

2019-01-15



# INDUSTRY ANALYSIS

자동차(중립)

변곡에 위치한 매력도 - 결국 상방에 무게

기존 투자포인트 점검 - 현재진행형인 구조조정  
현대차그룹 - 긍정적 변화와 향후 포인트  
변곡에 위치한 매력도 - 상대적 안정감에서 절대적 매력으로

자동차철강. 권순우, 3773-8882



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

## 자동차

### 변곡에 위치한 매력도 - 결국 상방에 무게

자동차섹터가 변곡에 위치했다는 판단. 최근 상승은 자동차환경과 본업의 개선이 아닌 상대적 안정성에 기인했지만, 앞으로 추가적인 상승을 위해서는 상대적이 아닌 절대적 매력이 부각될 필요. 1) 의미있는 수익성 개선과 2) 경쟁력있는 신차출시, 3) 미국발 자동차관세 불확실성 해소 여부가 상반기 주요 포인트. 이를 바탕으로 실적추정치 방향성이 결정된다는 점에서 18년 4분기 실적보다 19년 전망에 주목할 필요

### 상대적 안정성이 부각된 단기 주가

단기적으로 자동차섹터는 글로벌 Peer와 시장 대비 양호한 수익률을 기록했다. 본업의 변화를 통한 상승모멘텀은 제한적이었지만, 신흥국환율 및 원/엔 환율과 실적추정치에서의 상대적 안정성이 부각된 영향으로 판단한다.

### 기존 투자포인트 점검 - 현재진행형인 구조조정

19년에는 수익성을 바탕으로 경쟁과 투자에 필요한 유동성을 확보 못한 업체의 구조조정이 진행될 것으로 전망한다. 포드는 최근 유럽지역 생산중단과 감원을 포함하는 구조조정안을 발표했고, 재규어도 적자화대로 5000명 가량의 감원계획을 밝혔다. 반면 GM은 19년 전망치를 상향하는 등 선제적인 구조조정의 효과가 나타나고 있다. 중국은 부양책이 기대되지만, 공급능력을 감안하면 수익성 개선으로 이어지길 어렵다. 수익성 악화와 과잉공급 여파로 중국도 구조조정이 시작되었다는 점은 긍정적이다. 한편 자동차 관세라는 변수는 1분기 내 불확실성이 해소될 것으로 기대한다.

### 현대차그룹 - 긍정적 변화와 향후 포인트

단기적인 이익도 중요한 요소지만, 향후 살아남아 업을 온전히 누릴 수 있느냐가 점차 중요해지는 시기이다. 현대차그룹의 경우 1) 수익성 개선여부, 2) 신차경쟁력, 3) 지배구조 불확실성 해소, 4) 신규투자와 협업확대를 통한 변화대응 여부에 주목한다. 불확실성은 여전히 남아있지만 1) 18년 이후 지속적으로 낮아진 재고, 2) 기타시장 호조와 개별소비세 인하 연장, 3) 팰리세이드 출시를 통해 확인된 신차경쟁력, 4) 신년사, CES 등을 통한 미래전략의 구체화, 협업의 확대는 분명 긍정적인 변화이다.

### 변곡에 위치한 매력도

자동차섹터의 투자매력도가 변곡에 위치했다는 판단이다. 최근 상승은 자동차환경과 본업의 개선이 아닌 상대적 안정성에 기인했다면, 앞으로 추가적인 상승을 위해서는 상대적이 아닌 절대적 매력이 부각될 필요가 있다. 당사에서는 1) 의미있는 수익성 개선과 2) 경쟁력있는 신차출시, 3) 미국발 자동차관세 불확실성 해소 여부를 상반기 주요 포인트로 꼽는다. 상대적인 매력에 그친다면 중국수요 둔화와 실적의 안정성 등을 고려해 완성차 중심의 대응을 권고한다. 하지만 1분기 내로 불확실성이 해소되고, 업황의 텐어라운드가 진행된다면 대형부품사와 2~3차 벤더로의 접근이 유리하다. 상반기 주요 포인트 중에서 가장 먼저 다가오는 이벤트는 실적발표다. 특히 18년 4분기 실적발표에서 향후 실적추정치의 방향성이 결정된다는 점에서 4분기 실적 자체보다 19년 전망에 주목할 필요가 있다.

# Contents

1. 상대적 안정성이 부각된 단기 주가	3
2. 투자포인트 점검 – 현재진행형인 구조조정	7
3. 현대차그룹 – 긍정적 변화와 향후 포인트	13
4. 변곡에 위치한 매력도	17
5. 종목분석 – 현대차/기아차/현대모비스/한온시스템/만도	23

## 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 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 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 (2019년 1월 15일 기준)

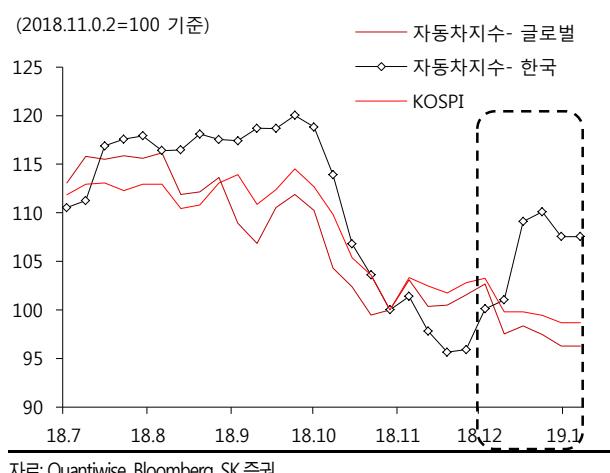
매수	92.31%	중립	7.69%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 1. 상대적 안정성이 부각된 단기 주가

### 업황과 달리 시장과 글로벌 Peer 대비 아웃퍼포먼스한 한국자동차

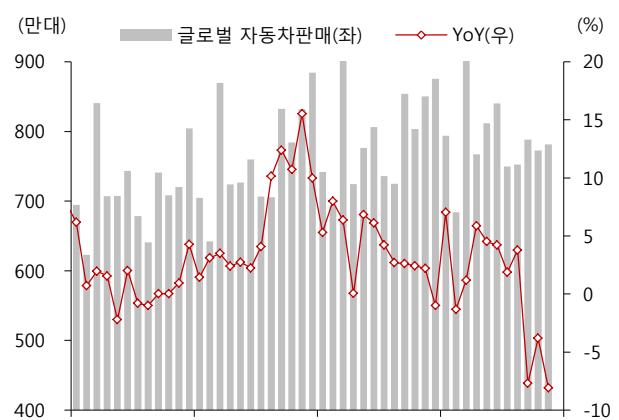
단기적으로 자동차섹터는 글로벌 Peer 와 시장 대비 양호한 수익률을 기록했다. 하지만 업황을 고려했을 때, 본업의 변화를 통한 상승모멘텀이 부재했다는 점이 중요하다. 글로벌 산업수요는 9 월부터 11 월까지 각각 -7.7%, -3.8%, -8.1%로 감소가 컸고, 12 월에도 미국과 브라질 등을 제외하면 주요 시장에서 대부분 부진했다. 개별회사를 놓고 보더라도, 현대차그룹의 18년 4분기 월별 판매는 출하량은 증가하였지만, 도매 및 소매판매는 연말로 갈수록 감소했다. 수요둔화 환경에서 경쟁사와 차별화된 판매실적을 보여주지는 못했다는 것이다.

<그림 1> 시장과 글로벌 Peer 대비 아웃퍼포먼스한 한국자동차



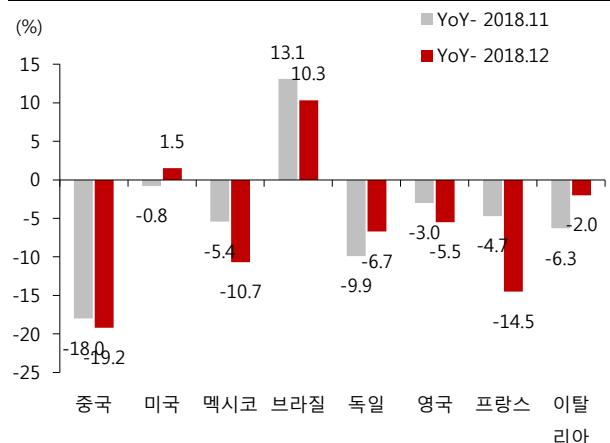
자료: Quantwise, Bloomberg, SK 증권

<그림 2> 글로벌 판매 - 18년 하반기 글로벌 수요부진



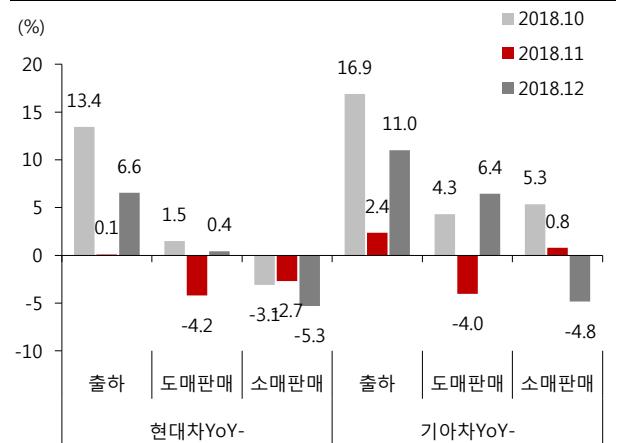
자료: LMC, SK 증권

<그림 3> 18년 11,12월 일부를 제외하면 주요지역 수요 부진



자료: Marklines, SK 증권

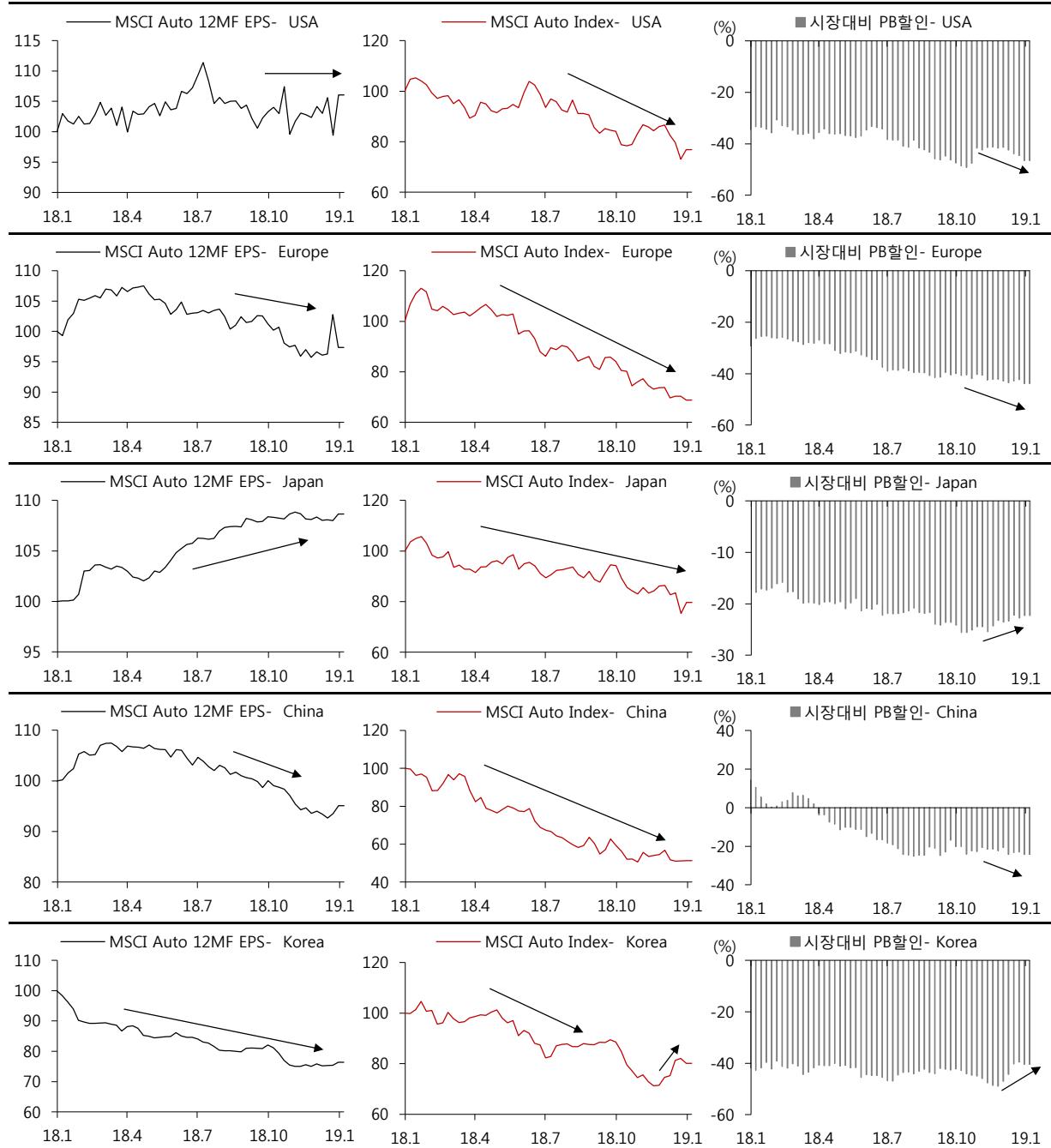
<그림 4> 현대차그룹 4 분기 출하량 대비 부진했던 도/소매 판매



자료: 현대차, 기아차, SK 증권

18년 이후 글로벌 자동차섹터의 주가는 수요 변화 등 주요 변수의 영향으로 주가와 valuation이 동조해왔다는 점도 중요하다. 단기적으로 실적추정치 변화와 무관한 흐름을 보였던 이유는 무엇일까? 당시에서는 환율과 실적추정치의 변화를 주된 요인으로 꼽고 있고, 이러한 변화에서 한국자동차 상대적 안정성이 부각되었다는 판단이다.

<그림 5> 주요 지역별 12MF EPS, 주가, 시장대비 할인율 변화 - 동조화되는 모습에서 벗어나 단기 차별화



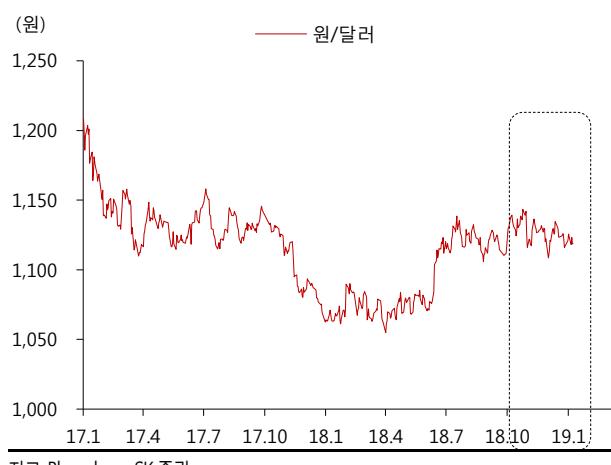
자료: Bloomberg, SK 증권 주. 주가는 2018.1.5=100 기준.

## 상대적 안정성의 부각 - 1)환율

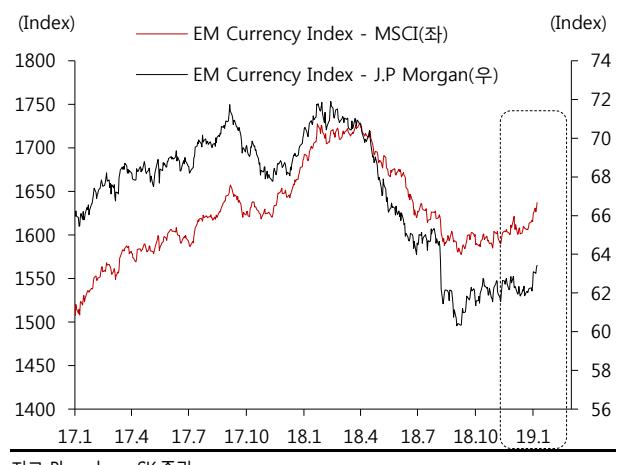
18년 4분기 이후 원/달러 환율의 큰 변동은 없었다. 평균환율이 17년 4분기보다 높고, 분기별 환율의 변동성이 제한적임으로 인해 판매보증관련비용 부담이 낮아졌다는 점은 긍정적이나 주가와 실적에 큰 영향을 준 요인은 아니라는 판단이다.

원/달러보다는 신흥국 환율과 원/엔의 변화의 영향이 커다는 판단이다. 신흥국 통화는 18년 2분기 이후 지속적인 하락에서 벗어나 반등하였고, 신흥시장 비중이 높은 현대차그룹의 수요와 실적 등 본업전망에 긍정적으로 작용하였다. 그리고 원/엔은 약세로 진행되며 국내업체 주가에 우호적으로 작용하였다. 동기간 경쟁업체인 도요타, 혼다, 닛산이 속한 일본 자동차섹터의 낙폭이 커다는 점도 중요하다.

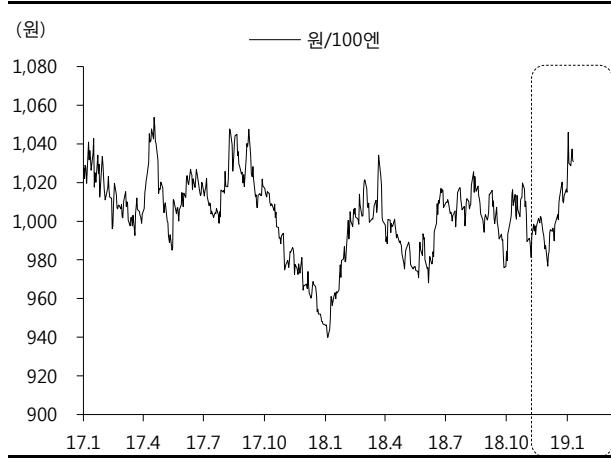
<그림 6> 특별한 변동이 없었던 원/달러와 달리



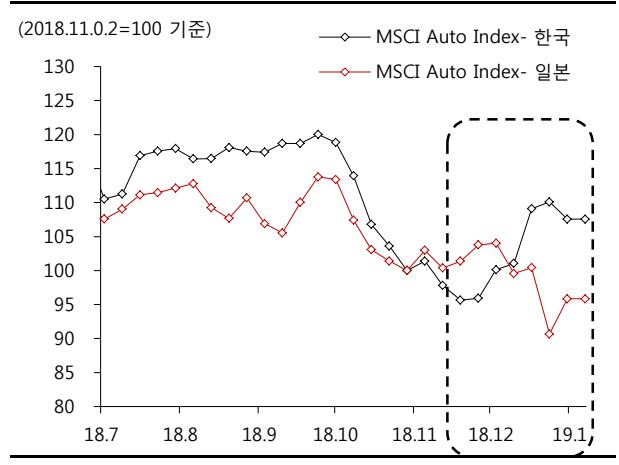
<그림 7> 불리하게 작용했던 신흥국 통화는 반등



<그림 8> 특히 원/엔이 약세로 전환하며 일본업체 대비 매력도 증가



<그림 9> 상반되었던 한국과 일본 자동차 단기 주가흐름

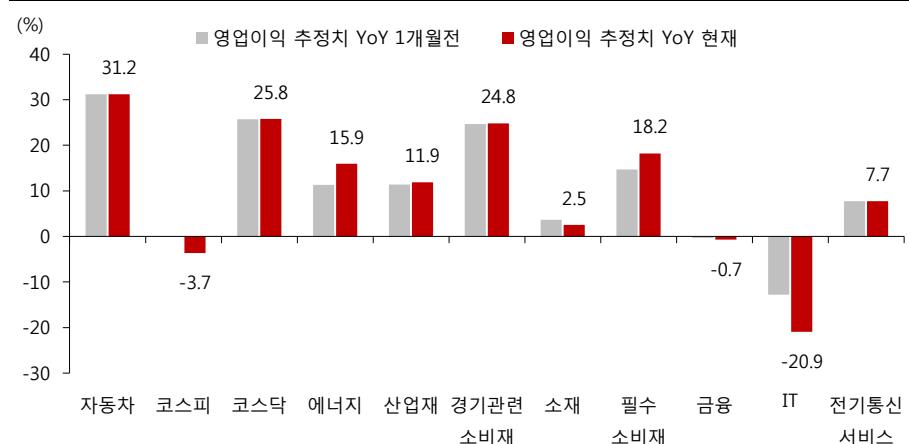


## 상대적 안정성의 부각 - 2)실적추정치

실적추정치 변화도 영향을 주었다는 판단이다. 주요 섹터별로 영업이익 기준 18년 대비 19년 변화를 보면, 자동차섹터의 성장이 두드러지는 모습이다. 18년 3분기 일회성을 비롯한 낮은 기저효과의 영향이 크지만, 팰리세이드에 대한 우호적인 반응, 낮아진 재고 상황 등 본업에서의 개선도 19년 증익을 기대하게 하는 요인이다.

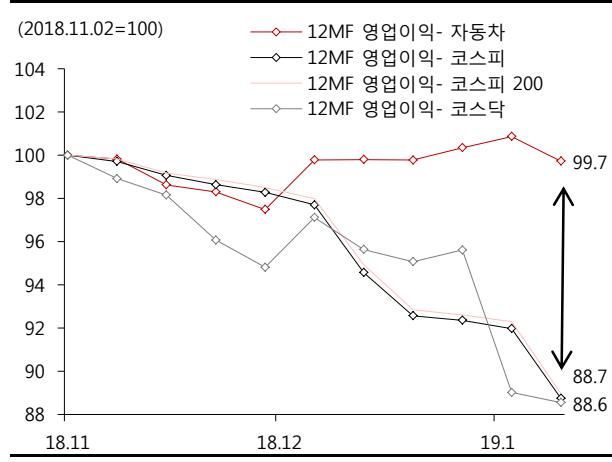
또한 타섹터의 최근 추정치 하향과는 달리 특별한 변동이 없다는 점도 주목할 필요가 있다. 추정치 상향은 없었지만, 큰 폭으로 하락한 시장 대비 상대적인 매력을 보였다.

<그림 10> 주요 섹터별 2018년 추정 영업이익 대비 2019년 추정 영업이익 증가 - 1개월 전 / 현재



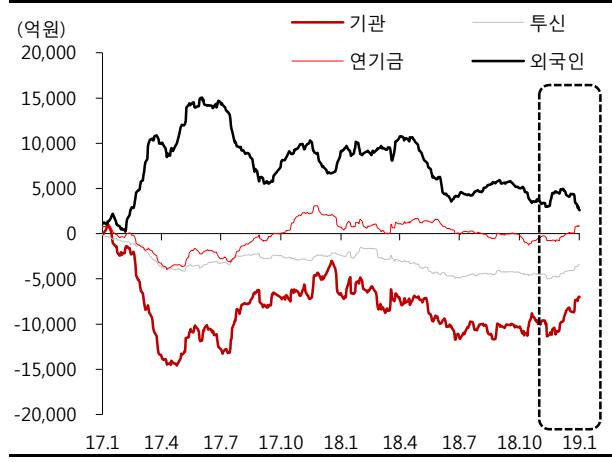
자료: Quantwise, SK 증권 주: 2019년 1월 12일 기준

<그림 11> 시장 대비 변동폭이 낮았던 자동차업체 추정치



자료: Quantwise, SK 증권

<그림 12> 주요 주체별 누적 순매수 - 2년 기준



자료: Quantwise, SK 증권

## 2. 투자포인트 점검 - 현재진행형인 구조조정

### 확대되는 구조조정과 선제적 대응의 효과

수익성과 함께 경쟁과 투자를 병행할 수 있는 유동성을 확보하지 못한 업체의 구조조정이 진행될 것으로 전망한다. 중국을 제외한다면 CAPA 증가의 부담이 높지는 않지만, 1)19년 자동차 수요 역성장 가능성과 2)경쟁 심화의 반복, 3)전동화로의 변화에 따른 신차효과 회색, 4)친환경, 자율주행, 플랫폼의 변화에 대응하기 위한 노력과 비용의 증가를 예상하기 때문이다(구조조정의 시작, 2018.11.21 자료 참고).

실제로 GM으로부터 본격화된 구조조정은 점차 확대되는 모습이다. 포드는 최근 유럽 사업에 대한 대대적인 구조조정을 밝혔다. 14 억 달러 규모의 비용 절감 계획을 추진하고 있으며, 향후 수천명 수준의 감원이 예상된다(현재 15 개 공장에서 5.3 만여명 고용). 세부적으로는 독일 자를루이 공장에서 C 맥스 콤팩트와 그랜드 C 맥스 세단 차종의 생산을 중단할 계획이며, 감산에 따라 기존 3 교대에서 2 교대제로 축소 운영한다. 또한 변속기를 만드는 프랑스 보르도의 아키텐 공장도 운영을 중단한다는 계획이다.

