

2018. 1. 29



## ▲ 자동차/타이어

Analyst 김준성

02. 6098-6690

joonsung.kim@meritz.co.kr

RA 이종현

02. 6098-6654

jonghyun\_lee@meritz.co.kr

## Trading Buy

적정주가 (12개월) 75,000 원

현재주가 (1.26) 62,100 원

상승여력 20.8%

KOSPI 2,574.76pt

시가총액 16,888억원

발행주식수 2,720만주

유동주식비율 56.84%

외국인비중 13.79%

52주 최고/최저가 77,000원/59,500원

평균거래대금 86.2억원

## 주요주주(%)

현대자동차 외 3 인 40.74

국민연금 12.72

## 주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -2.4 -9.3 -10.4

상대주가 -7.9 -14.3 -27.5

## 주가그래프



## 현대위아 011210

## 4Q17 Review:

## 그룹 내 계열 부품사의 한계와 희망

- ✓ 중국·멕시코공장 판매회복, 파워트레인 FA 매출인식 시작에도 불구하고, 전방업체 단가인하 및 합병법인 통상임금 패소 영향으로 기대치 큰 폭 하회 분기실적 기록
- ✓ 같은 1 차 부품사인 만도·한온시스템처럼 현대·기아차 Cycle 개시에 따른 양적·질적 이익개선과 성장의 Alpha (만도·한온 플랫폼 통합, 위아 파워트레인 교체) 요인이 존재함에도 지속적인 단가인하 압력으로 부진한 실적을 기록하는 아쉬운 상황
- ✓ 본격적인 Cycle 개화와 이에 따른 안정적 실적전개 이전까지 투자심리 악화 불가피

## 계열 부품사로서의 한계, 단가인하 심화로 4Q17 실적 기대치 큰 폭 하회

현대·기아차 판매회복에 따른 중국 공장의 손익개선, 신차 투입에 따른 멕시코 공장의 손익개선, 10 년만의 파워트레인 교체 Cycle 개시에 따른 FA 매출 증가라는 명백한 실적개선 요인 발현에도 불구하고, 4Q17 실적은 1) 전방업체 손익악화에 따른 부품과 기계사업 단가인하 확대와 2) 예상치 못했던 합병법인 현대위스코와 현대메티아의 통상임금 패소 및 그에 따른 총당금 전입 (총 399 억원, 매출원가 349 억원, 영업외비용 50 억원)으로 시장기대치를 큰 폭으로 하회했다.

역사적으로 위아의 영업손익은 전방업체 중 특히 기아차의 영업손익 흐름과 유사한 방향성을 보이는 경우가 많았다. 지난 4Q17 실패한 13 년 신차 Cycle 의 마지막 분기를 맞아 기아차는 주요 공장들의 전반적인 판매부진과 인센티브 확대가 보여졌고, 그 밖의 일회성 비용 이슈가 다수 발생했다. 두 분기 연속 단가인하에 따른 실적부진 동조화가 이루어진 지금, 기아차의 실적개선 가시성이 높아질 3Q18 까지 위아의 기업가치 개선 가시성이 낮아졌음을 부인하기 어렵다.

## 기업가치 개선 방향성 유효하나, 이를 위한 실적개선 先 확인 필요

18 년 3 월 이후 본격적 새로운 신차 Cycle 개시, 중국 정치이슈에 따른 판매부진 기저효과 발현, 주요 시장 모델노후화에 따른 인센티브 기저효과 확대가 예상되며, 특히 위아는 10 년만의 파워트레인 교체 Cycle 에 발맞춘 FA 매출 증대의 수혜를 누리게 된다는 점은 변하지 않았다. 다만, 지속적인 단가인하 압력 발현과 이에 따른 손익악화를 목도한 시장의 투자심리는 先 실적개선 확인, 후 後 기업가치 반영이 불가피하다. Cycle 전환기인 1H18 내 단가인하 압력 재현 및 그에 따른 수익성 악화 지속 가능성을 반영해 18 년 EPS 추정치를 -15% 조정하며, 적정주가와 투자의견을 각각 75,000 원, Trading Buy 로 하향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	7,884.2	500.9	326.9	12,020	-28.2	116,315	5.2	0.5	2.8	10.9	111.3
2016	7,589.4	262.7	130.7	4,807	-60.0	119,823	12.9	0.5	4.5	4.1	115.5
2017F	7,487.0	17.0	-63.0	-2,317	-148.2	115,016	-26.8	0.5	10.3	-2.0	130.6
2018E	8,379.2	264.7	202.3	7,439	-421.1	121,355	8.3	0.5	4.9	6.3	129.7
2019E	8,796.6	331.9	260.3	9,572	28.7	130,926	6.5	0.5	4.3	7.6	122.1

