

2017/07/28

현대위아(011210)

2Q17 Review - 전속적(專屬的) 납품구조의 비애

■ 2Q17 Review - 전속적(專屬的) 납품구조의 비애

2분기 매출액은 전년동기 6.9% 감소한 1.81조, 영업이익은 66.8% 감소한 301억원(OPM 1.7%)으로 부진했다. 이는 기존 우리 예상치인 매출 1.99조, 영업이익 424억원(OPM 2.1%)을 크게 하회한 수준이다. 전속적(專屬的) 납품구조의 한계로 인해 현대, 기아의 글로벌 생산량 감소, 특히 사업비중이 큰 중국 부진이 발목을 잡았다. 납품처가 다양화되지 못한 위아에게 중국 내 현대, 기아차의 30%대 가동률은 극복할 수 없는 (-)요인일 수 밖에 없다. 1) 기아차 납품비중이 높은 모듈부문의 부진, 2) 최근 투자를 크게 진행했으나, 가동률이 낮고 초기부담이 큰 파워트레인 관련사업과 신규공장들의 가동률 저하, 3) 기계부문 부진에 따른 고정비 부담 등으로 원가율이 94.7%까지 높아진 것이 수익성 부진의 주요원인이었다. 2분기 자동차부품의 매출액은 전년동기비 3.8% 감소한 1.54조, 영업이익은 48.8% 감소한 381억원, 기계부문의 매출액은 21.6% 감소한 2,715억원, 영업이익은 적자전환한 -80억원이었다.

■ 3Q17 Preview - 여전히 어려운 경영환경에도 긍정적

3분기 파업가능성과 휴가 등 낮은 가동률, 여전히 어려운 미국과 중국을 보면 경영환경이 여전히 어려울 것 같다. 부품사만의 노력으로 극복하기 힘든 상황인 것이다. 우리는 3분기 매출액을 전년동기비 7.1% 감소한 1.6조, 영업이익은 전년동기비 34.4% 감소한 420억으로 전망한다. 그럼에도 불구하고 기대할 수 있는 것들은, 1) 코나, 스톨닉, i30 등에 경량화된 1.4 Turbo Kappa 엔진이 장착되며, 위아 엔진부문의 점진적 성장이 예상되고, 2) 서산 디젤엔진 공장이 본격 가동되면서 초기 감가상각 부담을 이겨내고 흑자전환이 가능할 것 같다. 3) 멕시코도 기아차의 계획대로라면 상반기 8.7만대보다 하반기엔 더 많은 13.3만대 수준으로 생산량이 개선되면서 위아의 부담이 경감될 수 있으며, 4) 범용기에서 하반기 받아놓은 수주잔고가 많고, FA부문에서 신형엔진 전환에 따른 캡티브 마켓의 혜택을 기대할 수 있다는 점이다. 즉, 상반기 절망적인 상황보다는 3분기<4분기로 진행될 수록 긍정적 가능성이 커질 것으로 기대할 수 있다.

자동차/타이어 고태봉

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

자동차/타이어 강동욱

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

Hold(Maintain)

목표주가(12M)	77,000원
종가(2017/07/27)	68,800원

Stock Indicator

자본금	136십억원
발행주식수	2,720만주
시가총액	1,871십억원
외국인지분율	13.5%
배당금(2016)	1,100원
EPS(2017E)	3,682원
BPS(2017E)	122,206원
ROE(2017E)	3.0%
52주 주가	60,600~96,200원
60일평균거래량	203,243주
60일평균거래대금	14.1십억원