그리고 재규어 랜드로버도 25 억파운드 수준의 비용 절감을 위해 전세계 고용 인력의 약 10%에 해당하는 5,000 명에 대한 감원계획을 밝혔다. 최대 시장인 중국과 유럽에서의 수요 감소와 급격한 디젤차 판매 감소의 여파로 적자가 확대되고 있기 때문이다. 구조조정 계획에는 향후 2 년간 연간 투자를 45 억파운드에서 40 억파운드로 깎고 일상적인 운영자금을 5 억파운드 삭감하는 방안도 포함되어 있다.

반면 GM은 선제적인 구조조정의 효과가 조금씩 나타나는 모습이다. 최근 컨퍼런스에서 CEO인 메리바라는 18년 조정 주당순이익 전망치를 5.8~6.2 달러에서 6.5~7 달러로 상향 조정하고, 19년 수익성에 대해서도 낙관적인 입장을 제시했다. 그리고 실적 개선의 주된 요인으로 ‘18년에 진행된 강한 비용 절감(구조조정)’을 꼽고 있다.

Bloomberg 기준 부도리스크를 점검하더라도 <그림 13,14>에서처럼 투자등급이 하향된 업체와 하이일드/부실 업체의 증가는 계속되고 있다. 특히 부품사의 부실화가 빠르다는 점에 주목해야 한다. 물량 감소와 수익성 악화, 재무부담 등의 이슈로 한계기업에 도달하는 부품업체가 많아진다면 이는 결국 완성차업체의 부담으로 이어질 수 밖에 없다. 구조조정 진행에 대해서는 지속적인 관심을 가져야 한다는 판단이다.

&lt;표 1&gt; 확대되는 구조조정 - 포드/재규어

회사	내용
포드	유럽 사업에 대한 대대적인 구조조정 예정 14 억 달러 규모의 비용 절감 계획을 추진 수천명 수준의 감원 계획(현재 5.3 만명 고용) 기존 공장 폐쇄 및 축소 운영
재규어	비용절감을 위해 고용인력 10% 수준의 감원 계획 중국/유럽 수요와 디젤차 판매 감소로 적자확대 때문 연간 투자 축소 및 운영자금 삭감 예정

자료: 각사, 언론, SK 증권

&lt;표 2&gt; 선제적 구조조정의 효과가 나타나고 있는 GM

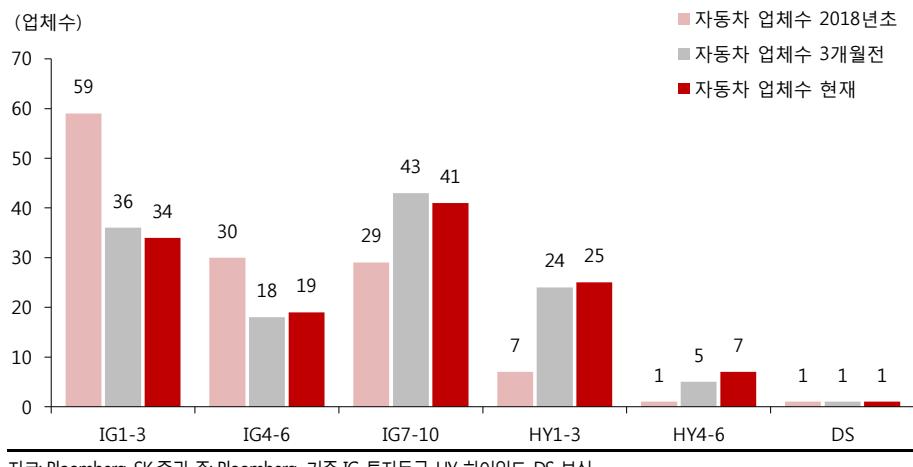
**Mary Barra's Biggest Surprise Yet  
: Making GM's Profit Slowdown-Proof**

- 19 guidance beats analyst estimates by more than \$1 a share
- Cost cuts are the main reason for the company's optimism

2019.1.12 Bloomberg

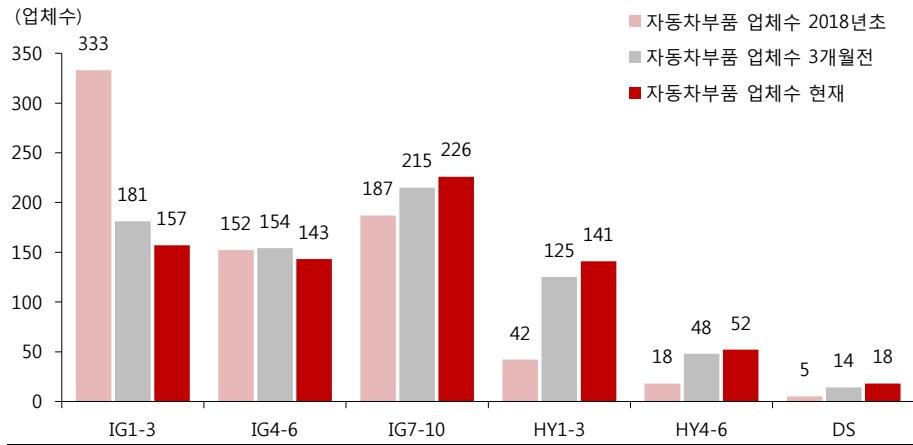
자료: 각사, 언론, SK 증권

&lt;그림 13&gt; 부도리스크 점검 - 자동차, 리스크 확대



자료: Bloomberg, SK 증권 주: Bloomberg, 기준 IG-투자등급, HY-하이일드, DS-부실

&lt;그림 14&gt; 부도리스크 점검 - 자동차부품, 업황둔화와 수익성 우려가 빠르게 반영



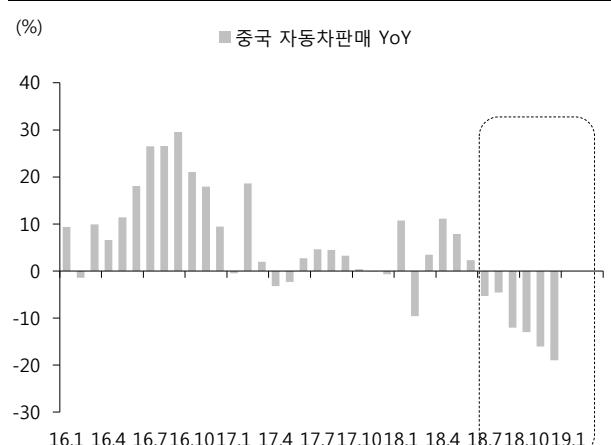
자료: Bloomberg, SK 증권 주: Bloomberg, 기준 IG-투자등급, HY-하이일드, DS-부실

## 중국 - 1) 급감한 수요 vs 높아진 부양책 시행 가능성

자동차섹터에서 중요한 시장 중 하나인 중국은 로컬업체를 필두로 진행중인 가격할인에도 불구하고, 1)높은 기저효과와 2)구매력 하락, 3)대출규제 등으로 하반기부터 수요는 큰 폭으로 하락하였다. 독일 및 일본계가 상대적으로 선방한 반면, CAPA 증설이 있었던 중국로컬과 미국/한국계의 부진이 두드러졌다.

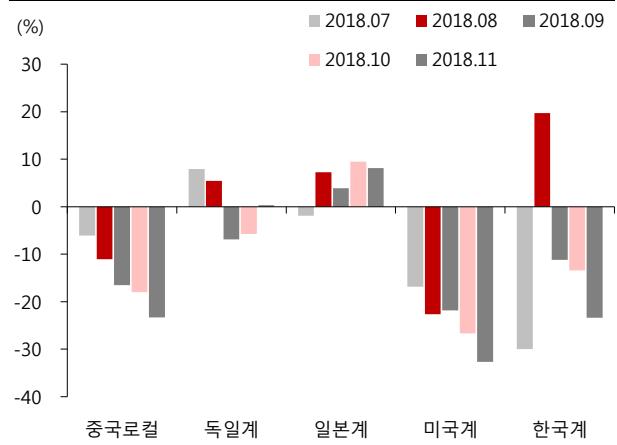
2000년 이후 처음으로 자동차수요가 역성장(-)함에 따라 부양책 시행에 대한 기대감은 높아졌다. 자동차섹터에 국한하지 않더라도, 중국 GDP, 제조업 PMI 등 주요 경제지표가 악화되었고, 건설을 제외한 주요 산업의 부진한 수요를 고려한다면, 부양정책이 발표될 가능성은 높다고 판단한다.

<그림 15> 중국 자동차 월별판매 - 높은 기저 등으로 큰 폭 하락



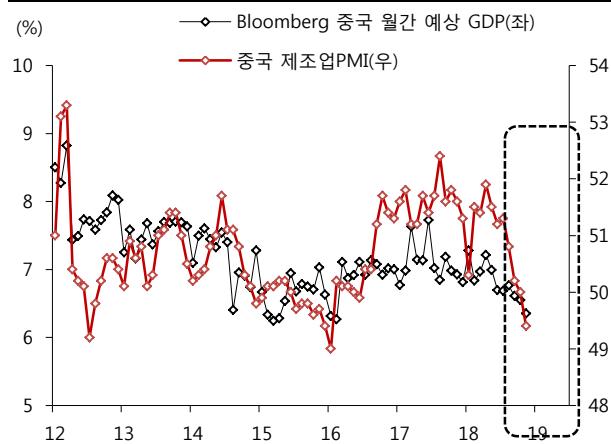
자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 16> 독일, 일본계 선방한 반면, 로컬/미국/한국계 부진



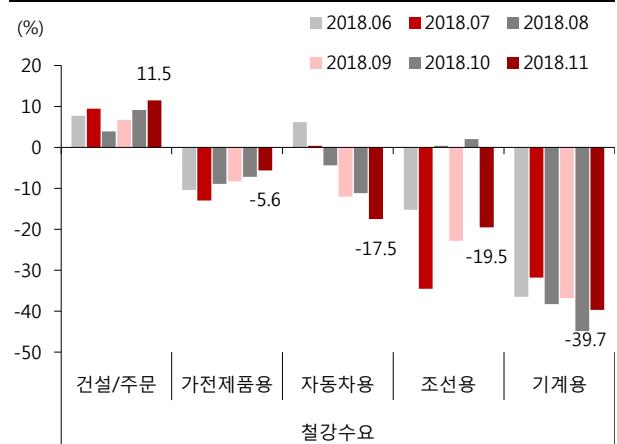
자료: CEC, SK 증권

<그림 17> 중국 GDP, 제조업 PMI 등 주요 경제지표 부진



자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 18> 건설을 제외한 주요 산업의 수요 높아진 부양 가능성



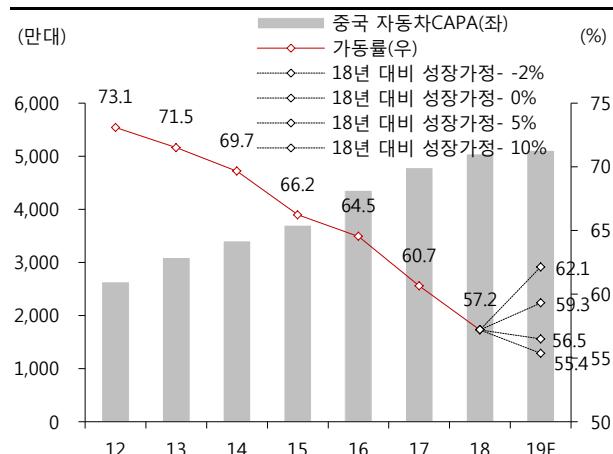
자료: Bloomberg, SK 증권

## 중국 - 2)녹록치 않은 공급환경. 가시화되고 있는 구조조정

하지만 부양책이 시행되더라도 과거보다 높아진 자동차 보급율과 과잉공급 상황을 생각할 때 수익성으로 이어지기는 어렵다는 기존 입장은 유지한다. 중국 자동차산업 가동률이 18년 기준 57.2%로 낮고, 수요 증가 5%를 가정하더라도 19년 가동률은 59.3%로 고정비부담은 지속될 전망이다.

수익성 악화와 과잉공급 등의 여파로 중국에서도 구조조정이 가시화되고 있다. 낫산에서는 주력 3 개 공장 생산량을 20%가량 줄이고, 일부 생산라인에 대해서는 3 월까지 가동 중단하기로 밝혔으며, 마쓰다도 19년 상반기 생산물량 축소를 검토 중이다. GM, 포드, PSA에서도 감산계획을 밝힌 바 있다. 중국업체 기준 부도리스크도 자동차 업체 악화가 반영되며, 부실은 가속화되고 있다. 자동차가 브랜드를 보유한 소비재라는 점을 감안하면, 과거 철강산업의 구조조정보다 빠르게 진행될 것으로 예상한다.

<그림 19> 중국 산업가동률 전망 – 공급부담은 19년에도 계속



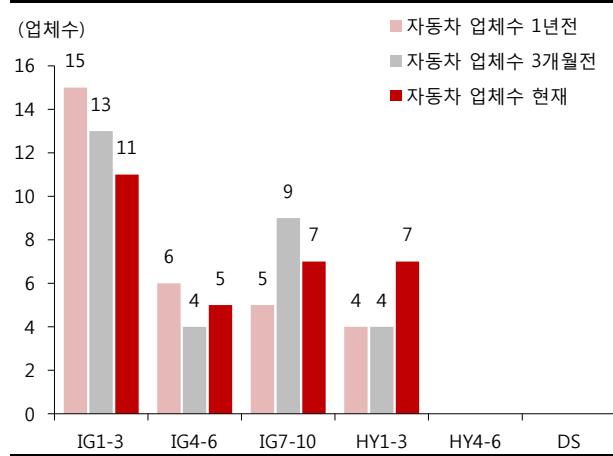
자료: 산업자료, SK증권 추정

<표 3> 주요 업체 구조조정 진행

업체	내용
낫산	랴오닝성 다롄과 허난성 정저우시 등에 위치한 주력 3 개 공장 생산량 20%가량 감소 일부 생산라인에 대해서는 19년 3 월까지 가동 중단하며 재고 축소
마쓰다	19년 상반기 생산물량 축소 검토 중국 협력을 포함해 최대 20% 축소
GM	소형차 생산대수 축소
Ford	근로자 교대 근무를 줄이는 등 감산규모 확대
PSA	공장 4 개 중 2 개 공장의 가동을 10 월부터 중단 나머지 공장도 일부만 가동

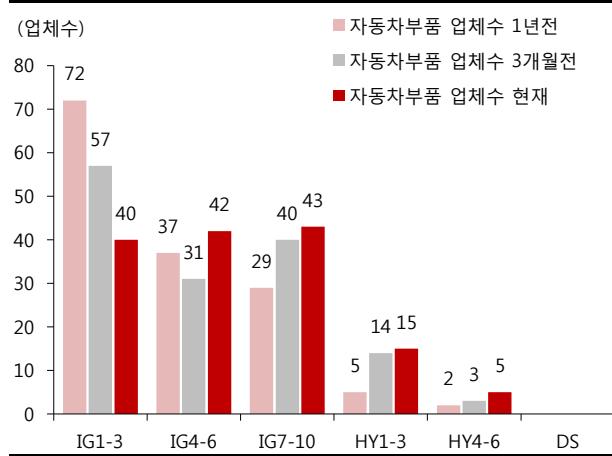
자료: 언론, SK증권

<그림 20> 부도리스크 점검 – 업황 둔화가 반영되는 모습



자료: Bloomberg, SK증권 주: Bloomberg, 기준 IG-투자등급, HY-하이일드, DS-부실

<그림 21> 자동차부품사의 부실 가속화

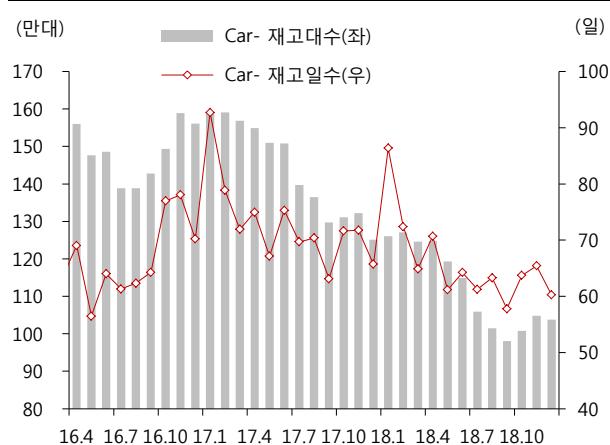


자료: Bloomberg, SK증권 주: Bloomberg, 기준 IG-투자등급, HY-하이일드, DS-부실

## 일부 완화된 경쟁심화

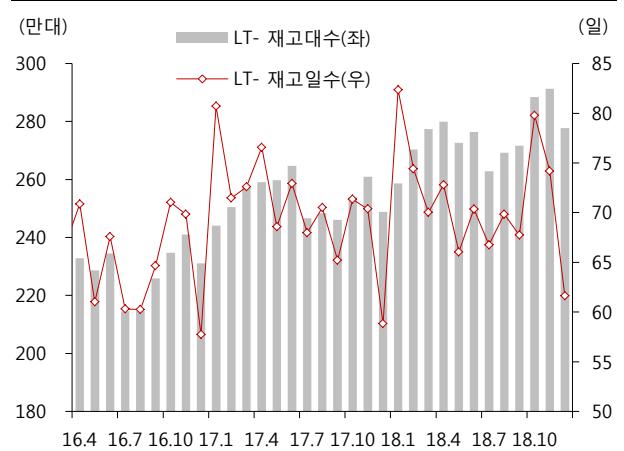
업체간 출혈경쟁보다는 수익성에 초점을 맞춘 전략이 대두되는 가운데, 수요둔화와 경쟁심화 가능성이 높은 미국에서 재고가 점차 낮아지고 있는 점에도 주목할 필요가 있다. 수요가 부진했던 Car 부문 재고뿐만 아니라 꾸준하게 상승했던 Light Truck의 재고도 계절적 비수기임에도 불구하고 감소했다는 점은 긍정적이다. 주요 업체별도 <그림 24>에서처럼 대부분 재고축소를 진행되고 있다. 재고 밀어내기가 발생할 위험이 낮아짐에 따라 시차를 두고 인센티브 역시 감소될 가능성이 높다.

<그림 22> 미국 자동차 재고 추이 - Car



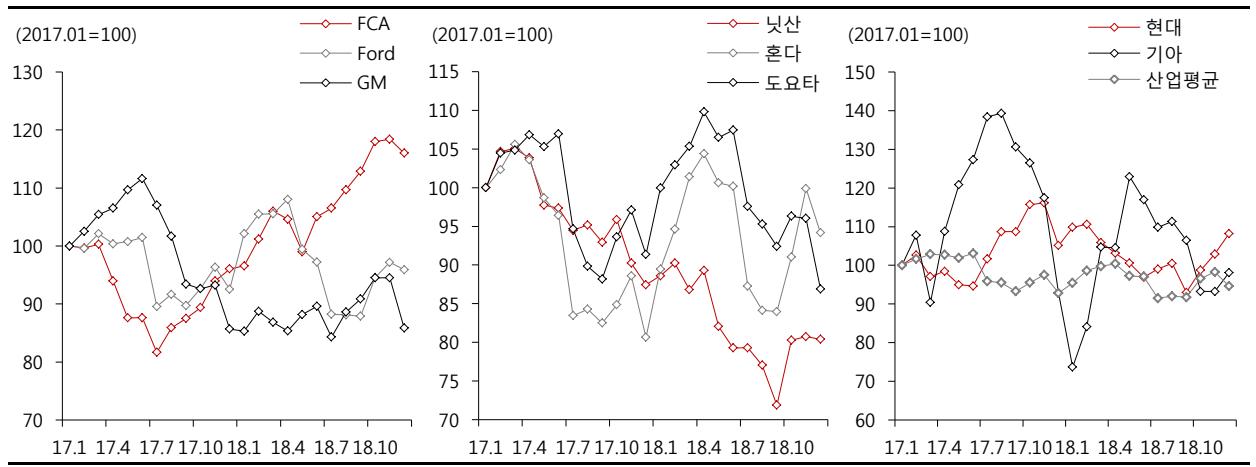
자료: 산업자료, SK 증권

<그림 23> 미국 자동차 재고 추이 - Light Truck, 최근 축소된 모습



자료: 산업자료, SK 증권

<그림 24> 주요 업체별 재고 Index – 많은 업체들이 재고축소 진행 중. 경쟁에 대한 부담 일부 완화

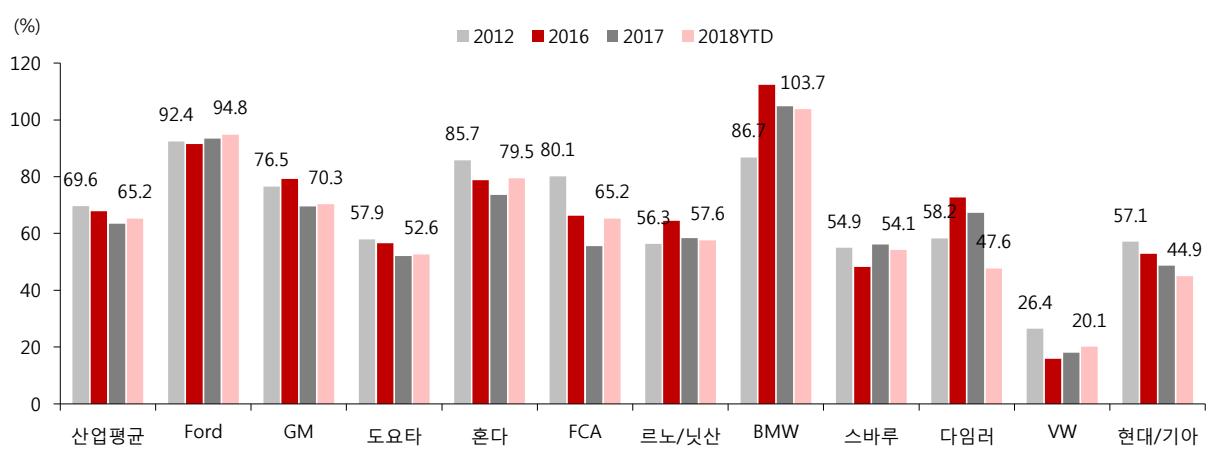


자료: 산업자료, SK 증권

## 남아있는 관세라는 변수 - 불확실성 해소 필요

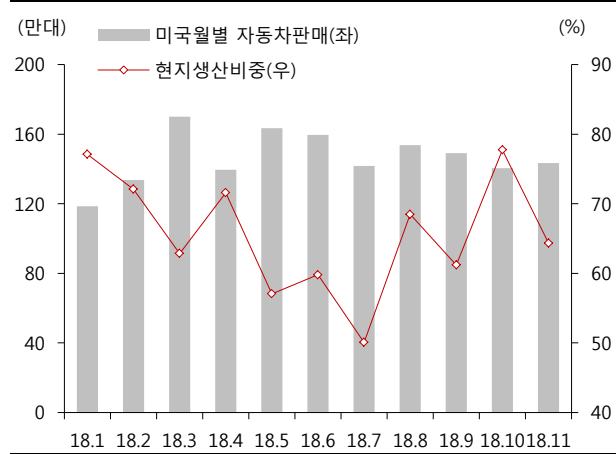
자동차섹터에 영향을 주는 변수로 자동차 관세를 꼽을 수 있다. 미국 상무부에서 무역 확장법 232 조에 따라 수입산 자동차가 미국 안보에 미치는 영향에 대한 보고서가 2월 17일 공개되고, 90 일 이내에 대통령이 조치를 취할 것으로 예정되어 있다. 1)최근 미-중 무역분쟁에서 1~3 월 미국산 차량에 추가 관세가 중단되었고, 2)주요 업체들의 미국 현지생산 비중이 높아졌으며(18년 63.4% → 65.2%), 3)18년 철강처럼 쿼터제가 적용되거나 4)협상을 통한 관세작용 제외 가능성 등 긍정적으로 전망할 수 있는 요인들이 있다. 하지만 트럼프 대통령 집권 이후 지속적으로 자동차 현지생산에 대한 비중 확대는 지속적으로 강조되었다는 점을 생각하면 낙관할 수는 없다는 판단이다. 19년 1 분기에는 관세부과, 혹은 면제, 쿼터제 적용 등과 같은 관세부과에 대한 결론이 나고, 업체별로 대응전략 수립을 통해 불확실성이 해소되는 과정이 필요하다.

