



Analyst

권순우

soonwoo@sk.com
02-3773-8882

자동차

쉽지 않을 하반기 - 신흥국, 그리고 부품

자동차섹터의 알려진 투자포인트를 요약하면 본업 측면에서 기저효과 및 신차확대와 이를 통한 실적개선 기대감, 외부요인 측면에서 지배구조 개편안 기대감 약화, 2)미국을 중심으로 한 관세 불확실성. 불확실성이 증대된 현 시점에서는 현실화될 가능성이 높은 리스크 요인을 점검하는 것이 중요. 결론적으로 신흥국 리스크 부각과 부품사의 부진한 수익성이 지속될 가능성이 높다는 판단. 상반기에 이어 쉽지 않은 하반기 예상

2Q18 Preview - 제한적 기저효과, 비우호적 환율

18년 2분기 자동차 섹터 실적은 1분기에 이어 시장기대치를 하회할 것으로 예상한다. 주요인은 제한적인 기저효과와 비우호적 환율을 꼽을 수 있다. 단기적으로 반등에 대한 기대감이 존재할 수 있겠지만, 무엇보다 완성차업체의 실적 추정치 하향이 면춰야 한다. 즉 2분기 실적발표에서 단기실적뿐만 아니라 향후 완성차 업체의 업황과 수익성에 대해 제시되는 전망이 중요하다.

쉽지 않을 하반기 - 신흥국, 그리고 부품

이미 알려진 투자포인트와 리스크를 요약하면 본업에서는 기저효과 및 신차확대와 이를 통한 실적개선 기대감, 외부요인 측면에서는 1)지배구조 개편안 기대감 약화, 2) 미국을 중심으로 한 관세 불확실성 등이 있다. 계절적으로는 7월~8월 휴가시즌 이후 본격화될 노조 파업도 있다. 불확실성이 증대된 현 시점에서는 현실화될 가능성이 높은 리스크 요인을 점검하는 것이 중요하다. 본업개선에 대한 기대감을 낮출 필요가 있는 현 상황에서 하반기에 다른 리스크는 없을까? 당사에서는 1)글로벌 수요, 특히 신흥국의 수요둔화 가능성과 2)업황의 바로미터인 부품사 실적이 중요하며, 결론적으로 신흥국 리스크 부각과 부품사의 부진한 수익성이 지속될 가능성이 높다고 판단한다. 상반기에 이어 쉽지 않을 하반기가 될 전망이다.

글로벌 수요변화, 특히 신흥국

글로벌 관점에서 미국/중국에서의 기저효과에 대한 기대감이 크지만, 그보다 신흥국의 상황에 주목해야 한다. 단기적으로 환율의 변화만 실적에 반영되고 있지만, 장기적으로 수요가 둔화된다면 1)경쟁업체 대비 높은 신흥국 판매비중, 2)수출물량과 지역의 재조정, 3)국내공장가동률과 재고 이슈로 문제가 확대될 가능성이 높다. 또한 수요가 안정적이라도 무역전쟁이라는 환경하에서 경쟁업체의 전략이 바뀌었다는 점을 간과할 수 없다. 우리 역시 이미 공장이 있고, 점유율도 높지만 방심할 수 없는 어려운 환경이다.

업황의 바로미터, 부품사

현재와 같은 환율환경과 경쟁상황을 감안하면 하반기에도 부품사 업황은 어렵다. 그럼에도 불구하고, 중소형 부품사 실적에 관심을 가지는 이유는 완성차와 부품사가 서로에게 영향을 미치기 때문이다. 과거 실적은 완성차그룹과 2~3차 벤더의 수익성이 결국 동일한 방향성임을 알려준다. 결국 부품사 실적을 통해 완성차그룹이 1)부품사에 단기인하 압력을 행사한 결과인지, 2)부품사의 재무구조 개선을 위한 수익성 이전의 결과인지에 대한 확인이 필요하다. 다만 지금의 업황을 감안한다면, 전자의 확률이 높을 것으로 예상한다.

Contents

1. 2Q18 Preview

2. 쉽지 않을 하반기 – 신흥국, 그리고 부품

- 기존 투자포인트와 리스크 점검
- 하반기 리스크점검 - 1)글로벌 수요변화, 특히 신흥국
- 하반기 리스크점검 - 2)업황의 바로미터, 부품사
- Appendix

3. 기업분석

현대차

기아차

현대모비스

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 조사분석팀당사는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당시는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 7월 12일 기준)

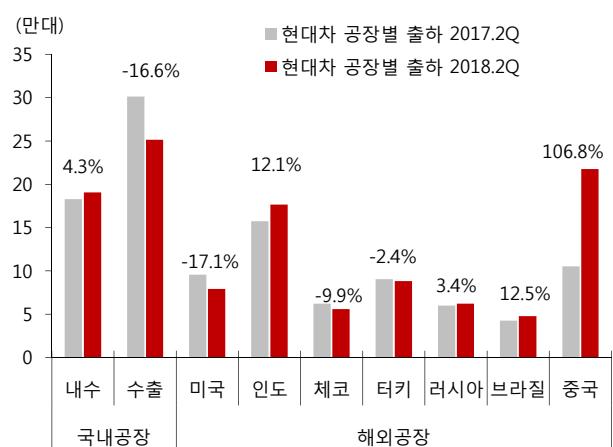
매수	92.37%	중립	7.63%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

1. 2Q18 Preview

제한적 기저효과, 비우호적 환율

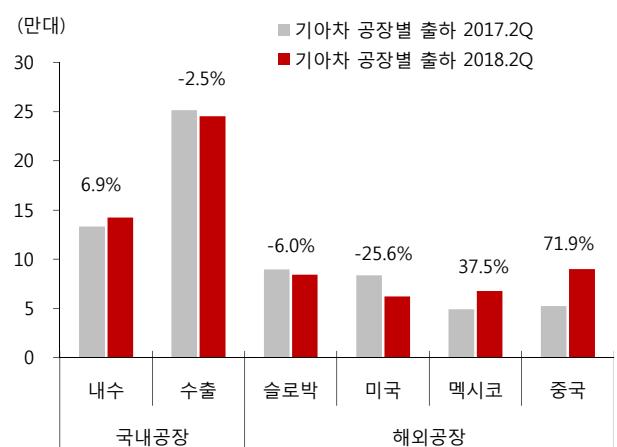
18년 2분기 자동차 섹터 실적은 1분기에 이어 시장기대치를 하회할 것으로 예상한다. 추정치 하회의 주요인은 먼저 전년도 낮은 기저효과에도 불구하고, 제한적이었던 출하량으로 꼽는다. 현대차 공장별 출하는 전년 동기 대비 글로벌로 +5.7% 증가하였으나 중국을 제외하면 -4.1%로 역성장했고, 기아차도 글로벌로 +4.9% 증가하였으나 중국을 제외하면 -0.9%로 부진했다. 중국만 놓고 본다면 출하량은 전년 동기대비 증가하였으나 소매판매가 뒤따르지 못한 모습이다. 지속되었을 시에 하반기 재고증가와 판매부진에 대한 우려가 부각될 수 있다. 반면 도매판매는 중국을 제외하면 각각 0.4%, 2.9%로 소폭 성장하며 재고소진은 진행되었을 것으로 판단한다.

<그림 1> 현대차 공장별 출하 - 글로벌 YoY +5.7%, 중국제외 YoY -4.1%



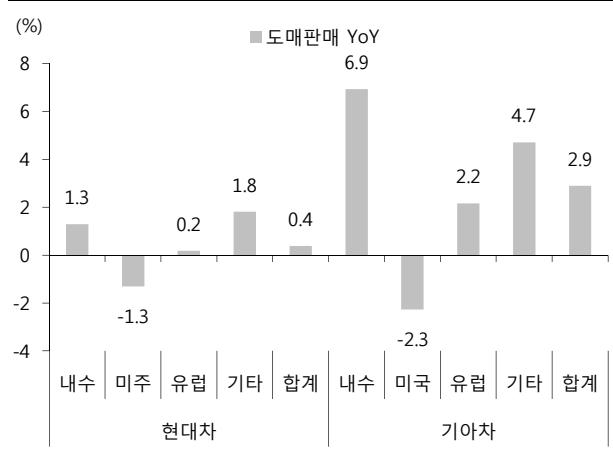
자료: 현대차, SK증권

<그림 2> 기아차 공장별 출하 - 글로벌 YoY +4.9%, 중국제외 YoY -0.9% 기록



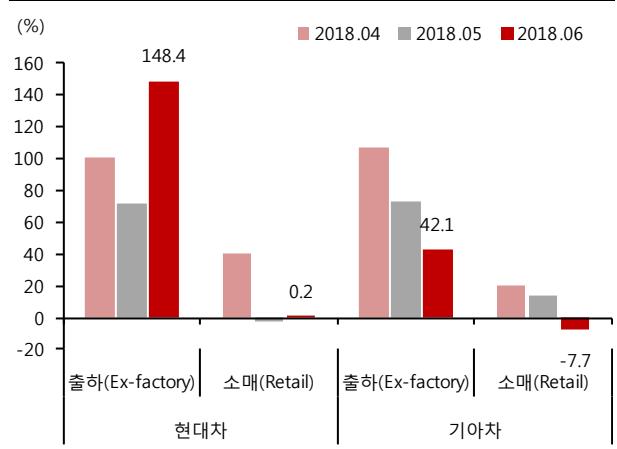
자료: 기아차, SK증권

<그림 3> 지역별 도매판매 - 분기 기준(중국제외)



자료: 현대차, 기아차, SK증권

<그림 4> 중국 2분기 출하/소매 - 하반기 재고 및 판매부진 우려 야기

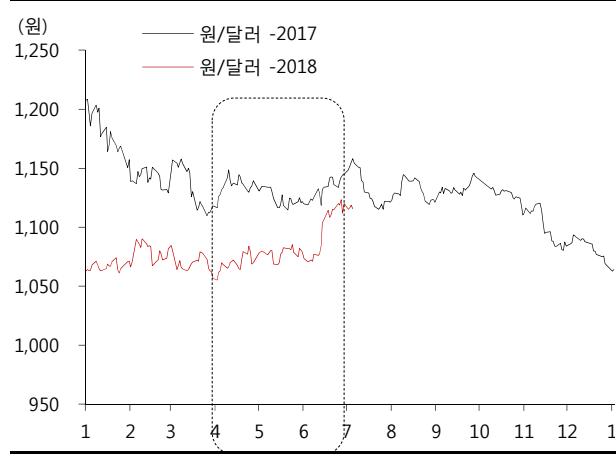


자료: 현대차, 기아차, SK증권

또한 2분기 불리했던 환율 환경은 신차와 F/L 차종 확대의 효과를 상쇄했을 것으로 판단한다. 원달러 환율은 전년 동기 대비 평균환율은 강세였으나, 분기말환율은 전분기 대비 약세마감하였다. 매출액은 축소된 반면, 판매보증관련비용 증가로 영업이익은 소폭 감소하는 효과를 가져올 것으로 예상된다. 판매보증관련 비용은 리콜비용이 반영되었던 지난 1분기와 유사하게 매출액 대비 현대차는 1.7%, 기아차는 2.2%를 기록할 전망이다.

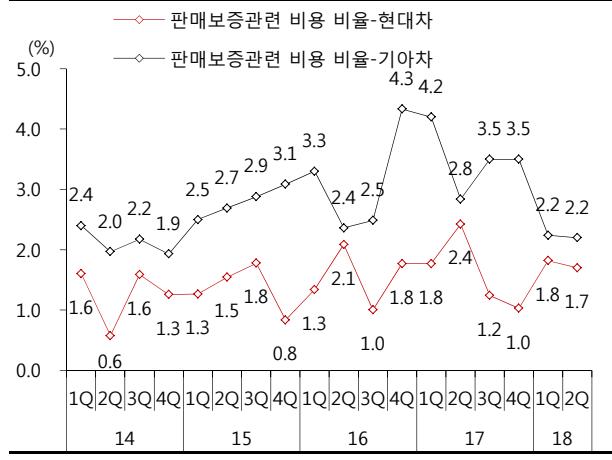
또한 2분기부터 방향성을 전환한 이종통화 환율은 국내수출 물량에 대한 원가부담과 원회환산 실적의 축소로 이어졌다. 특히 러시아와 브라질의 환율변동성이 높았다. 해당 지역에 생산법인을 보유한 현대차와 부품사의 영업외손익에 부정적으로 작용할 것으로 예상된다.

<그림 5> 원/달러 평균 환율 - 전년 동기 대비 불리한 평균환율



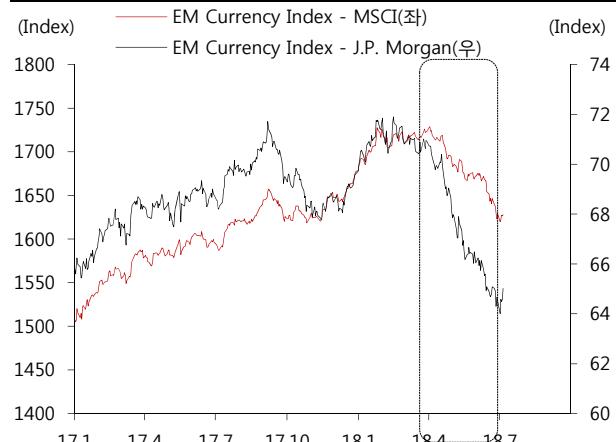
자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 6> 판매보증 총당금 추이 - 기말 약세 마감으로 비율 증가 예상



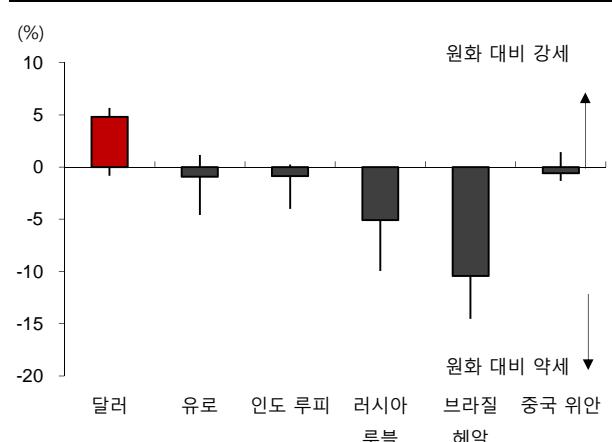
자료: 현대차, 기아차, SK 증권 추정

<그림 7> 이종통화 지수 추이 - 2분기 방향성을 달리한 이종통화



자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 8> 원화 대비 주요 환율 분기 변동성 - 18년 2분기 기준



자료: Bloomberg, SK 증권

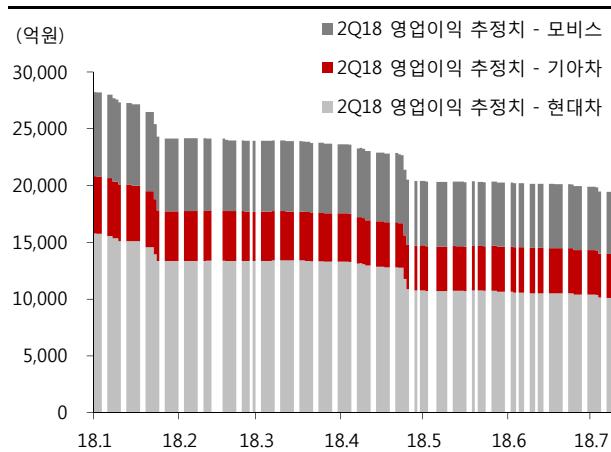
위와 같은 요인으로 완성차그룹의 실적추정치는 1 분기 실적발표 이후로 지속적으로 하향되었다. 이는 완성차그룹 주가에도 영향을 주었지만, 납품관계에 있는 부품사의 주가와 실적전망에도 부정적으로 작용하였다. 현대차그룹 의존도가 상대적으로 낮은 부품 및 타이어 업체도 실적추정치의 변경이 없거나 제한적이었음에도 불구하고 동반 하락하였다.

당사에서는 완성차 실적추정치 하향에 따른 단가인하(CR: Cost Reduction) 우려가 주가에 반영되었기 때문으로 판단한다. 과거에도 아래 <그림 10>에서처럼 완성차의 추정치가 하향되는 경우, 벤더의 주가는 단가인하 우려를 반영해왔다.

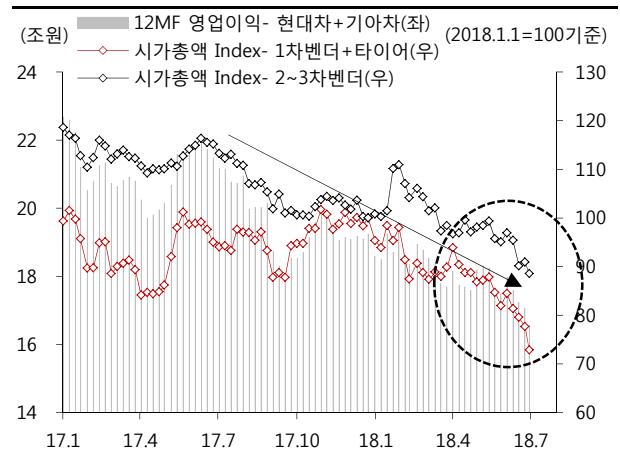
특히 매출에서 차지하는 비중과 다른 지역 대비 수익성이 높음에 따라 통상적으로 중국출하량과 밀접한 관계를 보여왔던 2~3 차 벤더의 주가의 상관성도 낮아졌다. 최근 중국 출하량이 회복되었음에도 불구하고, 중소형 부품사의 주가반등으로 이어지지는 않았다. 오히려 6 월 출하량 데이터에서 중국에서의 경쟁심화와 수익성에 대한 우려가 야기되며, 하반기에 대한 우려는 더 커진 상황이다.

단기적으로 반등에 대한 기대감이 존재할 수 있겠지만, 무엇보다 완성차 실적 추정치 하향이 멈춰야 한다. 즉 2 분기 실적발표에서 단기실적뿐만 아니라 향후 완성차 업체의 업황과 수익성에 대해 제시되는 전망이 중요하다.