**표1 현대위아 4Q17 실적 Review : 단가인하 압력과 연결자회사 통상임금 총당금 반영으로 부진한 실적 기록**

(십억원)	4Q17P	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	1,877.3	2,058.1	-8.8	1,925.1	-2.5	2,054.7	-8.6	2,146.4	-12.5
영업이익	-71.3	28.0	적전	15.1	적전	46.7	적전	59.1	적전
세전이익	-157.0	50.7	적전	18.0	적전	36.5	적전	56.9	적전
순이익	-118.7	22.9	적전	13.4	적전	25.3	적전	42.6	적전
영업이익률(%)	-3.8	1.4		0.8		2.3		2.8	
순이익률(%)	-6.3	1.1		0.7		1.2		2.0	

자료: 현대위아, 메리츠증권증권 리서치센터

**표2 단가인하 압력 지속으로 실적 개선 가시성이 낮아진 상황**

(십억원)	2018E			2019E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	8,379.2	8,220.0	1.9	8,796.6	8,594.5	2.4
영업이익	264.7	243.4	8.7	331.9	297.0	11.8
세전이익	262.0	227.8	15.0	337.1	286.3	17.7
순이익	202.3	170.8	18.4	260.3	213.2	22.1
영업이익률(%)	3.2	3.0	0.2%p	3.8	3.5	0.3%p
세전이익률(%)	3.1	2.8	0.4%p	3.8	3.3	0.5%p
순이익률(%)	2.4	2.1	0.3%p	3.0	2.5	0.5%p

자료: Bloomberg, 현대위아, 메리츠증권증권 리서치센터

**표3 1H18 내 추가적인 단가인하 압력 가능성을 반영해 이익추정치 하향 조정**

(십억원)	2017P	2018E	2019E
매출액 - 신규 추정	7,487.0	8,379.2	8,796.6
매출액 - 기존 추정	7,756.5	8,576.2	9,000.1
% change	-3.5%	-2.3%	-2.3%
영업이익 - 신규 추정	17.0	264.7	331.9
영업이익 - 기존 추정	147.4	311.1	343.6
% change	-88.5%	-14.9%	-3.4%
세전이익 - 신규 추정	-76.1	262.0	337.1
세전이익 - 기존 추정	116.8	315.5	350.7
% change	-165.1%	-17.0%	-3.9%
지배주주 순이익 - 신규 추정	-42.0	202.3	260.3
지배주주 순이익 - 기존 추정	98.3	238.4	268.1
% change	-142.7%	-15.1%	-2.9%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	-1,544.5	7,439.1	9,571.6
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	3,614.9	8,765.0	9,858.0
% change	-142.7%	-15.1%	-2.9%

