), LC500(S), TX(SUV)	도요타 Avalon(F), RAV4(SUV), Prius c(HEV), SupraSuccessor(S) 렉서스 CT200h(HEV)
혼다	혼다 Civic(C), Clarity(FCV), Pilot(SUV), HR-V(SUV), Ridgeline(PU)	혼다 CR-V(SUV) 아큐라 NSX(S)	혼다 Civic R(C), Accord(D), Odyssey(Van), Clarity PHEV/EV 아큐라 ILX(B), CDX(SUV)	아큐라 RDX(SUV)
닛산	닛산 Maxima(F), Titan(PU)	닛산 Armada(SUV) 인피니티 Q60, QX30(SUV)	닛산 Z(S), Frontier(PU)	닛산 Versa(A), Sentra(B), Altima(D), Juke(SUV), Leaf(EV) 인피니티 B-Sedan, Q70, Q80, QX70(SUV), QX80(SUV), EV
현대 기아	현대 Sonata PHV, Tucson(SUV) 기아 Optima(D), Sorento(SUV)	현대 Elantra/GT(C), 제네시스 G90 기아 Cadenza(E), Sportage(SUV)	현대 Azera(단종), Accent(B), Veloster, ioniq HEV/EV 제네시스 G70, Coupe 기아 Rio(B), Optima PHEV, Stinger Coupe, Niro HEV	현대 SantaFe(SUV), Pickup 기아 Forte/Koup(C)

주: 붉은색은 SUV, Pickup, Van 등 경상용 차급

자료: 각 사, 언론 종합, 키움증권

VW 2017년 가이드선 요약: 60개 신모델 바탕 완만한 판매 증가, 매출액 4% 성장, 영업이익률 전사 6~7% 목표

Our outlook: expected continuation of the positive development in fiscal year 2017



자료: VW, 키움증권

VW 중장기 전략 Together Strategy 2025



Together Strategy 2025

비전	글로벌 지속 가능한 모빌리티 제공 업체(globally leading provider of sustainable mobility)
미션	고객 맞춤형 이동수단 솔루션 제공 브랜드 포트폴리오 강점을 활용한 고객 요구 다양성 수용 환경, 안전, 사회적 이슈에 대한 책임 수명 업무에 대한 열정과 신뢰, 품질 발휘
5 대 강령	유지 가능한 성장 수익성에 대한 경쟁력 안전성, 신뢰성, 환경 부문 모범 업체 고용 우수성 고객 만족

자료: VW, 키움증권

VW 중장기 경영전략 변화

Strategy 2018	
핵심 기조	양적성장
	<ul style="list-style-type: none"> 1,100만대 판매(~'18) 글로벌 점유율 9%(07 600만대, 6.8%) 모듈화 통한 차급/지역 판매 확대
주요전략	
제품 다변화	<ul style="list-style-type: none"> 풀라인업 제품 포트폴리오 구성 브랜드 적극 활용(프리미엄/양산 차별화)
신용 시장 공략	<ul style="list-style-type: none"> 유럽/비유럽 제품군 분리 현지 부품업체 육성, 조달비용 절감, 현지화
기타	<ul style="list-style-type: none"> 모듈화 통한 생산성/원가경쟁력 제고 친환경 기술 개발 강화

디젤
스캔들

저성장
지속

산업구조
변화
자율주행
전동화
모빌리티
...

