



▲ 자동차/타이어
Analyst 김준성
02. 6098-6690
joonsung.kim@meritz.co.kr

자동차

Beyond 3Q! (Corporate Day Takeaways 1)

- ✓ 조업일수 축소 및 비우호적인 신흥국 환율 영향, 일회성 비용 발생으로 국내 자동차 업종 3Q18 실적은 시장기대치를 하회할 예정
- ✓ 그러나 4Q18 이후 본격적인 해외시장 신차효과 개시를 통한 양적/질적 판매증가와 기저효과 (조업일수 및 전년동기 파업)를 통해 높은 수준의 이익성장 실현 전망
- ✓ 11월 미국 중간선거 전 관세부과 이슈 해소 및 중국 정부의 10월 중 자동차 소비진작 정책 (보조금/세제혜택) 발현 등 대외변수 개선 가시성 또한 높아진 상황

Overweight

Top Picks

현대차(005380)	Buy	175,000원
한온시스템(018880)	Buy	15,500원

관심종목

기아차(000270)	Buy	42,000원
만도(204320)	Buy	52,000원

조업일수 축소 및 비우호적 신흥국 환율 영향으로 3Q18 실적은 부진

3Q18 실적은 비우호적 신흥국 환율 흐름, 신차투입 위한 라인조정 및 추석 등에 따른 조업일수 축소, 상반기 발생 리콜 비용 반영 영향으로 대체적으로 부진할 예정이다.

현대차 영업이익 8,152 억원 (-32% YoY, 시장기대치 -21% 하회), 신흥국 환율 관련 영업손실 2,000 억원 및 북미 에어백 리콜 총당금 1,300 억원 등의 비용이슈 존재
 기아차 영업이익 2,799 억원 (흑자전환, 전년동기 통상임금 패소 총당금 9,777 억원 반영 기저효과, 시장기대치 -23% 하회), 에어백 리콜 총당금 1,200 억원 영향 존재
 만도 영업이익 536 억원 (흑자전환, 전년동기 통상임금 패소 총당금 2,000 억원 반영 기저효과, 시장기대치 -12% 하회), 신차투입 위한 라인조정과 영업일수 감소에 따른 현대/기아차 한국 (-7% YoY), 중국 (-5% YoY) 출고판매 축소 영향
 한온 영업이익 1,058 억원 (+5% YoY, 시장기대치 -7% 하회), 현대/기아차 한국/중국 출고판매 감소 및 Ford 중국 출고판매 감소 (7~8 월 합산 -59% YoY) 영향

4Q18 이후 해외 신차효과 개시 통한 양·질 판매증가, 대외변수 개선 유효

4Q18은 지난 2Q18 국내에서 시작된 신차효과가 미국/중국 등 주요 해외시장으로 확대되는 시점이다 (미국 싼타페, 중국 투싼 F/L 및 라페스타 판매 본격화). 특히 중국시장의 성수기 진입, 미국 허리케인 (9 월 발생 플로렌스) 피해에 따른 교체수요 발생, 국내 및 중국 추석 기저효과 (전년 10 월, 올해 9 월)로 조업일수 환경 또한 양적 성장에 대한 알파가 될 예정이다. 전년동기 국내공장에서 진행된 대규모 파업 기저효과도 높은 YoY 이익성장을 담보한다. 영업이익 기준 현대차 1,17 조원 (+51% YoY), 기아차 4,433 억원 (+47% YoY), 만도 873 억원 (+37% YoY), 한온 1,546 억원 (+12% YoY)가 전망되며, 이 같은 실적회복 기조는 당장 11 월초에 발표될 10 월 판매실적 (판매량, 재고, 인센티브)을 통해 확인될 수 있을 예정이다.

대외변수의 긍정적 발현 가시성 또한 늘고 있다. 11 월 미국 중간선거 전 수입차 관세부과에 대한 상무부 조사결과가 발표될 예정이며, 한국산 차종에 대한 관세부과 우려 가능성은 FTA 타결이나 트럼프 언급 등에 근거해 축소 중이다. 중국 정부의 10 월 중 자동차 소비진작 정책 (보조금/세제혜택) 가능성 또한 현지 언론을 통해 최근 기대감이 높아지고 있는 중이다. 관세우려 해제와 수요확대 정책의 발현은 산업 전반의 re-rating 근거가 될 수 있다고 판단한다.

현대차 Corporate Day Q&A

Q1) 주요 시장 현황 및 전망

내수시장 SUV (코나, 쌍타페, 투싼 F/L) 중심 신차효과로 점유율 개선 지속 중. 12월 e-segment SUV 및 1H19 b-segment SUV 신차 출시로 SUV 판매호조 지속 전망. G80/G90 등 제네시스 라인업 및 Sedan 모델은 노후화로 현재 판매 부진하나, 19년 쏘나타, G80, G90 F/L 출시를 통해 판매성장 전환 가능.

미국시장 또한 SUV 판매호조로 점유율 개선 실현 중. 구형 Sedan 재고 축소로 미국 재고는 연초 4.1개월에서 지난 9월 2.8개월로 감소. 수익성에 부정적 영향을 미치는 Fleet 판매비중 또한 지난해 20% 이상에서 현재 17~18%로 줄어든 상황. 신형 쌍타페는 딜러 및 소비자 반응 매우 좋은 상황이며, 9월부터 본격적으로 미디어 광고 및 프로모션 시작. 10월 이후 월간 판매 8~9,000대 수준이 예상되며, 최대 1만대까지도 가능. 신차효과 확대로 인센티브는 4Q18부터 감소세 실현 전망. 제네시스 브랜드는 모델 노후화와 G70 출시 이후 딜러 판권 재계약 이슈로 최근 판매감소가 이루어졌으나, 판권 이슈는 이제 마무리되었음.

중국시장은 시장 수요성장 문화와 정치이슈로 훼손됐던 소비심리의 더딘 회복으로 기대에 못 미치는 판매성과 기록 중. 18년 90만대 출고판매를 예상했으나, 3Q18 까지 49만대 만을 인도한 상황. 그러나 4Q18에는 신차투입 (9월 중순 투싼 F/L, 10월 라페스타) 확대와 10월 이후 중국진출 16주년 기념 프로모션 등을 통해 전년동기 29.5만대 이상의 판매실적을 목표 (연간판매 목표 80만대 초·중반). 또한 향후 중국시장에 대한 AQL (Accepted Quality Level) 조정과 이를 통한 현지 부품조달 확대로 가격경쟁력 확대 및 수익성 개선 도모할 예정.

유럽시장은 긍정적 수요 환경 지속 중이며, 투싼 F/L, 코나 등 SUV와 친환경차 판매호조를 통해 점유율 확대 실현 중. 최근 WLTP (Worldwide Harmonized Light Vehicle Test Procedure, 국제표준 연비측정법) 도입으로 VW 등이 판매 부진을 기록했으나, 현대차 유럽 판매모델은 모두 이 기준을 충족해 판매개선 흐름을 유지 (9월 산업수요 -18% YoY vs. 현대차 +1% YoY).

인도시장은 최근 유가상승에 따른 가솔린/디젤 가격인상과 8월 일부 지역 홍수발생으로 산업수요가 감소했으나, 지속적인 수요개선 추이 유지 중. 19년 이후 기아 차 현지공장 가동이 예정되어 있으며, 이 중 30% 정도를 활용해 판매확대 계획.

아중동시장은 여전히 마이너스 성장이 지속 중이나, 감소 폭은 이제 -10% 내외 수준으로 축소 (16년 -29% YoY, 17년 -20% YoY). 유가상승과 재정수지 적자 부담 완화 (재정지출 확대 근거)로 향후 2~3년내 수요 반등 가능하다고 판단.

Q2) 3Q18 실적 부진요인 점검

연초 발생한 에어백 리콜에 대한 부품업체 (ZF-TRW) 와의 귀책비율 협의는 여전히 진행 중. 과거 사례와 현재까지의 조사결과에 비춰봤을 때 당사 귀책비율은 매우 제한적일 전망이나, 일단 충당금 설정을 통해 리콜을 진행하고 향후 귀책비율 결정 이후 환급 받을 예정. 신흥국 통화가치 단기급락에 따른 영업손실은 약 2,000억원 수준에 달할 전망.

Q3) 중국시장 중장기 판매 방향성 전망

17년말 1.6L 이하 개별소비세 인하 정책 종료 전 선수요 반영에 따른 기저효과와 최근 미국과의 무역분쟁 이슈로 2H18 중국 자동차수요 YoY 감소가 지속 중. 최근 중국정부의 소비부양 정책 발현 언급이 현지 언론을 통해 빈번하게 이루어지고 있으며, 단기 수요 부침은 있을 수 있으나 중장기적으로 3,000만대 이상의 시장으로 확장될 수 있다고 판단.

Q4) 금융사업 손익 방향성 전망

지난 2H17 이후 매 분기 점진적으로 개선 중. 신차 인센티브 감소 기조와 더불어 중고차 가치 반등을 통해 리스사업의 실적 회복이 이루어지고 있으며, 16년 이후 sub-prime 등급의 할부사업 고객비중 축소를 통해 대손충당금 설정 금액이 감소 중. 기준금리의 급격한 상승이 없다면, 금융사업 손익 개선 추이 유지 가능.

Q5) 배당 정책 및 배당 규모 변화 가능성 확인

배당성향 확대 추이는 지속될 예정. 올해 다양한 대외변수 이슈 (환율, 리콜 등)로 전년대비 이익 감소가 불가피하나 배당 총액은 유지될 가능성이 높다고 판단.

Q6) 지배구조 개편 발표 시점

현재까지 내부에서 전달된 사안은 없으나, 1차 지배구조 개편안 공시 때도 발표 전날 IR에서 인지한만큼 진행상황을 미리 파악하기에는 어려움이 존재. 1차 지배구조에서 문제가 됐던 사안들을 개선해 새롭게 진행하고 있는 만큼 더욱 신중하게 추진 중이라고 확인.