Price Trend

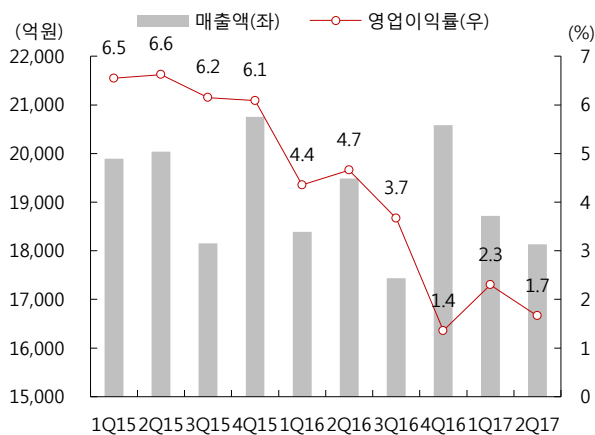


투자의견

Hold 유지하나 하반기 상승세 기대

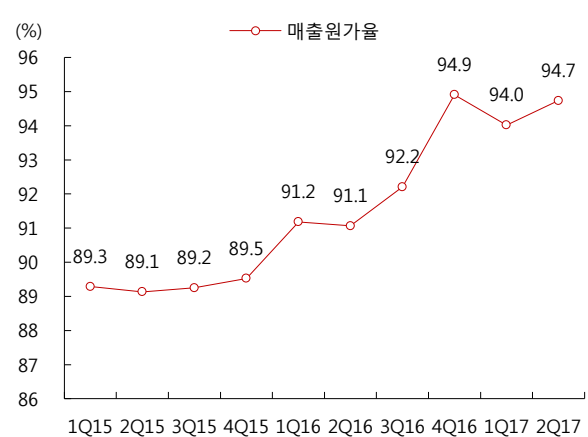
완성차의 상황이 아직 Supplier들에게 희망을 주기엔 이른 시기다. 하지만 현대위아의 경우, 향후 출시예정 신차에 탑재될 신형엔진과 다단변속기 제조에 필요한 FA(Factory Automation) 수주라는 바로미터와 상품성 개선의 실마리인 파워트레인 제조사업부가 존재하기 때문에 완성차보다 먼저 실적개선이 나타날 수 있는, ‘선행성’을 가지고 있다. 연간 가동률이 가장 낮은 3분기를 지나며 신규공장의 수익성이 (+) 반전되고, 수익성의 핵심인 중국 개선이 9월부터 진행될 것으로 예상되므로 4분기가 위아의 Up-turn 시기라 판단된다. 조금만 더 인내하자.

<그림 1> 매출액 및 영업이익률 추이 - 예상치를 크게 하회



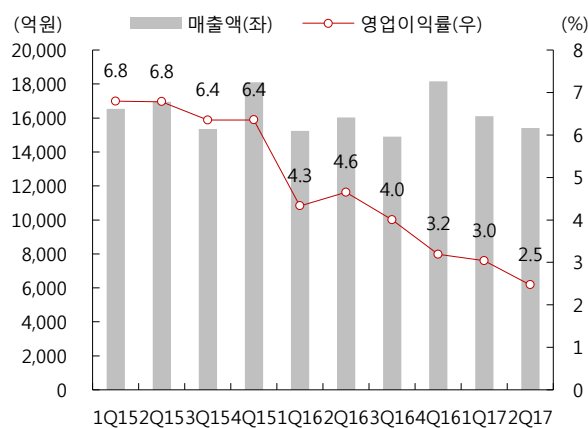
자료: 현대위아, 하이투자증권

<그림 2> 매출원가율 추이 - 94.7%로 수익성 부진의 주요 원인



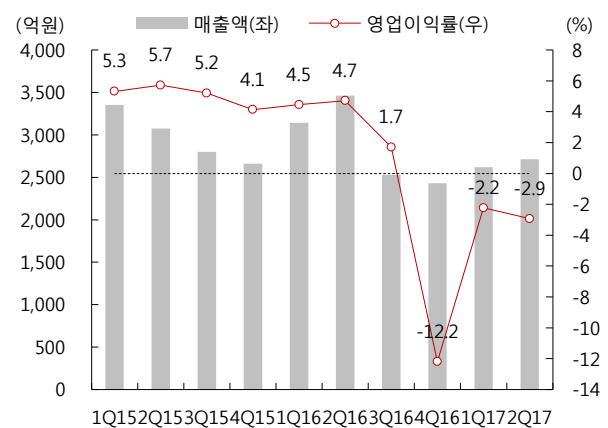
자료: 현대위아, 하이투자증권

<그림 3> 차량부품부문 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 현대위아, 하이투자증권

<그림 4> 기계부문 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 현대위아, 하이투자증권

<표 1> 17년 2분기 실적 및 17년 3분기 실적 전망

(단위 : 억원)

