

2017/07/04

현대위아(011210)

중국, 멕시코 부진에 따른 어닝쇼크 지속

■ 2Q17 Preview – 중국, 멕시코 부진에 따른 어닝쇼크 지속

2분기도 1분기에 이어 부진한 실적이 예상된다. 수익에서 높은 비중을 차지하는 중국에서 중형엔진 부진과 THAAD의 악영향이 발목을 잡고 있는데다가 멕시코공장 가동률까지 예상을 하회해 부담요인으로 다가올 것이기 때문이다. 1분기 실적에는 3월만 THAAD 영향을 받았지만, 2분기는 4-6월에 Full로 영향을 받을 수 밖에 없다. 기대했던 구매세 인하 조치 종료도 THAAD 영향으로 중/소형 엔진의 가격 스프레드 축소 효과를 전혀 만들어내지 못하고 있다. 그나마 인도, 러시아의 크레타향 감마엔진 수요증가 덕분에 중국공장의 활용도를 약간이나마 높일 수 있었다는 판단이다. 중국법인의 비중은 2016년 매출기준 8-9%에 불과하나, 전체 영업이익에서 차지하는 비중은 14%로 매우 높은 편이다. 산동법인은 1분기에 이어 2분기에도 적자가 불가피할 것으로 보이고, 강소법인 역시 중국에서의 낮은 가동률 영향에서 자유로울 수 없을 것 같다. 한국에서도 VW 디젤 게이트 이후 가솔린 SUV 선호도가 높아져 예상보다 높아져 서산오토밸리의 디젤엔진 공장 가동률이 낮은 상황이다.

2분기 기계부문은 기존 수주 동향으로 봤을 때 여전히 적자에서 벗어나기 힘들 것이다. 지난 1분기 기계부문은 2,615억원 매출에 58.1억원 영업적자를 기록한 바 있다. 2분기 기계부문 매출은 전년동기대비 10% 가량 증가한 3,739억원으로 추정된다. 수주감소에 따른 고정비 부담이 문제가 되고 있지만, 향후 외형이 늘면 공헌이익이 올라가는 흐름이며, 하반기엔 흑자전환이 가능할 것으로 기대된다.

자동차/타이어 고태봉

(2122-9214) coolbong@hi-ib.com

자동차/타이어 강동욱

(2122-9192) dongwook.kang@hi-ib.com

Hold(Downgrade)

목표주가(12M)	77,000원
종가(2017/07/03)	70,200원

Stock Indicator

자본금	136십억원
발행주식수	2,720만주
시가총액	1,909십억원
외국인지분율	14.0%
배당금(2016)	1,100원
EPS(2017E)	3,682원
BPS(2017E)	122,206원
ROE(2017E)	3.0%
52주 주가	60,600~96,200원
60일평균거래량	218,142주
60일평균거래대금	14.9십억원

Price Trend



<표 1> 현대위아 실적 추이와 전망 - 대비 영업이익 22.6% 감소, 세전이익 29.1% 감소 전망

(단위: 억원)

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17(E) (a)	YoY	QoQ	2Q17 컨센서스(b)	차이 (a/b)
매출액	19,487	17,439	20,581	18,718	19,907	2.2%	6.3%	20,063	-0.8%
영업이익	908	640	280	431	424	-53.3%	-1.6%	548	-22.6%
%	4.7	3.7	1.4	2.3	2.1	-2.5%p	-0.2%p	2.7	-0.6%p
세전이익	896	256	507	44	364	-59.4%	722.5%	514	-29.1%

자료: Quantwise, 하이투자증권

<표 2> 17년 2분기 실적 전망

(단위: 억원)

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17(E)	YoY	QoQ
매출액	19,487	17,439	20,581	18,718	19,907	2.2%	6.3%
차량부품	16,024	14,912	18,148	16,104	16,168	0.9%	0.4%
공작기계	3,462	2,529	2,433	2,615	3,739	8.0%	43.0%
매출원가	17,747	16,081	19,532	17,595	18,752	5.7%	6.6%
%	91.1	92.2	94.9	94.0	94.2	3.1%p	0.2%p
판관비	832	719	770	693	731	-12.2%	5.4%
%	4.3	4.1	3.7	3.7	3.7	-0.6%p	0.0%p
영업이익	908	640	280	431	424	-53.3%	-1.6%
%	4.7	3.7	1.4	2.3	2.1	-2.5%p	-0.2%p
차량부품	745	597	575	489	469	-37.1%	-4.1%
%	4.6	4.0	3.2	3.0	2.9	-1.7%p	-0.1%p
공작기계	163	43	-296	-58	-45	적자전환	적자지속
%	4.7	1.7	-12.2	-2.2	-1.2	-5.9%p	1.0%p
영업외이익	-12	-384	227	-386	-60	적자지속	적자지속
%	-0.1	-2.2	1.1	-2.1	-0.3	-0.2%p	1.8%p
세전이익	896	256	507	44	364	-59.4%	722.5%
%	4.6	1.5	2.5	0.2	1.8	-2.8%p	1.6%p
법인세	312	248	248	24	109	-64.9%	353.6%
%	34.8	97.1	49.0	54.4	30.0	-4.8%p	-24.4%p
당기순이익	585	7	229	20	255	-56.4%	1162.3%
%	3.0	0.0	1.1	0.1	1.3	-1.7%p	1.2%p
지배주주	585	7	229	20	255	-56.4%	1162.3%
%	3.0	0.0	1.1	0.1	1.3	-1.7%p	1.2%p