<그림 25> 주요 업체별 미국 현지생산 비중 - 2012년을 정점으로 하락, 2018년 반등한 모습



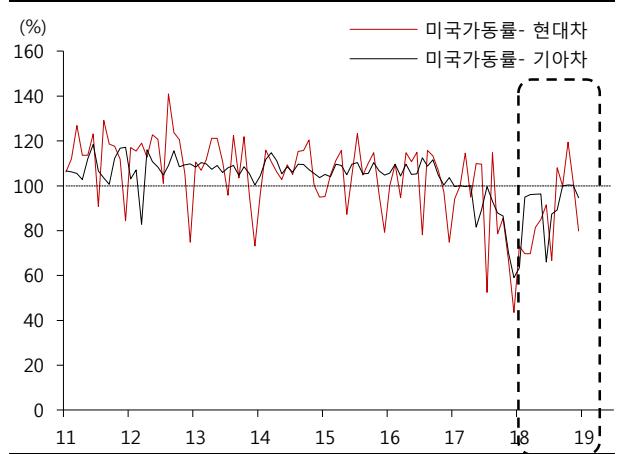
자료: Marklines, SK 증권

<그림 26> 18년 현지생산비중 - 관세 이슈 부각되며 점차 상승



자료: Marklines, SK 증권

<그림 27> 현대/기아차 미국 가동률 - 가동률 회복 요구



자료: 현대차, 기아차, SK 증권

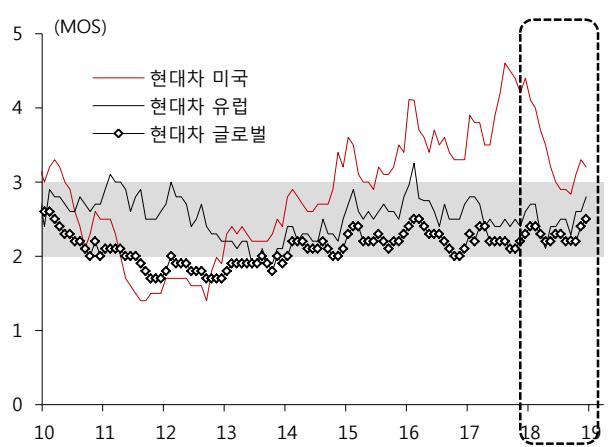
### 3. 현대차그룹 - 긍정적 변화와 향후 포인트

업황의 변화에 맞춰 자동차섹터 투자포인트에도 변화가 필요하다. 단기적인 이익도 중요한 요소지만, 향후 살아남아 업을 온전히 누릴 수 있느냐가 점차 중요해지는 시기이다. 현대차그룹의 경우 1)수익성 개선여부, 2)신차경쟁력 확인, 3)지배구조 불확실성 해소, 4)신규투자와 협업확대를 통한 변화 대응 등을 꼽을 수 있다. 어떤 변화가 있고, 향후 포인트를 점검해보자.

#### 낮아진 재고부담 - 추후 인센티브 축소, 가동률 상승 기대

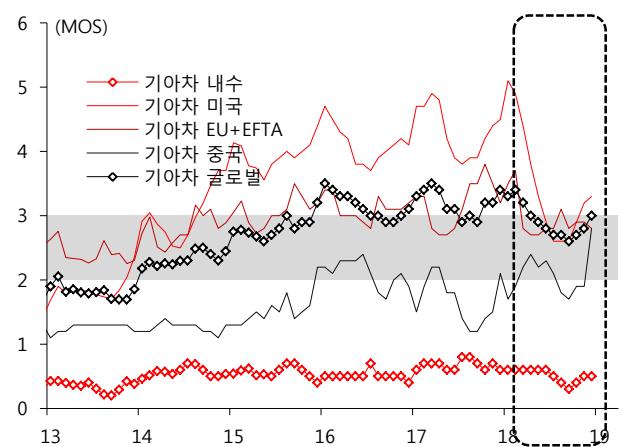
계절적 요인으로 인해 12월 재고수준이 다소 높아졌지만, 18년 이후 지속적으로 낮아진 재고상황은 분명 긍정적이다. 추후 인센티브 축소와 가동률 개선에 따른 고정비 부담완화가 수익성 개선으로 이어질지 주목할 필요가 있다.

<그림 28> 현대차 지역별 재고 추이



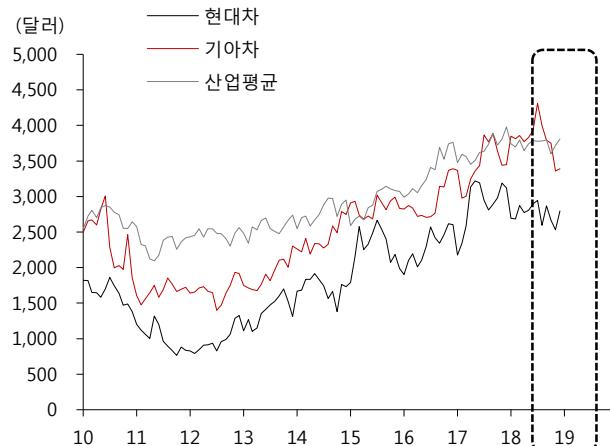
자료: 현대차, SK 증권

<그림 29> 기아차 지역별 재고 추이



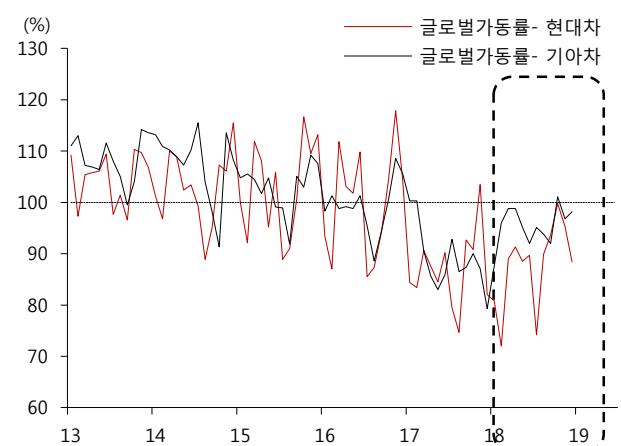
자료: 기아차, SK 증권

<그림 30> 미국 인센티브- 재고부담 완화로 인센티브 축소 전망



자료: Autodata, SK 증권

<그림 31> 현대차, 기아차 글로벌 가동률 개선 기대

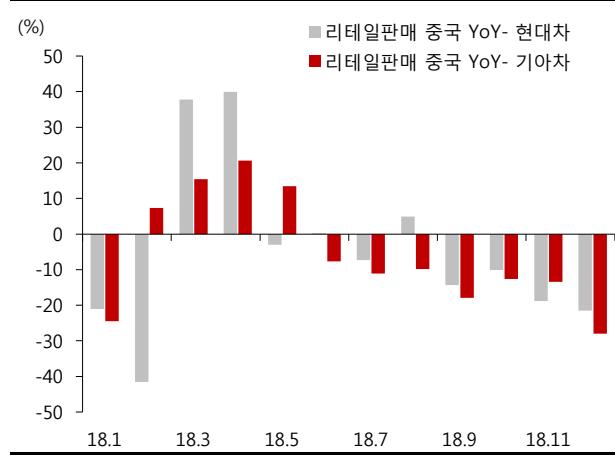


자료: 현대차, 기아차, SK 증권

## 수요 - 중국부진 vs 우호적인 기타시장, 내수 개별소비세 인하 연장

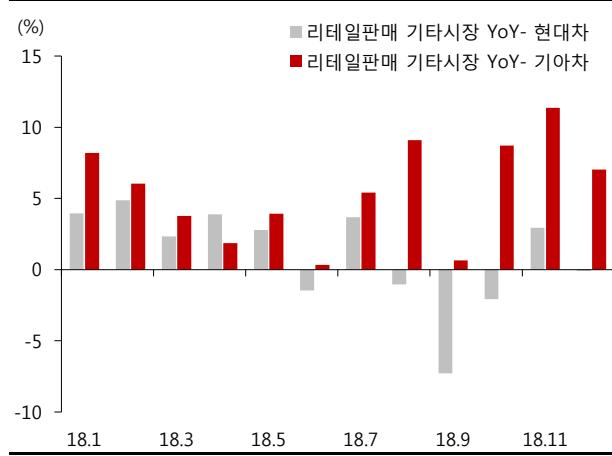
18년에도 현대차그룹의 중국부진이 지속되었다는 점은 우려요인이다. 다만 19년 안정적인 수요가 예상되는 기타시장에서는 여전히 호조를 보이고 있다는 점은 긍정적이고, 18년 12월까지로 예정되었던 개별소비세 인하가 19년 상반기까지 연장되었다는 점은 국내공장 가동률에 우호적으로 작용할 전망이다. 다만 정책이 종료되는 하반기부터 발생할 내수수요 악화에 대한 대응방안이 중요하다. 내수 감소를 수출확대로 만회해야 하지만, 글로벌 수요둔화 환경을 감안할 때 녹록치 않다는 판단이다. 판매경쟁력 있는 신차출시가 요구되는 이유이기도 하다.

<그림 32> 현대/기아 중국 리테일판매 – 18년 부진했던 현대/기아



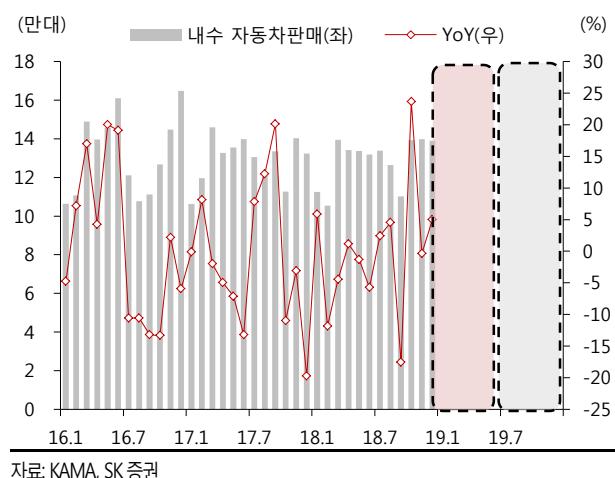
자료: 현대차, 기아차, SK증권

<그림 33> 현대/기아 기타지역 판매 – 기타시장에서는 여전히 호조



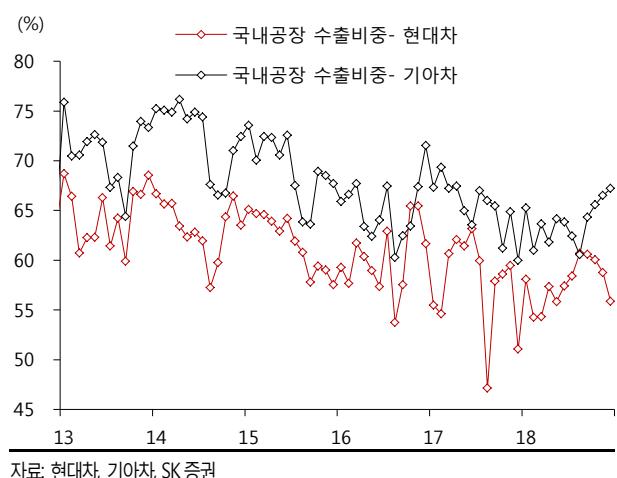
자료: 현대차, 기아차, SK증권

<그림 34> 내수에서 개별소비세 인하 연장은 긍정적



자료: KAMA, SK증권

<그림 35> 하반기부터 발생할 내수부진을 수출확대로 대응할 필요



자료: 현대차, 기아차, SK증권

## 경쟁력을 보유한 신차에 대한 기대

현대차그룹의 신차경쟁력에 대한 우려는 팰리세이드 출시 이후 일부 완화된 모습이다. 또한 높은 사전예약대수를 기록하며 향후 판매량에 대한 기대치를 높였다. 대형 SUV인 팰리세이드 출시를 통해 믹스개선뿐만 아니라 가동률 상승을 통한 수익성 개선도 기대한다. 18년 70%대로 낮아졌던 울산 4공장의 가동률은 19년 90%~100%로 높아질 전망이다(SK 증권 추정기준).

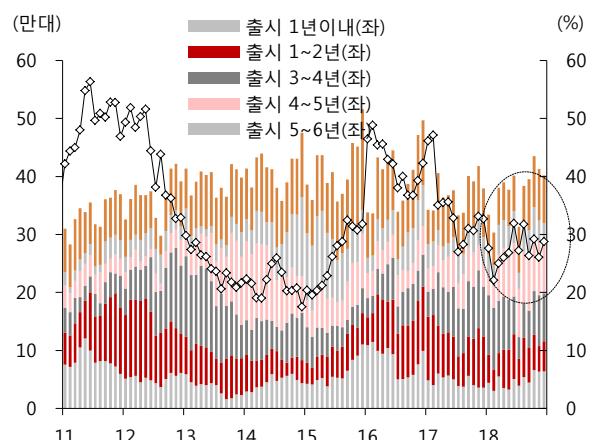
동급 경쟁차량 대비 경쟁력 있는 가격과 성능을 보유한 차량을 출시함에 따라, 또한 출시 후 출시될 모델들의 판매에 대해서도 긍정적으로 바라볼 수 있게 되었다. 플랫폼 변경된 볼륨모델의 출시가 예정됨에 따라 향후 안정적인 판매가 계속된다면, 실적개선은 19년 단기가 아닌 장기적으로 지속될 수 있다는 판단이다.

<그림 36> 팰리세이드



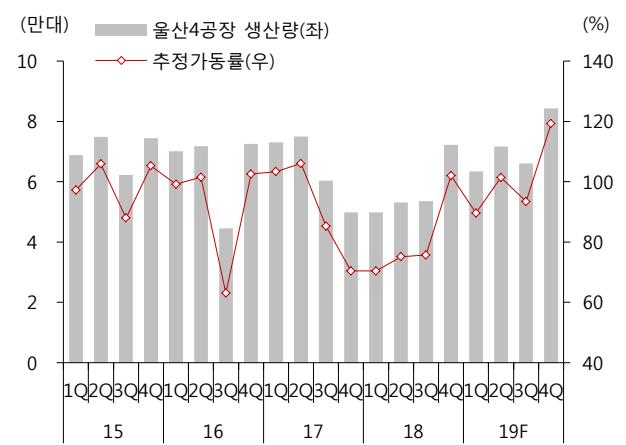
자료: 언론, SK 증권

<그림 38> 출시 연한별 판매대수 - 현대차



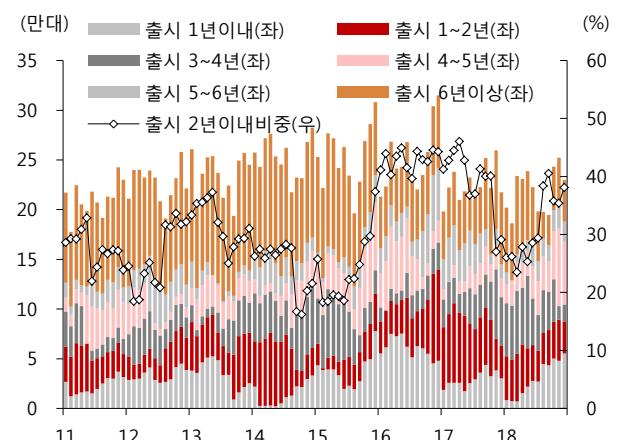
자료: 현대차, SK 증권

<그림 37> 울산 4공장 가동률 개선 효과



자료: 현대차, SK 증권 추정

<그림 39> 출시 연한별 판매대수 - 기아차



자료: 기아차, SK 증권

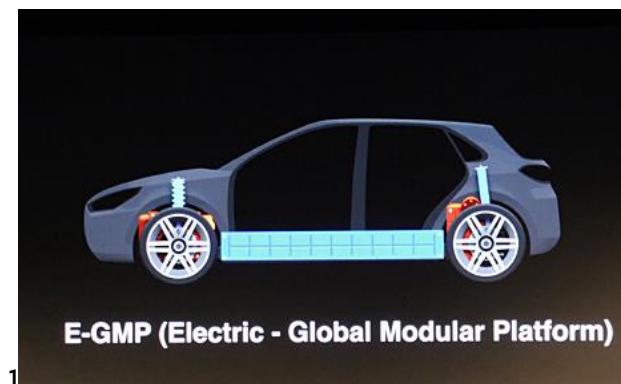
## 구체화되는 미래전략, 협업의 확대

현대차그룹은 연초 정의선 수석부회장 주재 하에 3년 만에 그룹 시무식을 진행하였다. 신년사를 통해 1)권역별 책임경영체제를 통한 경쟁력 고도화 및 수익성 강화, 2)그룹 사업포트폴리오 재점검으로 경영 효율성 개선, 3)25년까지 클린 모빌리티 가속화, 4)2021년 국내 자율주행 로보택시 시범운영 목표 등 자율주행 역량 강화, 5)그룹 역량을 융합한 독자적 모빌리티 서비스 모델 구축, 6)글로벌 선도업체와의 제휴 확대 등 추진계획 등이 주요 내용이다.

CES2019에서도 전동화(E-모빌리티), 커넥티드카(Connected car), 오픈 이노베이션(Open Innovation)이 중심이 되는 스마트 모빌리티 전략을 발표하였다. 2년전 CES에서 제시된 연결된 이동성(Connected Mobility)에서 확장된 연결의 초월성(Transcend Connectivity)을 강조하였다. 개인 맞춤화 모빌리티 컨셉트인 스타일 셋 프리(Style Set Free)를 제시함과 동시에 전기차 전용플랫폼인 E-GMP(Electric-Global Modular Platform)을 2020년 선보일 예정이다.

그리고 그동안 폐쇄적인 정책에서 벗어나서 자동차 업체 최초의 데이터 공유 시행과 함께 크레들 프로그램을 통한 스타트업의 발굴과 육성 지원 계획도 밝혔다. 경쟁업체 대비 아직은 미약하지만, 변화가 이루어지고 있다는 것은 분명하다.

<그림 40> CES2019에서 발표한 전기차전용 플랫폼 E-GMP



자료: 언론, SK 증권

<그림 41> CES2019에서 발표한 5대 오픈 이노베이션



자료: 언론, SK 증권

#### 4. 변곡에 위치한 매력도

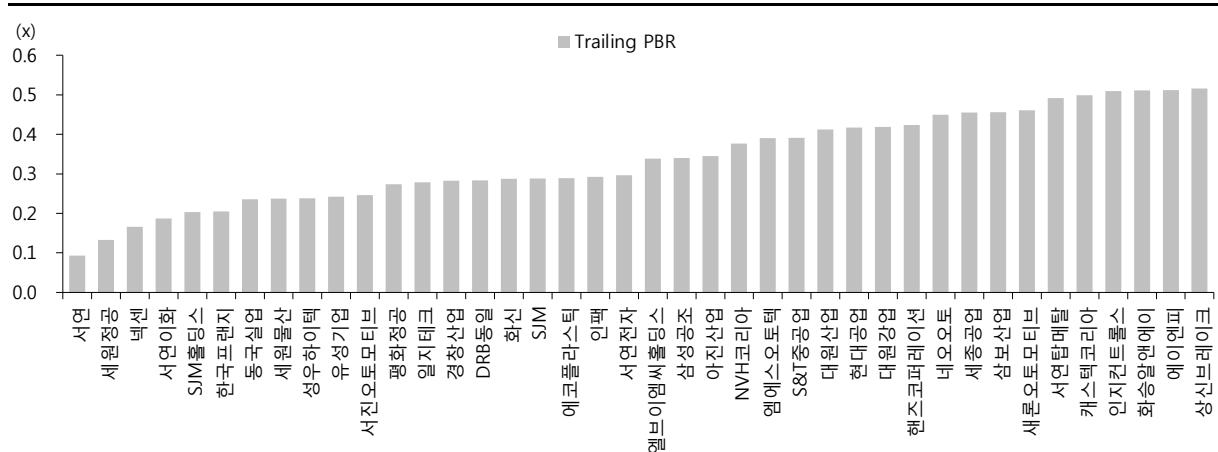
단기실적보다 중요한 19년 전망

자동차섹터의 투자매력도가 변곡에 위치했다는 판단이다. 최근 상승은 자동차환경과 본업의 개선이 아닌 상대적 안정성에 기인했다면, 앞으로 추가적인 상승을 위해서는 상대적이 아닌 절대적 매력이 부가될 필요가 있다. 당사에서는 1) 의미있는 수익성 개선과 2) 경쟁력 있는 신차출시, 3) 미국발 자동차관세 불확실성 해소 여부를 상반기 주요 포인트로 꼽는다. 순조로운 변화가 이루어진다면 투자매력도는 변곡을 맞이할 수 있으리라 예상한다. 다만 확인이 이루어지기 전까지는 당분간 상대적인 매력만 부각되거나 환경 변화에 따라서 수요둔화와 구조조정 심화 같은 부정적 업황만 반영될 가능성도 존재한다.

투자매력도가 상대적이라면 중국수요 둔화와 실적의 안정성, 생산이 아닌 판매와 실적이 연동되는 완성차 중심으로의 대응을 권고한다. 하지만 1분기 내로 관세에 대한 불확실성이 해소되고, 신차와 수익성 개선이 동반되며, 업황의 턴어라운드가 진행된다면 수익성에 대한 우려로 인해 낙폭이 컸던 대형부품사와 2~3차 벤더로의 접근이 유리하다. 특히 중소형부품사의 경우 Trailing PBR 기준으로 valuation 매력이 높다.

상반기 주요 포인트 중에서 가장 먼저 다가오는 이벤트는 실적발표다. 특히 18년 4분기 실적발표에서 향후 실적추정치의 방향성이 결정된다는 점에서 4 분기 실적 자체보다 19년 전망에 주목할 필요가 있다.

<그림 42> 부풀사 valuation – 업황이 턴어라운드가 예상된다면 저평가 상태인 부풀사에 관심을 가질 필요



자료: Quantwise, SK 증권

## 4Q18 Preview - 예상치 하회 전망, 하회요인에 주목

일부 기업을 제외한다면, 18년 4분기 실적은 시장기대치를 하회할 것으로 전망한다. 또한 17년 4분기 자회사지분가치에 대한 손상차손인식, 이연법인세 환입 등 영업외와 법인세 관련하여 일회성 요인이 발생했었음에 따라 당기순이익보다는 영업이익에 초점을 맞출 필요가 있다.

먼저 전년도 국내공장 파업에 따른 기저효과로 내수와 수출이 모두 증가했음에도 불구하고, 도매와 소매판매 모두 출하보다 낮은 성장을 보임에 따라 기대만큼의 증가를 기대하기는 어렵다. 국내 및 주요 공장 물량증가에도 불구하고, 중국생산량이 감소한 점은 부품사 실적에 부정적이다. 원/달러 평균환율이 전년 동기 대비 우호적이지만, 불리하게 전개된 신흥국 환율이 더 클 것으로 판단한다. 신차출시로 인한 마케팅비와 연구개발비, 감가상각 등의 비용이 상승하겠지만 18년 3분기처럼 리콜을 포함한 일회성 비용이 반영될 가능성은 제한적이다. 먼저 또한 하회요인 중 도/소매 판매를 상회한 국내공장 생산분은 1분기부터 판매에 반영될 수 있고, 향후 신차판매가 본격화됨에 따라 비용증가 분이 상쇄되고, 부품사의 믹스개선에 기여할 전망이다. 확인이 필요하겠지만, 점진적인 실적개선 가능성이 높을 것으로 판단한다.