Together Strategy 2025	
핵심기조	내실성장
	<ul style="list-style-type: none"> 사업포트폴리오 조정 핵심기술 개발 통한 내실 확보 수익성 목표 설정, 판매/점유율 목표 미발표
주요전략	
EV 강화	<ul style="list-style-type: none"> EV 30종 출시(~'25) 연 200-300만대 판매(20~25% 비중)
신사업 진출	<ul style="list-style-type: none"> EV/자율주행/모빌리티 등 1,000명 R&D 인력 영입, Gett 협력
부품사업 재편	<ul style="list-style-type: none"> 26개 부품 계열사 재편성 부품 경쟁력 확보 및 비용 절감
재무목표 재설정	<ul style="list-style-type: none"> OPM 6 → 7~8% 자본이익률 13.8 → 15%+

자료: VW, 키움증권

VW 주요 핵심 사업과 브랜드별 현황 (2016)

주요 핵심 사업	Together-Strategy 2025 MOIA(모빌리티 서비스 회사) 설립 신모델 60개 런칭
VW	디젤 게이트에도 6 백만대로 판매 증가 new TRANSFORM 2025+ 전략 도입
Audi	작년에 기록한 최대 판매, 매출 초과달성 북미 첫 공장 가동
포르쉐	글로벌 최고 수익성 자동차 브랜드 디지털 센터 발족
Skoda	영업활동 호조 신 SUV 시리즈 성공
SEAT	수익전환 달성 최초 SUV Ateca 가 수익 달성 공헌
VW 상용	글로벌 선두 계획 진행 중 나비스타 얼라이언스 북미 도입
금융	1,610 만계약 기록 달성 디지털 드라이브 발족

자료: VW, 키움증권

VW 디젤게이트 이후 제시한 5-pont program의 성과와 현재

			Q1/2016	Q1/2017
	Management of the diesel crisis	<ul style="list-style-type: none">Operational crisis managementSuccessful recall actionsSecuring liquidity		
	Clarification	<ul style="list-style-type: none">Internal investigationsOptimization of compliance and risk reporting		
	New structure	<ul style="list-style-type: none">New Group structureModel line organizationGroup functionsLean reporting		
	New mindset	<ul style="list-style-type: none">Evolution of corporate valuesEvolution of leadership model		
	New destination	<ul style="list-style-type: none">Development of TOGETHER – Strategy 2025		
2016: 5-point program			2017: 1+4 Group-wide goals	
	Management of the diesel crisis	“Diesel”	 Ongoing resolution the diesel crisis	
	Clarification			
	New structure	Transformation of the Group	+	
	New mindset			
	New destination			
			 Focus on successful operating business	
			 Further efficiency gains and synergies	
			 Drive forward Strategy 2025	
			 Promote and live new corporate culture	