<그림 9> 연초 이후 완성차그룹의 실적추정치는 지속적으로 하락



<그림 10> 완성차 실적추정치 하향은 벤더에게 부정적으로 작용



<표 1> 현대차 - 매출액 23.9 조원(YoY -1.7%), 영업이익 8,236 억원(YoY -38.7%, OPM 3.4%) 전망

						컨센서스			SK 추정			컨센대비 SK 차이
	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q	18.2Q	YoY	QoQ	18.2Q	YoY	QoQ	
매출액	233,660	243,080	242,013	245,009	224,366	239,764	-1.4%	6.9%	238,922	-1.7%	6.5%	-0.4%
영업이익 %	12,508 5.4	13,445 5.5	12,042 5.0	7,752 3.2	6,813 3.0	9,817 4.1	-27.0% -1.4%p	44.1% 1.1%p	8,236 3.4	-38.7% -2.1%p	20.9% 0.4%p	-16.1% -0.6%p
세전이익 %	17,571 7.5	11,650 4.8	11,004 4.5	4,161 1.7	9,259 4.1	12,549 5.2	7.7% 0.4%p	35.5% 1.1%p	11,622 4.9	-0.2% 0.1%p	25.5% 0.7%p	-7.4% -0.4%p
당기순이익 %	3,514 20.0	2,513 21.6	1,612 14.7	-8,718 -209.5	1,943 21.0	2,940 23.4	17.0% 1.9%p	51.3% 2.4%p	2,789 24.0	11.0% 2.4%p	43.6% 3.0%p	-5.1% 0.6%p
지배순이익 %	14,057 6.0	9,136 3.8	9,392 3.9	12,879 5.3	7,316 3.3	9,610 4.0	5.2% 0.2%p	31.3% 0.7%p	8,832 3.7	-3.3% -0.1%p	20.7% 0.4%p	-8.1% -0.3%p

자료: Quantiwise, SK 증권 추정

<표 2> 기아차 - 매출액 13.6 조원(YoY +0.4%), 영업이익 3,614 억원(YoY -10.6%, OPM 2.7%) 전망

						컨센서스			SK 추정			컨센대비 SK 차이
	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q	18.2Q	YoY	QoQ	18.2Q	YoY	QoQ	
매출액	128,439	135,784	141,077	130,057	125,622	134,551	-0.9%	7.1%	136,365	0.4%	8.6%	1.3%
영업이익 %	3,828 3.0	4,041 3.0	-4,270 -3.0	3,024 2.3	3,056 2.4	3,751 2.8	-7.2% -0.2%p	22.7% 0.4%p	3,614 2.7	-10.6% -0.3%p	18.2% 0.2%p	-3.7% -0.1%p
세전이익 %	7,673 6.0	5,178 3.8	-4,480 -3.2	3,030 2.3	5,138 4.1	5,770 4.3	11.4% 0.5%p	12.3% 0.2%p	5,324 3.9	2.8% 0.1%p	3.6% -0.2%p	-7.7% -0.4%p
당기순이익 %	19 0.2	1,282 24.8	-1,563 34.9	1,982 65.4	818 15.9	1,420 24.6	10.8% -0.1%p	73.6% 8.7%p	1,384 26.0	8.0% 1.2%p	69.2% 10.1%p	-2.6% 1.4%p

자료: Quantiwise, SK 증권 추정

<표 3> 현대모비스 - 매출액 8.9 조원(YoY +8.0%), 영업이익 5,096 억원(YoY +3.5%, OPM 5.7%) 전망

						컨센서스			SK 추정			컨센대비 SK 차이
	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q	18.2Q	YoY	QoQ	18.2Q	YoY	QoQ	
매출액	92,678	82,824	87,728	88,216	81,943	88,995	7.5%	8.6%	89,455	8.0%	9.2%	0.5%
영업이익 %	6,687 7.2	4,924 5.9	5,444 6.2	3,194 3.6	4,499 5.5	5,406 6.1	9.8% 0.1%p	20.2% 0.6%p	5,096 5.7	3.5% -0.2%p	13.3% 0.2%p	-5.7% -0.4%p
세전이익 %	9,633 10.4	6,899 8.3	7,382 8.4	3,431 3.9	6,147 7.5	7,671 8.6	11.2% 0.3%p	24.8% 1.1%p	6,781 7.6	-1.7% -0.7%p	10.3% 0.1%p	-11.6% -1.0%p
당기순이익 %	2,014 20.9	2,077 30.1	2,559 34.7	5,116 149.1	1,488 24.2	2,255 29.4	8.6% -0.7%p	51.6% 5.2%p	1,716 25.3	-17.4% -4.8%p	15.3% 1.1%p	-23.9% -4.1%p
지배순이익 %	7,619 8.2	4,822 5.8	4,822 5.5	-1,686 -1.9	4,659 5.7	5,415 6.1	12.3% 0.3%p	16.2% 0.4%p	5,066 5.7	5.1% -0.2%p	8.7% 0.0%p	-6.5% -0.4%p

자료: Quantiwise, SK 증권 추정

2. 쉽지 않을 하반기 - 신흥국, 그리고 부품

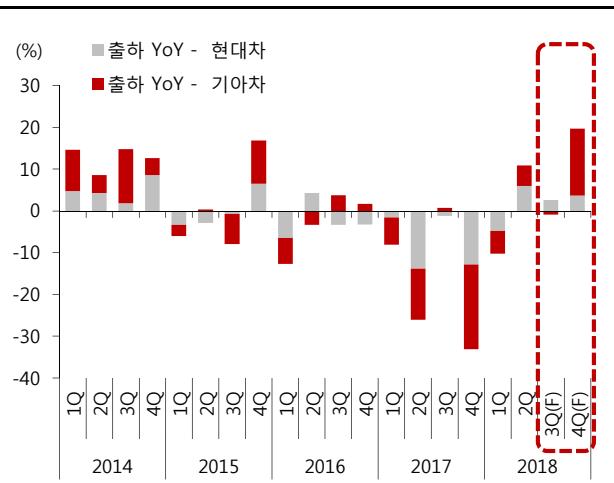
기존 투자포인트와 리스크 점검

상반기까지 본업에서의 긍정적인 변화는 재고부담 완화를 꼽을 수 있다. 출하량 감소와 노후모델 소진을 통해 연초 이후 현대차 재고(6 월 기준)는 글로벌 2.4→2.3, 미국 4.2→3.0, 유럽 2.8→2.4 개월로 낮아졌으며, 기아차(5 월 기준)는 글로벌 3.3→2.9, 미국 5.1→3.3, 유럽 3.5→2.7 개월로 축소되었다. 하지만 재고소진이라는 체질개선이 진행되다 보니 고정비 부담과 인센티브 증가 등으로 상반기 수익성에 영향을 준 부분도 있다.

하반기 본업에서의 투자포인트는 신차출시 확대와 재고소진, 미국과 중국의 기저효과, 인센티브 축소에 따른 비용감소 등으로 기존 입장에서 크게 달라진 점은 없다. 월간데 이터를 통해 판매와 출하 변화를 보면 대응할 필요가 있다. 다만 상반기 실적을 감안하면 회복의 폭에 대한 기대감은 다소 낮추는 것이 바람직해 보인다.

P 와 Q 측면에서의 변화도 중요하겠지만, 하반기에는 다른 면에서의 변화도 중요할 전망이다. 과연 자동차산업 변화에 대응하고 있느냐는 점이다. 시장에서 우려는 컸지만 HEV 까지 포함한 친환경차량 판매와 점유율은 높여가며 전동화로의 변화는 맞추어가는 모습이다. 그리고 개편안 발표 전후로 나온 보도자료를 통해 과거와 달리 이종산업에 대한 M&A 와 투자도 진행 중이다. 실적 회복도 중요하겠지만, 향후 변화에 살아남기 위해서 수직계열화에서 벗어난 추가 투자확대가 필수적이다. 단기적인 주가의 모멘텀으로 작용할 뿐 아니라 장기적으로는 valuation 에도 영향을 줄 것으로 예상한다.

<그림 11> 현대, 기아 공장별 출하 YoY



자료: 현대차, 기아차, SK 증권 추정

<표 4> 최근 현대차그룹 투자관련 뉴스 - 추가적인 투자 확대 필요

기업/국가	비고
사운드하운드 (미국)	인공지능 음성 인식
옵시스 (이스라엘)	자율주행
그랩 (싱가포르)	차량 호출 서비스
아이오닉머티리얼 (미국)	전고체 배터리 업체
메타웨이브 (미국)	자율주행차용 레이더
오토톡스 (이스라엘)	통신칩셋 개발
카넥스트도어(호주)	차량공유
아우디 (독일)	수소차 기술공유
바르질라 (핀란드)	전기차 배터리를 재활용한 ESS
딥글린트 (중국)	인공지능 초고화질 카메라 기술

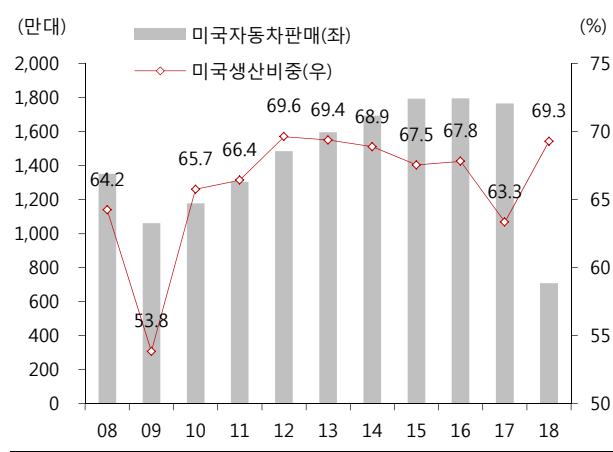
자료: 언론 종합, SK 증권

본업을 제외하면 상반기 주가에 영향을 주었던 외부요인으로는 지배구조 개편안 발표와 철회, 미국 자동차 관세를 꼽을 수 있다. 그리고 해당 이슈는 하반기에도 이어질 전망이다.

먼저 개편안 반대권고의 주요 골자는 모비스의 국내외 모듈, A/S 사업부 분할합병의 근거 부족과 이에 따른 분할비율, 분할 이후 전망과 사업에 대한 불충분한 청사진제시 등으로 요약된다. 지배구조 개편이 재차 진행된다는 전제하에 크게 1)기존 개편안 수정과 2)신규 개편안 도입을 예상할 수 있다. 하지만 어느 사안이든 순환출자 해소와 지배구조 개편, 이해관계자와 강화된 주주권익을 동시에 만족하는 안건이 나오기까지는 시간이 소요될 전망이다. 이전까지는 지배구조가 추가의 기대감으로 작용하였지만, 1)실질적인 실행시기가 불확실하고, 2)특정 종목에 대한 수혜가 어려울 것으로 예상된다는 점을 감안하면 기대감은 내려놓고, 본업에 집중해야 한다는 판단이다.

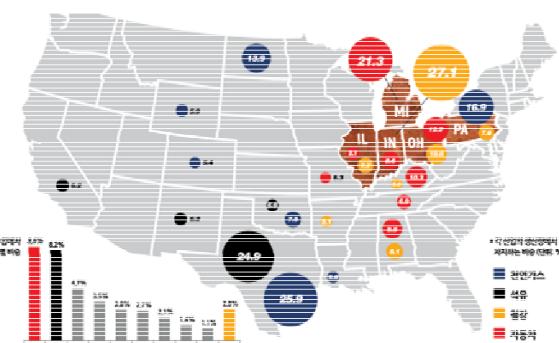
17년 중국의 사드(Thaad) 이슈에 이어 정치와 관련한 악연은 18년에도 이어지고 있다. 1)경합주인 러스트벨트 지역의 자동차생산시설(CAPA) 비중이 높고, 2)미국 무역적자에서 가장 높은 비중을 차지하는 항목이 완성차+부품이며, 3)트럼프의 목표가 미국 현지생산 비중을 높이는 것이라는 점을 감안하면, 상반기 부정적으로 작용하였던 미국 트럼프發 무역전쟁은 하반기에도 이어질 전망이다. 실제로 18년 들어 낮아졌던 미국 생산비중이 상승했다는 점을 본다면 정치적 효과뿐만 아니라 실질적인 변화도 불러일으키고 있다. 또한 각국의 보복관세와 보호무역으로 인해 확대될 가능성이 높아지고 있다는 점도 부담스럽다. 실질적인 관세부과 가능성은 낮다고 생각하지만 중간선거 이전까지 정치적 불확실성이 있다는 점은 중요하다.

<그림 12> 미국 자동차판매와 현지생산 비중 – 높아진 현지생산 비중



자료: Marklines, SK 증권

<그림 13> Rust Belt Industry Map – 높은 자동차/철강 비중



자료: SK 증권

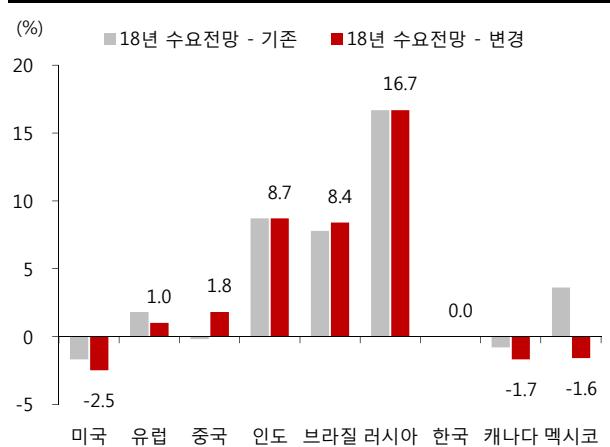
하반기 리스크 점검 - 1)글로벌 수요변화, 특히 신흥국

이미 알려진 투자포인트와 리스크를 요약하면 본업에서는 기저효과와 신차확대와 이를 통한 실적개선 기대감을 꼽을 수 있고, 외부요인으로는 1)지배구조 개편안 기대감 약화, 2)미국을 중심으로 한 관세 불화실성 등이 있다. 계절적으로는 7 월-8 월 휴가시즌 이후 본격화될 노조 파업도 있다.

불화실성이 증대된 현 시점에서는 현실화될 가능성이 높은 리스크 요인을 점검하는 것이 중요하다. 본업개선에 대한 기대감을 낮출 필요가 있는 현 상황에서 하반기에 다른 리스크는 없을까? 당시에서는 1)글로벌 수요, 특히 신흥국의 수요둔화 가능성과 2)업황의 바로미터인 부품사 실적이 중요하며, 결론적으로 신흥국 리스크 부각과 부품사의 부진한 수익성이 지속될 가능성이 높다고 판단한다. 상반기에 이어 쉽지 않을 하반기가 될 전망이다.

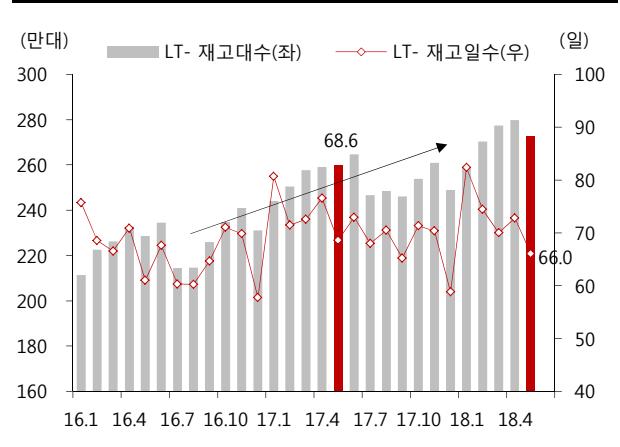
먼저 글로벌 수요 둔화이다. 최근 변경된 수요 전망치는 <그림 14>와 같다. 중국이 기존 예상과 달리 소득증가와 Motorization 이 진행되며 성장이 기대된다는 점은 긍정적이다. 하지만 기존 주요 시장 중에서 미국은 수요 감소 확대, 유럽은 기존 전망 대비 성장폭이 하락할 전망이다. 캐나다와 멕시코 역시 수요의 역성장이 예상된다. 현대차그룹의 입장에서는 미국은 낮은 기저효과, 유럽에서의 계속된 성장이 기대되었으나, 하반기 선진시장인 미국과 유럽의 성장 둔화는 경쟁심화 가능성을 높일 수 있는 요인이다. 미국의 경우, Light Truck(L.T)의 안정적인 재고 일수와 달리 재고대수는 높아져 있다는 점도 부담스럽다.

<그림 14> 글로벌 수요 전망치 변경



자료: GBIC, SK 증권

<그림 15> 미국 LT 재고 - 수요 둔화와 경쟁심화 가능성은 염두

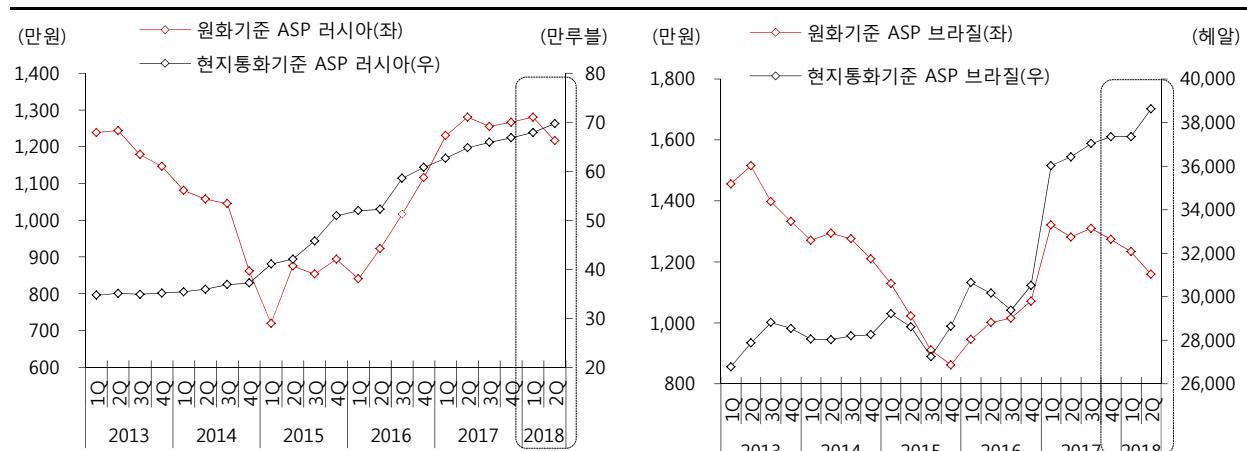


자료: Automotive News, SK 증권

신흥국의 경우, 주요 시장과는 다르게 수요변화는 아직 반영되지 않은 모습이다. 다만 2 분기에 환율만 원화 대비 불리하게 전환되었다. 환율 변화가 커던 러시아와 브라질 법인의 경우, 현지통화 기준으로 ASP가 다소 올라도, 원화환산 기준 ASP는 하락하는 모습을 보일 것으로 예상된다.

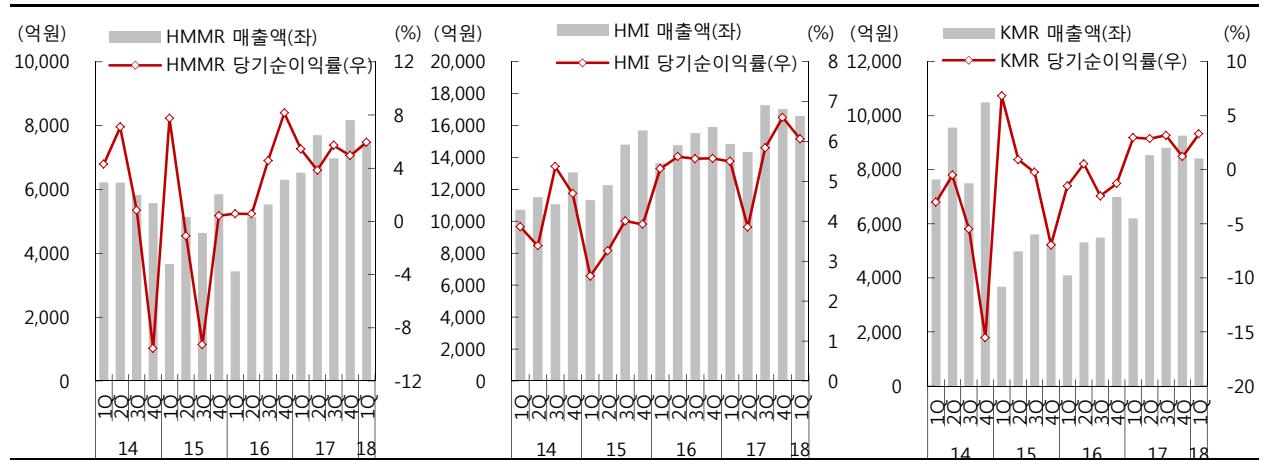
만약 환율의 방향성이 전환되지 않고, 약세가 계속된다면 과거처럼 수익성에도 영향을 줄 가능성이 높다. <그림 16>에서처럼 13, 14, 15년에 현지통화기준 ASP와 원화기준 ASP의 차별화가 극심하게 진행되었던 경험이 있고, 당시에 해당지역 법인의 실적을 보면 <그림 17>에처럼 낮은 수익성을 기록했던 것도 확인할 수 있다. 함께 고민해야 하는 사항은 국내 완성차 수출과 부품사의 CKD 물량이다. 환율변동이 즉각적으로 가격에 반영되지 않음에 따라 원가부담이 발생할 수 밖에 없다. 즉, 현지법인뿐만 아니라 국내법인의 실적에도 부담요인이다.

<그림 16> 현대차 공장별 ASP 추이 – 러시아/브라질. 환율변동으로 인한 원화기준과 현지통화 기준 ASP의 차별화



자료: 현대차, SK 증권 추정

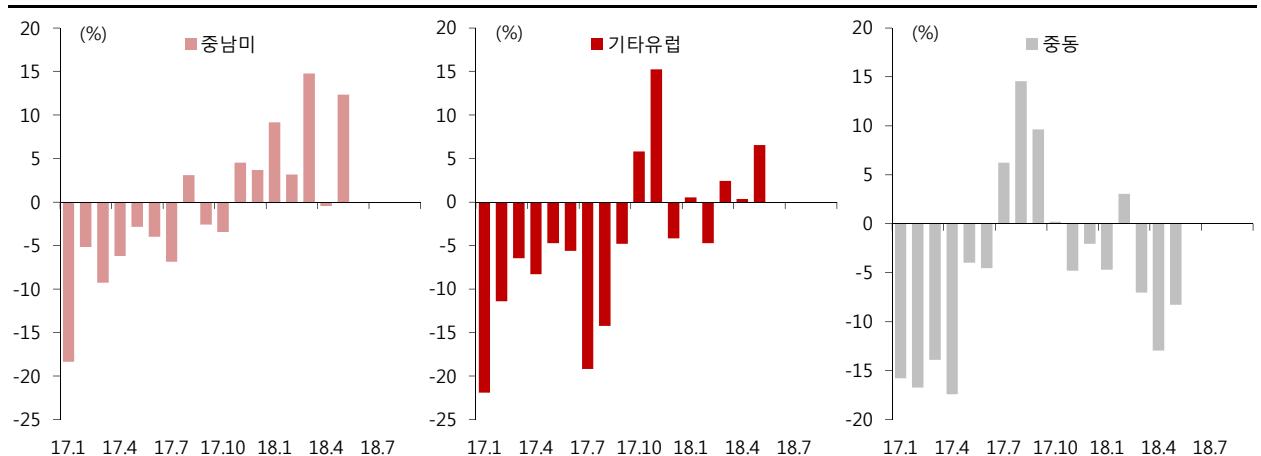
<그림 17> 현대/기아 – 브라질, 러시아 법인 실적 추이. 환율변화와 수요둔화가 진행된다면 과거처럼 수익성이 악화될 가능성 존재



자료: 현대차, 기아차, SK 증권

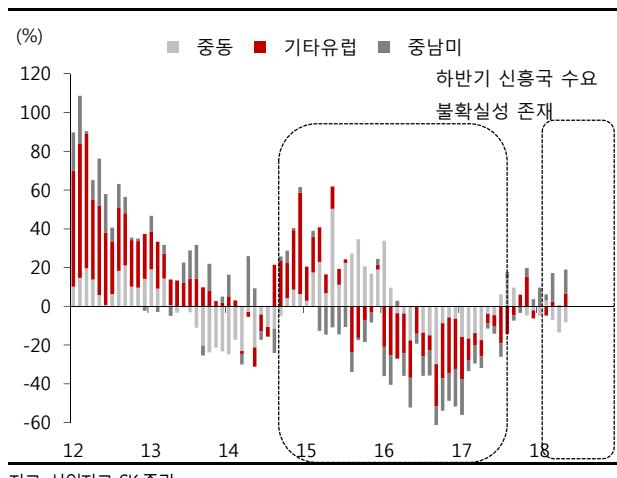
2 분기 환율 방향성이 한국업체에 불리하게 작용하였지만, 신흥시장에 대한 수요는 양호했다는 점은 긍정적이다. 하지만 지금의 성장이 어디까지 이어질지 중요하다. 신흥국 수요에 영향을 미치는 경제상황은 원자재 가격과 연관이 높다. 원자재 가격에 대한 추가적인 상승가능성이 제한적인 상황에서 매크로 변화는 현재 신흥국에 우호적이지 않다. 신흥국의 환율변화와 금리상승 등 주요 지표들이 불리하게 작용한다면, 과거와 유사하게 수요 부진이 재차 발생할 수 있다. 다만 그 때와 가장 큰 차이는 과거에는 신흥국의 수요 부진을 중국을 비롯한 미국과 유럽이라는 대형시장의 성장이 충분히 만회해 주었지만 지금은 그렇지 못하다는 점이다. 주요 시장의 수요증가가 제한적인 상황에서 신흥국의 변화가 환율에서 끝이 날지, 수요둔화까지 이어질지는 중요하다.