<표 4> 현대차 – 매출액 26.0 조원(YoY +5.9%), 영업이익 7,165 억원(YoY -7.6%, OPM 2.8%) 전망

								컨센서스			SK 증권			컨센-SK
	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	YoY	QoQ	18.4Q	YoY	QoQ	
매출액	233,660	243,080	242,013	245,009	224,366	247,118	244,337	257,347	5.0%	5.3%	259,483	5.9%	6.2%	0.8%
영업이익	12,508	13,445	12,042	7,752	6,813	9,508	2,889	8,519	9.9%	194.9%	7,165	-7.6%	148.0%	-15.9%
%	54	5.5	5.0	3.2	3.0	3.8	1.2	3.3	0.1%p	2.1%p	2.8	-0.4%p	1.6%p	-0.5%p
세전이익	17,571	11,650	11,004	4,161	9,259	11,288	3,623	10,782	159.1%	197.6%	9,957	139.3%	174.8%	-7.7%
%	7.5	4.8	4.5	1.7	4.1	4.6	1.5	4.2	2.5%p	2.7%p	3.8	2.1%p	2.4%p	-0.4%p
당기순이익	14,057	9,136	9,392	12,879	7,316	8,107	3,060	8,522	-33.8%	178.5%	7,467	-42.0%	144.1%	-12.4%
%	6.0	3.8	3.9	5.3	3.3	3.3	1.3	3.3	-1.9%p	2.1%p	2.9	-24%p	1.6%p	-0.4%p

자료: Quantwise, SK 증권 추정

<표 5> 기아차 – 매출액 140 조원(YoY +7.9%), 영업이익 3,914 억원(YoY +29.4%, OPM 2.8%) 전망

								컨센서스			SK 증권			컨센-SK
	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	YoY	QoQ	18.4Q	YoY	QoQ	
매출액	128,439	135,784	141,077	130,057	125,622	140,601	140,743	141,282	8.6%	0.4%	140,270	7.9%	-0.3%	-0.7%
영업이익	3,828	4,041	-4,270	3,024	3,056	3,526	1,173	4,116	361%	250.9%	3,914	29.4%	233.7%	-4.9%
%	3.0	3.0	-3.0	2.3	24	2.5	0.8	2.9	0.6%p	2.1%p	2.8	0.5%p	2.0%p	-0.1%p
세전이익	7,673	5,178	-4,480	3,030	5,138	4,444	3,164	6,101	101.3%	92.8%	5,944	96.1%	87.9%	-2.6%
%	6.0	3.8	-3.2	2.3	4.1	3.2	2.2	4.3	2.0%p	2.1%p	4.2	1.9%p	2.0%p	-0.1%p
당기순이익	7,654	3,896	-2,918	1,048	4,320	3,319	2,977	4,744	352.6%	59.3%	4,458	325.3%	49.7%	-6.0%
%	6.0	2.9	-2.1	0.8	3.4	2.4	2.1	3.4	2.6%p	1.2%p	3.2	2.4%p	1.1%p	-0.2%p

자료: Quantwise, SK 증권 추정

&lt;표 6&gt; 현대모비스 – 매출액 9.3 원(YoY +5.3%), 영업이익 5,041 억원(YoY +57.8%, OPM 5.4%) 전망

								컨센서스			SK 증권			컨센-SK
	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	YoY	QoQ	18.4Q	YoY	QoQ	
매출액	92,678	82,824	87,728	88,216	81,943	88,835	84,273	93,212	5.7%	10.6%	92,861	5.3%	10.2%	-0.4%
영업이익 %	6,687 7.2	4,924 5.9	5,444 6.2	3,194 3.6	4,499 5.5	5,312 6.0	4,623 5.5	5,366 5.8	68.0% 2.1%p	16.1% 0.3%p	5,041 5.4	57.8% 1.8%p	9.0% -0.1%p	-6.1% -0.3%p
세전이익 %	9,633 104	6,899 8.3	7,382 8.4	3,431 3.9	6,147 7.5	7,369 8.3	5,728 6.8	6,868 7.4	100.2% 3.5%p	19.9% 0.6%p	6,039 6.5	76.0% 2.6%p	5.4% -0.3%p	-12.1% -0.9%p
당기순이익 %	7,619 8.2	4,822 5.8	4,822 5.5	-1,686 -1.9	4,659 5.7	5,529 6.2	4,497 5.3	5,439 5.8	-422.6% 7.7%p	21.0% 0.5%p	4,529 4.9	-368.7% 6.8%p	0.7% -0.5%p	-16.7% -1.0%p

자료: Quantiwise, SK 증권 추정

&lt;표 7&gt; 한온시스템 – 매출액 1.5 원(YoY +5.4%), 영업이익 1,358 억원(YoY -1.5%, OPM 9.0%) 전망

								컨센서스			SK 증권			컨센-SK
	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	YoY	QoQ	18.4Q	YoY	QoQ	
매출액	14,490	13,733	13,389	14,245	13,869	15,184	14,198	15,475	8.6%	9.0%	15,007	5.4%	5.7%	-3.0%
영업이익 %	1,272 8.8	1,027 7.5	1,007 7.5	1,379 9.7	952 6.9	1,008 6.6	820 5.8	1,341 8.7	-28% -1.0%p	63.5% 29%p	1,358 9.0	-1.5% -0.6%p	65.6% 3.3%p	1.3% 0.4%p
세전이익 %	1,032 7.1	984 7.2	1,012 7.6	1,187 8.3	901 6.5	974 6.4	748 5.3	1,300 8.4	9.5% 0.1%p	73.8% 3.1%p	1,156 7.7	-2.6% -0.6%p	54.5% 2.4%p	-11.1% -0.7%p
당기순이익 %	742 5.1	693 5.0	762 5.7	787 5.5	656 4.7	728 4.8	554 3.9	905 5.8	15.0% 0.3%p	63.4% 1.9%p	844 5.6	7.3% 0.1%p	52.4% 1.7%p	-6.7% -0.2%p

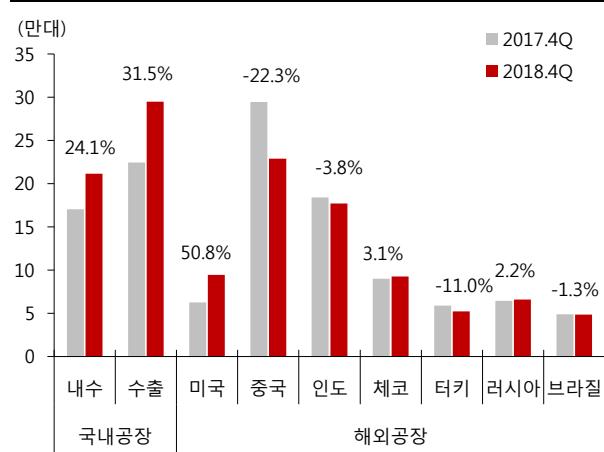
자료: Quantiwise, SK 증권 추정

&lt;표 8&gt; 만도 – 매출액 1.6 조원(YoY +6.5%), 영업이익 621 억원(YoY -2.1%, OPM 3.9%) 전망

								컨센서스			SK 증권			컨센-SK
	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	YoY	QoQ	18.4Q	YoY	QoQ	
매출액	14,304	13,933	13,509	15,101	13,462	14,334	13,982	16,592	9.9%	18.7%	16,083	6.5%	15.0%	-3.1%
영업이익 %	604 4.2	553 4.0	-956 -7.1	635 4.2	433 3.2	664 4.6	500 3.6	788 4.7	24.1% 0.5%p	57.8% 1.2%p	621 3.9	-2.1% -0.3%p	24.4% 0.3%p	-21.1% -0.9%p
세전이익 %	478 3.3	497 3.6	-1,227 -9.1	444 2.9	380 2.8	490 3.4	339 2.4	672 4.0	51.2% 1.1%p	98.4% 1.6%p	635 4.0	43.1% 1.0%p	87.7% 1.5%p	-5.4% -0.1%p
당기순이익 %	352 2.5	360 2.6	-916 -6.8	386 2.6	247 1.8	391 2.7	269 1.9	485 2.9	25.7% 0.4%p	80.5% 1.0%p	483 3.0	25.1% 0.4%p	79.7% 1.1%p	-0.5% 0.1%p

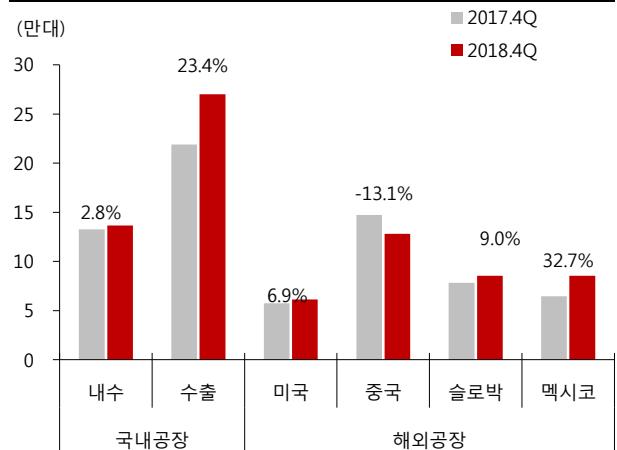
자료: Quantiwise, SK 증권 추정

&lt;그림 43&gt; 공장별 출하-현대, 글로벌 YoY +5.6%, 중국제외 YoY +14.8%



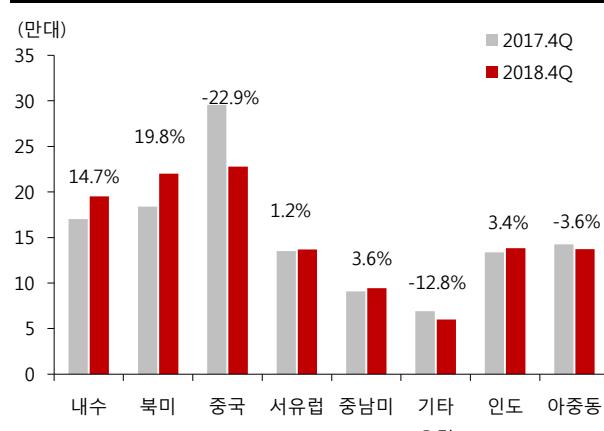
자료: 현대차, SK 증권

&lt;그림 44&gt; 공장별 출하-기아, 글로벌 YoY +9.7%, 중국제외 YoY +15.8%



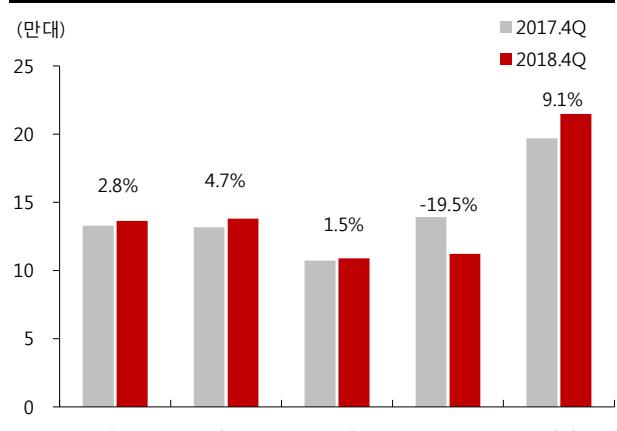
자료: 기아차, SK 증권

&lt;그림 45&gt; 도매판매-현대, 글로벌 YoY -0.8%, 중국제외 YoY +6.2%



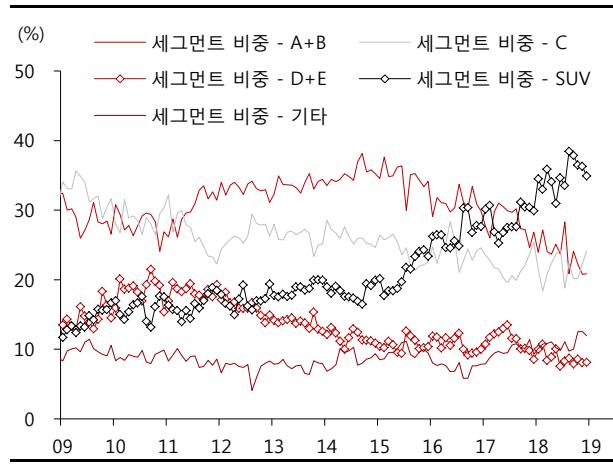
자료: 현대차, SK 증권

&lt;그림 46&gt; 도매판매-기아, 글로벌 YoY +0.3%, 중국제외 YoY +5.2%



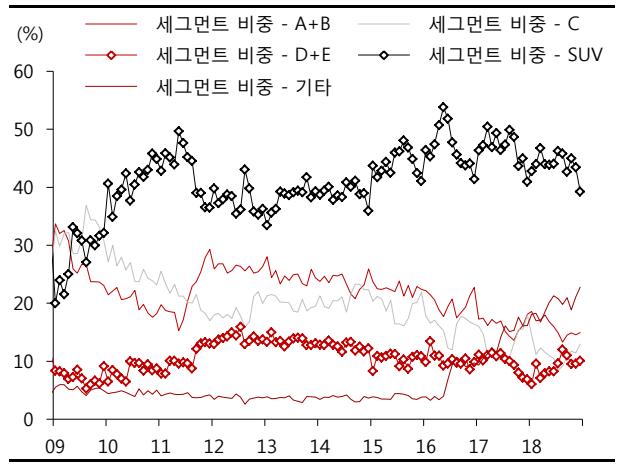
자료: 기아차, SK 증권

&lt;그림 47&gt; 세그먼트별 비중 - 현대차



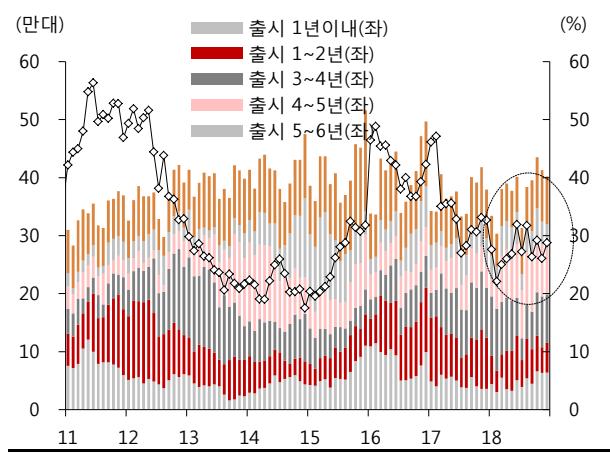
자료: 현대차, SK 증권 추정

&lt;그림 48&gt; 세그먼트별 비중 - 기아차



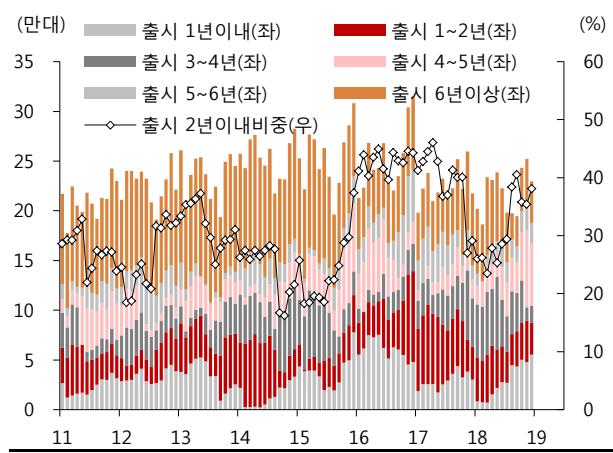
자료: 기아차, SK 증권 추정

&lt;그림 49&gt; 출시 연한별 판매대수 - 현대차



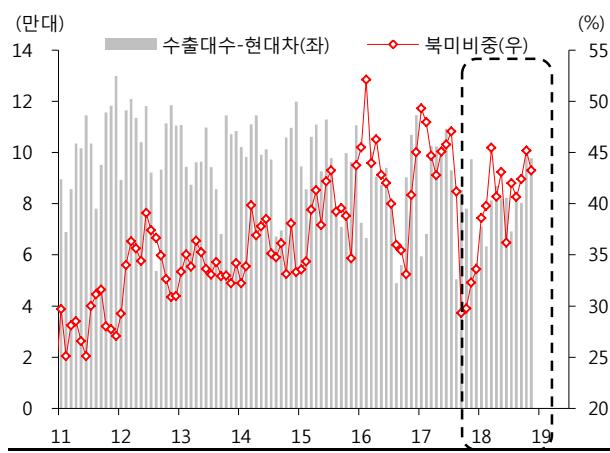
자료: 현대차, SK 증권 추정

&lt;그림 50&gt; 출시 연한별 판매대수 - 기아차



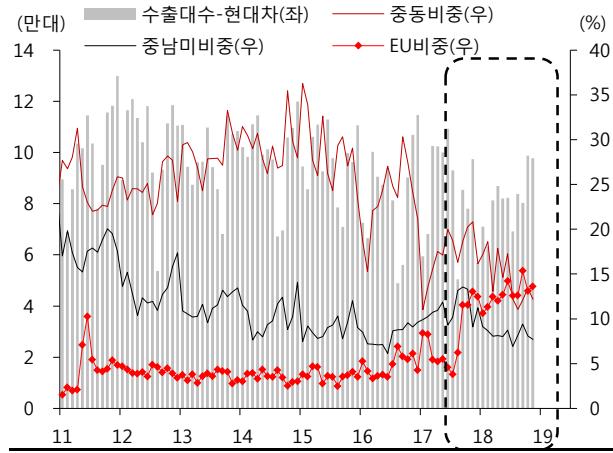
자료: 기아차, SK 증권 추정

&lt;그림 51&gt; 지역별 수출비중 - 현대차, 북미비중 확대



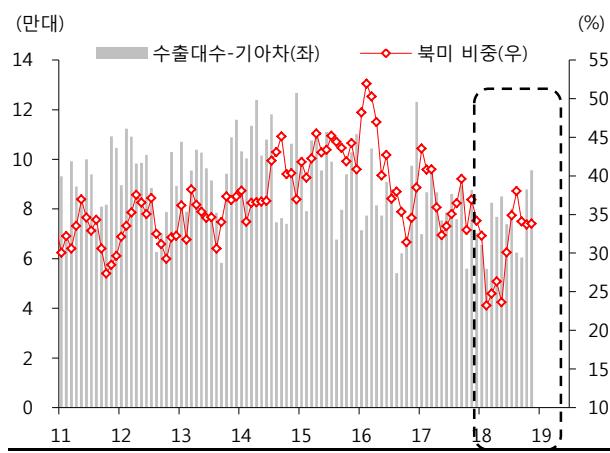
자료: KAMA, SK 증권

&lt;그림 52&gt; 유럽비중도 확대, 기타시장 반등 필요



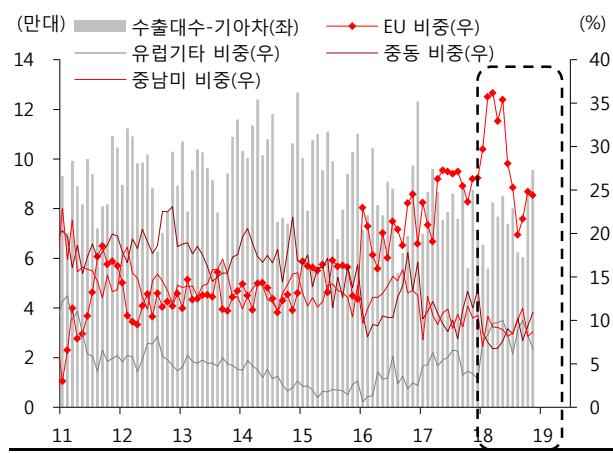
자료: KAMA, SK 증권

&lt;그림 53&gt; 지역별 수출비중 - 기아차, 북미비중 확대



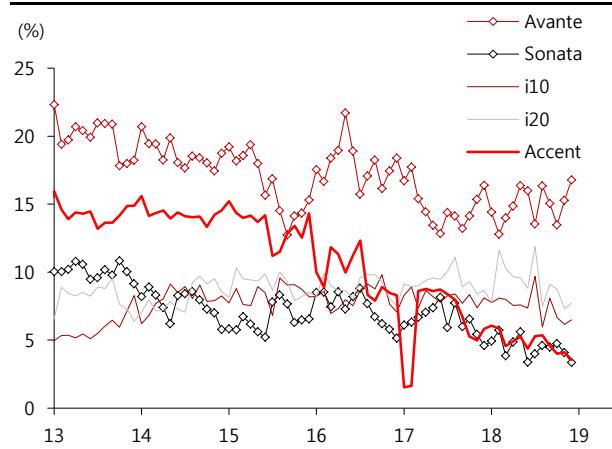
자료: KAMA, SK 증권

&lt;그림 54&gt; 유럽비중이 낮아진 점은 긍정적



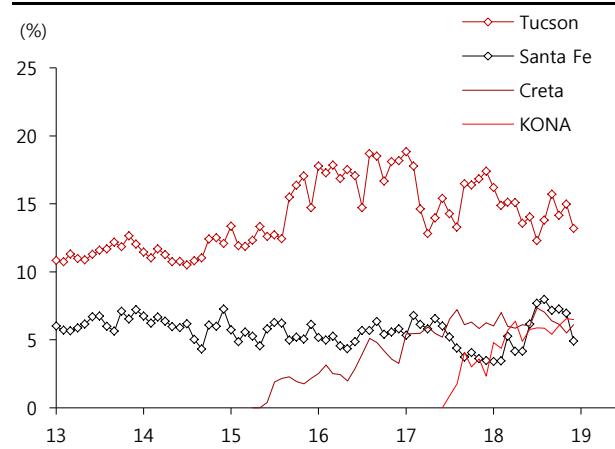
자료: KAMA, SK 증권

&lt;그림 55&gt; 주요차종 출하내 비중 - 현대차 승용



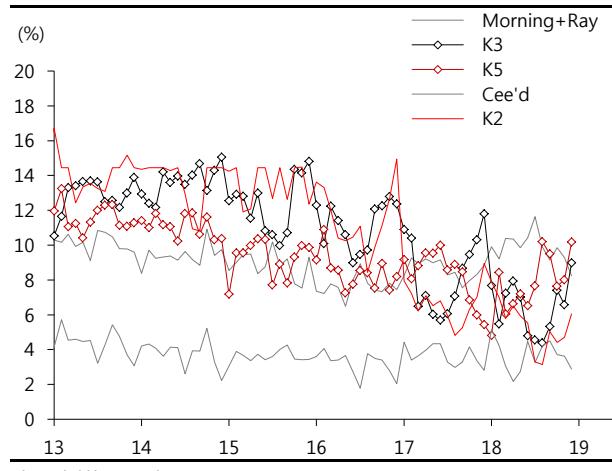
자료: 현대차, SK 증권

&lt;그림 56&gt; 주요차종 출하내 비중 - 현대차 SUV



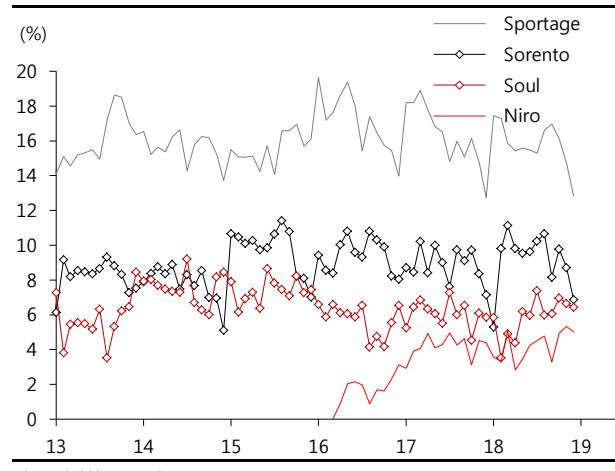
자료: 현대차, SK 증권

&lt;그림 57&gt; 주요차종 출하내 비중 - 기아차 승용



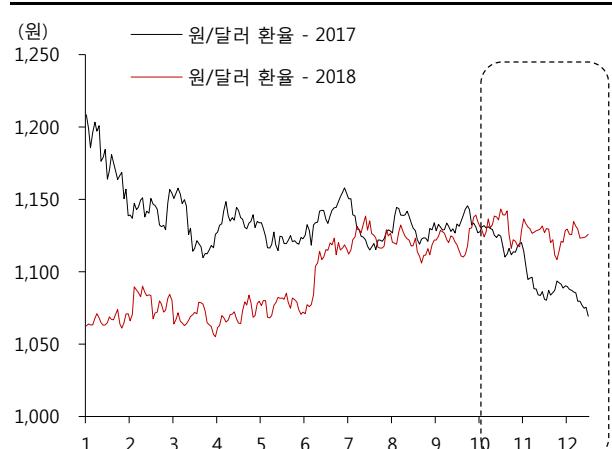
자료: 기아차, SK 증권

&lt;그림 58&gt; 주요차종 출하내 비중 - 기아차 SUV



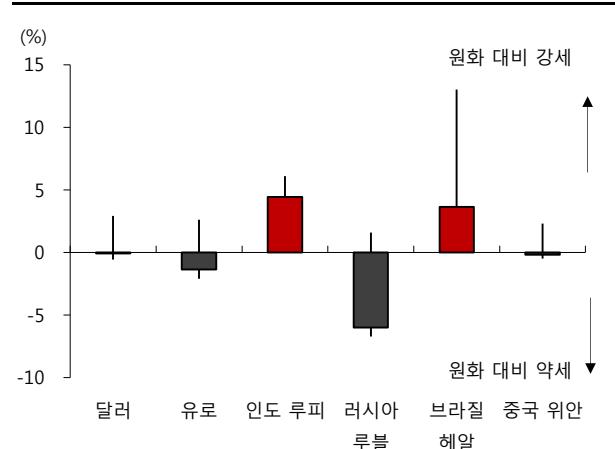
자료: 기아차, SK 증권

&lt;그림 59&gt; 원/달러 환율 - 판매보증관련 비용부담은 완화



자료: Bloomberg, SK 증권

&lt;그림 60&gt; 원화 대비 주요 통화의 분기변동성 - 4Q18



자료: Bloomberg, SK 증권

# Company Analysis

# SK COMPANY Analysis



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

## Company Data

자본금	14,890 억원
발행주식수	21,610 만주
자사주	1,155 만주
액면가	5,000 원
시가총액	262,812 억원
주요주주	
현대모비스(주)(외5)	29.10%
국민연금공단	8.26%
외국인지분율	45.60%
배당수익률	2.40%

## Stock Data

주가(19/01/15)	123,000 원
KOSPI	2075.57 pt
52주 Beta	0.71
52주 최고가	164,000 원
52주 최저가	92,800 원
60일 평균 거래대금	816 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	10.3%	9.1%
6개월	1.2%	11.2%
12개월	-20.7%	-4.9%

현대차 (005380/KS | 매수(유지) | T.P 150,000 원(유지))

## 단기실적보다 중요한 19년 실적방향성

18년 4분기 실적 매출액 25.9 조원(YoY +5.9%), 영업이익 7,165 억원(YoY -7.6%, OPM 2.8%), 당기순이익 7,467 억원(YoY -42.0%, NIM 2.9%) 전망. 국내공장 생산 증가, 믹스개선은 긍정적이나, 마케팅/연구개발 비용반영과 도/소매 판매 부진 영향 등으로 시장기대치 하회 전망. 실적추정치의 방향성이 결정되고, 주가도 동일한 궤를 보일 것으로 예상됨에 따라 4분기 실적보다 19년 수익성 전망이 중요

## 4Q18 Preview - 비용반영으로 기대치 하회 전망

18년 4분기 실적은 매출액 25.9 조원(YoY +5.9%), 영업이익 7,165 억원(YoY -7.6%, OPM 2.8%), 당기순이익 7,467 억원(YoY -42.0%, NIM 2.9%), 사업부문별 영업이익률은 자동차부문 1.5%, 금융부문 3.8%, 기타부문 3.2%로 전망한다. 지난 3분기 발생했던 일회성 요인이 소멸되고, 전년도 기저효과에 따른 국내공장 출하량 증가, 차량 믹스개선, 전년 동기 대비 원/달러 환율환경은 긍정적 요인이다. 하지만 1)계절적 요인으로 출하보다 낮았던 도/소매판매 증가율의 영향과 2)신차출시에 따른 마케팅 및 연구개발비용 반영, 3)주요 신흥국 통화 약세, 4)금융/기타부문의 부진 여파가 이를 상쇄하며, 시장기대치를 하회할 전망이다. 영업외에서는 중국 생산법인인 BHMC는 부진했던 3분기 실적에서 벗어나 0.5%의 순이익이 기대된다. 17년 4분기 실적에 현대건설에 대한 손상차손 반영과 미국 세율 조정에 따른 HCA의 리스관련 이연법인세 부채환급 등 일회성 요인이 많았다. 이를 감안하여 순이익보다는 영업이익 변화에 주목할 필요가 있다.