Q7) 친환경차 판매 전략

기아차와 더불어 현재 13종인 친환경 라인업을 25년까지 38종으로 확대할 계획. 라인업 다변화와 판매확대 통해 현재 2위인 친환경차 시장 (HEV, PHEV 포함) 판매점유율을 유지하고, 5위인 EV 시장 점유율을 2-3위 수준으로 개선시킬 것.

표1 현대차 3Q18 Preview, 조업일수 축소/비우호적 신흥국 환율로 부진할 전망

(십억원)	3Q18E	3Q17	(% YoY)	2Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	24,586.2	24,201.3	1.6	24,711.8	(0.5)	24,895.9	(1.2)
영업이익	815.2	1,204.2	(32.3)	950.8	(14.3)	1,035.2	(21.3)
세전이익	1,047.1	1,100.4	(4.8)	1,128.8	(7.2)	1,339.3	(21.8)
지배순이익	753.4	852.4	(11.6)	700.6	7.5	948.9	(20.6)

자료: 현대차, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 4Q18 이후 해외시장 신차 Cycle 개시로 실적 회복전환 시작

(십억원)	2018E			2019E		
	당사예상치	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	컨센서스	(% diff.)
매출액	97,536.9	97,183.0	0.4	102,128.9	100,537.4	1.6
영업이익	3,615.8	3,800.4	-4.9	4,837.4	4,563.3	6.0
세전이익	4,587.5	4,848.2	-5.4	6,285.3	5,969.9	5.3
순이익	3,218.3	3,473.2	-7.3	4,562.3	4,386.5	4.0
영업이익률(%)	3.7	3.9	-0.2%p	4.7	4.5	0.2%p
세전이익률(%)	4.7	5.0	-0.3%p	6.2	5.9	0.2%p
순이익률(%)	3.3	3.6	-0.3%p	4.5	4.4	0.1%p

자료: 현대차, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 부진할 3Q18 실적 반영해 18년 이익추정치 조정

(십억원)	2017	2018E	2019E
매출액 - 신규 추정	96,376.1	97,536.9	102,128.9
매출액 - 기존 추정	96,376.1	98,939.3	104,863.8
% change	0.0%	-1.4%	-2.6%
영업이익 - 신규 추정	4,574.7	3,615.8	4,837.4
영업이익 - 기존 추정	4,574.7	4,089.7	4,921.8
% change	0.0%	-11.6%	-1.7%
세전이익 - 신규 추정	4,438.6	4,587.5	6,285.3
세전이익 - 기존 추정	4,438.6	5,208.6	6,427.2
% change	0.0%	-11.9%	-2.2%
지배주주 순이익 - 신규 추정	4,032.8	3,218.3	4,562.3
지배주주 순이익 - 기존 추정	4,032.8	3,704.8	4,642.0
% change	0.0%	-13.1%	-1.7%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	17,177.9	13,340.4	19,314.9
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	17,177.9	15,548.9	19,636.8
% change	0.0%	-14.2%	-1.6%

자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

표4 현대차 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, 천대)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	23,366.0	24,308.0	24,201.3	24,500.8	22,436.6	24,711.8	24,586.2	25,802.4	96,376.1	97,536.9	102,128.9
(% YoY)	4.5	-1.5	9.6	-0.2	-4.0	1.7	1.6	5.3	2.9	1.2	4.7
판매볼륨 (중국 제외)	882	994	885	909	858	951	903	1,012	3,670	3,738	3,861
(% YoY)	1.9	1.4	7.8	-9.7	-2.7	-4.3	2.1	11.3	-0.1	1.8	3.3
연결기준 ASP (백만원)	19.9	19.1	18.9	18.5	18.9	19.1	19.0	19.1	19.1	19.0	19.5
(% YoY)	2.2	-0.7	4.8	-2.9	-5.0	-0.3	0.4	3.6	0.7	-0.7	2.8
자동차	17,823	19,187	18,824	18,657	17,389	18,852	18,861	19,748	74,490	74,851	79,095
(% YoY)	3.4	-1.2	13.3	-3.9	-2.4	-1.7	0.2	5.9	2.5	0.5	5.7
금융	4,097	3,571	3,714	4,032	3,778	4,216	4,058	4,232	15,415	16,284	16,612
(% YoY)	16.1	0.3	-1.4	26.2	-7.8	18.1	9.3	4.9	9.7	5.6	2.0
기타	1,445	1,550	1,664	1,812	1,269	1,643	1,667	1,822	6,471	6,402	6,423
(% YoY)	-8.7	-8.5	-2.1	-6.5	-12.2	6.0	0.2	0.6	-6.4	-1.1	0.3
OP	1,250.8	1,344.5	1,204.2	775.2	681.3	950.8	815.2	1,168.5	4,574.7	3,615.8	4,837.4
(% YoY)	-6.8	-23.7	12.7	-24.1	-45.5	-29.3	-32.3	50.7	-11.9	-21.0	33.8
자동차	959.7	1,055.6	942.0	560.5	469.9	596.4	521.1	921.9	3,517.7	2,509.2	3,648.8
(% YoY)	-8.3	-21.4	23.6	-26.6	-51.0	-43.5	-44.7	64.5	-10.2	-28.7	45.4
금융	179.2	213.0	178.9	147.1	172.9	266.1	224.1	175.6	718.1	838.7	898.3
(% YoY)	-9.9	-18.0	11.0	76.1	-3.5	24.9	25.3	19.4	2.1	16.8	7.1
기타	111.9	75.9	83.4	67.7	38.5	88.3	70.0	71.1	338.8	267.9	290.4
(% YoY)	15.9	-52.4	-42.4	-61.2	-65.6	16.4	-16.0	4.9	-41.1	-20.9	8.4
RP	1,757.1	1,165.0	1,100.4	416.1	925.9	1,128.8	1,047.1	1,485.7	4,438.6	4,587.5	6,285.3
(% YoY)	-18.8	-51.1	-26.4	-67.2	-47.3	-3.1	-4.8	257.0	-39.3	3.4	37.0
지분법이익	402.4	143.4	-31.5	-289.2	242.5	235.7	199.9	285.2	225.1	963.3	1,386.2
(% YoY)	-14.4	-76.2	적자전환	적자전환	-39.7	64.4	흑자전환	흑자전환	-87.0	328.0	43.9
NP	1,330.6	816.9	852.4	1,033.0	668.0	700.6	753.4	1,096.3	4,032.8	3,218.3	4,562.3
(% YoY)	-21.1	-50.7	-19.7	3.3	-49.8	-14.2	-11.6	6.1	-25.4	-20.2	41.8
Margin											
OP margin (%)	5.4	5.5	5.0	3.2	3.0	3.8	3.3	4.5	4.7	3.7	4.7
자동차	5.4	5.5	5.0	3.0	2.7	3.2	2.8	4.7	4.7	3.4	4.6
금융	4.4	6.0	4.8	3.6	4.6	6.3	5.5	4.1	4.7	5.2	5.4
기타	7.7	4.9	5.0	3.7	3.0	5.4	4.2	3.9	5.2	4.2	4.5
RP margin (%)	7.5	4.8	4.5	1.7	4.1	4.6	4.3	5.8	4.6	4.7	6.2
NP margin (%)	5.7	3.4	3.5	4.2	3.0	2.8	3.1	4.2	4.2	3.3	4.5
글로벌 판매볼륨	1,089	1,109	1,077	1,209	1,026	1,174	1,089	1,337	4,484	4,639	4,851
(% YoY)	-1.6	-13.8	-0.6	-12.3	-5.8	5.9	1.1	10.6	-7.6	3.5	4.6
글로벌 ASP (백만원)	19.0	18.4	18.3	17.7	18.5	18.3	18.3	18.4	18.3	18.3	18.9
(% YoY)	-0.9	-1.7	3.1	-3.5	-2.9	-0.9	0.0	4.3	-0.9	-0.1	3.1
글로벌 ASP (천달러)	16.5	16.3	16.2	16.0	17.2	16.9	16.3	16.5	16.2	16.7	17.2
(% YoY)	2.6	1.0	1.8	0.7	4.5	3.7	1.0	3.1	1.4	2.8	3.0
평균환율 (원·달러)	1,154	1,130	1,133	1,107	1,072	1,080	1,121	1,120	1,131	1,098	1,100
기밀환율 (원·달러)	1,119	1,144	1,145	1,067	1,067	1,115	1,119	1,120	1,067	1,120	1,100

