

2019-04-04



INDUSTRY ANALYSIS

자동차(비중확대)

지배구조보다 중요한 구조적 변화

자동차섹터의 구조적인 변화와 장기 실적개선 가능성에 주목
수요둔화보다 강한 공급조정, 사업구조 개편, 신차라인업 확대
변화의 수혜는 부품사까지 이어질 전망

자동차타이어. 권순우, 3773-8882



Analyst
권순우

soonwoo@sk.com
02-3773-8882

자동차

지배구조보다 중요한 구조적 변화

자동차섹터의 구조적인 변화와 장기적인 실적개선 가능성에 주목할 시점. 산업 측면에서는 수요둔화보다 강한 공급조정이 진행 중이며 현대차그룹도 중국을 중심으로 시작. 계열사간 합병 등은 지배구조가 아닌 사업구조 개편으로 이해할 필요. 변화에 대응하기 위해 계열사간 명확한 역할 분담 요구. 성공적인 신차출시는 향후 실적개선으로 이어질 전망이며, 부품사에게까지 수혜가 이어질 것으로 판단

자동차주가를 지지하는 요인은?

연초 이후 한국 자동차섹터는 업황과 별개로 환율과 실적추정치의 변화에서 상대적 매력을 보이며 시장과 글로벌 Peer 대비 우수한 수익률을 기록했다. 3월 이후에도 외부요인이 다소 변화되었지만, 안정적인 주가흐름을 유지한 모습이다. 이를 뒷받침한 요인 중 하나로 오토에버 상장 등으로 재차 거론되고 있는 지배구조 개편에 대한 기대감을 꼽을 수 있다. 하지만 현재 주가를 지배구조만으로 설명하기에는 무리라고 판단하며, 실적개선으로 이어질 구조적 변화 가능성에 주목한다.

지배구조보다 중요한 구조적 변화

글로벌 자동차산업수요는 19년에도 역성장을 기록 중이다. 하지만 과거 사례를 고려할 때 완성차업체는 수익성과 연속성을 위해 수요감소보다 강한 공급조정을 선제적으로 시행할 가능성이 높으며, GM 으로부터 시작된 구조조정은 올해에도 활발하게 진행 중이다. 현대차그룹도 부진했던 지역에 대한 처방이 시작되었으며, 중국 1공장 가동중단을 시작으로 추가적인 조정이 예상된다.

자동차산업의 변화는 사업구조 합리화로도 이어질 것으로 판단한다. 완성차 중심의 연구개발과 생산에서 벗어나 그룹사 내의 사업구조 합리화 및 계열사간 명확한 역할 분담이 요구되는 시점이다. 권역별 경영뿐 아니라 생산 및 연구개발에서의 변화도 필요한데, 도요타를 비롯한 글로벌 업체들도 이미 이러한 변화를 추진 중이다. 해당 과정에서 수혜를 입을 수 있는 업체에 주목할 필요가 있다.

현대차는 본업에서 펠리세이드를 통해 부재했던 라인업을 강화했고, 향후 수익성 개선과 함께 텔루라이드와 제네시스 SUV 판매를 기대할 수 있다. 쏘나타는 과한 기대감보다는 안정적인 판매를 보일 수 있는지 여부가 중요하데, 변경된 플랫폼이 경쟁력을 보유하고 있는지 확인할 수 있는 기준이 될 전망이다. 변화의 수혜는 부품사에게도 이어질 전망이다. 신차확대와 믹스개선, ADAS 탑재율 증가는 부품사 주가와 실적에 긍정적이며, 낮은 valuation 입을 고려하면 추가 상승 가능성이 높다.

1Q19 Preview - 개선의 시작, 눈높이의 조절은 필요

주요 업체의 19년 1분기 실적은 전년 동기 대비 개선이 예상되지만, 눈높이의 조절은 필요하다. 신차출시의 확대와 인센티브 축소, 우호적이었던 원/달러 환율 등 긍정적 요인에도 불구하고, 신차출시로 인한 마케팅비와 연구개발, 감가상각 등의 비용 증가와 비우호적이었던 신흥국 환율이 이를 일부 상쇄하였을 것으로 판단한다.

Contents

자동차주가를 지지하는 요인은?	3
지배구조보다 중요한 구조적 변화	6
1Q19 Preview – 개선의 시작, 눈높이의 조절은 필요	14
종목분석 – 현대차/기아차/현대모비스/현대위아/ 한온시스템/만도/한국타이어	20

Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 4월 4일 기준)

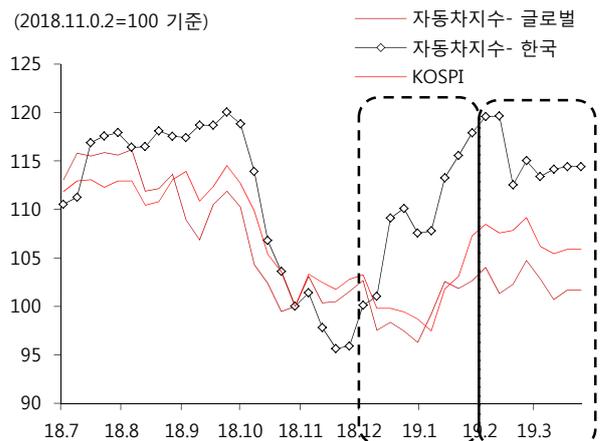
매수	88.89%	중립	11.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

자동차주가를 지지하는 요인은?

약해진 매력에도 안정적 주가 흐름

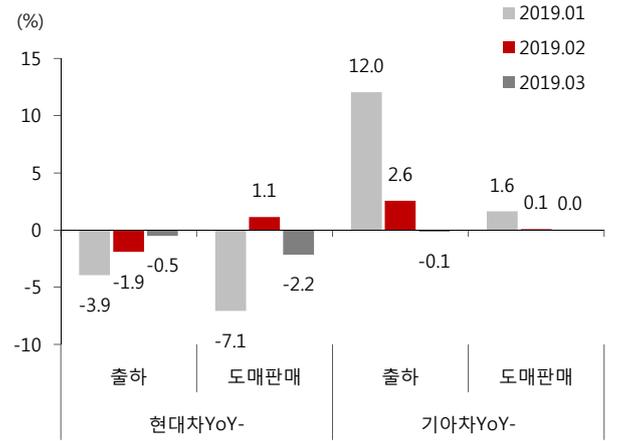
연초 이후 한국 자동차섹터는 업황과 별개로 시장과 글로벌 Peer 대비 우수한 수익률을 기록했다. 당사에서는 환율과 실적추정치의 변화를 주된 요인으로 꼽고 있고, 이러한 변화에서 한국자동차 섹터의 상대적 안정성이 부각되었다는 판단이다. 하지만 연초 이후로 현대차그룹의 의미있는 출하/판매 개선은 이루어지지 않았고, 실적추정치도 시장 하락보다는 제한적이지만 하향되고 있다. 환율 또한 원/달러 변화는 긍정적이지만, 주된 모멘텀으로 작용했던 원/엔과 신흥국 환율은 연초 이후 부정적으로 작용하고 있다. 외부요인의 변화가 발생했음에도 안정적인 주가흐름이 지속되는 요인에 대한 고민이 필요하다.

<그림 1> 시장과 글로벌 Peer 대비 아웃퍼폼한 한국자동차



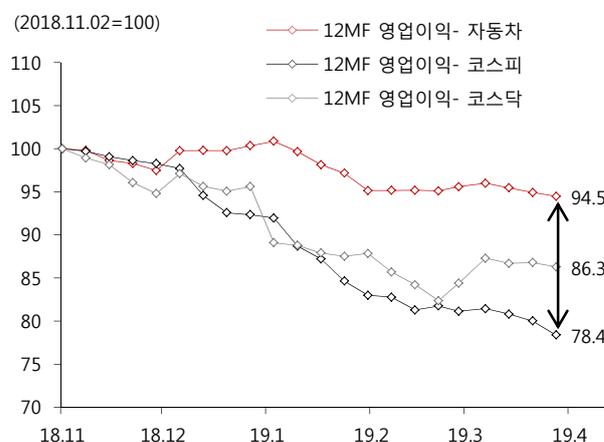
자료: Quantwise, Bloomberg, SK 증권

<그림 2> 현대, 기아차 1분기 출하/도매 - 의미있는 개선은 없었음



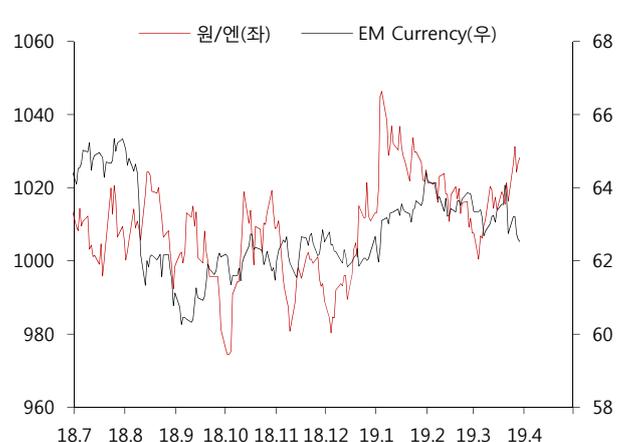
자료: LMC, SK 증권

<그림 3> 시장 대비 변동폭이 낮았던 자동차업체 추정치



자료: Quantwise, Bloomberg, SK 증권

<그림 4> 원/엔 및 신흥국 환율 - 연초 이후 부정적으로 전환



자료: Bloomberg, SK 증권

주주총회 + 오토에버 상장 → 지배구조 개편 기대감 재개

이를 뒷받침하는 요인 중에 하나로 현대차/모비스의 주주총회와 현대오토에버의 상장
으로 재차 부각된 지배구조 개편에 대한 기대감을 꼽을 수 있다. 현대기아차와 주요
계열사의 대표이사 및 사장단에 대한 대규모 인사를 단행하며 세대교체를 통한 인적
쇄신이 이루어졌다. 또한 현대차와 현대모비스의 주주총회를 통해 장기성장과 주주환
원 정책을 밝힘과 동시에 정의선 수석부회장이 각 사의 대표이사로 등극했다. 전반적으
로 국면전환을 위한 준비를 갖추에 따라 18년 5월 무산된 지배구조 개편이 다시 진행
될 가능성이 있기 때문이다. 검색트렌드에서도 현대차 지배구조에 대한 검색량은 크게
증가하였다. 실현가능성에 대해서 논하기엔 어렵지만, 관심도가 높아졌다는 점은 분명
하다.

<그림 5> 주주총회를 앞두고 주주환원 정책을 강조한 현대모비스

배당 및 배당정책		자기주식 매입 및 소각	
잉여현금흐름 기반의 안정적 배당 시행		중장기 계획에 기반한 투명한 주주환원	
배당정책	<ul style="list-style-type: none"> ○ 잉여현금흐름(FCF) 20%~40%를 배당 <ul style="list-style-type: none"> · 매년 독립적인 사외이사로 구성된 투명한경영위원회에서 정기적 검토 진행 · 단, GBC 건축투자비는 FCF계산에서 제외 ○ FCF 계산방식 공개 <ul style="list-style-type: none"> · 영업이익, 법인세비용, 감가상각비, 순전자본 및 시설투자 자료 공개 (사업보고서 기준) 	자기주식 매입	<ul style="list-style-type: none"> ○ 3년간의 총 1조원 규모의 자기주식 매입 <ul style="list-style-type: none"> · '18년 5월 발표된 3년간 1,875억 매입계획을 상향조정 · 시행시기: '19년 하반기 ○ 매년 발행주식대비 1.5% 수준의 매입진행^{*)}
기말배당 (제42기)	<ul style="list-style-type: none"> ○ 기말배당 주당 4,000원 (3,788억) <ul style="list-style-type: none"> · 제41기(FY2017) 3,500원 대비 +500원 상향 · FCF 대비 25.2%, 배당성장 20.1% ○ 어려운 경영환경에도 안정적 배당 유지 	기 보유 자기주식 소각	<ul style="list-style-type: none"> ○ 보유 자기주식 2.6백만주 중 이사회결의로 소각가능한 2백만주 소각 <ul style="list-style-type: none"> · 발행주식 대비 2.1%, 현시가 기준 4,590억 상당 · 시행시기: '19년 하반기
분기배당 ('19년~)	<ul style="list-style-type: none"> ○ '19년 상반기 최초시행 <ul style="list-style-type: none"> · 장기보유 주주의 배당 현금흐름 개선 		

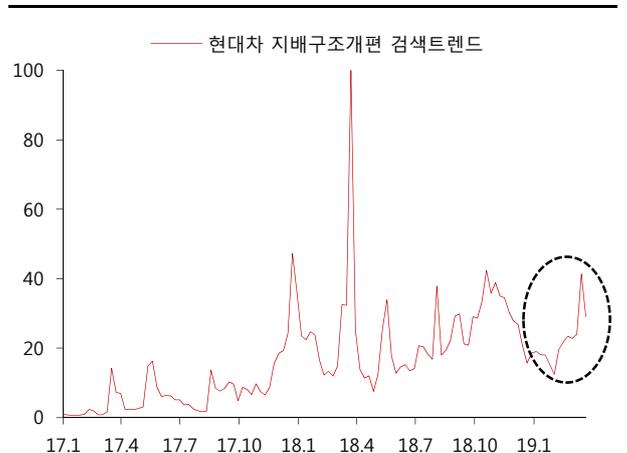
자료: 현대모비스, SK 증권

<표 1> 현대오토에버 상장

HYUNDAI AutoEver		
주주구성	최대주주 및 특수관계인	76.1%
	정의선	9.6%
	보호예수 소계	86.6%
	유통가능주수 공모주주	13.4%

자료: 현대오토에버, SK 증권

<그림 6> 현대차 지배구조 개편에 대한 관심이 재차 높아졌음



자료: 네이버트렌드, SK 증권

결국 주가는 이익으로 수렴, 본업의 변화에 관심

과거에도 지배구조 개편에 대한 기대감이 주가에 반영된 경험이 있었으나 이슈가 된 이후 기대감이 소멸되며 감소하는 이익을 반영해왔다. 작년 개편안 발표 이후로도 동일한 결과였다는 점을 생각한다면, 현재 주가를 지배구조만으로 설명하기에는 무리라는 판단이다. 외부적으로도 엔진리콜에 대한 변수와 미국 자동차관세 추가 연장 가능성 등 불확실성이 높다. 특히 낮은 PBR 과 달리 현저하게 PER 에 대한 부담이 높은 현 상황에서 더욱 그러하다. 13 년 이후 지속적으로 하락해왔던 12 개월 선행기준 영업이익과 당기순이익이 반등할 수 있을지, 그리고 주가의 지속적인 상승을 위해 기대 이상의 실적 성장이 가능한지가 앞으로의 관전포인트다. 경영진교체와 주주환원 정책이 진행된 현 시점에서는 지배구조보다 실적개선으로 이어질 구조적 변화 가능성에 주목한다.

<표 2> 미국 자동차 관세 연장 가능성

백악관 "트럼프 자동차관세 검토기간 더 길어질 수도"

5 월 18 일 검토기간 종료 후 추가 협상 선택할 가능성
'수입차 안보위협' 보고서엔 전방위 관세부과옵션 등재

(전략)그러나 트럼프 대통령은 대응 방식으로 추가 협상을 선택한다면 조치가 이뤄질 때까지 180 일의 추가검토 기간을 얻게 된다. 커들로 위원장은 상무부가 제출한 보고서에 관세부과를 진행할 방식에 대한 다수 선택지가 담겼으며 그 선택지들은 전반적인 문제를 모두 다루고 있다고 밝혔다(후략)

2019.3.29 연합뉴스

자료 언론 SK 증권

<그림 8> 자동차섹터 12MF 영업이익/당기순이익 추이



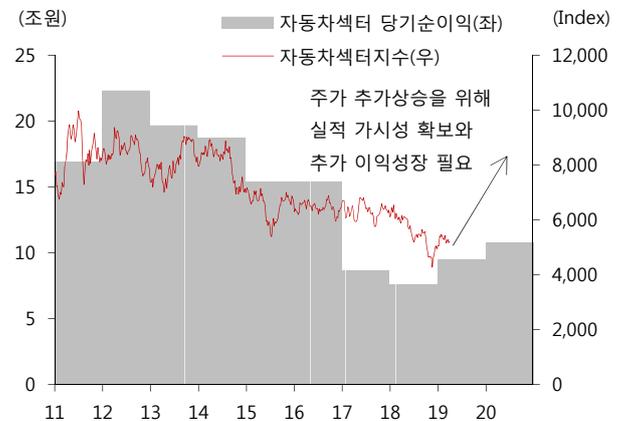
자료: Quantwise, SK 증권

<그림 7> Trailing 기준 PER/PBR 추이 - 17,18년 수익성 악화 심화



자료 Quantwise, SK 증권

<그림 9> 자동차섹터 지수 + 당기순이익 추이



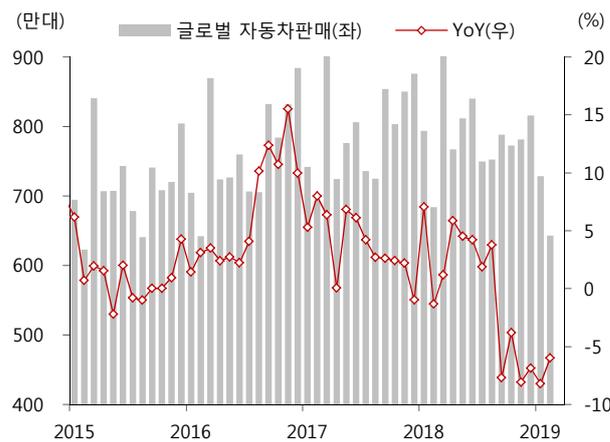
자료: Quantwise, SK 증권

지배구조보다 중요한 구조적 변화

수요감소보다 강한 공급조정 - 선제적 대응이 진행중인 자동차산업

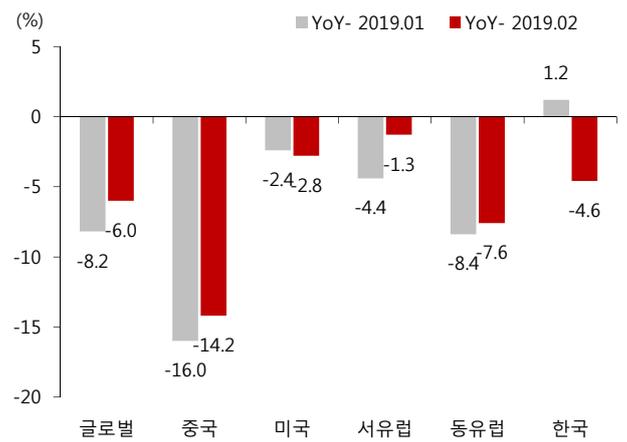
19년 이후 글로벌 수요는 18년 하반기에 이어 여전히 부진하다. LMC 발표 기준으로 작년 9월 -7.7%를 기록하며 시작된 수요의 역성장은 19년 1월 -8.2%, 2월 -6.0%를 기록하며 현재까지 이어지고 있다. 지역별로 보면, 시장성장을 이끌었던 중국과 유럽에서의 수요둔화가 크다. 꾸준하게 언급하고 있지만 1)19년 자동차 수요 역성장 가능성과 2)경쟁심화의 반복, 3)전동화로의 변화에 따른 신차효과 희석, 4)친환경, 자율주행, 플랫폼의 변화에 대응하기 위한 노력과 비용의 증가가 예상됨에 따라 구조조정은 불가피할 전망이다(구조조정의 시작, 2018.11.21 자료 참고). 글로벌 수요 역성장을 경험했던 과거 10년, 13년에도 주요 업체들의 CAPA 조정은 이루어졌다.

<그림 10> 글로벌 자동차판매 - 19년 1월에 이어 2월에도 역성장



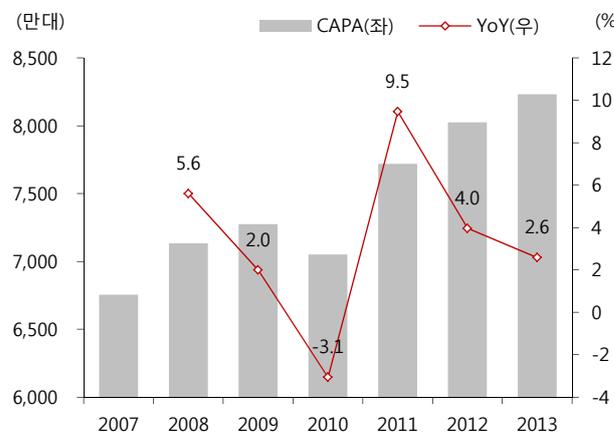
자료: LMC, SK 증권

<그림 11> 주요 지역별 자동차판매 YoY - 19년 1월/2월 기준



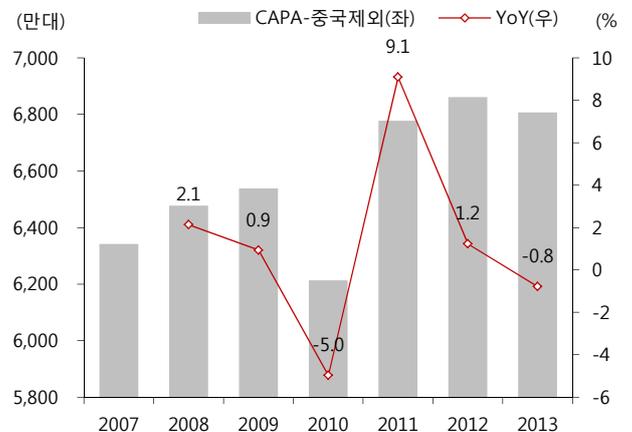
자료: LMC, SK 증권

<그림 12> 글로벌 자동차 CAPA 추이 - 2010년 CAPA 조정 진행



자료: 산업자료, SK 증권 주: GM, Ford, VW, 닐슨, BMW, 르노-닛산, PSA, FCA, 도요타, 스즈키, 마쯔다, 현대 기아 기준

<그림 13> 중국 제외 글로벌 CAPA 추이 - 10,13년 CAPA 조정 진행



자료: 산업자료, SK 증권 주: GM, Ford, VW, 닐슨, BMW, 르노-닛산, PSA, FCA, 도요타, 스즈키, 마쯔다, 현대 기아 기준

과거 사례를 고려할 때 완성차업체는 수익성과 영속성을 위해 수요감소보다 강한 공급 조정을 선제적으로 시행할 가능성이 높다. 실제로 GM 으로부터 시작된 구조조정은 19년 들어서도 활발하게 진행되고 있다. Ford는 유럽공장 추가조정과 함께 브라질 공장 폐쇄를 밝혔으며, 혼다도 Brexit 라는 변수를 고려하여 영국공장 가동중단을 선언했다. 닛산의 멕시코 공장 조정도 있었다. 또다른 변화는 글로벌 완성차 업체간 협업과 합종연횡이다. BMW와 다임러는 자율주행과 운전자 보조시스템, 공유경제에서 장기적 협력관계를, 폭스바겐은 포드와의 연합을, 르노-닛산 얼라이언스는 FCA 등과 자율주행 연구협업 계획을 마쳤다. 확정되지 않았지만 FCA와 르노-닛산과의 합병, BMW-다임러의 합병도 거론되는 등 경쟁에 대응하기 위한 노력은 진행 중이다.

현대차그룹도 부진했던 지역을 향한 강도 높은 처방이 시작되었다. 먼저 가동률이 현저히 낮은 중국에서 1 공장 가동중단을 시작으로 추가적인 구조조정이 예상된다. 늦었지만 바람직한 방향으로 나아가고 있다.

<표 3> 주요 업체 구조조정 내용

업체	주요 구조조정 내용
폭스바겐	2023년까지 관리직 7000명 감원
포드	독일 공장 5000명 감원 발표, 브라질 공장 폐쇄 유럽에서의 단계적 철수 진행
GM	글로벌 7개 공장 폐쇄, 14만명 감원 추진
도요타	임원수 55명에서 23명으로 감축 및 간부 직급 통폐합
닛산	멕시코 공장 등에서 17000명 감원
혼다	영국 공장 가동중단

자료: 언론취합, SK 증권

<표 5> 현대차 중국 1 공장 가동중단 - 추가적인 조정 전망

현대차 '중국 1호 공장' 내달 가동중단

- 中 생산라인 절반 2년째 멈춰
- 현대차, 생산 건 구조조정 돌입

현대자동차의 중국 합작법인인 베이징현대차가 이르면 다음달 베이징 1 공장 가동을 중단한다. 베이징현대차는 인력 감축을 위해 1~3 공장 직원 2000여 명을 내보낸 것으로 확인됐다. 2017년 사드(고고도 미사일방어체계) 보복 여파로 판매량이 쪼그라든 뒤 2년간 공장 가동률이 50%를 밑돌자 '구조조정 카드'를 꺼내들었다는 분석이다. (후략)

2019.3.6 한국경제

자료: 언론, SK 증권

<표 4> 19년 진행 중인 글로벌 업체간 전략적 제휴

독일 폭스바겐과 미국 포드가 자율주행차전기차 등 미래차 공동개발과 지역별차종별 시너지 효과 극대화를 위해 광범위한 제휴 관계를 맺는 '폭스바겐-포드 동맹'을 추진

BMW와 다임러 자율주행과 운전자 보조시스템, 자동차 분야에서 2025년까지 실질적인 기술 발전을 이룰 수 있도록 장기 전략적 협력관계 발표

르노-닛산 얼라이언스가 피아트크라이슬러, 재규어랜드로버 등이 참여하고 있는 미국 구글진영에 합류

자료: 언론취합, SK 증권

<표 6> 기아차도 중국 구조조정에 동참

기아차, 중국 1 공장 구조조정... '전기차 전용 공장' 전환 확정

- 기존 기아차 모델 생산중단...합작사 위에다그룹에 임대할 듯
- 동평위에다기아차, 공식 웨이보서 구조조정 방침 발표

기아차가 가동률 부진으로 생산중단을 검토 중인 중국 장쑤(江蘇)성 옌청(鹽城) 1 공장의 구조조정 방침이 확정됐다. 옌청 1 공장은 기존 기아차 모델 생산은 중단하고 합작법인의 주주인 위에다(悅達) 그룹에 공장을 넘겨 전기차 전용 공장으로 전환될 예정이다. (후략)

2019.3.20 연합뉴스

자료: 언론, SK 증권

사업구조의 변화 - 모든 변화를 지배구조개편으로 보지 말자

완성차에 집중되어있던 연구개발과 생산의 헤게모니는 자동차산업의 변화에 대응하기 위해서는 앞으로 변화가 요구된다. 이런 측면에서 계열사간의 합병과 외부 산업/기업과의 MOU 확대와 같은 변화를 지배구조 개편이 아닌 사업구조의 개편과 합리화라는 관점에서 바라볼 필요가 있다. Grab 에 이어 Ola 에 진행된 지분투자 같은 방식도 전동화/자율주행/공유경제로의 변화에 대응하기 위해 분명 중요하지만, 그룹사 내부적으로도 사업구조 합리화 및 계열사간 명확한 역할 분담이 요구된다. 현대차 CEO Day 에서도 밝힌 권역별 경영뿐 아니라, 생산 및 연구개발 등의 영역이 포함되는 그룹의 변화도 필요하다. 다이모스와 파워텍의 합병, 현대오트론의 외부 반도체 제조사와의 MOU 및 엠엔소프트와의 합병 가능성 등도 이러한 사업구조의 연장선으로 이해해야 한다.