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	YoY	QoQ	3Q17(E)	YoY
매출액	19,487	17,439	20,581	18,718	18,133	-6.9%	-3.1%	16,202	-7.1%
차량부품	16,024	14,912	18,148	16,104	15,416	-3.8%	-4.3%	13,547	-9.2%
공작기계	3,462	2,529	2,433	2,615	2,715	-21.6%	3.8%	2,655	5.0%
매출원가	17,747	16,081	19,532	17,595	17,178	-3.2%	-2.4%	15,149	-5.8%
%	91.1	92.2	94.9	94.0	94.7	3.7%p	0.7%p	93.5	1.3%p
판매비	832	719	770	693	654	-21.4%	-5.7%	633	-12.0%
%	4.3	4.1	3.7	3.7	3.6	-0.7%p	-0.1%p	3.9	-0.2%p
영업이익	908	640	280	431	301	-66.8%	-30.0%	420	-34.4%
%	4.7	3.7	1.4	2.3	1.7	-3.0%p	-0.6%p	2.6	-1.1%p
차량부품	745	597	575	489	381	-48.8%	-22.0%	406	-31.9%
%	4.6	4.0	3.2	3.0	2.5	-2.2%p	-0.6%p	3.0	-1.0%p
공작기계	163	43	-296	-58	-80	적자전환	적자지속	13	-69.1%
%	4.7	1.7	-12.2	-2.2	-2.9	-7.7%p	-0.7%p	0.5	-1.2%p
영업외이익	-12	-384	227	-386	73	적자지속	적자전환	-162	적자지속
%	-0.1	-2.2	1.1	-2.1	0.4	0.5%p	2.5%p	-1.0	1.2%p
세전이익	896	256	507	44	375	-58.2%	746.1%	258	0.7%
%	4.6	1.5	2.5	0.2	2.1	-2.5%p	1.8%p	1.6	0.1%p
법인세	312	248	248	24	-28	환급	환급	77	-68.9%
%	34.8	97.1	49.0	54.4	-7.4			30.0	-67.1%p
당기순이익	585	7	229	20	403	-31.2%	1893.0%	180	2327.5%
%	3.0	0.0	1.1	0.1	2.2	-0.8%p	2.1%p	1.1	1.1%p
지배주주	585	7	229	20	403	-31.2%	1893.0%	180	2327.5%
%	3.0	0.0	1.1	0.1	2.2	-0.8%p	2.1%p	1.1	1.1%p

주: 멕시코법인에서 법인세 환급

자료: 현대위아, 하이투자증권

질의응답

1. 상반기 업황이 좋지 않아 실적이 부진한 것 같다. 하반기 사업부 별로 업황이 개선될 수 있을지와 대응 전략은 무엇인지 답변 부탁드립니다.

→ 2분기는 중국 엔진사업 등 주요 지역의 차량부품 물량 감소와 기계사업 부진 등이 수익성 저하에 주요 원인으로 작용했다. 하반기에도 자동차 산업 업황과 전반적인 경영환경이 어려울 것으로 예상되지만 차량부품 및 기계사업 전반에 걸친 가동률 상승효과로 상반기 대비 개선된 경영실적 시현이 가능할 것으로 전망한다. 하반기에는 양산 초기 가동률 저하로 그동안 수익성 확보에 어려움을 겪었던 멕시코 및 서산 디젤엔진 공장 물량이 증가하면서 적정 수준의 수익을 확보할 것으로 예상된다. 국내는 소형 카파엔진 공장이 풀개파 이상 가동되고 있는 상황에서 국내외 신규공장 가동률이 정상화되면 하반기로 갈수록 고정비 부담 완화에 따른 수익성 개선효과가 나타날 것으로 기대한다. 상반기 주요 부진의 원인인이었던 중국시장의 경우에도 하반기에는 소형 SUV 등 본격적 신차 출시로 상반기 대비 판매 개선이 점진적으로 일어날 것으로 전망하고 있으며 이와 연계하여 엔진공장 가동률도 상승할 것으로 예상된다. 불확실성은 계속되지만 중국과의 관계가 회복되면 중국 엔진공장 가동률도 개선될 것으로 본다. 기계부문은 상반기 생산 규모 감소에 따른 가동률 부담 등으로 원가상승 요인이 기계 전체 수익성에 많은 영향을 주었다. 하지만 상반기 판매와 더불어 수주 실적이 내부 계획대비 100%를 달성하고 있고 양호한 수주 흐름을 보이고 있다. 하반기에는 범용기 부문 고급기종 판매 개선 흐름, FA 쪽에서도 그룹사 파워트레인 교체 수요가 증가되는 등 판매확대 모멘텀이 계속되며 상반기보다는 개선된 수익성 및 수주 트렌드를 이어갈 것으로 예상하고 있다. 17년 2분기를 저점으로 하반기부터 수익성 개선이 점차적으로 가능할 것으로 전망한다.