자료: 현대차, 메리츠증권리서치센터

현대차 (005380)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	93,649.0	96,376.1	97,536.9	102,128.9	107,544.1
매출액증가율 (%)	1.8	2.9	1.2	4.7	5.3
매출원가	75,959.7	78,798.2	82,065.8	85,015.3	89,189.6
매출총이익	17,689.3	17,577.9	15,471.1	17,113.6	18,354.5
판매관리비	12,495.8	13,003.2	11,855.3	12,276.1	13,188.5
영업이익	5,193.5	4,574.7	3,615.8	4,837.4	5,166.0
영업이익률	5.5	4.7	3.7	4.7	4.8
금융손익	433.2	-147.4	203.4	214.8	230.0
증속/관계기업손익	1,729.4	225.1	963.3	1,386.2	1,601.7
기타영업외손익	-49.1	-213.7	-195.1	-153.2	0.0
세전계속사업이익	7,307.1	4,438.5	4,587.5	6,285.3	6,997.8
법인세비용	1,587.4	-107.9	1,044.2	1,382.8	1,539.5
당기순이익	5,719.7	4,546.4	3,543.2	4,902.5	5,458.3
지배주주지분 순이익	5,406.4	4,032.8	3,218.3	4,562.3	5,100.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	997.0	3,922.4	6,807.2	8,546.2	8,435.7
당기순이익(손실)	5,719.7	4,546.4	3,543.2	4,902.5	5,458.3
유형자산상각비	2,164.6	2,254.6	2,284.9	2,344.8	2,441.1
무형자산상각비	1,194.2	1,274.8	1,358.5	1,374.2	1,391.3
운전자본의 증감	-13,565.1	-11,384.3	-8,303.2	-8,703.1	-9,379.2
투자활동 현금흐름	-6,311.8	-4,744.4	-4,697.1	-6,499.9	-6,243.5
유형자산의증가(CAPEX)	-2,971.2	-3,055.0	-3,085.6	-3,116.4	-3,147.6
투자자산의감소(증가)	-78.8	-192.5	-332.5	-1,108.7	-1,296.3
재무활동 현금흐름	5,691.4	2,181.2	-2,022.5	-1,626.0	-1,696.6
차입금의 증감	7,124.8	3,215.8	-790.2	-397.9	-387.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	558.6	931.4	106.3	420.3	495.7
기초현금	7,331.5	7,890.1	8,821.5	8,927.8	9,348.1
기말현금	7,890.1	8,821.5	8,927.8	9,348.1	9,843.8

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	72,449.6	73,975.9	72,455.9	74,641.5	78,061.5
현금및현금성자산	7,890.1	8,821.5	8,927.8	9,348.1	9,843.8
매출채권	4,437.6	3,838.0	3,608.9	3,574.5	3,226.3
재고자산	10,523.8	10,279.9	9,753.7	9,191.6	9,679.0
비유동자산	106,386.3	104,223.5	105,581.3	108,019.1	110,589.2
유형자산	29,405.7	29,827.1	30,295.0	31,066.6	31,773.1
무형자산	4,586.2	4,809.3	4,816.4	4,872.0	4,932.6
투자자산	20,730.2	19,910.0	20,296.1	21,404.9	22,701.1
자산총계	178,835.9	178,199.5	178,037.2	182,660.5	188,650.7
유동부채	43,609.8	43,160.7	42,429.3	43,426.9	45,263.4
매입채무	6,985.9	6,483.9	6,464.4	6,666.6	6,912.6
단기차입금	8,760.7	9,889.7	9,790.8	9,888.7	9,987.6
유동성장기부채	14,837.0	13,098.5	14,801.4	14,505.3	14,215.2
비유동부채	62,881.6	60,281.4	59,542.4	59,575.0	59,688.6
사채	36,456.4	36,454.2	38,276.9	38,276.9	38,276.9
장기차입금	13,390.0	12,488.1	9,990.5	9,790.7	9,594.9
부채총계	106,491.4	103,442.1	101,971.6	103,002.0	104,952.0
자본금	1,489.0	1,489.0	1,489.0	1,489.0	1,489.0
자본잉여금	4,202.6	4,201.2	4,201.2	4,201.2	4,201.2
기타포괄이익누계액	-1,223.2	-2,279.0	-2,279.0	-2,279.0	-2,279.0
이익잉여금	64,361.4	67,332.3	68,686.3	71,939.1	75,621.0
비지배주주지분	5,154.9	5,653.9	5,978.8	6,319.0	6,677.2
자본총계	72,344.6	74,757.4	76,065.6	79,658.6	83,698.7

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2016	2017	2018E	2019E	2020E
SPS	425,143	437,523	442,793	463,639	488,223
EPS(지배주주)	23,414	17,178	13,340	19,315	21,616
CFPS	76,654	78,662	73,104	78,307	80,875
EBITDAPS	38,825	36,790	32,955	38,844	40,850
BPS	253,415	261,867	266,449	279,035	293,187
DPS	4,000	4,000	4,500	4,800	5,200
배당수익률(%)	2.6	2.6	3.8	4.0	4.3
Valuation(Multiple)					
PER	5.1	7.0	9.0	6.2	5.6
PCR	1.6	1.5	1.6	1.5	1.5
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
PBR	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EBITDA	85,523.3	81,040.6	72,591.8	85,563.6	89,984.0
EV/EBITDA	1.0	1.0	1.3	0.9	0.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.8	5.5	4.3	5.9	6.2
EBITDA 이익률	9.1	8.4	7.4	8.4	8.4
부채비율	147.2	138.4	134.1	129.3	125.4
금융비용부담률	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(X)	1.9	1.4	1.2	1.6	1.7
매출채권회전율(X)	21.0	23.3	26.2	28.4	31.6
재고자산회전율(X)	9.0	9.6	10.3	10.6	10.9

기아차 Corporate Day Q&A

Q1) 주요 시장 현황 및 전망

내수시장은 K3/K9 신차 및 K5/쏘렌토/카니발 F/L 출시와 지난 7월 개별소비세 인하 정책 영향으로 지속적인 판매성장세가 이어졌으나, 8월/9월에는 부품업체 파업 및 화성공장 정전 이슈로 사업계획에 부합하는 판매실적 실현이 어려웠음. 10월 이후에는 신차효과와 정책효과를 통해 판매확대가 재개될 수 있다고 판단. 19년 상반기에는 주요 볼륨모델 신차출시 일정이 부재하나, 8월 K5 신차 출시를 통해 하반기 이후 판매개선 추이 지속 가능할 전망.

미국시장은 주요 모델의 노후화로 최근까지 판매성장에 어려움을 겪었으나, 2H18을 기점으로 질적/양적 판매개선이 시작될 것이라 기대하고 있음. 연초 5.1개월까지 늘어났던 재고는 현재 2.3개월 수준까지 축소되었으며, 재고부담 완화로 인센티브 또한 지난 9월 전년동월 대비 \$130 감소. 7월 F/L 출시로 쏘렌토 판매가 3Q18 +27% YoY 증가했으며, 11월 e-segment SUV 텔루라이드와 신형 K3, 1Q19 신형 쏘울 출시로 4Q18 이후 판매증가와 인센티브 감소 추이 지속될 전망. 미국시장 손익 턴어라운드에 대한 자신감 매우 높으며, 이를 통한 4Q18 이후 연결 실적 개선 기대감 고조 중.

중국시장은 1) 정치분쟁에 의해 째손됐던 소비심리의 개선이 더디고, 2) 전년 12월 1.6L 개별소비세 인하 정책 종료로 판매비중이 높았던 소형 모델들의 판매 부진이 이어지고 있고, 3) 기존 모델들의 노후화가 진행되며 유의미한 판매회복을 실현하지 못하고 있음. 이에 따라 판매전략의 전반적 수정이 진행 중. 지난 4월 출시한 즈파오 (중국형 스포티지)는 타 모델들과 달리 높은 판매실적을 기록 중 (사업계획 300% 상회). 이 같은 성과는 고품질/고가격 정책 고수가 아니라 구형 플랫폼 활용/로컬부품 사용 확대/모델간 부품공유 증대를 통해 원가경쟁력을 높이고 가격을 낮췄기 때문에 가능했음. 낮은 가격에도 원가절감과 판매증대로 즈파오의 수익성은 mid-single을 기록 중. 중장기적으로 기아차는 현재 15종의 판매모델을 7~8종 수준으로 낮추고, 원가절감 기반의 경쟁력 있는 가격정책을 통해 가동률 개선을 실현할 계획. 오는 21년까지 65만대 (16년 수준) 판매회복을 목표.

유럽시장은 수요환경 개선이 지속되고 있으며, 스토닉/니로/씨드 등의 신차효과를 통해 현지 시장 점유율 확대를 기록 중.

기타시장에서는 러시아 판매호조가 지속 중이며 (사업계획 연간 18만대였으나, 22만대도 가능한 수요 상황), 멕시코 또한 제한적인 인센티브 지출 환경에서도 높은 판매성장이 이루어지고 있음. 다만, 아중동 시장은 올해 유류세 인상 영향 등으로 여전히 YoY 판매 감소를 기록 중.

Q2) 3Q18 실적 부진요인 점검

미국 에어백 리콜 관련 충당금 설정이 1,000억원 이상 소요될 예정이며, 국내 니로 리콜 비용 최대 170억원 반영될 전망. 리콜 비용 이슈가 부재했다면, 18년 목표 영업이익인 1.4~1.5조원 실현이 가능했음.

Q3) 19년 미국 수요환경 및 판매 전망

경기상황은 긍정적이나 수요 성숙기 진입과 금리인상 등 금융비용 증가로 18년보다는 소폭 감소할 수 있다고 판단. 다만 기아차는 18년 판매목표인 61만대 이상의 판매가 가능하다고 전망하며, 신차 투입을 통한 현지공장 가동률 개선과 재고감소를 통한 인센티브 감소로 큰 폭의 수익성 개선 가능.

Q4) 19년 가동 시작하는 인도공장 생산계획

18년 8월 생산이 시작되며 9월부터 소매판매가 이루어질 예정. 19년 판매목표는 3.4만대이며, 20년 18만대, full ramp-up이 완료된 21년 32만대 목표. 이 중 20년 6~7만대, 21년 11~12만대 (생산 CAPA의 30%)는 현대차가 사용할 예정. 지난 상반기 인도시장 현지 딜러모집을 진행했으며, 목표 딜러 수인 120개를 상회하는 124개 계약 체결 완료.

Q5) 17년 큰 폭으로 감소했던 중국 딜러 현황

17년 딜러 수 감소는 본사와 보조금 이슈로 갈등을 빚어온 악성딜러 축출작업의 결과. 악성딜러 약 100개를 청산했음에도 지난해 총 딜러 감소는 50여개로 악성딜러를 제외한 양성딜러의 숫자는 증가했음. 올해도 딜러 확대는 지속 중이며, 4S 딜러의 경우 지난해 550개에서 600개로 늘어나는 추세이며, 2S 딜러를 포함한 딜러 수는 서중부 내륙지방 3선도시 진출을 통해 더 많이 늘어나고 있음.