<표 7> 현대오트론, 외부 반도체 제조사와 MOU

현대오트론, 스위스 자동차용 반도체 제조사와 MOU

현대자동차그룹의 현대오트론은 ST 마이크로일렉트로닉스와 전략적 업무협약(MOU)을 체결하고, 강남 인근에 반도체 공동개발 연구소(Lab)를 설립한다고 30 일 밝혔다. 이번 업무협약에 따라 양사는 공동개발 연구소에서 기술교류방안을 모색하고 차세대 반도체 상세설계 업무를 수행하게 된다.

지난 2012 년 제어가소프트웨어반도체 연구개발 전문회사로 출범한 현대오트론은 최근 환경차 및 자율주행, 커넥티비티 기술수요 증가 추세에 맞춰 차세대 반도체 자체기술 확보에 연구개발 역량을 집중하고 있다(후략)

2019.1.30 연합뉴스

자료 언론, SK 증권

<표 8> Grab 에 이어 Ola 에 지분투자를 진행한 현대차그룹

현대기아차, 인도 '올라'에 3 억달러 전략 투자

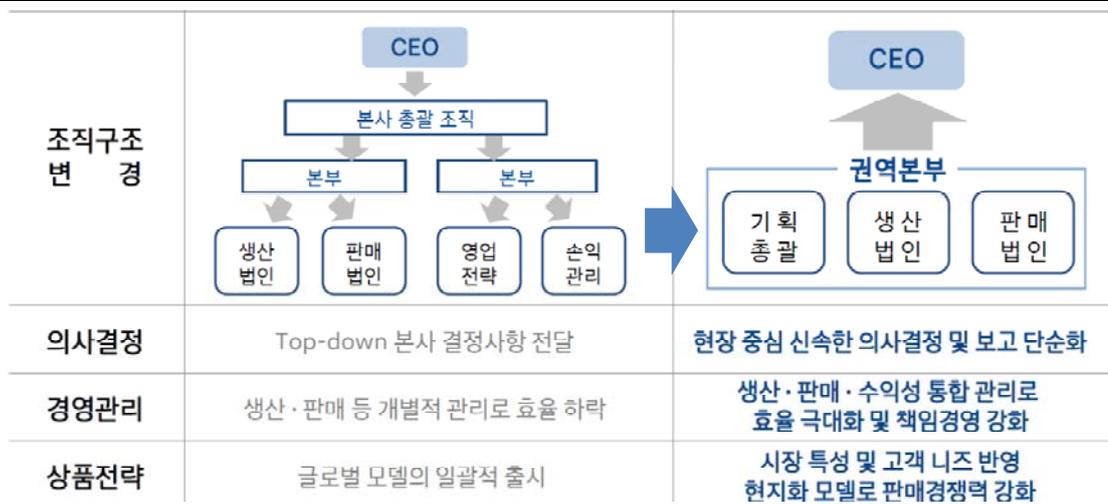
- 단일 투자로 역대 최대...동남아 이어 인도 모빌리티 시장 공략 박차
- 모빌리티 3대 분야 협력, 인도 내 공유경제 전반으로 사업 영역 확대

(전략) 이날 체결한 계약에 따라 현대자동차 2 억 4000 만달러(2707 억원)와 기아자동차 6000 만달러(677 억원) 등 총 3 억달러(3384 억원)를 올라에 투자한다. 이는 현대·기아차가 지난해 동남아시아 최대 모빌리티 기업 그룹에 투자한 2 억 7500 만 달러를 상회하는 액수로, 역대 외부 기업 투자 기록을 갱신했다. (후략)

2019.3.19 헤럴드 경제

자료 언론, SK 증권

<그림 14> 권역별 경영으로의 변화가 의사결정 및 경영관리의 영역이라면 생산 및 연구개발 등의 영역이 포함되는 변화도 필요

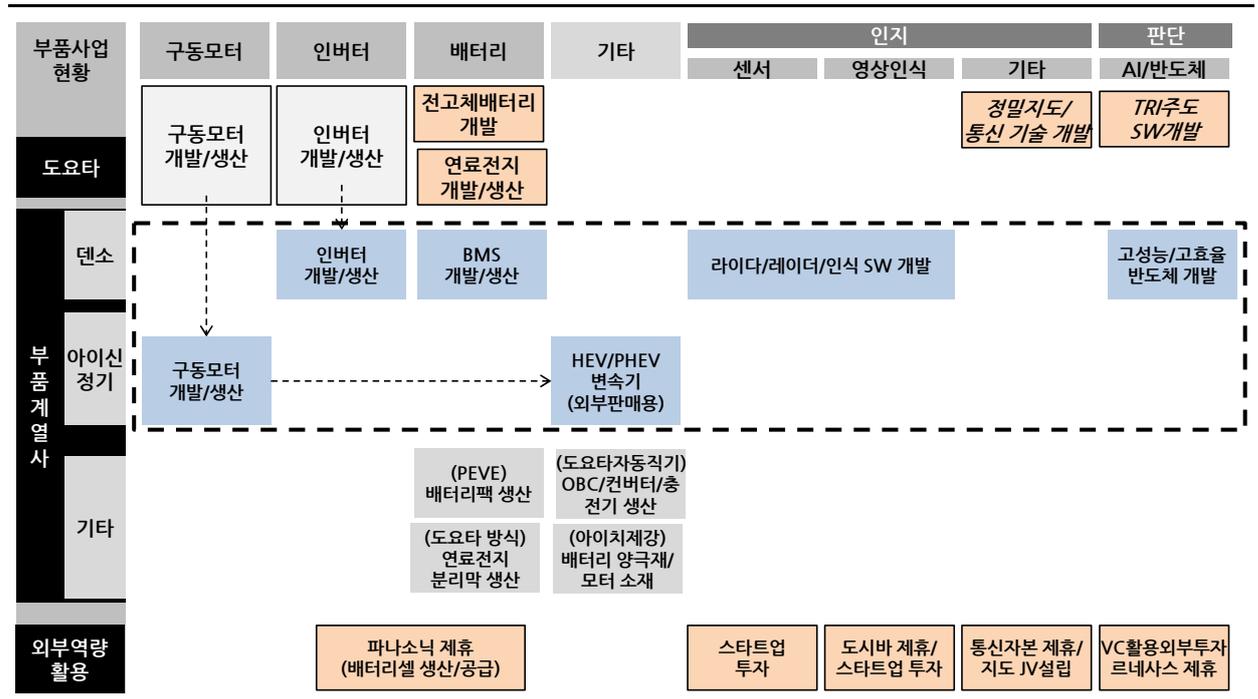


자료: 현대차, SK 증권

실제로 많은 글로벌 업체들도 이미 이러한 변화를 추진 중이며, 현대차그룹과 유사한 구조를 가지고 있는 도요타에서도 활발히 진행 중이다. 완성차업체인 도요타가 여전히 AI/반도체, 전고체 및 연료전지 개발과 같은 선행기술개발에 대한 주도권을 가지고 있지만, 인버터와 센서/영상인식은 덴소, 구동모터는 아이신정기, 아이치제강과 도요타방직이 소재에 집중하는 식으로 계열사와 부품사에 각자의 역할을 부여하는 모습이다. 또한 부족한 부분들은 배터리셀 생산/공급을 위한 파나소닉과의 제휴, 차량용 반도체와 AI 를 위한 르네사스와의 제휴, 정밀 지도 개발을 위한 지도 JV 설립처럼 자본투자자와 인수, 제휴를 통해 채워가고 있다.

현대차그룹도 유사한 사업구조 개편을 진행할 것으로 전망하며, 이러한 변화 속에서 외형 성장 및 신규사업 확대의 기회가 발생할 수 있는 현대모비스, 현대위아, 현대제철, 현대 BNG 스틸 등의 업체에 관심을 가질 필요가 있다. 이해관계자의 주식보유 유무보다는 해당 업체가 변화에 대응할 수 있느냐 없느냐가 중요하다.

<그림 15> 도요타의 사업구조 개편 방향성 - 완성차에 집중되었던 연구개발과 생산을 효율적으로 부품사와 관계사에 이관하는 모습

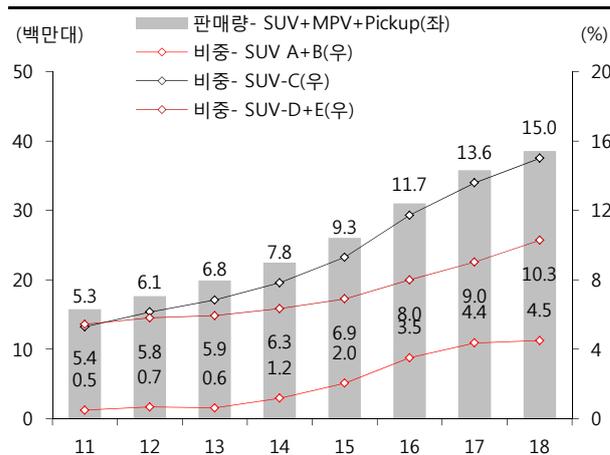


자료 산업자료, SK 증권

팰리세이드와 텔루라이드 - 부재했던 세그먼트의 출현

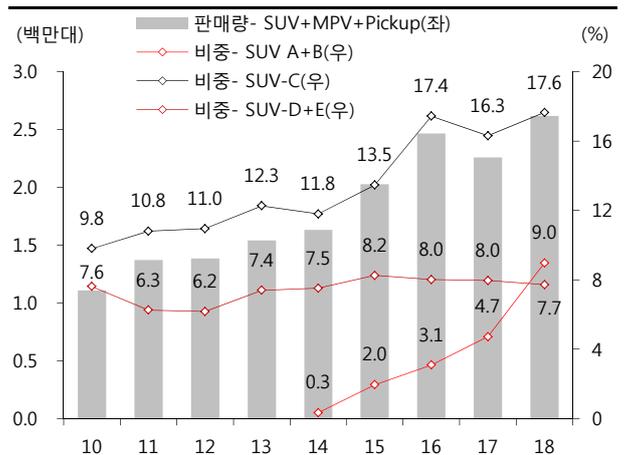
중요한 변화 중에 하나는 팰리세이드와 텔루라이드 출시로 부재했던 SUV-E 세그먼트의 라인업을 갖추었다는 점이다. 과거 글로벌 부진의 요인 중 하나로 제한적인 SUV 라인업을 꼽을 수 있다. 하지만 실제 세그먼트별로 분류해보면, 투싼과 스포티지가 속한 SUV-C 세그먼트 비중은 글로벌 비중보다 높은 수준을 유지했다. 동일 세그먼트에서의 차량경쟁력이 부족했다기보다는 라인업이 부재한 영향이 컸다고 볼 수 있다. 이후 SUV-A+B 세그먼트는 Creta 와 Kona, Stonic 의 출시를 통해 17년부터 만회하였다. 현재 팰리세이드는 국내생산 라인을 조정할 정도로 높은 사전예약대수를 보이고 있으며, 19년 2월 기준 현대차 출하 내에서 1.9%를 차지하며 빠르게 비중을 높여가고 있다. 수익성 개선과 함께 앞으로 출시될 텔루라이드와 제네시스 SUV, Entry SUV 판매에 대한 기대감도 가질 수 있다.

<그림 16> 글로벌 SUV 비중 - SUV는 세그먼트를 불문하고 확대



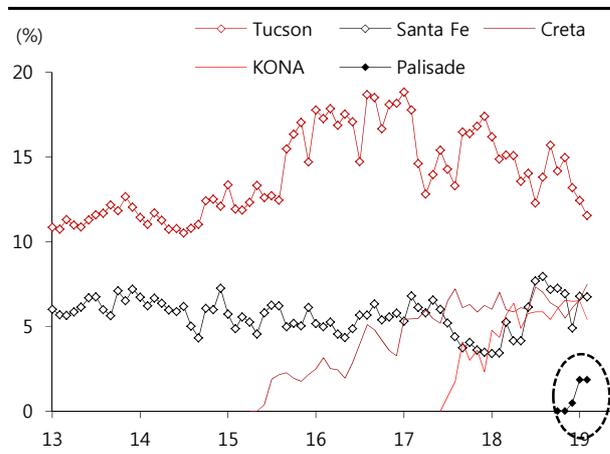
자료: Marklines, SK 증권

<그림 17> 현대차그룹 SUV 비중 - 글로벌 평균 대비 D+E 부진



자료: Marklines, SK 증권

<그림 18> 현대차 출하 내 주요 SUV 차종 비중



자료: 현대차, SK 증권 추정

<그림 19> 기아차 텔루라이드 - 기아차 믹스 개선에 기여 예상

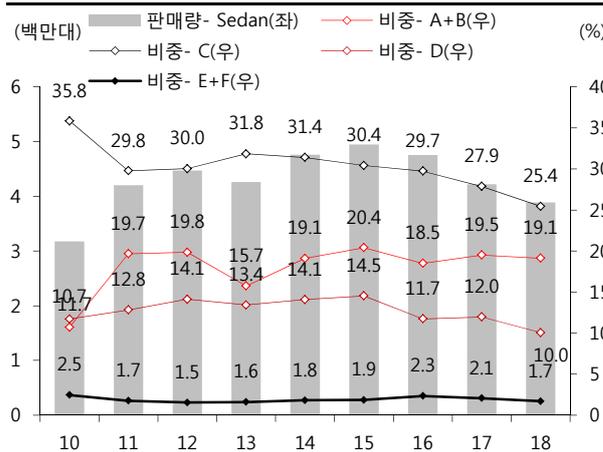


자료: 언론, SK 증권

쏘나타 - 대표 볼륨모델의 안정적인 귀환

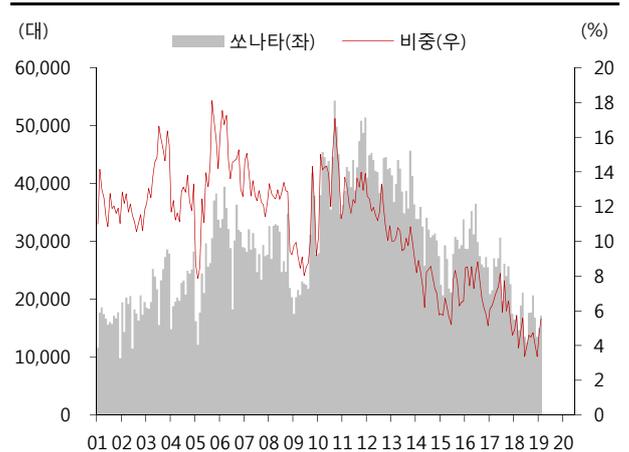
변경된 플랫폼이 적용된 현대차그룹의 대표 볼륨모델인 쏘나타(DN8)에 대해서는 과한 기대감보다는 높은 인센티브와 재고를 보였던 이전 LF 쏘나타와 달리 안정적인 판매를 보일 수 있는지 여부에 초점을 맞출 필요가 있다. 차량이 속한 승용 D-세그먼트의 비중은 C-세그먼트와 함께 글로벌 비중에서 확연하게 감소하였고, 볼륨모델이라는 명성과는 다르게 현대차 출하 내에서 차지하는 비중도 과거 10% 중후반 수준에서 많이 낮아진 5% 수준으로 내려왔음을 감안해야 한다. 이전과 같은 물량 및 비중 확대를 기대하기보다는 변경된 플랫폼이 적용될 추후 출시차량의 경쟁력을 확인할 수 있는 기회로 삼을 필요가 있다. 국내와는 다른 사양이 적용될 미국 출시 쏘나타와 경쟁모델과의 스펙, 그리고 판매 변화에 주목해야 한다.

<그림 20> 글로벌 Sedan의 비중 - C/D 세그먼트의 비중 감소



자료: Marklines, SK 증권

<그림 21> 현대차 출하 내 쏘나타 비중 추이



자료: 현대차, SK 증권 추정

<표 9> 쏘나타 미국에 출시된 주요 경쟁모델과의 자원비교

		미국기준	도요타	혼다	닛산	GM	Ford	Mazda	기아	VW	
		신형쏘나타	LF 쏘나타	Camry	Accord	Altima	Malibu	Fusion	Mazda 6	K5	Passat
가격	평균	30,993	27,300	29,223	29,835	29,750	26,880	31,428	28,350	27,490	27,645
	최대	36,179	32,100	34,600	35,950	35,750	31,670	40,015	34,750	31,990	29,995
	최소	25,806	22,500	23,845	23,720	23,750	22,090	22,840	21,950	22,990	25,295
연비 (mpg)	평균	31.3	28	32	33	32	32	27	29	27	29
	시내		25	28	30	28	29	23	26	24	25
	고속도로		33	39	38	39	36	31	35	33	36
변속기		자동 6 단	자동 6 단	자동 8 단	CVT/ 자동 10	CVT	CVT/ 자동 9 단	자동 6 단	자동 6 단	자동 6 단	자동 6 단

자료: SK 증권 주: 미국 기준 신형쏘나타는 현재 국내출시된 모델 가격과 스펙을 단순변환

변화의 수혜는 부품사에게도

현대차그룹의 긍정적인 변화는 부품사에게도 이어질 가능성이 높다. 변경된 플랫폼이 적용된 신차판매가 확대되고, 믹스개선이 예상되는 향후 사이클에서는 더욱 그러하다. 특히 안전을 강조하는 자율주행으로의 변화로 ADAS 제품의 탑재율은 점차 높아질 전망이다에 따라 연구개발비용만 반영되었던 부품사의 빠른 수익성 개선이 기대된다.

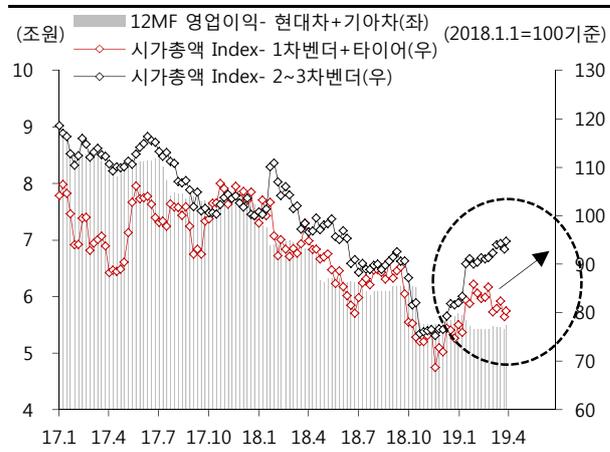
또한 주가측면에서도 완성차그룹의 회복은 긍정적으로 작용할 전망이다. 부품사 주가는 개별회사의 실적과도 연관이 높지만, 납품구조의 영향으로 인해 완성차그룹의 업황과 보다 밀접한 관계를 보이는 경향이 있다. <그림 23>에서처럼 이익이 하향되는 구간에서는 실적과 무관하게 주가가 하락했던 경험도 있다. 최근 반등이 나오긴 했지만, 현대, 기아차의 추정치 상향가능성, 주요 매수주체의 수급여력을 고려한다면 아직 추가상승이 가능하다는 판단이다.

<그림 22> 안전을 강조하는 자율주행으로의 변화로 ADAS 탑재율은 점차 높아질 전망



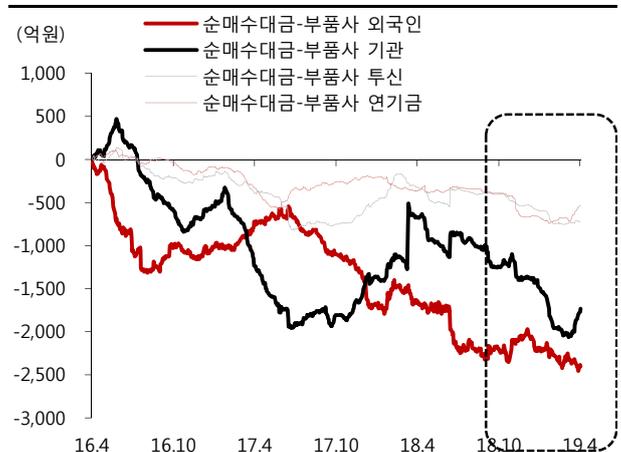
자료: 현대차, SK 증권

<그림 23> 완성차 컨센서스와 부품사 시가총액 트렌드



자료: Quantwise, SK 증권

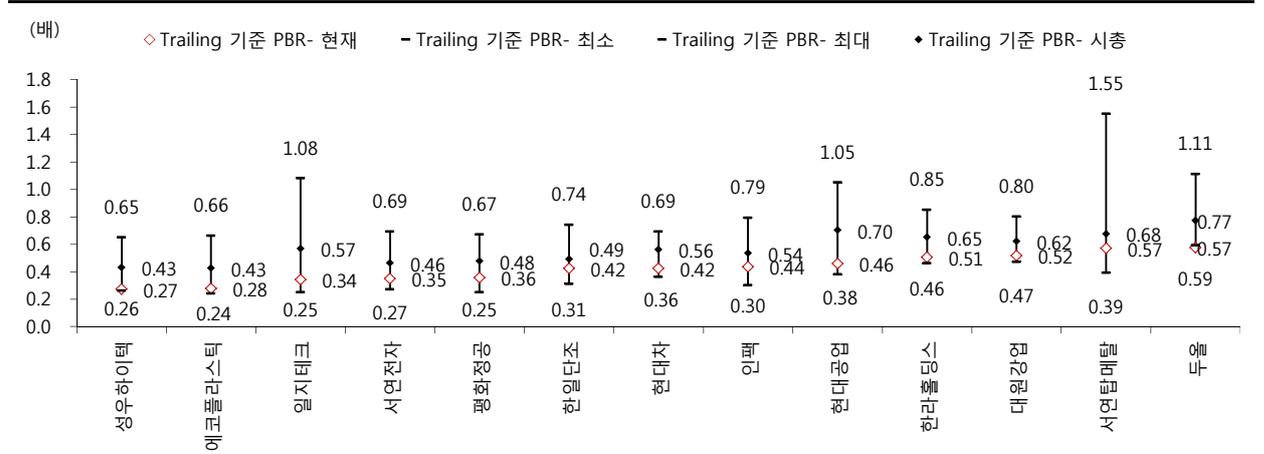
<그림 24> 부품사 기준 주요 수급 주체별 3년간 누적순매수 추이



자료: Quantwise, SK 증권

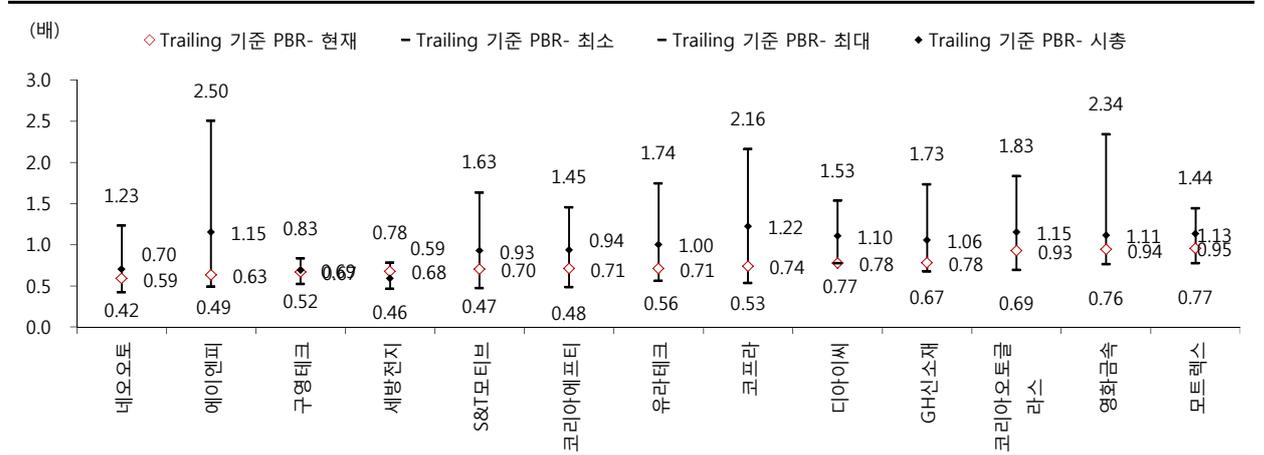
19년 연초 이후로 주요 부품사의 주가 상승률은 컸다. 하지만 Trailing PBR 기준으로 본다면 과거 3년 기준으로 최저점 대비 상승하긴 했지만, 아직 평균에 위치하지 못한 종목들도 존재한다. 완성차의 턴어라운드를 예상한다면, 섹터 내에서는 낙폭이 컸고, 이익의 빠른 회복이 기대되며, 수익률의 베타가 높은 중소형 부품사의 비중을 높이는 것도 중요한 투자포인트라는 판단이다.