<그림 18> 주요 신흥시장 산업수요 추이 – 중남미/기타유럽/아종동. 종동을 제외하면 양호했던 수요



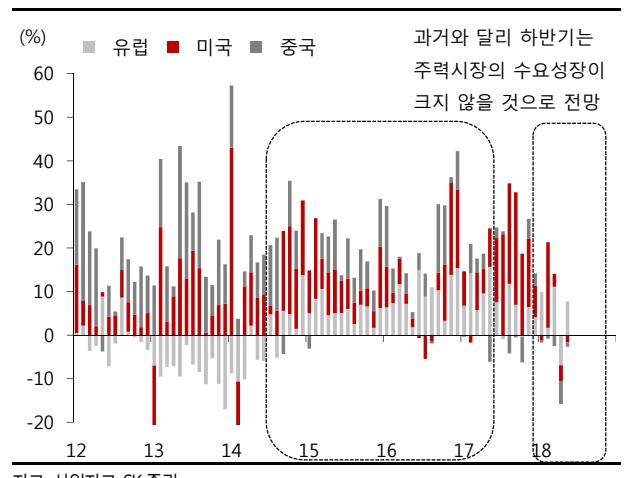
자료: 산업자료, SK 증권

<그림 19> 과거 유가하락 당시에 큰 폭으로 수요 감소



자료: 산업자료, SK 증권

<그림 20> 당시에는 중국, 미국, 유럽 시장이 성장하며 수요견인

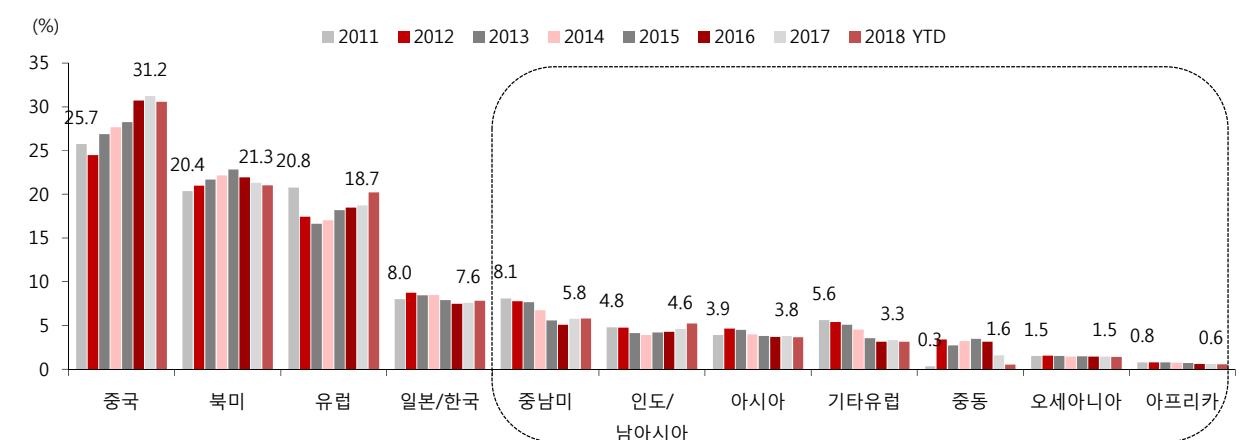


자료: 산업자료, SK 증권

만약 신흥국의 수요가 둔화된다고 가정했을 때, 가장 큰 걱정은 현대차그룹의 판매둔화 가능성이다. 글로벌 수요는 <그림 21>에서처럼 중국과 북미(미국), 유럽의 비중이 높고, 다른 지역이 차지하는 비중은 낮은 편이다. 하지만 현대차그룹의 경우, <그림 22>에서처럼 인도/남아시아, 기타유럽, 중동, 중남미 등의 신흥국(기타시장) 비중이 글로벌과 비교하여 높다. 과거 대비 유럽의 비중이 높아진 점은 긍정적으로 생각할 수 있지만, 북미와 중국에서의 부진의 영향이 커다는 점도 감안할 필요가 있다. 다른 글로벌 업체와 비교하더라도 신흥국이 부진할 경우 영향이 상대적으로 클 수 밖에 없다.

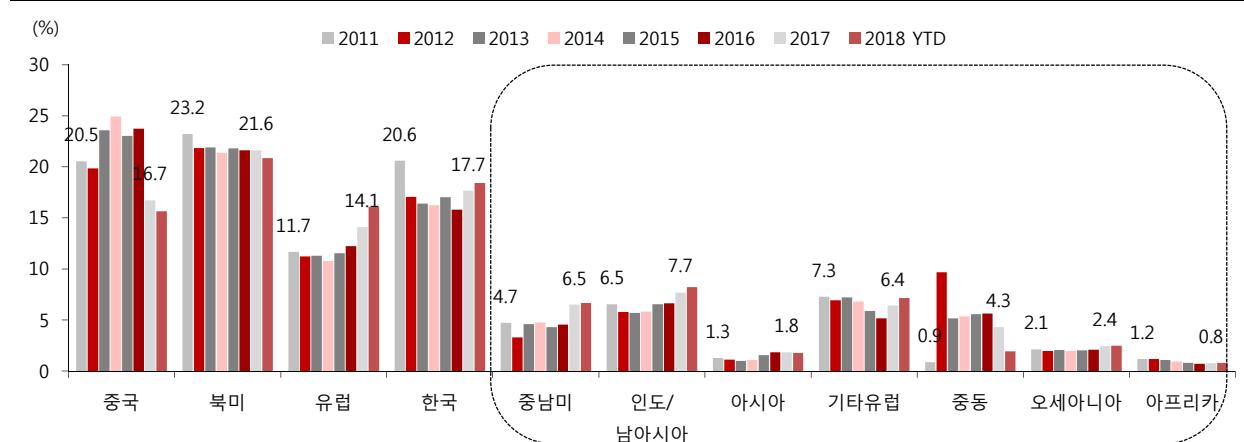
(주요 경쟁업체의 지역별 점유율은 Appendix 1) 참조)

<그림 21> 지역별 자동차판매 비중 - 중국 + 북미 + 유럽의 높은 비중



자료: Marklines, SK 증권 주. 18년 1~5월 합계. 분기발표 국가로 인해 일부 편차 존재

<그림 22> 현대차그룹 지역별 판매비중 - 글로벌 판매비중보다 높은 중남미, 인도, 기타유럽, 중동

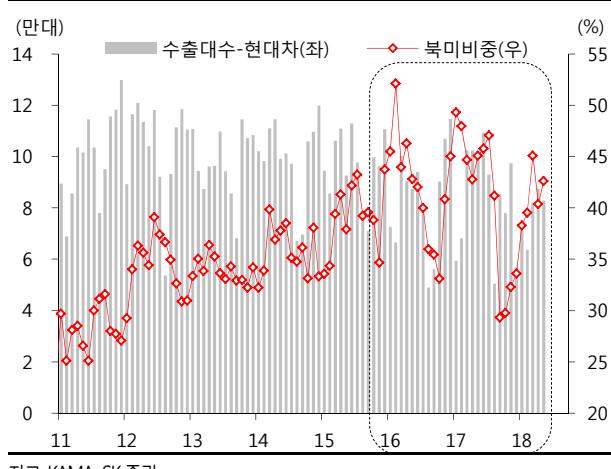


자료: Marklines, SK 증권 주. 18년 1~5월 합계. 분기발표 국가로 인해 일부 편차 존재

해당 시장의 수요가 감소하게 되면 판매에 대한 우려와 함께 국내공장의 수출물량과 수출지역도 재조정이 필요하게 된다. 이 과정에서 재고 이슈가 발생할 수 있다. 과거 신흥국 수요부진의 시기에 출하량을 조정하지 않고 수출을 지속함에 따라 해당지역의 재고가 높아지며, 인센티브 증가와 수익성 악화로 이어졌다. 이후 해당 물량을 당시 수요가 양호했던 미국으로 이동시켰지만, 시간이 지나며 미국에서도 경쟁심화와 차량판매부진이 겹침에 따라 재고가 증가했던 경험이 있다.

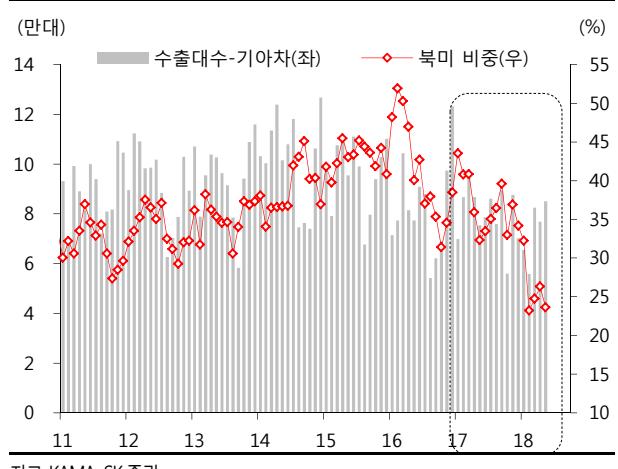
최근 미국 재고축소를 위해 현대차와 기아차의 북미 수출비중이 감소하였다. 하지만 미국비중이 감소한 반면에, 신흥국의 비중이 높아지지 않았다는 점에 주목할 필요가 있다. 오히려 유럽(EU)향 비중이 높아졌다. 아직까지 유럽의 수요둔화와 재고문제가 이슈가 되지는 않았으나 신흥국의 수요둔화와 함께 수출물량과 지역의 재조정이 원활하게 이루어지지 않는다면, 미국의 사례가 반복될 가능성도 있다. 신흥국의 수요둔화가 가져올 여파가 생각보다 클 수 있는 이유다.

<그림 23> 미국향 자동차 수출 추이 - 현대차



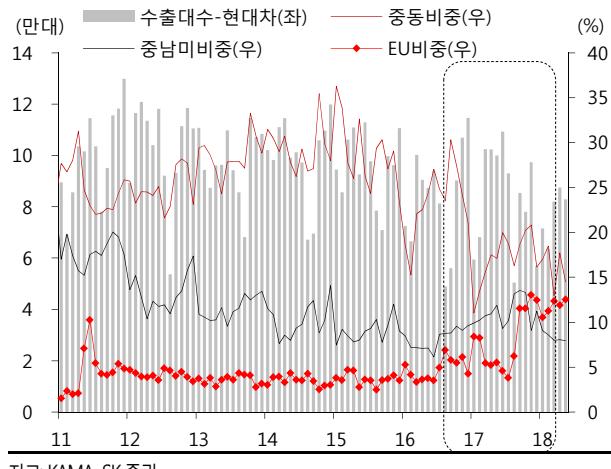
자료: KAMA, SK증권

<그림 24> 미국향 자동차 수출 추이 - 기아차



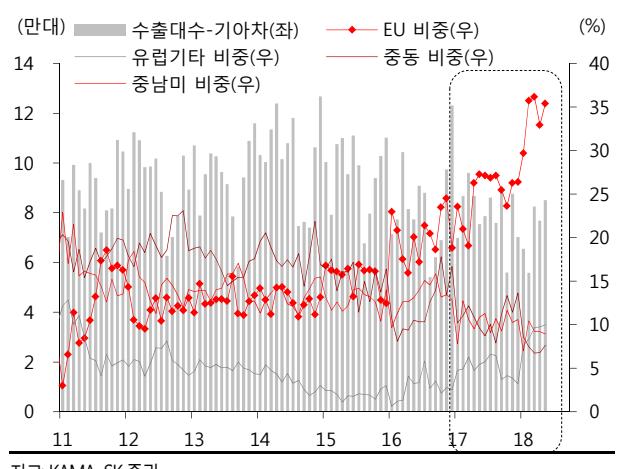
자료: KAMA, SK증권

<그림 25> 지역별 자동차 수출 추이 - 현대차



자료: KAMA, SK증권

<그림 26> 지역별 자동차 수출 추이 - 기아차

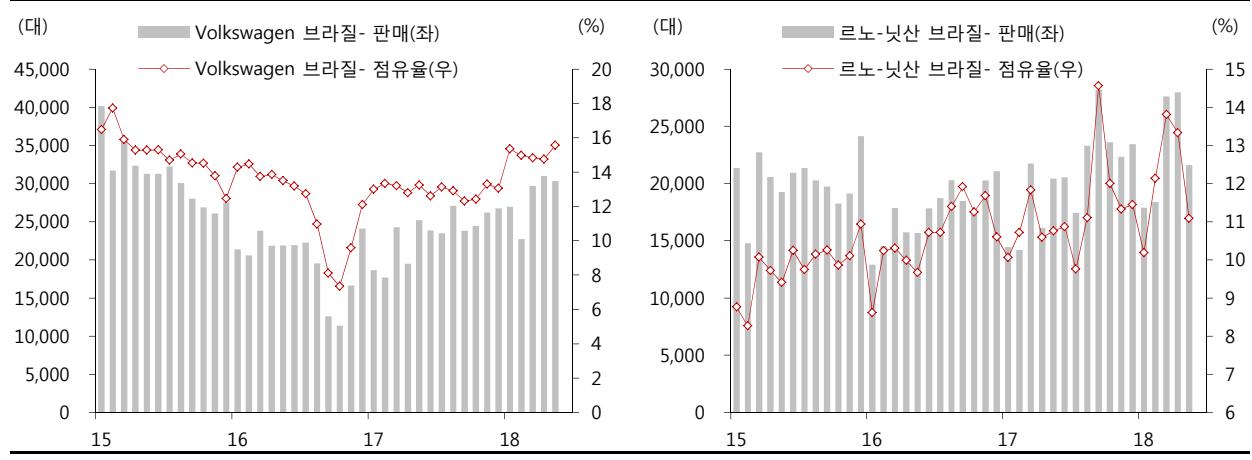


자료: KAMA, SK증권

또한 수요가 감소하지 않더라도, 글로벌 경쟁업체의 전략 변화에 관심을 가져야 한다. 요약하면 경쟁심화 가능성이다. 미국을 중심으로 한 관세이슈가 대두되며, 기존 공장의 잉여공급능력(CAPA)에 대해 고민이 필요한 현 시점에서는 더욱 그렇다. 예를 들어 미국에서 멕시코에 관세를 실제로 부과한다면, CAPA를 보유한 업체들은 미국이 아닌 가까운 중남미로 물량을 이동시킬 수 있기 때문이다.

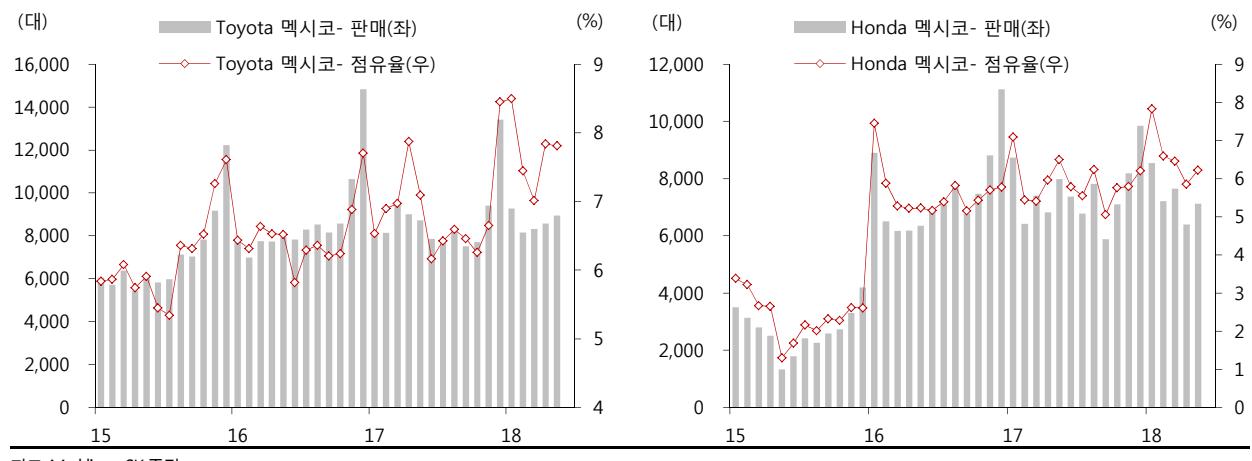
아직까지는 안정적인 점유율과 판매를 보이고 있지만, 경쟁업체의 회귀, 혹은 적극적 시장 진입의 가능성은 높아지고 있다. 브라질 수요 회복 이후 Volkswagen 그룹과 르노-닛산의 판매량과 점유율이 높아지고 있음을 확인할 수 있으며, 멕시코도 유사하게 도요타와 혼다의 비중이 높아지고 있다는 점은 주목해야 한다. 신흥국의 현재 점유율이 높고, 공장을 보유했다고 마냥 안심하기에는 변화가 빠르게 진행되고 있다.

<그림 27> 브라질 판매 - Volkswagen / 르노-닛산



자료: Marklines, SK증권

<그림 28> 멕시코 판매 - 도요타 / 혼다



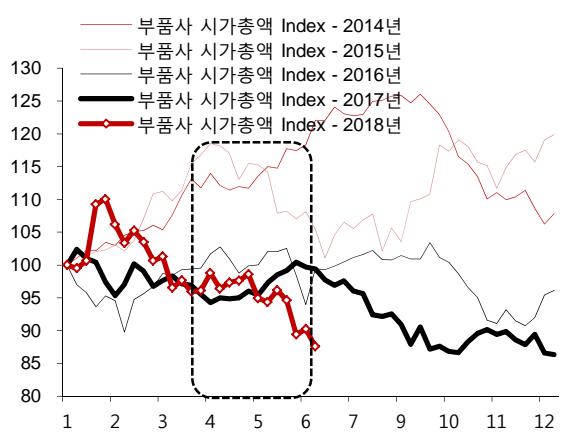
자료: Marklines, SK증권

하반기 리스크점검 - 2)업황의 바로미터, 부품사

다른 리스크 요인으로는 부품사를 꼽을 수 있다. 일차적으로 부품사 악화와 주가하락 가능성이 걱정이지만, 결론적으로는 2~3차 벤더의 실적 변화를 통해 자동차섹터의 업황을 가늠할 수 있다고 판단하기 때문이다.

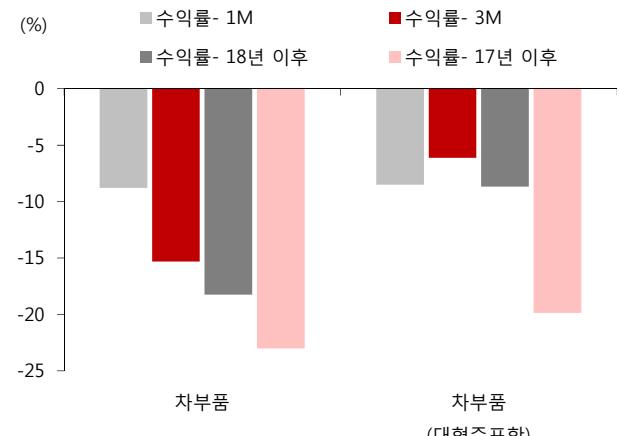
2~3차 벤더의 주가는 차화정 시기에 높은 상승을 보였고, 이후 해외공장 증설과 신규 고객 다변화, 전기차/자율주행으로의 사업다각화를 통해 주가가 움직였다. 하지만 <그림 29>에서처럼 2016년 이후부터 뚜렷한 반등없이 지속적으로 하락하고 있는 모습을 보이고 있다. 대형부품사를 포함하더라도 결과는 유사하다. 특히 Trailing PBR 기준으로도 0.5 배 이하로 저평가 상태인 부품사가 많음에도 불구하고, 주가의 하방경직성을 논하기는 아직까지는 어려운 상황이다.