표5 기아차 3Q18 Preview, 조업일수 축소/리콜 비용 반영으로 부진

(십억원)	3Q18E	3Q17	(% YoY)	2Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	13,541.6	14,107.7	-4.0	14,060.1	-3.7	13,444.7	0.7
영업이익	279.9	-427.0	-165.6	352.5	-20.6	362.7	-22.8
세전이익	495.4	-448.0	-210.6	444.4	11.5	565.0	-12.3
지배순이익	391.3	-291.8	-234.1	331.9	17.9	423.4	-7.6

자료: 기아차, 메리츠증권 리서치센터

표6 4Q18 이후 실적 회복 국면 시작, 19년 연간 실적 시장기대치에 부합할 전망

(십억원)	2018E			2019E		
	당사예상치	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	컨센서스	(% diff.)
매출액	53,963.1	53,712.5	0.5	55,489.0	55,648.9	-0.3
영업이익	1,381.4	1,469.2	-6.0	1,876.5	1,885.5	-0.5
세전이익	2,101.1	2,188.6	-4.0	2,822.8	2,789.4	1.2
순이익	1,666.8	1,707.6	-2.4	2,230.0	2,154.0	3.5
영업이익률(%)	2.6	2.7	-0.2p	3.4	3.4	0.0p
세전이익률(%)	3.9	4.1	-0.2p	5.1	5.0	0.1p
순이익률(%)	3.1	3.2	-0.1p	4.0	3.9	0.1p

자료: 기아차, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표7 부진할 3Q18 실적 기대치를 반영해 18년 이익 추정치를 조정

(십억원)	2017	2018E	2019E
매출액 - 신규 추정	53,535.7	53,963.1	55,489.0
매출액 - 기존 추정	53,535.7	53,776.2	54,619.2
% change	0.0%	0.3%	1.6%
영업이익 - 신규 추정	662.2	1,381.4	1,876.5
영업이익 - 기존 추정	662.2	1,409.8	1,846.3
% change	0.0%	-2.0%	1.6%
세전이익 - 신규 추정	1,140.1	2,101.1	2,822.8
세전이익 - 기존 추정	1,140.1	2,287.4	2,810.1
% change	0.0%	-8.1%	0.5%
지배주주 순이익 - 신규 추정	968.0	1,666.8	2,230.0
지배주주 순이익 - 기존 추정	968.0	1,819.7	2,205.9
% change	0.0%	-8.4%	1.1%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	2,388.0	4,111.8	5,501.2
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	2,388.0	4,489.1	5,441.8
% change	0.0%	-8.4%	1.1%

자료: 기아차, 메리츠증권 리서치센터

표8 기아차 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, 천대)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	12,843.9	13,578.4	14,107.7	13,005.6	12,562.2	14,060.1	13,541.6	13,799.2	53,535.7	53,963.1	55,489.0
(% YoY)	1.5	-6.0	11.1	0.7	-2.2	3.5	-4.0	6.1	1.6	0.8	2.8
연결기준 판매볼륨	581	609	607	552	540	603	553	610	2,350	2,305	2,405
(% YoY)	3.1	0.4	11.2	-15.2	-7.0	-1.1	-9.0	10.5	-0.8	-1.9	4.3
국내공장	377	386	389	352	339	388	335	398	1,504	1,460	1,485
(%, γ-γ)	-1.8	-4.5	18.0	-18.7	-10.3	0.4	-13.7	13.1	-3.0	-2.9	1.7
해외공장	204	223	219	200	202	215	217	212	845	845	920
(%, γ-γ)	13.3	10.1	0.8	-8.3	-1.1	-3.7	-0.6	5.8	3.4	0.0	8.8
연결기준 ASP (백만원)	20.8	21.2	21.8	22.5	22.1	22.1	23.2	21.5	21.6	22.2	21.9
(% YoY)	-2.4	-6.0	-0.1	21.2	6.2	4.2	6.1	-4.4	2.7	2.9	-1.2
OP	382.8	404.0	-427.0	302.4	305.6	352.5	279.9	443.3	662.2	1,381.4	1,876.5
(% YoY)	-39.6	-47.6	적자전환	-43.2	-20.2	-12.7	흑자전환	46.6	-73.1	108.6	35.8
RP	767.3	517.8	-448.0	303.0	513.8	444.4	495.4	647.6	1,140.1	2,101.1	2,822.8
(% YoY)	-26.7	-51.1	적자전환	-33.6	-33.0	-14.2	흑자전환	113.7	-66.9	84.3	34.3
지분법이익	258.0	118.8	101.7	85.5	220.4	236.4	211.0	269.7	564.0	937.6	1,095.8
(%, γ-γ)	-26.1	-59.2	-60.0	-67.8	-14.6	99.0	107.6	215.5	-57.3	-32.8	22.5
NP	765.4	389.6	-291.8	104.8	432.0	331.9	391.3	511.6	968.0	1,666.8	2,230.0
(% YoY)	-19.0	-52.8	적자전환	-67.2	-43.6	-14.8	흑자전환	388.1	-64.9	72.2	33.8
OP margin (%)	3.0	3.0	-3.0	2.3	2.4	2.5	2.1	3.2	1.2	2.6	3.4
RP margin (%)	6.0	3.8	-3.2	2.3	4.1	3.2	3.7	4.7	2.1	3.9	5.1
NP margin (%)	6.0	2.9	-2.1	0.8	3.4	2.4	2.9	3.7	1.8	3.1	4.0
글로벌 판매볼륨	659	662	690	699	623	693	623	750	2,710	2,688	2,855
(% YoY)	-6.5	-12.0	0.9	-20.3	-5.5	4.7	-9.8	7.2	-10.2	-0.8	6.2
글로벌 ASP (백만원)	21	21	22	21	22	22	23	21	22	22	22
(% YoY)	0.1	-4.0	2.6	16.4	2.7	2.4	4.9	-2.4	3.9	1.7	-1.7
글로벌 ASP (천달러)	18	19	19	19	20	20	21	19	19	20	20
(% YoY)	3.7	-1.4	1.3	21.5	10.5	7.1	6.0	-3.5	6.3	4.7	-1.9
평균환율 (원/달러)	1,154	1,130	1,133	1,107	1,072	1,080	1,121	1,120	1,131	1,098	1,100
기밀환율 (원/달러)	1,119	1,144	1,145	1,067	1,067	1,115	1,119	1,120	1,067	1,120	1,100

자료: 기아차, 메리츠종금증권 리서치센터

표9 개선될 19년 이익 추정치에 기준 적정 PER 7.7배를 적용해 적정주가 상향

적정 벨류에이션 PER (배, a) - 지난 15년간 지속적으로 유지되어온 Trading PER	7.7배
기아차 2019년 EPS 추정치 (원, b)	5,501원
Fair Value (원, c = a x b)	42,359원
적정 주가 ('000 rounding, 원)	42,000원
현재 주가 (10월 10일 기준 종가)	33,850원
괴리율 (%)	24.1%

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

기아차 (000270)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	52,712.9	53,535.7	53,963.1	55,489.0	57,161.1
매출액증가율 (%)	6.4	1.6	0.8	2.8	3.0
매출원가	42,281.6	44,618.7	45,775.2	46,672.2	48,026.8
매출총이익	10,431.3	8,917.0	8,187.9	8,816.8	9,134.3
판매관리비	7,969.8	8,254.8	6,806.5	6,940.3	7,142.3
영업이익	2,461.5	662.2	1,381.4	1,876.5	1,992.0
영업이익률	4.7	1.2	2.6	3.4	3.5
금융손익	-43.4	157.7	-55.9	-38.6	-28.4
종속/관계기업손익	1,159.9	564.0	937.6	1,095.8	1,207.7
기타영업외손익	-135.9	-243.9	-161.9	-111.0	-114.3
세전계속사업이익	3,442.0	1,140.1	2,101.1	2,822.8	3,057.0
법인세비용	687.4	172.0	434.3	592.8	642.0
당기순이익	2,754.6	968.0	1,666.8	2,230.0	2,415.0
지배주주지분 순이익	2,754.6	968.0	1,666.8	2,230.0	2,415.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	3,275.9	2,594.2	2,458.9	2,197.7	2,861.5
당기순이익(손실)	2,754.6	968.0	1,666.8	2,230.0	2,415.0
유형자산상각비	1,129.3	1,261.1	1,252.6	1,245.4	1,245.7
무형자산상각비	557.3	594.6	617.3	623.1	634.3
운전자본의 증감	-2,232.3	-2,583.2	-1,850.9	-2,549.7	-2,090.7
투자활동 현금흐름	-2,312.3	-4,794.6	232.7	-1,683.7	-2,400.4
유형자산의증가(CAPEX)	-1,559.5	-1,689.5	-1,200.0	-1,200.0	-1,248.0
투자자산의감소(증가)	436.5	-723.0	137.5	-384.5	-421.3
재무활동 현금흐름	945.4	731.9	-2,016.1	-337.4	-385.9
차입금의 증감	1,521.2	1,171.0	-1,695.3	128.8	100.6
자본의 증가	-131.8	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,959.3	-1,502.5	758.7	176.6	75.2
기초현금	1,104.9	3,064.2	1,561.7	2,320.4	2,497.0
기말현금	3,064.2	1,561.7	2,320.4	2,497.0	2,572.2