<그림 25> 최근 3년 기준 최고/최소/현재 Trailing PBR - 연초 이후 상승에도 불구하고, 부담이 크게 없는 valuation



자료: Quantwise, SK 증권

<그림 26> 최근 3년 기준 최고/최소/현재 Trailing PBR - 연초 이후 상승에도 불구하고, 부담이 크게 없는 valuation



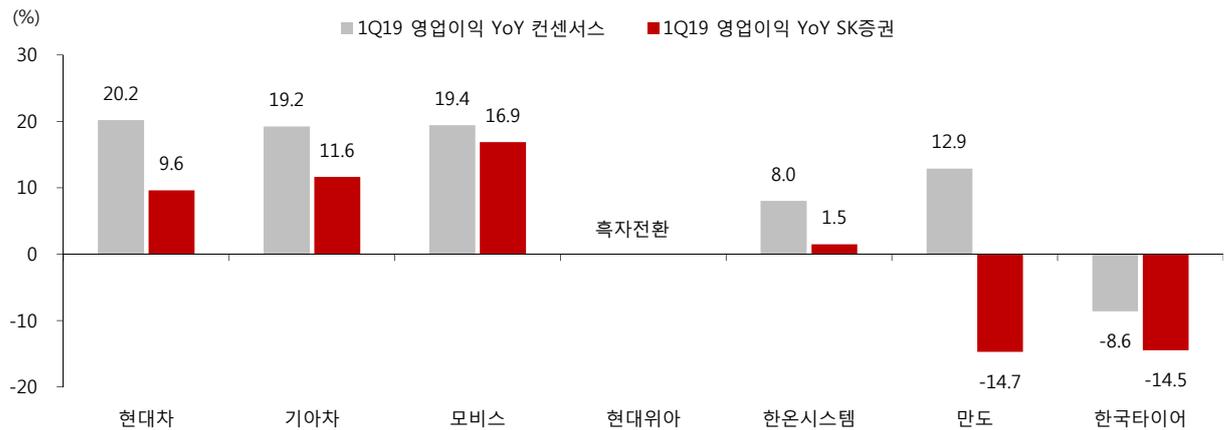
자료: Quantwise, SK 증권

1Q19 Preview - 개선의 시작, 눈높이의 조절은 필요

주요 업체의 19년 1분기 실적은 전년 동기 대비 개선이 예상되지만, 눈높이의 조절은 필요하다. 신차출시의 확대와 인센티브 축소, 우호적이었던 원/달러 환경 등 긍정적 요인에도 불구하고, 신차출시로 인한 마케팅비와 연구개발, 감가상각 등의 비용 증가와 비우호적이었던 신흥국 환율이 이를 일부 상쇄하였을 것으로 판단한다.

현대, 기아차는 계절적 비수기에도 불구하고, 출하와 도매판매가 유사한 성장을 보이며 재고부담은 낮아졌다. 반면 중국은 현대차그룹의 생산량과 산업수요가 모두 감소함에 따라 부품사 실적에 미치는 영향은 보다 클 전망이다. 하지만 향후 신차판매가 본격화됨에 따라 비용증가분이 상쇄되고, 부품사의 믹스개선에 기여할 전망이다. 확인이 필요하겠지만, 점진적인 실적개선 가능성이 높을 것으로 판단한다.

<그림 27> 전년 동기 대비 19년 1분기 영업이익 증감 - 컨센서스 / SK 증권 기준



자료: Quantwise, SK 증권 추정 주 19년 4월 3일 컨센서스 기준

<표 10> 현대차 - 매출액 23.3 조원(YoY +4.0%), 영업이익 7,467 억원(YoY +9.6%, OPM 3.2%) 전망

					컨센서스			SK 증권			컨센-SK
	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q	YoY	QoQ	19.1Q	YoY	QoQ	
매출액	224,366	247,118	244,337	252,305	233,137	3.9%	-7.6%	233,340	4.0%	-7.5%	0.1%
영업이익	6,813	9,508	2,889	5,011	8,188	20.2%	63.4%	7,467	9.6%	49.0%	-8.8%
%	3.0	3.8	1.2	2.0	3.5	0.5%p	1.5%p	3.2	0.2%p	1.2%p	-0.3%p
세전이익	9,259	11,288	3,623	1,126	10,759	16.2%	85.7%	9,831	6.2%	773.3%	-8.6%
%	4.1	4.6	1.5	0.4	4.6	0.5%p	4.2%p	4.2	0.1%p	3.8%p	-0.4%p
당기순이익	7,316	8,107	3,060	-2,033	8,191	12.0%	흑전	7,766	6.1%	흑전	-5.2%
%	3.3	3.3	1.3	-0.8	3.5	0.3%p	4.3%p	3.3	0.1%p	4.1%p	-0.2%p

자료: Quantwise, SK 증권 추정 주 19년 4월 3일 컨센서스 기준

<표 11> 기아차 - 매출액 12.8 조원(YoY +2.5%), 영업이익 3,412 억원(YoY +11.6%, OPM 2.7%) 전망

					컨센서스			SK 증권			컨센-SK
	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q	YoY	QoQ	19.1Q	YoY	QoQ	
매출액	125,622	140,601	140,743	134,732	130,104	3.6%	-3.4%	128,742	2.5%	-4.4%	-1.0%
영업이익	3,056	3,526	1,173	3,820	3,644	19.2%	-4.6%	3,412	11.6%	-10.7%	-6.4%
%	24	2.5	0.8	2.8	2.8	0.4%p	0.0%p	2.7	0.2%p	-0.2%p	-0.2%p
세전이익	5,138	4,444	3,164	1,941	5,730	11.5%	195.2%	5,142	0.1%	164.9%	-10.3%
%	4.1	3.2	2.2	1.4	4.4	0.3%p	3.0%p	4.0	-0.1%p	2.6%p	-0.4%p
당기순이익	4,320	3,319	2,977	944	4,265	-1.3%	352.0%	4,319	0.0%	357.8%	1.3%
%	3.4	2.4	2.1	0.7	3.3	-0.2%p	2.6%p	3.4	-0.1%p	2.7%p	0.1%p

자료: Quantwise, SK 증권 추정 주 19년 4월 3일 컨센서스 기준

<표 12> 현대모비스 - 매출액 8.2 조원(YoY +0.1%), 영업이익 5,258 억원(YoY +16.9%, OPM 6.4%) 전망

					컨센서스			SK 증권			컨센-SK
	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q	YoY	QoQ	19.1Q	YoY	QoQ	
매출액	81,943	88,835	84,273	96,440	86,146	5.1%	-10.7%	82,056	0.1%	-14.9%	-4.7%
영업이익	4,499	5,312	4,623	5,817	5,373	19.4%	-7.6%	5,258	16.9%	-9.6%	-2.1%
%	5.5	6.0	5.5	6.0	6.2	0.7%p	0.2%p	6.4	0.9%p	0.4%p	0.2%p
세전이익	6,147	7,369	5,728	5,505	7,114	15.7%	29.2%	6,301	2.5%	14.5%	-11.4%
%	7.5	8.3	6.8	5.7	8.3	0.8%p	2.5%p	7.7	0.2%p	2.0%p	-0.6%p
당기순이익	4,659	5,529	4,497	4,198	5,315	14.1%	26.6%	4,789	2.8%	14.1%	-9.9%
%	5.7	6.2	5.3	4.4	6.2	0.5%p	1.8%p	5.8	0.2%p	1.5%p	-0.3%p

자료: Quantwise, SK 증권 추정 주 19년 4월 3일 컨센서스 기준

<표 13> 현대위아 - 매출액 1.8 조원(YoY +3.1%), 영업이익 214 억원(YoY 흑자전환, OPM 1.2%) 전망

					컨센서스			SK 증권			컨센-SK
	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q	YoY	QoQ	19.1Q	YoY	QoQ	
매출액	17,409	20,573	19,221	21,602	18,630	7.0%	-13.8%	17,951	3.1%	-16.9%	-3.6%
영업이익	-298	204	96	49	209	흑전	330.7%	214	흑전	340.5%	2.3%
%	-1.7	1.0	0.5	0.2	1.1	2.8%p	0.9%p	1.2	2.9%p	1.0%p	0.1%p
세전이익	-234	-49	-113	-310	82	흑전	흑전	270	흑전	흑전	230.5%
%	-1.3	-0.2	-0.6	-1.4	0.4	1.8%p	1.9%p	1.5	2.8%p	2.9%p	1.1%p
당기순이익	-172	-59	-83	-242	130	흑전	흑전	205	흑전	흑전	57.7%
%	-1.0	-0.3	-0.4	-1.1	0.7	1.7%p	1.8%p	1.1	2.1%p	2.3%p	0.4%p

자료: Quantwise, SK 증권 추정 주 19년 4월 3일 컨센서스 기준

<표 14> 한은시스템 - 매출액 1.4 조원(YoY +1.3%), 영업이익 966 억원(YoY +1.5%, OPM 6.9%) 전망

					컨센서스			SK 증권			컨센-SK
	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q	YoY	QoQ	19.1Q	YoY	QoQ	
매출액	13,869	15,184	14,198	16,125	14,673	5.8%	-9.0%	14,055	1.3%	-12.8%	-4.2%
영업이익	952	1,008	820	1,558	1,029	8.0%	-33.9%	966	1.5%	-38.0%	-6.1%
%	6.9	6.6	5.8	9.7	7.0	0.1%p	-2.6%p	6.9	0.0%p	-2.8%p	-0.1%p
세전이익	901	974	748	1,174	946	5.0%	-19.4%	929	3.1%	-20.9%	-1.8%
%	6.5	6.4	5.3	7.3	6.4	0.0%p	-0.8%p	6.6	0.1%p	-0.7%p	0.2%p
당기순이익	656	728	554	899	684	4.3%	-23.9%	687	4.8%	-23.5%	0.5%
%	4.7	4.8	3.9	5.6	4.7	-0.1%p	-0.9%p	4.9	0.2%p	-0.7%p	0.2%p

자료 Quantwise, SK 증권 추정 주 19년 4월 3일 컨센서스 기준

<표 15> 만도 - 매출액 1.35 조원(YoY +0.5%), 영업이익 369 억원(YoY -14.7%, OPM 2.7%) 전망

					컨센서스			SK 증권			컨센-SK
	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q	YoY	QoQ	19.1Q	YoY	QoQ	
매출액	13,462	14,334	13,982	14,871	13,916	3.4%	-6.4%	13,533	0.5%	-9.0%	-2.8%
영업이익	433	664	500	378	489	12.9%	29.2%	369	-14.7%	-2.4%	-24.5%
%	3.2	4.6	3.6	2.5	3.5	0.3%p	1.0%p	2.7	-0.5%p	0.2%p	-0.8%p
세전이익	380	490	339	206	394	3.7%	91.4%	321	-15.4%	56.1%	-18.5%
%	2.8	3.4	2.4	1.4	2.8	0.0%p	1.4%p	2.4	-0.4%p	1.0%p	-0.5%p
당기순이익	247	391	269	223	283	14.5%	26.9%	242	-2.0%	8.6%	-14.4%
%	1.8	2.7	1.9	1.5	2.0	0.2%p	0.5%p	1.8	0.0%p	0.3%p	-0.2%p

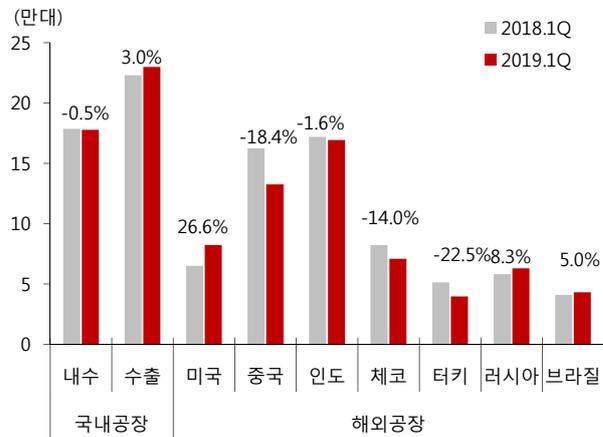
자료 Quantwise, SK 증권 추정 주 19년 4월 3일 컨센서스 기준

<표 16> 한국타이어 - 매출액 1.68 조원(YoY +6.5%), 영업이익 1,581 억원(YoY -14.5%, OPM 9.4%) 전망

					컨센서스			SK 증권			컨센-SK
	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q	YoY	QoQ	19.1Q	YoY	QoQ	
매출액	16,091	17,054	17,554	17,252	17,244	7.2%	0.0%	16,814	4.5%	-2.5%	-2.5%
영업이익	1,849	1,853	1,875	1,450	1,690	-8.6%	16.5%	1,581	-14.5%	9.0%	-6.4%
%	11.5	10.9	10.7	8.4	9.8	-1.7%p	1.4%p	9.4	-2.1%p	1.0%p	-0.4%p
세전이익	1,853	2,257	1,626	1,241	1,710	-7.7%	37.8%	1,648	-11.1%	32.7%	-3.6%
%	11.5	13.2	9.3	7.2	9.9	-1.6%p	2.7%p	9.8	-1.7%p	2.6%p	-0.1%p
당기순이익	1,535	1,705	1,331	732	1,366	-11.1%	86.6%	1,285	-16.3%	75.6%	-5.9%
%	9.5	10.0	7.6	4.2	7.9	-1.6%p	3.7%p	7.6	-1.9%p	3.4%p	-0.3%p

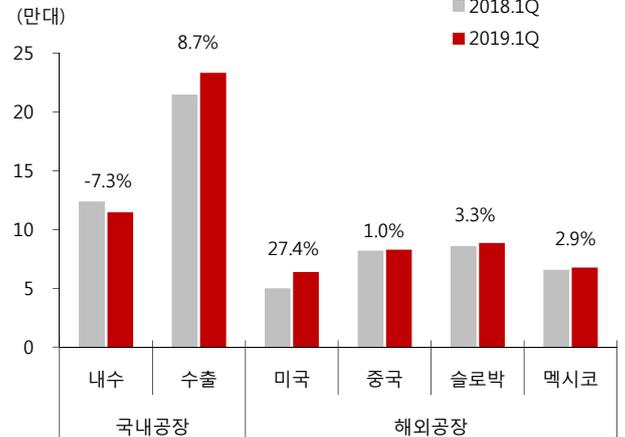
자료 Quantwise, SK 증권 추정 주 19년 4월 3일 컨센서스 기준

