

# 2014년 자동차산업 전망

Overweight  
(Maintain)

2013. 11.12

## 경쟁심화, 그리고 동상이몽

2014년에도 자동차시장의 경쟁은 치열할 전망이다. 글로벌 완성차업체들도 각자의 주력시장에 신차를 대거 투입할 예정이다. 하지만 업체간 주력시장과 출시될 신차의 차급, 얻고자 하는 것이 한국업체와 다른 것으로 보여, 현대, 기아차가 치열한 경쟁의 중심에서 벗어나 원하는 것을 쉽게 얻을 수 있을 것으로 예상된다. 새로운 신차사이클의 시작으로 또 한번 2009년의 영광을 재현할 수 있을 것으로 기대된다.



자동차/타이어/부품

Analyst 이현수

02) 3787-5289

Kenshu13@kiwoom.com

## Contents



### I. 2009~2013년 REVIEW 3

- > 2009년 이후 모든 것이 달라졌다 3

### II. 2014 AUTO MARKET FORECAST 4

- > 중국시장, 전년대비 8.0% 성장 기대 5
- > 미국시장, 회복국면 지속되나 속도는 다소 둔화 6
- > 유럽시장, 6년 연속 감소에서 회복 반전될 전망 8
- > 신흥국, 대내외 경기상황에 따라 차별화된 모습 보일 듯 10
- > Valuation 상황, 신뢰의 문제다 13

### III. 2014 AUTO PARTS FORECAST 15

- > 자동차의 새로운 신차사이클과 함께 제 2의 도약이 기대된다 15

### 기업분석 17

- > 현대차(005380) 18
- > 기아차(000270) 26
- > 현대모비스(002350) 32
- > 현대위아(011210) 38
- > 만도(060980) 42
- > 평화정공(043370) 46
- > 화신(010690) 50

- 당사는 11월 11일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제 공한 사실이 없습니다.
- 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료 상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

## 응답하라 2009!

### >>> 구조적 변화를 확인했던 2009~2013년

이번 현대, 기아차의 신차사이클은 기업의 구조적 변화를 확인할 수 있었던 시기였다. 수직 계열화된 산업의 특성을 기반으로 원재료 및 부품 조달, 생산성 향상 (플랫폼 통합), 판매, 재고관리 및 비용통제까지 누수 없는 Value Chain 구축을 완료한 것으로 보여진다. 또한 오랜 기간 동안 환에 대한 위험이 부각되어 왔지만 해외생산비중이 지속적으로 확대되면서 환으로 인한 이익민감도도 많이 줄어든 모습이다. 다만 주가의 흐름은 기업의 질적 변화를 적극적으로 반영하기 보다는 아직까진 과거의 고정관념에 머물고 있는 것으로 생각된다. 신차사이클이 끝나가고, 3분기 파업 및 원화강세 우려에도 견조한 수익성을 기록하고 있다는 것은 기업의 구조적 변화를 충분히 증명했다고 판단된다.

### >>> 다시 한번 그때의 영광이 기대된다

2014년부터 현대, 기아차의 새로운 신차사이클이 시작을 두고 시작된다. 2009년 대비 양적 성장 모멘텀이 크지 않고, 당시와 같은 파격적인 신차효과를 기대할 순 없지만 새로운 신차사이클의 시작으로, 1) 경쟁의 주도권 확보가 가능하고, 2) 이로 인한 비용통제력도 개선되기 때문에 3) 전반적인 손익개선이 가능한 국면으로 전환될 전망이다. 2014년에도 글로벌 경쟁이 치열할 것으로 예상되지만, 업체간 목표하는 바가 상이한 것으로 파악되기 때문에 현대, 기아차가 경쟁의 중심에서 벗어나 신차효과를 무난히 누릴 수 있을 것으로 판단된다. 2009~2013년 싸이클을 통해 현대, 기아차의 구조적 변화를 확인했다면, 2014년부터는 주가에 반영시킬 시기라고 생각된다.

결과적으로, 2014년 완성차업체의 견조한 성장이 예상되고, 이를 기반으로 한국 부품업체들의 제2 도약을 기대할 수 있을 것으로 보여 자동차업종에 대한 본격적인 비중 확대가 유효하다고 판단된다. 현대차를 자동차업종의 Top Pick으로, 기아차와 만도, 평화정공을 차 선호주로 추천한다.

# I. 2009~2013년 Review

## >>> 2009년 이후 모든 것이 달라졌다

### 글로벌 위기에 찾아온 기회, 구조적 변화 그리고 안정화

한국 자동차산업은 2009~2013년 새로운 신차사이클을 통해 과거와 다른 구조적 변화를 가져왔다. 한국 자동차업체들은 해외법인들의 본격적인 이익회수기 도래와 새로운 신차들의 혁신적인 상품성 향상을 기반으로 국내의 판매호조가 지속되며 글로벌 경쟁에서 한걸음 더 도약하였다. 반면 해외업체들의 경우 미국 발 금융위기로 감산과 구조조정이 불가피했기 때문에 현대, 기아차의 차별화된 성장은 더욱 돋보였고, 경쟁업체들에겐 시기와 분석의 대상이 되었다.

2009년 이후 현대, 기아차의 의미 있는 변화를 살펴보면, 1) 플랫폼 통합으로 원가경쟁력과 수익성을 확보하였고, 2) 글로벌 경기에 대한 불확실성이 지속되는 상황에서도 꾸준히 해외생산시설을 확대해왔으며, 3) 2009년 찾아온 큰 폭의 턴어라운드 이후 경영의 초점을 기업의 질적 변화에 맞추기 시작하여 브랜드가치 향상, 비용통제능력 확대, R&D 강화, 환율과 같은 외부변수에 대한 대응능력을 개선시키는 모습이다. 또한 중간연속2교대를 전격 시행하면서 노조와의 갈등을 해소시켰기 때문에 근로환경 개선에 따른 품질 및 생산성 향상을 기대할 수 있을 것으로 예상된다.

이러한 변화는 2009~2013년 글로벌 판매와 경영실적을 통해 확인되었고, 기업의 외형성장과 질적 변화를 통한 이익 증가가 컸던 만큼 주가의 상승 탄력도 그 어느 때보다 강했다. 다만 현대, 기아차의 주가는 순이익의 지속적인 증가에도 불구하고 미국, 유럽 발 글로벌 경기불안, KOSPI 변동성 확대로 인해 2011년 하반기부터 조정국면을 거쳤고, 2014년 새로운 신차사이클을 앞두고 상승반전하고 있다.

### 현대, 기아차 주요 이슈 및 주가 추이



자료: 기음증권

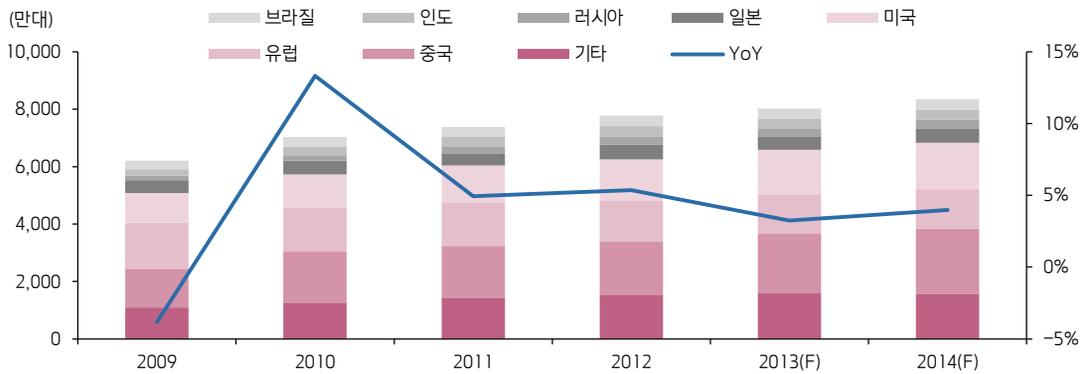
아직 2013년이 마무리된 상황은 아니지만 10월부터 지난 3분기에 발생한 파업손실이 특근을 통해 만회되기 시작하면서 현대, 기아차의 4분기에 대한 판매 및 실적기대감이 높아지고 있다. 또한 새로운 노조위원장인 지난 2009년부터 무파업 합의를 이끌었던 이경훈 후보가 당선된 만큼 향후 노사협상이 과거보다 합리적으로 해결될 가능성이 높아졌다고 볼 수 있어 상당히 긍정적인 부분이다.

## II. 2014 Auto Market Forecast

2014년 글로벌 자동차시장은 전년대비 4.0% 증가한 8,350만대를 기록하며 성장을 지속할 것으로 기대된다. 미국의 양적 완화정책이 글로벌 경기에 변수로 작용할 것으로 예상되지만 중국의 안정적인 성장세 지속과 미국 및 유럽의 회복기조를 바탕으로 전반적인 자동차수요는 증가세를 이어갈 것으로 판단된다.

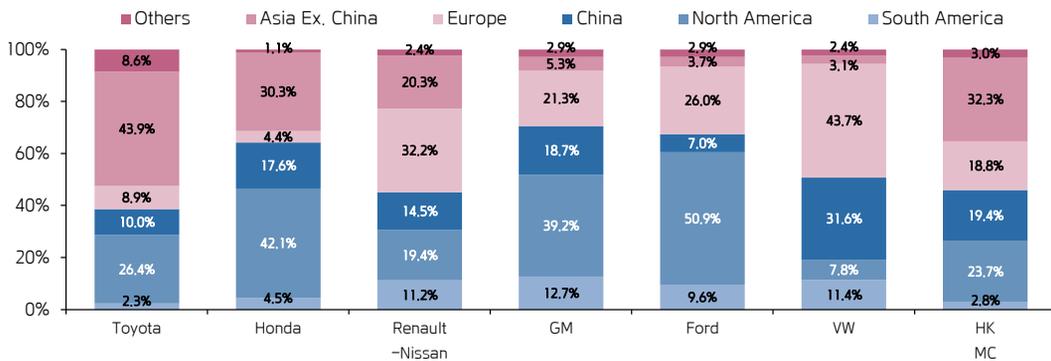
자연재해, 감산 등 업체들의 개별 이슈들로 인한 기저효과가 2014년 대부분 사라지기 때문에 업체간 양적 성장에 대한 차별화는 크지 않을 것으로 예상된다. 글로벌 메이저 업체들의 양적 성장은 5% 내외에서 결정될 것으로 예상되고, 시장별 상황과 신차출시 및 경쟁구도에 따라 업체별 투자매력은 차별화될 가능성이 높아 보인다. 중국의 성장속도는 과거대비 둔화되지만 미국의 회복기조 유지, 유럽시장의 회복기대감으로 미뤄봤을 때 시장 포트폴리오가 고르게 분포되고, 볼륨 세그먼트에서 신차출시가 집중되는 한국 자동차업체들에게 상대적으로 유리한 한 해가 될 것으로 판단된다.