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	20,912.2	21,642.1	22,415.5	23,992.6	25,172.9
현금및현금성자산	3,064.2	1,561.7	2,320.4	2,497.0	2,572.2
매출채권	2,402.5	2,093.0	2,482.3	3,329.3	3,715.5
재고자산	8,854.4	8,543.6	8,611.9	8,855.4	9,122.2
비유동자산	29,977.0	30,652.4	30,810.0	31,287.0	31,818.1
유형자산	13,493.2	13,652.9	13,600.3	13,554.9	13,557.2
무형자산	2,295.3	2,470.5	2,469.0	2,492.5	2,537.2
투자자산	13,302.0	13,489.0	13,596.7	13,981.1	14,402.4
자산총계	50,889.3	52,294.4	53,225.5	55,279.6	56,991.0
유동부채	16,246.9	15,323.0	15,360.7	15,734.6	15,116.5
매입채무	6,128.0	5,113.3	5,262.0	5,521.8	5,802.5
단기차입금	2,876.3	2,993.7	1,796.2	1,886.0	1,942.6
유동성장기부채	1,255.2	862.7	880.0	880.0	880.0
비유동부채	8,062.9	10,110.2	10,192.3	10,222.7	10,240.3
사채	1,665.4	3,020.0	3,080.4	3,172.8	3,236.2
장기차입금	2,271.6	1,874.7	1,818.5	1,854.9	1,892.0
부채총계	24,309.8	25,433.3	25,553.0	25,957.4	25,356.8
자본금	2,139.3	2,139.3	2,139.3	2,139.3	2,139.3
자본잉여금	1,715.8	1,715.8	1,715.8	1,715.8	1,715.8
기타포괄이익누계액	-525.2	-852.0	-937.2	-1,031.0	-1,134.1
이익잉여금	23,465.8	24,074.3	24,970.8	26,714.3	29,129.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	26,579.4	26,861.2	27,672.4	29,322.3	31,634.2

Key Financial Data

(주당데이터)(원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
SPS	130,039	132,068	133,123	136,887	141,012
EPS(지배주주)	6,795	2,388	4,112	5,501	5,958
CFPS	14,993	13,888	11,044	11,712	12,217
EBITDAPS	10,233	6,212	8,021	9,239	9,552
BPS	65,569	66,264	68,266	72,336	78,039
DPS	1,100	1,150	1,150	1,200	1,300
배당수익률(%)	3.2	3.4	3.4	3.5	3.8
Valuation(Multiple)					
PER	5.0	14.2	8.2	6.2	5.7
PCR	2.3	2.4	3.1	2.9	2.8
PSR	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
EBITDA	4,148.1	2,518.0	3,251.3	3,745.0	3,872.0
EV/EBITDA	3.1	4.9	3.4	2.9	2.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.8	3.6	6.1	7.8	7.9
EBITDA 이익률	7.9	4.7	6.0	6.7	6.8
부채비율	91.5	94.7	92.3	88.5	80.2
금융비용부담률	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
이자보상배율(x)	17.7	3.0	7.3	9.6	10.0
매출채권회전율(x)	22.0	23.8	23.6	19.1	16.2
재고자산회전율(x)	6.4	6.2	6.3	6.4	6.4

만도 Corporate Day Q&A

Q1) 3Q18 및 4Q18 실적 전망

영업이익 기준 500억원대 중반 예상. 7월 현대차 중국공장의 신차투입을 위한 라인조정과 9월 영업일수 감소 (추석 영향), 7~9월 전반적인 시장수요 둔화가 우려 요인이었으나, 중국법인의 흑자기조는 유지되고 있는 상황. 중국법인 적자전환과 이에 따른 3% 이하의 연결 영업이익 기록이라는 일부 시각은 과도. 18년 연간 6조원 매출과 4.5% 영업이익률 가이던스 유지할 계획.

4Q18에는 전년동기 대비 유의미한 매출 및 영업이익 성장이 실현될 수 있다고 판단. 현대/기아차의 판매가 10월 시작된 프로모션 강화와 신차투입, 성수기 진입 영향으로 개선될 수 있다고 전망하며, 연결매출 10%에 달하는 (17년 기준 9.6%) Geely는 Lynk&co 브랜드 출시효과를 통해 타 로컬OE와 달리 높은 YoY 판매성장을 기록 중. 판매부진이 지속 중인 Great Wall (17년 기준 매출비중 1.8%)도 최근 공격적인 판가인하를 통해 판매신장을 추진 중이며, 판가인하에도 불구 만도에 대한 부품가격 인하 요구는 부재. 그 밖에 17년 이후 매 분기 -20% YoY 매출감소를 기록해왔던 미국 매출 또한 9월 GM의 GEM Platform 매출인식 시작으로 플러스 성장으로 전환될 예정.

Q2) 주요시장 현황 및 전망

미국시장 매출은 16년 1.2조원에서 17년 9,500억원으로 감소했으며, 18년에는 1H18까지 감소 기조가 유지된 가운데 9월 이후에는 GM GEM Platform 매출이 증가하며 17년과 같은 9,500억원이 예상됨. 19년에는 Ford에 대한 신규 납품 시작 (EPS)과 Tesla 생산볼륨 증가 (Brake, Steering, Suspension)를 통해 1.1조원 이상으로 회복될 예정. 매출감소로 17년과 1H18은 영업적자를 기록했으나, 2H18에는 BEP, 19년에는 흑자전환 전망.

인도시장은 지속적인 매출성장이 실현 중이며, 연결 매출비중 17년 8%에서 18년 10%로 늘어날 예정. 현지화 기반의 가격경쟁력을 바탕으로 인도 로컬OE Top 3에 대한 공급점유율 확대 중. 19년 가동되는 기아차 인도공장에 납품 예정이며, 기존 공장의 유휴부지를 활용할 계획. 영업이익률은 17년 high-single을 기록했으며, 18년에는 R&D 비용부담을 증대시켰음에도 추가적인 수익성 개선 가능. 로컬 통화 100% 결제를 통해 환율 변동에 따른 수익성 변동 영향 제한적.

유럽시장은 단기적으로 가장 높은 외형성장을 기대하고 있는 지역. 올해 처음으로 3% 이상의 매출 비중 실현 가능. Renault와 현대/기아차, Fiat, VW 외 프리미엄 OE 중심으로 신규 납품 확대 중.

Q3) ADAS 성장 전망

지난 17년 매출비중 6%였던 ADAS 부문은 18년 8%까지 확대됐으며, 19년에는 10% 이상을 기록할 전망. 영업이익률은 17년 4%에서 18년 high-single로 개선 됐으며, 규모의 경제 효과를 지속적으로 누릴 예정. 현재 국내시장에서 제네시스, 그랜저, 쌍타페, 투싼, 스포티지에 sole 벤더로 납품 중이며, 19년 출시될 쏘나타 또한 Camera와 Radar를 전담. 현대/기아차에 대해서는 적어도 25년까지는 국내 경쟁사 대비 더 높은 공급점유율을 유지할 수 있는 수주 확보가 이루어진 상황이며, 19년 상반기 이후 신규 OE에 대한 ADAS 수주 발표 또한 가능.

표10 만도 3Q18 Preview, 예상보다 적었던 조업일수 영향으로 시장기대치 하회

(십억원)	3Q18E	3Q17	(% YoY)	2Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,403.4	1,350.9	3.9	1,433.4	-2.1	1,443.0	-2.7
영업이익	53.6	-95.6	흑자전환	66.3	-19.1	60.6	-11.5
세전이익	49.2	-122.7	흑자전환	48.9	0.7	54.6	-9.9
지배순이익	35.1	-95.0	흑자전환	36.4	-3.6	39.1	-10.2

자료: 만도, 메리츠종금증권 리서치센터

표11 4Q18 실적호조로 18년 연간 이익 수준은 시장기대치에 부합할 전망

(십억원)	2018E			2019E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	5,880.2	5,880.1	0.0	6,378.8	6,290.3	1.4
영업이익	253.9	254.5	-0.2	316.8	299.3	5.9
세전이익	226.6	221.6	2.3	298.7	270.3	10.5
순이익	162.9	156.1	4.4	214.3	191.6	11.8
영업이익률(%)	4.3	4.3	0.0p	5.0	4.8	0.2p
세전이익률(%)	3.9	3.8	0.1p	4.7	4.3	0.4p
순이익률(%)	2.8	2.7	0.1p	3.4	3.0	0.3p

자료: 만도, Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

표12 시장기대치를 하회하는 3Q18 실적 반영해 18년 이익추정치 소폭 조정

(십억원)	2017	2018E	2019E
매출액 - 신규 추정	5,684.7	5,880.2	6,378.8
매출액 - 기존 추정	5,684.7	5,933.7	6,397.2
% change	0.0%	-0.9%	-0.3%
영업이익 - 신규 추정	83.5	253.9	316.8
영업이익 - 기존 추정	83.5	257.6	321.0
% change	0.0%	-1.4%	-1.3%
세전이익 - 신규 추정	19.3	226.6	298.7
세전이익 - 기존 추정	19.3	230.5	306.0
% change	0.0%	-1.7%	-2.4%
지배주주 순이익 - 신규 추정	4.8	162.9	214.3
지배주주 순이익 - 기존 추정	4.8	165.8	219.8
% change	0.0%	-1.7%	-2.5%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	101.9	3,469.5	4,563.6
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	101.9	3,530.9	4,681.0
% change	0.0%	-1.7%	-2.5%