<그림 28> 공장별 출하-현대, 글로벌 YoY -2.6%, 중국제외 YoY +0.5%



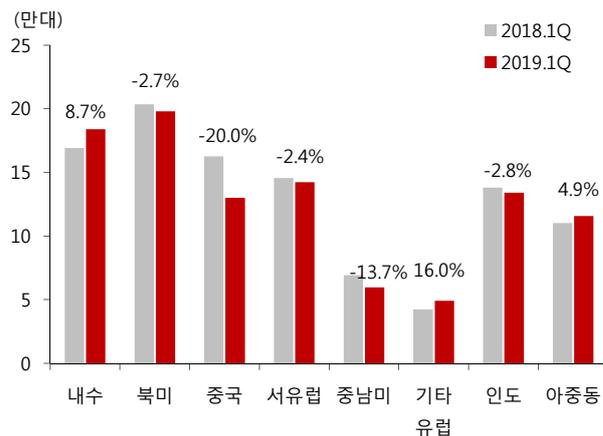
자료: 현대차, SK 증권

<그림 29> 공장별 출하-기아, 글로벌 YoY +9.7%, 중국제외 YoY +10.8%



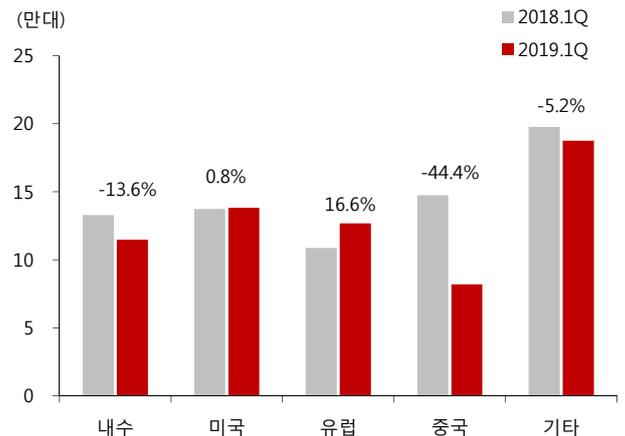
자료: 기아차, SK 증권

<그림 30> 도매판매-현대, 글로벌 YoY -2.8%, 중국제외 YoY +0.4%



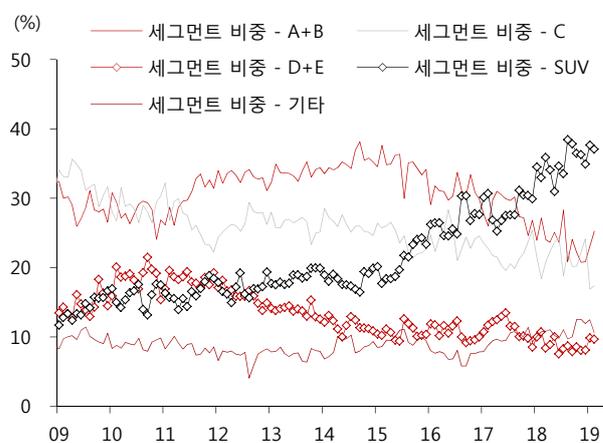
자료: 현대차, SK 증권

<그림 31> 도매판매-기아, 글로벌 YoY +0.3%, 중국제외 YoY +12.0%



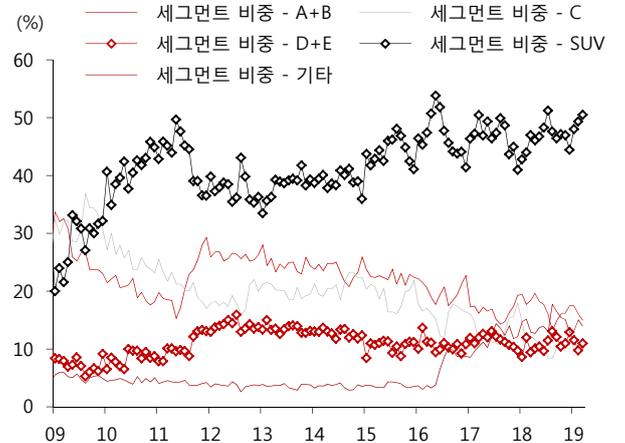
자료: 기아차, SK 증권

<그림 32> 세그먼트별 비중 - 현대차



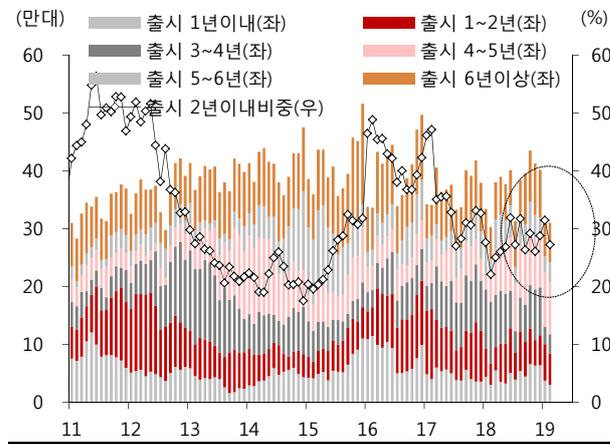
자료: 현대차, SK 증권 추정

<그림 33> 세그먼트별 비중 - 기아차



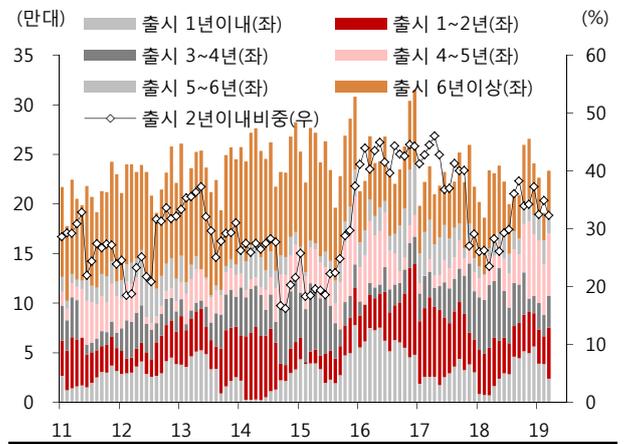
자료: 기아차, SK 증권 추정

<그림 34> 출시 연한별 판매대수 - 현대차



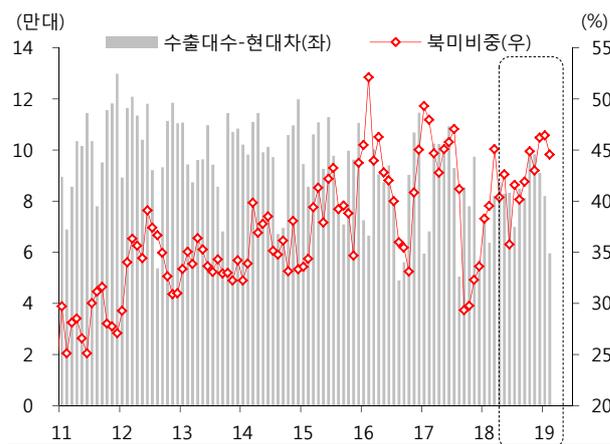
자료: 현대차, SK 증권 추정

<그림 35> 출시 연한별 판매대수 - 기아차



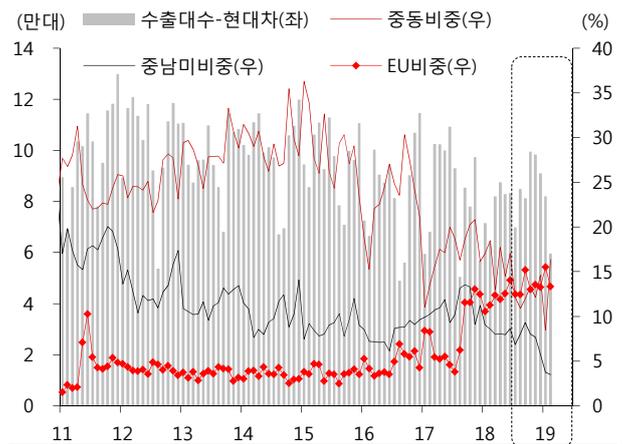
자료: 기아차, SK 증권 추정

<그림 36> 지역별 수출비중 - 현대차, 북미비중 확대



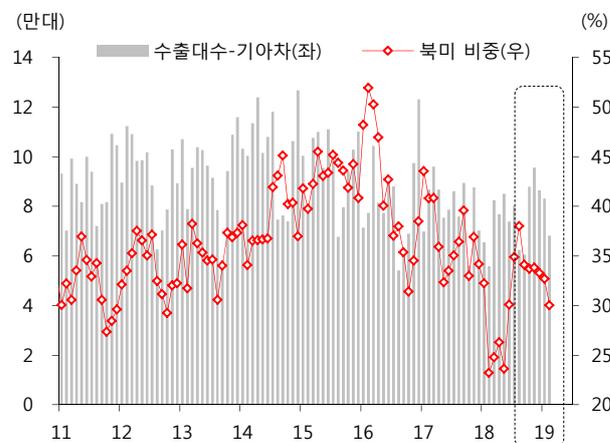
자료: KAMA, SK 증권

<그림 37> 유럽비중도 확대, 기타시장 반등 필요



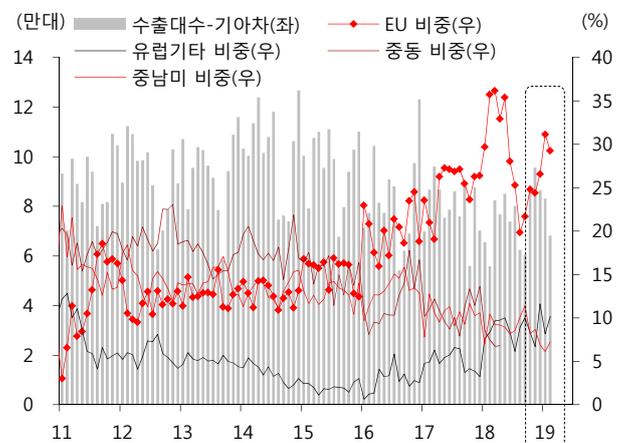
자료: KAMA, SK 증권

<그림 38> 지역별 수출비중 - 기아차, 북미비중 축소



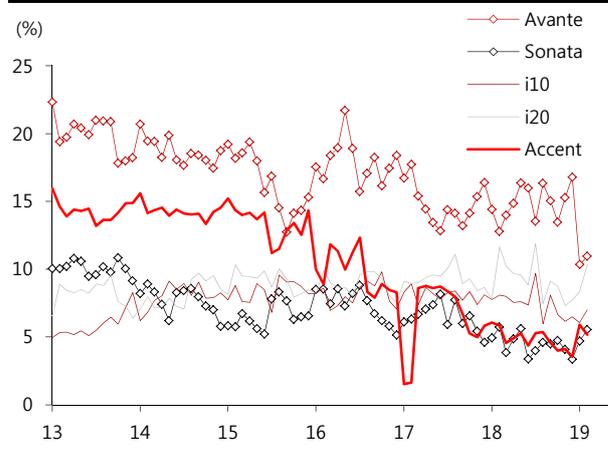
자료: KAMA, SK 증권

<그림 39> 유럽비중은 확대, 기타시장 유사한 흐름



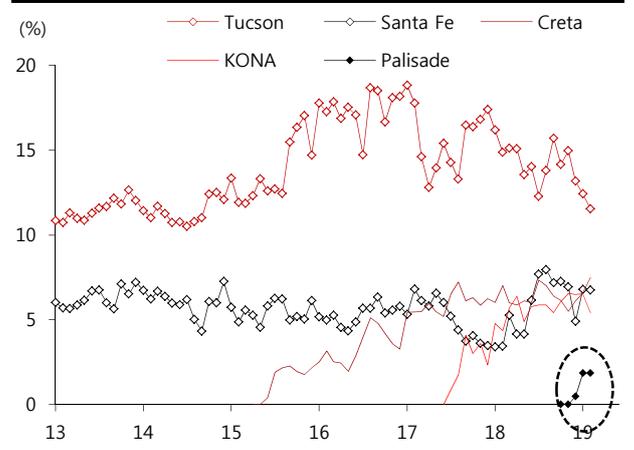
자료: KAMA, SK 증권

<그림 40> 주요차종 출하내 비중 - 현대차 승용



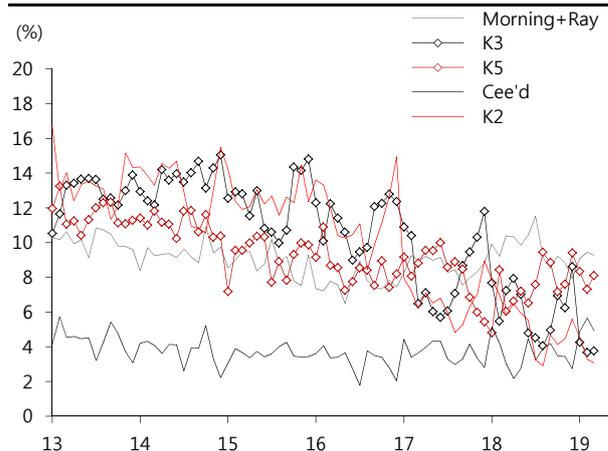
자료: 현대차, SK 증권 추정

<그림 41> 주요차종 출하내 비중 - 현대차 SUV



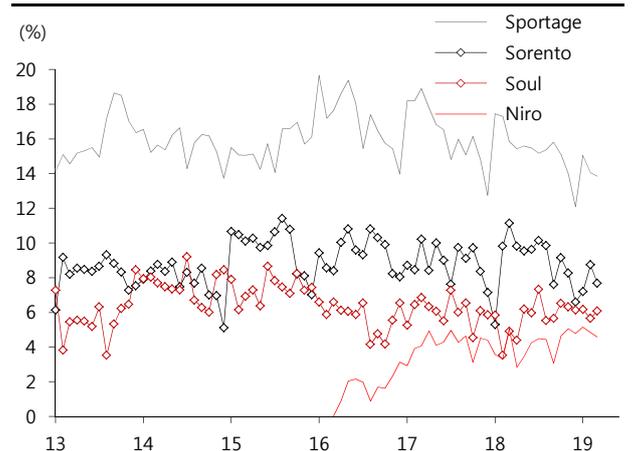
자료: 현대차, SK 증권

<그림 42> 주요차종 출하내 비중 - 기아차 승용



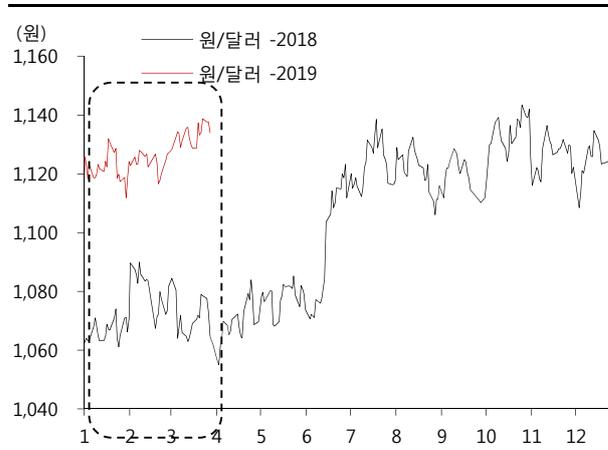
자료: 현대차, SK 증권 추정

<그림 43> 주요차종 출하내 비중 - 기아차 SUV



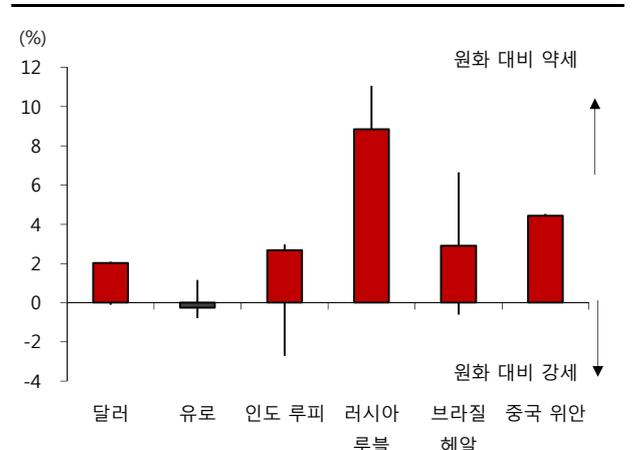
자료: 기아차, SK 증권

<그림 44> 원/달러 환율 - 전년 동기 대비 우호적, 총당금부담 일부 존재



자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 45> 원화 대비 주요 통화의 분기변동성 - 1Q19



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	1,288 만주
액면가	5,000 원
시가총액	254,265 억원
주요주주	
현대모비스(주)(외5)	29.10%
국민연금공단	8.26%
외국인지분률	44.60%
배당수익률	2.50%

Stock Data

주가(19/04/03)	119,000 원
KOSPI	2177.18 pt
52주 Beta	0.80
52주 최고가	164,000 원
52주 최저가	92,800 원
60일 평균 거래대금	703 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.9%	-5.1%
6개월	-7.4%	-1.8%
12개월	-19.9%	-10.0%

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

실적 개선 진행, 장기 성장가능성에 초점

19년 1분기 실적 매출액 23.3조원(YoY +4.0%), 영업이익 7,467 억원(YoY +9.6%, OPM 3.2%), 사업부문별 영업이익률은 자동차부문 2.5%, 금융부문 4.7%, 기타부문 4.2%로 전망. 내수호조와 믹스개선에도 불구하고, 신중국 통화 비용반영으로 개선폭에는 제한 예상. 공급조절, 주주환원정책 강화와 함께 신차싸이클에 대한 기대감이 높아지는 시점. 장기적인 실적 개선 여부에 주목할 필요.

1Q19 Preview - 영업이익 7,467 억원(YoY +9.6%, OPM 3.2%) 전망

19년 1분기 실적은 매출액 23.3조원(YoY +4.0%), 영업이익 7,467 억원(YoY +9.6%, OPM 3.2%), 당기순이익 7,766 억원(YoY +6.1%, NIM 3.3%), 사업부문별 영업이익률은 자동차부문 2.5%, 금융부문 4.7%, 기타부문 4.2%로 전망한다. 펠리세이드 투입 효과가 반영된 내수호조와 믹스개선, 우호적인 원/달러 환경, 계절적 비수기임에도 불구하고 안정적이었던 도매판매가 실적개선에 영향을 주었다. 하지만 주요 신중국 통화의 약세, 신차출시에 따른 마케팅 및 연구개발비용 반영 등으로 개선폭에는 제한이 있을 예정이다. 금융부문과 기타법인은 전년 동기와 유사한 실적이 예상된다. 영업외에서는 일회성요인은 없을 것으로 예상되지만, 생산량 감소와 1 공장 중단 이슈로 중국 생산법인인 BHMC의 부진은 불가피해 보인다.

실적 개선 진행, 장기 성장가능성에 초점

기대보다는 낮을 수 있지만, 개선이 진행된다는 점에 초점을 맞출 필요가 있다. 중국 1공장의 가동중단을 통해 수요둔화보다 강한 공급조절을 시작했으며, 주주환원정책 강화와 함께 변화에 대응하기 위한 그룹사 차원의 사업구조 개편이 진행되고 있다는 점은 긍정적 요인이다. 본업에서는 2분기 이후부터 신형 펠리세이드와 쏘나타의 글로벌 판매가 본격화되면서 판매량 확대를 통해 차량경쟁력을 보여준다면 이후 출시될 제네시스 SUV와 Entry SUV에 대해서도 기대감을 가질 수 있다. 신차출시에 앞서 재고부담을 낮추었다는 점은 중요하다. 19년뿐만 아니라 이후로의 장기적 실적 개선의 가시성을 확보해가고 있다는 판단이다. 투자이건 매수, 목표주가 15만원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	936,490	963,761	968,126	986,270	1,004,840	1,049,412
yoy	%	1.8	2.9	0.5	1.9	1.9	4.4
영업이익	억원	51,935	45,747	24,222	34,455	38,562	43,904
yoy	%	-18.3	-11.9	-47.1	42.3	11.9	13.9
EBITDA	억원	85,523	81,041	61,836	77,955	82,522	88,858
세전이익	억원	73,071	44,386	25,296	44,873	52,134	58,091
순이익(지배주주)	억원	54,064	40,328	15,081	31,462	36,701	40,312
영업이익률%	%	5.6	4.8	2.5	3.5	3.8	4.2
EBITDA%	%	9.1	8.4	6.4	7.9	8.2	8.5
순이익률	%	6.1	4.7	1.7	3.5	4.0	4.2
EPS	원	18,938	14,127	5,352	11,361	13,252	14,556
PER	배	7.7	11.0	22.1	10.5	9.0	8.2
PBR	배	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	7.6	7.9	9.3	7.8	7.3	6.7
ROE	%	8.4	5.9	2.2	4.6	5.3	5.7
순차입금	억원	207,642	174,739	209,677	241,512	230,940	225,164
부채비율	%	147.2	138.4	144.5	146.2	142.1	140.6

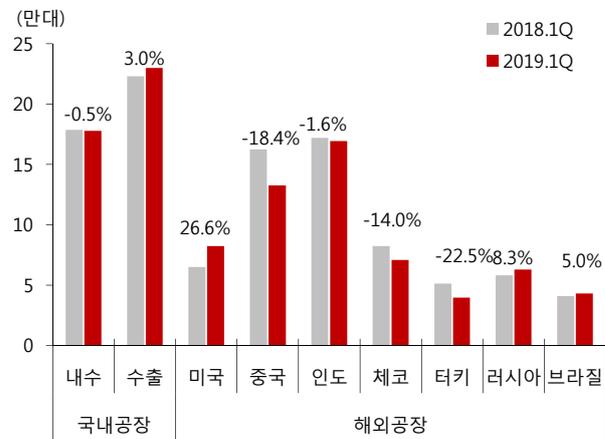
<표 1> 현대차 2019년 1분기 실적 Preview

(단위: 대 억원)

	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q(F)	YoY	QoQ
현대차출하	1,037,598	1,174,411	1,084,078	1,264,697	1,020,282	-1.7%	-19.3%
국내공장	401,800	442,049	397,629	493,189	407,770	1.5%	-17.3%
내수	178,684	190,730	159,138	198,213	177,874	-0.5%	-10.3%
수출	223,116	251,319	238,491	294,976	229,896	3.0%	-22.1%
해외공장	635,798	732,362	686,449	771,508	612,512	-3.7%	-20.6%
미국	64,966	79,349	83,384	94,263	82,228	26.6%	-12.8%
인도	172,145	176,539	184,547	177,057	169,431	-1.6%	-4.3%
터키	51,300	56,018	43,410	52,272	39,764	-22.5%	-23.9%
체코	82,296	88,249	76,672	92,567	70,774	-14.0%	-23.5%
러시아	58,189	62,190	57,602	65,919	62,991	8.3%	-4.4%
브라질	40,939	47,984	53,472	48,365	42,969	5.0%	-11.2%
중국	162,612	217,486	181,054	229,025	132,678	-18.4%	-42.1%
중국상용	3,351	4,547	6,308	12,040	11,677	248.5%	-3.0%
매출액	224,366	247,118	244,337	252,305	233,340	4.0%	-7.5%
자동차	173,889	188,525	186,246	203,990	180,352	3.7%	-11.6%
금융	37,783	42,159	40,412	33,616	38,142	0.9%	13.5%
기타	12,693	16,435	17,679	14,699	14,846	17.0%	1.0%
매출원가	189,691	207,853	207,412	211,749	195,539	3.1%	-7.7%
%	84.5	84.1	84.9	83.9	83.8	-0.7%p	-0.1%p
판매비	27,862	29,757	34,036	35,545	30,335	8.9%	-14.7%
%	12.4	12.0	13.9	14.1	13.0	0.6%p	-1.1%p
영업이익	6,813	9,508	2,889	5,011	7,467	9.6%	49.0%
%	3.0	3.8	1.2	2.0	3.2	0.2%p	1.2%p
자동차	3,998	4,511	-2,519	4,632	4,509	12.8%	-2.7%
%	2.3	2.4	-1.4	2.3	2.5	0.2%p	0.2%p
금융	1,729	2,661	1,972	1,104	1,783	3.2%	61.5%
%	4.6	6.3	4.9	3.3	4.7	0.1%p	1.4%p
기타	385	883	880	-1,094	624	62.0%	흑전
%	3.0	5.4	5.0	-7.4	4.2	1.2%p	11.6%p
연결조정	701	1,453	2,557	369	551	-21.4%	49.2%
영업외손익	2,446	1,780	734	-3,886	2,364	-3.3%	흑전
%	1.1	0.7	0.3	-1.5	1.0	-0.1%p	2.6%p
세전이익	9,259	11,288	3,623	1,126	9,831	6.2%	773.3%
%	4.1	4.6	1.5	0.4	4.2	0.1%p	3.8%p
법인세	1,943	3,181	564	3,159	2,064	6.3%	-34.6%
%	21.0	28.2	15.6	280.6	21.0	0.0%p	-259.6%p
당기순이익	7,316	8,107	3,060	-2,033	7,766	6.1%	흑전
%	3.3	3.3	1.3	-0.8	3.3	0.1%p	4.1%p
지배주주	6,680	7,006	2,693	-1,298	7,040	5.4%	흑전
%	3.0	2.8	1.1	-0.5	3.0	0.0%p	3.5%p

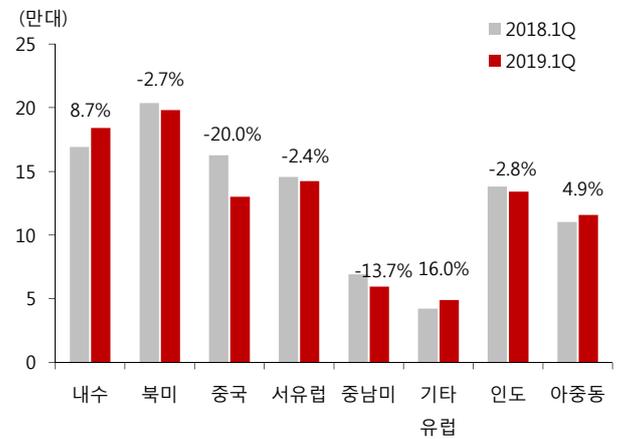
자료: 현대차, SK 증권 추정

<그림 1> 공장별 출하-현대, 글로벌 YoY -2.6%, 중국제외 YoY +0.5%



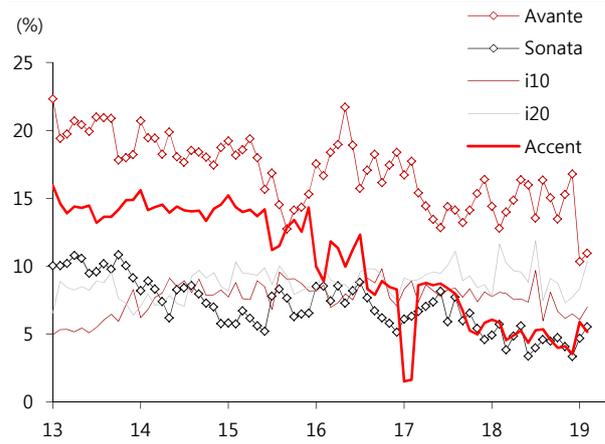
자료: 현대차, SK 증권

<그림 2> 도매판매-현대, 글로벌 YoY -2.8%, 중국제외 YoY +0.4%



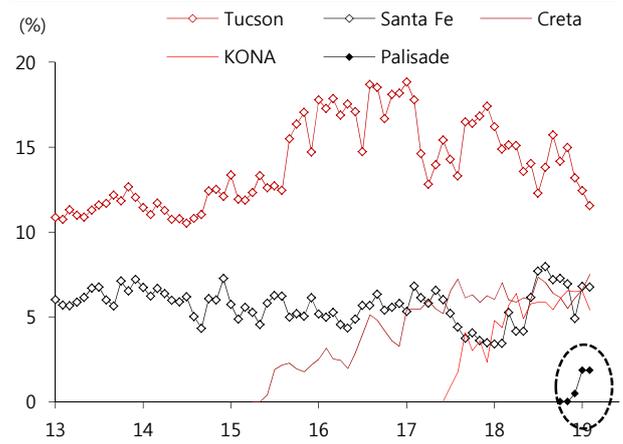
자료: 현대차, SK 증권

<그림 3> 주요차종 출하내 비중 - 현대차 승용



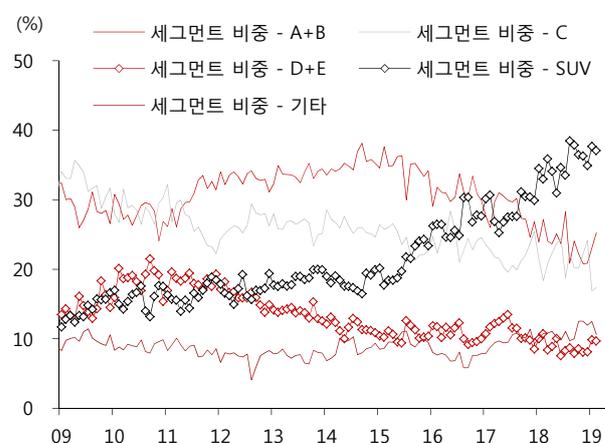
자료: 현대차, SK 증권 추정

<그림 4> 주요차종 출하내 비중 - 현대차 SUV



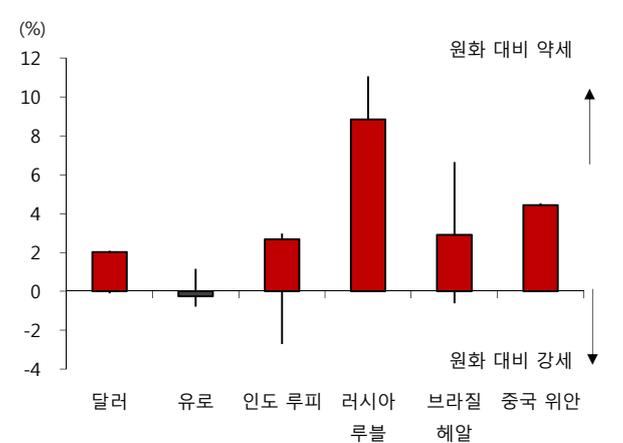
자료: 현대차, SK 증권 추정

<그림 5> 세그먼트별 비중 - 현대차



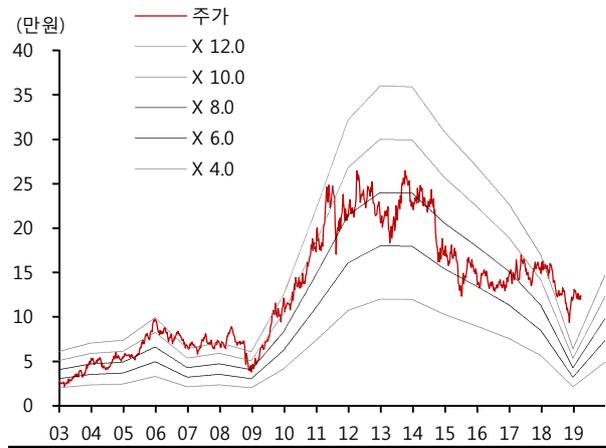
자료: 현대차, SK 증권 추정

<그림 6> 원화 대비 주요 통화의 분기변동성 - 1Q19



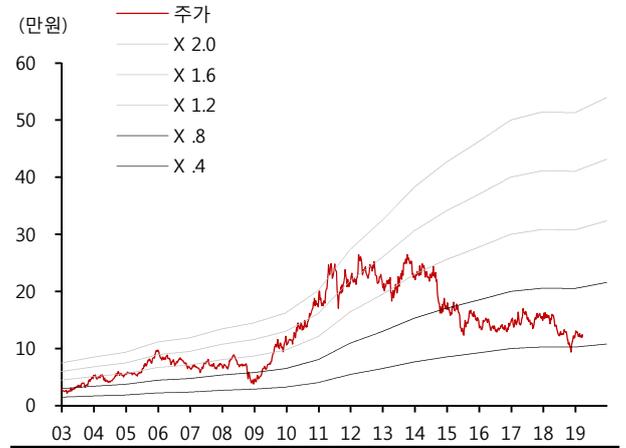
자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 7> PER 밴드차트 - 현대차



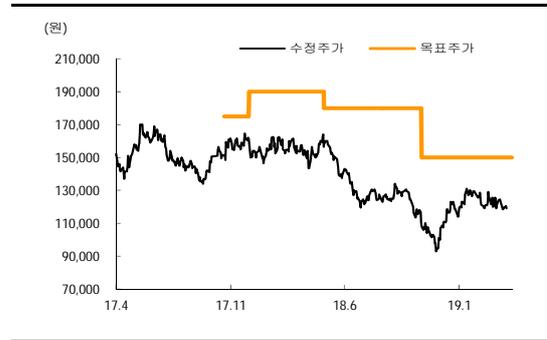
자료: Quantwise, SK 증권

<그림 8> PBR 밴드차트 - 현대차



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.04	매수	150,000원	6개월		
2019.01.25	매수	150,000원	6개월	-21.94%	-12.67%
2019.01.15	매수	150,000원	6개월	-24.86%	-12.67%
2018.10.26	매수	150,000원	6개월	-26.45%	-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	-12.93%	-2.86%
2017.10.23	매수	175,000원	6개월	-13.79%	-2.86%



Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 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 4월 4일 기준)

매수	88.89%	중립	11.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	739,759	730,081	703,895	710,201	720,942
현금및현금성자산	88,215	91,136	56,801	54,873	56,649
매출채권및기타채권	68,086	68,564	69,849	71,164	74,321
재고자산	102,799	107,149	109,157	111,212	116,145
비유동자산	1,042,235	1,076,477	1,136,892	1,140,602	1,169,524
장기금융자산	282,895	309,728	310,778	311,828	311,828
유형자산	298,271	305,456	305,588	305,700	309,589
무형자산	48,093	49,214	50,812	51,968	52,805
자산총계	1,781,995	1,806,558	1,840,787	1,850,804	1,890,466
유동부채	431,607	494,384	502,567	500,848	508,124
단기금융부채	230,839	263,991	267,991	261,991	258,991
매입채무 및 기타채무	119,629	136,273	138,827	141,441	147,715
단기충당부채	18,100	32,919	33,536	34,167	35,683
비유동부채	602,814	573,213	590,624	585,362	596,745
장기금융부채	493,804	472,389	470,389	468,389	467,389
장기매입채무 및 기타채무	192	203	203	203	203
장기충당부채	48,445	35,080	42,055	30,298	31,673
부채총계	1,034,421	1,067,597	1,093,191	1,086,210	1,104,870
지배주주지분	691,035	679,740	685,757	699,734	717,321
자본금	14,890	14,890	14,890	14,890	14,890
자본잉여금	42,012	42,012	42,012	42,012	42,012
기타자본구성요소	-16,401	-11,552	-11,552	-11,552	-11,552
자기주식	-16,401	-11,552	-11,552	-11,552	-11,552
이익잉여금	673,323	664,901	680,461	703,979	731,109
비지배주주지분	56,539	59,220	61,839	64,859	68,275
자본총계	747,574	738,960	747,596	764,593	785,596
부채외자본총계	1,781,995	1,806,558	1,840,787	1,850,804	1,890,466

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	48,180	42,358	29,689	68,693	67,239
당기순이익(손실)	45,464	16,450	34,502	40,143	44,149
비현금성항목등	127,811	140,365	43,452	42,379	44,709
유형자산감가상각비	22,546	23,579	28,817	28,837	29,511
무형자산감가상각비	12,748	14,036	14,682	15,124	15,443
기타	95,355	98,360	393	400	418
운전자본감소(증가)	-108,650	-101,692	-37,895	-1,839	-7,677
매출채권및기타채권의 감소(증가)	4,254	1,450	-1,285	-1,315	-3,157
재고자산감소(증가)	-7,264	-6,863	-2,008	-2,055	-4,933
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,496	16,224	2,554	2,614	6,274
기타	-107,137	-112,503	-37,156	-1,082	-5,861
법인세납부	-16,445	-12,765	-10,370	-11,991	-13,942
투자활동현금흐름	-38,682	-9,304	-45,519	-45,420	-44,083
금융자산감소(증가)	-7,954	29,464	-5,550	-5,550	0
유형자산감소(증가)	-29,369	-31,214	-28,949	-28,949	-33,400
무형자산감소(증가)	-14,609	-16,280	-16,280	-16,280	-16,280
기타	13,249	8,725	5,260	5,359	5,597
재무활동현금흐름	4,094	-28,369	-18,505	-25,202	-21,380
단기금융부채증가(감소)	13,206	21,620	4,000	-6,000	-3,000
장기금융부채증가(감소)	18,700	-16,668	-2,000	-2,000	-1,000
자본의증가(감소)	0	-4,547	0	0	0
배당금의 지급	-11,387	-11,275	-13,272	-13,182	-13,182
기타	-16,426	-17,499	-4,603	-4,019	-4,198
현금의 증가(감소)	9,314	2,921	-34,335	-1,929	1,776
기초현금	78,901	88,215	91,136	56,801	54,873
기말현금	88,215	91,136	56,801	54,873	56,649
FCF	49,540	18,278	-13,140	26,585	20,964