자료: VW, 키움증권

VW 2017년 카테고리별 주요 전략

	북미	유럽	중국	기타
생산	<ul style="list-style-type: none"> ■ 생산 투자 <ul style="list-style-type: none"> - 테네시 주 9억달러 투자 - SUV 생산 공장 ■ 디젤 차량 대체 <ul style="list-style-type: none"> - 48V MHEV로 소형 디젤 대체 ■ 수익성 강화 계획 <ul style="list-style-type: none"> - 고수익 모델 출시, 생산성 제고 목적 - 노조와 갈등 최소화 - 아틀라스티구안 투아렉등 SUV 강화 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 생산 투자 <ul style="list-style-type: none"> - 폴란드 소형 생산공장 설립 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 아우디, VW와 스코다 이어 JV 설립 <ul style="list-style-type: none"> - SAIC과 합작사 설립 - 최근 악화된 경쟁력 해결 방안 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 플랫폼 적용 확장 (비용 절감) <ul style="list-style-type: none"> - 기존 MQB 플랫폼 변형 적용 - PHEV, EV 생산 위한 모듈 개발 ■ 이머징 현지생산 확대 <ul style="list-style-type: none"> - 아프리카 현지생산 확대 - 인도 타타와 제휴(플랫폼 공유) - 파키스탄 신공장 증설
판매	<ul style="list-style-type: none"> ■ 디젤차 판매 중단 계획 ■ 미주 현지투자 확대 계획 <ul style="list-style-type: none"> - 2016년 미주지역 판매부진에 근거 	<ul style="list-style-type: none"> ■ SEAT, SUV 확대 <ul style="list-style-type: none"> - 첫 아테카(SUV-Q) 비롯 하반기 아로나 투입 ■ 기존 제품 상품 경쟁력 강화 <ul style="list-style-type: none"> - 커넥티비 상품성도 강화 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 신모델 확대 <ul style="list-style-type: none"> - 아우디, VW 8개 세단 비롯 테라몬트 등 4개 SUV 신모델 출시 계획 - 이치 VW 저가브랜드 출시 ■ 신에너지차 출시 <ul style="list-style-type: none"> - 장화이첫 합자모델 출시 (2018년) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 수익성 확대 계획 <ul style="list-style-type: none"> - 미국 디젤차 판매 중단 - SUV 모델 확대: 2020년까지 17종 - 전기차 확대: 2025년까지 연100만대 ■ 이머징 판매 확대 <ul style="list-style-type: none"> - 아프리카 현지생산 확대 - 세아트 아프리카, 중남미 판매 확대
친환경	<ul style="list-style-type: none"> ■ 미국 충전 네트워크 강화 <ul style="list-style-type: none"> - 미 전역 15개 대도시내 고속 충전기 포함 300개 이상 충전소 설치, 200개 이상 급속충전소 구성 - 크로스 컨트리 네트워크 개발 계획 - 20억 달러 투자 규모 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 완전 자율주행 EV 출시 계획 <ul style="list-style-type: none"> - 2025년까지 완전자율주행 SUV 전기차 출시 계획 - NVIDIA의 AI기술로 2020년 완전자율주행차 상용화 계획 ■ 독일 동부지역 전기차 생산공장 및 충전소 건설 예정 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 신에너지차 라인업 확대 <ul style="list-style-type: none"> - 2020년까지 연 40만대 신에너지차 판매 계획 - 입지 강화 목적 - 제일기차 협력 강화, 핵심역량 구축 - 중국 친환경차 생산 쿼터 맞출 계획 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 전기차 플랫폼 개발 완료(MEB) <ul style="list-style-type: none"> - 2020년 전기차 20종 확대 계획 ■ e-모빌리티 및 디지털 기술 투자 <ul style="list-style-type: none"> - 37억 달러 투자 계획 ■ 미래 연구센터 설립
자율주행	<ul style="list-style-type: none"> ■ 모빌리티 브랜드 Moia 런칭 <ul style="list-style-type: none"> - 디젤게이트 관련 손실 200억달러 만회를 위한 조치 ■ 업계 최초 미국에V2I 기술 출시 계획 <ul style="list-style-type: none"> - 아우디 Q7, A4 활용 ■ 산학 연계 기술 개발 <ul style="list-style-type: none"> - 스탠포드 아우디스포츠카 공동제작 - V2I시스템 적용 Q7, A4 라스베거스 시내 정보 실시간 공유 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 자율주행차 런칭 계획 <ul style="list-style-type: none"> - '17년 레벨 3 탑재 A8 출시 - '21 최고급 완전자율 EV 출시 계획 - '21 무인차 출시 계획 - MAN트럭 대형화물 연결설 기술개발 ■ 독일-싱가포르에서 트럭 군집 프로젝트 <ul style="list-style-type: none"> - 자율주행기술 적용 조기 상용화 목적 - 인건비 1/4, 연료비 10% 절감 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 기술 투자 <ul style="list-style-type: none"> - 중국 AI 음성인식 전문 스타트업 Mobvoi에 1.8억달러 투자 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 기술 제휴 <ul style="list-style-type: none"> - 나비스타 (트럭, 인수) - Gett (카셰어링, 투자) - 퀵카 (카셰어링, 자회사) - 모빌라이 (센서, 협력) - HERE (정밀지도, 공동인수) ■ 카 헤일링 서비스 도입 <ul style="list-style-type: none"> - 아프리카 케냐, 르완다 현지 생산 모델 활용

자료: VW, 키움증권

손익계산서

(단위: 백만 EUR)