## 단기실적보다 중요한 19년 수익성 전망

실적발표 이후로 실적추정치의 방향성이 결정되고, 주가도 동일한 궤를 보일 것으로 예상됨에 따라 4분기 실적보다 19년 수익성 전망이 중요하다는 판단이다. 4분기 실적에 부정적으로 작용할 것으로 예상되는 요인 중 도/소매 판매를 상회한 국내공장 생산분은 1분기부터 판매에 반영될 수 있고, 향후 신차판매가 본격화된다면 믹스개선과 함께 비용증가분을 상쇄할 수 있을 것으로 기대한다. 투자의견 매수, 목표주가 15만원을 유지한다.

## 영업실적 및 투자지표

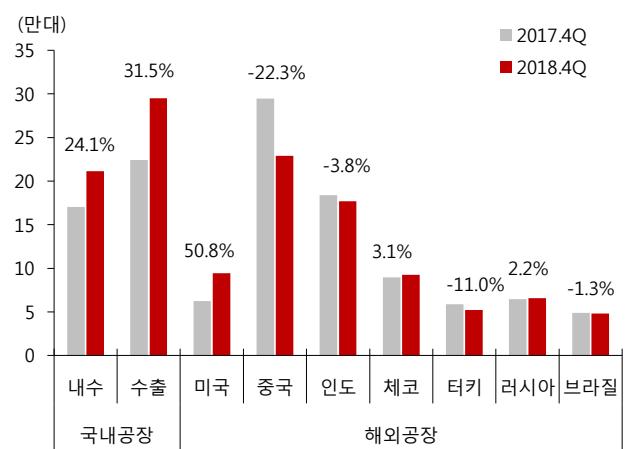
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	919,587	936,490	963,761	975,303	986,700	1,004,368
yoY	%	3.0	1.8	2.9	1.2	1.2	1.8
영업이익	억원	63,579	51,935	45,747	26,376	36,770	41,935
yoY	%	-15.8	-18.3	-11.9	-42.3	39.4	14.1
EBITDA	억원	91,519	85,523	81,041	68,274	98,773	101,350
세전이익	억원	84,594	73,071	44,386	34,127	48,945	56,143
순이익(자체주주)	억원	64,173	54,064	40,328	22,950	33,631	38,374
영업이익률%	%	6.9	5.6	4.8	2.7	3.7	4.2
EBITDA%	%	10.0	9.1	8.4	7.0	10.0	10.1
순이익률	%	7.1	6.1	4.7	2.7	3.8	4.3
EPS	원	22,479	18,938	14,127	8,145	12,144	13,857
PER	배		6.6	7.7	11.0	14.6	10.1
PBR	배		0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	배		6.8	7.6	7.9	8.5	5.9
ROE	%		10.7	8.4	5.9	3.3	4.8
순차입금	억원	174,046	207,642	174,739	214,233	200,815	171,928
부채비율	%	147.3	147.2	138.4	138.4	132.8	126.5

&lt;표 1&gt; 현대차 2018년 4분기 실적 Preview

	17.4Q	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q(F)	YoY	QoQ
현대차출하	1,203,769	1,037,598	1,174,411	1,084,078	1,280,646	6.4%	18.1%
국내공장	394,595	401,800	442,049	397,629	506,359	28.3%	27.3%
내수	170,268	178,684	190,730	159,138	211,383	24.1%	32.8%
수출	224,327	223,116	251,319	238,491	294,976	31.5%	23.7%
해외공장	809,174	635,798	732,362	686,449	774,287	-4.3%	12.8%
미국	62,514	64,966	79,349	83,384	94,263	50.8%	13.0%
인도	183,989	172,145	176,539	184,547	177,057	-3.8%	-4.1%
터키	58,700	51,300	56,018	43,410	52,272	-11.0%	20.4%
체코	89,803	82,296	88,249	76,672	92,567	3.1%	20.7%
러시아	64,527	58,189	62,190	57,602	65,919	2.2%	14.4%
브라질	48,998	40,939	47,984	53,472	48,365	-13%	-9.6%
중국	294,660	162,612	217,486	181,054	229,025	-22.3%	26.5%
중국상용	5,983	3,351	4,547	6,308	14,819	147.7%	134.9%
매출액	245,009	224,366	247,118	244,337	259,483	5.9%	6.2%
자동차	186,565	173,889	188,525	186,246	204,268	9.5%	9.7%
금융	40,327	37,783	42,159	40,412	38,419	-4.7%	-4.9%
기타	18,116	12,693	16,435	17,679	16,795	-7.3%	-5.0%
매출원가	202,827	189,691	207,853	207,412	216,408	6.7%	4.3%
%	82.8	84.5	84.1	84.9	83.4	0.6%p	-1.5%p
판관비	34,429	27,862	29,757	34,036	35,909	4.3%	5.5%
%	14.1	12.4	12.0	13.9	13.8	-0.2%p	-0.1%p
영업이익	7,752	6,813	9,508	2,889	7,165	-7.6%	148.0%
%	3.2	3.0	3.8	1.2	2.8	-0.4%p	1.6%p
자동차	701	3,998	4,511	-2,519	3,064	337.1%	흑전
%	0.4	2.3	2.4	-1.4	1.5	1.1%p	2.9%p
금융	1,470	1,729	2,661	1,972	1,460	-0.7%	-26.0%
%	3.6	4.6	6.3	4.9	3.8	0.2%p	-1.1%p
기타	677	385	883	880	537	-20.6%	-38.9%
%	3.7	3.0	5.4	5.0	3.2	-0.5%p	-1.8%p
연결조정	4,904	701	1,453	2,557	2,104	-57.1%	-17.7%
영업외손익	-3,591	2,446	1,780	734	2,791	흑전	280.5%
%	-1.5	1.1	0.7	0.3	1.1	25.5%p	0.8%p
세전이익	4,161	9,259	11,288	3,623	9,957	139.3%	174.8%
%	1.7	4.1	4.6	1.5	3.8	2.1%p	2.4%p
법인세	-8,718	1,943	3,181	564	2,489	흑전	341.7%
%	-209.5	21.0	28.2	15.6	25.0	234.5%p	9.4%p
당기순이익	12,879	7,316	8,107	3,060	7,467	-42.0%	144.1%
%	5.3	3.3	3.3	1.3	2.9	-2.4%p	1.6%p
지배주주	10,330	6,680	7,006	2,693	6,572	-36.4%	144.1%
%	4.2	3.0	2.8	1.1	2.5	-1.7%p	1.4%p

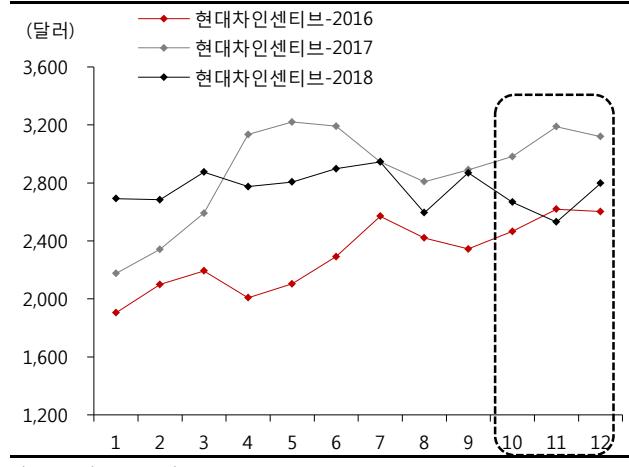
자료: 현대차, SK 증권 추정

&lt;그림 1&gt; 공장별 출하 - 글로벌 YoY +5.6%, 중국제외 YoY +14.8%



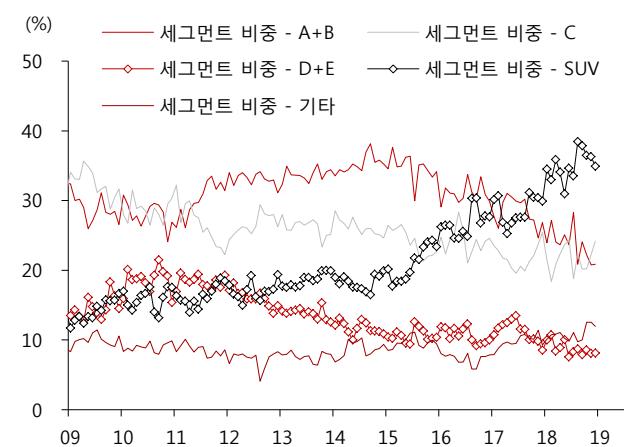
자료: 현대차, SK 증권

&lt;그림 3&gt; 미국 인센티브 추이



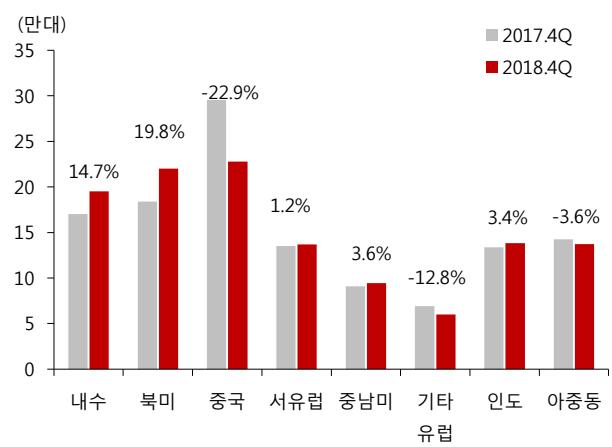
자료: Autodata, SK 증권

&lt;그림 5&gt; 세그먼트별 비중 - 현대차



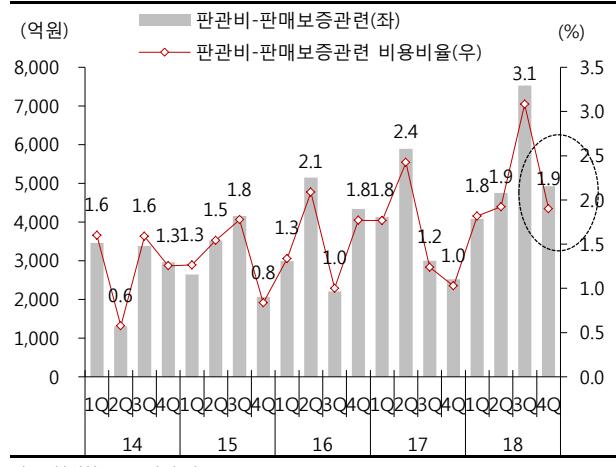
자료: 현대차, SK 증권

&lt;그림 2&gt; 지역별 도매판매 - 글로벌 YoY -0.8%, 중국제외 YoY +6.2%



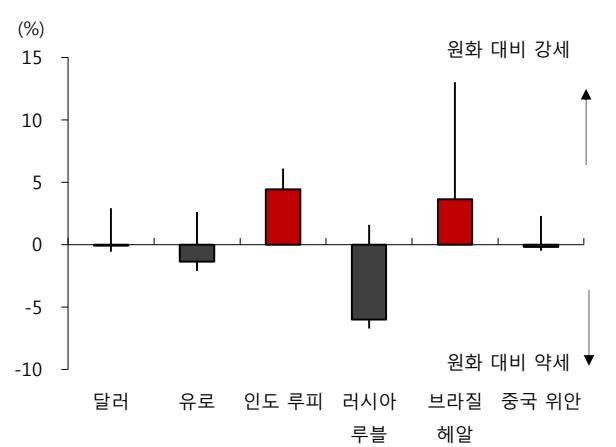
자료: Autodata, SK 증권

&lt;그림 4&gt; 판매보증 총당금 추이



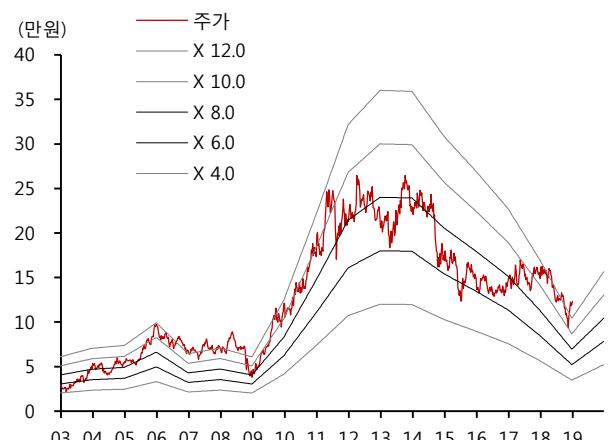
자료: 현대차, SK 증권 추정

&lt;그림 6&gt; 원화 대비 주요 통화의 분기변동성 - 4Q18



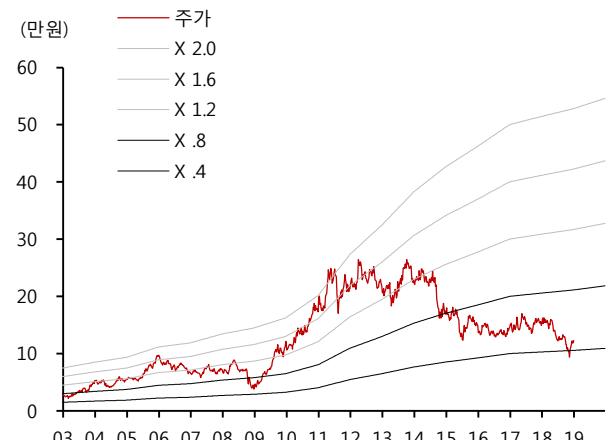
자료: Bloomberg, SK 증권

&lt;그림 7&gt; PER 밴드차트 – 현대차



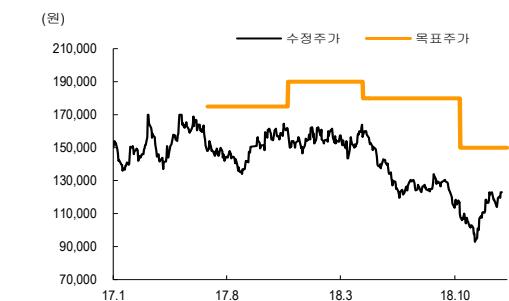
자료: Quantwise, SK 증권

&lt;그림 8&gt; PBR 밴드차트 – 현대차



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격			대상시점	고리율		
			평균주기대비	최고(최저) 주기대비	주기대비		평균주기대비	최고(최저) 주기대비	주기대비
2019.01.15	매수	150,000원	6개월	-	-				
2018.10.26	매수	150,000원	6개월	-26.59%	-18.00%				
2018.10.10	매수	180,000원	6개월	-27.32%	-11.11%				
2018.07.27	매수	180,000원	6개월	-26.40%	-11.11%				
2018.07.12	매수	180,000원	6개월	-24.01%	-11.11%				
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	-13.42%	-2.86%				
2017.10.23	매수	175,000원	6개월	-14.12%	-2.86%				
2017.07.27	매수	175,000원	6개월	-14.15%	-2.86%				
2017.07.11	매수	175,000원	6개월	-12.70%	-2.86%				



### 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 3 자에게 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 (2019년 1월 15일 기준)

매수	92.31%	중립	7.69%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	724,496	739,759	704,308	712,024	736,471
현금및현금성자산	78,901	88,215	74,139	75,058	91,445
매출채권및기타채권	75,873	68,086	70,366	71,188	72,463
재고자산	105,238	102,799	107,283	108,537	110,480
<b>비유동자산</b>	1,063,863	1,042,235	1,100,011	1,100,769	1,089,172
장기금융자산	295,780	282,895	301,172	302,222	303,272
유형자산	294,057	298,271	299,048	280,927	265,428
무형자산	45,862	48,093	48,752	48,878	48,971
<b>자산총계</b>	1,788,359	1,781,995	1,804,319	1,812,793	1,825,643
<b>유동부채</b>	436,098	431,607	473,022	471,490	469,314
단기금융부채	237,358	230,839	261,883	257,883	251,883
매입채무 및 기타채무	122,525	119,629	129,028	130,536	132,874
단기충당부채	19,256	18,100	18,317	18,531	18,862
<b>비유동부채</b>	628,816	602,814	574,589	562,738	550,407
장기금융부채	498,698	493,804	459,815	455,815	453,815
장기매입채무 및 기타채무	226	192	192	192	192
장기충당부채	50,471	48,445	52,173	41,829	30,214
<b>부채총계</b>	1,064,914	1,034,421	1,047,611	1,034,228	1,019,722
<b>지배주주지분</b>	671,897	691,035	695,761	713,801	736,612
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	-10,807	-10,807	-10,807
자기주식	-16,401	-16,401	-10,807	-10,807	-10,807
이익잉여금	643,614	673,323	677,750	698,093	723,206
비자매주주지분	51,549	56,539	60,947	64,764	69,309
<b>자본총계</b>	723,446	747,574	756,708	778,565	805,921
<b>부채와자본총계</b>	1,788,359	1,781,995	1,804,319	1,812,793	1,825,643

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	18,712	48,180	38,741	70,450	85,867
당기순이익(순실)	57,197	45,464	25,951	37,759	43,230
비현금성항목등	111,653	127,811	112,886	61,015	58,120
유형자산감가상각비	21,646	22,546	27,772	47,521	44,899
무형자산상각비	11,942	12,748	14,126	14,482	14,516
기타	81,521	95,355	71,348	393	400
운전자본감소(증가)	-129,430	-108,650	-92,947	-17,137	-2,570
매출채권및기타채권의 감소증가)	1,995	4,254	2,268	-822	-1,275
재고자산감소(증가)	-13,245	-7,264	-6,070	-1,254	-1,943
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	3,001	1,496	18,257	1,508	2,337
기타	-121,181	-107,137	-107,403	-16,569	-1,689
법인세납부	-20,708	-16,445	-7,148	-11,186	-12,913
<b>투자활동현금흐름</b>	-55,098	-38,682	-12,552	-44,296	-44,202
금융자산감소(증가)	-22,765	-7,954	25,694	-5,550	-5,550
유형자산감소(증가)	-28,379	-29,369	-32,400	-29,400	-29,400
무형자산감소(증가)	-13,957	-14,609	-14,609	-14,609	-14,609
기타	10,003	13,249	8,763	5,262	5,357
<b>재무활동현금흐름</b>	39,810	4,094	-38,491	-25,235	-25,278
단기금융부채증가(감소)	-13,746	13,206	-1,446	-4,000	-6,000
장기금융부채증가(감소)	84,939	18,700	-8,438	-4,000	-2,000
자본의증가(감소)	-2,616	0	-810	0	0
배당금의 지급	-10,845	-11,387	-10,795	-13,288	-13,261
기타	-17,923	-16,426	-16,523	-3,947	-4,017
현금의 증가(감소)	5,586	9,314	-14,076	919	16,387
기초현금	73,315	78,901	88,215	74,139	75,058
기말현금	78,901	88,215	74,139	75,058	91,445
FCF	-13,537	49,540	-8,201	29,217	45,126

자료 : 현대차, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	936,490	963,761	975,303	986,700	1,004,368
<b>매출원가</b>	759,597	787,982	821,364	827,956	777,039
<b>매출총이익</b>	176,893	175,779	153,939	158,745	227,328
매출총이익률 (%)	18.9	18.2	15.8	16.1	22.6
<b>판매비와관리비</b>	124,958	130,032	127,564	121,974	185,393
영업이익	51,935	45,747	26,376	36,770	41,935
영업이익률 (%)	5.6	4.8	2.7	3.7	4.2
비영업손익	21,136	-1,361	7,751	12,174	14,208
<b>순금융비용</b>	-1,055	-1,077	-1,884	-1,316	-1,339
외환관련손익	952	-1,027	-2,092	658	670
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	17,294	2,251	8,096	10,594	12,599
세전계속사업이익	73,071	44,386	34,127	48,945	56,143
세전계속사업이익률 (%)	7.8	4.6	3.5	5.0	5.6
계속사업법인세	15,874	-1,079	8,176	11,186	12,913
<b>계속사업이익</b>	57,197	45,464	25,951	37,759	43,230
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	57,197	45,464	25,951	37,759	43,230
순이익률 (%)	6.1	4.7	2.7	3.8	4.3
지배주주	54,064	40,328	22,950	33,631	38,374
<b>지배주주구속 순이익률(%)</b>	5.77	4.18	2.35	3.41	3.82
<b>비지배주주</b>	3,132	5,136	3,000	4,127	4,856
<b>총포괄이익</b>	59,754	34,322	23,338	35,145	40,617
<b>지배주주</b>	56,145	29,948	20,648	31,328	36,072
<b>비지배주주</b>	3,609	4,374	2,690	3,817	4,545
EBITDA	85,523	81,041	68,274	98,773	101,350

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	18	2.9	12	1.2	1.8
영업이익	-18.3	-11.9	-42.3	39.4	14.1
세전계속사업이익	-13.6	-39.3	-23.1	43.4	14.7
EBITDA	-6.6	-5.2	-15.8	44.7	2.6
EPS(계속사업)	-15.8	-25.4	-42.3	49.1	14.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	8.4	5.9	3.3	4.8	5.3
ROA	3.3	2.6	1.5	2.1	2.4
EBITDA/마진	9.1	8.4	7.0	10.0	10.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	166.1	171.4	148.9	151.0	156.9
부채비율	147.2	138.4	138.4	132.8	126.5
순자본/자기자본	28.7	23.4	28.3	25.8	21.3
EBITDA/이자비용(배)	31.4	24.3	20.9	25.0	25.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	18,938	14,127	8,145	12,144	13,857
BPS	235,358	242,062	251,232	257,747	265,983
CFPS	30,704	26,490	23,014	34,533	35,311
주당 현금배당금	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	8.4	12.0	20.1	10.1	8.9
PER(최저)	6.8	9.5	11.4	9.4	8.2
PBR(최고)	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5
PBR(최저)	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
PCR	4.8	5.9	5.2	3.6	3.5
EV/EBITDA(최고)	8.0	8.4	10.4	5.9	5.5
EV/EBITDA(최저)	7.1	7.3	7.5	5.6	5.3

# SK COMPANY Analysis



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

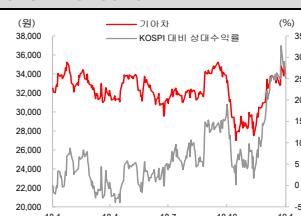
## Company Data

자본금	21,393 억원
발행주식수	40,536 만주
자사주	443 만주
액면가	5,000 원
시가총액	137,621 억원
주요주주	
현대자동차(주)(외3)	35.61%
국민연금공단	7.08%
외국인지분율	41.00%
배당수익률	2.40%

## Stock Data

주가(19/01/15)	33,950 원
KOSPI	2075.57 pt
52주 Beta	0.58
52주 최고가	35,250 원
52주 최저가	27,000 원
60일 평균 거래대금	302 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	8.1%	6.9%
6개월	9.9%	20.7%
12개월	4.5%	25.2%

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

### 지속되는 개선과 성장

18년 4분기 실적 매출액 14.0 조원(YoY +7.9%), 영업이익 3,914 억원(YoY +29.4%, OPM +2.8%), 당기순이익 4,458 억원(YoY +325.3%, NIM 3.2%) 전망. 러시아 통화 약세와 믹스 악화, 마케팅 비용증가 영향으로 높아졌던 기대기대치는 소폭 하회할 전망. 19년 인센티브 감소가 예상되고, 미국 텔룰라이드 출시, 멕시코 생산량 증가, 하반기 인도공장 가동을 감안하면 시장우려와 달리 실적개선과 성장은 지속될 전망

### 4Q18 Preview - 신흥국 환율과 믹스부담

18년 4분기 실적은 매출액 14.0 조원(YoY +7.9%), 영업이익 3,914 억원(YoY +29.4%, OPM +2.8%), 당기순이익 4,458 억원(YoY +325.3%, NIM 3.2%)으로 전망한다. 중국을 제외하면 공장별 출하량은 전년 동기 대비 15.8% 증가하지만, 도매판매는 계절적 요인으로 인해 +5.2%의 성장을 보임에 따라 매출 및 실적개선에 끼치는 영향은 제한적일 것으로 예상한다.