자료 : 현대차, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	963,761	968,126	986,270	1,004,840	1,049,412
매출원가	787,982	816,705	827,932	777,402	811,885
매출총이익	175,779	151,421	158,338	227,438	237,527
매출총이익률 (%)	18.2	15.6	16.1	22.6	22.6
판매비와관리비	130,032	127,200	123,882	188,876	193,624
영업이익	45,747	24,222	34,455	38,562	43,904
영업이익률 (%)	4.8	2.5	3.5	3.8	4.2
비영업손익	-1,361	1,074	10,417	13,572	14,187
순금융비용	-1,077	-2,080	-658	-1,340	-1,399
외환관련손익	-1,027	-2,381	329	670	700
관계기업투자등 관련손익	2,251	4,045	9,824	11,963	12,506
세전계속사업이익	44,386	25,296	44,873	52,134	58,091
세전계속사업이익률 (%)	4.6	2.6	4.6	5.2	5.5
계속사업법인세	-1,079	8,846	10,370	11,991	13,942
계속사업이익	45,464	16,450	34,502	40,143	44,149
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	45,464	16,450	34,502	40,143	44,149
순이익률 (%)	4.7	1.7	3.5	4.0	4.2
지배주주	40,328	15,081	31,462	36,701	40,312
지배주주귀속 순이익률(%)	4.18	1.56	3.19	3.65	3.84
비지배주주	5,136	1,369	3,040	3,442	3,837
총포괄이익	34,322	6,486	24,539	30,179	34,185
지배주주	29,948	5,539	21,920	27,159	30,770
비지배주주	4,374	948	2,618	3,020	3,416
EBITDA	81,041	61,836	77,955	82,522	88,858

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	2.9	0.5	1.9	1.9	4.4
영업이익	-11.9	-47.1	42.3	11.9	13.9
세전계속사업이익	-39.3	-43.0	77.4	16.2	11.4
EBITDA	-5.2	-23.7	26.1	5.9	7.7
EPS(계속사업)	-25.4	-62.1	112.3	16.7	9.8
수익성 (%)					
ROE	5.9	2.2	4.6	5.3	5.7
ROA	2.6	0.9	1.9	2.2	2.4
EBITDA마진	8.4	6.4	7.9	8.2	8.5
안정성 (%)					
유동비율	171.4	147.7	140.1	141.8	141.9
부채비율	138.4	144.5	146.2	142.1	140.6
순차입금/자기자본	23.4	28.4	32.3	30.2	28.7
EBITDA/이자비용(배)	24.3	20.1	16.9	20.5	21.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	14,127	5,352	11,361	13,252	14,556
BPS	242,062	245,447	247,620	252,667	259,018
CFPS	26,490	18,701	27,068	29,126	30,789
주당 현금배당금	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	12.0	30.6	11.5	9.9	9.0
PER(최저)	9.5	17.3	10.0	8.6	7.8
PBR(최고)	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
PBR(최저)	0.6	0.4	0.5	0.5	0.4
PCR	5.9	6.3	4.4	4.1	3.9
EV/EBITDA(최고)	8.4	11.4	8.2	7.7	7.1
EV/EBITDA(최저)	7.3	8.3	7.7	7.1	6.6

SK COMPANY Analysis



Analyst
권순우

soonwoo@sk.com
02-3773-8882

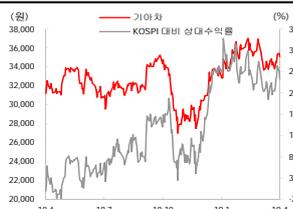
Company Data

자본금	21,393 억원
발행주식수	40,536 만주
자사주	443 만주
액면가	5,000 원
시가총액	142,283 억원
주요주주	
현대자동차(주)(외4)	35.62%
국민연금공단	7.08%
외국인지분률	42.10%
배당수익률	2.60%

Stock Data

주가(19/04/03)	35,100 원
KOSPI	2177.18 pt
52주 Beta	0.66
52주 최고가	37,000 원
52주 최저가	27,000 원
60일 평균 거래대금	333 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.0%	-3.2%
6개월	1.0%	7.1%
12개월	12.5%	26.3%

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

완화된 부담, 강화되는 라인업

19년 1분기 실적 매출액 12.9 조원(YoY +2.5%), 영업이익 3,412 억원(YoY +11.6%, OPM +2.7%)으로 전망. 신흥국 환율과 주요 모델 노후화는 부담이지만, 원/달러 환율과 재고관리, 인센티브 감소로 실적 개선 예상. 재고감소와 인센티브 축소, 텔루라이드 투입을 통한 미국공장 가동률 및 판매믹스 개선, 하반기 신차출시와 인도공장 가동 긍정적. 부담은 완화되고 라인업은 강화되고 있다는 점에 주목할 필요

1Q19 Preview - 신흥국 환율과 믹스부담

19년 1분기 실적은 매출액 12.9 조원(YoY +2.5%), 영업이익 3,412 억원(YoY +11.6%, OPM +2.7%), 당기순이익 4,319 억원(YoY +0.0%, NIM 3.4%)으로 전망한다. 중국제의 공장별 출하는 YoY +10.8%로 증가하였지만, 도매판매는 이를 상회한 +12.0%를 기록함에 따라 재고증가 가능성은 낮아 보인다. 비우호적인 러시아 환율과 주요 모델의 노후화는 부담요인이지만, 전년 동기 대비 우호적인 원/달러 환율, 재고관리와 인센티브 감소로 전년 동기 대비 실적은 개선될 전망이다. 중국법인(DYK)은 제한적인 출하량 증가와 도매판매 감소(YoY +1.01%, -19.5%) 영향으로 부진은 지속될 전망이다. 통상임금 영향은 금번 1분기 실적 추정에 반영하지 않았다.

완화된 부담, 강화되는 라인업

높았던 재고와 함께 미국공장의 신타페 단산여파, 모델 노후화라는 부담은 점차 완화될 전망이다. 18년 이후 출하량 조정 등을 통해 낮아진 재고는 시차를 두고 인센티브 감소로 이어지고 있다. 인센티브 감소로 매출 및 수익성 개선이 기대된다. 또한 미국 공장은 텔루라이드가 투입되며 공장 가동률 및 판매믹스 개선에 기여할 전망이며, 하반기부터는 신차출시와 함께 인도공장을 통한 외형성장이 예정되어있다. 1분기 진행된 통상임금 합의는 리스크 해소 차원에서 긍정적이다. 시장의 우려와 달리 실적개선과 성장은 지속될 전망이다. 투자의견 매수, 목표주가 43,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

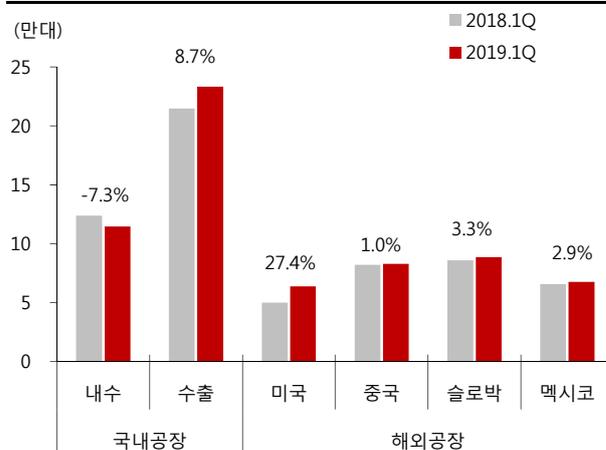
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	527,129	535,357	541,698	544,026	571,016	618,464
yoy	%	6.4	1.6	1.2	0.4	5.0	8.3
영업이익	억원	24,615	6,622	11,575	15,768	18,275	21,029
yoy	%	4.6	-73.1	74.8	36.2	15.9	15.1
EBITDA	억원	41,481	25,180	30,924	38,014	40,522	43,270
세전이익	억원	34,420	11,401	14,686	22,855	26,349	29,837
순이익(지배주주)	억원	27,546	9,680	11,559	17,654	20,289	22,975
영업이익률%	%	4.7	1.2	2.1	2.9	3.2	3.4
EBITDA%	%	7.9	4.7	5.7	7.0	7.1	7.0
순이익률	%	5.2	1.8	2.1	3.2	3.6	3.7
EPS	원	6,795	2,388	2,852	4,355	5,005	5,668
PER	배	5.8	14.0	11.8	8.1	7.0	6.2
PBR	배	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	3.7	5.1	3.9	3.1	2.8	2.3
ROE	%	10.9	3.6	4.3	6.4	7.0	7.6
순차입금	억원	-5,232	-7,895	-17,715	-25,677	-31,068	-45,315
부채비율	%	91.5	94.7	90.1	87.2	85.8	85.6

<표 1> 기아차 2019년 1분기 실적 Preview

	181Q	182Q	183Q	184Q	19.1Q(F)	YoY	QoQ
기아차출하	556,584	624,636	546,056	680,815	583,451	4.8%	-14.3%
국내공장	338,415	387,782	335,378	405,253	347,942	2.8%	-14.1%
내수	123,771	142,542	126,284	136,293	114,712	-7.3%	-15.8%
수출	214,644	245,240	209,094	268,960	233,230	8.7%	-13.3%
해외공장	218,169	236,854	210,678	275,562	235,509	7.9%	-14.5%
미국	50,163	62,337	63,220	61,280	63,900	27.4%	4.3%
슬로박	85,800	84,400	77,400	85,400	88,600	3.3%	3.7%
중국	82,206	90,117	70,058	128,882	83,009	1.0%	-35.6%
멕시코	65,701	68,012	76,596	85,591	67,620	2.9%	-21.0%
매출액	125,622	140,601	140,743	134,732	128,742	2.5%	-4.4%
매출원가	106,288	119,477	119,993	116,015	110,718	4.2%	-4.6%
%	84.6	85.0	85.3	86.1	86.0	1.4%p	-0.1%p
판매비	16,278	17,599	19,577	14,897	14,612	-10.2%	-1.9%
%	13.0	12.5	13.9	11.1	11.4	-1.6%p	0.3%p
영업이익	3,056	3,526	1,173	3,820	3,412	11.6%	-10.7%
%	2.4	2.5	0.8	2.8	2.7	0.2%p	-0.2%p
영업외손익	2,082	919	1,991	-1,879	1,730	-16.9%	흑전
%	1.7	0.7	1.4	-1.4	1.3	-0.3%p	2.7%p
세전이익	5,138	4,444	3,164	1,941	5,142	0.1%	164.9%
%	4.1	3.2	2.2	1.4	4.0	-0.1%p	2.6%p
법인세	818	1,125	186	997	823	0.5%	-17.5%
%	15.9	25.3	5.9	51.4	16.0	0.1%p	-35.4%p
당기순이익	4,320	3,319	2,977	944	4,319	0.0%	357.8%
%	3.4	2.4	2.1	0.7	3.4	-0.1%p	2.7%p

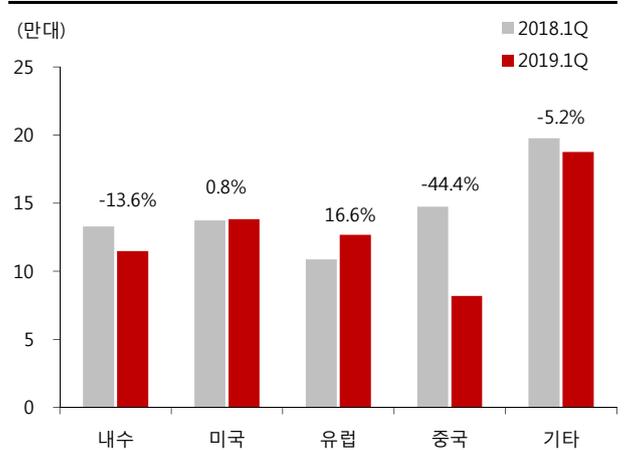
자료: 기아차, SK 증권 추정

<그림 1> 공장별 출하-기아, 글로벌 YoY +9.7%, 중국제외 YoY +10.8%



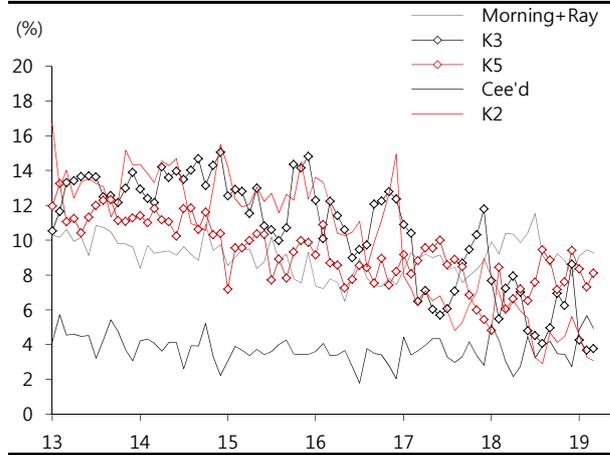
자료: 기아차, SK 증권

<그림 2> 도매판매-기아, 글로벌 YoY +0.3%, 중국제외 YoY +12.0%



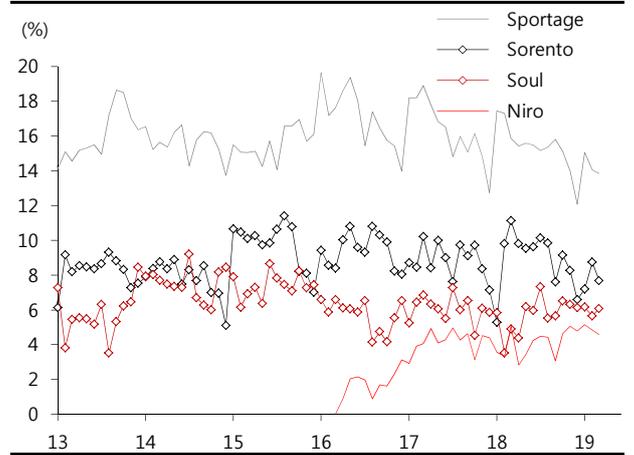
자료: 기아차, SK 증권

<그림 3> 주요차종 출하내 비중 - 기아차 승용



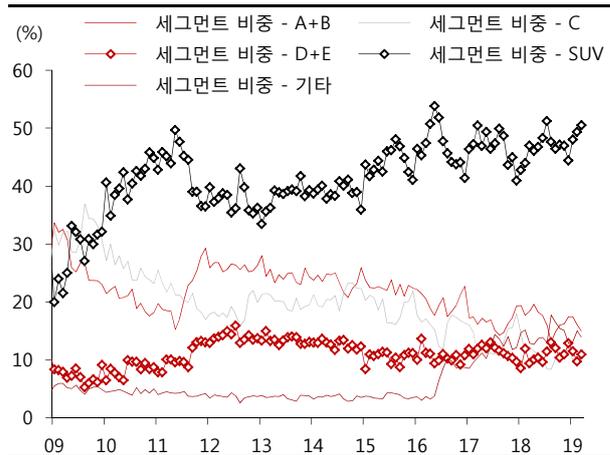
자료: 기아차, SK 증권 추정

<그림 4> 주요차종 출하내 비중 - 기아차 SUV



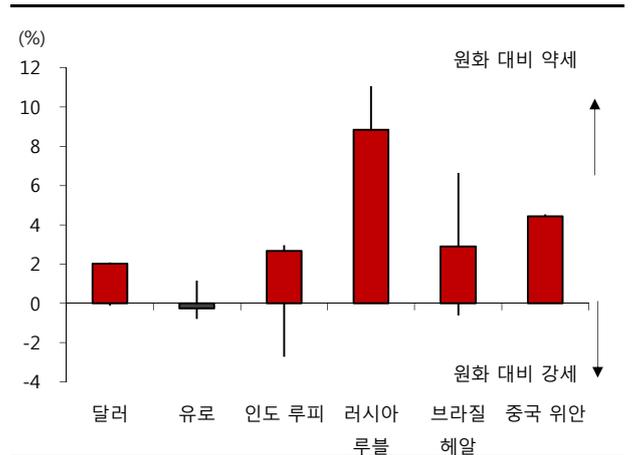
자료: 기아차, SK 증권 추정

<그림 5> 세그먼트별 비중 - 기아차



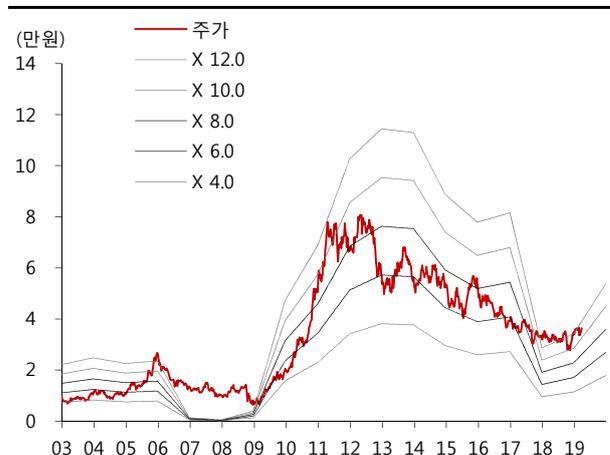
자료: 기아차, SK 증권 추정

<그림 6> 원화 대비 주요 통화의 분기변동성 - 1Q19



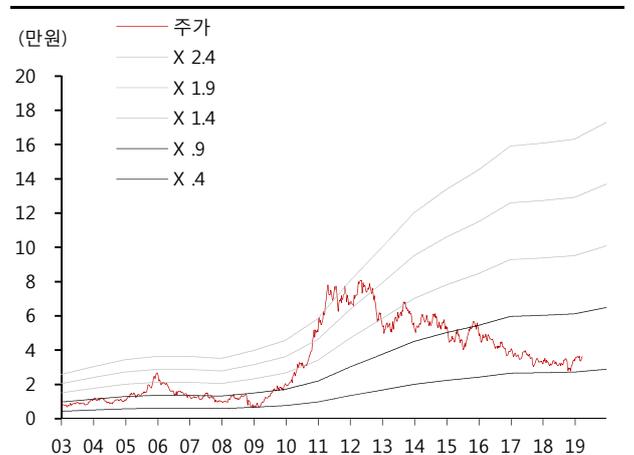
자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 7> PER 밴드차트 - 기아차



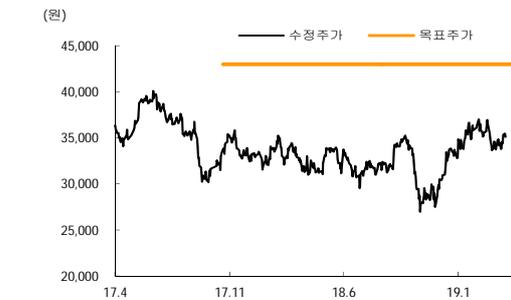
자료: Quantwise, SK 증권

<그림 8> PBR 밴드차트 - 기아차



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.04	매수	43,000원	6개월		
2019.01.28	매수	43,000원	6개월	-23.66%	-13.95%
2019.01.15	매수	43,000원	6개월	-24.43%	-14.77%
2018.10.29	매수	43,000원	6개월	-24.65%	-16.74%
2018.10.10	매수	43,000원	6개월	-23.94%	-16.74%
2018.07.30	매수	43,000원	6개월	-23.63%	-16.74%
2018.07.12	매수	43,000원	6개월	-23.66%	-16.74%
2018.04.30	매수	43,000원	6개월	-23.51%	-16.74%
2018.04.12	매수	43,000원	6개월	-23.00%	-16.74%
2018.01.26	매수	43,000원	6개월	-22.60%	-16.74%
2017.12.08	매수	43,000원	6개월	-22.00%	-16.74%
2017.10.30	매수	43,000원	6개월	-20.68%	-16.74%
2017.10.23	매수	43,000원	6개월	-21.14%	-20.00%



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 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 (2019 년 4 월 4 일 기준)

매수	88.89%	중립	11.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	216,421	197,118	200,561	205,530	223,582
현금및현금성자산	15,617	22,927	25,889	25,280	33,527
매출채권및기타채권	30,442	34,723	34,872	36,602	39,643
재고자산	85,436	72,339	72,650	76,255	82,591
비유동자산	306,524	320,748	327,237	340,923	349,881
장기금융자산	4,641	3,542	3,542	3,542	3,542
유형자산	136,529	148,033	147,270	146,633	146,101
무형자산	24,705	25,104	25,649	26,066	26,384
자산총계	522,944	517,866	527,798	546,453	573,463
유동부채	153,230	148,347	145,887	148,142	155,139
단기금융부채	38,564	22,800	19,800	15,800	11,800
매입채무 및 기타채무	75,897	85,422	85,789	90,045	97,527
단기충당부채	11,378	13,674	13,733	14,414	15,612
비유동부채	101,102	97,084	99,960	104,208	109,384
장기금융부채	49,786	44,663	42,663	40,663	38,663
장기매입채무 및 기타채무	19	20	20	20	20
장기충당부채	37,573	37,418	38,574	41,035	44,426
부채총계	254,333	245,431	245,847	252,351	264,523
지배주주지분	268,612	272,435	281,951	294,102	308,939
자본금	21,393	21,393	21,393	21,393	21,393
자본잉여금	17,158	17,158	17,158	17,158	17,158
기타자본구성요소	-2,162	-2,162	-2,162	-2,162	-2,162
자기주식	-2,162	-2,162	-2,162	-2,162	-2,162
이익잉여금	240,743	247,117	261,162	277,843	297,209
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	268,612	272,435	281,951	294,102	308,939
부채외자본총계	522,944	517,866	527,798	546,453	573,463

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	25,031	43,014	33,961	31,407	40,295
당기순이익(손실)	9,680	11,559	17,654	20,289	22,975
비현금성항목등	46,617	37,318	20,360	20,233	20,295
유형자산감가상각비	12,611	13,026	15,763	15,637	15,532
무형자산감가상각비	5,946	6,322	6,482	6,611	6,709
기타	32,911	20,233	-1,088	-1,142	-1,237
운전자본감소(증가)	-25,832	-295	1,148	-3,055	3,888
매출채권및기타채권의 감소(증가)	1,007	-3,958	-149	-1,730	-3,041
재고자산감소(증가)	1,511	11,619	-311	-3,604	-6,336
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-9,642	10,038	367	4,256	7,482
기타	-18,708	-17,995	1,241	-1,976	5,783
법인세납부	-5,435	-5,569	-5,201	-6,060	-6,863
투자활동현금흐름	-45,071	-8,326	-20,214	-20,124	-19,966
금융자산감소(증가)	-23,776	18,483	0	0	0
유형자산감소(증가)	-15,897	-22,973	-15,000	-15,000	-15,000
무형자산감소(증가)	-7,021	-7,027	-7,027	-7,027	-7,027
기타	1,623	3,192	1,813	1,903	2,062
재무활동현금흐름	5,356	-26,965	-10,784	-11,892	-12,082
단기금융부채증가(감소)	0	0	-3,000	-4,000	-4,000
장기금융부채증가(감소)	11,697	-22,173	-2,000	-2,000	-2,000
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-4,410	-3,207	-3,608	-3,608	-3,608
기타	-1,930	-1,584	-2,176	-2,284	-2,474
현금의 증가(감소)	-15,025	7,309	2,962	-609	8,247
기초현금	30,642	15,617	22,927	25,889	25,280
기말현금	15,617	22,927	25,889	25,280	33,527
FCF	9,106	18,959	13,538	11,237	20,294

자료 : 기사차, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	535,357	541,698	544,026	571,016	618,464
매출원가	446,187	461,773	466,790	489,640	530,011
매출총이익	89,170	79,925	77,237	81,376	88,452
매출총이익률 (%)	16.7	14.8	14.2	14.3	14.3
판매비와관리비	82,548	68,351	61,468	63,101	67,423
영업이익	6,622	11,575	15,768	18,275	21,029
영업이익률 (%)	1.2	2.1	2.9	3.2	3.4
비영업손익	4,778	3,112	7,086	8,075	8,808
순금융비용	463	-102	363	381	412
외환관련손익	1,346	-1,419	-181	-190	-206
관계기업투자등 관련손익	5,640	6,168	6,542	7,504	8,189
세전계속사업이익	11,401	14,686	22,855	26,349	29,837
세전계속사업이익률 (%)	2.1	2.7	4.2	4.6	4.8
계속사업법인세	1,720	3,127	5,201	6,060	6,863
계속사업이익	9,680	11,559	17,654	20,289	22,975
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	9,680	11,559	17,654	20,289	22,975
순이익률 (%)	1.8	2.1	3.2	3.6	3.7
지배주주	9,680	11,559	17,654	20,289	22,975
지배주주귀속 순이익률(%)	1.81	2.13	3.24	3.55	3.71
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	7,228	7,030	13,124	15,760	18,446
지배주주	7,228	7,030	13,124	15,760	18,446
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	25,180	30,924	38,014	40,522	43,270

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	1.6	1.2	0.4	5.0	8.3
영업이익	-7.1	74.8	36.2	15.9	15.1
세전계속사업이익	-66.9	28.8	55.6	15.3	13.2
EBITDA	-39.3	22.8	22.9	6.6	6.8
EPS(계속사업)	-64.9	19.4	52.7	14.9	13.2
수익성 (%)					
ROE	3.6	4.3	6.4	7.0	7.6
ROA	1.9	2.2	3.4	3.8	4.1
EBITDA마진	4.7	5.7	7.0	7.1	7.0
안정성 (%)					
유동비율	141.2	132.9	137.5	138.7	144.1
부채비율	94.7	90.1	87.2	85.8	85.6
순차입금/자기자본	-2.9	-6.5	-9.1	-10.6	-14.7
EBITDA/이자비용(배)	11.4	15.2	17.5	17.7	17.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,388	2,852	4,355	5,005	5,668
BPS	66,264	67,208	69,555	72,553	76,213
CFPS	6,966	7,625	9,843	10,493	11,154
주당 현금배당금	800	900	900	900	900
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	17.3	12.4	8.5	7.4	6.5
PER(최저)	12.7	9.5	7.5	6.6	5.8
PBR(최고)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
PBR(최저)	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4
PCR	4.8	4.4	3.6	3.3	3.2
EV/EBITDA(최고)	6.4	4.1	3.3	3.0	2.4
EV/EBITDA(최저)	4.6	3.0	2.8	2.5	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	201,989 억원
주요주주	
기아자동차(주)(외4)	30.16%
국민연금공단	10.00%
외국인지분률	46.90%
배당수익률	1.90%

Stock Data

주가(19/04/03)	207,500 원
KOSPI	2177.18 pt
52주 Beta	0.92
52주 최고가	264,500 원
52주 최저가	167,000 원
60일 평균 거래대금	502 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.9%	-5.1%
6개월	-4.8%	1.0%
12개월	-15.1%	-4.7%

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

변화에서 점차 높아지는 중요도

19년 1분기 실적 매출액 8.2조원(YoY +0.1%), 영업이익 5,258 억원(YoY +16.9%, OPM 6.4%)으로 전망. 사업부문별 영업이익률은 모듈 1.6%, A/S 부문 24.0% 예상. 주주가치제고에서 밝혔듯이 향후 자율주행과 커넥티비티, 전동화 부문에서의 투자확대를 통해 기술제휴와 경쟁력 강화, 고객확보 진행 예상. 자동차산업의 빠른 변화에서 동사의 중요도는 점차 높아질 것으로 판단

1Q19 Preview - 영업이익 5,258 억원(YoY +16.9%, OPM 6.4%) 전망

19년 1분기 실적은 매출액 8.2조원(YoY +0.1%), 영업이익 5,258 억원(YoY +16.9%, OPM 6.4%), 당기순이익 4,739 억원(YoY +2.8% NIM 5.8%)으로 전망한다. 사업부별로 보면 A/S 부문은 해외 A/S 판매 증가와 물류효율화가 지속되며 영업이익 4,227 억원(OPM 24.0%)의 수익성은 계속될 것으로 기대한다. 모듈부문은 영업이익 1,043 억원(OPM 1.6%)을 예상한다. 펠리세이드와 친환경차 등에 탑재되는 전장제품의 비중이 증가하는 등 모듈부문의 개선요인이 많다는 점은 긍정적이지만, 기여도가 높은 중국의 1분기 출하량이 예상보다 낮았음을 반영하였다(현대차 YoY -18.4%, 기아차 YoY +1.0%). 2분기 이후부터는 현대차그룹 및 비현대차그룹의 물량 증가, ADAS 탑재율 증가에 따른 핵심부품 매출 확대를 통한 개선이 예상된다.