자료: 만도, 메리츠종금증권 리서치센터

표13 만도 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	1,430.4	1,393.3	1,350.9	1,510.1	1,346.2	1,433.4	1,403.4	1,693.8	5,684.7	5,880.2	6,378.8
(% YoY)	4.7	-3.2	-0.4	-11.3	-5.9	2.9	3.9	12.2	-3.1	3.4	8.5
OP	60.4	55.3	-95.6	63.5	43.3	66.3	53.6	87.3	83.5	253.9	316.8
(% YoY)	7.9	-14.7	적자전환	-42.0	-28.3	20.0	흑자전환	37.4	-72.6	204.0	24.8
RP	47.8	49.7	-122.7	44.4	38.0	48.9	49.2	87.2	19.3	226.6	298.7
(% YoY)	-8.4	-5.0	적자전환	-60.7	-20.7	-1.7	흑자전환	96.3	-93.1	1,076.4	31.8
NP	32.7	33.2	-95.0	33.8	22.9	36.4	35.1	63.5	4.8	162.9	214.3
(% YoY)	-17.6	-22.6	적자전환	-54.6	-29.8	9.6	흑자전환	87.6	-97.6	3,306.3	31.5
OP margin (%)	4.2	4.0	-7.1	4.2	3.2	4.6	3.8	5.2	1.5	4.3	5.0
RP margin (%)	3.3	3.6	-9.1	2.9	2.8	3.4	3.5	5.1	0.3	3.9	4.7
NP margin (%)	2.3	2.4	-7.0	2.2	1.7	2.5	2.5	3.7	0.1	2.8	3.4

자료: 만도, 메리츠종금증권 리서치센터

만도 (204320)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,866.4	5,684.7	5,880.2	6,378.8	6,744.3
매출액증가율 (%)	10.7	-3.1	3.4	8.5	5.7
매출원가	5,005.4	5,012.2	5,088.0	5,473.0	5,779.8
매출총이익	861.0	672.5	792.2	905.8	964.4
판매관리비	556.0	589.0	538.3	589.0	628.3
영업이익	305.0	83.5	253.9	316.8	336.1
영업이익률	5.2	1.5	4.3	5.0	5.0
금융손익	-33.0	-33.8	-27.0	-26.4	-27.7
종속/관계기업손익	52.8	32.7	53.2	62.0	65.0
기타영업외손익	-45.8	-63.2	-53.5	-53.8	-56.5
세전계속사업이익	279.1	19.3	226.6	298.7	316.9
법인세비용	69.0	1.0	54.8	74.7	79.2
당기순이익	210.1	18.3	171.9	224.0	237.7
지배주주지분 순이익	199.5	4.8	162.9	214.3	227.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	350.2	276.9	431.1	454.8	489.0
당기순이익(순실)	210.1	18.3	171.9	224.0	237.7
유형자산상각비	200.8	209.6	209.3	217.2	224.1
무형자산상각비	27.8	35.4	34.5	35.0	34.8
운전자본의 증감	-170.4	-193.5	-18.2	-46.4	-34.0
투자활동 현금흐름	-366.2	-377.4	-423.3	-404.1	-428.3
유형자산의증가(CAPEX)	-336.5	-285.7	-280.0	-280.0	-280.0
투자자산의감소(증가)	22.7	-17.1	-30.5	-30.0	-30.2
재무활동 현금흐름	3.9	41.0	-3.7	-40.2	-53.1
차입금의 증감	57.7	94.9	5.6	6.7	3.2
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	1.0	1.0
현금의 증가(감소)	-15.1	-65.9	4.1	10.4	7.6
기초현금	199.8	184.7	118.8	122.9	133.3
기말현금	184.7	118.8	122.9	133.3	140.9

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,100.9	2,021.1	2,090.6	2,267.8	2,397.8
현금및현금성자산	184.7	118.8	122.9	133.3	140.9
매출채권	1,405.1	1,418.1	1,466.9	1,591.3	1,682.4
재고자산	336.4	313.4	324.2	351.7	371.9
비유동자산	2,363.5	2,430.0	2,538.9	2,645.9	2,743.4
유형자산	1,900.4	1,905.3	1,976.0	2,038.8	2,094.7
무형자산	196.6	222.7	253.2	283.2	313.4
투자자산	119.7	119.1	123.2	133.6	141.3
자산총계	4,464.4	4,451.0	4,629.4	4,913.7	5,141.2
유동부채	1,753.0	1,953.6	1,962.7	2,048.9	2,082.7
매입채무	1,051.2	1,036.5	1,072.1	1,163.0	1,229.6
단기차입금	165.4	100.7	101.7	103.7	103.7
유동성장기부채	141.1	164.3	166.0	167.6	169.3
비유동부채	1,196.3	1,085.2	1,092.0	1,113.0	1,125.3
사채	449.0	299.2	302.1	305.2	306.7
장기차입금	534.0	475.1	475.1	475.1	475.1
부채총계	2,949.3	3,038.8	3,054.7	3,161.9	3,208.0
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	601.8	601.8	601.8	601.8	601.8
기타포괄이익누계액	-5.2	-5.2	-5.2	-5.2	-5.2
이익잉여금	654.2	604.4	766.9	943.9	1,125.3
비지배주주지분	217.3	164.3	164.3	164.3	164.3
자본총계	1,515.1	1,412.3	1,574.7	1,751.8	1,933.1

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	124,930	121,062	125,226	135,842	143,626
EPS(지배주주)	4,249	102	3,469	4,564	4,844
CFPS	3,932	2,529	2,616	2,838	3,001
EBITDAPS	11,364	6,997	10,601	12,117	12,672
BPS	32,265	30,075	33,535	37,306	41,168
DPS	1,000	200	1,000	1,200	1,300
배당수익률(%)	3.6	0.7	3.6	4.3	4.6
Valuation(Multiple)					
PER	6.6	275.9	8.1	6.2	5.8
PCR	3.1	5.3	3.2	2.8	2.7
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EBITDA	533.6	328.6	497.8	569.0	595.1
EV/EBITDA	4.5	6.7	4.4	3.9	3.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.9	0.3	10.9	12.9	12.3
EBITDA 이익률	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
부채비율	194.7	215.2	194.0	180.5	166.0
금융비용부담률	6.5	6.2	6.0	5.6	5.3
이자보상배율(X)	0.8	0.2	0.7	0.9	0.9
매출채권회전율(X)	4.4	4.0	4.1	4.2	4.1
재고자산회전율(X)	17.8	17.5	18.4	18.9	18.6

한온시스템 Corporate Day Q&A

Q1) 3Q18 및 4Q18 실적 전망

3Q18 영업이익은 현대차 중국공장의 신차투입을 위한 라인조정 (7월), 추석연휴 (17년 10월, 18년 9월) 등에 따른 조업일수 기저효과, 중국 Ford의 판매부진 영향으로 시장기대치를 하회하는 1,000~1,100억원 수준을 기록할 전망.

그러나 4Q18 손익은 조업일수 확대 및 중국시장 성수기 진입, 국내시장 개별소비 세 인하 정책 종료 전 선수요 증가, 현대차그룹 신차효과 개시에 따른 판매개선에 힘입어 YoY, QoQ 증가되는 모습을 보일 수 있다고 판단.

Q2) 중국 및 유럽 Ford 판매방향성 점검

정치적 분쟁과 모델 노후화로 촉발된 중국 판매부진은 당분간 지속될 예정. 다만, 19년초 이후 중국시장 내 대규모 신차투입이 예정되어 있기에 YoY 판매부진 추이는 연말 이후 완화될 수 있다고 전망. 유럽 Ford는 인력 구조조정은 예상대로 진행될 예정이나, 비용 효율화를 위한 구조조정일 뿐 판매규모는 기존의 수준을 유지할 계획이기에 크게 우려하지 않고 있음.

중국 Ford와 유럽 Ford는 각각 연결매출의 2.5%, 10.0% 수준. 상대적으로 낮은 매출 비중을 보이고 있는 중국 Ford 판매부진에 따른 영향은 VW 등 유럽 신규 OE 매출 확대를 통해 상쇄할 수 있다고 판단.

Q3) Magna International의 FP&C 인수에 따른 추가비용 발생 가능성 확인

과거 Visteon 인수 때와는 달리 지난 3년간 구조조정을 완료한 사업부를 인수한 것이기에 인수 후 추가적인 비용발생은 부재할 전망. 다만, 인수 작업을 위한 IB 비용 지급이 약 100~200억원 발생할 수 있음. 해당 비용은 인수 절차가 마무리 과정에 따라 3Q18, 4Q18, 1Q19 중 일시 반영될 예정. 만약 18년 중 반영된다면 분기실적 조정이 불가피하나, 이 같은 일회성 비용을 제외한 연간 영업이익 규모는 기존 목표치인 4,800억원이 실현 가능.

Q4) CAPEX 및 배당 전망

기존에 예고했던 대로 18년과 19년은 신규 수주 확대에 근거한 설비투자가 크게 늘어나는 시기. 연초에는 18년 4,500억원, 19년 4,000억을 계획했으나, 실제로는 18년 4,000억원, 19년 4,500억원 집행이 예상.

이 같은 투자확대로 18년과 19년은 높은 배당총액 증가는 어려울 전망. 지난 주 Analyst Day에서 FP&C 인수에 따른 이익증가와 연동된 배당증가를 발표한 바 있으나 이는 내부 커뮤니케이션에 혼동으로 잘못된 정보를 전달. 18년 연간배당은 320원 수준이 예상되며, 향후 유의미한 배당증가는 20년 이후가 될 전망.

Q5) 전방업체로부터의 단가인하 가능성

지금까지와 마찬가지로 비경상적 단가인하 집행은 부재할 것으로 확인되고 있음.