12월 결산, 연결기준	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	192,676	197,007	202,458	213,292	217,267
매출원가	157,522	161,407	165,934	179,382	176,270
매출총이익	35,154	35,600	36,524	33,910	40,997
판매관리비	31,178	29,595	28,407	43,966	43,205
영업이익	11,498	11,671	12,697	(4,069)	7,103
영업외이익	13,989	757	2,097	2,768	189
이자손익	(1,399)	(1,513)	(1,435)	(1,605)	(1,330)
외환손익	108	(728)	351	599	(235)
기타영업외손익	15,280	2,998	3,181	3,774	1,754
법인세차감전이익	25,487	12,428	14,794	(1,301)	7,292
법인세비용	3,606	3,283	3,726	60	1,913
계속사업손익	21,881	9,145	11,068	(1,361)	5,379
중단사업손익	(169)	(79)	(83)	(9)	(10)
당기순이익	21,712	9,066	10,985	(1,370)	5,369
EPS	46.4	18.6	21.8	(3.2)	10.2
가중평균주식수	468	486	496	501	501
희석 EPS	46.4	18.6	21.8	(3.2)	10.2
희석가중평균주식수	468	486	496	501	501
DPS	3.5	4.0	4.8	0.1	2.0
EBITDA	24,612	26,321	29,488	15,587	27,896
감가상각비	5,969.0	6,689.0	7,509.0	13,085.0	15,368.0
R&D비용	9,515.0	11,743.0	13,120.0	13,612.0	13,672.0
유효법인세율(%)	14.1	26.4	25.2	(4.6)	26.2
매출액증가율(%)	20.9	2.2	2.8	5.4	1.9
영업이익증가율(%)	2.0	1.5	8.8	(132.0)	(274.6)
당기순이익증가율(%)	40.9	(58.2)	21.2	(112.5)	(491.9)
EBITDA증가율(%)	13.9	6.9	12.0	(47.1)	79.0
EPS증가율(%)	40.2	(59.9)	17.2	(114.4)	(424.5)

현금흐름표

(단위: 백만 EUR)

12월 결산, 연결기준	2012	2013	2014	2015	2016
영업활동현금흐름	7,208	12,595	10,784	13,679	9,430
당기순이익	21,712	9,066	10,985	(1,370)	5,369
유무형감가상각비	13,114	14,650	16,791	19,656	20,793
기타비현금조정	(19,972)	(4,124)	(9,301)	5,205	(6,498)
비현금자본변동	(7,646)	(6,997)	(7,691)	(9,812)	(10,234)
기타	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(19,484)	(16,889)	(19,097)	(21,151)	(20,679)
고정자산처분	373	622	403	533	351
유형자산취득	(10,493)	(11,385)	(12,012)	(13,213)	(13,152)
투자자산증가	(2,643)	(1,954)	(2,646)	(5,627)	(3,883)
투자자산감소	0	0	0	0	0
기타	(6,721)	(4,172)	(4,842)	(2,844)	(3,995)
재무활동현금흐름	13,572	8,511	4,938	9,300	9,621
배당금지급	(1,673)	(1,849)	(1,962)	(2,516)	(364)
단기차입금변동	0	0	0	0	0
장기차입금증가	26,055	22,118	25,608	22,533	14,262
장기차입금감소	(17,084)	(14,628)	(21,765)	(23,778)	(23,637)
자본의증가	2,046	3,067	4,932	2,457	0
자본의감소	0	0	0	0	0
기타	4,228	(197)	(1,875)	10,604	19,360
현금성자산의순증	1,296	4,217	(3,375)	1,828	(1,628)
기초현금및현금성자산	17,192	18,961	22,498	19,044	20,893
기말현금및현금성자산	18,488	23,178	19,123	20,872	19,265
Free Cash Flow	(3,285)	1,210	(1,228)	466	(3,722)
FCF to Firm	(2,084)	2,323	(154)	0	(2,741)
FCF to Equity	6,059	9,322	3,018	(246)	(12,746)
주당FCF	(7.0)	2.5	(2.5)	0.9	(7.4)
EBITDA	24,612	26,321	29,488	15,587	27,896