변화에서 점차 높아지는 중요도

연초 이후 신년사와 CES를 통해 현대차그룹의 미래기술에 대한 방향성이 제시되며 동사의 역할은 보다 중요해졌으며, 주주가치제고에서 밝혔듯이 향후 자율주행과 커넥티비티, 전동화 부문에서 투자확대를 통해 기술제휴와 경쟁력 강화, 고객확보를 진행할 예정이다. 경쟁사 동향에서도 확인할 수 있듯이 자동차산업의 빠른 변화를 대응하기 위한 동사의 중요도는 점차 높아질 것으로 전망한다. 투자의견 매수, 목표주가 기존 25만 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

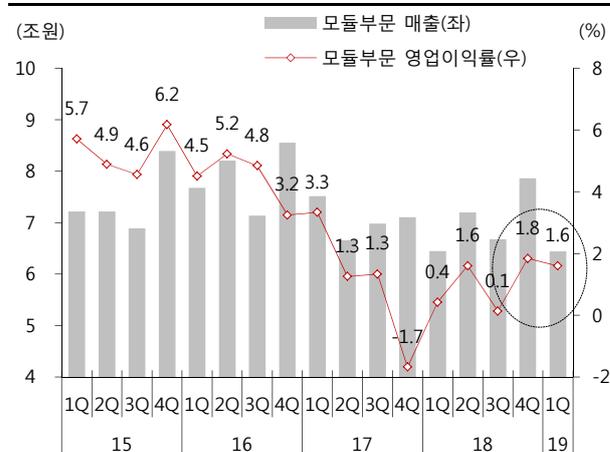
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	382,617	351,446	351,492	356,176	376,383	410,242
yoy	%	6.2	-8.2	0.0	1.3	5.7	9.0
영업이익	억원	29,047	20,249	20,250	22,643	25,004	27,314
yoy	%	-1.0	-30.3	0.0	11.8	10.4	9.2
EBITDA	억원	35,510	27,348	27,392	30,294	32,431	34,555
세전이익	억원	41,112	27,344	24,749	27,813	31,616	34,571
순이익(지배주주)	억원	30,378	15,682	18,888	20,917	23,778	26,000
영업이익률%	%	7.6	5.8	5.8	6.4	6.6	6.7
EBITDA%	%	9.3	7.8	7.8	8.5	8.6	8.4
순이익률	%	8.0	4.4	5.4	5.9	6.4	6.4
EPS	원	31,205	16,109	19,403	21,487	24,426	26,709
PER	배	8.5	16.3	9.8	9.7	8.5	7.8
PBR	배	0.9	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	6.0	7.2	4.1	3.8	3.2	2.6
ROE	%	11.2	5.4	6.3	6.7	7.2	7.4
순차입금	억원	-46,570	-60,609	-74,958	-88,126	-101,147	-114,533
부채비율	%	46.1	42.2	40.3	38.2	37.1	36.6

<표 1> 현대모비스 2019년 1분기 실적 Preview

	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q(F)	YoY	QoQ
매출액	81,943	88,835	84,273	96,440	82,056	0.1%	-14.9%
모듈부문	64,504	72,006	66,772	78,629	64,442	-0.1%	-18.0%
A/S 부문	17,439	16,829	17,502	17,811	17,614	1.0%	-1.1%
매출원가	71,360	77,331	73,445	83,686	71,389	0.0%	-14.7%
%	87.1	87.1	87.2	86.8	87.0	-0.1%p	0.2%p
판매비	6,085	6,192	6,206	6,938	5,409	-11.1%	-22.0%
%	7.4	7.0	7.4	7.2	6.6	-0.8%p	-0.6%p
영업이익	4,499	5,312	4,623	5,817	5,258	16.9%	-9.6%
%	5.5	6.0	5.5	6.0	6.4	0.9%p	0.4%p
모듈부문	273	1,155	90	1,447	1,031	277.7%	-28.7%
%	0.4	1.6	0.1	1.8	1.6	1.2%p	-0.2%p
A/S 부문	4,226	4,157	4,533	4,370	4,227	0.0%	-3.3%
%	24.2	24.7	25.9	24.5	24.0	-0.2%p	-0.5%p
영업외손익	1,648	2,057	1,106	-312	1,043	-36.7%	-434.2%
%	2.0	2.3	1.3	-0.3	1.3	-0.7%p	1.6%p
세전이익	6,147	7,369	5,728	5,505	6,301	2.5%	14.5%
%	7.5	8.3	6.8	5.7	7.7	0.2%p	2.0%p
법인세	1,488	1,840	1,232	1,307	1,512	1.6%	15.7%
%	24.2	25.0	21.5	23.7	24.0	-0.2%p	0.3%p
당기순이익	4,659	5,529	4,497	4,198	4,789	2.8%	14.1%
%	5.7	6.2	5.3	4.4	5.8	0.2%p	1.5%p
지배주주	4,665	5,531	4,488	4,204	4,739	1.6%	12.7%
%	5.7	6.2	5.3	4.4	5.8	0.1%p	1.4%p

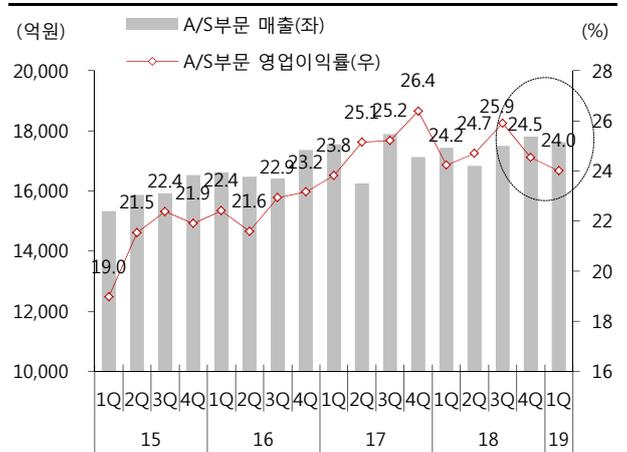
자료: 현대모비스, SK 증권 추정

<그림 1> 부문별 실적 추이- 모듈부문



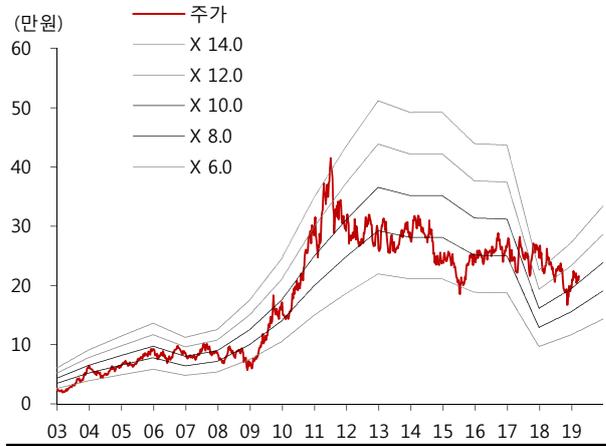
자료: 현대모비스, SK 증권 추정

<그림 2> 부문별 실적 추이- A/S 부문



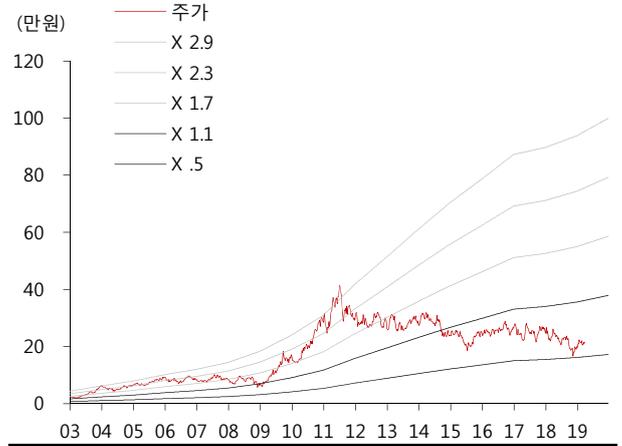
자료: 현대모비스, SK 증권 추정

<그림 3> PER 밴드차트 - 현대모비스



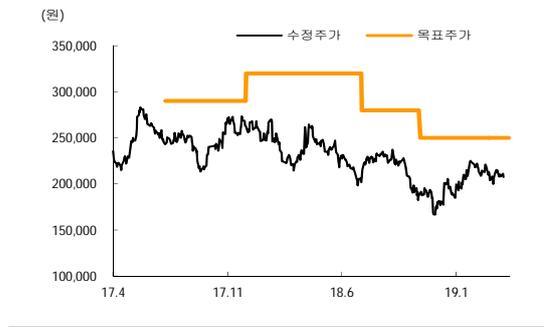
자료: Quantwise, SK 증권

<그림 4> PBR 밴드차트 - 현대모비스



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.04	매수	250,000원	6개월		
2019.01.28	매수	250,000원	6개월	-19.84%	-10.00%
2019.01.15	매수	250,000원	6개월	-23.44%	-14.00%
2018.10.29	매수	250,000원	6개월	-24.54%	-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	-14.13%	-2.41%
2017.07.30	매수	290,000원	6개월	-15.23%	-2.41%
2017.07.11	매수	290,000원	6개월	-13.55%	-2.41%



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 기관투자자 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 (2019 년 4 월 4 일 기준)

매수	88.89%	중립	11.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	182,178	197,205	207,542	223,038	242,596
현금및현금성자산	24,079	23,351	32,418	42,439	52,825
매출채권및기타채권	61,509	65,776	66,652	70,434	76,770
재고자산	26,903	27,629	27,997	29,586	32,247
비유동자산	235,190	233,507	237,705	243,482	250,201
장기금융자산	1,266	1,270	1,270	1,270	1,270
유형자산	82,064	80,295	79,305	78,458	77,733
무형자산	9,570	9,314	8,940	8,647	8,419
자산총계	417,368	430,711	445,246	466,520	492,797
유동부채	78,932	82,422	80,101	82,395	87,253
단기금융부채	17,463	16,424	13,224	11,724	10,224
매입채무 및 기타채무	49,073	51,930	52,622	55,608	60,610
단기충당부채	3,382	5,285	5,356	5,659	6,168
비유동부채	44,846	41,255	42,874	43,726	44,772
장기금융부채	13,279	10,592	9,692	8,192	6,692
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	1,726	1,796	1,975	1,989	2,170
부채총계	123,779	123,677	122,975	126,121	132,025
지배주주지분	292,954	306,305	321,323	339,202	359,304
자본금	4,911	4,911	4,911	4,911	4,911
자본잉여금	14,072	13,960	13,960	13,960	13,960
기타자본구성요소	-3,600	-3,600	-3,600	-3,600	-3,600
자기주식	-3,388	-3,388	-3,388	-3,388	-3,388
이익잉여금	287,801	300,955	318,084	338,074	360,286
비지배주주지분	636	729	948	1,196	1,468
자본총계	293,590	307,034	322,271	340,399	360,772
부채외자본총계	417,368	430,711	445,246	466,520	492,797

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	21,201	19,803	23,328	23,170	23,541
당기순이익(손실)	15,577	18,882	21,138	24,028	26,274
비현금성항목등	13,984	12,163	9,157	8,402	8,280
유형자산감가상각비	6,373	6,389	6,990	6,847	6,725
무형자산감가상각비	726	753	661	579	516
기타	2,590	3,807	178	188	205
운전자본감소(증가)	645	-5,215	-292	-1,673	-2,717
매출채권및기타채권의 감소(증가)	8,235	-4,044	-877	-3,781	-6,336
재고자산감소(증가)	377	-902	-368	-1,588	-2,662
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-7,486	2,852	692	2,985	5,002
기타	-481	-3,121	261	711	1,279
법인세납부	-9,005	-6,027	-6,675	-7,588	-8,297
투자활동현금흐름	-11,907	-12,529	-4,862	-4,781	-4,646
금융자산감소(증가)	-8,591	-11,747	0	0	0
유형자산감소(증가)	-6,607	-5,086	-6,000	-6,000	-6,000
무형자산감소(증가)	-448	-287	-287	-287	-287
기타	3,739	4,590	1,425	1,506	1,641
재무활동현금흐름	-4,418	-7,818	-9,397	-8,367	-8,509
단기금융부채증가(감소)	-3,729	-6,298	-3,200	-1,500	-1,500
장기금융부채증가(감소)	2,941	2,417	-900	-1,500	-1,500
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-3,325	-3,325	-3,788	-3,788	-3,788
기타	-305	-612	-1,509	-1,579	-1,721
현금의 증가(감소)	3,586	-728	9,068	10,021	10,386
기초현금	20,493	24,079	23,351	32,418	42,439
기말현금	24,079	23,351	32,418	42,439	52,825
FCF	13,340	17,618	18,281	18,469	18,995

자료 : 현대모비스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	351,446	351,492	356,176	376,383	410,242
매출원가	306,794	305,822	309,559	326,760	355,745
매출총이익	44,652	45,670	46,618	49,623	54,498
매출총이익률 (%)	12.7	13.0	13.1	13.2	13.3
판매비와관리비	24,403	25,420	23,975	24,619	27,183
영업이익	20,249	20,250	22,643	25,004	27,314
영업이익률 (%)	5.8	5.8	6.4	6.6	6.7
비영업손익	7,095	4,499	5,170	6,612	7,257
순금융비용	-949	-1,267	85	73	80
외환관련손익	-455	-611	-42	-37	-40
관계기업투자등 관련손익	6,848	3,925	5,475	6,911	7,582
세전계속사업이익	27,344	24,749	27,813	31,616	34,571
세전계속사업이익률 (%)	7.8	7.0	7.8	8.4	8.4
계속사업법인세	11,767	5,867	6,675	7,588	8,297
계속사업이익	15,577	18,882	21,138	24,028	26,274
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	15,577	18,882	21,138	24,028	26,274
순이익률 (%)	4.4	5.4	5.9	6.4	6.4
지배주주	15,682	18,888	20,917	23,778	26,000
지배주주귀속 순이익률(%)	4.46	5.37	5.87	6.32	6.34
비지배주주	-104	-6	220	251	274
총포괄이익	11,186	16,769	19,025	21,916	24,162
지배주주	11,291	16,777	18,806	21,667	23,890
비지배주주	-105	-8	218	249	272
EBITDA	27,348	27,392	30,294	32,431	34,555

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-8.2	0.0	1.3	5.7	9.0
영업이익	-30.3	0.0	11.8	10.4	9.2
세전계속사업이익	-33.5	-9.5	12.4	13.7	9.4
EBITDA	-23.0	0.2	10.6	7.1	6.6
EPS(계속사업)	-48.4	20.5	10.7	13.7	9.4
수익성 (%)					
ROE	5.4	6.3	6.7	7.2	7.4
ROA	3.7	4.5	4.8	5.3	5.5
EBITDA마진	7.8	7.8	8.5	8.6	8.4
안정성 (%)					
유동비율	230.8	239.3	259.1	270.7	278.0
부채비율	42.2	40.3	38.2	37.1	36.6
순차입금/자기자본	-20.6	-24.4	-27.4	-29.7	-31.8
EBITDA/이자비용(배)	54.6	43.0	20.1	20.5	20.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	16,109	19,403	21,487	24,426	26,709
BPS	300,935	314,650	330,077	348,444	369,093
CFPS	23,400	26,740	29,347	32,055	34,146
주당 현금배당금	3,500	4,000	4,000	4,000	4,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	17.6	13.9	10.5	9.2	8.4
PER(최저)	13.3	8.6	8.6	7.6	6.9
PBR(최고)	0.9	0.9	0.7	0.7	0.6
PBR(최저)	0.7	0.5	0.6	0.5	0.5
PCR	11.2	7.1	7.1	6.5	6.1
EV/EBITDA(최고)	7.9	6.9	4.4	3.7	3.1
EV/EBITDA(최저)	5.4	3.2	3.1	2.5	1.9

SK COMPANY Analysis



Analyst
권순우

soonwoo@sk.com
02-3773-8882

Company Data

자본금	1,360 억원
발행주식수	2,720 만주
자사주	63 만주
액면가	5,000 원
시가총액	11,463 억원
주요주주	
현대자동차(주)(외3)	40.74%
국민연금공단	12.59%
외국인지분률	10.10%
배당수익률	14.0%

Stock Data

주가(19/04/03)	42,150 원
KOSPI	2,177.18 pt
52주 Beta	1.14
52주 최고가	57,300 원
52주 최저가	29,550 원
60일 평균 거래대금	59 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.0%	-2.2%
6개월	0.5%	6.6%
12개월	-24.1%	-14.7%

현대위아 (011210/KS | 매수(유지) | T.P 50,000 원(유지))

차량부품의 실적 개선과 신규 사업 기회

19년 1분기 실적 매출액 1.8 조원(YoY +3.1%), 영업이익 214 억원(YoY 흑자전환, OPM 1.2%), 사업부별 영업이익률은 차량부품은 2.0%, 기계부문은 -3.9%로 전망. 차량부품 사업의 실적 개선 지속 전망. 멕시코공장 가동률 확대와 국내 엔진공장 홀류생산, 중국 로컬업체향 엔진 수주는 긍정적. H-track 도 신규차종이 출시됨에 따라 지속적인 성장 예상. 그룹사 사업구조 개편에 따른 신규 사업기회도 기대요인

1Q19 Preview - 차량부품 개선 vs 기계부문 부진

19년 1분기 실적은 매출액 1.8 조원(YoY +3.1%), 영업이익 214 억원(YoY 흑자전환, OPM 1.2%), 당기순이익 205 억원(YoY 흑자전환, NIM 1.1%), 사업부별 영업이익률은 차량부품은 2.0%, 기계부문은 -3.9%로 전망한다. 차량부품은 현대차그룹의 중국 물량 감소가 부담이지만, 미국과 멕시코에서의 가동률 증가, 4륜구동(H-Track)의 확대, 엔진사업물량 증가의 영향으로 전년 동기 대비 개선. 기계부문은 일회성 요인이 감소하며 적자규모 축소가 예상된다.

차량부품의 실적 개선과 신규 사업 기회

기계부문의 부진은 당분간 이어지겠으나 차량부품 실적 개선은 지속될 것으로 판단한다. 가동 이후 적자를 기록했던 멕시코공장은 미국과 멕시코에서 물량 증가로 BEP 이상의 실적개선이 기대되며, 국내 엔진공장도 홀류생산을 통해 안정적인 가동률 유지가 가능할 전망이다. 중국 로컬업체 향 엔진 매출은 신규 고객처 확보와 함께 중국 산동법인 실적 개선이라는 측면에서 중요하다. 독점공급 중인 H-track은 팰리세이드와 텔루라이드, 제네시스 신규모델 출시와 함께 지속적인 성장이 예상된다. 그룹사 사업구조 개편에 따른 신규 사업가능성도 향후 추가적인 성장을 기대하게 하는 요인이다. 투자의견 매수, 목표주가 50,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

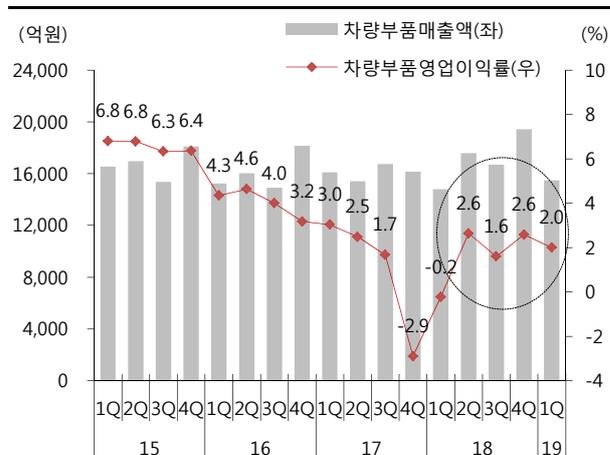
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	75,894	74,874	78,805	81,463	83,383	87,211
yoy	%	-3.7	-1.3	5.3	3.4	2.4	4.6
영업이익	억원	2,627	167	50	1,285	1,938	2,121
yoy	%	-47.6	-93.6	-69.9	2453.6	50.9	9.4
EBITDA	억원	4,826	2,653	2,661	3,931	4,594	4,788
세전이익	억원	2,328	-971	-706	1,391	2,051	2,420
순이익(지배주주)	억원	1,307	-630	-556	1,057	1,558	1,840
영업이익률%	%	3.5	0.2	0.1	1.6	2.3	2.4
EBITDA%	%	6.4	3.5	3.4	4.8	5.5	5.5
순이익률	%	1.7	-0.8	-0.7	1.3	1.9	2.1
EPS	원	4,807	-2,317	-2,043	3,886	5,731	6,764
PER	배	15.2	N/A	N/A	10.9	7.4	6.2
PBR	배	0.6	0.6	0.3	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	배	5.1	9.5	7.8	4.9	4.0	3.7
ROE	%	4.1	-2.0	-1.8	3.5	5.0	5.6
순차입금	억원	4,713	7,449	10,801	7,464	6,688	5,983
부채비율	%	115.5	129.1	134.0	132.1	127.1	128.6

<표 1> 현대위아 2019년 1분기 실적 Preview

(단위: 억원)							
	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q(F)	YoY	QoQ
매출액	17,409	20,573	19,221	21,602	17,951	3.1%	-16.9%
차량부품	14,795	17,587	16,698	19,427	15,494	4.7%	-20.2%
기계	2,613	2,986	2,523	2,175	2,457	-6.0%	13.0%
매출원가	16,998	19,499	18,451	20,836	17,491	2.9%	-16.1%
%	97.6	94.8	96.0	96.5	97.4	-0.2%p	1.0%p
판매비	709	871	673	717	245	-65.4%	-65.8%
%	4.1	4.2	3.5	3.3	1.4	-2.7%p	-2.0%p
영업이익	-298	204	96	49	214	흑전	340.5%
%	-1.7	1.0	0.5	0.2	1.2	2.9%p	1.0%p
차량부품	-34	465	267	502	310	흑전	-38.2%
%	-0.2	2.6	1.6	2.6	2.0	2.2%p	-0.6%p
기계	-264	-261	-171	-453	-96	적지	적지
%	-10.1	-8.7	-6.8	-20.8	-3.9	6.2%p	16.9%p
영업외손익	64	-253	-209	-359	56	-13.7%	흑전
%	0.4	-1.2	-1.1	-1.7	0.3	-0.1%p	2.0%p
세전이익	-234	-49	-113	-310	270	흑전	흑전
%	-1.3	-0.2	-0.6	-1.4	1.5	2.8%p	2.9%p
법인세	-62	10	-30	-69	65	흑전	흑전
%	26.3	-19.4	26.6	22.1	24.0	-2.3%p	1.9%p
당기순이익	-172	-59	-83	-242	205	흑전	흑전
%	-1.0	-0.3	-0.4	-1.1	1.1	2.1%p	2.3%p