지난 3분기 2800 억가량 반영된 리콜 및 품질비용은 소멸되지만, 1)비우호적인 러시아 환율과 2)모델노후화에 따른 SUV 감소와 A+B+C 세그먼트의 증가로 인한 믹스악화, 4)마케팅 비용 증가 등의 영향으로 전년동기 대비 성장하지만, 높아졌던 시장기대치는 소폭 하회할 것으로 전망한다. 중국법인(DYK)은 출하량 및 도매판매 감소(YoY -13.1%, -19.5%)의 영향으로 3분기에 이은 부진이 예상된다. 계열사와 유사하게 17년 4분기에 보유 자분가치 재평가로 인한 손상차손이 발생했다는 점을 감안하면 순이익보다는 영업이익 변화에 주목할 필요가 있다.

### 지속되는 개선과 성장

18년 이후 낮아진 재고는 시차를 두고 인센티브 감소로 이어질 것으로 예상하며, 미국 공장의 쌍타페 단단여파는 텔룰라이드 출시를 통해 만회될 전망이다. 멕시코의 증가와 19년 하반기부터 가동되는 인도공장까지 고려한다면, 시장의 우려와 달리 실적개선과 성장은 지속될 전망이다. 투자의견 매수, 목표주가 43,000 원을 유지한다.

### 영업실적 및 투자지표

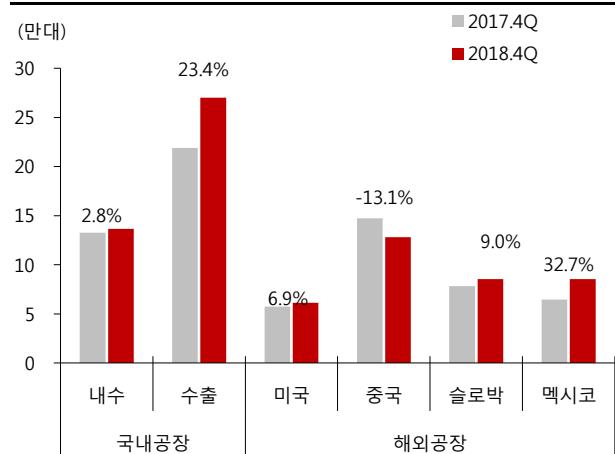
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	495,214	527,129	535,357	547,236	569,722	595,245
yoY	%	5.2	6.4	1.6	2.2	4.1	4.5
영업이익	억원	23,543	24,615	6,622	11,668	16,111	18,024
yoY	%	-8.5	4.6	-73.1	76.2	38.1	11.9
EBITDA	억원	37,768	41,481	25,180	33,083	47,103	47,623
세전이익	억원	31,003	34,420	11,401	18,689	24,155	27,275
순이익(자배주주)	억원	26,306	27,546	9,680	15,074	18,357	21,002
영업이익률%	%	4.8	4.7	1.2	2.1	2.8	3.0
EBITDA%	%	7.6	7.9	4.7	6.1	8.3	8.0
순이익률	%	5.3	5.2	1.8	2.8	3.2	3.5
EPS	원	6,489	6,795	2,388	3,719	4,529	5,181
PER	배		8.1	5.8	14.0	9.1	7.5
PBR	배		0.9	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배		5.5	3.7	5.1	3.8	2.1
ROE	%		11.3	10.9	3.6	5.5	6.5
순차입금	억원	-7,372	-5,232	-7,894	-11,548	-27,761	-37,314
부채비율	%	90.0	91.5	94.7	86.4	84.3	81.4

&lt;표 1&gt; 기아차 2018년 4분기 Preview

	174Q	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q(F)	YoY	(단위 대) 억원 QoQ
기아차출하	634,605	556,584	624,636	546,056	681,131	7.3%	24.7%
국내공장	351,571	338,415	387,782	335,378	406,425	15.6%	21.2%
내수	132,742	123,771	142,542	126,284	136,465	2.8%	8.1%
수출	218,829	214,644	245,240	209,094	269,960	23.4%	29.1%
해외공장	283,034	218,169	236,854	210,678	274,706	-2.9%	30.4%
미국	57,335	50,163	62,337	63,220	61,280	6.9%	-3.1%
슬로박	78,370	85,800	84,400	77,400	85,400	9.0%	10.3%
중국	147,329	82,206	90,117	70,058	128,026	-13.1%	82.7%
멕시코	64,488	65,701	68,012	76,596	85,591	32.7%	11.7%
매출액	130,057	125,622	140,601	140,743	140,270	7.9%	-0.3%
매출원가	107,057	106,288	119,477	119,993	118,388	10.6%	-1.3%
%	82.3	84.6	85.0	85.3	84.4	2.1%p	-0.9%p
판관비	19,975	16,278	17,599	19,577	17,969	-10.0%	-8.2%
%	15.4	13.0	12.5	13.9	12.8	-2.5%p	-1.1%p
영업이익	3,024	3,056	3,526	1,173	3,914	29.4%	233.7%
%	23	24	25	0.8	2.8	0.5%p	2.0%p
영업와손익	6	2,082	919	1,991	2,030	33965.5%	2.0%
%	0.0	1.7	0.7	1.4	1.4	1.4%p	0.0%p
세전이익	3,030	5,138	4,444	3,164	5,944	96.1%	87.9%
%	23	41	32	22	42	1.9%p	2.0%p
법인세	1,982	818	1,125	186	1,486	-25.0%	697.6%
%	65.4	15.9	25.3	5.9	25.0	-40.4%p	19.1%p
당기순이익	1,048	4,320	3,319	2,977	4,458	325.3%	49.7%
%	0.8	3.4	2.4	2.1	3.2	2.4%p	1.1%p

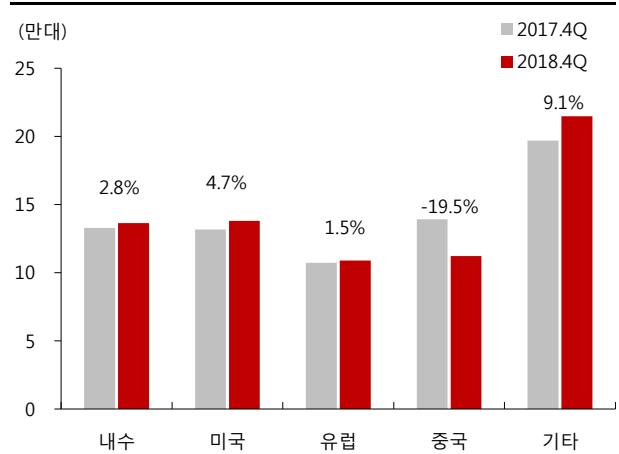
자료: 기아차, SK 증권 추정

&lt;그림 1&gt; 공장별 출하 - 글로벌 YoY +9.7%, 중국제외 YoY +15.8%



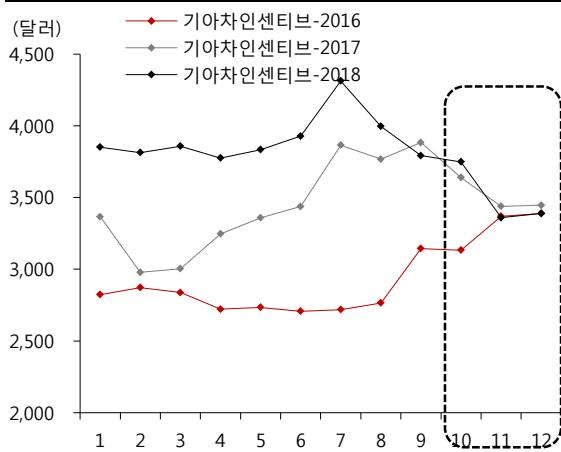
자료: 기아차, SK 증권

&lt;그림 2&gt; 지역별 도매판매 - 글로벌 YoY +0.3%, 중국제외 YoY +5.2%



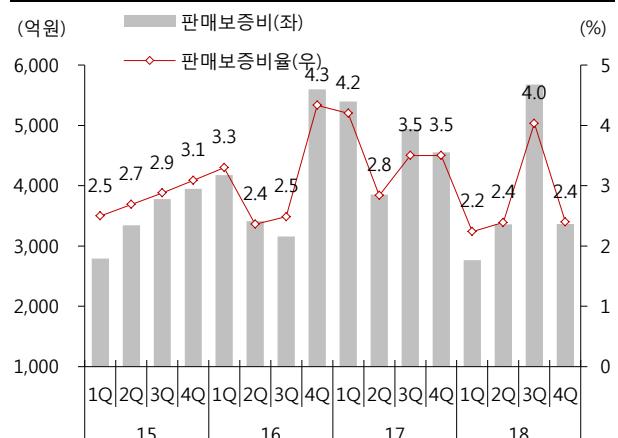
자료: 기아차, SK 증권

&lt;그림 3&gt; 미국 인센티브 추이



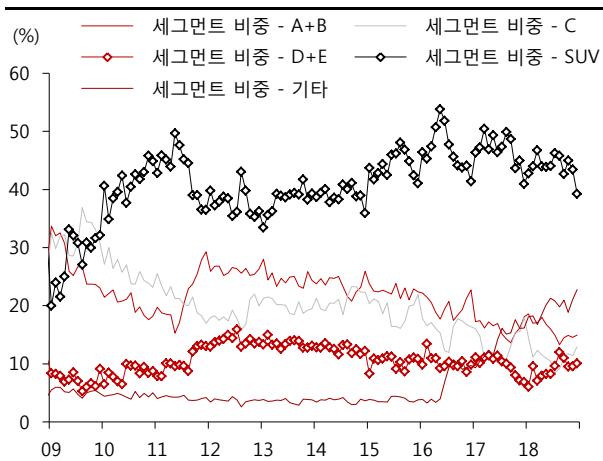
자료: Autodata, SK 증권

&lt;그림 4&gt; 판매보증관련 비용



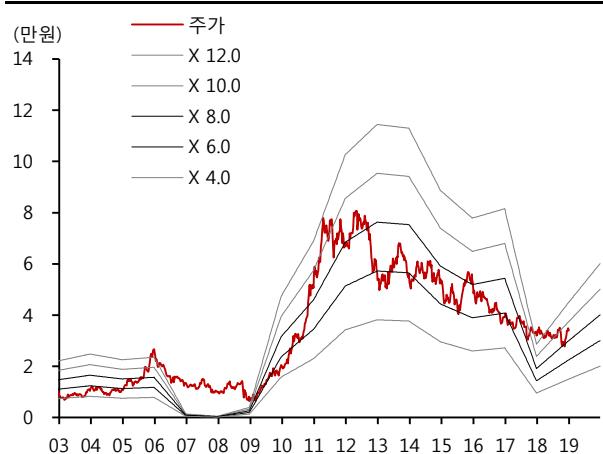
자료: 기아차, SK 증권 추정

&lt;그림 5&gt; 세그먼트별 비중 - 기아차



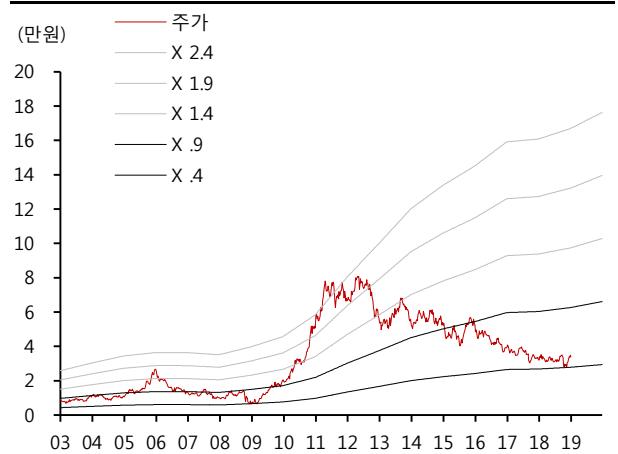
자료: 기아차, SK 증권 추정

&lt;그림 7&gt; PER 밴드차트 - 기아차

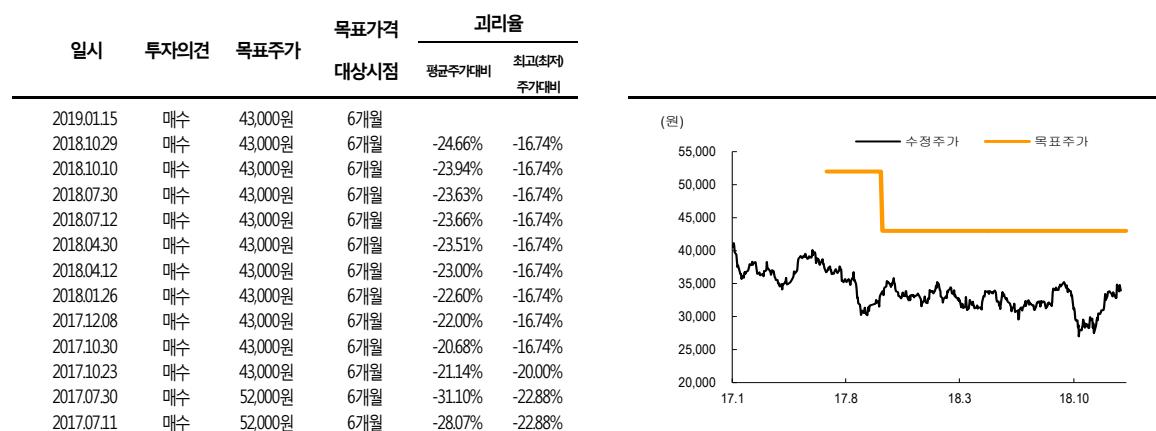


자료: Quantivise, SK 증권

&lt;그림 8&gt; PBR 밴드차트 - 기아차



자료: Quantivise, 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 3 자에게 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 (2019년 1월 15일 기준)

매수	92.31%	중립	7.69%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	209,122	216,421	204,181	220,441	229,724
현금및현금성자산	30,642	15,617	5,398	16,611	20,165
매출채권및기타채권	31,647	30,442	31,117	32,396	33,847
재고자산	88,544	85,436	87,332	90,921	94,994
<b>비유동자산</b>	299,770	306,524	313,924	312,630	320,405
장기금융자산	6,434	4,641	3,714	3,714	3,714
유형자산	134,932	136,529	138,210	128,737	120,778
무형자산	22,953	24,705	24,560	25,062	25,445
<b>자산총계</b>	508,893	522,944	518,105	533,071	550,129
<b>유동부채</b>	162,469	153,230	138,629	140,445	141,912
단기금융부채	41,326	38,564	21,419	18,419	14,419
매입채무 및 기타채무	85,044	75,897	77,581	80,769	84,387
단기충당부채	8,275	11,378	11,630	12,108	12,651
<b>비유동부채</b>	80,629	101,102	101,563	103,333	104,898
장기금융부채	39,376	49,786	48,371	46,371	44,371
장기매입채무 및 기타채무	22	19	19	19	19
장기충당부채	25,330	37,573	39,378	41,541	43,457
<b>부채총계</b>	243,098	254,333	240,192	243,778	246,810
<b>지배주주지분</b>	265,794	268,612	277,912	289,293	303,319
자본금	21,393	21,393	21,393	21,393	21,393
자본잉여금	17,158	17,158	15,607	15,607	15,607
기타자본구성요소	-2,162	-2,162	-611	-611	-611
자기주식	-2,162	-2,162	0	0	0
이익잉여금	234,658	240,743	251,976	265,923	282,515
비자매주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	265,794	268,612	277,912	289,293	303,319
<b>부채와자본총계</b>	508,893	522,944	518,105	533,071	550,129

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	30,914	25,031	29,702	43,025	36,382
당기순이익(순실)	27,546	9,680	15,074	18,357	21,002
비현금성항목등	33,229	46,617	32,500	28,745	26,620
유형자산감가상각비	11,293	12,611	15,138	24,473	22,959
무형자산상각비	5,573	5,946	6,277	6,519	6,639
기타	20,257	32,911	15,371	-1,139	-1,190
운전자본감소(증가)	-22,323	-25,832	-12,513	1,719	-4,967
매출채권및기타채권의 감소증가)	1,866	1,007	-225	-1,279	-1,451
재고자산감소(증가)	-12,735	1,511	-2,852	-3,588	-4,073
매입채무 및 기타채무의 증가감소	547	-9,642	3,199	3,188	3,618
기타	-12,002	-18,708	-12,635	3,398	-3,061
법인세납부	-7,539	-5,435	-5,359	-5,797	-6,273
<b>투자활동현금흐름</b>	-19,759	-45,071	-15,198	-20,122	-20,037
금융자산감소(증가)	5,077	-23,656	4,839	0	0
유형자산감소(증가)	-14,933	-15,897	-16,000	-15,000	-15,000
무형자산감소(증가)	-8,110	-7,021	-7,021	-7,021	-7,021
기타	-1,793	1,503	2,985	1,899	1,984
<b>재무활동현금흐름</b>	7,935	5,356	-24,598	-11,689	-12,791
단기금융부채증가(감소)	0	0	5,000	-3,000	-4,000
장기금융부채증가(감소)	15,168	11,697	-24,801	-2,000	-2,000
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	-1,589	-2,279	-2,381
<b>현금의 증가(감소)</b>	19,593	-15,025	-10,219	11,213	3,553
기초현금	11,049	30,642	15,617	5,398	16,611
기말현금	30,642	15,617	5,398	16,611	20,165
FCF	9,757	9,106	9,141	22,934	16,488

자료 : 기아차, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	527,129	535,357	547,236	569,722	595,245
<b>매출원가</b>	422,816	446,187	464,146	482,605	503,923
<b>매출총이익</b>	104,313	89,170	83,090	87,117	91,322
<b>매출총이익률 (%)</b>	19.8	16.7	15.2	15.3	15.3
<b>판매비와관리비</b>	79,698	82,548	71,422	71,006	73,298
영업이익	24,615	6,622	11,668	16,111	18,024
영업이익률 (%)	4.7	1.2	2.1	2.8	3.0
비영업손익	9,806	4,778	7,021	8,044	9,251
<b>순금융비용</b>	-121	463	116	380	397
외환관련손익	-456	1,346	-1,107	-190	-198
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	11,599	5,640	8,607	7,474	8,656
세전계속사업이익	34,420	11,401	18,689	24,155	27,275
세전계속사업이익률 (%)	6.5	21	34	42	46
계속사업법인세	6,874	1,720	3,615	5,797	6,273
<b>계속사업이익</b>	27,546	9,680	15,074	18,357	21,002
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	27,546	9,680	15,074	18,357	21,002
<b>순이익률 (%)</b>	5.2	1.8	2.8	3.2	3.5
<b>지배주주</b>	27,546	9,680	15,074	18,357	21,002
<b>지배주주구속 순이익률(%)</b>	5.23	1.81	2.75	3.22	3.53
<b>비자매주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	28,178	7,228	12,508	15,791	18,436
<b>지배주주</b>	28,178	7,228	12,508	15,791	18,436
<b>비자매주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	41,481	25,180	33,083	47,103	47,623

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
<b>매출액</b>	6.4	1.6	2.2	4.1	4.5
영업이익	4.6	-73.1	76.2	38.1	11.9
세전계속사업이익	11.0	-66.9	63.9	29.2	12.9
EBITDA	9.8	-39.3	31.4	42.4	1.1
EPS(계속사업)	4.7	-64.9	55.7	21.8	14.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	109	3.6	5.5	6.5	7.1
ROA	5.7	1.9	2.9	3.5	3.9
EBITDA/마진	7.9	4.7	6.1	8.3	8.0
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	128.7	141.2	147.3	157.0	161.9
부채비율	91.5	94.7	86.4	84.3	81.4
순자본/자기자본	-2.0	-2.9	-4.2	-9.6	-12.3
EBITDA/이자비용(배)	29.8	11.4	16.4	20.7	20.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	6,795	2,388	3,719	4,529	5,181
BPS	65,569	66,264	68,559	71,366	74,826
CFPS	10,956	6,966	9,002	12,174	12,483
주당 현금배당금	1,100	800	1,100	1,100	1,100
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	7.5	17.3	9.5	7.7	6.7
PER(최저)	5.4	12.7	7.3	7.2	6.3
PBR(최고)	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
PBR(최저)	0.6	0.5	0.4	0.5	0.4
PCR	3.6	4.8	3.7	2.8	2.7
EV/EBITDA(최고)	4.9	6.4	4.0	2.4	2.2
EV/EBITDA(최저)	3.5	4.6	3.0	2.2	2.0

# 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	191,281 억원
주요주주	
기아자동차(주)(외3)	30.16%
국민연금공단	9.01%
외국인지분율	47.40%
배당수익률	1.80%

## Stock Data

주가(19/01/15)	196,500 원
KOSPI	2075.57 pt
52주 Beta	0.73
52주 최고가	270,000 원
52주 최저가	167,000 원
60일 평균 거래대금	471 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	10.7%	9.5%
6개월	-2.7%	6.9%
12개월	-21.7%	-6.2%

## 현대모비스 (012330/KS | 매수(유지) | T.P 250,000 원(유지))

### 계속되는 중국 불확실성

18년 4분기 실적 매출액 9조 2,861 억(YoY +5.3%), 영업이익 5,041 억원(YoY +57.8%, OPM 5.4%), 당기순이익 4,529 억원(YoY 흑자전환, NIM 4.9%) 전망. A/S 부문의 높은 수익성 지속, 반면 중국불확실성으로 모듈부문의 부진은 계속될 전망. 현대차그룹의 미래기술 방향성이 제시되며, 동사의 역할은 커질 전망. 지배구조개편 기대감 까지 생각하면, 투자자의 신뢰를 위해서라도 본업의 안정적인 수익성은 중요하다는 판단

### 4Q18 Preview - 계속되는 중국 불확실성

18년 4분기 실적은 매출액 9조 2,861 억(YoY +5.3%), 영업이익 5,041 억원(YoY +57.8%, OPM 5.4%), 당기순이익 4,529 억원(YoY 흑자전환, NIM 4.9%)으로 전망한다. 사업부별로 보면 A/S 부문은 해외 A/S 판매 증가와 물류효율화를 통해 영업이익 4,133 억원(OPM 24.0%)의 높은 수익성은 계속될 것으로 기대한다. 모듈부문은 현대차그룹 국내공장 출하량 증가와 고부가제품 증가, 3분기 반영된 1800 억원 가량의 일회성 비용 소멸에도 불구하고, 이익기여도가 높은 중국 출하량 부진의 영향으로 영업이익 908 억원(OPM 1.2%)을 예상한다. 모듈부문의 개선요인이 많다는 점은 긍정적이지만, 실적은 중국지역의 불확실성을 일부 반영하였다. 4분기 기준으로 중국지역 영업이익률은 14년 9.1%, 15년 6.4%에서 16년 -5.4%, 17년 -10.1%으로 둔화폭이 컸다. 18년 4분기 실적에도 반복될지, 아니면 개선될지 여부가 중요하다.

### 본업의 안정적인 수익성은 점차 중요

연초 이후 신년사와 CES를 통해 현대차그룹의 미래기술에 대한 방향성이 제시되며 동사의 역할은 보다 중요해졌다. 지배구조개편안에 대한 기대감이 다시 반영될 가능성이 높은 현 시점에서 투자자의 신뢰를 위해서라도 본업의 안정적인 수익성이 중요하다는 판단이다. 투자의견 매수, 목표주가 기준 25만원을 유지한다.