### 글로벌 자동차수요 추이 및 전망



자료: 키움증권

### 브랜드별 지역 포트폴리오 현황



자료: 키움증권  
주 2012년 기준임

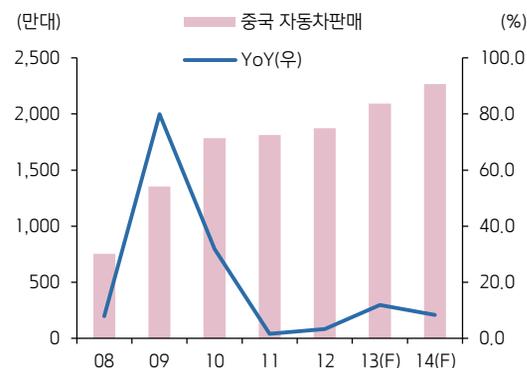
## >>> 중국시장, 전년대비 8.0% 성장 기대

2014년 중국 자동차수요는 전년대비 8.0% 증가한 2,236만대를 기록할 것으로 추정된다. 이는 상용차를 포함한 수치로 승용차 기준 1,850만대를 기록할 것으로 보인다.

2013년 중국 자동차시장은 준중형 및 SUV 신차 출시 확대 효과와 신차 구매제한 정책시행 확대 발표 이후 선수요가 집중되며 판매 호조가 지속되고 있다. 또한 상용차 대상 배기가스 규제 시행 전 재고 소진을 위한 인센티브 지원으로 상용차 역시 양호한 판매증가가 지속되고 있다. 연말까지 견조한 판매 증가가 지속될 것으로 예상됨에 따라 2013년 연간 자동차판매는 전년대비 10.6% 증가한 2,070만대를 기록할 것으로 추정된다. (승용차 기준 1,685만대)

중국시장의 경우 물가 불안 및 부동산 가격 안정화에 따른 소비심리 위축이 나타나고 있지만 대도시 자동차구매제한 정책 시행 시점이 2015년 이후로 지연됨에 따라 신차수요 확대추세는 2014년에도 지속될 가능성이 높다고 생각된다. 특히 중국의 도시화 프로젝트 추진에 따른 중서부지역 개발 및 교통 인프라 확대 등 자동차의 수요확대에 긍정적 환경이 조성되고 있다. 또한 자동차 공급능력 확대와 경쟁심화에 따른 자동차 가격인하 및 인센티브 강화도 신차 수요확대에 긍정적 영향을 미칠 것으로 판단된다.

중국 자동차판매 추이 및 전망



자료: IHS, 키움증권

IMF 중국 GDP성장률 추이 및 전망



자료: IMF, 키움증권

### 중국에서의 질적 성장 시도

중국시장은 2014년에도 완성차업체들의 양적 성장을 가능케 할 핵심적인 시장이기 때문에 업체간 경쟁이 치열할 것으로 판단된다. 이런 상황을 예상케 하듯 다양한 신차들이 중국시장 출시를 앞두고 있다. 미국업체들의 경우, 가장 큰 판매비중을 차지하는 C세그먼트에서 신차를 집중하며 양적 성장을, 일본업체들의 경우, 큰 폭의 성장세를 보이고 있는 SUV세그먼트에서 신차출시를 통해 수익성 위주의 판매전략을 계획중인 것으로 판단된다. 이에 반해 현대차의 경우, C세그먼트에서의 안정적인 판매우위를 바탕으로 D세그먼트에서 신차출시를 집중할 계획으로 세그먼트 상향을 통한 질적 개선에 초점을 맞출 것으로 판단된다. 업체별 주력판매차종의 세그먼트가 서로 상이한 만큼 직접적인 신차경쟁은 상대적으로 양호할 전망이지만 자동차수요가 성장세를 보이는 시장에서 질적 변화에 초점을 둔 한국과 일본업체의 우세가 예상된다.

2013년 1~8월 누적기준 중국 차급별 판매 및 업체별 점유율 추이 (단위: 만대, %)

차급별 판매	판매대수	비중	증가율	브랜드	판매대수	점유율	증가율
A/B	37.2	3.4	-18.4	상하이 VW	102.2	9.4	22.2
C1	108.8	10.0	3.2	이치 VW	99.6	9.1	16.2
세단	385.9	35.4	16.2	상하이 GM	97.8	9.0	15.5
D	160.9	14.8	13.2	상하이 GM 우링	91.1	8.4	3.7
E	37.3	3.4	11.6	베이징현대	67.0	6.1	30.9
RV	40.6	3.7	2.4	동펑닛산	53.1	4.9	-10.0
MPV	174.1	16.0	46.2	창안포드	39.6	3.6	66.9
SUV	144.9	13.3	-0.1	동펑열달기아	35.5	3.3	22.6
미니밴	1089.8	100.0	13.2	합계	1,089.8	100.0	13.2
승용합계							

자료: Kari, 키움증권

### 중국 신차출시 계획 (예정)

	Segment	Model
승용	C1	피트, 푸조 301 등
	C2	코롤라, 크루즈, 에스코트 등
	D	옥타비아, 밉투, 미스트라 등
	E	아우디 A3, 인피니티 Q50 등
RV	MPV	오딧세이 등
	SUV	가시콰이, 하이랜더, 예티 등

자료: Kari, 언론추합, 키움증권

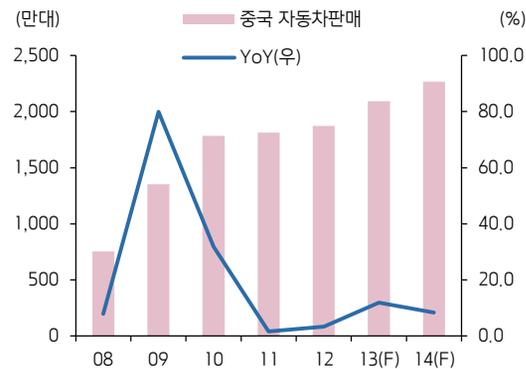
## >>> 미국시장, 회복국면 지속되나 속도는 다소 둔화

2014년에도 미국 자동차수요는 회복세를 보일 전망이지만 그 속도는 다소 둔화되며 전년대비 3.0% 증가한 1,607만대를 기록할 것으로 추정된다.

미국 시장의 경우, 일본 업체들의 공급정상화와 경기회복 및 할부금융시장 자금공급 확대, 저금리 기조 유지 등 구매여건 개선에 따른 수요회복이 시장의 기대를 크게 상회하는 모습이다. 주택가격 및 고용 지표가 호전되고 있고, 픽업 트럭의 회복세도 양호하게 나타나고 있다. 특히 8월 SAAR는 1,602만대로 미국 금융위기 이후 최초로 1,600만대를 상회하고 있다. 이미 9월까지 1,174만대가 판매되었고, 일부 업체들의 재고 부족이 나타나고 있지만 연말까지 양호한 판매는 지속되며 2013년 연간 자동차수요는 전년대비 7.6% 증가한 1,560만대를 기록할 것으로 판단된다.

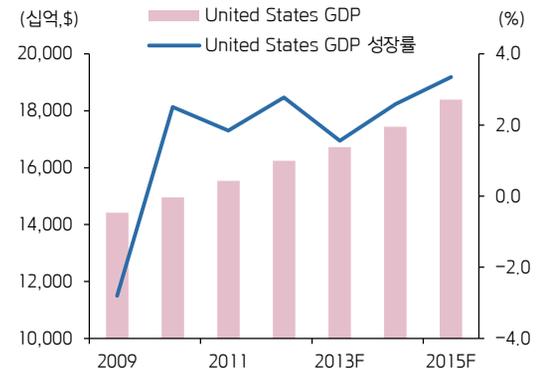
2014년에도 미국시장은 경기회복에 따른 소비심리 개선에 힘입어 신차수요도 회복세를 보일 가능성이 높아 보인다. 하지만 출구전략에 따른 금리 상승 가능성, 이로 인한 유동성 축소 우려도 존재하기 때문에 자동차 산업수요의 회복속도는 전년대비 다소 둔화될 것으로 판단된다. 이미 2013년의 회복이 시장 기대치를 상회하는 수준을 기록할 것으로 보여 기저효과마저 기대할 수 없기 때문이다. 하지만 2014년 1,600만대 수준까지 시장이 회복된다는 점은 상당히 긍정적인 부분이며, 다수의 신차출시 효과에 따라 수요회복은 기대 이상을 기록할 가능성도 존재한다고 판단된다.

### 미국 자동차판매 추이 및 전망



자료: IHS, 키움증권

### IMF 미국 GDP성장률 추이 및 전망



자료: IMF, 키움증권

### 경쟁의 중심에서 벗어나 신차효과 극대화 예상

미국시장의 자동차수요가 어느 정도 회복 안정화되면서 소형상용 세그먼트의 판매증가가 산업수요회복을 견인하는 모습이다. 또한 2013년 이후에도 이와 같은 수요 트렌드는 지속될 것으로 예상된다. 2014년 일본과 미국업체들 역시 시장상황을 반영하여 소형상용부분의 신차를 집중적으로 출시할 예정이다. 반면 한국완성차업체의 경우, 픽업세그먼트의 부재로 소형상용부분의 경쟁에 약세를 보일 수도 있다 하지만 미국 수요의 절반을 차지하고 있고, 경쟁업체들의 신차출시가 상대적으로 약한 승용부문에서 한국업체들의 신차출시가 집중되는 만큼 비교적 쉽게 신차효과를 극대화 시킬 가능성도 높아 보인다.