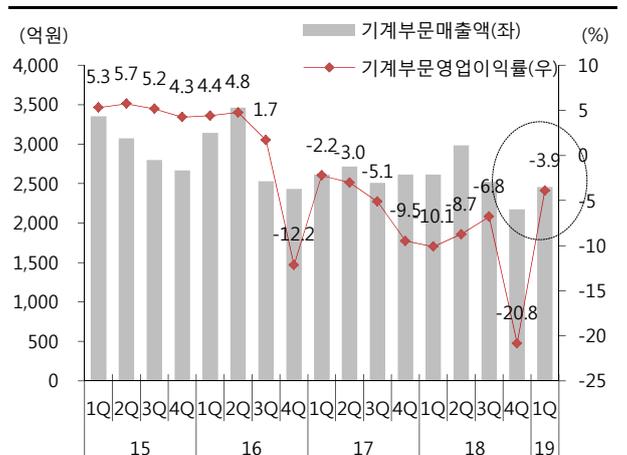
자료: 현대위아, SK 증권 추정

<그림 1> 차량부품 실적 추이



자료: 현대위아, SK 증권 추정

<그림 2> 기계부문 실적 추이



자료: 현대위아, SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.04	매수	50,000원	6개월		
2018.10.29	매수	50,000원	6개월	-23.99%	-9.80%
2018.10.10	매수	72,000원	6개월	-38.31%	-23.47%
2018.07.30	매수	72,000원	6개월	-36.86%	-23.47%
2018.04.30	매수	72,000원	6개월	-35.32%	-23.47%
2017.12.08	매수	90,000원	6개월	-28.70%	-14.44%
2017.07.11	매수	90,000원	6개월	-24.93%	-14.44%
2017.04.12	매수	90,000원	6개월	-24.62%	-18.00%



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 기관투자자 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 (2019 년 4 월 4 일 기준)

매수	88.89%	중립	11.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	38,594	38,908	39,059	39,413	42,271
현금및현금성자산	9,313	3,358	5,695	5,471	7,175
매출채권및기타채권	13,909	18,322	14,948	15,300	16,003
재고자산	8,909	8,031	9,205	9,422	9,855
비유동자산	33,343	32,167	32,762	33,318	34,072
장기금융자산	890	613	613	613	613
유형자산	26,003	25,695	26,036	26,343	26,618
무형자산	2,437	2,132	2,013	1,919	1,845
자산총계	71,937	71,074	71,821	72,732	76,343
유동부채	17,279	18,628	18,635	18,502	19,733
단기금융부채	1,978	3,579	3,079	2,579	3,079
매입채무 및 기타채무	14,228	14,050	14,524	14,866	15,549
단기충당부채	201	263	271	278	291
비유동부채	23,257	22,077	22,235	22,197	23,214
장기금융부채	20,552	19,227	18,727	18,227	18,727
장기매입채무 및 기타채무	11	16	16	16	16
장기충당부채	1,854	2,056	2,305	2,363	2,471
부채총계	40,536	40,705	40,871	40,699	42,947
지배주주지분	31,401	30,369	30,950	32,032	33,396
자본금	1,360	1,360	1,360	1,360	1,360
자본잉여금	5,005	5,005	5,005	5,005	5,005
기타자본구성요소	-1,132	-1,132	-1,132	-1,132	-1,132
자기주식	-1,132	-1,132	-1,132	-1,132	-1,132
이익잉여금	26,067	25,204	26,101	27,500	29,180
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	31,401	30,369	30,950	32,032	33,396
부채외자본총계	71,937	71,074	71,821	72,732	76,343

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	1,017	-779	6,496	3,938	3,873
당기순이익(손실)	-630	-556	1,057	1,558	1,840
비현금성항목등	3,509	3,867	2,874	3,036	2,948
유형자산감가상각비	1,981	2,040	2,158	2,193	2,225
무형자산상각비	505	571	488	463	443
기타	654	720	17	18	19
운전자본감소(증가)	-1,396	-4,110	2,899	-164	-334
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-90	-4,519	3,373	-352	-703
재고자산감소(증가)	-1,327	951	-1,175	-217	-433
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-437	-8	474	342	683
기타	458	-534	226	63	118
법인세납부	-466	20	-334	-492	-581
투자활동현금흐름	-2,139	-4,387	-2,728	-2,725	-2,718
금융자산감소(증가)	1,147	-2,803	0	0	0
유형자산감소(증가)	-3,075	-1,467	-2,500	-2,500	-2,500
무형자산감소(증가)	-420	-369	-369	-369	-369
기타	209	252	141	144	151
재무활동현금흐름	2,616	-815	-1,431	-1,437	550
단기금융부채증가(감소)	-1,543	-1,328	-500	-500	500
장기금융부채증가(감소)	4,948	1,311	-500	-500	500
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-292	-159	-159	-159	-159
기타	-496	-639	-272	-278	-291
현금의 증가(감소)	1,321	-5,956	2,337	-224	1,704
기초현금	7,993	9,313	3,358	5,695	5,471
기말현금	9,313	3,358	5,695	5,471	7,175
FCF	-1,581	-2,410	3,653	1,096	1,076

자료 : 현대위아, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	74,874	78,805	81,463	83,383	87,211
매출원가	71,933	75,784	78,177	79,935	83,518
매출총이익	2,940	3,021	3,286	3,448	3,693
매출총이익률 (%)	3.9	3.8	4.0	4.1	4.2
판매비와관리비	2,773	2,970	2,002	1,510	1,573
영업이익	167	50	1,285	1,938	2,121
영업이익률 (%)	0.2	0.1	1.6	2.3	2.4
비영업손익	-1,138	-757	106	113	300
순금융비용	374	457	131	134	140
외환관련손익	-635	49	-65	-67	-70
관계기업투자등 관련손익	-52	-169	319	331	528
세전계속사업이익	-971	-706	1,391	2,051	2,420
세전계속사업이익률 (%)	-1.3	-0.9	1.7	2.5	2.8
계속사업법인세	-341	-151	334	492	581
계속사업이익	-630	-556	1,057	1,558	1,840
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-630	-556	1,057	1,558	1,840
순이익률 (%)	-0.8	-0.7	1.3	1.9	2.1
지배주주	-630	-556	1,057	1,558	1,840
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.84	-0.71	1.3	1.87	2.11
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	-893	-872	740	1,242	1,523
비지배주주	-893	-872	740	1,242	1,523
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	2,653	2,661	3,931	4,594	4,788

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-1.3	5.3	3.4	2.4	4.6
영업이익	-93.6	-69.9	2,453.6	50.9	9.4
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	47.5	18.0
EBITDA	-45.0	0.3	47.8	16.9	4.2
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	47.5	18.0
수익성 (%)					
ROE	-2.0	-1.8	3.5	5.0	5.6
ROA	-0.9	-0.8	1.5	2.2	2.5
EBITDA마진	3.5	3.4	4.8	5.5	5.5
안정성 (%)					
유동비율	223.4	208.9	209.6	213.0	214.2
부채비율	129.1	134.0	132.1	127.1	128.6
순차입금/자기자본	23.7	35.6	24.1	20.9	17.9
EBITDA/이자비용(배)	5.0	4.0	14.5	16.5	16.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-2,317	-2,043	3,886	5,731	6,764
BPS	115,466	111,672	113,808	117,788	122,802
CFPS	6,822	7,556	13,618	15,497	16,572
주당 현금배당금	600	600	600	600	600
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	11.6	7.9	6.7
PER(최저)	N/A	N/A	9.2	6.2	5.3
PBR(최고)	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4
PBR(최저)	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	9.5	4.8	3.1	2.7	2.5
EV/EBITDA(최고)	11.0	10.9	5.1	4.2	3.9
EV/EBITDA(최저)	8.9	7.2	4.4	3.6	3.3

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	61,120 억원
주요주주	
한안코오토홀딩스유 한회사(외1)	69.98%
국민연금공단	5.00%
외국인지분률	18.80%
배당수익률	0.70%

Stock Data

주가(19/04/03)	11,450 원
KOSPI	2177.18 pt
52주 Beta	0.93
52주 최고가	13,250 원
52주 최저가	9,760 원
60일 평균 거래대금	116 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.0%	-7.3%
6개월	-8.8%	-3.2%
12개월	-2.6%	9.4%

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

합병 이후 실적과 수주에서의 시너지 기대

19년 1분기 실적 매출액 1조 4,055 억원(YoY +1.3%), 영업이익 966 억원(YoY +1.5%, OPM 6.9%)으로 전년 동기와 유사할 전망. 중국 수요와 정책 불확실성이 우려 요인이지만, 하반기부터 친환경 매출이 본격화되며 실적 개선 기대. 중장기 투자포인트 유효한 가운데, FP&C 사업 인수 이후 시너지 기대. 외형성장 뿐만 아니라 고객다변화 및 포트폴리오 다변화를 기반으로 추가적인 수주활동 전개 예상

1Q19 Preview - 전년 동기와 유사한 실적 예상

19년 1분기 실적은 매출액 1조 4,055 억원(YoY +1.3%), 영업이익 966 억원(YoY +1.5%, OPM 6.9%), 당기순이익 687 억원(YoY +4.8%, NIM 4.9%)으로 전망한다. 국내와 미국에서는 신차투입 및 생산량 확대가 긍정적으로 작용하였으나 중국에서 주요 고객사의 생산감소 영향과 유럽수요 약화 및 환율 영향이 부정적으로 작용함에 따라 전년 동기와 유사한 실적이 예상된다.

FP&C 사업 인수, 이후 실적과 수주에서의 시너지 기대

본업 측면에서는 글로벌 수요둔화, 특히 중국 수요와 정책의 불확실성에 대한 우려가 존재하지만, 하반기로 접어들수록 Volkswagen의 MEB를 비롯한 주요 고객사로부터의 친환경 매출이 본격화됨에 따라 외형성장과 선제적 투자에 뒤이은 이익회수는 지속될 전망이다. 친환경부품 매출 확대와 고객다변화라는 기존 중장기 투자포인트는 여전히 유효하다.

또한 Magna 그룹으로부터 Fluid Pressure & Controls 사업부(FP&C) 양수가 완료됨에 따라 19년 2분기부터 마그나의 FP&C 사업부의 실적이 반영된다는 점도 긍정적인 요인이다. 인수로 인한 일회성 비용이 반영되겠지만, 외형성장과 높아진 배당여력이라는 긍정적인 요인이 크다. 또한 인수한 사업부의 수주잔고가 추가됨과 동시에 향후 고객처와 제품포트폴리오가 다변화됨에 따라 신규수주활동에서 경쟁력을 확보할 수 있을 것으로 기대한다. 단기 실적보다는 합병 이후의 시너지를 기대해볼 시점이다. 투자 의견 매수, 목표주가 14,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

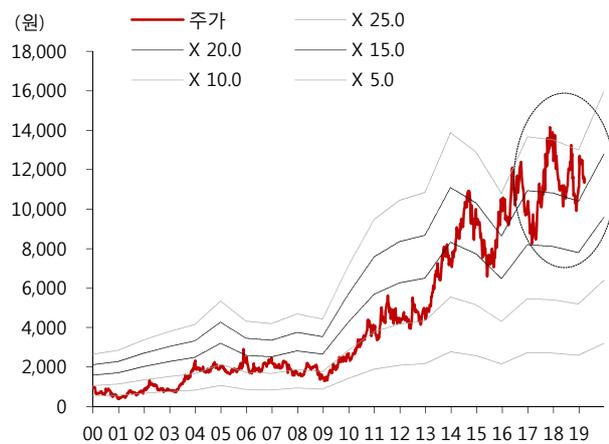
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	57,037	55,857	59,376	61,579	63,397	65,855
yoy	%	2.6	-2.1	6.3	3.7	3.0	3.9
영업이익	억원	4,225	4,684	4,338	5,803	5,962	6,161
yoy	%	17.5	10.9	-7.4	33.8	2.7	3.3
EBITDA	억원	6,087	6,699	6,617	9,235	9,641	9,948
세전이익	억원	4,157	4,215	3,796	5,298	5,505	5,686
순이익(지배주주)	억원	2,921	2,886	2,776	3,817	3,968	4,101
영업이익률%	%	7.4	8.4	7.3	9.4	9.4	9.4
EBITDA%	%	10.7	12.0	11.1	15.0	15.2	15.1
순이익률	%	5.3	5.3	4.8	6.4	6.4	6.4
EPS	원	547	541	520	715	743	768
PER	배	18.8	25.7	20.8	16.0	15.4	14.9
PBR	배	3.0	3.8	2.8	3.2	3.1	3.0
EV/EBITDA	배	9.6	11.5	9.9	7.7	7.3	7.0
ROE	%	16.4	15.2	13.8	19.2	20.2	20.3
순차입금	억원	2,313	1,320	6,244	8,059	7,449	6,624
부채비율	%	104.8	102.8	151.3	180.1	179.9	177.0

<표 1> 한온시스템 2019년 1분기 실적 Preview

	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q(F)	YoY	QoQ
매출액	13,869	15,184	14,198	16,125	14,055	1.3%	-12.8%
아시아	9,168	10,480	10,125	10,508	9,283	1.3%	-11.7%
미주	2,640	2,767	2,913	3,179	2,852	8.0%	-10.3%
유럽	7,158	7,563	6,239	7,312	7,086	-1.0%	-3.1%
연결조정	-5,097	-5,626	-5,079	-4,874	-5,166	1.3%	6.0%
매출원가	11,755	12,973	12,215	13,305	11,899	1.2%	-10.6%
%	84.8	85.4	86.0	82.5	84.7	-0.1%p	2.1%p
판매비	1,162	1,202	1,164	1,262	1,190	2.4%	-5.7%
%	8.4	7.9	8.2	7.8	8.5	0.1%p	0.6%p
영업이익	952	1,008	820	1,558	966	1.5%	-38.0%
%	6.9	6.6	5.8	9.7	6.9	0.0%p	-2.8%p
세전이익	901	974	748	1,174	929	3.1%	-20.9%
%	6.5	6.4	5.3	7.3	6.6	0.1%p	-0.7%p
법인세	245	246	194	275	241	-1.3%	-12.1%
%	27.2	25.2	26.0	23.4	26.0	-1.2%p	2.6%p
당기순이익	656	728	554	899	687	4.8%	-23.5%
%	4.7	4.8	3.9	5.6	4.9	0.2%p	-0.7%p
지배주주	633	703	532	908	660	4.2%	-27.3%
%	4.6	4.6	3.7	5.6	4.7	0.1%p	-0.9%p

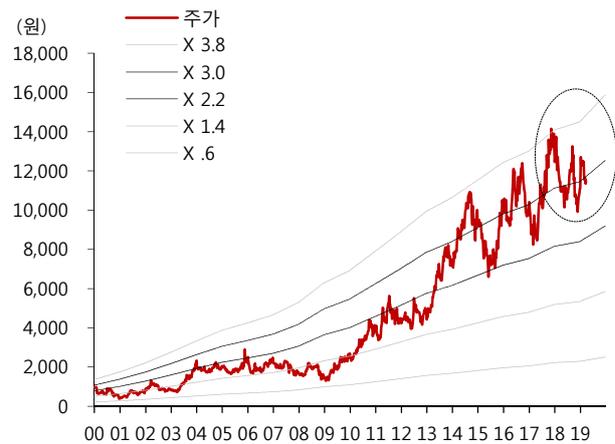
자료: 한온시스템, SK 증권 추정

<그림 1> PER 밴드차트 - 한온시스템



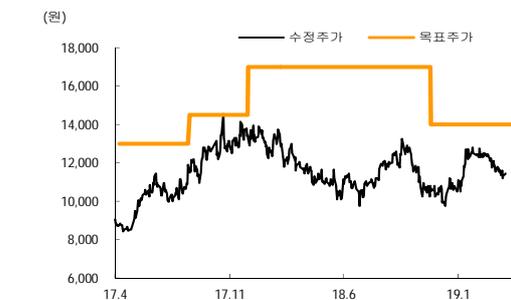
자료: Quantwise, SK 증권

<그림 2> PBR 밴드차트 - 한온시스템



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.04	매수	14,000원	6개월		
2019.01.15	매수	14,000원	6개월	-18.29%	-8.57%
2018.11.14	매수	14,000원	6개월	-24.36%	-19.29%
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%



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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 4월 4일 기준)

매수	88.89%	중립	11.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	22,413	28,592	30,114	30,132	30,532
현금및현금성자산	5,673	10,178	11,363	11,473	11,297
매출채권및기타채권	9,359	9,904	10,261	10,057	10,447
재고자산	4,686	5,058	4,926	4,945	5,005
비유동자산	18,783	24,966	27,174	28,695	29,643
장기금융자산	239	99	99	99	99
유형자산	12,620	15,515	16,451	16,961	16,969
무형자산	4,377	5,640	6,512	7,263	7,908
자산총계	41,196	53,558	57,288	58,827	60,175
유동부채	12,995	18,671	21,181	21,102	21,171
단기금융부채	1,380	4,923	6,923	6,423	5,923
매입채무 및 기타채무	9,069	10,780	11,180	11,510	11,956
단기충당부채	94	57	59	60	63
비유동부채	7,886	13,570	15,655	16,704	17,279
장기금융부채	6,223	11,867	12,867	12,867	12,367
장기매입채무 및 기타채무	155	132	132	132	132
장기충당부채	490	498	564	581	604
부채총계	20,881	32,241	36,836	37,806	38,450
지배주주지분	19,787	20,367	19,415	19,895	20,508
자본금	534	534	534	534	534
자본잉여금	-224	-215	-215	-215	-215
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	20,738	21,796	21,343	22,321	23,432
비지배주주지분	528	949	1,037	1,126	1,217
자본총계	20,314	21,317	20,452	21,021	21,724
부채외자본총계	41,196	53,558	57,288	58,827	60,175

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	5,718	4,766	7,823	8,671	8,390
당기순이익(손실)	2,984	2,837	3,921	4,073	4,208
비현금성항목등	4,158	4,689	5,314	5,568	5,740
유형자산감가상각비	1,806	1,941	2,863	2,990	2,992
무형자산감가상각비	209	338	568	690	795
기타	810	1,311	437	450	468
운전자본감소(증가)	-314	-1,875	-34	461	-79
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-237	-820	-357	204	-390
재고자산감소(증가)	-563	-446	132	-19	-60
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	769	640	400	330	446
기타	-282	-1,249	-209	-55	-75
법인세납부	-1,110	-885	-1,378	-1,431	-1,478
투자활동현금흐름	-3,354	-5,688	-5,089	-4,785	-4,279
금융자산감소(증가)	39	-73	0	0	0
유형자산감소(증가)	-2,927	-4,101	-3,800	-3,500	-3,000
무형자산감소(증가)	-1,049	-1,440	-1,440	-1,440	-1,440
기타	584	-74	151	156	162
재무활동현금흐름	-725	5,505	-1,549	-3,776	-4,287
단기금융부채증가(감소)	-1,712	1,614	2,000	-500	-500
장기금융부채증가(감소)	2,865	5,354	1,000	0	-500
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-1,715	-1,725	-2,989	-2,989	-2,989
기타	-162	261	-279	-287	-298
현금의 증가(감소)	1,421	4,505	1,185	110	-176
기초현금	4,252	5,673	10,178	11,363	11,473
기말현금	5,673	10,178	11,363	11,473	11,297
FCF	1,850	-1,817	2,451	3,612	3,827

자료 : 한온시스템 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	55,857	59,376	61,579	63,397	65,855
매출원가	46,394	50,249	52,052	53,526	55,535
매출총이익	9,462	9,127	9,526	9,871	10,320
매출총이익률 (%)	16.9	15.4	15.5	15.6	15.7
판매비와관리비	4,778	4,789	3,723	3,909	4,159
영업이익	4,684	4,338	5,803	5,962	6,161
영업이익률 (%)	8.4	7.3	9.4	9.4	9.4
비영업손익	-469	-542	-505	-457	-475
순금융비용	111	176	128	131	136
외환관련손익	-265	-3	-64	-66	-68
관계기업투자등 관련손익	85	63	123	190	198
세전계속사업이익	4,215	3,796	5,298	5,505	5,686
세전계속사업이익률 (%)	7.6	6.4	8.6	8.7	8.6
계속사업법인세	1,231	959	1,378	1,431	1,478
계속사업이익	2,984	2,837	3,921	4,073	4,208
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,984	2,837	3,921	4,073	4,208
순이익률 (%)	5.3	4.8	6.4	6.4	6.4
지배주주	2,886	2,776	3,817	3,968	4,101
지배주주귀속 순이익률(%)	5.17	4.68	6.2	6.26	6.23
비지배주주	98	61	104	106	107
총포괄이익	3,173	2,322	3,406	3,558	3,693
지배주주	3,106	2,278	3,318	3,469	3,602
비지배주주	68	44	88	90	90
EBITDA	6,699	6,617	9,235	9,641	9,948

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-21	63	3.7	3.0	3.9
영업이익	109	-74	33.8	2.7	3.3
세전계속사업이익	14	-9.9	39.6	3.9	3.3
EBITDA	10.1	-1.2	39.6	4.4	3.2
EPS(계속사업)	-1.2	-3.8	37.5	4.0	3.4
수익성 (%)					
ROE	15.2	13.8	19.2	20.2	20.3
ROA	7.5	6.0	7.1	7.0	7.1
EBITDA마진	12.0	11.1	15.0	15.2	15.1
안정성 (%)					
유동비율	172.5	153.1	142.2	142.8	144.2
부채비율	102.8	151.3	180.1	179.9	177.0
순차입금/자기자본	6.5	29.3	39.4	35.4	30.5
EBITDA/이자비용(배)	33.9	27.1	33.1	33.6	33.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	541	520	715	743	768
BPS	3,707	3,816	3,637	3,727	3,842
CFPS	918	947	1,358	1,433	1,478
주당 현금배당금	305	320	320	320	320
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	26.9	26.4	17.9	17.2	16.7
PER(최저)	15.3	18.8	14.7	14.1	13.7
PBR(최고)	3.9	3.6	3.5	3.4	3.3
PBR(최저)	2.2	2.6	2.9	2.8	2.7
PCR	15.1	11.4	8.4	8.0	7.8
EV/EBITDA(최고)	12.0	12.3	8.5	8.1	7.7
EV/EBITDA(최저)	7.0	9.1	7.1	6.8	6.5

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	13,688 억원
주요주주	
한라홀딩스(외11)	30.30%
국민연금공단	13.44%
외국인지분률	21.90%
배당수익률	1.70%

Stock Data

주가(19/04/03)	29,150 원
KOSPI	2177.18 pt
52주 Beta	1.34
52주 최고가	49,400 원
52주 최저가	26,550 원
60일 평균 거래대금	150 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-11.1%	-10.4%
6개월	-10.5%	-5.0%
12개월	-40.6%	-33.4%

만도 (204320/KS | 매수(유지) | T.P 40,000 원(유지))

미국과 유럽의 성장, ADAS 증가 - 투자포인트의 변화는 없다

19년 1분기 실적 매출액 1조 3,533 억원(YoY +0.5%), 영업이익 369 억원(YoY -14.7%, OPM 2.7%)으로 전망. 미국과 유럽의 성장, ADAS 매출 확대는 긍정적이나 중국에서의 제한적 물량 증가와 체질개선을 위한 비용이 반영되며 수익성은 시장기대치 하회 예상. 신규수주는 계획대로 진행. 미국과 유럽의 성장, ADAS 확대라는 기존 투자 포인트의 변화는 없으며, 1분기 실적을 기점으로 회복 예상

1Q19 Preview - 미국/국내/유럽에서의 성장 vs 체질개선 비용이 반영된 중국

19년 1분기 실적은 매출액 1조 3,533 억원(YoY +0.5%), 영업이익 369 억원(YoY -14.7%, OPM 2.7%), 당기순이익 242 억원(YoY -1.9%, NIM 1.8%)으로 전망한다. 미국과 유럽은 신규차종 확대, 현대차그룹 생산량 증가로, 국내는 ADAS 매출 확대로 성장이 예상된다. 하지만 매출 및 이익의 기여도가 높은 중국에서 제한적인 물량 증가와 체질개선을 위한 라인조정 및 합리화 비용이 반영됨에 따라 수익성은 시장기대치를 하회할 것으로 예상된다. 비현대차그룹함과 ADAS 제품을 중심으로 신규수주활동은 기존 계획 수준으로 안정적으로 진행되고 있다.