<그림 29> 부품사 시가총액 Index 추이 - 16년 이후 지속 하락



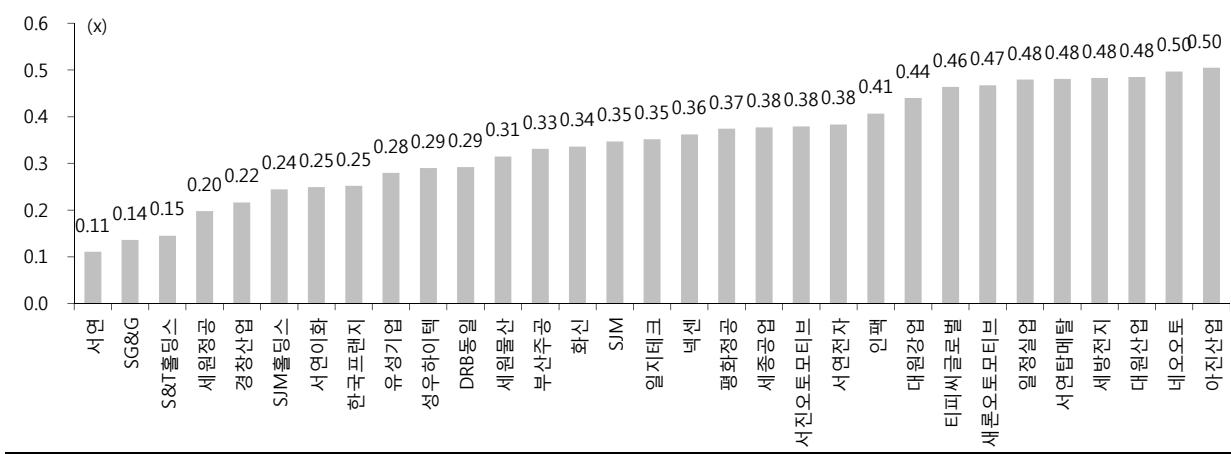
자료: Quantwise, SK 증권

<그림 30> 자동차부품 수익률 - 대형주를 포함하더라도 하락은 큼



자료: Quantwise, SK 증권

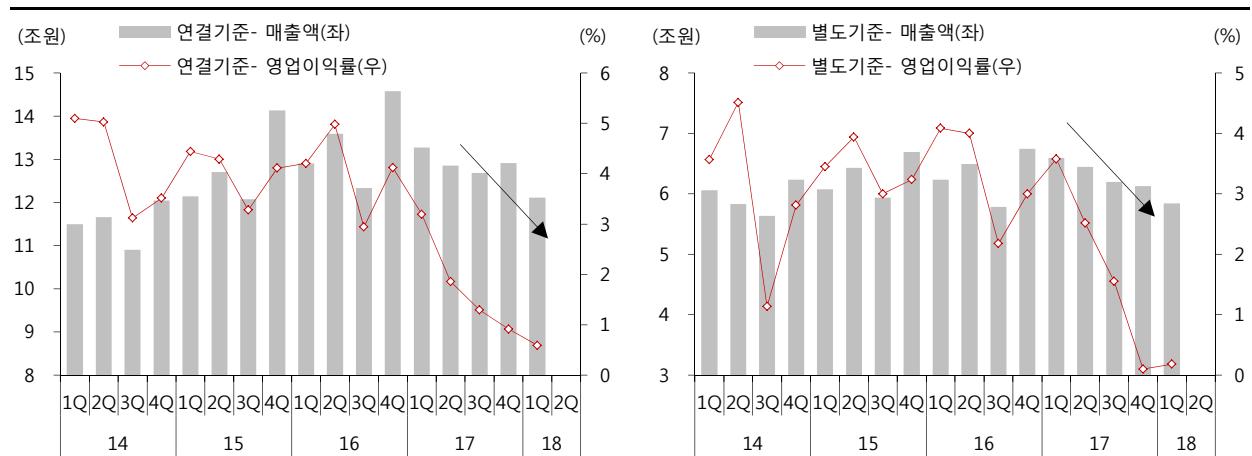
<그림 31> 부품사 Trailing 기준 PBR



자료: Quantwise, SK 증권

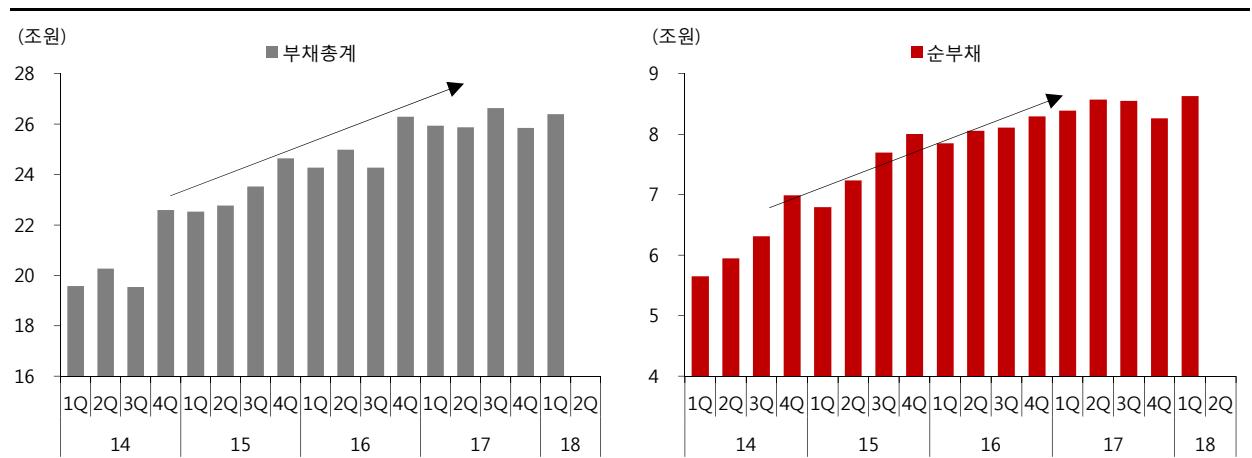
계속된 주가하락으로 인한 낙폭 확대와 낮은 PB Valuation에도 불구하고, 쉽게 매수하기 어려운 이유는 2 가지로 판단한다. <그림 32,33>에서처럼 첫째로 실적부진하고, 두 번째로 재무상황이 악화되었기 때문이다. 실적부진의 주요인은 1)중국 이외에도 국내와 미국에서의 출하량 감소, 2)낮아진 중국지역 마진, 3)완성차의 실적악화에 따른 단가인하를 꼽을 수 있다. 재무악화의 주요인은 중국 4.5 공장, 멕시코, 인도 등 신규공장 증설로 인한 부품사의 동반진출과 연구개발과 품질개선을 위한 투자 확대를 꼽을 수 있다. 하지만 투자 이후 이익회수가 원활히 진행되지 않으며 부채가 크게 증가했으며, 연초 이후 일부 업체들의 유상증자, 회사채 확대 발행 발표로 센티먼트 역시 악화되었다.

<그림 32> 영업이익 추이 - 연결/별도 기준. 연결과 별도 모두 17년 이후 수익성 악화



자료: Quantwise, SK 증권

<그림 33> 부채총계/순부채 추이 - 해외동반진출과 연구개발 증가 등의 투자 이후 이익회수가 원활히 이루어지지 않으며 부채와 순부채 모두 증가

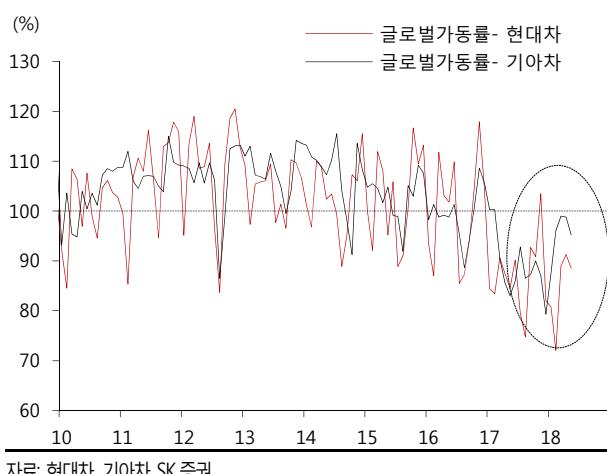


자료: Quantwise, SK 증권

하반기도 부품사에게 자동차 업황은 그렇게 녹록한 상황은 아니다. 일단 투자가 진행되었음에도 불구하고 가동률은 아직까지 올라오지 못했다. 또한 이종통화의 환율방향성은 부품사에게 불리하게 작용할 전망이다. 국내공장에서 조달하는 CKD의 원가부담도 영업이익에 영향을 주겠지만, 달러와 유로화 대비 신흥국통화의 해지비용이 높기 때문에 손실이 클 수밖에 없는 구조라는 점을 감안하면 영업외손익은 부정적이다.

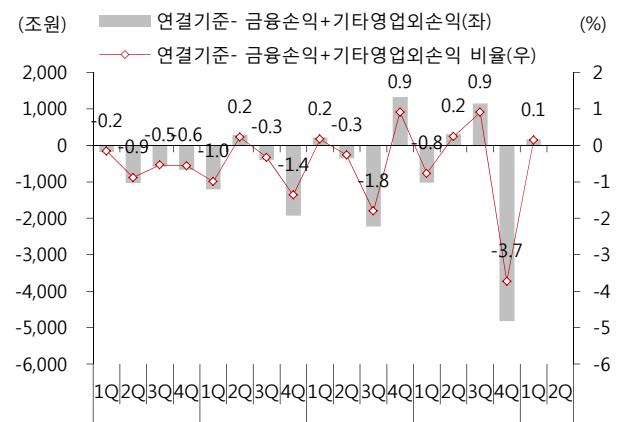
그나마 기대해 볼 부분은 완성차의 모멘텀이기도 한 신차의 확대이다. 부품사의 경우, 신차가 출시됨에 따라 납품가격이 재조정되며 수익성이 개선되는 편이다. 특히 볼륨모델의 출시와 상대적으로 단가가 높은 SUV 와 D/E 세그먼트의 경우 더욱 높다. 물량 확대를 통한 고정비 부담완화와 함께 신차도 확대된다면 부품사의 수익성에는 긍정적일 전망이다.

<그림 34> 현대, 기아차 글로벌 가동률



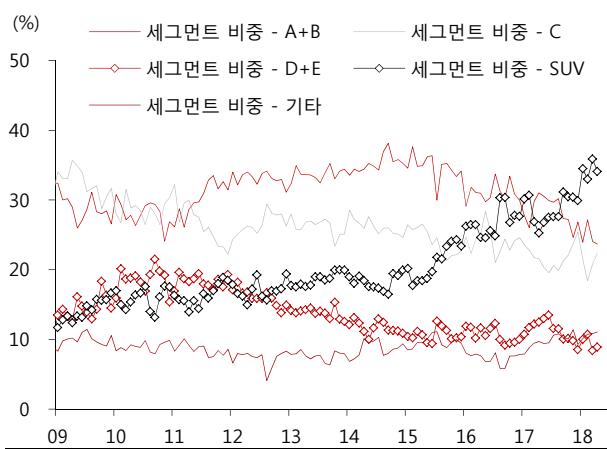
자료: 현대차, 기아차, SK 증권

<그림 35> 부품사 금융손익+기타영업외손익 추이



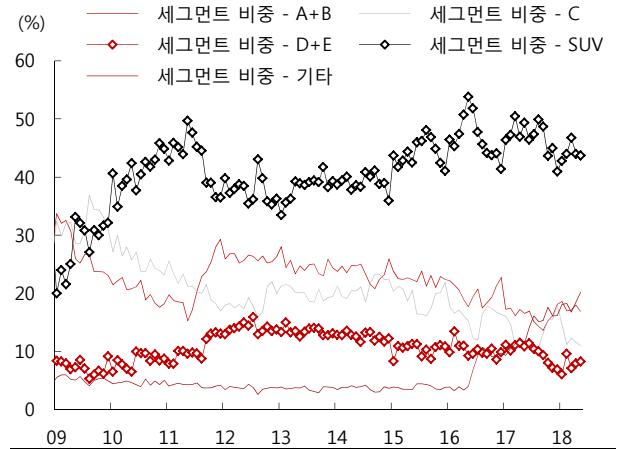
자료: Quantwise, SK 증권

<그림 36> 세그먼트 비중 추이 - 현대차



자료: 현대차, SK 증권 추정

<그림 37> SUV + D+E 비중 추이 - 기아차

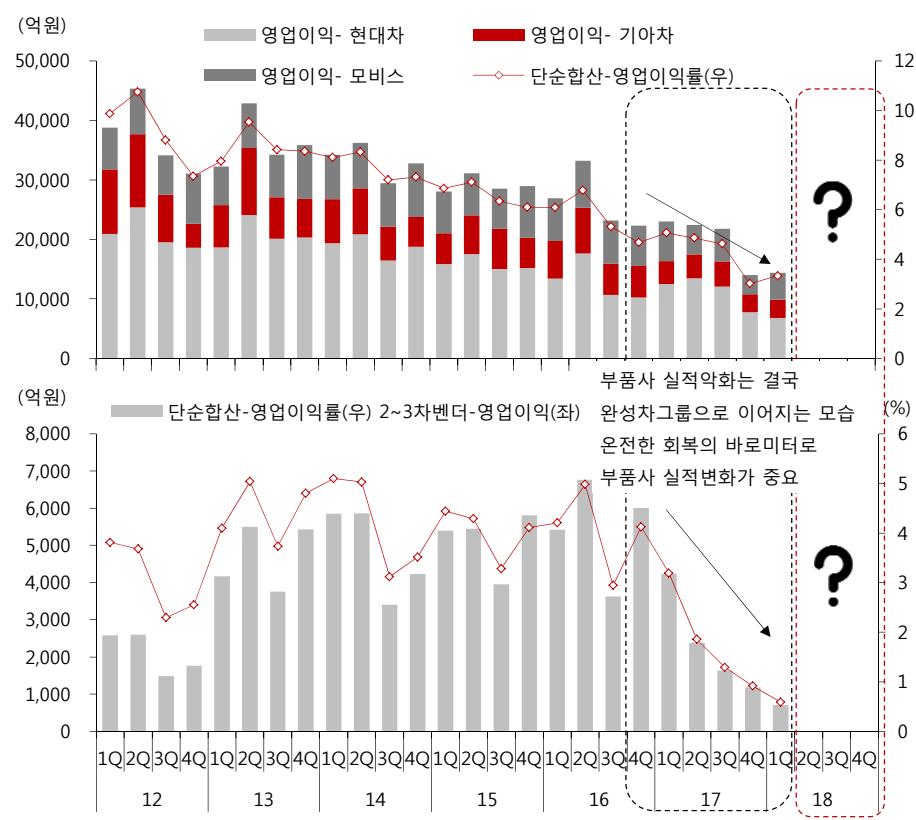


자료: 기아차, SK 증권 추정

어려운 여건이 예상됨에도 불구하고, 중소형 부품사 실적에 관심을 가지는 이유는 완성차의 회복이 단기적인가 구조적인가를 가늠할 수 있기 때문이다. 완성차그룹의 실적이 개선된다고 할지라도 부품사의 수익성 악화(CR)가 동반되었다면, 지속되기는 어렵기 때문이다. 사실상 완성차와 부품사의 납품관계가 단독, 혹은 듀얼이 많은 구조에서 중국/미국/국내 등에서의 물량감소, 신흥국 환율 문제, 부품사의 재무악화가 계속된다면 반대로 완성차의 생산차질로 귀결될 수 있다는 점도 중요하다. 서로가 서로에게 영향을 미칠 수 밖에 없는 구조이다.

과거 실적은 완성차그룹과 2~3 차 벤더의 수익성이 동일한 방향성임을 알려준다. 특히 부품사의 수익성 악화는 완성차그룹의 수익성 악화로 이어졌고, 약간의 선행성을 띠고 있다. 결국 부품사 실적을 통해 완성차그룹이 1)부품사에 단기인하 압력을 행사한 결과인지, 2)부품사의 재무구조 개선을 위한 수익성 이전의 결과인지 대한 확인이 필요하다. 다만 지금의 업황을 감안한다면, 전자의 확률이 높을 것으로 예상한다.