2. 최근 일본과 한국에서 공작기계 업황이 돌아서는 데이터들이 나오고 있다. 작년말 기준으로 수주잔고가 7,000억을 하회했는데 현재 수주잔고 상황은?

→ 현재 기계부문은 글로벌 경쟁 심화와 당사 주력 사업이라고 할 수 있는 자동차 산업의 상대적 부진으로 전반적인 수주상황과 매출액 감소되고 있고 이로 인해 고정비 부담이 증가하며 수익성 관리에 부담을 느끼고 있다. 하지만 상반기에 약 6,000억 규모의 신규수주를 확보하는 등 작년 상반기 대비 양호한 수주 흐름을 보이고 있다. 하반기에는 범용기와 FA를 중심으로 한 양호한 수주 흐름과 매출 개선이 가능할 것으로 기대한다. 범용기는 지난 수년간 어려운 상황을 겪으면서 제품 경쟁력 및 수익성 개선을 목표로 기존 저가 보급형 위주의 제품 라인업을 고부가가치 라인업으로 전환 중이며 하반기에도 고급기종 출시가 예정되어 있다. 고급기종의 경우 시장 진입 기간이 길고 초기 런칭비용으로 수익성 확보가 쉽지 않지만 올해부터는 고급기종 판매가 증가추세에 있어 판매볼륨 확대가 본격화되는 하반기에는 점진적 수익성 개선 효과가 나타날 것으로 기대한다. 중국에서는 현재 주요 시장 니즈에 부합하는 상품을 꾸준히 출시해서 시장지배력을 확대하고 있는데 특히

강소법인 범용기 생산 캐파를 확대해서 중저가에서 보급형까지 생산가능한 체제를 구축하는 등 근본적인 체질 개선을 통해 글로벌 생산 및 제품 경쟁력 확보 노력 중이다.

3. 기계사업 2분기에 일회성 비용 반영된 것의 규모는 어느정도이고 어떤 내용인가?

→ 일회성 비용은 프레스성 기계 쪽 원가상승이 있었으며 그 규모는 크지 않다.

4. 현대기아차 파워트레인 교체와 관련한 FA 수주 현황과 매출 인식 시점과 규모는?

→ FA사업의 경우 기아차 멕시코 공장, 현대차 중국 4공장 설비공급이 끝난 16년 하반기 이후 현재까지 캡티브 물량이 줄어든 것이 현재까지 기계사업 실적에 영향을 주고 있다. 현대차그룹 파워트레인 교체 사이클에 맞춰 글로벌 엔진 및 변속기 공장에 순차적으로 신규 설비 투자가 진행되고 있다. 올 하반기부터는 2020년까지 그룹의 대다수 엔진공장에 투자가 집중되어있기 때문에 향후 캡티브 물량이 더욱 안정적으로 유지될 것으로 기대하며 비그룹사 수주를 지속적으로 확대해서 FA사업이 기계부문의 지속성장을 견인할 수 있도록 역량을 집중할 생각이다.

5. 상반기 중국에서 완성차 판매가 급감하며 중국사업이 부진해보인다. 하반기 전망과 누우엔진과 산동법인 정상화 방안 설명 부탁드립니다.

→ 상반기 중국시장은 대내외적으로 어려운 시장상황이 지속되고 있다. 정치적 이슈에 따른 구매심리 저하 등으로 완성차 판매가 큰 폭으로 감소하며 산동 엔진법인, 강소법인 주물, 등속조인트, 터보차저 등 중국 사업 전 부문의 부진 심화되고 있다. 하지만 하반기 정치적 이슈부담 완화, 완성차 신차 출시 등으로 완성차 판매 상황이 상반기 대비 호전될 것으로 예상한다. 엔진사업은 완성차 판매 부진 영향으로 누우엔진 수요 부진이 심화되었지만 상반기 엔진 탑재율 변화를 살펴본 결과 다행히 누우 엔진 채택률은 전년대비 다소 증가하는 흐름을 보였다. 현재 누우엔진 탑재 비율이 가장 높은 미스트라 판매가 견고하고 누우엔진이 장착되는 전략형 SUV 신규모델인 KX7 판매 확대를 통해 하반기부터는 점진적으로 수요개선을 기대 중이다. 별도로 러시아 등으로 전량 수출하는 감마 엔진은 이머징 마켓 판매 증가와 연동해 공급 확대 중이며 향후 누우 감소 영향을 일정부분 완화해줄 것이다. 또한 중국 외 인도, 유럽 등 타 지역으로 엔진공급을 지속적으로 확대 추진하고 있다. 더불어 엔진사업을 10년 이상 하면서 축적한 경험과 기술력 노하우를 총 동원해서 중국 로컬 OEM 대상으로 엔진 수주활동 노력 중이며 실제로 가시화되는 것을 기대하고 있다.