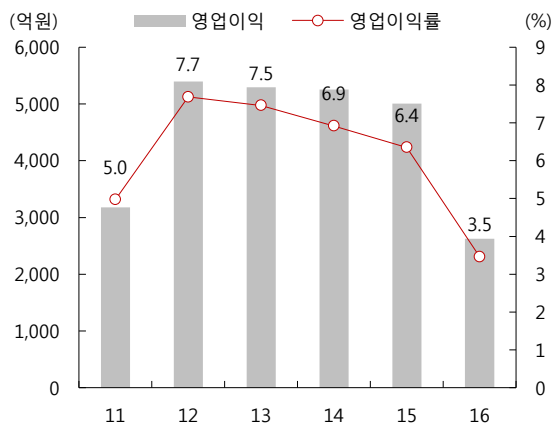
자료: 현대위아, 하이투자증권

현대위아에 대한 생각

현대위아는 주지하다시피 기아중공업을 00년에 현대차그룹이 인수해 위아로 사명을 바꾼 회사다. 사업아이템을 기존 CV Joint, 엔진 하우징 등 주물과 정밀가공을 통한 부품군에서 기아향 코너모듈로 덩치를 키우고, 급기야 완성차가 직접 영위하던 엔진, 트랜스미션 등의 파워트레인으로 영역을 확대하면서 고성장으로 큰 기대를 모았던 회사다. 파워트레인은 우리나라가 자동차 산업을 시작할 때부터 완성차가 직접 맡았던 분야기 때문에 부품사로서는 매우 드문 경우였고 주식시장도 여기에 큰 점수(Valuation)를 부여해줬다. 그 과정에서 글로벌 Footprint를 갖추는 투자가 진행되면서 중국, 미주, 유럽 등으로 확장되었고, 메티아, 위스코와의 합병이 있었으며, 부변속기, 4륜 트랜스퍼, 터보차저 등 차세대 부품군까지 갖춰나갔다. 서산오토밸리를 통해 디젤엔진까지도 사업군으로 추가했다. 뿐만 아니라 현대차그룹의 공장기계, 산업기계, FA 등을 도맡으며 그룹의 글로벌 확장에 기계부문에서 역시 큰 도약에 성공했다.

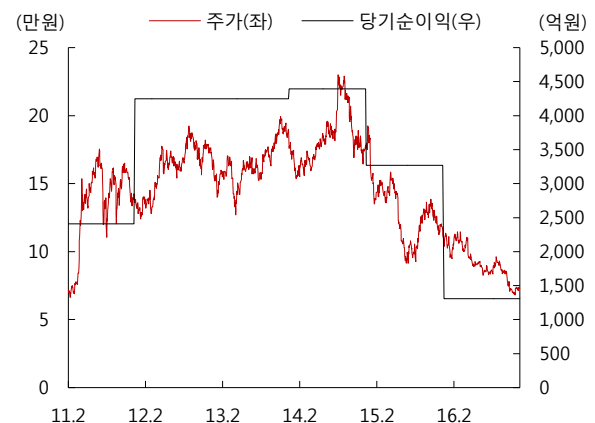
00년 인수 당시 매출액 6,068억원, 영업이익 551억원에 불과했던 회사가 이런 성장과정을 겪으며, 11년 상장 당시 매출액은 6.4조에 영업이익은 3,179억원, 12년 매출액 7조에 영업이익 5,400억원까지 높아졌다. 12년만에 인수시점 대비 이익이 10배 규모로 성장한 것이다. 분명 시장에서 평가했듯 현대차그룹 내에서도 가장 초고속 성장을 이뤄낸 회사임에 틀림없었다. 하지만 12년을 기점으로 하향하기 시작해 16년 영업이익은 12년 대비 절반 수준인 2,627억원까지 하락했다. 이는 11년 상장시 영업이익 3,179억원을 17.4%나 하회하는 수준이다.