<그림 38> 완성차그룹과 2~3 차 벤더 수익성은 동일한 방향성

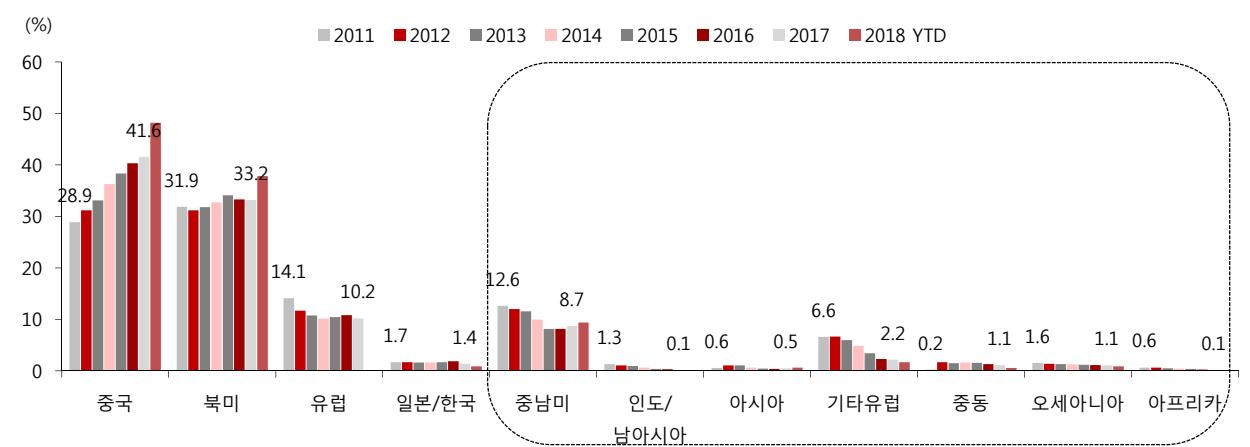


자료 Quantwise, SK증권

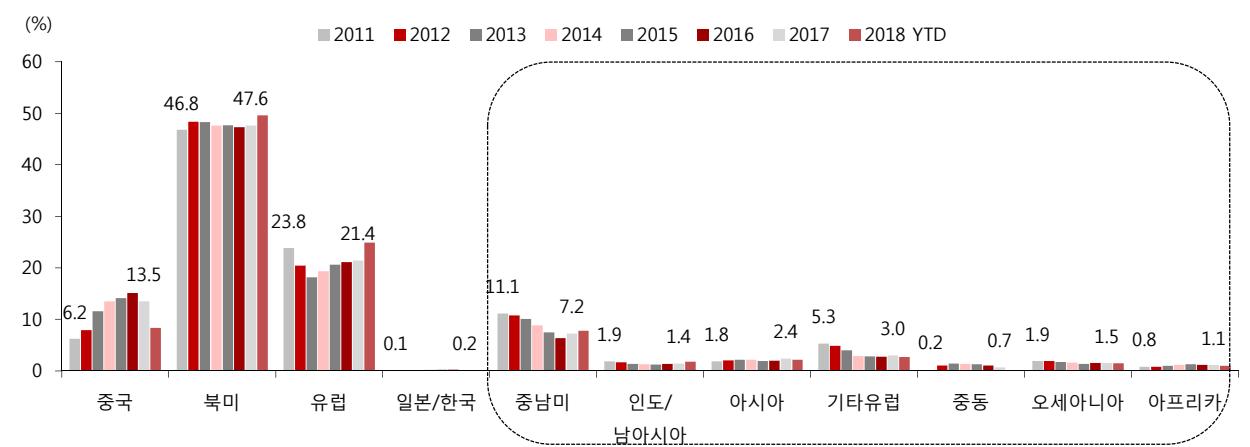
주: 17년 3분기 기야차 통상임금을 제외한 실적기준

Appendix 1) 주요 업체별 지역별 판매비중

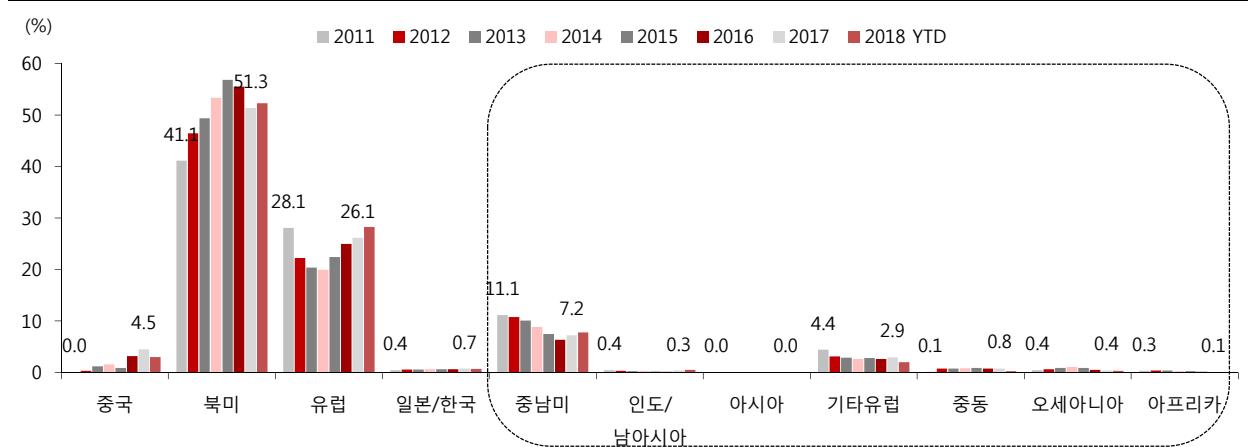
<그림 39> 지역별 판매비중 - GM



<그림 40> 지역별 판매비중 - Ford

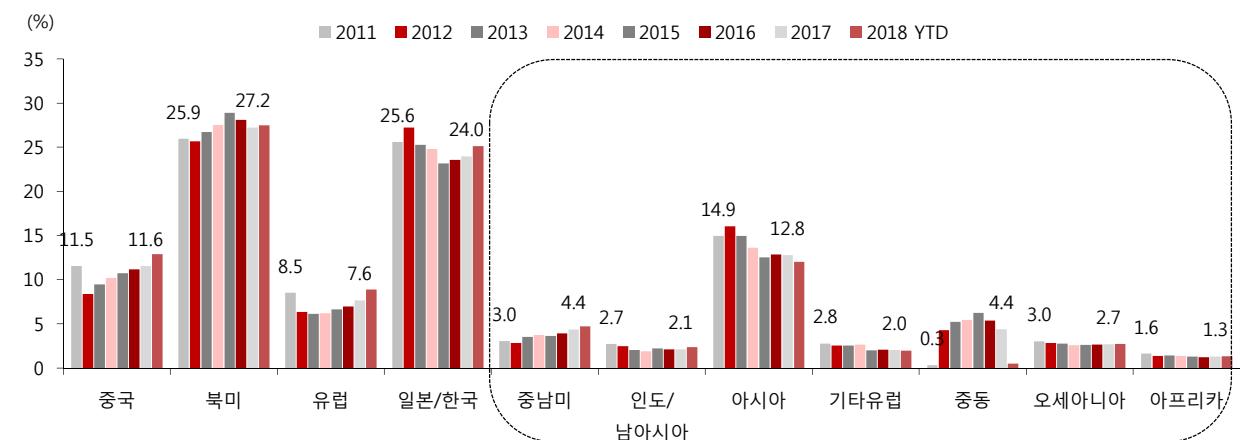


<그림 41> 지역별 판매비중 - FCA

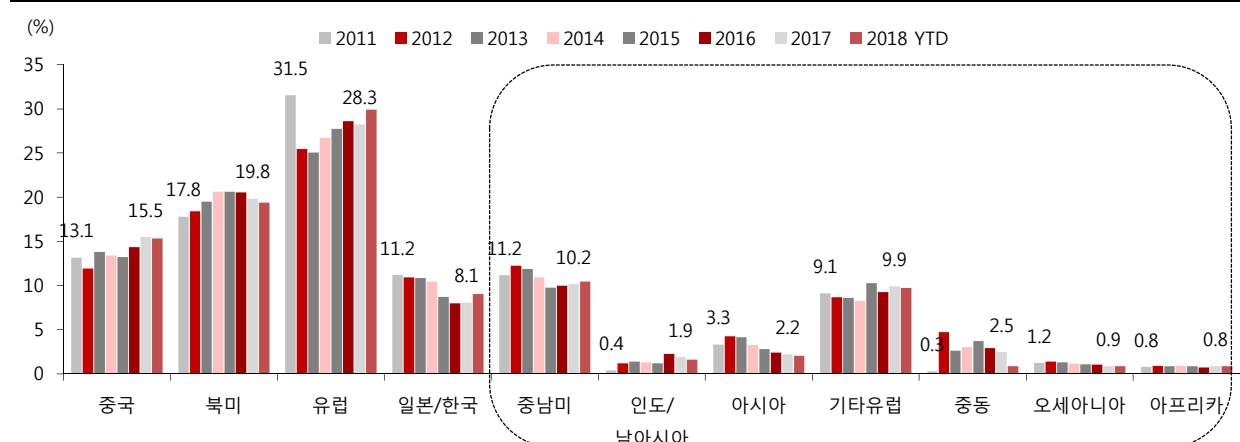


자료: Marklines, SK 증권 주. 18년 1~5월 합계. 분기별로 국가로 인해 일부 편차 존재

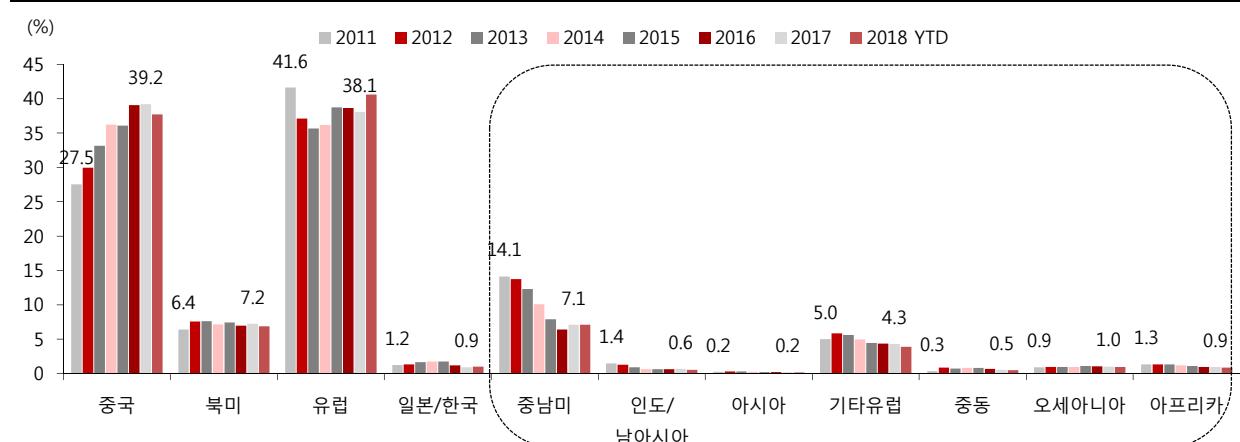
<그림 42> 지역별 판매비중 – 도요타



<그림 43> 지역별 판매비중 – 르노/닛산



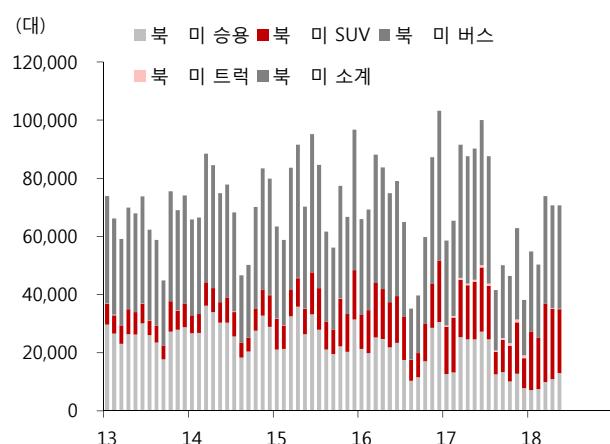
<그림 44> 지역별 판매비중 – Volkswagen



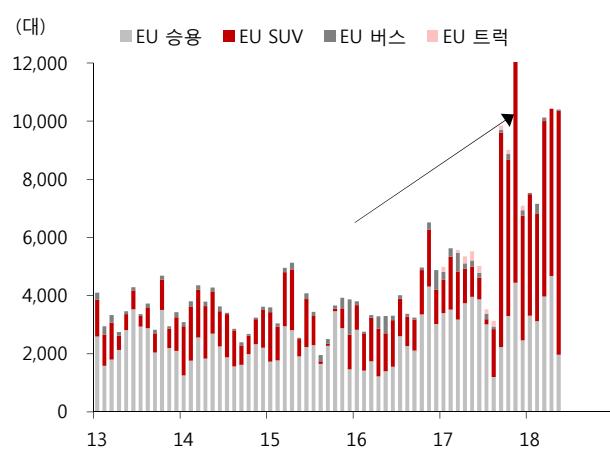
자료: Marklines, SK 증권 주. 18년 1~5월 합계. 분기 발표 국가로 인해 일부 편차 존재

Appendix 2) 현대차그룹 지역별 수출

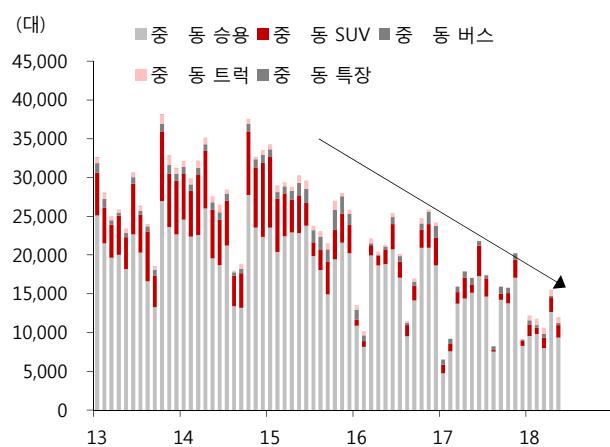
<그림 45> 현대차 지역별 자동차 수출 추이 - 북미



<그림 47> 현대차 지역별 자동차 수출 추이 - EU

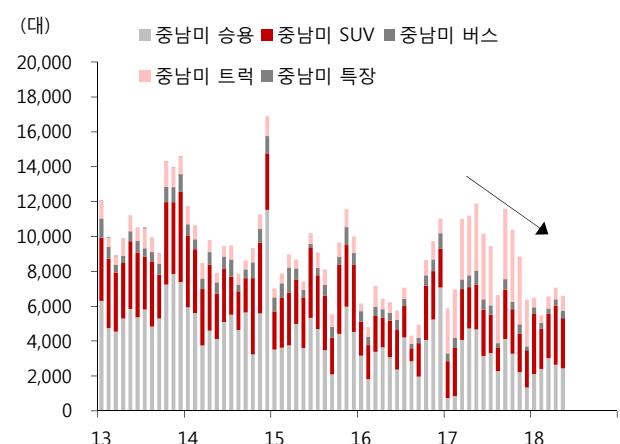


<그림 49> 현대차 지역별 자동차 수출 추이 - 중동

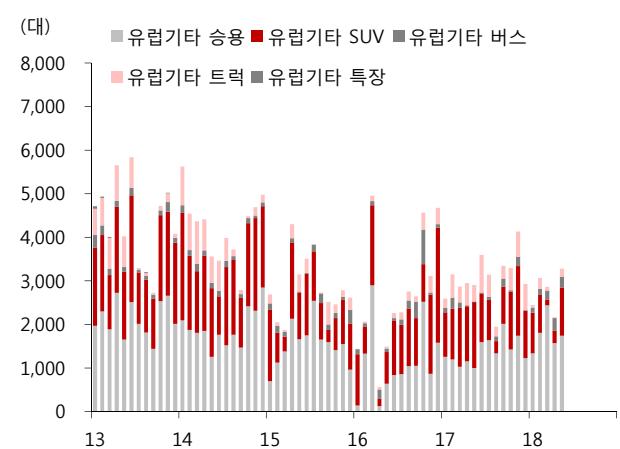


자료: KAMA, SK증권

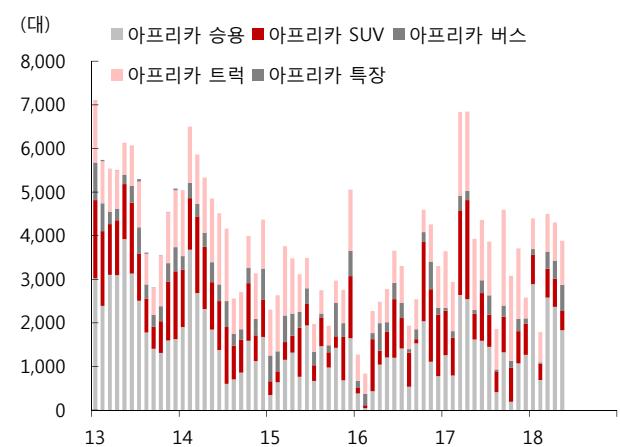
<그림 46> 현대차 지역별 자동차 수출 추이 - 중남미



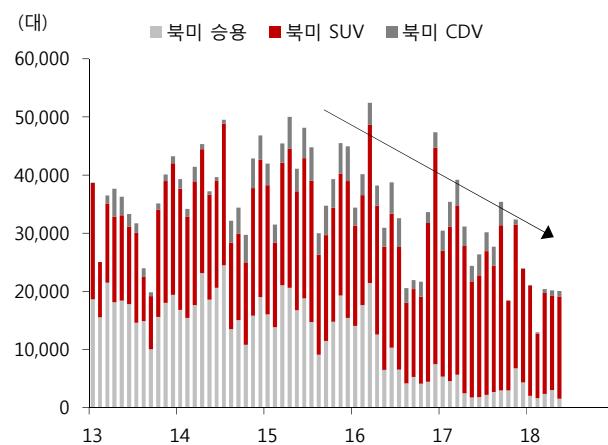
<그림 48> 현대차 지역별 자동차 수출 추이 - 유럽기타



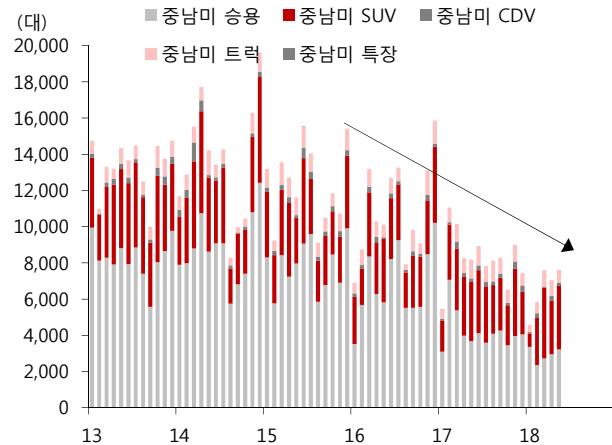
<그림 50> 현대차 지역별 자동차 수출 추이 - 아프리카



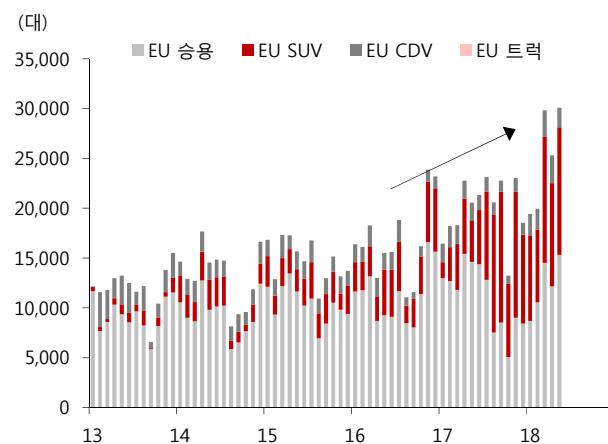
<그림 51> 기아차 지역별 자동차 수출 추이 - 북미



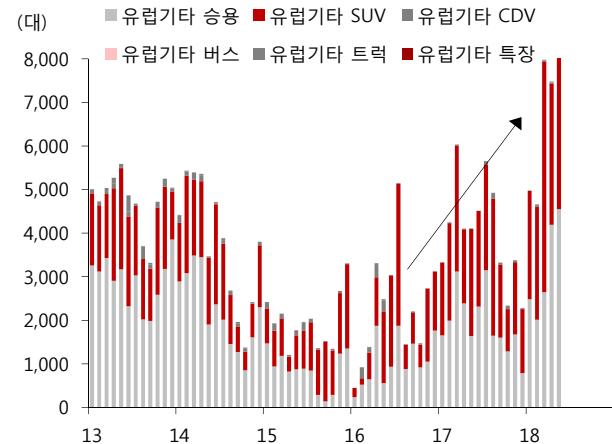
<그림 52> 기아차 지역별 자동차 수출 추이 - 중남미



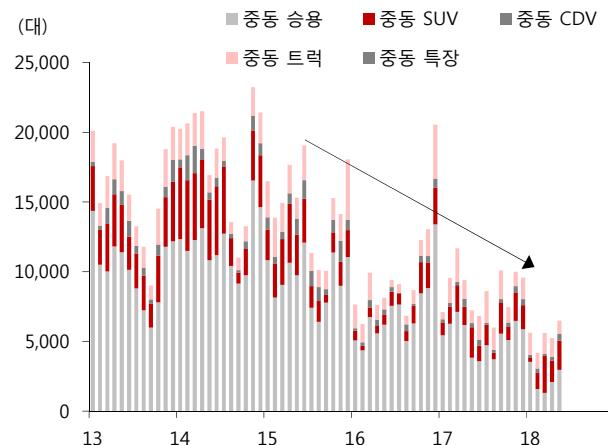
<그림 53> 기아차 지역별 자동차 수출 추이 - EU



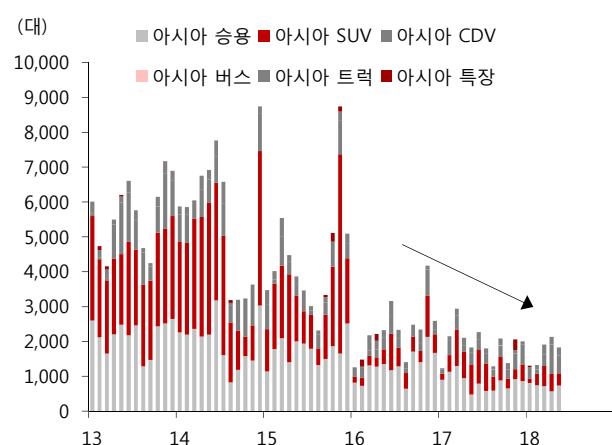
<그림 54> 기아차 지역별 자동차 수출 추이 - 유럽기타



<그림 55> 기아차 지역별 자동차 수출 추이 - 중동



<그림 56> 기아차 지역별 자동차 수출 추이 - 아시아



자료: KAMA, SK증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



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

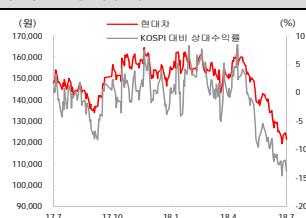
Company Data

자본금	14,890 억원
발행주식수	25,789 만주
자사주	1,544 만주
액면가	5,000 원
시가총액	267,636 억원
주요주주	
현대모비스(주)(외5)	28.23%
국민연금공단	8.02%
외국인지분율	44.50%
배당수익률	2.50%

Stock Data

주가(18/07/11)	121,500 원
KOSPI	2280.62 pt
52주 Beta	0.39
52주 최고가	164,500 원
52주 최저가	119,500 원
60일 평균 거래대금	810 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-12.9%	-5.7%
6개월	-21.6%	-14.5%
12개월	-17.9%	-13.8%

현대차 (005380/KS | 매수(유지) | T.P 180,000 원(유지))

2Q18 Preview - 하반기에 대한 확신이 필요

18년 2 분기 실적 매출액 23.9 조원(YoY -1.7%), 영업이익 8,236 억원(YoY -38.7%, OPM 3.4%), 당기순이익 8,832 억원(YoY -3.3%, NIM 3.7%) 전망. 하반기 신차확대와 기저효과에 대한 기대감은 계속되겠지만, 잔존해있는 기존 리스크와 수요둔화 가능성, 벤더의 수익성 악화라는 신규 이슈를 감안한다면 녹록한 환경은 아님이 분명. 2 분기 실적발표를 통해 제시될 하반기 전망과 전략에 주목할 필요

2Q18 Preview

18년 2 분기 실적은 매출액 23.9 조원(YoY -1.7%), 영업이익 8,236 억원(YoY -38.7%, OPM 3.4%), 당기순이익 8,832 억원(YoY -3.3%, NIM 3.7%)으로 전망한다. 사업부문별 영업이익률은 자동차부문 2.6%, 금융부문 5.2%, 기타부문 3.2%로 자동차부문의 수익성은 전년 동기 4.6% 대비 하락을 예상한다. 매출감소의 주요인은 1)전년 동기 대비 강세인 원/달러 평균환율과 2)원화 대비 신흥국 통화 약세, 3)국내, 미국 등 주요 공장의 출하량 감소를 꼽을 수 있다. 판매보증관련 비용은 원달러 환율이 기말 기준으로 전분기 대비 약세마감함에 따라 충당부담은 높아지며, 전분기와 유사한 매출액 대비 1.7% 수준인 4,062 억원으로 추정하였다. 금융부문은 조달금리상승과 가격전가 사이에 시차가 발생함에 따라 전년 동기 대비 수익성은 소폭 하락이 예상된다. 중국생산법인인 BHMC의 순이익률은 출하량 증가에 힘입어 수익성이 소폭 개선된 3.0%로 전망한다.