6. 신공장과 신규투자 관련 질문이다. 신규공장 초기가동 부담 때문에 실적이 어려운 상황인데 신규 공장별로 운용계획은? 터보차저 사업에 대한 전망과 신규사업 제품도 있다면 설명 부탁드립니다.

→ 국내 카파엔진은 당초 계획보다 수요가 증가하며 평택, 서산에서 풀캐파 이상으로 가동 중이다. 카파엔진은 향후 터보트림 확대 등으로 글로벌 수요가 증가하며

수요 대비 생산캐파가 부족한 상태이다. 캐파 부족을 극복하기 위해 하반기에 카파 엔진 증설 투자를 진행할 예정이다. 서산 디젤엔진 공장은 2분기부터 본격 양산을 시작했다. 양산이 다소 지연되며 금년 계획했던 물량 달성이 쉽지 않을 것으로 예상되나 하반기부터는 물량이 확대되며 안정적인 공장 운영이 가능할 것으로 보인다. 향후 글로벌 디젤 수요 불확실성에 대해 생산기종 다변화 등을 적극 확보하고 있다. 내년부터는 최소한 연20만대 물량을 확보해서 지속적으로 외형을 확대하고 수익을 창출할 예정이다. 멕시코공장은 점진적으로 물량이 증가 중이다. 생산안정화를 통해 수익개선을 추진 중이다. 엔진부문은 1.0 카파부터 2.0 누우까지 플라인업을 구축했고 등속 조인트도 미주 글로벌 OEM 대상 수주를 확보하는 등 중장기적으로 성장성을 확보해 나가고 있다. 하반기에는 현대차 신규 차종 투입, 리오의 중남미 판매가 증가세를 보이는 등 기존 차종 판매도 확대될 것으로 예상하고 있기 때문에 멕시코도 상반기 대비 안정적 공장 운영이 가능할 것으로 전망한다. 터보차저 사업 관련해 지난 5월 국내 터보차저 합작법인의 파트너사 지분을 인수해 독자 운영기로 결정했다. 최근 터보차저 원천 기술을 국내 최초로 확보해 합작 생산에 따른 공급 제한 및 가격 경쟁력등을 고려해서 합작관계를 종료했고, 내년부터는 독자 기술로 개발된 터보차저를 완성차에 최초 공급할 계획을 가지고 있다. 공급물량은 내년 50만대, 2020년 120만대까지 비교적 빠른 속도로 증가하면서 향후 매출, 손익에 상당부분 기여할 것으로 기대하고 있으며 중장기적으로 250만대 이상 생산 능력확보를 위해 단계적으로 투자 예정이다. 당사는 스틱어 등 신규 고급차량에 독자 개발한 전자식 4륜구동 시스템 공급을 시작했고, 고부가제품에 대한 독자설계능력 확보 및 핵심부품 내재화를 지속적으로 추진하고 있으며 이를 기반으로 친환경부문에서 독자기술 확대하고 있다.

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

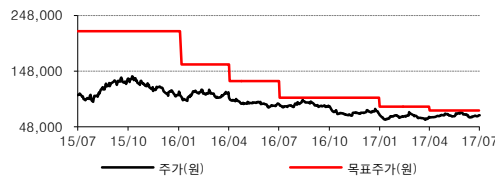
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	7,589	7,955	8,509	8,995
증가율(%)	-3.7	4.8	7.0	5.7
매출원가	7,013	7,438	7,509	7,938
매출총이익	577	517	1,000	1,057
판매비와관리비	314	315	643	575
연구개발비	19	20	22	23
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	263	202	357	482
증가율(%)	-47.6	-23.1	76.6	34.9
영업이익률(%)	3.5	2.5	4.2	5.4
이자수익	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
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	388	-50	-50	-50
자본의증감	-	-	-	-
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	18.7	7.5	4.8
PBR	0.6	0.6	0.5	0.5
PCR	11.3	12.8	6.4	4.4
EV/EBITDA	8.0	11.5	7.0	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 목표주가의 차이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 차이

의견제시일자	투자의견	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 증가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

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

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

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

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-06-30 기준

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