자료: Bloomberg

재무상태표

(단위: 백만 EUR)

12월 결산, 연결기준	2012	2013	2014	2015	2016
유동자산	113,061	122,192	131,103	145,387	155,722
현금및현금성자산	18,488	23,178	19,123	20,872	19,265
단기투자자산	7,433	8,492	10,861	15,007	27,047
매출채권및기타	47,010	49,519	55,870	58,020	61,860
재고자산	28,674	28,653	31,466	35,048	38,978
기타유동자산	11,456	12,350	13,783	16,440	8,572
비유동자산	196,457	202,141	220,106	236,548	254,010
장기투자자산	54,088	55,566	62,045	66,049	74,892
고정자산총계	110,446	116,891	126,890	181,950	199,972
감가상각누계	71,022	74,503	80,721	98,606	107,500
순고정자산	39,424	42,388	46,169	83,344	92,472
기타비유동자산	102,945	104,187	111,892	87,155	86,646
자산총계	309,518	324,333	351,209	381,935	409,732
유동부채	105,526	118,625	130,706	148,489	177,515
매입채무및기타	17,268	18,024	19,530	20,460	22,794
단기차입금	54,061	59,986	65,564	72,312	94,471
기타유동부채	34,197	40,615	45,612	55,717	60,250
비유동부채	121,997	115,671	130,314	145,176	139,307
장기차입금	63,603	61,516	68,416	73,291	68,216
기타비유동부채	58,394	54,155	61,898	71,885	71,091
부채총계	227,523	234,296	261,020	293,665	316,822
우선주	0	0	0	0	0
소수주주지분	4,313	2,304	198	210	221
자본금/자본잉여금	12,700	13,849	15,834	15,834	1,283
이익잉여금	64,982	73,884	74,157	72,226	91,406
자본총계	81,995	90,037	90,189	88,270	92,910
순차입금	(8,634)	(15,193)	(15,900)	(23,753)	(31,913)
총차입금	117,664	121,502	133,980	145,603	162,687

투자지표

(단위: 현기통화, %, %)

12월 결산, 연결기준	2012	2013	2014	2015	2016
주당지표(현기통화)					
EPS	46.4	18.6	21.8	(3.2)	10.2
BPS	167.0	188.6	189.2	175.7	184.9
DPS	3.5	4.0	4.8	0.1	2.0
주자배수(배)					
PER	3.5	10.6	8.2	0.0	13.4
PBR	1.0	1.0	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.0	3.1	2.4	3.1	1.3
PCFR	10.6	7.6	8.3	5.2	7.3
성장성(%)					
매출액증가율(%)	20.9	2.2	2.8	5.4	1.9
영업이익증가율(%)	2.0	1.5	8.8	0.0	0.0
EPS증가율(%)	40.2	(59.9)	17.2	0.0	0.0
수익성(%)					
영업이익률	6.0	5.9	6.3	(1.9)	3.3
당기순이익률	11.3	4.6	5.4	(0.6)	2.5
총자산이익률(ROA)	7.7	2.9	3.3	(0.4)	1.4
자기자본이익률(ROE)	32.1	11.0	12.2	(1.8)	5.7
투자자본이익률(ROIC)	12.9	5.0	5.6	(0.1)	2.6
배당성향	7.5	20.6	21.1	0.0	19.7
안정성(%)					
부채비율	38.0	37.5	38.1	38.1	39.7
순차입금비율	(10.5)	(16.9)	(17.6)	(26.9)	(34.3)
이자보상배율(배)	8.2	7.7	8.8	(2.5)	5.3
활동성(배)					
재고자산회전율	5.6	5.6	5.5	5.4	4.8
매출채권회전율	4.2	4.1	3.8	3.7	3.6
매입채무회전율	9.4	9.1	9.0	9.2	8.3

Compliance Notice

- 당사는 11월 1일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%