2 분기 실적보다 중요한 하반기 전망

지배구조 개편안 철회 이후 무역규제 이슈와 제한적이었던 중국과 미국에서의 기저효과, 원화 대비 약세로 전환된 신흥국 환율의 영향으로 주가는 하락하였다. 1 분기에 이어 시장기대치 하회가 예상되는 가운데, 개별주가와 섹터의 반등을 위해 추정치의 추가 하향이 면추는 것이 중요하다. 신차확대와 기저효과에 대한 기대감은 계속되겠지만, 잔존해있는 기존 리스크와 수요둔화 가능성, 벤더의 수익성 악화라는 신규 이슈를 감안한다면 녹록한 환경은 아님이 분명하다. 2 분기 실적발표와 함께 제시될 하반기 전망과 전략에 주목할 시점이다.

영업실적 및 투자지표

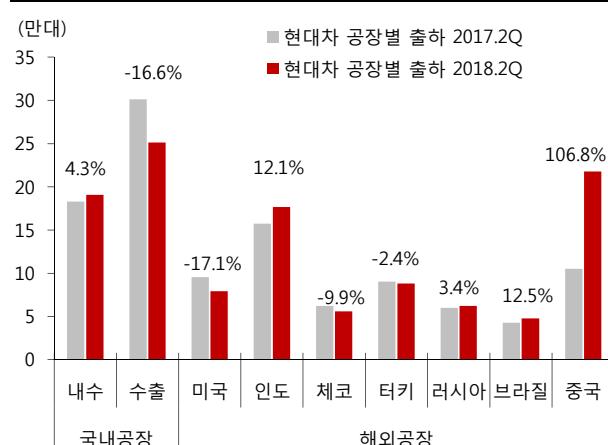
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	919,587	936,490	963,761	934,402	958,923	975,620
yoY	%	3.0	1.8	2.9	-3.1	2.6	1.7
영업이익	억원	63,579	51,935	45,747	36,163	41,874	45,075
yoY	%	-15.8	-18.3	-11.9	-21.0	15.8	7.6
EBITDA	억원	91,519	85,523	81,041	78,056	103,673	104,317
세전이익	억원	84,594	73,071	44,386	47,774	56,959	62,260
순이익(자배주주)	억원	64,173	54,064	40,328	33,656	40,521	43,414
영업이익률%	%	6.9	5.6	4.8	3.9	4.4	4.6
EBITDA%	%	10.0	9.1	8.4	8.4	10.8	10.7
순이익률	%	7.1	6.1	4.7	4.0	4.6	4.9
EPS	원	22,479	18,938	14,127	11,789	14,194	15,207
PER	배		6.6	7.7	11.0	10.3	8.6
PBR	배		0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	배		6.8	7.6	7.9	6.9	5.0
ROE	%		10.7	8.4	5.9	4.8	5.6
순차입금	억원	174,046	207,642	174,739	158,633	128,778	96,280
부채비율	%		147.3	147.2	138.4	130.9	126.0

<표 1> 현대차 2018년 2분기 실적 Preview

	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q	18.2Q(F)	YoY	QoQ
현대차출하	1,108,079	1,072,204	1,203,769	1,037,598	1,174,411	6.0%	13.2%
국내공장	484,084	393,848	394,595	401,800	442,049	-8.7%	10.0%
내수	182,805	173,888	170,268	178,684	190,730	4.3%	6.7%
수출	301,279	219,960	224,327	223,116	251,319	-16.6%	12.6%
해외공장	623,995	678,356	809,174	635,798	732,362	17.4%	15.2%
미국	95,741	75,471	62,514	64,966	79,349	-17.1%	22.1%
인도	157,486	177,505	183,989	172,145	176,539	12.1%	2.6%
터키	62,200	50,300	58,700	51,300	56,018	-9.9%	9.2%
체코	90,445	77,017	89,803	82,296	88,249	-2.4%	7.2%
러시아	60,173	55,600	64,527	58,189	62,190	3.4%	6.9%
브라질	42,646	49,075	48,998	40,939	47,984	12.5%	17.2%
중국	105,158	188,063	294,660	162,612	217,486	106.8%	33.7%
중국상용	10,146	5,325	5,983	3,351	4,547	-55.2%	35.7%
매출액	243,080	242,013	245,009	224,366	238,922	-1.7%	6.5%
자동차	191,868	188,239	186,560	173,889	187,629	-2.2%	7.9%
금융	35,710	37,137	40,327	37,783	38,220	7.0%	1.2%
기타	15,503	16,636	18,122	12,693	13,074	-15.7%	3.0%
매출원가	195,812	198,616	202,827	189,691	200,695	2.5%	5.8%
%	80.6	82.1	82.8	84.5	84.0	34%p	-0.5%p
판관비	33,824	31,354	34,429	27,862	29,991	-11.3%	7.6%
%	13.9	13.0	14.1	12.4	12.6	-14%p	0.1%p
영업이익	13,445	12,042	7,752	6,813	8,236	-38.7%	20.9%
%	5.5	5.0	3.2	3.0	3.4	-21%p	0.4%p
자동차	8,772	5,546	701	3,998	4,878	-44.4%	22.0%
%	4.6	2.9	0.4	2.3	2.6	-20%p	0.3%p
금융	2,130	1,789	1,470	1,729	1,987	-6.7%	15.0%
%	6.0	4.8	3.6	4.6	5.2	-0.8%p	0.6%p
기타	759	834	677	385	418	-44.9%	8.7%
%	4.9	5.0	3.7	3.0	3.2	-1.7%p	0.2%p
연결조정	1,784	3,874	4,904	701	952	-46.6%	35.9%
영업외손익	-1,795	-1,038	-3,591	2,446	3,385	흑전	38.4%
%	-0.7	-0.4	-1.5	1.1	1.4	22%p	0.3%p
세전이익	11,650	11,004	4,161	9,259	11,622	-0.2%	25.5%
%	4.8	4.5	1.7	4.1	4.9	0.1%p	0.7%p
법인세	2,513	1,612	-8,718	1,943	2,789	11.0%	43.6%
%	21.6	14.7	-209.5	21.0	24.0	24%p	3.0%p
당기순이익	9,136	9,392	12,879	7,316	8,832	-3.3%	20.7%
%	3.8	3.9	5.3	3.3	3.7	-0.1%p	0.4%p
지배주주	8,169	8,524	10,330	6,680	8,064	-1.3%	20.7%
%	34	3.5	4.2	3.0	3.4	0.0%p	0.4%p

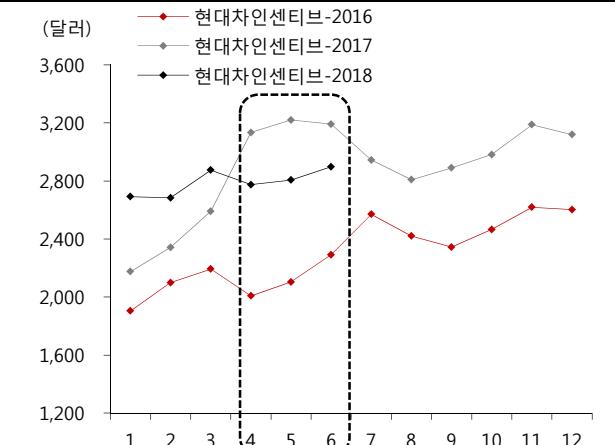
자료: 현대차, SK 증권 추정

<그림 1> 공장별 출하 - 글로벌 YoY +5.7%, 중국제외 YoY -4.1% 기록



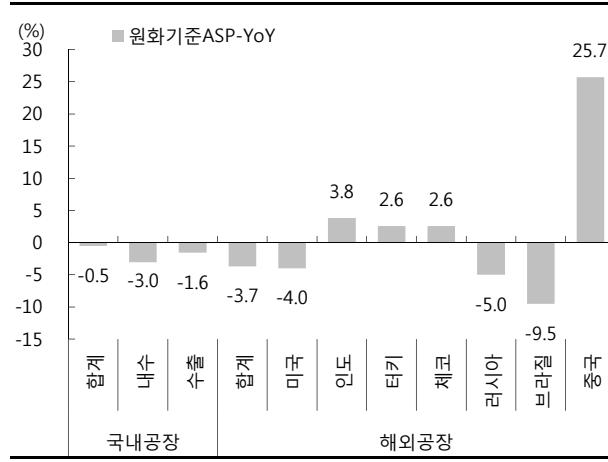
자료: 현대차, SK 증권

<그림 2> 미국 인센티브 추이



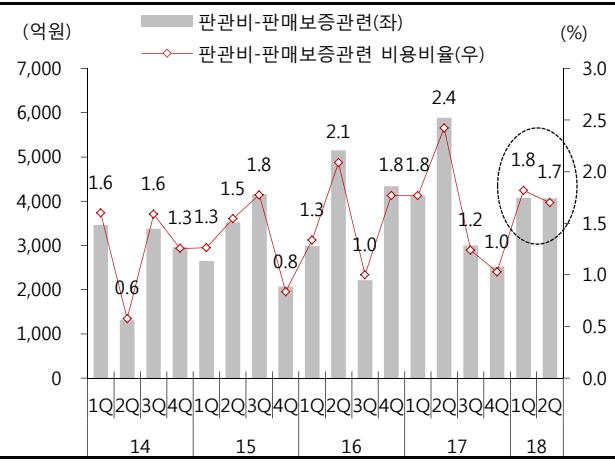
자료: Autodata, SK 증권

<그림 3> 전년 동기 대비 ASP 변화 - 환율은 불리하게 작용 전망



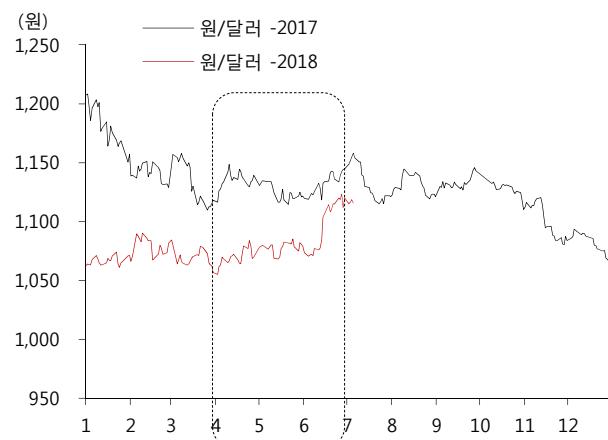
자료: 현대차, SK 증권 추정

<그림 4> 판매보증충당금 - 매출액 대비 1.7% 예상



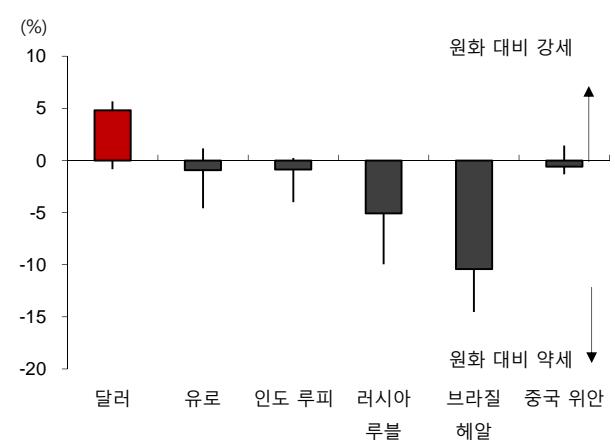
자료: 현대차, SK 증권 추정

<그림 5> 월달러 환율 - 전년 동기 대비 부담요인으로 작용



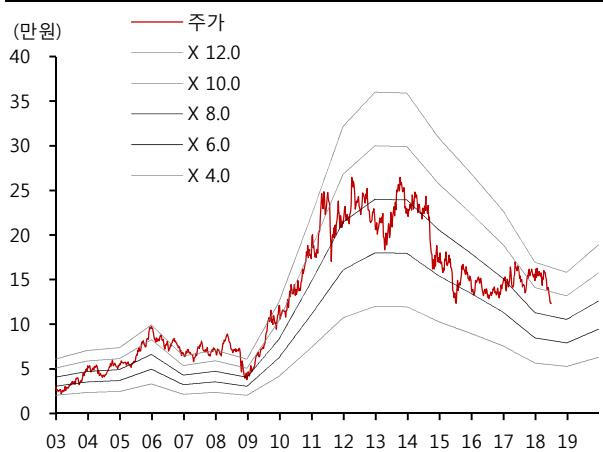
자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 6> 원화 대비 주요 통화의 분기변동성 - 2Q18



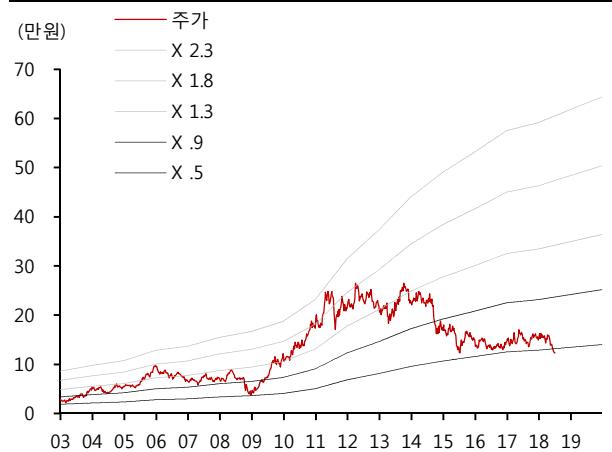
자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 7> PER 밴드차트 – 현대차



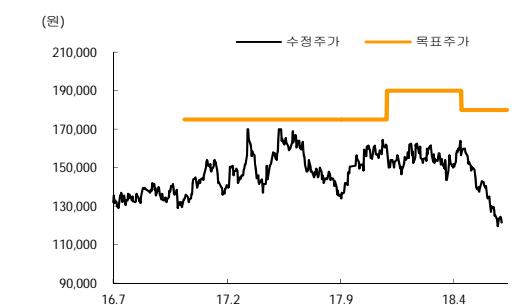
자료: Quantwise, SK 증권

<그림 8> PBR 밴드차트 – 현대차



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격			고리율
			대상시점	평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2018.07.12	매수	180,000원	6개월	-	-	
2018.04.27	매수	180,000원	6개월	-22.74%	-11.11%	
2018.04.12	매수	190,000원	6개월	-18.49%	-13.68%	
2018.01.26	매수	190,000원	6개월	-18.67%	-14.47%	
2017.12.08	매수	190,000원	6개월	-18.87%	-14.47%	
2017.10.27	매수	175,000원	6개월	-16.18%	-2.86%	
2017.10.23	매수	175,000원	6개월	-16.86%	-2.86%	
2017.07.27	매수	175,000원	6개월	-16.92%	-2.86%	
2017.07.11	매수	175,000원	6개월	-16.82%	-2.86%	
2017.04.27	매수	175,000원	6개월	-16.90%	-2.86%	
2017.04.12	매수	175,000원	6개월	-19.10%	-2.86%	
2017.01.31	매수	175,000원	6개월	-19.13%	-2.86%	
2016.11.23	매수	175,000원	6개월	-20.77%	-12.00%	



Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 7월 12일 기준)

매수	92.37%	중립	7.63%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	724,496	739,759	728,550	757,249	787,045
현금및현금성자산	78,901	88,215	98,618	117,973	139,971
매출채권및기타채권	75,873	68,086	67,415	69,184	70,389
재고자산	105,238	102,799	99,047	101,646	103,416
비유동자산	1,063,863	1,042,235	1,053,427	1,057,240	1,059,660
장기금융자산	295,780	282,895	286,135	287,185	288,235
유형자산	294,057	298,271	297,776	279,839	264,498
무형자산	45,862	48,093	48,675	48,822	48,929
자산총계	1,788,359	1,781,995	1,781,977	1,814,489	1,846,705
유동부채	436,098	431,607	445,089	446,324	445,889
단기금융부채	237,358	230,839	245,607	241,607	237,607
매입채무 및 기타채무	122,525	119,629	120,814	123,985	126,143
단기충당부채	19,256	18,100	17,548	18,009	18,322
비유동부채	628,816	602,814	565,200	565,178	563,170
장기금융부채	498,698	493,804	456,712	454,712	452,712
장기매입채무 및 기타채무	226	192	192	192	192
장기충당부채	50,471	48,445	48,107	49,386	49,381
부채총계	1,064,914	1,034,421	1,010,289	1,011,503	1,009,059
지배주주지분	671,897	691,035	713,373	741,387	772,295
자본금	14,890	14,890	14,890	14,890	14,890
자본잉여금	42,026	42,012	42,012	42,012	42,012
기타자본구성요소	-16,401	-16,401	-16,401	-16,401	-16,401
자기주식	-16,401	-16,401	-16,401	-16,401	-16,401
이익잉여금	643,614	673,323	698,247	725,447	755,540
비자매주주지분	51,549	56,539	58,315	61,599	65,351
자본총계	723,446	747,574	771,688	802,986	837,646
부채와자본총계	1,788,359	1,781,995	1,781,977	1,814,489	1,846,705

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	18,712	48,180	67,562	87,038	89,657
당기순이익(순실)	57,197	45,464	36,862	43,957	47,318
비현금성항목등	111,653	127,811	63,174	59,716	56,999
유형자산감가상각비	21,646	22,546	27,772	47,337	44,741
무형자산상각비	11,942	12,748	14,120	14,462	14,501
기타	81,521	95,355	22,556	751	758
운전자본감소(증가)	-129,430	-108,650	-23,707	-3,632	283
매출채권및기타채권의 감소증가)	1,995	4,254	1,205	-1,769	-1,205
재고자산감소(증가)	-13,245	-7,264	3,890	-2,599	-1,770
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	3,001	1,496	5,472	3,170	2,159
기타	-121,181	-107,137	-34,274	-2,435	1,099
법인세납부	-20,708	-16,445	-8,768	-13,003	-14,942
투자활동현금흐름	-55,098	-38,682	-24,718	-44,525	-44,436
금융자산감소(증가)	-22,765	-7,954	16,423	-5,550	-5,550
유형자산감소(증가)	-28,379	-29,369	-32,400	-29,769	-29,769
무형자산감소(증가)	-13,957	-14,609	-14,609	-14,609	-14,609
기타	10,003	13,249	5,868	5,403	5,492
재무활동현금흐름	39,810	4,094	-32,533	-23,157	-23,223
단기금융부채증가(감소)	-13,746	13,206	-9,770	-4,000	-4,000
장기금융부채증가(감소)	84,939	18,700	-12,157	-2,000	-2,000
자본의증가(감소)	-2,616	0	0	0	0
배당금의 지급	-10,845	-11,387	-13,454	-13,322	-13,321
기타	-17,923	-16,426	-7,906	-3,836	-3,902
현금의 증가(감소)	5,586	9,314	10,403	19,355	21,998
기초현금	73,315	78,901	88,215	98,618	117,973
기말현금	78,901	88,215	98,618	117,973	139,971
FCF	-13,537	49,540	27,557	46,098	49,404

자료 : 현대차, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	936,490	963,761	934,402	958,923	975,620
매출원가	759,597	787,982	782,106	799,784	754,795
매출총이익	176,893	175,779	152,297	159,139	220,825
매출총이익률 (%)	18.9	18.2	16.3	16.6	22.6
판매비와관리비	124,958	130,032	116,133	117,265	175,750
영업이익	51,935	45,747	36,163	41,874	45,075
영업이익률 (%)	5.6	4.8	3.9	4.4	4.6
비영업순익	21,136	-1,361	11,611	15,085	17,186
순금융비용	-1,055	-1,077	-1,696	-1,279	-1,301
외환관련손익	952	-1,027	456	639	650
관계기업투자등 관련손익	17,294	2,251	9,975	13,630	15,703
세전계속사업이익	73,071	44,386	47,774	56,959	62,260
세전계속사업이익률 (%)	7.8	4.6	5.1	5.9	6.4
계속사업법인세	15,874	-1,079	10,912	13,003	14,942
계속사업이익	57,197	45,464	36,862	43,957	47,318
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	57,197	45,464	36,862	43,957	47,318
순이익률 (%)	6.1	4.7	4.0	4.6	4.9
지배주주	54,064	40,328	33,656	40,521	43,414
지배주주구속 순이익률(%)	5.77	4.18	3.6	4.23	4.45
비지배주주	3,132	5,136	3,206	3,435	3,904
총포괄이익	59,754	34,322	37,526	44,620	47,981
지배주주	56,145	29,948	34,471	41,336	44,229
비지배주주	3,609	4,374	3,054	3,284	3,752
EBITDA	85,523	81,041	78,056	103,673	104,317