표14 한은 3Q18 Preview, 조업일수 축소 영향으로 시장기대치 하회할 예정

(십억원)	3Q18E	3Q17	(% YoY)	2Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,431.2	1,338.9	6.9	1,518.4	-5.7	1,451.6	-1.4
영업이익	105.8	100.7	5.1	100.8	5.0	113.7	-6.9
세전이익	102.4	101.2	1.3	97.4	5.2	112.8	-9.2
지배순이익	70.4	73.3	-4.0	70.3	0.1	81.9	-14.1

자료: 한온시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

표15 그러나 4Q18 실적 회복을 통해 시장기대치에 부합하는 연간 실적 가능할 전망

(십억원)	2018E			2019E		
	메리츠	컨센서스	차이 (%)	메리츠	컨센서스	차이 (%)
매출액	5,877.3	5,889.0	-0.2	6,328.0	6,601.6	-4.1
영업이익	456.4	453.3	0.7	530.8	526.6	0.8
세전이익	442.8	440.3	0.6	521.2	525.1	-0.7
순이익	313.6	313.8	-0.1	367.6	376.5	-2.4
영업이익률(%)	7.8	7.7	0.1%ppt	8.4	8.0	0.4%ppt
세전이익률(%)	7.5	7.5	0.1%ppt	8.2	8.0	0.3%ppt
순이익률(%)	5.3	5.3	0.0%ppt	5.8	5.7	0.1%ppt

자료: 한온시스템, Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

표16 기존 18년과 19년 이익추정치를 유지

(십억원)	2017	2018E	2019E
매출액 - 신규 추정	5,585.7	5,877.3	6,328.0
매출액 - 기존 추정	5,585.7	5,877.3	6,328.0
% change	0.0%	0.0%	0.0%
영업이익 - 신규 추정	468.4	456.4	530.8
영업이익 - 기존 추정	468.4	459.6	527.7
% change	0.0%	-0.7%	0.6%
세전이익 - 신규 추정	421.5	442.8	521.2
세전이익 - 기존 추정	421.5	446.0	518.1
% change	0.0%	-0.7%	0.6%
지배주주 순이익 - 신규 추정	288.6	313.6	367.6
지배주주 순이익 - 기존 추정	288.6	315.9	365.3
% change	0.0%	-0.7%	0.6%
EPS (우선주 포함) - 신규 추정	540.6	587.4	688.6
EPS (우선주 포함) - 기존 추정	540.6	591.8	684.3
% change	0.0%	-0.7%	0.6%

자료: 한온시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

표17 한온시스템 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	1,449.0	1,373.3	1,338.9	1,424.5	1,386.9	1,518.4	1,431.2	1,540.8	5,585.7	5,877.3	6,328.0
(% YoY)	1.5	-7.9	4.4	-5.1	-4.3	10.6	6.9	8.2	-2.1	5.2	7.7
OP	127.2	102.7	100.7	137.9	95.2	100.8	105.8	154.6	468.4	456.4	530.8
(% YoY)	21.3	8.1	-5.6	18.8	-25.1	-1.8	5.1	12.1	10.9	-2.6	16.3
RP	103.2	98.4	101.2	118.7	90.1	97.4	102.4	153.0	421.5	442.8	521.2
(% YoY)	-0.9	11.7	-0.6	-2.4	-12.7	-1.1	1.3	28.9	1.4	5.1	17.7
NP	71.4	67.2	73.3	76.7	63.3	70.3	70.4	109.6	288.6	313.6	367.6
(% YoY)	4.2	11.8	6.3	-18.9	-11.3	4.7	-4.0	42.8	-1.2	8.7	17.2
OP margin (%)	8.8	7.5	7.5	9.7	6.9	6.6	7.4	10.0	8.4	7.8	8.4
RP margin (%)	7.1	7.2	7.6	8.3	6.5	6.4	7.2	9.9	7.5	7.5	8.2
NP margin (%)	4.9	4.9	5.5	5.4	4.6	4.6	4.9	7.1	5.2	5.3	5.8

자료: 한온시스템, 메리츠증권 리서치센터

한온시스템(018880)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,703.7	5,585.7	5,877.3	6,328.0	6,788.5
매출액증가율(%)	2.6	-2.1	5.2	7.7	7.3
매출원가	4,804.8	4,639.4	4,935.5	5,281.2	5,649.7
매출총이익	898.9	946.2	941.8	1,046.8	1,138.9
판매관리비	476.3	477.8	485.4	516.0	560.4
영업이익	422.5	468.4	456.4	530.8	578.5
영업이익률	7.4	8.4	7.8	8.4	8.5
금융손익	-22.0	-13.7	-14.1	-22.6	-23.3
종속/관계기업손익	9.0	8.5	6.4	6.7	7.0
기타영업외손익	-6.9	-46.9	-13.6	-9.6	-9.5
세전계속사업이익	415.7	421.5	442.8	521.2	569.0
법인세비용	111.9	123.1	119.6	140.7	153.6
당기순이익	303.8	298.4	323.3	380.5	415.4
지배주주지분순이익	292.1	288.6	313.6	367.6	401.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	389.2	566.7	558.6	593.0	636.1
당기순이익(손실)	303.8	298.4	323.3	380.5	415.4
유형자산상각비	175.8	180.6	192.7	198.3	213.9
무형자산상각비	10.4	20.9	31.2	36.9	42.2
운전자본의증감	-204.9	-31.4	-48.7	-44.7	-58.3
투자활동현금흐름	-451.9	-346.5	-352.2	-512.0	-405.9
유형자산의증가(CAPEX)	-249.7	-322.1	-360.0	-380.0	-383.8
투자자산의감소(증가)	-2.0	-3.0	-26.6	-35.7	-9.8
재무활동현금흐름	48.3	-56.2	-245.2	-40.4	-188.8
차입금의증감	247.9	115.2	-159.8	130.4	-2.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-22.0	142.1	-38.3	40.6	41.4
기초현금	448.5	426.5	567.3	529.0	569.5
기말현금	425.2	567.3	529.0	569.5	611.0

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,151.0	2,241.3	2,219.8	2,397.3	2,564.1
현금및현금성자산	425.2	567.3	529.0	569.5	611.0
매출채권	930.9	883.1	928.6	968.2	1,004.7
재고자산	429.7	468.6	446.7	496.2	539.3
비유동자산	1,708.8	1,878.3	2,153.1	2,444.0	2,718.0
유형자산	1,178.1	1,262.0	1,430.1	1,612.5	1,783.2
무형자산	350.3	437.7	536.4	633.3	725.0
투자자산	98.7	118.7	124.9	134.4	144.2
자산총계	3,859.7	4,119.6	4,372.9	4,841.2	5,282.1
유동부채	1,463.4	1,299.5	1,541.1	1,815.7	2,044.1
매입채무	700.3	732.9	741.8	759.4	780.7
단기차입금	301.3	133.8	287.7	302.1	317.2
유동성장기부채	0.0	0.0	80.0	80.0	80.0
비유동부채	511.4	788.6	569.2	553.9	537.8
사채	299.3	598.9	359.3	341.4	324.3
장기차입금	26.4	9.2	32.3	33.9	33.9
부채총계	1,974.8	2,088.1	2,110.3	2,369.6	2,581.9
자본금	53.4	53.4	53.4	53.4	53.4
자본잉여금	-23.1	-22.4	-22.4	-23.1	-23.1
기타포괄이익누계액	-139.3	-126.1	-126.1	-126.1	-126.1
이익잉여금	1,936.6	2,073.8	2,305.0	2,514.7	2,743.2
비지배주주지분	57.3	52.8	52.8	52.8	52.8
자본총계	1,884.9	2,031.4	2,262.6	2,471.6	2,700.1

Key Financial Data

(주당데이터)(원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
SPS	10,685	10,464	11,010	11,855	12,717
EPS(지배주주)	547	541	587	689	752
CFPS	796	1,063	991	1,067	1,145
EBITDAPS	1,140	1,255	1,275	1,435	1,563
BPS	3,424	3,707	4,140	4,531	4,959
DPS	225	305	320	350	380
배당수익률(%)	1.7	2.4	2.5	2.7	2.9
Valuation(Multiple)					
PER	23.6	23.9	22.0	18.7	17.2
PCR	14.4	14.1	12.8	11.4	10.5
PSR	10,685	10,464	11,010	11,855	12,717
PBR	3.8	3.5	3.1	2.8	2.6
EBITDA	608.7	669.9	680.3	766.0	834.5
EV/EBITDA	11.6	10.4	10.4	9.1	8.3
Key Financial Ratio (%)					
자기자본이익률(ROE)	16.4	15.2	15.0	17.3	15.9
EBITDA 이익률	10.7	12.0	11.6	12.1	12.3
부채비율	33.3	36.5	33.6	30.6	28.0
금융비용부담률	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(X)	2,025.2	2,368.2	2,262.3	2,579.3	2,756.0
매출채권회전율(X)	5.9	6.2	6.5	6.7	6.9
재고자산회전율(X)	14.0	12.4	12.8	13.4	13.1

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 10월 11일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 10월 11일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 10월 11일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김준성)

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

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

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

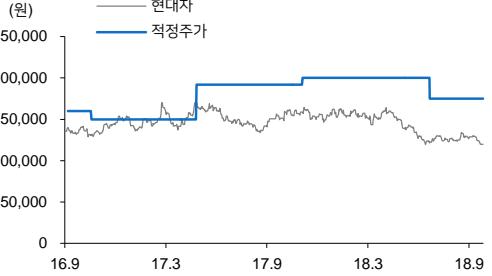
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