### 영업실적 및 투자지표

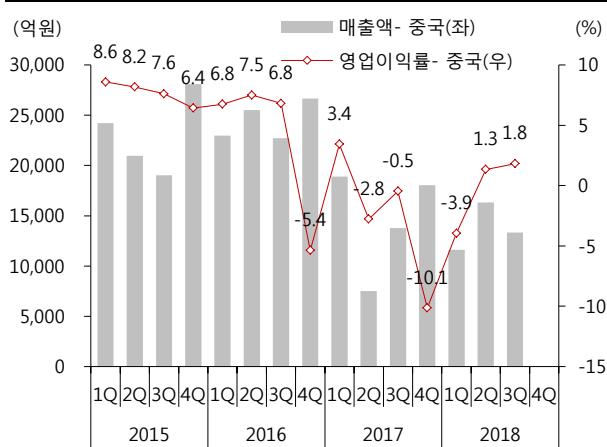
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	360,197	382,617	351,446	347,914	358,818	380,379
yoY	%	2.5	6.2	-8.2	-1.0	3.1	6.0
영업이익	억원	29,346	29,047	20,249	19,473	22,878	25,294
yoY	%	-6.6	-1.0	-30.3	-3.8	17.5	10.6
EBITDA	억원	34,760	35,510	27,348	27,759	31,084	33,232
세전이익	억원	42,127	41,112	27,344	25,283	29,998	33,384
순이익(자배주주)	억원	30,554	30,378	15,682	19,166	22,413	24,942
영업이익률%	%	8.2	7.6	5.8	5.6	6.4	6.7
EBITDA%	%	9.7	9.3	7.8	8.0	8.7	8.7
순이익률	%	8.4	8.0	4.4	5.5	6.3	6.6
EPS	원	31,813	31,205	16,109	19,688	23,023	25,622
PER	배	7.8	8.5	16.3	9.7	8.5	7.7
PBR	배	0.9	0.9	0.9	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	5.9	6.0	7.2	4.0	3.4	2.8
ROE	%	12.5	11.2	5.4	6.4	7.1	7.4
순차입금	억원	-35,076	-46,570	-60,609	-75,486	-86,507	-100,043
부채비율	%	47.1	46.1	42.2	38.1	35.5	33.9

&lt;표 1&gt; 현대모비스 2018년 4분기 실적 Preview

	17.4Q	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q(F)	YoY	QoQ
매출액	88,216	81,943	88,835	84,273	92,861	5.3%	10.2%
모듈부문	71,081	64,504	72,006	66,772	75,641	6.4%	13.3%
A/S 부문	17,135	17,439	16,829	17,502	17,221	0.5%	-1.6%
매출원가	79,192	71,360	77,331	73,445	80,139	1.2%	9.1%
%	89.8	87.1	87.1	87.2	86.3	-3.5%p	-0.9%p
판관비	5,831	6,085	6,192	6,206	7,681	31.7%	23.8%
%	6.6	7.4	7.0	7.4	8.3	1.7%p	0.9%p
영업이익	3,194	4,499	5,312	4,622	5,041	57.8%	9.0%
%	3.6	5.5	6.0	5.5	5.4	1.8%p	-0.1%p
모듈부문	-1,194	273	1,155	90	908	흑전	908.5%
%	-1.7	0.4	1.6	0.1	1.2	2.9%p	1.1%p
A/S 부문	4,521	4,225	4,157	4,533	4,133	-8.6%	-8.8%
%	26.4	24.2	24.7	25.9	24.0	-2.4%p	-1.9%p
영업와손익	236	1,648	2,057	1,106	998	322.5%	-9.7%
%	0.3	2.0	2.3	1.3	1.1	0.8%p	-0.2%p
세전이익	3,431	6,147	7,369	5,728	6,039	76.0%	5.4%
%	3.9	7.5	8.3	6.8	6.5	2.6%p	-0.3%p
법인세	5,116	1,488	1,840	1,232	1,510	-70.5%	22.6%
%	149.1	24.2	25.0	21.5	25.0	-124.1%p	3.5%p
당기순이익	-1,686	4,659	5,529	4,496	4,529	흑전	0.7%
%	-1.9	5.7	6.2	5.3	4.9	6.8%p	-0.5%p
지배주주	-1,564	4,665	5,531	4,450	4,482	흑전	0.7%
%	-1.8	5.7	6.2	5.3	4.8	6.6%p	-0.5%p

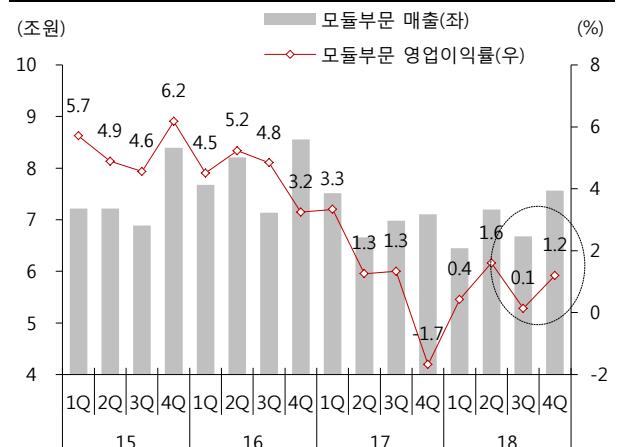
자료: 현대모비스, SK증권 추정

&lt;그림 1&gt; 중국지역 실적추이



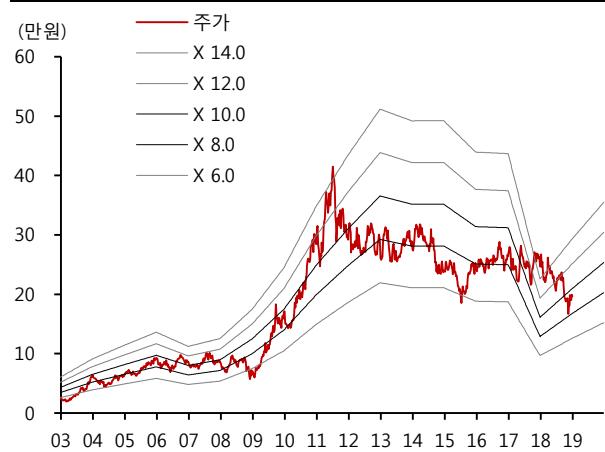
자료: 현대모비스, SK증권

&lt;그림 2&gt; 부문별 실적 추이- 모듈부문



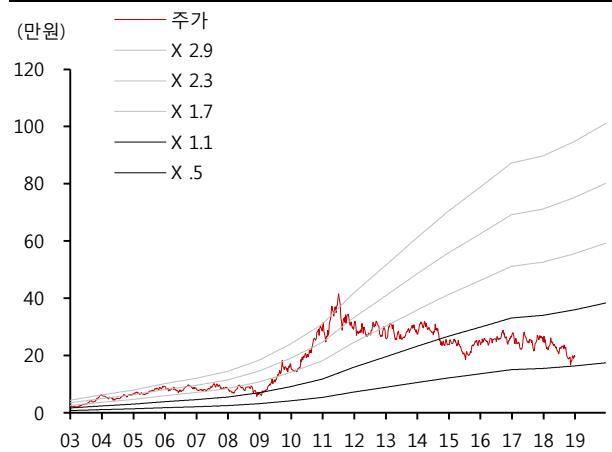
자료: 현대모비스, SK증권

&lt;그림 3&gt; PER 밴드차트 – 현대모비스



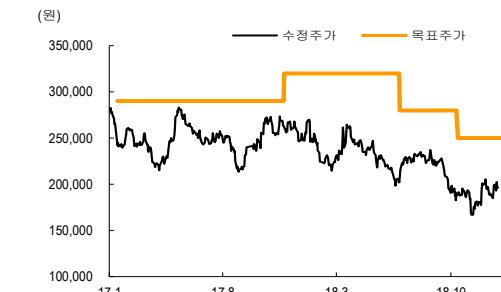
자료: Quantwise, SK 증권

&lt;그림 4&gt; PBR 밴드차트 – 현대모비스



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격			고리율
			대상시점	평균주기대비	최고(최저)	
				주기대비		
2019.01.15	매수	250,000원	6개월			
2018.10.29	매수	250,000원	6개월	-24.58%	-17.80%	
2018.10.10	매수	280,000원	6개월	-21.66%	-15.36%	
2018.07.27	매수	280,000원	6개월	-19.52%	-15.36%	
2018.07.12	매수	280,000원	6개월	-20.65%	-18.04%	
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	-14.52%	-24.1%	
2017.07.30	매수	290,000원	6개월	-15.38%	-24.1%	
2017.07.11	매수	290,000원	6개월	-14.45%	-24.1%	
2017.04.12	매수	290,000원	6개월	-14.41%	-24.1%	
2017.01.31	매수	290,000원	6개월	-15.78%	-10.00%	



### 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 3 자에게 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 (2019년 1월 15일 기준)

매수	92.31%	중립	7.69%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	182,631	182,178	188,959	198,659	214,691
현금및현금성자산	20,493	24,079	25,911	32,832	43,368
매출채권및기타채권	72,242	61,509	60,891	62,799	66,573
재고자산	28,301	26,903	25,398	26,194	27,768
<b>비유동자산</b>	234,485	235,190	237,192	244,810	251,741
장기금융자산	503	1,266	1,105	1,105	1,105
유형자산	85,164	82,064	81,948	82,388	81,053
무형자산	9,610	9,570	9,317	9,120	8,964
<b>자산총계</b>	417,116	417,368	426,151	443,469	466,431
<b>유동부채</b>	88,334	78,932	77,017	75,725	77,996
단기금융부채	16,442	17,463	16,166	12,966	11,466
매입채무 및 기타채무	60,271	49,073	48,579	50,102	53,113
단기충당부채	2,824	3,382	3,348	3,453	3,660
<b>비유동부채</b>	43,202	44,846	40,464	40,549	40,157
장기금융부채	16,756	13,279	8,628	7,728	6,228
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	1,575	1,726	1,825	1,790	1,869
<b>부채총계</b>	131,536	123,779	117,481	116,273	118,153
<b>지배주주지분</b>	284,945	292,954	307,888	326,178	346,998
자본금	4,911	4,911	4,911	4,911	4,911
자본잉여금	14,050	14,072	13,963	13,963	13,963
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	302,568	321,666	343,294
비자본주주지분	635	636	782	1,018	1,280
<b>자본총계</b>	285,580	293,590	308,670	327,196	348,278
<b>부채와자본총계</b>	417,116	417,368	426,151	443,469	466,431

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	29,070	21,201	24,555	22,848	23,361
당기순이익(순실)	30,473	15,577	19,213	22,649	25,205
비현금성항목등	8,947	13,984	11,754	8,435	8,027
유형자산감가상각비	5,774	6,373	7,568	7,561	7,335
무형자산상각비	689	726	718	645	604
기타	3,988	2,590	2,952	179	190
운전자본감소(증가)	-4,570	645	-1,544	-886	-1,692
매출채권및기타채권의 감소증가)	-8,937	8,235	693	-1,908	-3,774
재고자산감소(증가)	-2,139	377	1,339	-796	-1,574
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	8,522	-7,486	1,412	1,523	3,011
기타	-2,016	-481	-4,989	295	645
법인세납부	-9,781	-9,005	-4,867	-7,350	-8,179
<b>투자활동현금흐름</b>	-25,729	-11,907	-11,838	-7,012	-4,926
금융자산감소(증가)	-16,281	-8,591	-7,454	0	0
유형자산감소(증가)	-12,811	-6,607	-8,000	-8,000	-6,000
무형자산감소(증가)	-322	-448	-448	-448	-448
기타	3,685	3,739	4,063	1,435	1,522
<b>재무활동현금흐름</b>	-3,771	-4,418	-10,649	-8,914	-7,899
단기금융부채증가(감소)	-5,139	-3,729	-7,637	-3,200	-1,500
장기금융부채증가(감소)	5,093	2,941	1,381	-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	-1,069	-1,500	-1,585
<b>현금의 증가(감소)</b>	-4,486	3,586	1,832	6,921	10,535
<b>기초현금</b>	24,979	20,493	24,079	25,911	32,832
<b>기말현금</b>	20,493	24,079	25,911	32,832	43,368
<b>FCF</b>	11,755	13,340	16,212	16,145	18,895

자료 : 현대모비스, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	382,617	351,446	347,914	358,818	380,379
<b>매출원가</b>	329,660	306,794	302,276	311,429	329,774
<b>매출총이익</b>	52,957	44,652	45,638	47,389	50,605
매출총이익률 (%)	13.8	12.7	13.1	13.2	13.3
<b>판매비와관리비</b>	23,910	24,403	26,164	24,510	25,311
영업이익	29,047	20,249	19,473	22,878	25,294
영업이익률 (%)	7.6	5.8	5.6	6.4	6.7
비영업손익	12,065	7,095	5,810	7,120	8,090
<b>순금융비용</b>	-788	-949	-549	64	63
외환관련손익	498	-455	-798	-32	-32
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	10,900	6,848	5,814	7,396	8,375
세전계속사업이익	41,112	27,344	25,283	29,998	33,384
세전계속사업이익률 (%)	10.7	7.8	7.3	8.4	8.8
계속사업법인세	10,639	11,767	6,070	7,350	8,179
<b>계속사업이익</b>	30,473	15,577	19,213	22,649	25,205
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	30,473	15,577	19,213	22,649	25,205
<b>순이익률 (%)</b>	8.0	4.4	5.5	6.3	6.6
<b>지배주주</b>	30,378	15,682	19,166	22,413	24,942
<b>지배주주기속 순이익률(%)</b>	7.94	4.46	5.51	6.25	6.56
<b>비지배주주</b>	95	-104	47	236	263
<b>총포괄이익</b>	31,836	11,186	18,405	21,841	24,397
<b>지배주주</b>	31,739	11,291	18,358	21,604	24,134
<b>비지배주주</b>	97	-105	47	236	263
<b>EBITDA</b>	35,510	27,348	27,759	31,084	33,232

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	6.2	-8.2	-1.0	3.1	6.0
영업이익	-1.0	-30.3	-3.8	17.5	10.6
세전계속사업이익	-2.4	-33.5	-7.5	18.7	11.3
EBITDA	2.2	-23.0	1.5	12.0	6.9
EPS(계속사업)	-1.9	-48.4	222	16.9	11.3
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	11.2	5.4	6.4	7.1	7.4
ROA	7.7	3.7	4.6	5.2	5.5
EBITDA/마진	9.3	7.8	8.0	8.7	8.7
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	206.8	230.8	245.4	262.3	275.3
부채비율	46.1	42.2	38.1	35.5	33.9
순차입금/자기자본	-16.3	-20.6	-24.5	-26.4	-28.7
EBITDA/이자비용(배)	85.0	54.6	25.6	20.7	21.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	31,205	16,109	19,688	23,023	25,622
BPS	292,708	300,935	316,276	335,065	356,451
CFPS	37,845	23,400	28,200	31,452	33,776
주당 현금배당금	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	9.2	17.6	13.7	8.8	7.9
PER(최저)	7.4	13.3	8.5	8.0	7.2
PBR(최고)	1.0	0.9	0.9	0.6	0.6
PBR(최저)	0.8	0.7	0.5	0.6	0.5
PCR	7.0	11.2	6.7	6.3	5.8
EV/EBITDA(최고)	6.6	7.9	6.8	3.6	3.0
EV/EBITDA(최저)	5.1	5.4	3.2	3.1	2.5

# SK COMPANY Analysis



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

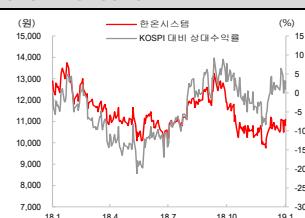
## Company Data

자본금	534 억원
발행주식수	53,380 만주
자사주	0 만주
액면가	100 원
시가총액	59,252 억원
주요주주	
한앤코오토홀딩스유	69.98%
한회사(외1)	
국민연금공단	5.00%
외국인지분율	18.60%
배당수익률	0.70%

## Stock Data

주가(19/01/15)	11,100 원
KOSPI	2075.57 pt
52주 Beta	0.91
52주 최고가	13,750 원
52주 최저가	9,760 원
60일 평균 거래대금	119 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	13.7%	12.5%
6개월	8.8%	19.6%
12개월	-14.0%	3.1%

## 한온시스템 (018880/KS | 매수(유지) | T.P 14,000 원(유지))

### 우려와 다른 안정적 실적

18년 4 분기 실적 매출액 1 조 5,007 억원(YoY +5.4%), 영업이익 1,358 억원(YoY -1.5%, OPM 9.0%), 당기순이익 844 억원(YoY +7.3%, NIM 5.6%) 전망. 중국부진에 대한 우려가 존재하였으나, 미국에서의 성장과 친환경부품 매출 확대, 원가절감활동으로 시장기대치 충족 예상. 수주확대와 믹스개선은 19년에도 이어질 것으로 기대

### 4Q18 Preview - 우려와 다른 안정적 실적 전망

18년 4 분기 실적은 매출액 1 조 5,007 억원(YoY +5.4%), 영업이익 1,358 억원(YoY -1.5%, OPM 9.0%), 당기순이익 844 억원(YoY +7.3%, NIM 5.6%)으로 전망한다. WLTP 실행에 따른 유럽수요 둔화와 환율변화, 주요 고객사의 중국부진과 그로 인해 높아진 단가인하 가능성 등으로 수익성 악화에 대한 우려가 존재했다. 하지만 미국에서 테슬라의 Model 양산화대와 현대차 싼타페 투입효과, 국내공장 물량 증가, 주요 고객사의 친환경차량 출시 확대가 외형성장을 견인하였다. 또한 원가절감활동과 믹스 개선 효과도 수익성개선에 반영되며, 동사의 4 분기 영업이익은 낮아진 시장전망치를 충족할 것으로 예상한다. 수주측면에서도 4 분기 Re-win 기준으로 수주가 진행됨에 따라 연간 수주목표 달성을 가능할 전망이다.

### 수주 확대와 믹스개선은 19년에도 계속

중국 NEV 시행을 비롯하여 환경규제가 점차 강화됨에 따라 글로벌 산업수요 둔화에도 불구하고, 동사의 외형성장과 선제적 투자에 뒤이은 이익회수는 지속될 것으로 전망한다. 친환경부품 매출 확대와 고객다변화라는 기존 중장기 투자포인트에 큰 변화는 없고, 19년 2 분기부터 마그나의 FP&C 사업부의 실적이 반영된다는 점도 긍정적인 요인이다. 인수로 인한 일회성 비용이 반영되겠지만, 외형성장과 높아진 배당여력, 고객다변화라는 긍정적인 요인이 크다. 투자의견 매수, 목표주가 14,000 원을 유지한다.

### 영업실적 및 투자지표

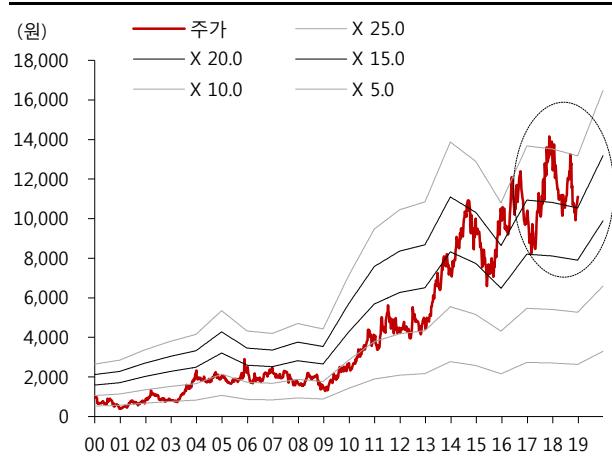
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	55,581	57,037	55,857	58,258	60,799	62,616
yoY	%	1.9	2.6	-2.1	4.3	4.4	3.0
영업이익	억원	3,596	4,225	4,684	4,138	4,559	4,698
yoY	%	-2.9	17.5	10.9	-11.7	10.2	3.1
EBITDA	억원	5,334	6,087	6,699	7,152	8,734	8,915
세전이익	억원	3,457	4,157	4,215	3,779	4,245	4,438
순이익(자배주주)	억원	2,305	2,921	2,886	2,683	3,003	3,162
영업이익률%	%	6.5	7.4	8.4	7.1	7.5	7.5
EBITDA%	%	9.6	10.7	12.0	12.3	14.4	14.2
순이익률	%	4.4	5.3	5.3	4.8	5.1	5.2
EPS	원	432	547	541	503	563	592
PER	배	24.0	18.8	25.7	21.5	19.7	18.7
PBR	배	3.2	3.0	3.8	2.8	3.0	3.0
EV/EBITDA	배	10.5	9.6	11.5	8.9	7.5	7.3
ROE	%	13.7	16.4	15.2	13.4	14.8	15.9
순차입금	억원	-494	2,313	1,320	4,441	4,593	3,705
부채비율	%	92.3	104.8	102.8	101.0	122.5	126.0

&lt;표 1&gt; 한온시스템 2018년 4분기 실적 Preview

	174Q	181Q	182Q	183Q	184Q(F)	(단위: 억원) YoY	QoQ
매출액	14,245	13,869	15,184	14,198	15,007	5.4%	5.7%
아시아	9,786	9,168	10,480	10,125	10,262	4.9%	1.3%
미주	2,516	2,640	2,767	2,913	2,768	10.0%	-5.0%
유럽	6,890	7,158	7,563	6,239	7,027	2.0%	12.6%
연결조정	-4,947	-5,097	-5,626	-5,079	-5,050	2.1%	-0.6%
매출원가	11,509	11,755	12,973	12,215	12,456	8.2%	2.0%
%	80.8	84.8	85.4	86.0	83.0	2.2%p	-3.0%p
판관비	1,357	1,162	1,202	1,164	1,193	-12.1%	2.5%
%	9.5	8.4	7.9	8.2	8.0	-16%p	-0.2%p
영업이익	1,379	952	1,008	820	1,358	-1.5%	65.6%
%	9.7	6.9	6.6	5.8	9.0	-0.6%p	3.3%p
세전이익	1,187	901	974	748	1,156	-2.6%	54.5%
%	8.3	6.5	6.4	5.3	7.7	-0.6%p	24%p
법인세	400	245	246	194	312	-22.0%	60.6%
%	33.7	27.2	25.2	26.0	27.0	-6.7%p	1.0%p
당기순이익	787	656	728	554	844	7.3%	52.4%
%	5.5	4.7	4.8	3.9	5.6	0.1%p	1.7%p
지배주주	767	633	703	532	815	6.2%	53.2%
%	54	4.6	4.6	3.7	5.4	0.0%p	1.7%p

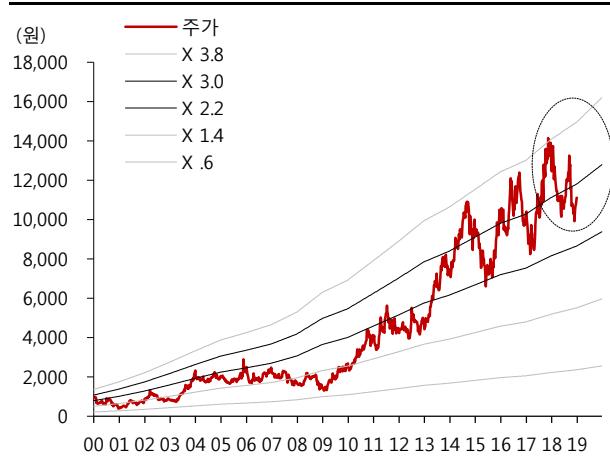
자료: 한온시스템, SK 증권

&lt;그림 1&gt; PER 밴드차트 – 한온시스템



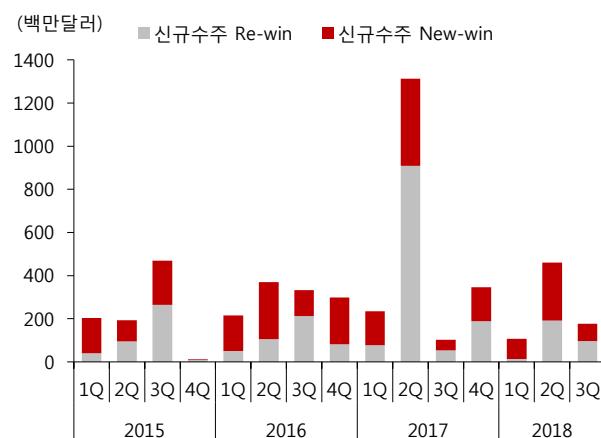
자료: Quantwise, SK 증권

&lt;그림 2&gt; PBR 밴드차트 – 한온시스템



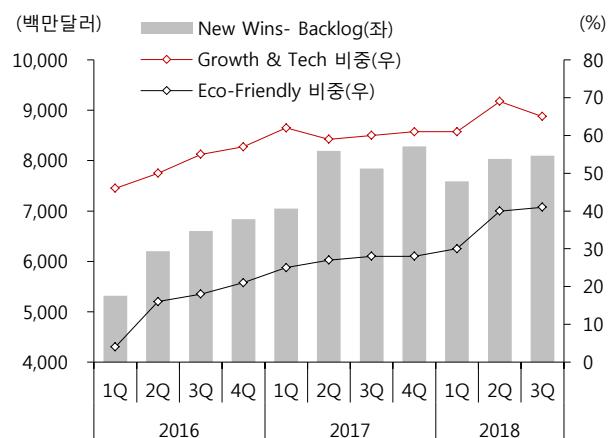
자료: Quantwise, SK 증권

&lt;그림 1&gt; 신규수주 추이



자료: 한온시스템, SK 증권

&lt;그림 2&gt; New win 기준 Backlog 추이



자료: 한온시스템, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격			고리율
			대상시점	평균주기대비	최고(최저) 주기대비	
2019.01.15	매수	14,000원	6개월			
2018.11.14	매수	14,000원	6개월	-24.49%	-20.00%	
2018.10.10	매수	17,000원	6개월	-30.99%	-17.94%	
2018.08.13	매수	17,000원	6개월	-30.52%	-17.94%	
2018.06.21	매수	17,000원	6개월	-31.06%	-17.94%	
2018.03.27	매수	17,000원	6개월	-29.51%	-17.94%	
2017.12.08	매수	17,000원	6개월	-25.21%	-17.94%	
2017.08.21	매수	14,500원	6개월	-12.37%	0.34%	
2017.07.11	매수	13,000원	6개월	-22.21%	-8.46%	
2017.04.12	매수	13,000원	6개월	-23.62%	-11.92%	

Line chart showing stock price (black line) and target price (orange line) from 2017.1 to 2018.10. The Y-axis represents price in won.