### 2013년 1~9월 누적기준 미국 차급별 판매 및 업체별 점유율 추이 (단위: 만대, %)

	차급별 판매	판매대수			브랜드	점유율		
		판매대수	비중	증가율		판매대수	점유율	증가율
승용	소형	230.5	19.6	7.0	GM	211.7	18.0	7.6
	중형	241.0	20.5	2.2	Ford	185.2	15.8	11.7
	대형	19.0	1.6	4.8	Chrysler	135.0	11.5	8.6
	고급승용	92.2	7.9	10.2	Toyota	169.8	14.5	8.1
소형	CUV	295.5	25.2	16.1	Honda	115.9	9.9	8.7
	SUV	76.2	6.5	0.2	Nissan	94.1	8.0	8.6
상용	Van	62.0	5.3	-3.2	HMC	54.8	4.7	1.6
	Pickup	157.4	13.4	13.8	KMC	41.6	3.5	-4.3
	합계	1,174.0	100.0	8.1	합계	1,174.0	100.0	8.1

자료: Kari, 키움증권

### 북미 신차출시 계획 (예정)

	Segment	Model
승용	컴팩트	코롤라(도요타), 마쓰다 3, 골프(VW), 올뉴쏘울(기아차)
	미드사이즈	200(크라이슬러), 쏘나타(현대차), 레거시(스바루)
소형상용	CUV, SUV	로그, 무라노(닛산), 옛지(포드), 하이랜더, 벤자(도요타)
	Pickup	실버라도, 시아라(GM), F150(포드)

자료: Kari, 언론취합, 키움증권

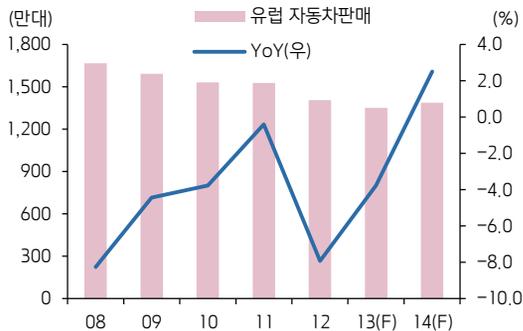
## >>> 유럽시장, 6년 연속 감소에서 회복 반전될 전망

2014년 유럽 자동차 수요는 지속되던 감소세에서 상승 반전하여 전년대비 2.0% 증가한 1,377만대를 기록할 것으로 추정된다.

2013년에도 유럽 자동차수요감소는 지속되며 전년대비 4.0% 감소한 1,350만대를 기록할 것으로 예상된다. 유럽발 금융위기 이후 높은 실업률이 유지되고 있고, 정치적 불안감까지 더해져 소비심리가 여전히 좋지 않은 모습이다. 2012년까지 상대적으로 자동차판매가 양호했던 독일 및 일부 국가들까지 2013년 들어서면서 수요가 감소세로 전환되는 모습을 보였다. 하지만 2013년 하반기에 들어서면서부터 정치적 불안감 진정, 일부 국가의 폐차 인센티브 지급 연장, 유럽 전반에 걸친 경기 안정화 등 소비심리가 점차 개선되며 잠재되었던 대기수요가 조금씩 나타나고 있는 모습이다.

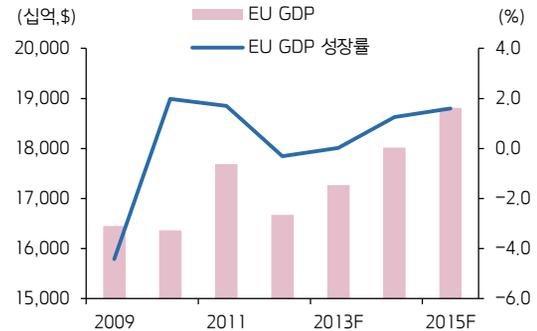
2014년에도 민간 부채조정 및 고용부진이 이어질 것으로 예상되지만 재정위기 완화와 수출 및 산업생산 증가로 유럽 자동차 수요의 70%를 차지하는 4대 국가(독일, 영국, 프랑스, 이탈리아)의 소비회복이 유럽 전체의 산업수요 회복을 견인할 것으로 판단된다. 다만 4대 국가 중 프랑스 및 이탈리아 정부의 자동차 수요확대를 위한 정책적 지원이 불투명하기 때문에 유럽시장에 대해 낙관하긴 이르다. 그렇다 하더라도 2013년 하반기부터 전년동월대비 판매 증가가 나타나고 있는 것으로 보아 장기간의 수요감소와 잠재된 대기수요가 균형을 이루는 수요바닥 국면을 지나고 있는 것으로 예상되기 때문에 2014년 자동차수요는 소폭 회복세를 보일 수 있을 것으로 기대된다.

유럽 자동차판매 추이 및 전망



자료: IHS, 키움증권

IMF 유럽 GDP성장률 추이 및 전망



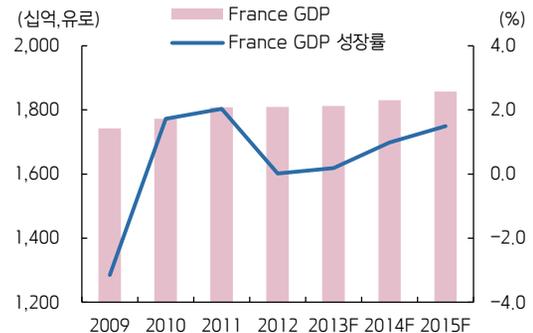
자료: IMF, 키움증권

IMF 독일 GDP성장률 추이 및 전망



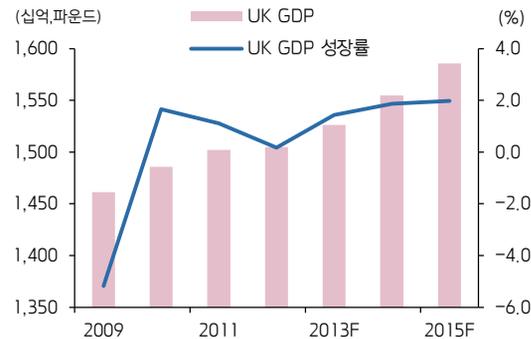
자료: IMF, 키움증권

IMF 프랑스 GDP성장률 추이 및 전망



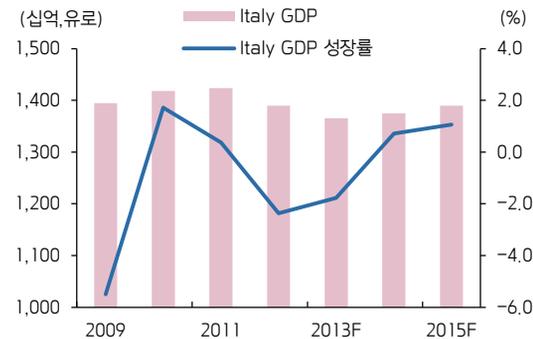
자료: IMF, 키움증권

### IMF 영국 GDP성장률 추이 및 전망



자료: IMF, 키움증권

### IMF 이탈리아 GDP성장률 추이 및 전망



자료: IMF, 키움증권

### 현대차, 시장회복과 정책수혜 기대

유럽시장의 경우 2014년 수요회복이 기대되는 상황이지만 시장을 과점하고 있는 유럽업체들과 새롭게 시장을 공략하고 있는 한국업체들의 성장세가 상대적으로 돋보일 전망이다. 최근 들어 SUV판매 증가가 크게 나타나고 있지만 유럽경기가 가파른 회복세를 기대할 수 없는 상황에서 SUV판매 호조세를 기대하긴 어렵다고 생각되고, 일부 국가들의 폐차 보조금 지원정책이 A, B세그먼트에 실효성을 갖는 만큼 이 세그먼트 내에서 신차출시가 집중되는 업체들의 상대적 수혜가 클 것으로 판단된다.

### 2013년 1~8월 누적기준 유럽 차급별 판매 및 업체별 점유율 추이 (단위: 만대, %)

차급별 판매	판매대수	비중	증가율	브랜드	판매대수	점유율	증가율
A	76.6	8.5	-3.7	VW	214.2	23.6	-4.8
B	194.6	21.5	-6.7	PSA	108.2	11.9	-0.9
C	172.9	19.1	-3.3	Renault	83.8	9.3	-4.5
D	76.0	8.4	-15.7	Ford	70.9	7.8	-5.6
E/F	25.8	2.8	-10.7	GM	68.3	7.5	-7.8
MPV	93.8	10.4	-8.8	Fiat	60.7	6.7	-7.9
SUV	115.3	12.7	6.8	HKMC	51.2	5.7	-0.7
Van/Truck	96.7	10.7	-5.8	합계	905.9	100.0	-5.2
합계	905.9	100.0	-5.2				

자료: Kari, 키움증권

### 유럽 신차출시 계획 (예정)

Segment	Model
A	108(푸조), C1(시트로엥), i10(현대차)
B	아베오(쉐보레), A2(아우디), i20(현대차)
C	DS4, C-Cactus(시트로엥), 포커스(포드)
D/E	몬데오(포드), A4, A5, A7, A8(아우디)
SUV	엣지(포드), B-CUV(혼다), B-SUV(VW), 500X(피아트), Q7(아우디), 카시콰이(닛산)

자료: Kari, 언론추합, 키움증권

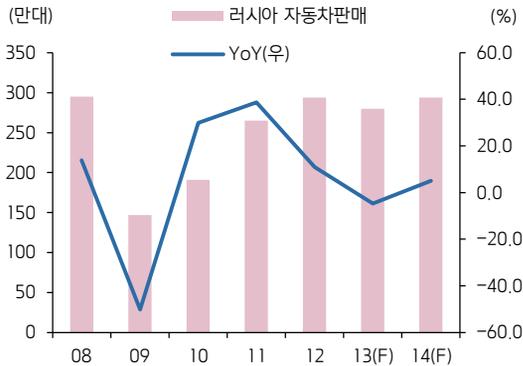
## >>> 신흥국, 대내외 경기상황에 따라 차별화된 모습 보일 듯

중국을 제외한 신흥국의 자동차수요는 각 국가의 경기 상황에 따라 수요 회복, 또는 감소세 지속 등 차별화된 모습이 나타날 것으로 판단된다. 중국을 제외한 BRICs 국가들 중 러시아 및 인도 시장의 수요회복이 예상되고, 브라질 및 기타 중남미의 경우 수요회복이 다소 둔화될 것으로 판단된다.