<그림 1> 현대위아 영업이익 및 영업이익률 추이 - 12년을 기점으로 영업이익이 하락해 16년에는 절반 수준으로 하락



자료: 현대위아, 하이투자증권

<그림 2> 11년 2월 상장 이후 현대위아 주가와 당기순이익 추이 - 어닝에서의 부진이 주가 부진으로 이어짐 (상관계수 0.8)



자료: Bloomberg, 하이투자증권

메티아, 위스코 합병에 따른 고정비 부담 증가, 동시다발적 해외공장 확장과 터보차저, 부변속기 등 아이템 확장에 따른 성장통으로 본다면 분명 회복이 가능하지만,

문제는 향후 자동차의 미래변화가 xEV, Autonomous 등 컨벤셔널 부품과 다른 방향에서 전개된다는데 있다. 투자-회수간 간극도 문제지만, 기존 투자의 방향이 자칫 잘못되었다 평가될 수도 있기 때문이다. 결국 현재 투자에 따른 수익을 빠르게 미래 동력으로 전환해야 하는 부담이 생길 수 있다는 것이다. 파워트레인에 특화된 회사로 성장하던 과정에 발생한 변화기 때문에 더더욱 그렇다.

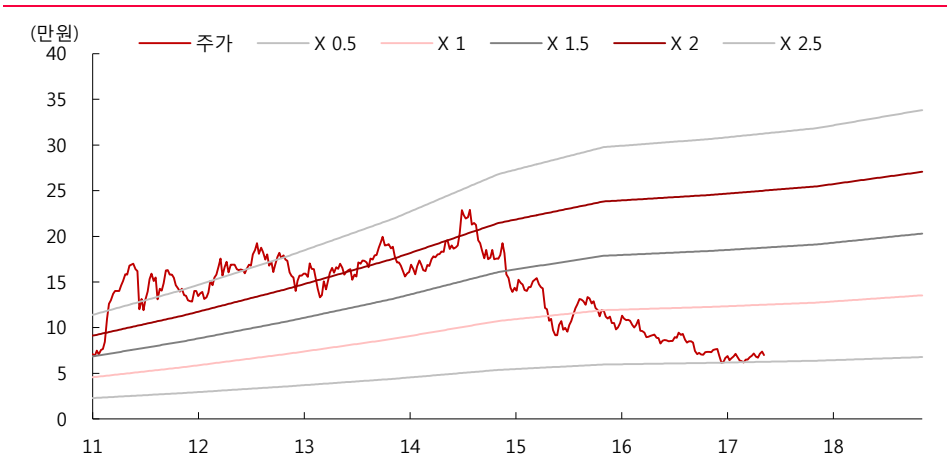
현대위아에 대한 고민은 쉽게 결론을 낼 수 있는 성질이 아니다. 이미 컨벤셔널 부품에 대한 투자가 대부분 진행된 상황이기 때문에 투자 타이밍과 컨벤셔널 부품의 활용도 확대(신형시장 등)와 신규부품에의 진입 등 향후 전략이 더 중요할 수 있기 때문이다. 대부분의 해외 파워트레인 관련업체들도 똑같은 고민에 처해있다. 하지만 위아가 비교적 뒤늦게 투자를 진행했다는 측면에서 그 고민이 더 깊을 뿐이다. 세계 최대 변속기 회사인 ZF의 TRW 인수같은 생존을 위한 M&A와 nVIDIA 등과의 전략적 제휴로 자율주행 분야로 빠르게 속도를 내고 있는 것도 위아가 참고로 해야 할 변화다.

투자전략 – 기존 목표주가 유지, 투자의견은 하향

당장 미래에 대한 뚜렷한 해결책을 바랄 순 없다. 결국 최근 투자확대 이후 예상치 못한 부진이 이어지는 중국, 멕시코에서의 턴어라운드가 첫번째 기대이자, 투자포인트다. THAAD로 인한 혐한감정이 조금씩 개선되는지, 현대, 기아차의 판매량 회복이 나타나는지가 중국의 강소/산동법인의 가동률 개선과 직결된다. 멕시코 역시 K2, K3의 부진 이후 현대차 액센트의 위탁생산으로 가동률 개선이 이뤄지는지 지켜봐야 한다. 두번째는 역시 기계부문의 회복이다. 상반기까지 연속 적자가 불가피하나 하반기에는 작지만 흑자전환이 가능할 것 같다. 주주가 하반기에 집중되어 있기 때문이다. 세번째는 신규 아이템인 터보차저, 4륜 트랜스퍼, 부변속기 등의 적용 모델이 증가하면서 이들 부품이 수익에 일조할 수 있는지 여부를 살펴보는 것이다. 기존 목표주가를 유지하되 단기 상승으로 인해 투자의견을 Hold로 하향한다.