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	18	2.9	-3.1	2.6	1.7
영업이익	-18.3	-11.9	-21.0	15.8	7.6
세전계속사업이익	-13.6	-39.3	7.6	19.2	9.3
EBITDA	-6.6	-5.2	-3.7	32.8	0.6
EPS(계속사업)	-15.8	-25.4	-16.5	20.4	7.1
수익성 (%)					
ROE	84	5.9	4.8	5.6	5.7
ROA	33	2.6	2.1	2.4	2.6
EBITDA/마진	9.1	8.4	8.4	10.8	10.7
안정성 (%)					
유동비율	166.1	171.4	163.7	169.7	176.5
부채비율	147.2	138.4	130.9	126.0	120.5
순자금/자기자본	28.7	23.4	20.6	16.0	11.5
EBITDA/이자비용(배)	31.4	24.3	21.8	27.0	26.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	18,938	14,127	11,789	14,194	15,207
BPS	235,358	242,062	249,887	259,700	270,526
CFPS	30,704	26,490	26,464	35,842	35,959
주당 현금배당금	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	8.4	12.0	13.9	11.6	10.8
PER(최저)	6.8	9.5	10.1	8.4	7.9
PBR(최고)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
PBR(최저)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
PCR	4.8	5.9	4.6	3.4	3.4
EV/EBITDA(최고)	8.0	8.4	8.3	6.0	5.7
EV/EBITDA(최저)	7.1	7.3	6.8	4.9	4.6

SK COMPANY Analysis



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

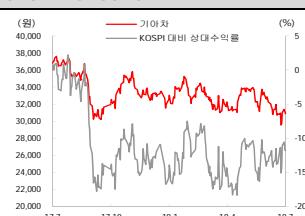
Company Data

자본금	21,393 억원
발행주식수	40,536 만주
자사주	443 만주
액면가	5,000 원
시가총액	125,257 억원
주요주주	
현대자동차(주)(외4)	35.61%
국민연금공단	7.08%
외국인지분율	39.20%
배당수익률	2.60%

Stock Data

주가(18/07/11)	30,900 원
KOSPI	2280.62 pt
52주 Beta	0.41
52주 최고가	37,600 원
52주 최저가	29,550 원
60일 평균 거래대금	306 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.2%	2.7%
6개월	-4.9%	3.7%
12개월	-16.0%	-11.8%

기아차 (000270/KS | 매수(유지) | T.P 43,000 원(유지))

2Q18 Preview - 체질개선은 진행 중

18년 2 분기 실적 매출액 13.6 조원(YoY +0.4%), 영업이익 3,614 억원(YoY -10.6, OPM +2.7%), 당기순이익 3,940 억원(YoY +1.1%, NIM 2.9%)으로 전망. 우려요인 이던 재고는 미국을 중심으로 축소되며 체질개선 진행 중. 하반기 싼타페 단산의 영향은 기존 차종 확대와 신규차종의 투입을 감안하면 제한적으로 판단. 불확실성은 존재하나 낮은 기저효과와 믹스개선을 통한 점진적 개선은 지속될 전망

2Q18 Preview

18년 2 분기 실적은 매출액 13.6 조원(YoY +0.4%), 영업이익 3,614 억원(YoY -10.6, OPM +2.7%), 당기순이익 3,940 억원(YoY +1.1%, NIM 2.9%)으로 전망한다. 전년 동기 대비 불리한 원달러 평균환율과 증가한 미국 인센티브가 부정적이나, 1)내수 (+6.9%)와 멕시코(+37.5%)에서의 생산량 증가와 2)스팅어, K9, SUV 모델 중심으로 진행된 수출믹스 개선에 힘입어 매출은 +0.4%로 소폭 증가가 예상된다. 다만 영업이익은 믹스개선에도 불구하고, 1)전분기말 대비 약세로 마감한 기말 원달러 환율과 2)리콜비용 반영으로 판매보증비용(매출액 대비 2.2%)이 예상보다 증가함에 따라 전년 동기 감익이 불가피해 보인다. 중국법인(DYK)은 제한적 물량 증가로 전분기 -2.0% 대비 소폭 개선된 0.5%의 순이익률을 예상한다.

체질개선은 진행 중

높아진 재고의 축소를 위해 진행된 생산량 조정과 구형모델 소진은 1 분기에 이어 2 분기에도 계속되었다. 이를 통해 17년 말 3.4 개월이었던 글로벌 재고는 5 월 기준 2.9 개월까지 낮아졌으며, 우려가 가장 커던 미국은 4.5 개월에서 3.3 개월로 축소되었다는 점은 분명 긍정적이다. 하반기 우려요인인 미국공장에서 생산되던 싼타페의 단산 영향은 기존 차종의 확대와 신규차종의 투입으로 상쇄가 가능할 것으로 예상한다. 하반기 무역 규제와 수요부진이라는 불확실성은 존재하나, 낮은 기저효과, SUV 와 D+E 세그먼트의 확대를 통해 점진적인 개선은 지속될 전망이다. 투자의견 매수, 목표주가 43,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

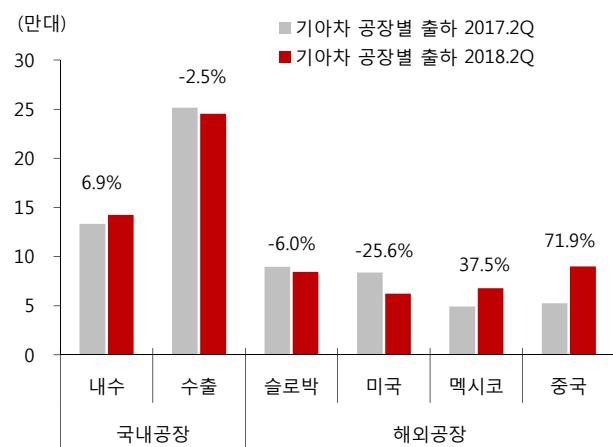
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	495,214	527,129	535,357	539,273	548,533	585,081
yoY	%	5.2	6.4	1.6	0.7	1.7	6.7
영업이익	억원	23,543	24,615	6,622	14,828	16,602	18,881
yoY	%	-8.5	4.6	-73.1	123.9	12.0	13.7
EBITDA	억원	37,768	41,481	25,180	36,305	47,543	48,442
세전이익	억원	31,003	34,420	11,401	22,533	25,395	28,893
순이익(자배주주)	억원	26,306	27,546	9,680	17,433	19,554	22,247
영업이익률%	%	4.8	4.7	1.2	2.8	3.0	3.2
EBITDA%	%	7.6	7.9	4.7	6.7	8.7	8.3
순이익률	%	5.3	5.2	1.8	3.2	3.6	3.8
EPS	원	6,489	6,795	2,388	4,301	4,824	5,488
PER	배		8.1	5.8	7.2	6.4	5.6
PBR	배		0.9	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	배		5.5	3.7	5.1	3.0	1.6
ROE	%		11.3	10.9	3.6	6.3	7.3
순차입금	억원		-7,372	-5,232	-7,894	-17,542	-31,653
부채비율	%		90.0	91.5	94.7	88.6	81.9

<표 1> 기아차 2018년 2분기 Preview

	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q	18.2Q(F)	YoY	QoQ
기아차출하	610,791	623,518	634,605	556,584	624,636	2.3%	12.2%
국내공장	384,721	388,488	351,571	338,415	387,782	0.8%	14.6%
내수	133,302	131,563	132,742	123,771	142,542	6.9%	15.2%
수출	251,419	256,925	218,829	214,644	245,240	-2.5%	14.3%
해외공장	226,070	235,030	283,034	218,169	236,854	4.8%	8.6%
미국	83,825	75,808	57,335	50,163	62,337	-25.6%	24.3%
슬로박	89,807	76,215	78,370	85,800	84,400	-6.0%	-1.6%
중국	52,438	83,007	147,329	82,206	90,117	71.9%	9.6%
멕시코	49,473	66,510	64,488	65,701	68,012	37.5%	3.5%
매출액	135,784	141,077	130,057	125,622	136,365	0.4%	8.6%
매출원가	112,210	123,166	107,057	106,288	114,410	2.0%	7.6%
%	82.6	87.3	82.3	84.6	83.9	1.3%p	-0.7%p
판관비	19,534	22,181	19,975	16,278	18,341	-6.1%	12.7%
%	14.4	15.7	15.4	13.0	13.5	-0.9%p	0.5%p
영업이익	4,041	-4,270	3,024	3,056	3,614	-10.6%	18.2%
%	3.0	-3.0	2.3	2.4	2.7	-0.3%p	0.2%p
영업외손익	1,137	-210	6	2,082	1,710	50.4%	-17.8%
%	0.8	-0.1	0.0	1.7	1.3	0.4%p	-0.4%p
세전이익	5,178	-4,480	3,030	5,138	5,324	2.8%	3.6%
%	3.8	-3.2	2.3	4.1	3.9	0.1%p	-0.2%p
법인세	1,282	-1,563	1,982	818	1,384	8.0%	69.2%
%	24.8	34.9	65.4	15.9	26.0	12.0%p	10.1%p
당기순이익	3,896	-2,918	1,048	4,320	3,940	1.1%	-8.8%
%	2.9	-2.1	0.8	3.4	2.9	0.0%p	-0.5%p

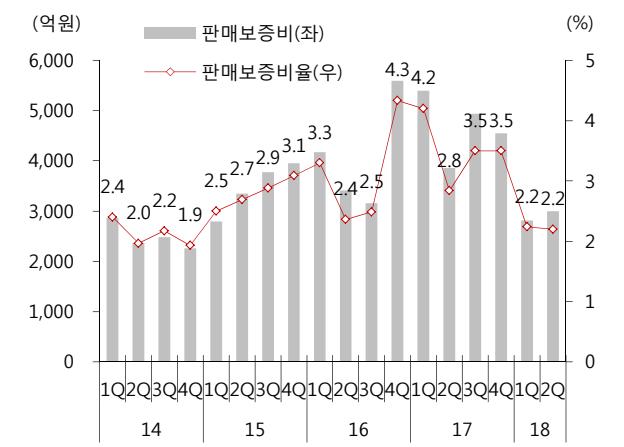
자료: 기아차, SK 증권 추정

<그림 1> 공장별 출하 - 글로벌 YoY +4.9%, 중국제외 YoY -0.9% 기록



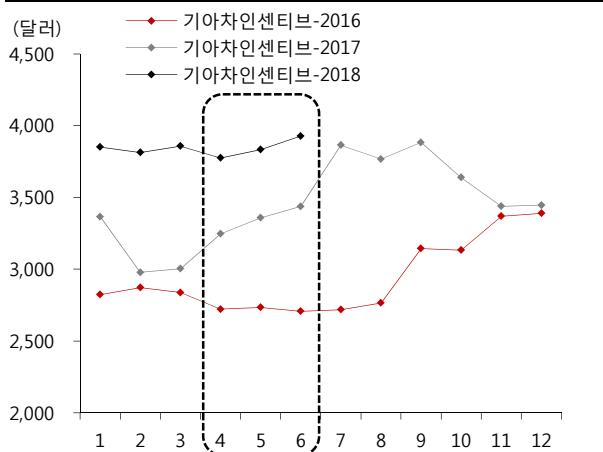
자료: 기아차, SK 증권

<그림 2> 판매보증비 추이 - 전분기와 유사한 수준 전망



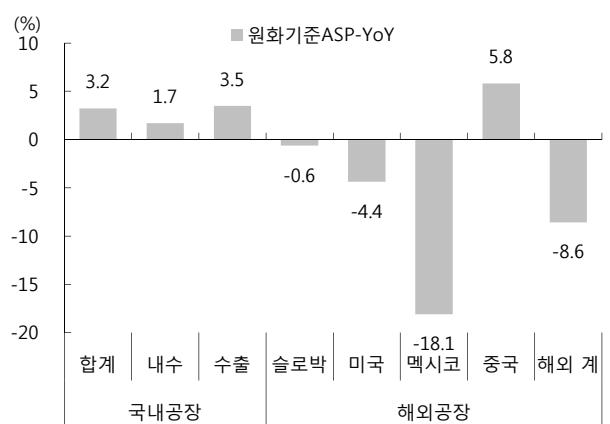
자료: 기아차, SK 증권 추정

<그림 3> 미국 인센티브 추이 - 전년 동기 대비 비용부담 발생



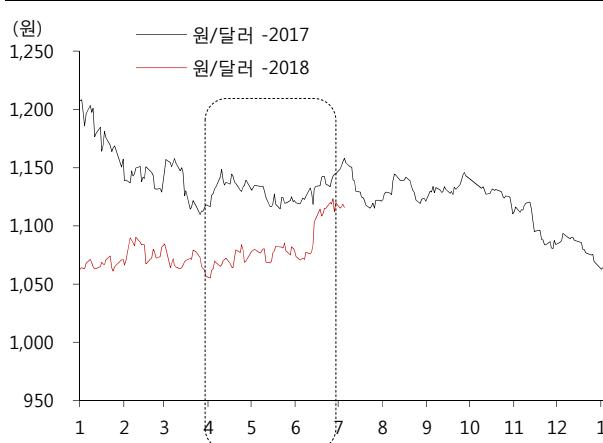
자료: Autodata, SK 증권

<그림 4> 전년 동기 대비 공장별 ASP 변동 - 원화기준



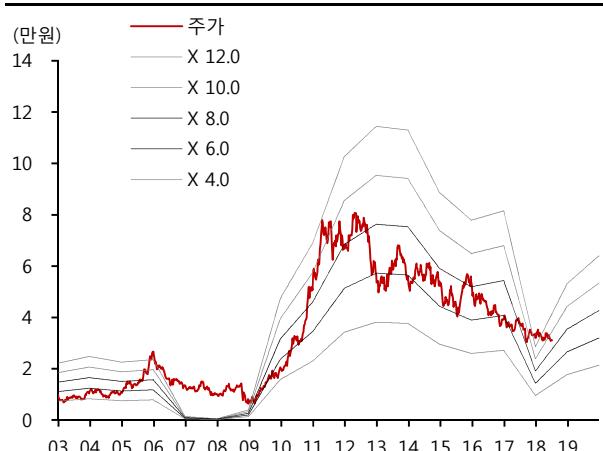
자료: 기아차, SK 증권 추정

<그림 5> 원달러 환율 - 전년 동기 대비 부담요인으로 작용



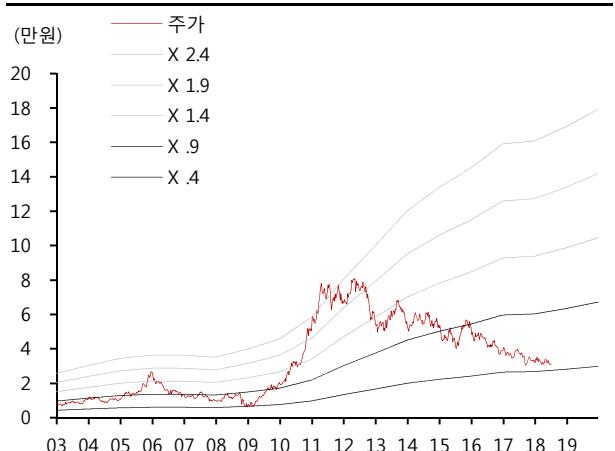
자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 7> PER 밴드차트 - 기아차

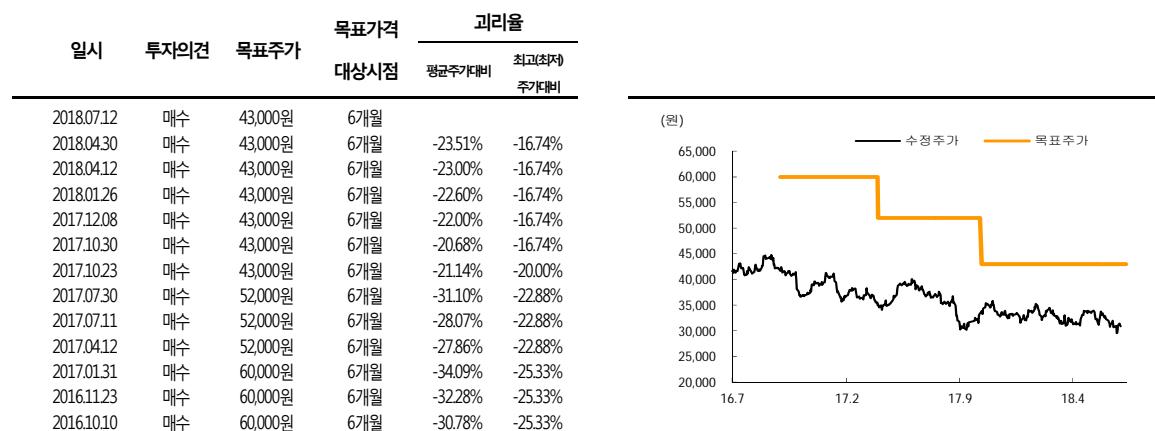


자료: Quantwise, SK 증권

<그림 8> PBR 밴드차트 - 기아차



자료: Quantwise, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 7월 12일 기준)

매수	92.37%	중립	7.63%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	209,122	216,421	220,213	231,404	256,647
현금및현금성자산	30,642	15,617	24,176	33,287	50,326
매출채권및기타채권	31,647	30,442	30,664	31,191	33,269
재고자산	88,544	85,436	86,061	87,539	93,372
비유동자산	299,770	306,524	313,265	314,573	317,828
장기금융자산	6,434	4,641	4,100	4,100	4,100
유형자산	134,932	136,529	137,300	128,813	120,841
무형자산	22,953	24,705	24,287	24,854	25,287
자산총계	508,893	522,944	533,479	545,976	574,475
유동부채	162,469	153,230	149,466	148,450	156,278
단기금융부채	41,326	38,564	33,962	30,962	30,962
매입채무 및 기타채무	85,044	75,897	76,452	77,765	82,946
단기충당부채	8,275	11,378	11,461	11,658	12,435
비유동부채	80,629	101,102	101,152	99,500	102,311
장기금융부채	39,376	49,786	47,654	45,654	45,654
장기매입채무 및 기타채무	22	19	19	19	19
장기충당부채	25,330	37,573	39,672	40,007	42,712
부채총계	243,098	254,333	250,619	247,950	258,589
지배주주지분	265,794	268,612	282,860	298,026	315,886
자본금	21,393	21,393	21,393	21,393	21,393
자본잉여금	17,158	17,158	17,158	17,158	17,158
기타자본구성요소	-2,162	-2,162	-2,162	-2,162	-2,162
자기주식	-2,162	-2,162	-2,162	-2,162	-2,162
이익잉여금	234,658	240,743	255,199	270,343	288,180
비자매주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	265,794	268,612	282,860	298,026	315,886
부채와자본총계	508,893	522,944	533,479	545,976	574,475

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	30,914	25,031	32,475	41,909	43,861
당기순이익(순실)	27,546	9,680	17,433	19,554	22,247
비현금성항목등	33,229	46,617	20,953	27,989	26,194
유형자산감가상각비	11,293	12,611	15,138	24,487	22,972
무형자산상각비	5,573	5,946	6,339	6,454	6,589
기타	20,257	32,911	1,706	-1,097	-1,170
운전자본감소(증가)	-22,323	-25,832	-597	207	2,064
매출채권및기타채권의 감소증가)	1,866	1,007	896	-527	-2,078
재고자산감소(증가)	-12,735	1,511	-945	-1,478	-5,833
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	547	-9,642	2,346	1,313	5,181
기타	-12,002	-18,708	-2,894	898	4,794
법인세납부	-7,539	-5,435	-5,315	-5,841	-6,645
투자활동현금흐름	-19,759	-45,071	-15,613	-21,193	-20,071
금융자산감소(증가)	5,077	-23,656	5,664	0	0
유형자산감소(증가)	-14,933	-15,897	-16,000	-16,000	-15,000
무형자산감소(증가)	-8,110	-7,021	-7,021	-7,021	-7,021
기타	-1,793	1,503	1,745	1,828	1,950
재무활동현금흐름	7,935	5,356	-8,789	-11,604	-6,751
단기금융부채증가(감소)	0	0	-2,000	-3,000	0
장기금융부채증가(감소)	15,168	11,697	-4,788	-2,000	0
자본의증가(감소)	-1,318	0	0	0	0
배당금의 지급	4,410	4,410	-3,207	4,410	-4,410
기타	-1,505	-1,930	-2,001	-2,194	-2,340
현금의 증가(감소)	19,593	-15,025	8,558	9,112	17,039
기초현금	11,049	30,642	15,617	24,176	33,287
기말현금	30,642	15,617	24,176	33,287	50,326
FCF	9,757	9,106	11,752	20,910	24,142