◎ **러시아:** 물가 상승에 따른 내수소비 둔화와 유럽경기 침체에 따른 수출경기 부진으로 자동차시장도 소비심리가 위축되는 모습이다. 그 결과 2013년 자동차수요는 전년대비 4.6% 감소한 280만대를 기록할 것으로 추정된다. 8월까지 6.8%의 수요감소가 나타나고 있지만 9월부터 발효된 자동차 할부금융 지원정책이 연말까지 수요회복에 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상된다.

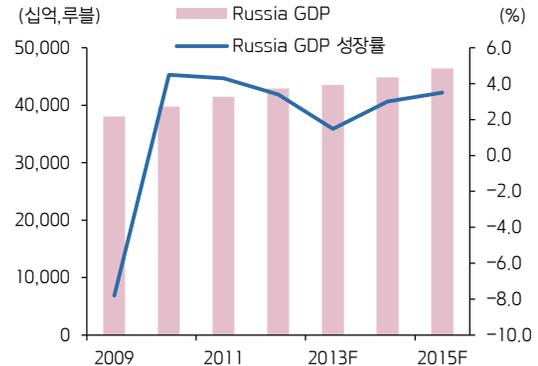
2014년에는 정부의 경기부양책 시행 (자동차 할부금융 지원책: 2014년 12월까지 시행)과 완성차 업체들의 공급 확대가 예상되는 가운데, 정부의 로컬업체 보호 정책, 폐차세 의무납부 대상 확대 (수입차에서 러시아 내 판매되는 모든 차량 대상 확대) 등 수요회복에 부정적 요인이 존재하고 있지만 금리 인하 및 고용확대, 임금 인상 등의 영향으로 소비심리 회복이 기대된다. 그 결과 2014년 러시아 자동차 수요는 전년대비 5.0% 상승한 294만대를 기록할 것으로 추정된다.

러시아 자동차판매 추이 및 전망



자료: IHS, 키움증권

IMF 러시아 GDP성장률 추이 및 전망



자료: IMF, 키움증권

### 러시아 신차출시 계획 (예정)

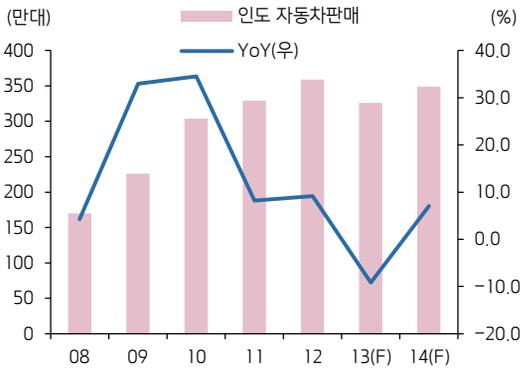
	Segment	Model
승용	A	Up!, Mii(VW)
	B	소형 승용(닛산), 소형 승용 및 산데로(르노)
	C	그란타 해치백(아브토바즈), 쉐트라(닛산), 골프플러스(VW), 로간(르노)
	D/E	알티마(닛산), 몬데오(포드), 파사트(VW)
소형 상용	SUV	에코스포트(포드), 카시콰이, X-트레일(닛산), 트랙스, 캡티바, 타호(GM), 파제로(미쓰비시), 하이랜더(도요타)
	MPV	롯데(르노)
	LCV	트라픽(르노)

자료: Kari, 언론추합, 키움증권

◎ **인도:** 경기부진에 따른 소비심리 위축으로 2012년 12월부터 지속적으로 수요가 감소하고 있는 모습이다. 특히 경기에 민감한 소비성향을 보이는 저가 소형차의 수요감소가 크게 나타나면서 미니, 콤팩트 차급의 수요감소가 심화되고 있다. 또한 2013년 1월부터 디젤유에 대한 정부 보조금 축소로 가격 상승이 나타났고, SUV 소비세가 인상 (27%에서 30%로 인상)되면서 전반적인 구매 환경이 악화되고 있다. 환율 및 금융시장이 불안해 지면서 연말까지 소비심리 개선을 기대하긴 어려울 것으로 예상된다.

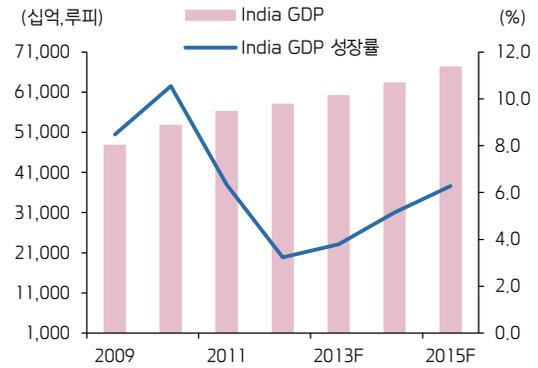
2014년은 2013년 수요부진에 따른 기저효과와 2013년말 출시되는 신차효과로 전년대비 5.8% 성장한 349만대를 기록할 것으로 추정된다. 이는 승용기준 258만대 수준이다. 1) 정부의 재정적자 심화와 인플레이션 압력 가중, 기업 부채증가에 따른 금리 정책의 한계로 적극적인 경기부양이 어려운 상황이고, 2) 루피화 약세로 인한 완성차업체들의 차량 가격 인상, 유류가격 상승 등 가파른 수요회복을 기대하긴 어려울 것으로 예상되지만 2014년 5월 총선 이후 정책방향성이 결정된다면 전반적인 소비심리와 판매환경은 양호해질 것으로 기대할 수 있을 전망이다.

**인도 자동차판매 추이 및 전망**



자료: IHS, 키움증권

**IMF 인도 GDP성장률 추이 및 전망**



자료: IMF, 키움증권

**인도 신차출시 계획 (예정)**

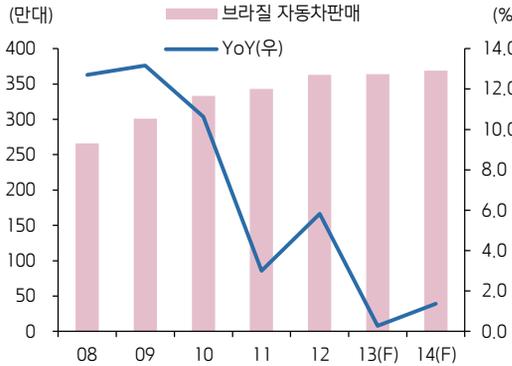
	Segment	Model
승용	미니	세르보(스즈끼마루티), 나노디젤/CNG(타타)
	컴팩트	재즈(혼다), 고(닷선), 왜건 R 디젤(스즈끼마루티)
	미드사이즈	시티(혼다)
	고급	S5, A5(아우디), BL Class(벤츠), 자가토(애스턴마틴)
소형상용	UV	러시(도요타), 시닉(르노), S101(마힌드라), XA Alpha(스즈끼마루티)

자료: Kari, 언론추합, 키움증권

◎ **브라질:** 경기회복 지연과 중고차가격 급락의 영향으로 2013년 자동차수요는 전년과 유사한 수준을 기록할 것으로 추정된다. 공산품세 인상으로 수입차의 판매가 위축되었고, 소득수준 향상에 따른 신모델 선호 현상이 구형 모델의 판매감소를 더욱 심화시켰다. 반면 신차위주의 수요는 증가세를 보였고, SUV, 픽업트럭들의 판매호조가 두드러지는 모습이다. 특히 시장을 선점하고 있는 선발주자들의 점유율 하락이 컸고, 현대차, 도요타와 같이 현지 전략모델을 투입시킨 후발주자들의 점유율 확대가 눈에 띄게 나타나고 있다.

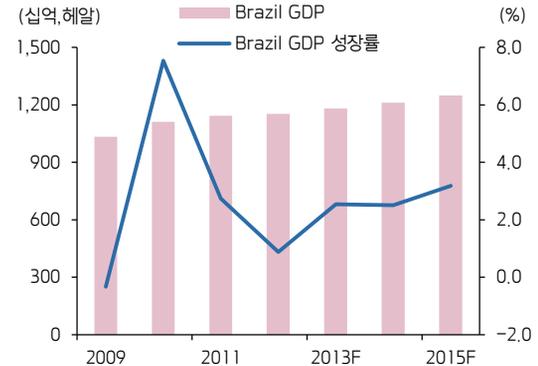
2014년에도 브라질 시장의 성장세 확대를 기대하긴 어려워 보인다. 2014년 대선 및 총선을 앞두고 공산품세 인하정책이 연장될 가능성이 높지만 예정대로 종료될 경우 판매위축이 나타날 것이고, 업체들의 현지 생산능력 확대, 신차 투입, 인센티브 강화 등 공급 증가에도 불구하고 인상된 기준금리가 유지될 경우 완성차업체들의 금융서비스가 축소될 가능성도 존재하기 때문에 자동차수요 증가세는 2014년에도 둔화될 것으로 예상된다.