2분기 부진한 실적이 다시 주식시장에 Bottom으로 인식될지 지켜보자.

<그림 3> 현대위아 PBR Band – 주가가 고점 대비 크게 하락해 0.6 배 수준에 머물러 있음



자료: Quantwise, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,743	3,794	3,975	4,342
현금 및 현금성자산	799	512	462	644
단기금융자산	691	726	762	800
매출채권	1,443	1,750	1,872	1,979
재고자산	772	764	834	873
비유동자산	3,279	3,359	3,388	3,422
유형자산	2,548	2,627	2,651	2,677
무형자산	246	222	202	186
자산총계	7,022	7,153	7,362	7,764
유동부채	1,699	1,615	1,659	1,760
매입채무	1,466	1,286	1,331	1,382
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	155	250	250	300
비유동부채	2,065	2,215	2,165	2,115
사채	957	1,157	1,157	1,157
장기차입금	849	799	749	699
부채총계	3,763	3,829	3,824	3,874
지배주주지분	3,259	3,323	3,538	3,890
자본금	136	136	136	136
자본잉여금	501	501	501	501
이익잉여금	2,690	2,760	2,982	3,339
기타자본항목	-113	-113	-113	-113
비지배주주지분	-	0	0	0
자본총계	3,259	3,323	3,538	3,890

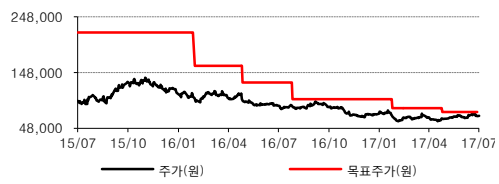
포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	7,589	7,955	8,509	8,995
증가율(%)	-3.7	4.8	7.0	5.7
매출원가	7,013	7,438	7,509	7,938
매출총이익	577	517	1,000	1,057
판매비와관리비	314	315	643	575
연구개발비	19	20	22	23
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	263	202	357	482
증가율(%)	-47.6	-23.1	76.6	34.9
영업이익률(%)	3.5	2.5	4.2	5.4
이자수익	18	15	15	18
이자비용	45	51	50	50
지분법이익(손실)	15	19	39	61
기타영업외손익	-10	-45	-31	0
세전계속사업이익	233	145	334	516
법인세비용	102	44	83	129
세전계속이익률(%)	3.1	1.8	3.9	5.7
당기순이익	131	100	250	387
순이익률(%)	1.7	1.3	2.9	4.3
지배주주귀속 순이익	131	100	250	387
기타포괄이익	-6	-6	-6	-6
총포괄이익	125	94	244	381
지배주주귀속총포괄이익	131	100	250	387

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	355	232	456	656
당기순이익	131	100	250	387
유형자산감가상각비	1	2	2	2
무형자산상각비	44	44	39	36
지분법관련손실(이익)	15	19	39	61
투자활동 현금흐름	-470	-412	-367	-369
유형자산의 처분(취득)	-438	-340	-290	-290
무형자산의 처분(취득)	-48	-20	-20	-20
금융상품의 증감	-40	-35	-36	-38
재무활동 현금흐름	331	216	-79	-29
단기금융부채의 증감	-	-	-	-
장기금융부채의 증감	388	-50	-50	-50
자본의 증감	-	-	-	-
배당금지급	-29	-29	-29	-29
현금및현금성자산의증감	215	-287	-49	181
기초현금및현금성자산	585	799	512	462
기말현금및현금성자산	799	512	462	644

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	4,807	3,682	9,203	14,224
BPS	119,823	122,206	130,109	143,035
CFPS	6,466	5,366	10,733	15,627
DPS	1,100	1,100	1,100	1,100
Valuation(배)				
PER	15.2	19.1	7.6	4.9
PBR	0.6	0.6	0.5	0.5
PCR	11.3	13.1	6.5	4.5
EV/EBITDA	8.0	11.6	7.1	5.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	4.1	3.0	7.3	10.4
EBITDA 이익률	4.1	3.1	4.7	5.8
부채비율	115.5	115.2	108.1	99.6
순부채비율	14.5	29.1	26.3	18.3
매출채권회전율(x)	5.0	5.0	4.7	4.7
재고자산회전율(x)	9.8	10.4	10.7	10.5

자료 : 현대위아, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가와 차이



투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이

이전제시일자	투자이전	목표주가
2017-07-04	Hold	77,000
2017-04-27	Buy	77,000
2017-01-26	Buy	84,000
2016-10-27	Buy	100,000
2016-07-28	Hold	100,000
2016-04-28	Buy	130,000
2016-02-01	Buy	160,000

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 고태봉, 강동욱\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-