자료 : 기아차, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	527,129	535,357	539,273	548,533	585,081
매출원가	422,816	446,187	453,608	460,820	491,222
매출총이익	104,313	89,170	85,666	87,713	93,859
매출총이익률 (%)	19.8	16.7	15.9	16.0	16.0
판매비와관리비	79,698	82,548	70,838	71,111	74,978
영업이익	24,615	6,622	14,828	16,602	18,881
영업이익률 (%)	4.7	1.2	2.8	3.0	3.2
비영업손익	9,806	4,778	7,705	8,793	10,012
순금융비용	-121	463	396	366	390
외환관련손익	-456	1,346	-55	-183	-195
관계기업투자등 관련손익	11,599	5,640	7,828	8,245	9,427
세전계속사업이익	34,420	11,401	22,533	25,395	28,893
세전계속사업이익률 (%)	6.5	21	4.2	4.6	4.9
계속사업법인세	6,874	1,720	5,100	5,841	6,645
계속사업이익	27,546	9,680	17,433	19,554	22,247
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	27,546	9,680	17,433	19,554	22,247
순이익률 (%)	5.2	1.8	3.2	3.6	3.8
지배주주	27,546	9,680	17,433	19,554	22,247
지배주주구속 순이익률(%)	5.23	1.81	3.23	3.56	3.8
비자매주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	28,178	7,228	17,456	19,577	22,270
지배주주	28,178	7,228	17,456	19,577	22,270
비자매주주	0	0	0	0	0
EBITDA	41,481	25,180	36,305	47,543	48,442

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	6.4	1.6	0.7	1.7	6.7
영업이익	4.6	-73.1	123.9	12.0	13.7
세전계속사업이익	11.0	-66.9	97.7	12.7	13.8
EBITDA	9.8	-39.3	44.2	31.0	1.9
EPS(계속사업)	4.7	-64.9	80.1	12.2	13.8
수익성 (%)					
ROE	109	36	63	67	73
ROA	5.7	1.9	3.3	3.6	4.0
EBITDA/마진	7.9	4.7	6.7	8.7	8.3
안정성 (%)					
유동비율	128.7	141.2	147.3	155.9	164.2
부채비율	91.5	94.7	88.6	83.2	81.9
순자본/자기자본	-2.0	-2.9	-6.2	-10.6	-15.4
EBITDA/이자비용(배)	29.8	11.4	16.2	21.7	20.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	6,795	2,388	4,301	4,824	5,488
BPS	65,569	66,264	69,779	73,521	77,927
CFPS	10,956	6,966	9,599	12,457	12,781
주당 현금배당금	1,100	800	1,100	1,100	1,100
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	7.5	17.3	8.2	7.3	6.4
PER(최저)	5.4	12.7	6.9	6.1	5.4
PBR(최고)	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
PBR(최저)	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
PCR	3.6	4.8	3.2	2.5	2.4
EV/EBITDA(최고)	4.9	6.4	3.5	2.4	2.0
EV/EBITDA(최저)	3.5	4.6	2.8	1.9	1.5

SK COMPANY Analysis



Analyst

권순우

soonwoo@sk.com

02-3773-8882

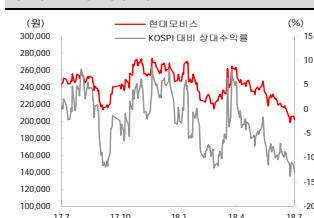
Company Data

자본금	4,911 억원
발행주식수	9,735 만주
자사주	264 만주
액면가	5,000 원
시가총액	196,635 억원
주요주주	
기아자동차(주)(외3)	30.16%
국민연금공단	9.01%
외국인지분율	48.50%
배당수익률	1.70%

Stock Data

주가(18/07/11)	202,000 원
KOSPI	2280.62 pt
52주 Beta	0.19
52주 최고가	273,500 원
52주 최저가	198,500 원
60일 평균 거래대금	505 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-10.6%	-3.2%
6개월	-19.5%	-12.2%
12개월	-17.0%	-12.8%

현대모비스 (012330/KS | 매수(유지) | T.P 280,000 원(하향))

2Q18 Preview - 기대감보다는 본업에 초점

18년 2분기 실적 매출액 8조 9,455 억(YoY +8.0%), 영업이익 5,096 억원(YoY +3.5%, OPM 5.7%), 당기순이익 5,066 억원(YoY +5.1%, NIM 5.7%) 전망. A/S 부문의 높은 수익성 지속, 모듈부문은 전년 동기 수익성 개선되나 과거 대비는 여전히 낮은 수준. 지배구조 개편안 철회 이후 주가 하락. 당분간 주가는 지배구조에 대한 기대감보다는 본업의 변화에 반응할 전망

2Q18 Preview

18년 2분기 실적은 매출액 8조 9,455 억(YoY +8.0%), 영업이익 5,096 억원(YoY +3.5%, OPM 5.7%), 당기순이익 5,066 억원(YoY +5.1%, NIM 5.7%)으로 전망한다. 사업부별로 보면, A/S 부문은 영업이익 4,010 억원(OPM 23.5%)으로 높은 수익성을 계속될 것으로 기대한다. 모듈부문은 완성차그룹의 생산량 증가에 힘입어 매출액은 전년 동기 대비 +8.7%의 증가, 영업이익은 1,086 억원(YoY +29.6%, OPM 1.5%)을 예상한다. 하지만 전년 동기와 전분기 대비의 개선일 뿐, 과거 영업이익률과 비교한다면 추각 거인 수익성 개선이 요구된다. 하반기 이익비중이 높은 중국물량의 회복여부와 핵심부품사업의 상용화 확대에 집중할 필요가 있다.

기대감보다는 본업에 초점

기대감이 커던 현대차그룹의 지배구조 개편안의 발표와 철회 이후, 동사의 주가는 지속적으로 하락하였다. 지배구조 개편이 재차 진행된다는 전제하에 크게 1)기존 개편안 수정과 2)신규 개편안 도입을 예상할 수 있다. 하지만 어느 사안이든 순환출자 해소와 지배구조 개편, 이해관계자와 강화된 주주권익을 동시에 만족하는 안건이 나오기까지는 시간이 소요될 것으로 판단한다. 이를 감안하면, 주가는 지배구조 기대감이 반영되기보다는 당분간은 본업의 변화 반응할 것으로 전망한다. 하반기 미국과 유럽에서의 수요둔화와 중국에서의 제한적인 물량증가 가능성 등을 감안하면 부품사에 있어 순탄한 업황을 기대하기는 어렵다. 기대감의 소멸과 실적불확실성에 따른 추정치 하향을 감안하여 목표주가는 기존 32만원에서 28만원으로 하향한다.

영업실적 및 투자지표

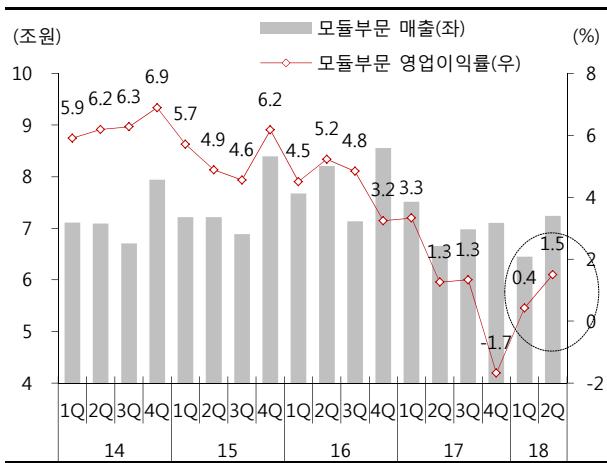
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	360,197	382,617	351,446	356,956	394,223	442,779
yoY	%	2.5	6.2	-8.2	1.6	10.4	12.3
영업이익	억원	29,346	29,047	20,249	23,020	23,831	25,128
yoY	%	-6.6	-1.0	-30.3	13.7	3.5	5.4
EBITDA	억원	34,760	35,510	27,348	32,735	34,795	36,875
세전이익	억원	42,127	41,112	27,344	29,238	31,106	32,956
순이익(지배주주)	억원	30,554	30,378	15,682	21,728	23,016	24,385
영업이익률%	%	8.2	7.6	5.8	6.5	6.1	5.7
EBITDA%	%	9.7	9.3	7.8	9.2	8.8	8.3
순이익률	%	8.4	8.0	4.4	6.1	5.9	5.6
EPS	원	31,813	31,205	16,109	22,320	23,643	25,049
PER	배	7.8	8.5	16.3	9.1	8.5	8.1
PBR	배	0.9	0.9	0.9	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	5.9	6.0	7.2	4.1	3.8	3.4
ROE	%	12.5	11.2	5.4	7.2	7.3	7.4
순차입금	억원	-35,076	-46,570	-60,609	-65,038	-67,218	-72,155
부채비율	%	47.1	46.1	42.2	40.9	41.1	42.1

<표 1> 현대모비스 2018년 2분기 실적 Preview

	17.2Q	173Q	174Q	18.1Q	18.2Q(F)	YoY	QoQ
매출액	82,824	87,728	88,216	81,943	89,455	8.0%	9.2%
모듈부문	66,573	69,835	71,081	64,504	72,392	8.7%	12.2%
A/S 부문	16,251	17,893	17,135	17,439	17,063	5.0%	-2.2%
매출원가	71,931	75,686	79,192	71,360	77,504	7.7%	8.6%
%	86.8	86.3	89.8	87.1	86.6	-0.2%p	-0.4%p
판관비	5,968	6,598	5,831	6,085	6,855	14.9%	12.7%
%	7.2	7.5	6.6	7.4	7.7	0.5%p	0.2%p
영업이익	4,924	5,444	3,194	4,499	5,096	3.5%	13.3%
%	5.9	6.2	3.6	5.5	5.7	-0.2%p	0.2%p
모듈부문	838	932	-1,194	273	1,086	29.6%	297.8%
%	1.3	1.3	-1.7	0.4	1.5	0.2%p	1.1%p
A/S 부문	4,086	4,512	4,521	4,225	4,010	-1.9%	-5.1%
%	25.1	25.2	26.4	24.2	23.5	-1.6%p	-0.7%p
영업외손익	1,975	1,937	236	1,648	1,686	-14.7%	2.3%
%	2.4	2.2	0.3	2.0	1.9	-0.5%p	-0.1%p
세전이익	6,899	7,382	3,431	6,147	6,781	-1.7%	10.3%
%	8.3	8.4	3.9	7.5	7.6	-0.7%p	0.1%p
법인세	2,077	2,559	5,116	1,488	1,716	-17.4%	15.3%
%	30.1	34.7	149.1	24.2	25.3	-4.8%p	1.1%p
당기순이익	4,822	4,822	-1,686	4,659	5,066	5.1%	8.7%
%	5.8	5.5	-1.9	5.7	5.7	-0.2%p	0.0%p
지배주주	4,812	4,822	-1,564	4,665	5,013	4.2%	7.5%
%	5.8	5.5	-1.8	5.7	5.6	-0.2%p	-0.1%p

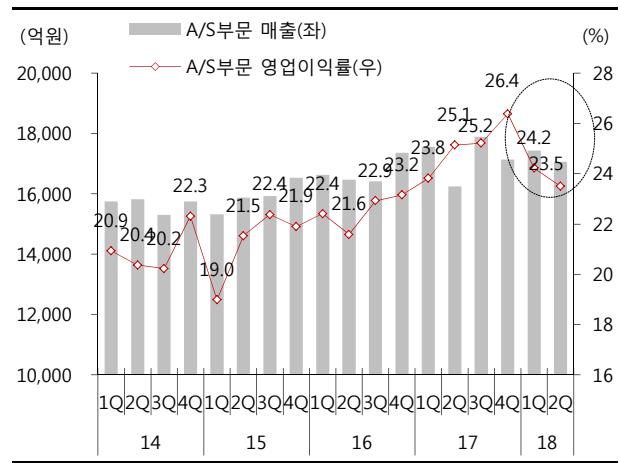
자료: 현대모비스, SK증권 추정

<그림 1> 부문별 실적 추이- 모듈 부문



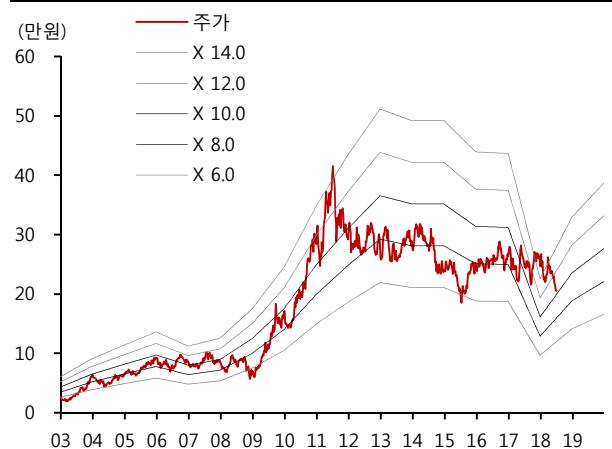
자료: 현대모비스, SK증권 추정

<그림 2> 부문별 실적 추이- A/S 부문



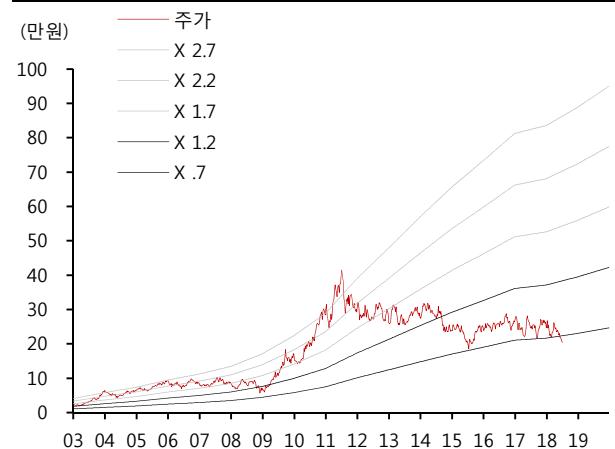
자료: 현대모비스, SK증권 추정

<그림 3> PER 밴드차트 - 현대모비스



자료: Quantwise, SK 증권

<그림 4> PBR 밴드차트 - 현대모비스



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격			고리율
			대상시점	평균주기대비	최고(최저) 주기대비	
2018.07.12	매수	280,000원	6개월			
2018.04.27	매수	320,000원	6개월	-25.37%	-15.63%	
2018.01.26	매수	320,000원	6개월	-23.17%	-15.63%	
2017.12.08	매수	320,000원	6개월	-19.14%	-15.63%	
2017.10.31	매수	290,000원	6개월	-13.46%	-2.41%	
2017.07.30	매수	290,000원	6개월	-14.02%	-2.41%	
2017.07.11	매수	290,000원	6개월	-12.87%	-2.41%	
2017.04.12	매수	290,000원	6개월	-12.69%	-2.41%	
2017.01.31	매수	290,000원	6개월	-12.35%	-2.59%	
2016.11.23	매수	290,000원	6개월	-8.62%	-2.59%	

(원)

수정주가
목표주가

16.7 17.2 17.9 18.4

Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 7월 12일 기준)

매수	92.37%	중립	7.63%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	182,631	182,178	183,014	190,593	204,906
현금및현금성자산	20,493	24,079	24,758	22,838	24,774
매출채권및기타채권	72,242	61,509	62,474	68,996	77,494
재고자산	28,301	26,903	26,058	28,778	32,323
비유동자산	234,485	235,190	250,530	265,669	278,702
장기금융자산	503	1,266	1,266	1,266	1,266
유형자산	85,164	82,064	91,046	98,726	103,583
무형자산	9,610	9,570	9,321	9,124	8,968
자산총계	417,116	417,368	433,544	456,262	483,608
유동부채	88,334	78,932	77,646	80,964	87,957
단기금융부채	16,442	17,463	15,213	12,013	10,513
매입채무 및 기타채무	60,271	49,073	49,842	55,046	61,826
단기증당부채	2,824	3,382	3,435	3,794	4,261
비유동부채	43,202	44,846	48,108	51,952	55,366
장기금융부채	16,756	13,279	11,779	10,879	9,379
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기증당부채	1,575	1,726	1,879	1,996	2,255
부채총계	131,536	123,779	125,754	132,916	143,323
지배주주지분	284,945	292,954	306,977	322,288	338,968
자본금	4,911	4,911	4,911	4,911	4,911
자본잉여금	14,050	14,072	14,072	14,072	14,072
기타자본구성요소	-3,600	-3,600	-3,600	-3,600	-3,600
자기주식	-3,388	-3,388	-3,388	-3,388	-3,388
이익잉여금	275,209	287,801	306,214	325,916	346,986
비자본구성요소	635	636	813	1,058	1,317
자본총계	285,580	293,590	307,790	323,346	340,285
부채와자본총계	417,116	417,368	433,544	456,262	483,608

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	25,070	21,201	26,272	24,018	24,786
당기순이익(순실)	30,473	15,577	21,906	23,261	24,645
비현금성활동등	8,947	13,984	10,829	11,534	12,230
유형자산감가상각비	5,774	6,373	9,017	10,320	11,143
무형자산상각비	689	726	697	645	603
기타	3,988	2,590	178	197	221
운전자본감소(증가)	-4,570	645	869	-2,932	-3,777
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-8,937	8,235	-964	-6,522	-8,498
재고자산감소(증가)	-2,139	377	845	-2,720	-3,545
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	8,522	-7,486	769	5,204	6,780
기타	-2,016	-481	219	1,107	1,485
법인세납부	-9,781	-9,005	-7,332	-7,845	-8,311
투자활동현금흐름	-25,729	-11,907	-17,020	-16,871	-14,677
금융자산감소(증가)	-16,281	-8,591	0	0	0
유형자산감소(증가)	-12,811	-6,607	-18,000	-18,000	-16,000
무형자산감소(증가)	-322	-448	-448	-448	-448
기타	3,685	3,739	1,428	1,577	1,771
재무활동현금흐름	-3,771	-4,418	-8,573	-9,067	-8,173
단기금융부채증가(감소)	-5,139	-3,729	-2,250	-3,200	-1,500
장기금융부채증가(감소)	5,093	2,941	-1,500	-900	-1,500
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-3,317	-3,325	-3,315	-3,315	-3,315
기타	-407	-305	-1,509	-1,653	-1,858
현금의 증가(감소)	-4,486	3,586	679	-1,920	1,936
기초현금	24,979	20,493	24,079	24,758	22,838
기말현금	20,493	24,079	24,758	22,838	24,774
FCF	11,755	13,340	9,381	7,405	10,313

자료 : 현대모비스 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	382,617	351,446	356,956	394,223	442,779
매출원가	329,660	306,794	311,185	343,175	385,022
매출총이익	52,957	44,652	45,771	51,048	57,757
매출총이익률 (%)	13.8	12.7	12.8	13.0	13.0
판매비와관리비	23,910	24,403	22,750	27,217	32,629
영업이익	29,047	20,249	23,020	23,831	25,128
영업이익률 (%)	7.6	5.8	6.5	6.1	5.7
비영업수익	12,065	7,095	6,218	7,275	7,828
순금융비용	-788	-949	81	76	87
외환관련손익	498	-455	-40	-38	-44
관계기업투자등 관련손익	10,900	6,848	6,517	7,586	8,180
세전계속사업이익	41,112	27,344	29,238	31,106	32,956
세전계속사업이익률 (%)	10.7	7.8	8.2	7.9	7.4
계속사업법인세	10,639	11,767	7,332	7,845	8,311
계속사업이익	30,473	15,577	21,906	23,261	24,645
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	30,473	15,577	21,906	23,261	24,645
순이익률 (%)	8.0	4.4	6.1	5.9	5.6
지배주주	30,378	15,682	21,728	23,016	24,385
지배주주기록 순이익률(%)	794	44.6	6.09	5.84	5.51
비지배주주	95	-104	178	246	260
총포괄이익	31,836	11,186	17,515	18,870	20,254
지배주주	31,739	11,291	17,338	18,625	19,994
비지배주주	97	-105	177	245	259
EBITDA	35,510	27,348	32,735	34,795	36,875

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	6.2	-8.2	1.6	10.4	12.3
영업이익	-1.0	-30.3	13.7	3.5	5.4
세전계속사업이익	-2.4	-33.5	6.9	6.4	6.0
EBITDA	2.2	-23.0	19.7	6.3	6.0
EPS(계속사업)	-1.9	-48.4	38.6	5.9	6.0
수익성 (%)					
ROE	11.2	5.4	7.2	7.3	7.4
ROA	7.7	3.7	5.2	5.2	5.2
EBITDA마진	9.3	7.8	9.2	8.8	8.3
안정성 (%)					
유동비율	206.8	230.8	235.7	235.4	233.0
부채비율	46.1	42.2	40.9	41.1	42.1
순차입금/자기자본	-16.3	-20.6	-21.1	-20.8	-21.2
EBITDA/이자비용(배)	85.0	54.6	21.7	21.1	19.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	31,205	16,109	22,320	23,643	25,049
BPS	292,708	300,935	315,341	331,068	348,203
CFPS	37,845	23,400	32,299	34,906	37,116
주당 현금배당금	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	9.2	17.6	12.1	11.4	10.8
PER(최저)	7.4	13.3	8.9	8.4	7.9
PBR(최고)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
PBR(최저)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
PCR	7.0	11.2	6.3	5.8	5.4
EV/EBITDA(최고)	6.6	7.9	6.1	5.7	5.2
EV/EBITDA(최저)	5.1	5.4	3.9	3.7	3.3

memo