브라질 자동차판매 추이 및 전망



자료: IHS, 키움증권

IMF 브라질 GDP성장률 추이 및 전망



자료: IMF, 키움증권

브라질 신차출시 계획 (예정)

	Segment	Model
승용	A	Up!(VW)
	B	우노(피아트), 산데로(르노), 마치(닛산: 현지생산), 시티(혼다), 피트(혼다), 피에스타 세단(포드: 현지생산)
	C	코롤라(도요타), 크루즈(GM), 골프(VW), 베르사(닛산: 현지생산), 랜서(마쓰비시)
소형 상용	SUV	더스터(르노), 타이군(VW), 2008(푸조), 캡처(르노: 현지생산)
	Pickup	프론티어(닛산), 호가(푸조)
	Van	트랜짓(포드)

자료: Kari, 언론취합, 키움증권

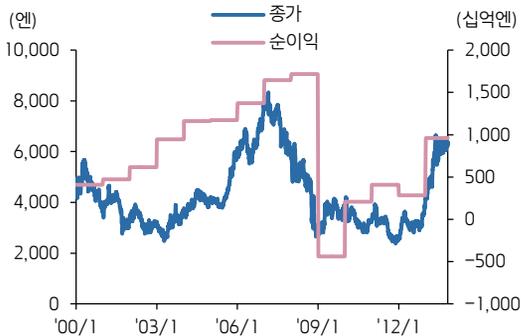
## >>> Valuation 상향, 신뢰의 문제다

### 3년간 두 자릿수 수익성 유지, 이제는 밸류에이션에 반영할 시점

현대차가 두 자릿수 수익성을 기록한지 3년이 지났다. 2013년은 9% 후반 수준이 예상되지만 환율 하락 및 신차사이클이 종점을 앞둔 시점에서 예상보다 선방하고 있다고 판단된다. 하지만 시장은 현대차의 이익이 매년 증가하고 있음에도 불구하고 성장성 둔화를 이유로 적정가치의 눈높이를 낮춰왔다. 물론 성장성 둔화뿐만 아니라 글로벌 경쟁업체들의 경영정상화와 이로 인한 상대적 매력 상승도 현대차의 밸류에이션 하락에 영향을 미쳤을 것이다. 하지만 2014년부터 새로운 신차사이클을 필두로 한 성장 재개를 근거로 한국자동차업체들의 적정가치에 대한 눈높이를 다시 높여야 할 시기라고 판단된다.

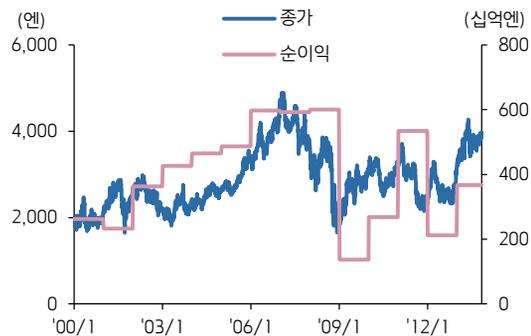
2013년 글로벌 완성차업체들의 상황을 살펴보면, 미국업체들은 감산과 기업회생이 완료되었고, 일본업체들 역시 자연재해로 인한 피해로부터 모두 회복되었다. 이를 반영하듯 글로벌 업체들의 판매와 경영실적이 예전수준에 근접하고 있고, 밸류에이션 또한 회복되고 있다. 글로벌 업체들의 기업 실적과 예전 수준의 기업가치 회복만 본다면 당연한 결과다. 하지만 같은 맥락에서 현대, 기아차를 평가한다면 현대, 기아차는 차별화된 저평가를 받고 있는 것이다. 글로벌 업체들이 회복되는 기간 동안 현대, 기아차는 괄목할만한 성장을 해왔고, 수익성까지 감안한다면 업계 최고수준을 기록할 정도로 기업의 질적 변화가 나타났음에도 불구하고, 현대, 기아차를 평가하는 잣대는 과거의 틀에서 벗어나지 못하고 있는 것이다.

Toyota 주가 및 순이익 추이



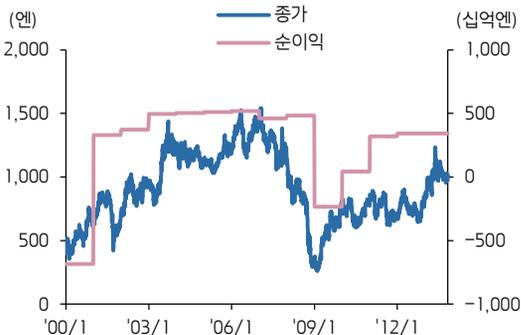
자료: Bloomberg, 키움증권

Honda 주가 및 순이익 추이



자료: Bloomberg, 키움증권

Nissan 주가 및 순이익 추이



자료: Bloomberg, 키움증권

현대차 주가 및 순이익 추이



자료: Bloomberg, 키움증권

2014년부터 외부변수(일회성 이슈로 인한 기저효과 등)로 인한 투자모멘텀 차별화는 제한적일 것으로 예상되고, 업체별 차별화된 전략으로 정상적인 경쟁이 시작될 것으로 판단된다. 이런 상황에서 현대, 기아차 역시 2014년에 대한 전망이 밝고, 기업의 이익증가 역시 상대적 투자모멘텀을 다시 부각시키기에 충분할 것으로 예상된다. (기업분석부문 참조)

제조업체의 특성상 수익성 개선이 계속되기엔 무리가 있다. 따라서 이미 두 자릿수를 수익성을 기록하고 있는 현대차를 평가할 때 수익성 개선 보다는 이미 업계최고수준의 수익성을 유지하고 있다는 점에 의미를 부여해야 할 시점이라고 생각된다. 새로운 신차사이클의 시작으로 인해 2013년대비 기업의 질적 개선이 가능한 국면이 시작될 것이다. 또한 경쟁주도권 확보도 기대할 수 있을 것이다. 이미 한국 자동차업체들의 질적 변화가 새로운 신차사이클을 통해 확인되었고, 2014년 새로운 신차사이클을 통해 한국자동차에 대한 밸류에이션 재평가가 가능할 것으로 판단된다. 기업의 준비는 끝났다. 시장의 신뢰와 반영이 필요한 시점이다.

완성차 업체 IBES 밸류에이션

	Market Cap B. USD	PER		PBR		ROE		
		2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	
<b>KOSPI</b>	1,097.3	11.7	9.4	1.2				
<b>한국</b>	현대자동차	51.4	7.9	7.2	1.3	1.1	18.0	16.7
	기아자동차	23.9	6.5	6.1	1.2	1.0	21.1	18.7
<b>미국</b>	Ford	66.5	10.1	9.1	3.0	2.4	38.9	34.4
	Toyota	215.8	10.9	10.0	1.4	1.3	14.3	13.6
<b>일본</b>	Honda	70.8	11.6	10.1	1.3	1.1	11.4	12.2
	Nissan	40.3	9.2	7.8	0.9	0.8	10.3	11.2
	Mazda	12.8	11.9	8.3	2.1	1.7	19.1	22.7
<b>유럽</b>	BMW	65.6	10.3	10.0	1.6	1.4	15.9	14.7
	Daimler	84.7	11.6	10.4	1.4	1.3	13.4	13.1
	Peugeot	4.7	0.0	52.2	0.4	0.4	-6.5	1.5
	Renault	24.1	12.4	7.2	0.7	0.6	5.8	9.2

자료: 키움증권, Data Stream  
주: 2013년 04월 12일 종가 기준

현대, 기아차 주요 이슈 및 주가 추이



자료: 키움증권

### III. 2014 Auto parts Forecast

#### >>> 자동차의 새로운 신차사이클과 함께 제 2의 도약이 기대된다

2014년 현대차의 새로운 신차사이클과 함께 한국 자동차부품업종의 호황기가 시작될 전망이다. 완성차 업체의 생산증가여력이 전년대비 양호해지는 시점이고, 볼륨모델의 신차효과는 부품업체들의 ASP 상승기회로 작용할 것이기 때문이다. 매년 반영되는 단가조정국면에서 P상승을 기대할 수 있는 상황이다. 양적 성장효과까지 감안하면 2014년 신형소나타 출시를 기점으로 신형아반떼 출시효과가 모두 반영되는 시점까지 해외진출 한국부품업체들의 이익 및 주가의 상승국면이 될 것이다. 다만 2009~2011년 호황기대비 양적 성장효과가 축소되기 때문에 업체별 상황을 감안하여 차별화된 접근이 유효하다고 판단된다. 2014년부터 투자가 유망한 부품업체를 선별하는 기준은,

- 1) 매출처 다변화 비중이 높거나 향후 높아질 가능성이 있는 기업이다. 2014년부터 글로벌 완성차업체들의 양적 성장이 차별화되긴 어려워진다. 2009년 이후 미국업체의 감소, 자연재해로 인한 일본업체들의 생산 불안정, 유럽업체들의 위기가 현대, 기아차의 차별화된 성장에 긍정적 영향을 미쳤고, 한국 부품업체에겐 기회로 작용했다. 하지만 2014년부터 완성차업체들의 양적 성장 차별성이 낮아지기 때문에 매출처 다변화가 잘 이뤄진 부품업체들에게 유리한 국면이 시작된다. 완성차업체들의 시장포트폴리오가 다르기 때문에 다변화가 잘된 부품업체에겐 리스크를 줄이고, 안정적 성장을 담보해줄 것이다.
- 2) 초기 투자비용 부담이 크고, 이익 회수 시점에서 큰 폭의 이익증가가 예상되는 기업이다. 2009년 한국자동차업종의 대대적인 턴어라운드 이후에도 현대, 기아차는 중국, 브라질에 추가 증설을 지속해왔고, 동반부품업체들의 추가투자도 이어졌다. 2014년부터 신규투자에 대한 이익회수가 시작될 것으로 예상되기 때문에 현대차의 새로운 신차사이클로 인한 성장과 더불어 동반진출업체들의 추가적인 이익 기여가 가능할 전망이다. 이러한 부분이 차별화된 투자모멘텀으로 작용할 가능성이 높아 보인다.
- 3) 주력제품의 납품 영속성과 소재의 변화 및 신기술 도입 시 수혜가 기대되는 기업이다. 완성차업체의 경쟁이 심화되면서 상품성 향상의 일환으로 전장부품의 장착 확대, 소재 고급화가 진행되고 있기 때문에 해당 업체들의 추가적인 성장을 예상할 수 있을 것이다. 또한 내연기관에서 새로운 동력원으로 전환된다 하더라도 기존 주력제품의 납품 영속성이 보장되는 업체들에 관심을 가져야 할 것이다.

#### 자동차 vs. 시총 상위10개기업 주가 추이



자료: 키움증권

결과적으로, 단기관점에서는 중국에서의 성장이 돋보이는 기업들이 차별화된 투자매력을 확보할 수 있을 것으로 예상되고, 중장기적으로는 납품처 다변화, 주력제품의 전장화 또는 기능개선 제품으로의 전환이 가능한 업체들이 안정적 성장과 이익의 증가를 바탕으로 투자매력을 꾸준히 높여갈 것으로 판단된다.