자료: 현대위아, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 현대위아 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017P	2018E	2019E
연결 매출	1,878.5	1,812.9	1,918.4	1,877.3	2,049.6	2,115.4	2,059.8	2,154.5	7,487.0	8,379.2	8,796.6
자동차 부품	1,617.0	1,541.5	1,667.4	1,616.2	1,776.4	1,836.7	1,767.3	1,854.3	6,442.0	7,234.7	7,557.1
기계	261.5	271.4	251.0	261.1	273.2	278.7	292.4	300.2	1,045.0	1,144.6	1,239.5
영업이익	43.1	30.1	15.1	-71.3	60.5	67.9	56.8	79.5	-4.0	264.7	331.9
자동차 부품	48.9	38.3	27.9	-46.2	55.1	60.6	49.5	70.5	48.0	235.6	294.7
기계	-5.8	-8.2	-12.9	-25.1	5.5	7.2	7.3	9.0	-52.0	29.0	37.2
세전이익	4.4	37.5	18.0	-157.0	58.1	67.7	56.3	79.9	-97.1	262.0	337.1
지배주주 순이익	2.0	40.3	13.4	-118.7	44.7	52.1	43.9	61.5	-63.0	202.3	260.3
이익률 (%)											
영업이익률	2.3	1.7	0.8	-3.8	3.0	3.2	2.8	3.7	-0.1	3.2	3.8
자동차 부품	3.0	2.5	1.7	-2.9	3.1	3.3	2.8	3.8	0.7	3.3	3.9
기계	-2.2	-3.0	-5.1	-9.6	2.0	2.6	2.5	3.0	-5.0	2.5	3.0
세전이익률	0.2	2.1	0.9	-8.4	2.8	3.2	2.7	3.7	-1.3	3.1	3.8
지배주주 순이익률	0.1	2.2	0.7	-6.3	2.2	2.5	2.1	2.9	-0.8	2.4	3.0
YoY 성장률 (%)											
연결 매출	2.2	-7.0	10.0	-8.8	9.1	16.7	7.4	14.8	-1.3	11.9	5.0
자동차 부품	6.1	-3.9	10.4	-10.0	9.9	19.1	6.0	14.7	0.1	12.3	4.5
기계	-16.8	-21.4	7.2	-0.7	4.5	2.7	16.5	15.0	-9.7	9.5	8.3
영업이익	-46.2	-66.8	-76.4	적전	40.5	125.1	277.0	흑전	적전	흑전	25.4
자동차 부품	-26.1	-48.4	-53.2	적전	12.6	58.1	77.1	흑전	-81.4	390.9	25.1
기계	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	28.1
세전이익	-93.4	-58.2	-29.6	적전	1,211.8	80.6	212.7	흑전	적전	흑전	28.7
지배주주 순이익	-95.8	-31.2	1,699.4	적전	2,114.9	29.4	228.4	흑전	적전	흑전	28.7

자료: 현대위아, 메리츠증권 리서치센터

표5 하향 조정한 18년 EPS에 09-12년 성공한 신차 Cycle 당시 1yr forward PER 최하단 10배 적용하여 적정주가 75,000원으로 하향

적정 밸류에이션 PER (배, a) - 09~12년 성공한 신차 Cycle 당시 1y forward PER 최하단	10.0배
현대위아 2018E EPS (원, b)	7,439원
Fair Value (원, c = a x b)	74,390원
<b>적정 주가 ('000 rounding, 원)</b>	<b>75,000원</b>
현재 주가 (1월 25일 기준 중가)	62,100원
<b>괴리율 (%)</b>	<b>20.8%</b>

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 현대위아 (011210)

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	7,884.2	7,589.4	7,487.0	8,379.2	8,796.6
매출액증가율 (%)	3.8	-3.7	-1.3	11.9	5.0
매출원가	7,043.1	7,012.7	7,193.4	7,784.4	8,127.9
매출총이익	841.1	576.7	294.0	594.9	668.7
판매관리비	340.2	314.0	277.0	330.2	336.8
영업이익	500.9	262.7	17.0	264.7	331.9
영업이익률	6.4	3.5	0.2	3.2	3.8
금융손익	-22.3	-34.4	-43.8	-40.9	-41.0
종속/관계기업손익	20.3	14.8	-5.0	15.8	31.4
기타영업외손익	-55.6	-10.4	-65.3	22.5	14.8
세전계속사업이익	443.3	232.8	-97.1	262.0	337.1
법인세비용	116.5	102.0	-34.1	59.7	76.8
당기순이익	326.9	130.7	-63.0	202.3	260.3
지배주주지분 순이익	326.9	130.7	-63.0	202.3	260.3

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017P	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	626.5	354.6	570.2	363.7	242.3
당기순이익(손실)	326.9	130.7	-63.0	202.3	260.3
유형자산상각비	147.2	176.1	204.6	226.8	223.1
무형자산상각비	79.1	43.7	47.6	49.6	49.3
운전자본의 증감	76.6	55.7	285.3	-69.9	-227.2
투자활동 현금흐름	-875.0	-470.0	-1,157.8	-224.8	-216.9
유형자산의증가(CAPEX)	-576.0	-438.3	-250.0	-250.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	-68.2	-46.0	-37.1	1.5	1.3
재무활동 현금흐름	345.3	331.4	312.1	7.3	8.0
차입금의 증감	729.7	363.1	341.3	37.2	37.9
자본의 증가	0.0	-2.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	101.0	214.7	-275.2	146.2	33.4
기초현금	483.5	584.5	799.3	524.1	670.3
기말현금	584.5	799.3	524.1	670.3	703.7