2018년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

현대차 (005380) 투자등급변경 내용

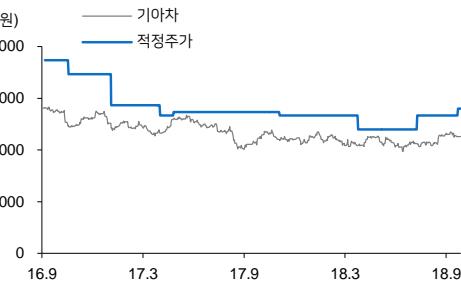
* 적정가격 대상시점: 1년

추천	자료	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2016.10.27	기업브리프	Buy	160,000	김준성	-14.9	-11.6	250,000	
2016.11.02	산업브리프	Buy	160,000	김준성	-14.8	-11.6		
2016.11.10	산업브리프	Buy	160,000	김준성	-15.3	-11.6		
2016.11.16	산업분석	Trading Buy	150,000	김준성	-11.2	-9.3	200,000	
2016.12.02	산업브리프	Trading Buy	150,000	김준성	-7.4	0.0		
2017.01.03	산업브리프	Trading Buy	150,000	김준성	-4.8	2.7		
2017.01.26	기업브리프	Trading Buy	150,000	김준성	-4.8	2.7		
2017.02.02	산업브리프	Trading Buy	150,000	김준성	-4.6	2.7		
2017.03.03	산업브리프	Trading Buy	150,000	김준성	-4.4	2.7		
2017.03.15	기업브리프	Trading Buy	150,000	김준성	-3.4	13.3		
2017.03.27	산업분석	Hold	150,000	김준성	-2.9	13.3		
2017.04.04	산업브리프	Hold	150,000	김준성	-3.0	13.3		
2017.04.27	기업브리프	Hold	150,000	김준성	-3.0	13.3		
2017.05.04	산업브리프	Hold	150,000	김준성	-2.3	13.3		
2017.05.22	산업분석	Buy	192,000	김준성	-14.9	-11.5		
2017.07.03	산업브리프	Buy	192,000	김준성	-15.4	-11.5		
2017.07.10	산업브리프	Buy	192,000	김준성	-17.4	-11.5		
2017.07.27	기업브리프	Buy	192,000	김준성	-17.9	-11.5		
2017.08.02	산업브리프	Buy	192,000	김준성	-19.8	-11.5		
2017.09.01	산업브리프	Buy	192,000	김준성	-21.4	-11.5		
2017.10.11	산업분석	Buy	192,000	김준성	-21.3	-11.5		
2017.10.11	산업브리프	Buy	192,000	김준성	-21.3	-11.5		
2017.10.27	기업브리프	Buy	192,000	김준성	-21.1	-11.5		
2017.11.02	산업브리프	Buy	192,000	김준성	-20.7	-11.5		
2017.11.27	산업분석	Buy	200,000	김준성	-19.8	-17.8		
2017.12.04	산업브리프	Buy	200,000	김준성	-22.1	-17.8		
2018.01.03	기업브리프	Buy	200,000	김준성	-22.6	-17.8		
2018.01.15	산업분석	Buy	200,000	김준성	-22.2	-17.8		
2018.01.26	기업브리프	Buy	200,000	김준성	-22.2	-17.8		
2018.02.01	산업브리프	Buy	200,000	김준성	-21.8	-17.8		
2018.03.05	산업브리프	Buy	200,000	김준성	-21.9	-17.8		
2018.03.08	산업브리프	Buy	200,000	김준성	-22.5	-17.8		
2018.04.16	산업분석	Buy	200,000	김준성	-22.4	-17.8		
2018.04.24	산업브리프	Buy	200,000	김준성	-22.3	-17.8		
2018.04.27	기업브리프	Buy	200,000	김준성	-22.3	-17.8		
2018.05.02	산업브리프	Buy	200,000	김준성	-22.4	-17.8		
2018.05.24	산업분석	Buy	200,000	김준성	-22.9	-17.8		
2018.06.04	산업브리프	Buy	200,000	김준성	-24.2	-17.8		
2018.07.02	산업브리프	Buy	200,000	김준성	-24.9	-17.8		
2018.07.12	기업브리프	Buy	175,000	김준성	-28.7	-27.4		
2018.07.23	기업브리프	Buy	175,000	김준성	-27.7	-25.4		
2018.07.27	기업브리프	Buy	175,000	김준성	-27.8	-23.4		
2018.09.07	산업브리프	Buy	175,000	김준성	-27.5	-23.4		
2018.10.11	산업브리프	Buy	175,000	김준성	-	-		

기아차 (000270) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

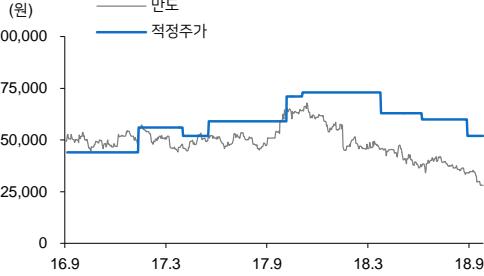
추천	자료	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.10.28	기업브리프	Buy	56,000	김준성	-25.8	-24.3	
2016.11.02	산업브리프	Buy	56,000	김준성	-26.1	-24.3	
2016.11.10	산업브리프	Buy	56,000	김준성	-26.9	-24.3	
2016.11.16	산업분석	Buy	52,000	김준성	-28.9	-28.1	
2016.12.02	산업브리프	Buy	52,000	김준성	-26.6	-23.8	
2017.01.03	산업브리프	Buy	52,000	김준성	-25.3	-20.6	
2017.01.31	기업브리프	Trading Buy	43,000	김준성	-15.2	-15.1	
2017.02.02	산업브리프	Trading Buy	43,000	김준성	-13.5	-10.8	
2017.03.03	산업브리프	Trading Buy	43,000	김준성	-13.9	-10.8	
2017.03.27	산업분석	Trading Buy	43,000	김준성	-14.0	-10.8	
2017.04.04	산업브리프	Trading Buy	43,000	김준성	-15.2	-10.8	
2017.04.28	기업브리프	Trading Buy	40,000	김준성	-12.6	-12.3	
2017.05.04	산업브리프	Trading Buy	40,000	김준성	-8.7	-3.0	
2017.05.22	산업분석	Trading Buy	41,000	김준성	-5.0	-2.2	
2017.07.03	산업브리프	Trading Buy	41,000	김준성	-5.4	-2.2	
2017.07.10	산업브리프	Trading Buy	41,000	김준성	-6.9	-2.2	
2017.08.02	산업브리프	Trading Buy	41,000	김준성	-8.5	-2.2	
2017.08.31	기업브리프	Trading Buy	41,000	김준성	-8.6	-2.2	
2017.09.01	산업브리프	Trading Buy	41,000	김준성	-11.9	-2.2	
2017.10.11	산업브리프	Trading Buy	41,000	김준성	-12.8	-2.2	
2017.11.02	산업브리프	Trading Buy	41,000	김준성	-13.3	-2.2	
2017.11.27	산업분석	Trading Buy	40,000	김준성	-17.1	-15.9	
2017.12.04	산업브리프	Trading Buy	40,000	김준성	-17.2	-13.4	
2018.02.01	산업브리프	Trading Buy	40,000	김준성	-16.7	-11.9	
2018.03.05	산업브리프	Trading Buy	40,000	김준성	-16.7	-11.9	
2018.03.08	산업브리프	Trading Buy	40,000	김준성	-17.6	-11.9	
2018.04.16	산업분석	Trading Buy	36,000	김준성	-12.8	-11.9	
2018.04.24	산업브리프	Trading Buy	36,000	김준성	-12.2	-8.1	
2018.05.02	산업브리프	Trading Buy	36,000	김준성	-9.0	-5.7	
2018.05.24	산업분석	Trading Buy	36,000	김준성	-9.5	-5.7	
2018.06.04	산업브리프	Trading Buy	36,000	김준성	-10.1	-5.7	
2018.07.02	산업브리프	Trading Buy	36,000	김준성	-10.8	-5.7	
2018.07.30	기업브리프	Buy	40,000	김준성	-17.8	-11.9	
2018.10.11	산업브리프	Buy	42,000	김준성	-	-	



만도 (204320) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천	자료	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2016.10.28	기업브리프	Hold	220,000	김준성	14.3	22.0	100,000	만도
2016.11.16	산업분석	Hold	220,000	김준성	13.4	23.9	100,000	적정주가
2017.02.08	기업브리프	Trading Buy	280,000	김준성	-9.9	2.3	75,000	
2017.04.28	기업브리프	Trading Buy	260,000	김준성	-4.8	2.5	75,000	
2017.06.13	기업브리프	Buy	295,000	김준성	-16.0	-11.5	50,000	
2017.07.28	기업브리프	Buy	295,000	김준성	-15.7	-8.6	50,000	
2017.10.11	산업분석	Buy	295,000	김준성	-13.7	9.5	50,000	
2017.10.30	기업브리프	Buy	355,000	김준성	-10.3	-8.0	50,000	
2017.11.27	산업분석	Trading Buy	365,000	김준성	-18.1	-7.0	50,000	
2018.02.07	기업브리프	Buy	365,000	김준성	-26.3	-7.0	50,000	
2018.04.16	산업분석	Buy	315,000	김준성	-28.7	-24.5	50,000	
2018.05.24	산업분석	Buy	63,000	김준성	-32.9	-24.5	50,000	
2018.06.28	기업브리프	Buy	60,000	김준성	-34.8	-30.3	50,000	
2018.07.27	기업브리프	Buy	60,000	김준성	-36.6	-30.2	50,000	
2018.09.17	기업브리프	Buy	52,000	김준성	-37.2	-32.1	50,000	
2018.10.11	산업브리프	Buy	52,000	김준성	-	-	50,000	



한온시스템 (018880) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천	자료	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2017.02.15	기업브리프	Hold	9,500	김준성	2.4	20.5	19,500	한온시스템
2017.08.16	기업브리프	Trading Buy	12,000	김준성	0.4	9.6	13,000	적정주가
2017.10.16	기업브리프	Buy	15,000	김준성	-12.6	-3.0	6,500	
2017.11.27	산업분석	Buy	16,000	김준성	-17.4	-12.5	0	
2018.02.12	기업브리프	Buy	16,000	김준성	-21.2	-12.5		
2018.04.16	산업분석	Buy	16,000	김준성	-24.9	-12.5		
2018.07.03	기업브리프	Buy	14,000	김준성	-23.0	-20.0		
2018.08.10	기업브리프	Buy	14,000	김준성	-17.6	-5.4		
2018.10.02	기업브리프	Buy	15,500	김준성	-19.5	-17.4		
2018.10.11	산업분석	Buy	15,500	김준성	-	-		