자동차부품 업체 IBES 벨류에이션

	Market Cap B. USD	PER		PBR		ROE		
		2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	
<b>KOSPI</b>	1,097.3	11.7	9.4	1.2				
<b>자동차 부품</b>	현대모비스	23.7	8.6	7.3	1.5	1.2	18.6	18.2
	현대위아	4.4	11.2	10.2	2.1	1.8	20.8	18.9
	만도	1.6	12.1	9.5	1.5	1.3	12.7	14.1
	한라비스테온	2.7	11.0	9.7	2.0	1.7	18.8	18.4
	<b>한국</b> S&T대우	0.4	9.7	9.0	0.8	0.7	8.5	8.7
	화신	0.4	7.1	5.6	1.1	0.9	15.5	17.0
	에스엘	0.4	6.5	6.7	0.8	0.7	13.2	11.3
	평화정공	0.3	9.2	8.2	1.3	1.1	15.4	14.9
	성우하이텍	0.6	6.7	6.1	0.9	0.8	14.8	14.3
	<b>미국</b>	TRW Auto	8.6	11.1	10.0	2.4	2.0	21.9
Johnson Control	32.6	14.3	12.3	2.3	1.9	16.4	17.1	
Continental	38.4	13.4	11.8	3.0	2.5	23.4	22.5	
<b>일본</b>	Denso Corp.	41.6	14.1	0.0	1.5	1.4	11.1	10.9
Aisin Seiki	11.4	11.9	10.9	1.2	1.1	10.2	10.4	
Toyota Busoku	2.4	12.1	11.2	1.1	1.0	10.0	9.9	
<b>유럽</b>	Valeo SA	7.8	13.9	11.6	2.4	2.0	18.0	18.9
Faurecia	3.3	17.8	9.6	1.7	1.5	9.8	16.0	

자료: 키움증권, Data Stream  
주: 2013년 04월 12일 종가 기준



## 기업분석

- |                      |   |
|----------------------|---|
| >> 현대차<br>(005380)   | BUY(Maintain)/목표주가 350,000원<br>앞에서 끌어줄 든든한 리더   |
| >> 기아차<br>(000270)   | BUY(Maintain)/목표주가 85,000원<br>한걸음 뒤에서 리더를 향해 전진 |
| >> 현대모비스<br>(002350) | BUY(Maintain)/목표주가 380,000원<br>고비를 넘어 안정화단계 진입  |
| >> 현대위아<br>(011210)  | BUY(Maintain)/목표주가 225,000원<br>잠재성장 기대감 여전히 유효  |
| >> 만도<br>(060980)    | BUY(Maintain)/목표주가 200,000원<br>다시 시장의 이목이 집중될 때 |
| >> 평화정공<br>(043370)  | BUY(Maintain)/목표주가 30,000원<br>팔방미인의 매력발산 기대     |
| >> 화신<br>(010690)    | BUY(Maintain)/목표주가 19,000원<br>동반성장 모멘텀 다시 부각    |

현대차 (005380)



BUY(Maintain)

주가(11/11) 247,500원

목표주가 350,000원

2014년부터 현대차의 투자매력이 다시 부각되는 시기가 도래할 것으로 예상된다. 새로운 신차사이클을 통해 질적 변화가 다시 시작될 것이다. 2009년부터 시작된 현대차의 변화를 확인했다면 2014년 시작되는 새로운 국면에서는 주가에 반영해야 할 시점으로 판단된다. 이익의 증가와 경쟁 주도권 우위도 기대되는 상황에서 현대차 두 자릿수 이익증가는 2016년까지 지속될 것으로 예상되기 때문에 현대차를 자동차업종의 Top pick으로 적극적인 매수가 유효해 보인다.

Stock Data

KOSPI (11/11)	1,977.30pt		
시가총액	626,564억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	266,000원	183,000원	
최고/최저가 대비 등락	-6.95%	35.25%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-6.4%	-4.2%
	6M	31.0%	28.8%
	1Y	15.7%	11.4%

Company Data

발행주식수	285,479천주
일평균 거래량(3M)	455천주
외국인 자본율	53.23%
배당수익률(11.E)	0.77%
BP (11.E)	183,783원
주요 주주	현대모비스 20.8%
	국민연금기금 6.8%

Price Trend



앞에서 끌어줄 든든한 리더

>>> 2013년은 선방한 한해

현대차의 2013년은 신차사이클의 마지막 시점으로, 글로벌 경쟁과 실적 모멘텀이 가장 취약한 한 해였을 것으로 판단된다. 하지만 원화강세기조와 경쟁업체의 회복 및 모델 노후화에 따른 인센티브 증가에도 불구하고 양호한 비용통제로 시장의 우려대비 양호한 실적으로 2013년을 마무리할 전망이다. 2013년 현대차의 글로벌 판매는 전년대비 2.7% (중국제외) 증가할 것으로 예상되지만 금융 및 기타부문의 성장으로 연결기준 매출은 89.4조원, 영업이익 8.8조원 (OPM 9.8%)로 시장의 우려보다 양호한 실적을 기록할 것으로 추정된다.

>>> 2014년 새로운 신차사이클의 시작

2014년 신형쏘나타 출시를 시작으로 현대차의 새로운 신차사이클이 시작될 전망이다. 이를 통한 ASP상승효과와 글로벌 판매량 증가를 감안하면 현대차의 상대적 투자매력은 다시 높아질 것으로 판단된다. 이유는, 1) 수입차와의 가격격차 축소로 신차출시에 따른 ASP상승이 제한적일 것으로 예상되지만 구모델에 지급되던 인센티브와 프로모션 축소를 감안하더라도 1.5% (환율하락효과 감안)의 ASP 상승이 예상되고, 2) 중국을 제외하더라도 전년대비 5.5%의 양적 성장이 효과를 기대할 수 있을 것이기 때문이다. 뿐만 아니라 2014년 하반기 신차효과 해외 확대와 중국의 견조한 성장에 따른 지분법이익 증가효과에 힘입어 두 자릿수의 이익 증가가 가능할 것으로 추정된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 350,000원으로 상향

현대차에 대해 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가는 350,000원으로 상향한다. 목표주가는 2014년 예상실적 기준 EPS 0000원에 Target PER 9배를 적용하여 산정하였다. 2016년까지 두 자릿수의 이익증가와 신차효과를 통한 현대차의 질적 변화에 대한 신뢰 확대와 이를 반영한 밸류에이션 상황이 점차 나타날 것으로 기대된다. 현대차에 대한 적극적인 비중확대가 유효한 시점이다.

## >>> 중국을 제외하더라도 5.5%의 양적 성장 가능

2014년 현대차의 글로벌 판매는 전년대비 7.2% 증가한 504만대를 기록할 것으로 추정된다. 아직 구체적인 사업계획이 수립되기 전이지만 2013년 글로벌 판매가 470만대를 기록하며 사업계획을 초과 달성할 것으로 예상되고, 2014년 사업계획은 보수적으로 수립될 전망이지만 사업계획을 초과 달성해온 현대차의 판매추이를 감안하면 2014년 글로벌 판매는 500만대를 넘어설 것으로 판단된다. 연결매출에 영향을 미치지 않는 중국판매를 제외하더라도 연간판매는 5.5% 증가한 384만대가 가능할 전망이다.

특별한 증설이 없었던 해외법인들이 2013년 수준의 판매를 2014년에도 유지할 것으로 예상되는 가운데, 1) 국내공장의 경우, 2013년부터 시작된 주간연속2교대 안정화 효과 및 감소물량 보존을 위한 자동화설비 투자 효과를 감안하면 내수 66만대, 수출 124만대 (합산 190만대) 수준까지 판매가 회복될 것으로 예상되고, 2) 터키공장의 10만대 증설효과, 3) 브라질 법인의 3교대 전환에 따른 램프 업 효과가 추가성장을 가능케 할 전망이다. 또한 중국법인의 경우, 북경3공장 추가증설효과로 2014년에도 13.2%의 고성장을 이어갈 것으로 보여, 이에 따른 지분법이익 증가가 현대차 EPS 증가에 꾸준히 기여할 것으로 기대된다.

현대차 글로벌 생산판매 추이 및 전망 (단위: 대)

지역	2008	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	YoY
내수	570,962	702,646	659,565	657,972	662,627	630,000	660,000	4.8%
수출	1,099,219	911,237	1,067,158	1,201,512	1,239,129	1,200,000	1,240,000	3.3%
국내공장	1,670,181	1,613,883	1,726,723	1,859,484	1,901,756	1,830,000	1,900,000	3.8%
미국 (HMMA)	237,102	194,723	299,603	338,535	361,167	400,000	400,000	0.0%
중국 (BHMC)	294,506	570,309	703,008	739,800	855,955	1,060,000	1,200,000	13.2%
인도 (HMI)	489,494	559,870	603,822	616,043	641,281	610,000	640,000	4.9%
터키 (HAOS)	95,582	79,954	91,662	99,734	85,878	95,000	150,000	57.9%
체코 (HMMC)	11,004	116,200	200,010	251,526	303,013	310,000	310,000	0.0%
러시아 (HMRR)	0	0	86	138,010	224,598	225,000	240,000	6.7%
브라질 (HMMB)	0	0	0	0	27,173	170,000	200,000	17.6%
해외공장	1,127,688	1,521,056	1,898,191	2,183,648	2,499,105	2,870,000	3,140,000	9.4%
Global Total	2,797,869	3,134,939	3,624,914	4,043,132	4,400,861	4,700,000	5,040,000	7.2%
중국 제외 총 판매	2,503,363	2,564,630	2,921,906	3,303,332	3,544,906	3,640,000	3,840,000	5.5%
Global YoY	6.6%	12.0%	15.6%	11.5%	8.8%	6.8%	7.2%	-
중국제외 YoY	4.7%	2.4%	13.9%	13.1%	7.3%	2.7%	5.5%	-