미국과 유럽의 성장, ADAS 증가 - 투자포인트의 변화는 없다

동사에 대한 기존 투자포인트는 중국에서의 높은 수익성, 고객다변화와 외형증가였다. 중국 자동차산업의 빠른 턴어라운드를 기대하기는 어렵지만, 금번 분기를 기점으로 추가적인 실적악화보다는 개선이 예상된다. 투자포인트였던 미국과 유럽에서의 성장은 차종 확대가 진행되며 하반기로 갈수록 가시화될 전망이다. 또한 현대차그룹의 펠리세이드와 제네시스 차종의 판매 확대뿐만 아니라 자율주행 변화에 따른 탑재율 증가로 수익성이 높은 ADAS 부분의 성장가시성은 높다. 타 OE 로의 ADAS 수주 및 확대에 따른 valuation 상향도 기대한다. 투자 의견 매수, 목표주가 40,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

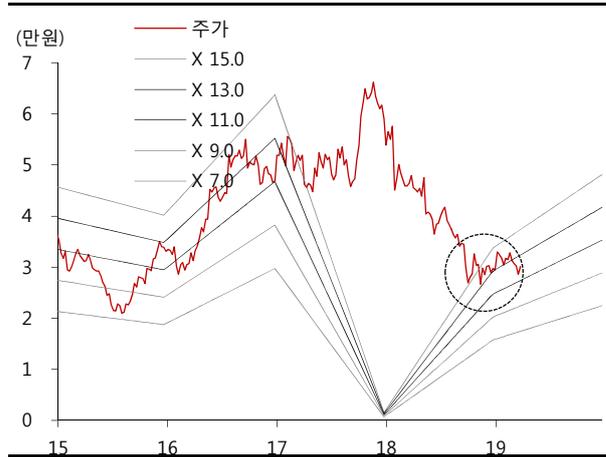
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	58,664	56,847	56,648	60,208	64,098	68,531
yoy	%	10.7	-3.1	-0.4	6.3	6.5	6.9
영업이익	억원	3,050	835	1,974	2,253	2,600	2,997
yoy	%	14.8	-72.6	136.4	14.1	15.4	15.3
EBITDA	억원	5,336	3,286	4,691	5,355	5,597	5,905
세전이익	억원	2,791	193	1,414	2,006	2,337	2,716
순이익(지배주주)	억원	1,995	48	1,057	1,438	1,676	1,947
영업이익률%	%	5.2	1.5	3.5	3.7	4.1	4.4
EBITDA%	%	9.1	5.8	8.3	8.9	8.7	8.6
순이익률	%	3.6	0.3	2.0	2.5	2.8	3.0
EPS	원	4,249	102	2,250	3,063	3,569	4,147
PER	배	11.0	605.8	12.9	9.5	8.2	7.0
PBR	배	1.5	2.1	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	6.5	12.8	5.8	4.8	4.3	3.7
ROE	%	14.3	0.3	7.6	9.8	10.6	11.3
순차입금	억원	10,972	11,827	12,506	10,912	8,982	6,887
부채비율	%	194.7	215.2	199.5	190.6	178.2	165.8

<표 1> 만도 2019 년 1 분기 실적 Preview

(단위: 억원)							
	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q(F)	YoY	QoQ
매출액	13,462	14,334	13,982	14,871	13,533	0.5%	-9.0%
한국	6,836	7,773	7,482	8,992	6,993	2.3%	-22.2%
중국	3,915	4,021	3,649	3,374	3,367	-14.0%	-0.2%
미국	1,713	1,838	2,016	2,119	1,970	15.0%	-7.1%
기타	2,077	2,176	2,380	2,467	2,285	10.0%	-7.4%
연결조정	-1,079	-1,474	-1,546	-2,081	-1,081		
매출원가	11,804	12,305	12,161	13,135	11,828	0.2%	-9.9%
%	87.7	85.8	87.0	88.3	87.4	-0.3%p	-0.9%p
영업이익	433	664	500	378	369	-14.7%	-2.4%
%	3.2	4.6	3.6	2.5	2.7	-0.5%p	0.2%p
세전이익	380	490	339	206	321	-15.4%	56.0%
%	2.8	3.4	2.4	1.4	2.4	-0.4%p	1.0%p
당기순이익	247	391	269	223	242	-1.9%	8.8%
%	1.8	2.7	1.9	1.5	1.8	0.0%p	0.3%p
지배주주	229	365	243	219	230	0.3%	4.9%
%	1.7	2.5	1.7	1.5	1.7	0.0%p	0.2%p

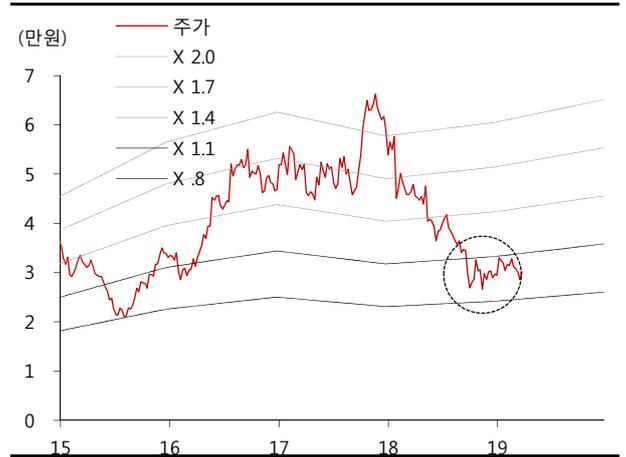
자료: 만도, SK 증권

<그림 1> PER 밴드차트 - 만도



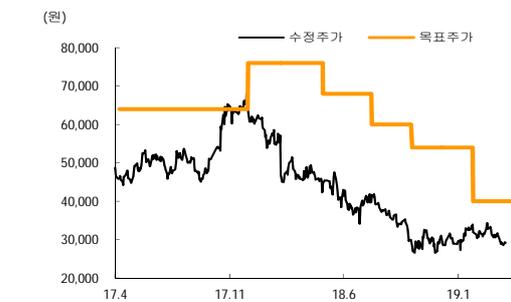
자료: Quantwise, SK 증권

<그림 2> PBR 밴드차트 - 만도



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.04	매수	40,000원	6개월		
2019.02.01	매수	40,000원	6개월	-21.99%	-14.25%
2019.01.15	매수	54,000원	6개월	-44.53%	-37.13%
2018.10.29	매수	54,000원	6개월	-45.49%	-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 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 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 (2019 년 4 월 4 일 기준)

매수	88.89%	중립	11.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	20,211	19,727	21,590	23,790	26,331
현금및현금성자산	1,188	1,176	1,770	2,700	3,795
매출채권및기타채권	14,346	13,772	14,751	15,704	16,790
재고자산	3,134	3,186	3,387	3,605	3,855
비유동자산	24,300	24,645	24,599	24,122	23,743
장기금융자산	591	587	587	587	587
유형자산	19,053	19,430	19,325	18,809	18,368
무형자산	2,227	2,122	2,049	1,992	1,947
자산총계	44,510	44,373	46,189	47,912	50,074
유동부채	19,536	18,358	18,815	19,108	19,525
단기금융부채	5,648	5,596	4,996	4,396	3,796
매입채무 및 기타채무	12,195	11,373	12,343	13,140	14,049
단기충당부채	439	317	337	359	384
비유동부채	10,852	11,197	11,479	11,581	11,711
장기금융부채	7,751	8,258	7,858	7,458	7,058
장기매입채무 및 기타채무	24	33	33	33	33
장기충당부채	1,783	1,805	2,096	2,230	2,379
부채총계	30,388	29,555	30,294	30,689	31,237
지배주주지분	13,517	14,158	15,170	16,419	17,940
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	6,044	6,812	8,017	9,458	11,172
비지배주주지분	605	660	726	804	897
자본총계	14,123	14,818	15,896	17,223	18,837
부채외자본총계	44,510	44,373	46,189	47,912	50,074

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	3,065	3,187	4,927	4,774	4,952
당기순이익(손실)	193	1,414	1,515	1,765	2,051
비현금성항목등	5,219	3,860	3,840	3,832	3,855
유형자산감가상각비	2,096	2,189	2,605	2,516	2,440
무형자산감가상각비	354	528	496	481	468
기타	2,513	615	43	46	50
운전자본감소(증가)	-1,935	-1,708	64	-250	-288
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-225	554	-979	-953	-1,086
재고자산감소(증가)	230	-52	-200	-219	-249
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-143	-759	970	797	909
기타	-1,798	-1,451	274	125	139
법인세납부	-411	-380	-492	-573	-665
투자활동현금흐름	-3,730	-2,901	-2,822	-2,316	-2,308
금융자산감소(증가)	-167	107	0	0	0
유형자산감소(증가)	-2,828	-2,555	-2,500	-2,000	-2,000
무형자산감소(증가)	-657	-423	-423	-423	-423
기타	-78	-29	101	108	115
재무활동현금흐름	70	-293	-1,511	-1,528	-1,549
단기금융부채증가(감소)	-1,946	-4,806	-600	-600	-600
장기금융부채증가(감소)	2,895	5,129	-400	-400	-400
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-542	-224	-234	-234	-234
기타	-337	-392	-277	-294	-315
현금의 증가(감소)	-659	-11	594	930	1,095
기초현금	1,847	1,188	1,176	1,770	2,700
기말현금	1,188	1,176	1,770	2,700	3,795
FCF	1,349	346	1,943	2,287	2,460

자료 : 만도, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	56,847	56,648	60,208	64,098	68,531
매출원가	50,122	49,405	52,290	55,604	58,251
매출총이익	6,725	7,244	7,918	8,494	10,280
매출총이익률 (%)	11.8	12.8	13.2	13.3	15.0
판매비와관리비	5,890	5,269	5,665	5,894	7,283
영업이익	835	1,974	2,253	2,600	2,997
영업이익률 (%)	1.5	3.5	3.7	4.1	4.4
비영업손익	-643	-560	-247	-262	-281
순금융비용	313	341	176	187	200
외환관련손익	-121	-43	-88	-93	-100
관계기업투자등 관련손익	33	-65	60	64	69
세전계속사업이익	193	1,414	2,006	2,337	2,716
세전계속사업이익률 (%)	0.3	2.5	3.3	3.7	4.0
계속사업법인세	10	285	492	573	665
계속사업이익	183	1,129	1,515	1,765	2,051
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	183	1,129	1,515	1,765	2,051
순이익률 (%)	0.3	2.0	2.5	2.8	3.0
지배주주	48	1,057	1,438	1,676	1,947
지배주주귀속 순이익률(%)	0.08	1.87	2.39	2.61	2.84
비지배주주	135	73	76	89	103
총포괄이익	-462	926	1,312	1,562	1,848
지배주주	-563	864	1,246	1,484	1,755
비지배주주	101	62	66	78	93
EBITDA	3,286	4,691	5,355	5,597	5,905

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-3.1	-0.4	6.3	6.5	6.9
영업이익	-72.6	136.4	14.1	15.4	15.3
세전계속사업이익	-93.1	634.1	41.9	16.5	16.2
EBITDA	-38.4	42.8	14.1	4.5	5.5
EPS(계속사업)	-97.6	2,109.3	36.1	16.5	16.2
수익성 (%)					
ROE	0.3	7.6	9.8	10.6	11.3
ROA	0.4	2.5	3.4	3.8	4.2
EBITDA마진	5.8	8.3	8.9	8.7	8.6
안정성 (%)					
유동비율	103.5	107.5	114.8	124.5	134.9
부채비율	215.2	199.5	190.6	178.2	165.8
순차입금/자기자본	83.8	84.4	68.7	52.2	36.6
EBITDA/이자비용(배)	9.3	11.3	19.4	19.0	18.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	102	2,250	3,063	3,569	4,147
BPS	28,786	30,151	32,306	34,967	38,206
CFPS	5,320	8,036	9,669	9,951	10,341
주당 현금배당금	1,000	500	500	500	500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	666.7	27.5	11.2	9.6	8.3
PER(최저)	434.0	11.8	8.9	7.7	6.6
PBR(최고)	24	2.1	1.1	1.0	0.9
PBR(최저)	1.5	0.9	0.9	0.8	0.7
PCR	11.6	3.6	3.0	2.9	2.8
EV/EBITDA(최고)	13.7	9.1	5.3	4.7	4.1
EV/EBITDA(최저)	10.3	5.6	4.7	4.1	3.6

SK COMPANY Analysis



Analyst
권순우

soonwoo@sk.com
02-3773-8882

Company Data

자본금	619 억원
발행주식수	12,388 만주
자사주	2 만주
액면가	500 원
시가총액	47,878 억원
주요주주	
한국타이어월드와이드(외18)	42.85%
국민연금공단	8.06%
외국인지분률	41.00%
배당수익률	1.20%

Stock Data

주가(19/04/03)	38,650 원
KOSPI	2177.18 pt
52주 Beta	0.71
52주 최고가	54,100 원
52주 최저가	37,000 원
60일 평균 거래대금	117 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.6%	-8.8%
6개월	-21.3%	-16.5%
12개월	-27.9%	-19.1%

한국타이어 (161390/KS | 매수(유지) | T.P 60,000 원(유지))

뒤바뀐 지역별 업황

19년 1분기 실적 매출액 1.68 조원(YoY +4.5%), 영업이익 1,581 억원(YoY -14.5%, OPM 9.4%), 당기순이익 1,285 억원(YoY -16.3%, NIM 7.6%)으로 시장기대치 하회 예상. 유럽과 중국은 부진, 한국과 미국은 회복하며 전년 대비 지역별 업황은 뒤바뀜. 주요 시장의 부진은 부담요인이나 고인치 타이어 증가와 내수 및 테네시 공장 회복, 신규 OE 수주 확대, 안정화된 원재료 투입단가를 통해 안정적 실적은 이어갈 전망

1Q19 Preview - 뒤바뀐 지역별 업황

19년 1분기 실적은 매출액 1.68 조원(YoY +4.5%), 영업이익 1,581 억원(YoY -14.5%, OPM 9.4%), 당기순이익 1,285 억원(YoY -16.3%, NIM 7.6%)으로 전망한다. 안정적인 실적을 보였던 유럽과 중국이 부진한 반면, 전년도 부진했던 한국과 미국의 회복이 예상된다. 유럽은 WLTP의 영향에 따른 OE 물량 감소와 독일과 프랑스를 중심으로 하는 서유럽 RE 판매 부진과 가격압박, 중국은 산업수요 감소로 인한 OE 감소가 주된 요인이다. 한국은 부진했던 RE 판매가 회복되고 있고, 미국은 테네시 공장의 생산과 판매채널 안정화가 동반되며 부진을 일부 만회하였다. 원/달러 환율은 우호적이었지만, 판매비중이 높은 유로화의 변동이 이를 상쇄하였을 것으로 예상된다.

본업에서의 개선은 진행, 배당 정책의 변화 필요

주요 시장인 유럽과 중국의 회복 시점을 가늠할 수 없다는 점은 분명 부담요인이다. 하지만 부진했던 내수 RE 시장이 회복되고 있고, 테네시 공장의 생산 확대와 공장 안정화를 통한 신규 OE 수주는 긍정적인 요인이다. 북미와 일본계 OE 수주 확대를 통해서 주요 고객사에 대한 의존도는 점차 낮아질 것으로 기대한다. 고인치 타이어의 확대와 유통망 안정화 및 M&A, 하향 안정화된 원재료 투입단가를 고려하면 안정적인 실적은 지속될 전망이다. 낮은 배당성향을 보여왔던 배당정책도 안정적인 재무구조를 바탕으로 변화될 필요가 있는 시점이다. 투자자의견 매수, 목표주가 60,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

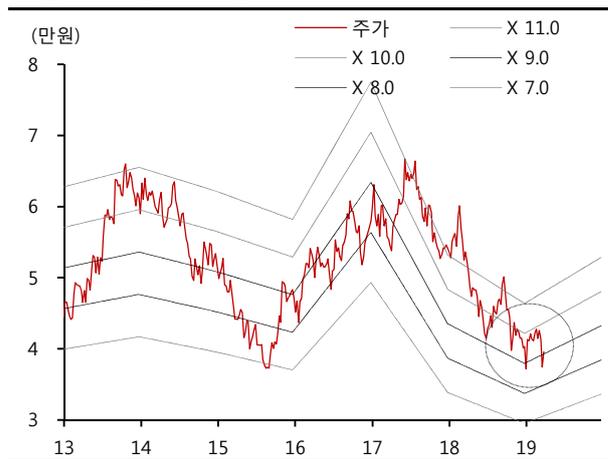
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	66,218	68,129	67,951	69,201	69,921	70,953
yoy	%	3.0	2.9	-0.3	1.8	1.0	1.5
영업이익	억원	11,032	7,934	7,027	6,852	9,479	9,619
yoy	%	24.7	-28.1	-11.4	-2.5	38.3	1.5
EBITDA	억원	16,060	13,426	12,817	13,191	15,632	15,613
세전이익	억원	10,924	7,430	6,977	7,443	9,996	10,143
순이익(지배주주)	억원	8,729	5,991	5,222	5,716	7,827	7,943
영업이익률%	%	16.7	11.7	10.3	9.9	13.6	13.6
EBITDA%	%	24.3	19.7	18.9	19.1	22.4	22.0
순이익률	%	13.3	8.9	7.8	8.4	11.2	11.2
EPS	원	7,046	4,836	4,216	4,615	6,319	6,412
PER	배	8.2	11.3	9.5	8.4	6.1	6.0
PBR	배	1.2	1.1	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	5.6	6.0	4.7	3.9	2.8	2.3
ROE	%	15.8	9.7	8.0	8.2	10.3	9.6
순차입금	억원	16,975	12,689	10,005	3,236	-4,473	-12,051
부채비율	%	61.4	49.4	44.3	35.5	29.2	25.1

<표 1> 한국타이어 2019년 1분기 실적 Preview

	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q(F)	YoY	QoQ
(단위: 억원)							
매출액	16,091	17,054	17,554	17,252	16,814	45%	-2.5%
국내	7,455	8,135	7,869	8,473	7,968	6.9%	-6.0%
중국	3,984	4,237	4,057	3,684	3,532	-11.4%	-4.1%
헝가리	2,394	2,323	2,155	1,750	1,715	-28.3%	-2.0%
인도네시아	1,180	1,000	1,138	1,163	1,079	-8.6%	-7.2%
미국	404	916	1,424	2,082	1,721		-17.4%
판매 및기타	674	444	910	100	800	18.7%	699.2%
매출원가	11,118	11,577	12,193	12,026	11,737	5.6%	-2.4%
%	69.1	67.9	69.5	69.7	69.8	0.7%p	0.1%p
판매비	3,125	3,624	3,485	3,776	3,497	11.9%	-7.4%
%	19.4	21.3	19.9	21.9	20.8	1.4%p	-1.1%p
영업이익	1,849	1,853	1,875	1,450	1,581	-14.5%	9.0%
%	11.5	10.9	10.7	8.4	9.4	-2.1%p	1.0%p
영업외손익	4	405	-249	-209	67	1540.4%	흑전
%	0.0	2.4	-1.4	-1.2	0.4	0.4%p	1.6%p
세전이익	1,853	2,257	1,626	1,241	1,648	-11.1%	32.7%
%	11.5	13.2	9.3	7.2	9.8	-1.7%p	2.6%p
당기순이익	1,535	1,705	1,331	732	1,285	-16.3%	75.6%
%	9.5	10.0	7.6	4.2	7.6	-1.9%p	3.4%p

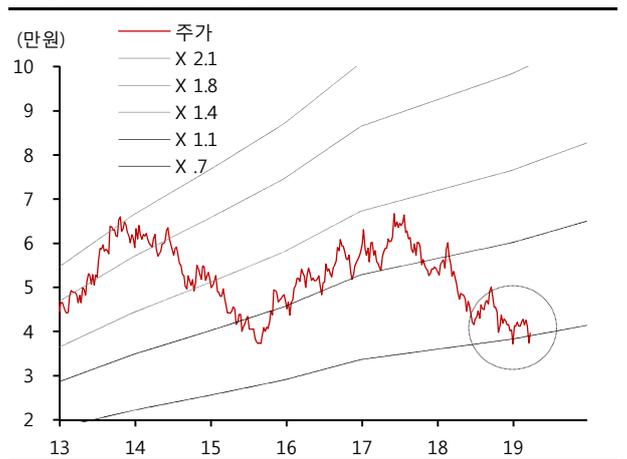
자료: 한국타이어, SK 증권 추정

<그림 1> PER 밴드차트 - 한국타이어



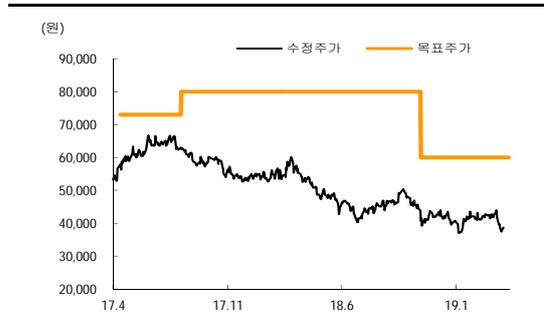
자료: Quantwise, SK 증권

<그림 2> PBR 밴드차트 - 한국타이어



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.04	매수	60,000원	6개월		
2018.10.30	매수	60,000원	6개월	-31.18%	-26.83%
2018.04.18	매수	80,000원	6개월	-35.52%	-21.50%
2018.02.09	매수	80,000원	6개월	-30.03%	-21.50%
2017.12.08	매수	80,000원	6개월	-29.45%	-21.50%
2017.11.07	매수	80,000원	6개월	-28.02%	-21.50%
2017.08.09	매수	80,000원	6개월	-26.38%	-21.50%
2017.04.18	매수	73,000원	6개월	-13.93%	-8.63%



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 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 (2019 년 4 월 4 일 기준)

매수	88.89%	중립	11.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	35,344	36,532	38,019	43,031	49,043
현금및현금성자산	6,942	6,120	8,389	13,098	18,676
매출채권및기타채권	12,500	13,265	13,510	13,650	13,852
재고자산	14,944	15,985	14,947	15,103	15,326
비유동자산	59,843	61,433	60,454	59,642	58,988
장기금융자산	286	643	643	643	643
유형자산	43,174	42,252	41,187	40,278	39,501
무형자산	1,955	3,660	3,428	3,225	3,049
자산총계	95,188	97,964	98,473	102,672	108,031
유동부채	22,740	20,226	18,144	17,265	16,439
단기금융부채	12,371	8,523	6,523	5,523	4,523
매입채무 및 기타채무	6,305	7,055	6,887	6,959	7,062
단기충당부채	374	453	462	467	473
비유동부채	8,713	9,835	7,632	5,926	5,210
장기금융부채	7,394	8,140	5,640	3,640	2,640
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	358	459	479	489	496
부채총계	31,453	30,061	25,776	23,191	21,649
지배주주지분	63,587	67,655	72,363	79,181	86,115
자본금	619	619	619	619	619
자본잉여금	29,935	29,728	29,728	29,728	29,728
기타자본구성요소	-11	-11	-11	-11	-11
자기주식	-11	-11	-11	-11	-11
이익잉여금	35,190	39,959	45,118	52,388	59,774
비지배주주지분	148	248	334	301	267
자본총계	63,735	67,903	72,697	79,482	86,382
부채외자본총계	95,188	97,964	98,473	102,672	108,031

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	8,726	11,333	12,263	13,256	13,125
당기순이익(손실)	6,065	5,304	5,806	7,797	7,912
비현금성항목등	8,053	8,439	7,386	7,836	7,702
유형자산감가상각비	5,314	5,593	6,065	5,909	5,777
무형자산감가상각비	178	197	274	244	218
기타	1,101	939	-157	-160	-162
운전자본감소(증가)	-3,711	-950	710	-177	-257
매출채권및기타채권의 감소(증가)	36	-512	-244	-141	-202
재고자산감소(증가)	-1,720	-402	1,037	-155	-223
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1,368	56	-168	72	103
기타	-659	-92	84	47	65
법인세납부	-1,681	-1,460	-1,638	-2,199	-2,231
투자활동현금흐름	-2,979	-5,502	-4,119	-4,165	-4,152
금융자산감소(증가)	1,500	-788	0	0	0
유형자산감소(증가)	-4,329	-3,048	-5,000	-5,000	-5,000
무형자산감소(증가)	-71	-42	-42	-42	-42
기타	-79	-1,625	923	877	890
재무활동현금흐름	-3,489	-6,371	-5,875	-4,383	-3,395
단기금융부채증가(감소)	-2,106	-2,020	-2,000	-1,000	-1,000
장기금융부채증가(감소)	-178	-3,294	-2,500	-2,000	-1,000
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-537	-562	-557	-557	-557
기타	-668	-494	-818	-826	-838
현금의 증가(감소)	2,288	-822	2,269	4,709	5,578
기초현금	4,654	6,942	6,120	8,389	13,098
기말현금	6,942	6,120	8,389	13,098	18,676
FCF	4,276	7,937	7,352	8,328	8,198

자료 : 한국타이어, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	68,129	67,951	69,201	69,921	70,953
매출원가	44,924	46,914	47,909	48,392	49,093
매출총이익	23,205	21,036	21,292	21,529	21,860
매출총이익률 (%)	34.1	31.0	30.8	30.8	30.8
판매비와관리비	15,270	14,010	14,440	12,050	12,241
영업이익	7,934	7,027	6,852	9,479	9,619
영업이익률 (%)	11.7	10.3	9.9	13.6	13.6
비영업손익	-504	-50	591	517	524
순금융비용	468	434	-105	-51	-52
외환관련손익	-270	125	52	26	26
관계기업투자등 관련손익	361	380	277	280	284
세전계속사업이익	7,430	6,977	7,443	9,996	10,143
세전계속사업이익률 (%)	10.9	10.3	10.8	14.3	14.3
계속사업법인세	1,366	1,673	1,638	2,199	2,231
계속사업이익	6,065	5,304	5,806	7,797	7,912
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	6,065	5,304	5,806	7,797	7,912
순이익률 (%)	8.9	7.8	8.4	11.2	11.2
지배주주	5,991	5,222	5,716	7,827	7,943
지배주주귀속 순이익률(%)	8.79	7.69	8.26	11.19	11.19
비지배주주	74	82	89	-31	-31
총포괄이익	4,657	4,849	5,351	7,342	7,457
지배주주	4,588	4,770	5,265	7,376	7,491
비지배주주	69	79	87	-34	-34
EBITDA	13,426	12,817	13,191	15,632	15,613

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	2.9	-0.3	1.8	1.0	1.5
영업이익	-28.1	-11.4	-2.5	38.3	1.5
세전계속사업이익	-32.0	-6.1	6.7	34.3	1.5
EBITDA	-16.4	-4.5	2.9	18.5	-0.1
EPS(계속사업)	-31.4	-12.8	9.5	36.9	1.5
수익성 (%)					
ROE	9.7	8.0	8.2	10.3	9.6
ROA	6.3	5.5	5.9	7.8	7.5
EBITDA마진	19.7	18.9	19.1	22.4	22.0
안정성 (%)					
유동비율	155.4	180.6	209.5	249.2	298.3
부채비율	49.4	44.3	35.5	29.2	25.1
순차입금/자기자본	19.9	14.7	4.5	-5.6	-14.0
EBITDA/이자비용(배)	22.9	22.5	16.1	18.9	18.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,836	4,216	4,615	6,319	6,412
BPS	51,331	54,616	58,416	63,920	69,518
CFPS	9,269	8,890	9,732	11,286	11,251
주당 현금배당금	400	450	450	450	450
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	13.8	14.3	9.5	7.0	6.9
PER(최저)	10.9	9.3	8.0	5.9	5.8
PBR(최고)	1.3	1.1	0.8	0.7	0.6
PBR(최저)	1.0	0.7	0.6	0.6	0.5
PCR	5.9	4.5	4.0	3.4	3.4
EV/EBITDA(최고)	7.1	6.6	4.4	3.2	2.7
EV/EBITDA(최저)	5.8	4.6	3.8	2.7	2.2

memo