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017P	2018E	2019E
유동자산	3,623.3	3,743.3	3,890.4	4,302.9	4,649.1
현금및현금성자산	584.5	799.3	524.1	670.3	703.7
매출채권	1,275.2	1,188.7	1,497.4	1,592.1	1,671.4
재고자산	779.9	771.6	898.4	1,005.5	1,187.5
비유동자산	3,059.8	3,278.7	3,323.3	3,277.8	3,258.6
유형자산	2,322.8	2,548.3	2,585.6	2,488.8	2,445.7
무형자산	243.3	245.7	258.0	256.5	255.2
투자자산	448.2	442.4	436.5	488.5	512.8
자산총계	6,683.1	7,022.1	7,213.7	7,580.6	7,907.8
유동부채	1,843.1	1,698.9	1,679.6	1,801.9	1,825.7
매입채무	1,267.7	1,307.6	1,197.9	1,298.8	1,275.5
단기차입금	0.0	0.0	10.0	10.0	10.0
유동성장기부채	154.3	154.9	139.4	142.2	145.1
비유동부채	1,676.8	2,064.6	2,406.2	2,457.5	2,500.5
사채	957.0	957.3	1,292.4	1,318.2	1,344.6
장기차입금	465.2	849.3	857.8	866.4	875.1
부채총계	3,519.9	3,763.5	4,085.8	4,259.4	4,326.2
자본금	136.0	136.0	128.7	128.7	128.7
자본잉여금	504.2	500.5	500.5	500.5	500.5
기타포괄이익누계액					
이익잉여금	2,584.6	2,689.5	2,566.1	2,759.5	3,019.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,163.2	3,258.6	3,127.9	3,321.3	3,581.6

## Key Financial Data

	2015	2016	2017P	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	289,912	279,074	275,307	308,116	323,463
EPS(지배주주)	12,020	4,807	-2,317	7,439	9,572
CFPS	21,494	29,390	19,271	24,649	25,877
EBITDAPS	26,741	17,745	9,898	19,897	22,223
BPS	116,315	119,823	115,016	122,127	131,699
DPS	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
배당수익률(%)	1.77	1.77	1.77	1.77	1.77
Valuation(Multiple)					
PER	5.2	12.9	-40.2	8.3	6.5
PCR	3.1	4.8	8.0	3.5	3.2
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
EBITDA	727.2	482.6	269.2	541.1	604.4
EV/EBITDA	2.8	4.5	10.3	4.9	4.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.9	4.1	-1.3	6.3	7.5
EBITDA 이익률	9.2	6.4	3.6	6.5	6.9
부채비율	111.3	115.5	129.1	128.2	120.8
금융비용부담률	5.9	6.9	7.7	7.0	6.7
이자보상배율(x)	1.1	0.5	0.0	0.5	0.6
매출채권회전율(x)	6.1	6.2	5.6	5.4	5.4
재고자산회전율(x)	10.9	9.8	9.0	8.8	8.0

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 1월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 1월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 1월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김준성,이종현)

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 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

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

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

## 투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	96.1%
중립	3.9%
매도	0.0%

2017년 12월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 현대위아 (011210) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.02.22	기업브리프	Buy	170,000	김준성	-38.8	-33.5	
2016.02.29	산업브리프	Buy	170,000	김준성	-37.4	-32.6	
2016.03.22	기업브리프	Buy	150,000	김준성	-29.6	-23.7	
2016.04.28	기업브리프	Buy	130,000	김준성	-28.9	-24.5	
2016.06.20	기업브리프	Buy	130,000	김준성	-30.6	-24.5	
2016.07.28	기업브리프	Buy	120,000	김준성	-26.4	-19.8	
2016.10.05	기업브리프	Buy	120,000	김준성	-27.2	-19.8	
2016.10.28	기업브리프	Buy	120,000	김준성	-29.0	-19.8	
2016.11.16	산업분석	Buy	100,000	김준성	-27.1	-20.1	
2017.01.31	기업브리프	Trading Buy	78,000	김준성	-15.2	-4.6	
2017.04.14	기업브리프	Hold	60,000	김준성	12.3	21.8	
2017.06.21	기업브리프	Buy	91,000	김준성	-24.6	-18.9	
2017.07.28	기업브리프	Buy	91,000	김준성	-24.3	-15.4	
2017.10.11	산업분석	Buy	91,000	김준성	-24.8	-15.4	
2017.10.30	기업브리프	Buy	91,000	김준성	-25.5	-15.4	
2017.11.27	산업분석	Buy	91,000	김준성	-26.5	-15.4	
2018.01.29	기업브리프	Trading Buy	75,000	김준성	-	-	