자료: 현대차, 기음증권

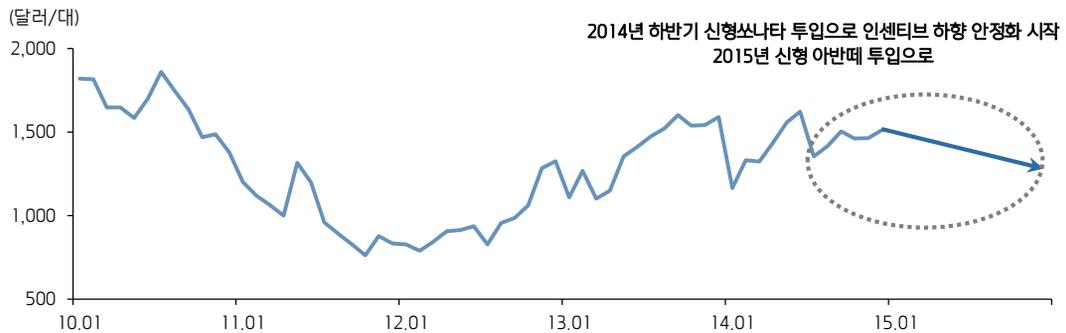
## >>> 신차효과 점진적 반영에 따른 ASP 상승 예상

2014년 신형 쏘나타 출시를 기점으로 2분기부터 내수시장에서 하반기에는 해외시장까지 ASP상승효과가 본격적으로 나타날 전망이다. FTA효과가 본격적으로 나타나기 시작하면서 수입차와의 가격격차 축소에 따른 국내 신차가격 인상이 어려울 것이라는 우려도 있지만 구모델 대비 신규 전장부품 적용확대 등 상품성 개선을 바탕으로 3~5%의 가격인상이 예상되고, 구모델에 적용되던 인센티브 및 프로모션이 신모델 출시와 함께 감소하기 때문에 실질적인 ASP 상승효과는 더욱 확대될 것으로 판단된다.

또한 2014년 하반기부터 신형쏘나타 해외투입이 예상되고, 이에 따른 가격인상 및 인센티브 축소 효과로 미국에서의 ASP 상승효과는 기대 이상일 것으로 판단된다. 하지만 해외 경쟁차량과의 가격격차가 2009~2013년 신차사이클을 통해 크게 축소된 상황에서 (일본업체와 5~10% 수준), 신차 출시를 통한 가격인상이 제한적일 가능성도 존재한다. 그렇다 하더라도 인센티브 감소효과만 감안하더라도 신형쏘나타의 ASP는 8% 내외의 증가효과를 기대할 수 있다.

2013년 쏘나타에 지급되고 있는 인센티브는 평균 2,100달러/대 수준으로 미국 평균인센티브 1,300달러/대를 크게 상회하고 있고, 총 지급되고 있는 쏘나타의 인센티브는 전체 인센티브의 44%에 달한다. 따라서 신형 쏘나타가 하반기 미국시장에 투입/생산되면서 나타나는 인센티브 축소효과는 현대차의 평균 인센티브를 크게 낮춰줄 것으로 예상되고, 다른 구형모델들의 인센티브 상승을 고려해도 전반적인 인센티브 트렌드는 하향 안정화될 가능성이 높다고 판단된다. 인센티브는 매출차감 항목이기 때문에 인센티브 감소를 통해 매출 성장과 수익성 개선을 기대할 수 있을 것이다.

### 현대차 미국시장 인센티브 추이 및 전망



자료: Wards auto, 키움증권

### >>> 현대차, 수출주가 맞는가? 환율영향 더욱 축소될 전망

원화 강세에 대한 우려가 부각될 때마다 수출 대표주인 현대차 역시 우려의 대상이 되어왔다. 하지만 해외생산이 국내생산을 넘어서기 시작하면서 환율의 변동이 현대차의 손익에 미치는 영향은 지속적으로 감소하고 있다. 현대차의 글로벌 판매 중 수출이 차지하는 비중은 25% 수준으로, 중국을 제외하더라도 32% 수준까지 낮아졌다. 또한 전체 수출 중 70%가 달러에 노출되기 때문에 자동차부문의 전체 매출의 20% 정도가 달러의 변동에 연동될 뿐이다.

2013년기준 자동차부문의 연결 매출이 74조원 수준을 기록할 것으로 예상되고, 이를 감안하면 달러의 영향을 받는 매출 약 17조원이 될 것으로 추정된다. 다시 말해서 원/달러 환율이 1.0% 변동할 경우 단순산식으로 매출 1,700억원이 연동되는 것이다. 하지만 기업은 살아있다. 또한 환율 변동이 나타날 경우, 비용통제, 파생상품 헤지 등 손익 변동을 제한하기 위한 대응을 하기 때문에 환율 변동이 미치는 영향은 단순산식을 통한 계산보다 작아질 것으로 판단된다.

또한 국내법인의 Capa증가는 제한적일 것으로 보이고, 해외Capa 확대가 향후 현대차의 글로벌 성장을 견인할 것으로 예상되기 때문에 수출비중과 환 민감도는 더욱 낮아질 수 밖에 없을 것이다. 이런 상황에서 앞으로도 현대차를 수출주로서 환율 변동을 이유로 디스카운트를 해야 할 이유는 없다고 판단된다. 물론 환율 하락으로 원화환산 이익이 감소하는 영향은 향후에도 존재할 것이지만 이는 기업의 펀더멘털과 무관한 부분이기 때문에 크게 우려할 사항은 아니라고 생각된다.

### 현대차 환율과 매출액 변동성 Simulation

	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F
현대차 수출비중	36.5%	36.4%	35.0%	33.0%	32.3%	29.9%
자동차부문 매출액 (십억원)	57,293	67,128	71,307	74,159	79,350	84,904
수출 매출액 (십억원)	20,925	24,416	24,925	24,448	25,623	25,386
원/달러 환율 노출 매출액 (70%)	14,647	17,091	17,448	17,114	17,936	17,770
매출액 (100 Million \$, 1,100 원 기준)	133	155	159	156	163	162
원/달러 10% 하락 시 매출액 (십억원)	13,183	15,382	15,703	15,402	16,143	15,993
환율 변동에 따른 매출 변동 (십억원)	1,465	1,709	1,745	1,711	1,794	1,777
자동차부문 매출대비 변동률	2.6%	2.5%	2.4%	2.3%	2.3%	2.1%

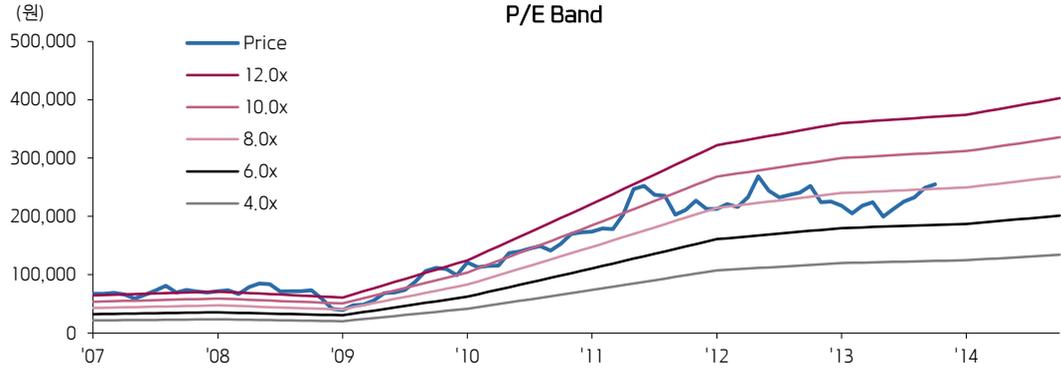
자료: 키움증권

### >>> Valuation에 대한 부담 축소 국면 진입

2014년부터 현대차에 대한 밸류에이션 부담은 점차 축소될 전망이고, 현대차의 질적 변화를 감안하여 밸류에이션 재평가가 나타날 것으로 판단된다. 2009년~2011년까지 나타난 현대차의 고성장을 2014년에도 기대할 순 없겠지만 두 자릿수의 EPS 증가가 다시 재개될 것으로 추정되고, 이 효과는 2016년까지 지속 가능할 것으로 판단된다.

2006년 실적부진과 산업성장 침체기에 접어들기 이전의 현대차는 PER 8배 전후에서 주가가 형성되었고, 대세 상승기인 2009년부터는 밸류에이션 상황이 진행되면서 PER 10배를 전후로 주가의 움직임이 나타났다. 하지만 2011년 하반기부터 현대차의 밸류에이션 레벨은 과거수준으로 회귀하는 모습을 보였고, 이익의 증가에도 불구하고 기업의 질적 변화가 제대로 반영되지 못하는 모습을 보였다. 하지만 2014년부터 과거의 틀에서 벗어난 밸류에이션 상황조정이 나타날 것으로 판단된다. 1) 현대차의 Capa(기아차 합산)는 이미 글로벌 Top5 수준까지 성장했고, 2) 수익성은 업계 최고수준을 기록하고 있으며, 3) 외부변수에 대한 이익변동에 유동적으로 대처할 수 있는 Value Chain을 확보하여 글로벌 경쟁업체와 차별화된 투자매력이 더욱 부각될 것이기 때문이다. 지금까지는 경쟁업체들의 기저효과(자연재해, 감산 이후 영업정상화 등)로 현대차의 차별화된 손익구조가 부각되지 못했지만 2014년부터 업체간 정상비교가 가능해지기 때문에 현대차의 질적 변화에 대한 프리미엄이 본격적으로 반영되기에 충분하다고 판단된다.