Period	수정주가 (원)	목표주가 (원)
2017.1	~9,000	~13,000
2017.8	~14,000	~14,000
2018.3	~12,000	~16,000
2018.10	~10,000	~13,000

### Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 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 (2019년 1월 15일 기준)

매수	92.31%	중립	7.69%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	21,510	22,413	20,770	23,961	23,947
현금및현금성자산	4,252	5,673	2,587	5,435	5,822
매출채권및기타채권	9,642	9,359	10,746	10,910	10,297
재고자산	4,297	4,686	4,777	4,864	5,009
<b>비유동자산</b>	17,088	18,783	21,925	22,726	23,250
장기금융자산	37	239	49	49	49
유형자산	11,781	12,620	15,151	15,263	15,111
무형자산	3,503	4,377	5,165	5,727	6,210
<b>자산총계</b>	38,597	41,196	42,695	46,687	47,196
<b>유동부채</b>	14,634	12,995	17,060	19,585	19,461
단기금융부채	3,171	1,380	5,017	7,017	6,517
매입채무 및 기타채무	8,650	9,069	9,389	9,798	10,091
단기충당부채	51	94	98	103	106
<b>비유동부채</b>	5,114	7,886	4,390	6,118	6,850
장기금융부채	3,597	6,223	2,500	3,500	3,500
장기매입채무 및 기타채무	152	155	155	155	155
장기충당부채	526	490	526	549	566
<b>부채총계</b>	19,748	20,881	21,450	25,704	26,311
<b>지배주주지분</b>	18,276	19,787	20,405	20,052	19,858
자본금	534	534	534	534	534
자본잉여금	-231	-224	-231	-231	-231
기타자본구성요소	0	0	17	17	17
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	19,366	20,738	21,699	21,713	21,885
비자본주주지분	573	528	839	931	1,027
<b>자본총계</b>	18,849	20,314	21,245	20,983	20,886
<b>부채와자본총계</b>	38,597	41,196	42,695	46,687	47,196

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	3,968	5,718	1,740	7,812	8,555
당기순이익(순실)	3,038	2,984	2,782	3,120	3,284
비현금성항목등	4,030	4,158	5,073	5,614	5,631
유형자산감가상각비	1,758	1,806	2,667	3,688	3,652
무형자산상각비	104	209	347	487	565
기타	1,062	810	891	247	255
운전자본감소(증가)	-2,049	-314	-5,240	202	793
매출채권및기타채권의 감소증가)	587	-237	1,361	-165	613
재고자산감소(증가)	-689	-563	-191	-87	-145
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	-55	769	-5,757	409	293
기타	-1,892	-282	-654	44	32
법인세납부	-1,051	-1,110	-875	-1,125	-1,154
<b>투자활동현금흐름</b>	-4,399	-3,354	-5,015	-4,733	-4,429
금융자산감소(증가)	-124	39	-73	0	0
유형자산감소(증가)	-2,306	-2,927	-3,960	-3,800	-3,500
무형자산감소(증가)	-851	-1,049	-1,049	-1,049	-1,049
기타	-1,118	584	66	116	119
<b>재무활동현금흐름</b>	287	-725	287	-230	-3,738
단기금융부채증가(감소)	-469	-1,712	5,856	2,000	-500
장기금융부채증가(감소)	2,948	2,865	2,111	1,000	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-2,033	-1,715	-2,055	-2,989	-2,989
기타	-159	-162	-5,971	-241	-248
현금의 증가(감소)	-220	1,421	-3,086	2,848	388
기초현금	4,471	4,252	5,673	2,587	5,435
기말현금	4,252	5,673	2,587	5,435	5,822
FCF	1,305	1,850	-52	2,880	3,938

자료 : 한온시스템 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	57,037	55,857	58,258	60,799	62,616
<b>매출원가</b>	48,048	46,394	49,399	51,494	52,969
<b>매출총이익</b>	8,989	9,462	8,859	9,305	9,646
매출총이익률 (%)	15.8	16.9	15.2	15.3	15.4
<b>판매비와관리비</b>	4,763	4,778	4,721	4,746	4,948
영업이익	4,225	4,684	4,138	4,559	4,698
영업이익률 (%)	7.4	8.4	7.1	7.5	7.5
비영업손익	-69	-469	-359	-314	-261
<b>순금융비용</b>	153	111	159	125	129
외환관련손익	-31	-265	-33	-63	-64
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	90	85	61	122	188
세전계속사업이익	4,157	4,215	3,779	4,245	4,438
세전계속사업이익률 (%)	7.3	7.6	6.5	7.0	7.1
계속사업법인세	1,119	1,231	997	1,125	1,154
<b>계속사업이익</b>	3,038	2,984	2,782	3,120	3,284
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	3,038	2,984	2,782	3,120	3,284
순이익률 (%)	5.3	5.3	4.8	5.1	5.2
지배주주	2,921	2,886	2,683	3,003	3,162
<b>지배주주구속 순이익률(%)</b>	51.2	51.7	4.61	4.94	5.05
<b>비자주주</b>	116	98	99	117	122
<b>총포괄이익</b>	2,771	3,173	2,390	2,728	2,892
<b>지배주주</b>	2,665	3,106	2,316	2,636	2,795
<b>비자주주</b>	106	68	74	92	96
EBITDA	6,087	6,699	7,152	8,734	8,915

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	2.6	-2.1	4.3	4.4	3.0
영업이익	17.5	10.9	-11.7	10.2	3.1
세전계속사업이익	20.2	1.4	-10.4	12.3	4.5
EBITDA	14.1	10.1	6.8	22.1	2.1
EPS(계속사업)	26.7	-1.2	-7.0	11.9	5.3
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	164	152	13.4	14.8	15.9
ROA	8.3	7.5	6.6	7.0	7.0
EBITDA/마진	10.7	12.0	12.3	14.4	14.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	147.0	172.5	121.7	122.3	123.1
부채비율	104.8	102.8	101.0	122.5	126.0
순차입금/자기자본	12.3	6.5	20.9	21.9	17.7
EBITDA/이자비용(배)	29.2	33.9	33.5	36.2	35.9
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	547	541	503	563	592
BPS	3,424	3,707	3,823	3,757	3,720
CFPS	896	918	1,067	1,345	1,382
주당 현금배당금	225	305	320	320	320
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	24.4	26.9	27.4	19.7	18.7
PER(최저)	16.4	15.3	19.4	18.7	17.7
PBR(최고)	3.9	3.9	3.6	3.0	3.0
PBR(최저)	2.6	2.2	2.6	2.8	2.8
PCR	11.5	15.1	10.1	8.3	8.0
EV/EBITDA(최고)	123	120	11.1	7.5	7.3
EV/EBITDA(최저)	8.5	7.0	8.1	7.1	6.9

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**

권순우

soonwoo@sk.com

02-3773-8882

## Company Data

자본금	470 억원
발행주식수	4,696 만주
자사주	13 만주
액면가	1,000 원
시가총액	13,829 억원
주요주주	
한리홀딩스(외11)	30.30%
국민연금공단	13.44%
외국인지분율	25.70%
배당수익률	3.40%

## Stock Data

주가(19/01/15)	29,450 원
KOSPI	2075.57 pt
52주 Beta	1.33
52주 최고가	58,600 원
52주 최저가	26,550 원
60일 평균 거래대금	128 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.0%	1.8%
6개월	-24.5%	-17.0%
12개월	-46.7%	-36.1%

## 만도 (204320/KS | 매수(유지) | T.P 54,000 원(유지))

### 달라질 19년 투자포인트 - 미국과 유럽, 그리고 ADAS 증가

18년 4분기 실적 매출액 1조 6,083 억원(YoY +6.5%), 영업이익 621 억원(YoY -2.1%, OPM 3.9%), 당기순이익 483 억원(YoY +25.1%, NIM 3.0%) 전망. 미국/국내 성장에도 불구하고, 중국부진 여파가 금번 실적까지 영향. 2019년 달라질 투자포인트에 주목. 중국에서 벗어난 미국/유럽에서의 성장, 신차출시와 옵션시양 확대에 따른 ADAS 매출 확대 기대

### 4Q18 Preview - 중국의 여파

18년 4분기 실적은 매출액 1조 6,083 억원(YoY +6.5%), 영업이익 621 억원(YoY -2.1%, OPM 3.9%), 당기순이익 483 억원(YoY +25.1%, NIM 3.0%)으로 전망한다. 미국과 국내 매출은 확대되었으나 주요 고객사의 중국부진 여파가 금번 실적까지는 영향을 끼쳤다. 또한 유럽 R&D 센터와 Steering By Wire 등 차세대 제품개발투자로 인한 R&D 비용 증가도 부담으로 작용하며 영업이익은 시장기대치를 하회할 것으로 예상한다. 비현대차그룹과 전장부품 중심으로 진행되었던 3분기 수주활동은 4분기에도 지속되며, 연초 목표치를 상회할 것으로 기대한다.

### 달라질 19년 투자포인트 - 미국과 유럽, 그리고 ADAS 증가

동사에 대한 기존 투자포인트는 중국에서의 높은 수익성, 고객다변화와 외형증가였다. 주요 고객사에 대한 중국 내 의존도는 낮추었지만, 중국자동차시장에 대한 우려는 아직 까지 동사 주가에 부담으로 작용하는 모습이다. 하지만 투자포인트는 중국에서 벗어난 미국과 유럽에서의 성장, 컨버셔널 부품에서 전장부품으로 초점이 이동될 필요가 있다는 동사에 대한 투자포인트는 지속한다. 19년 예상되는 신차출시와 옵션시양 확대는 동사의 ADAS 매출 확대에 기여할 전망이다. 자율주행과 전기차로의 변화가 가속화되고 있는 현 시점에서 과정화가 많이 진행된 조향/제동/현가 부품군에서 변화에 대응 가능한 E-product 제품군을 보유하고 있다는 점은 다른 업체 대비 빠른 믹스변화와 수익성 개선을 기대할 수 있는 요인이다. 투자의견 매수, 목표주가 54,000 원을 유지한다.

### 영업실적 및 투자지표

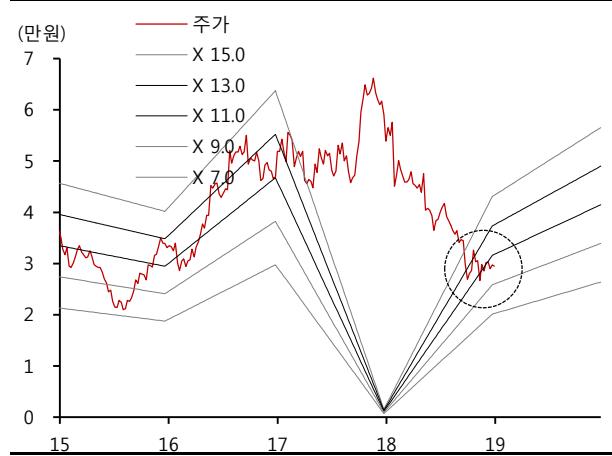
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	52,992	58,664	56,847	57,860	60,371	62,443
yoY	%	207.8	10.7	-3.1	1.8	4.3	3.4
영업이익	억원	2,656	3,050	835	2,217	2,689	2,784
yoY	%	235.2	14.8	-72.6	165.5	21.3	3.5
EBITDA	억원	4,903	5,336	3,286	5,247	6,211	6,183
세전이익	억원	2,012	2,791	193	1,844	2,503	2,591
순이익(자체주주)	억원	1,258	1,995	48	1,273	1,759	1,846
영업이익률%	%	5.0	5.2	1.5	3.8	4.5	4.5
EBITDA%	%	9.3	9.1	5.8	9.1	10.3	9.9
순이익률	%	2.5	3.6	0.3	2.4	3.1	3.1
EPS	원	2,679	4,249	102	2,711	3,746	3,930
PER	배	61.8	55.2	3,029.0	10.7	7.9	7.5
PBR	배	5.9	7.5	10.7	0.9	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	5.8	6.5	12.8	4.9	4.0	3.8
ROE	%	10.6	14.3	0.3	9.1	12.1	12.6
순차입금	억원	10,215	10,972	11,827	10,792	9,549	8,312
부채비율	%	204.6	194.7	215.2	222.1	219.2	214.4

&lt;표 1&gt; 만도 2018년 4분기 실적 Preview

	17.4Q	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q(F)	YoY	QoQ
매출액	15,101	13,462	14,334	13,982	16,083	6.5%	15.0%
한국	7,865	6,836	7,773	7,482	7,944	1.0%	6.2%
중국	5,412	3,915	4,021	3,649	5,466	1.0%	49.8%
미국	1,698	1,713	1,838	2,016	1,969	16.0%	-2.3%
기타	2,114	2,077	2,176	2,380	2,294	8.5%	-3.6%
연결조정	-1,988	-1,079	-1,474	-1,546	-1,591		
매출원가	13,084	11,804	12,305	12,161	13,719	4.8%	12.8%
%	86.6	87.7	85.8	87.0	85.3	-1.3%p	-1.7%p
영업이익	635	433	664	500	621	-21%	24.4%
%	4.2	3.2	4.6	3.6	3.9	-0.3%p	0.3%p
세전이익	444	380	490	339	635	43.1%	87.7%
%	2.9	2.8	3.4	2.4	4.0	1.0%p	1.5%p
당기순이익	386	247	391	269	483	25.1%	79.7%
%	2.6	1.8	2.7	1.9	3.0	0.4%p	1.1%p
지배주주	338	229	365	243	436	28.8%	79.7%
%	2.2	1.7	2.5	1.7	2.7	0.5%p	1.0%p

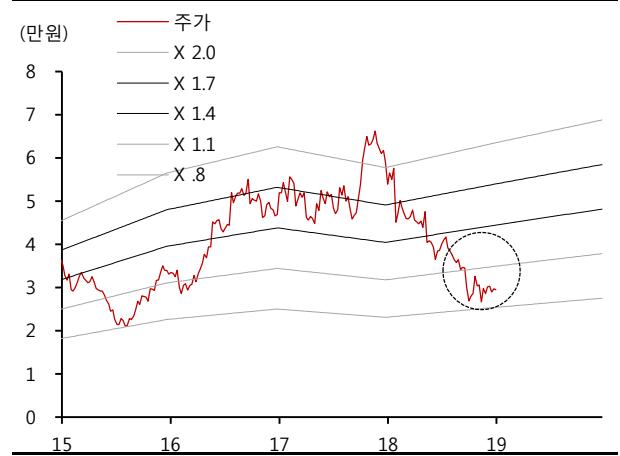
자료: 만도, SK 증권

&lt;그림 1&gt; PER 밴드차트 – 만도



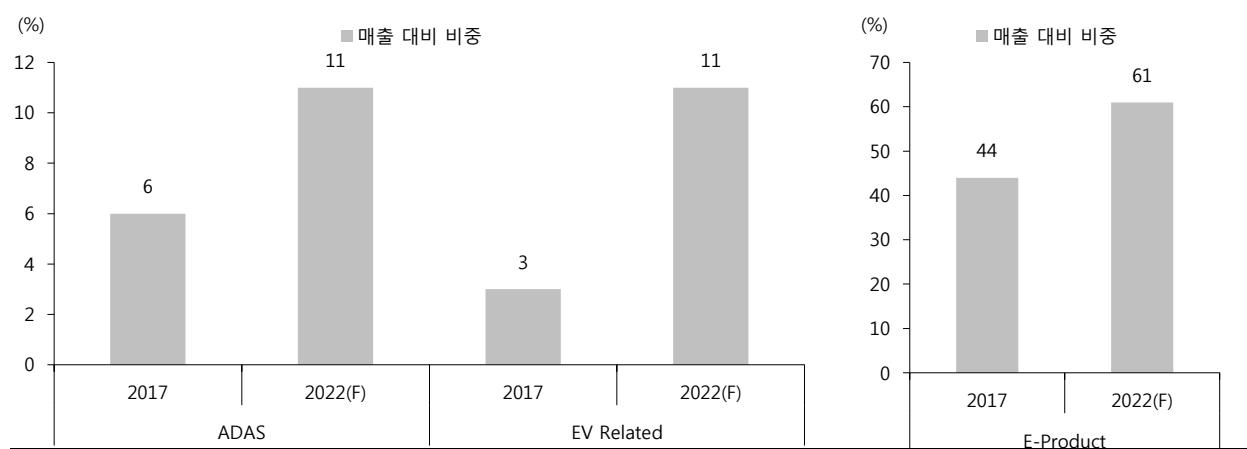
자료: Quantwise, SK 증권

&lt;그림 2&gt; PBR 밴드차트 – 만도



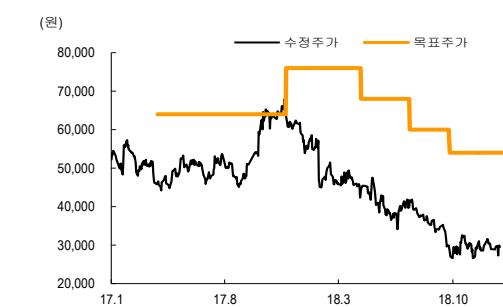
자료: Quantwise, SK 증권

&lt;그림 3&gt; E-product 비중 전망



자료: 만도, SK 증권 주: E-product = ABS/ESC, IDB, EPS, ADAS 등

일시	투자의견	목표주가	목표가격			고리율
			대상시점	평균주기대비	최고(최저)주기대비	
2019.01.15	매수	54,000원	6개월			
2018.10.29	매수	54,000원	6개월	-45.51%	-39.63%	
2018.10.10	매수	54,000원	6개월	-47.74%	-45.09%	
2018.07.27	매수	60,000원	6개월	-39.50%	-30.17%	
2018.04.27	매수	68,000원	6개월	-40.06%	-30.07%	
2017.12.08	매수	76,000원	6개월	-31.81%	-16.58%	
2017.08.23	매수	64,000원	6개월	-17.57%	6.09%	
2017.07.30	매수	64,000원	6개월	-22.62%	-16.09%	
2017.07.11	매수	64,000원	6개월	-23.35%	-16.72%	
2017.04.12	매수	64,000원	6개월	-23.06%	-16.72%	



### Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 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 (2019년 1월 15일 기준)

매수	92.31%	중립	7.69%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	21,009	20,211	24,182	25,247	26,164
현금및현금성자산	1,847	1,188	3,321	3,564	3,801
매출채권및기타채권	14,177	14,346	14,602	15,236	15,759
재고자산	3,364	3,134	3,190	3,329	3,443
<b>비유동자산</b>	23,635	24,300	24,463	23,675	23,009
장기금융자산	619	591	605	605	605
유형자산	19,004	19,053	18,973	17,899	16,983
무형자산	1,966	2,227	2,400	2,610	2,784
<b>자산총계</b>	44,644	44,510	48,644	48,922	49,173
<b>유동부채</b>	17,530	19,536	22,052	22,066	21,972
단기금융부채	3,148	5,648	7,917	7,317	6,717
매입채무 및 기타채무	12,804	12,195	12,413	12,951	13,396
단기충당부채	357	439	447	466	482
<b>비유동부채</b>	11,963	10,852	11,489	11,531	11,561
장기금융부채	9,835	7,751	8,086	7,686	7,286
장기매입채무 및 기타채무	34	24	24	24	24
장기충당부채	143	1,783	2,018	2,106	2,180
<b>부채총계</b>	29,493	30,388	33,541	33,596	33,533
<b>지배주주지분</b>	14,647	13,517	14,412	14,564	14,803
자본금	470	470	470	470	470
자본잉여금	6,018	6,018	6,018	6,018	6,018
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	-52	-52	-52	-52	-52
이익잉여금	6,542	6,044	7,154	7,508	7,949
비자본주주지분	504	605	691	762	837
<b>자본총계</b>	15,151	14,123	15,103	15,326	15,640
<b>부채와자본총계</b>	44,644	44,510	48,644	48,922	49,173

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	3,826	3,065	6,165	5,439	5,438
당기순이익(순실)	2,791	193	1,691	1,852	1,943
비현금성항목등	3,416	5,219	3,995	4,359	4,240
유형자산감가상각비	2,008	2,096	2,548	3,074	2,916
무형자산상각비	278	354	482	448	483
기타	981	2,513	492	45	47
운전자본감소(증가)	-1,704	-1,935	987	-121	-98
매출채권및기타채권의 감소증가)	-1,711	-225	-1,492	-633	-523
재고자산감소(증가)	-199	230	-56	-138	-114
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	945	-143	2,047	539	445
기타	-738	-1,798	488	112	95
법인세납부	-677	-411	-508	-651	-648
<b>투자활동현금흐름</b>	-3,603	-3,730	-3,936	-2,503	-2,498
금융자산감소(증가)	127	-167	-505	0	0
유형자산감소(증가)	-3,288	-2,828	-2,500	-2,000	-2,000
무형자산감소(증가)	-704	-657	-657	-657	-657
기타	262	-78	-273	154	159
<b>재무활동현금흐름</b>	-344	70	-76	-2,693	-2,703
단기금융부채증가(감소)	-2,421	-1,946	-3,115	-600	-600
장기금융부채증가(감소)	2,998	2,895	3,532	-400	-400
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-548	-542	-94	-1,405	-1,405
기타	-373	-337	-319	-288	-298
현금의 증가(감소)	-151	-659	2,134	243	237
기초현금	1,998	1,847	1,188	3,321	3,564
기말현금	1,847	1,188	3,321	3,564	3,801
FCF	584	1,349	1,706	2,733	2,733

자료 : 만도, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	58,664	56,847	57,860	60,371	62,443
<b>매출원가</b>	50,054	50,122	49,989	51,617	53,076
<b>매출총이익</b>	8,610	6,725	7,872	8,754	9,366
매출총이익률 (%)	14.7	11.8	13.6	14.5	15.0
<b>판매비와관리비</b>	5,560	5,890	5,654	6,064	6,582
영업이익	3,050	835	2,217	2,689	2,784
영업이익률 (%)	5.2	1.5	3.8	4.5	4.5
비영업손익	-259	-643	-373	-186	-193
<b>순금융비용</b>	325	313	-70	134	139
외환관련손익	69	-121	9	-67	-69
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	136	33	45	60	62
세전계속사업이익	2,791	193	1,844	2,503	2,591
세전계속사업이익률 (%)	4.8	0.3	3.2	4.2	4.2
계속사업법인세	690	10	455	651	648
<b>계속사업이익</b>	2,101	183	1,389	1,852	1,943
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,101	183	1,389	1,852	1,943
순이익률 (%)	3.6	0.3	2.4	3.1	3.1
지배주주	1,995	48	1,273	1,759	1,846
지배주주구속 순이익률(%)	3.4	0.08	2.2	2.91	2.96
<b>비지배주주</b>	106	135	116	93	98
<b>총포괄이익</b>	2,072	-462	1,164	1,627	1,718
<b>지배주주</b>	1,975	-563	1,071	1,557	1,643
<b>비지배주주</b>	97	101	94	71	75
EBITDA	5,336	3,286	5,247	6,211	6,183

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	10.7	-3.1	1.8	4.3	3.4
영업이익	14.8	-72.6	165.5	21.3	3.5
세전계속사업이익	38.7	-93.1	857.2	35.7	3.5
EBITDA	8.8	-38.4	59.7	18.4	-0.4
EPS(계속사업)	58.6	-97.6	2,562.1	38.2	4.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	14.3	0.3	9.1	12.1	12.6
ROA	4.9	0.4	3.0	3.8	4.0
EBITDA/마진	9.1	5.8	9.1	10.3	9.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	119.9	103.5	109.7	114.4	119.1
부채비율	194.7	215.2	222.1	219.2	214.4
순차입금/자기자본	72.4	83.8	71.5	62.3	53.2
EBITDA/이자비용(배)	14.1	9.3	97.9	21.6	20.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	4,249	102	2,711	3,746	3,930
BPS	31,191	28,786	30,692	31,016	31,524
CFPS	9,117	5,320	9,164	11,245	11,169
주당 현금배당금	5,000	1,000	3,000	3,000	3,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	67.6	3,333.3	114.0	8.0	7.6
PER(최저)	33.4	2,169.9	9.8	7.3	7.0
PBR(최고)	9.2	11.8	10.1	1.0	1.0
PBR(최저)	4.6	7.7	0.9	0.9	0.9
PCR	25.7	58.0	3.2	2.6	2.6
EV/EBITDA(최고)	7.5	13.7	7.9	4.0	3.9
EV/EBITDA(최저)	4.9	10.3	4.7	3.8	3.7

# **memo**

---