현대차 PER Band Chart



자료: 키움증권

현대차 분기실적 추이 및 2014년 수익추정 (단위: 십억원)

	13.1Q	13.2Q	13.3Q	13.4Q(F)	2012	2013F	2014F	YoY
매출액	21,367	23,183	21,359	23,518	84,470	89,428	95,195	6.4%
자동차부문	17,663	19,057	17,055	20,384	71,307	74,159	79,350	7.0%
금융부문	2,433	2,683	2,227	2,026	8,663	9,369	9,650	3.0%
기타	1,271	1,443	1,538	1,648	4,500	5,900	6,196	5.0%
매출원가	16,663	17,865	16,532	18,132	64,972	69,192	73,166	5.7%
% of Saels	78.0%	77.1%	77.4%	77.1%	76.9%	77.4%	76.9%	-0.5%p
매출총이익	4,704	5,319	4,827	5,386	19,498	20,236	22,029	8.9%
% of Saels	22.0%	22.9%	22.6%	22.9%	23.1%	22.6%	23.1%	0.5%p
판매비	2,836	2,912	2,713	2,987	11,061	11,447	12,276	7.2%
% of Saels	13.3%	12.6%	12.7%	12.7%	13.1%	12.8%	12.9%	0.1%p
영업이익	1,869	2,406	2,115	2,399	8,437	8,788	9,753	11.0%
% of Saels	8.7%	10.4%	9.9%	10.2%	10.0%	9.8%	10.2%	0.4%p
세전이익	2,744	3,195	2,940	3,241	11,605	12,121	13,290	9.6%
% of Saels	12.8%	13.8%	13.8%	13.8%	13.7%	13.6%	14.0%	0.4%p
당기순이익	2,088	2,524	2,279	2,512	9,056	9,402	10,300	9.5%
% of Saels	9.8%	10.9%	10.7%	10.7%	10.7%	10.5%	10.8%	0.3%p
지배주주순이익	1,945	2,401	2,168	2,390	8,562	8,904	9,799	10.1%
% of Saels	9.1%	10.4%	10.2%	10.2%	10.1%	10.0%	10.3%	0.3%p

자료: 현대차, 키움증권

## >>> 투자의견 BUY, 목표주가 350,000원으로 상향

현대차에 대해 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가는 350,000원으로 상향한다. 목표주가는 2014년 예상실적 기준 EPS 0000원에 Target PER 9배를 적용하여 산정하였다. Target PER을 상향한 이유는, 1) 두 자릿수 EPS 증가가 다시 시작되고, 2) 새로운 신차사이클이 시작되며 글로벌 경쟁에서 주도권 우위를 점할 수 있으며, 3) 이로 인한 비용의 효율적 지출로 수익성 개선흐름을 기대할 수 있어 2009년부터 나타났던 성장국면에서의 현대차 밸류에이션 상황이 2014년부터 다시 시작되기에 충분하기 때문이다. 2009년~ 2013년 신차사이클을 통해 현대차의 가능성은 충분히 검증됐고, 2014년 시작되는 신차사이클부터 현대차에 대한 밸류에이션 재평가를 반영해야 할 시점이라고 판단된다. 2016년까지 두 자릿수의 이익증가와 신차효과를 통한 현대차의 질적 변화에 대한 신뢰 확대와 이를 반영한 밸류에이션 상황이 점차 나타날 것으로 기대된다. 현대차에 대한 적극적인 비중확대가 유효한 시점이다.

### 우선주를 감안한 가중평균 EPS기준 밸류에이션

	주식수	주가	시가총액
보통주(a)	220,276,479	247,500	545,184
1우선주(b)	25,109,982	124,000	31,136
2우선주(c)	37,613,865	126,000	47,393
3우선주(d)	2,478,299	115,000	2,850
Net Income(억원)			97,990
현재주가			247,500
EPS			38,707
PER			6.4
Target PER			9.0
Target Price			348,363

자료: 키움증권

주: EPS=주가/((보통주시총+우선주시총)/당기순이익)

**손익계산서**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	777,979	844,697	894,275	951,952	1,015,717
매출원가	589,020	649,721	691,918	731,660	777,083
매출총이익	188,959	194,976	202,357	220,292	238,634
판매비및일반관리비	108,670	110,606	114,473	122,759	130,975
영업이익(보고)	80,288	84,369	87,884	97,532	107,660
영업이익(핵심)	80,288	84,369	87,884	97,532	107,660
영업외손익	24,183	31,682	33,325	35,366	42,807
이자수익	4,756	5,903	5,979	6,048	6,448
배당금수익	176	150	113	223	250
외환이익	5,843	8,626	8,619	8,800	9,000
이자비용	5,116	4,267	3,881	4,405	4,680
외환손실	7,501	7,440	9,807	8,400	8,200
관계기업지분법손익	22,726	24,438	27,902	29,450	36,020
투자및기타자산처분손익	-679	-317	704	-150	-130
금융상품평가및타금융이익	712	1,132	461	1,400	1,600
기타	3,266	3,457	3,235	2,400	2,500
법인세차감전이익	104,471	116,051	121,209	132,898	150,467
법인세비용	23,422	25,489	27,189	29,902	33,855
유효법인세율 (%)	22.4%	22.0%	22.4%	22.5%	22.5%
당기순이익	81,049	90,563	94,021	102,996	116,612
지배주주지분순이익(억원)	76,559	85,618	89,040	97,990	110,944
EBITDA	103,636	109,609	109,800	121,084	132,631
현금순이익(Cash Earnings)	104,396	115,802	115,937	126,547	141,583
수정당기순이익	81,023	89,927	93,137	102,059	115,510
증감율(% YoY)					
매출액	16.1	8.6	5.9	6.4	6.7
영업이익(보고)	35.7	5.1	4.2	11.0	10.4
영업이익(핵심)	36.4	5.1	4.2	11.0	10.4
EBITDA	28.9	5.8	0.2	10.3	9.5
지배주주지분 당기순이익	37.5	11.8	4.0	10.1	13.2
EPS	37.5	11.8	4.0	10.1	13.2
수정순이익	34.9	11.0	3.6	9.6	13.2

**대차대조표**

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	489,264	548,476	613,061	683,418	754,370
현금및현금성자산	62,319	67,593	110,226	148,152	183,251
유동금융자산	291,967	333,608	353,189	375,968	401,151
매출채권및유동채권	72,599	79,313	81,298	86,541	92,338
재고자산	62,378	67,729	63,877	67,997	72,551
기타유동비금융자산	0	233	4,471	4,760	5,079
비유동자산	605,536	666,902	726,446	786,375	854,219
장기매출채권및기타비유동채권	10,653	11,248	12,520	13,327	14,220
투자자산	315,536	336,232	380,627	419,608	466,792
유형자산	195,480	207,399	221,680	234,879	247,077
무형자산	26,601	28,832	31,135	32,885	34,715
기타비유동자산	57,265	83,192	80,485	85,676	91,415
자산총계	1,094,800	1,215,378	1,339,506	1,469,793	1,608,590
유동부채	331,635	328,357	348,415	366,082	378,085
매입채무및기타유동채무	138,105	154,671	163,749	174,310	185,986
단기차입금	76,586	59,106	61,106	63,106	58,106
유동성장기차입금	85,501	87,920	90,920	93,920	96,920
유동유동부채	31,443	26,661	32,641	34,746	37,074
비유동부채	359,888	407,845	423,085	437,899	453,270
장기매입채무및비유동채무	10,389	9,540	11,626	12,375	13,204
사채및장기차입금	271,698	305,335	312,335	319,335	326,335
기타비유동부채	77,801	92,970	99,124	106,188	113,731
부채총계	691,523	736,202	771,500	803,980	831,355
자본금	14,890	14,890	14,890	14,890	14,890
주식발행초과금	33,213	33,213	33,213	33,213	33,213
이익잉여금	322,635	399,932	484,203	577,399	683,527
기타자본	392	-7,645	-7,645	-7,645	-7,645
지배주주지분자본총계	371,130	440,391	524,661	617,857	723,986
비지배주주지분자본총계	32,147	38,785	43,345	47,955	53,249
자본총계	403,277	479,176	568,006	665,812	777,234
순차입금	79,499	51,159	946	-47,760	-103,042
총차입금	433,786	452,360	464,360	476,360	481,360

**현금흐름표**

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동현금흐름	41,770	53,530	105,681	105,092	113,740
당기순이익	81,049	90,563	94,021	102,996	116,612
감가상각비	15,961	17,008	15,719	16,801	17,801
무형자산상각비	7,387	8,231	6,197	6,750	7,170
외환손익	976	-486	1,187	-400	-800
자산처분손익	701	316	-704	150	130
지분법손익	-22,726	-24,438	-27,902	-29,450	-36,020
영업활동자산부채 증감	-85,512	-82,983	13,500	2,957	3,269
기타	43,935	45,318	3,662	5,287	5,577
투자활동현금흐름	-71,086	-70,435	-76,013	-81,039	-85,993
투자자산의 처분	-35,803	-33,202	-40,920	-37,148	-41,055
유형자산의 취득	1,087	692	0	0	0
무형자산의 취득	-28,992	-30,000	-30,000	-30,000	-30,000
무형자산의 처분	-7,522	-7,967	-8,500	-8,500	-9,000
기타	143	42	3,407	-5,391	-5,939
재무활동현금흐름	30,564	24,039	12,964	13,874	7,353
단기차입금의 증가	-11,369	-18,736	2,000	2,000	-5,000
장기차입금의 증가	50,652	45,581	10,000	10,000	10,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-4,577	-5,234	-5,190	-5,190	-5,190
기타	-4,143	2,428	6,154	7,064	7,543
현금및현금성자산의순증가	161	5,274	42,633	37,926	35,099
기초현금및현금성자산	62,158	62,319	67,593	110,226	148,152
기말현금및현금성자산	62,319	67,593	110,226	148,152	183,251
Gross Cash Flow	127,282	136,513	92,181	102,135	110,471
Op Free Cash Flow	-36,390	-29,871	63,532	61,158	69,985

**투자지표**

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
주당지표(원)					
EPS	26,818	29,991	31,190	34,325	38,863
BPS	130,003	154,264	183,783	216,429	253,604
주당EBITDA	36,302	38,395	38,462	42,414	46,459
CFPS	36,569	40,564	40,611	44,328	49,595
DPS	1,750	1,900	1,900	1,900	1,900
주가배수(배)					
PER	7.9	7.3	7.9	7.2	6.4
PBR	1.6	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.0	5.6	6.0	5.0	4.2
PCFR	5.8	5.4	6.1	5.6	5.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	10.3	10.0	9.8	10.2	10.6
영업이익률(핵심)	10.3	10.0	9.8	10.2	10.6
EBITDA margin	13.3	13.0	12.3	12.7	13.1
순이익률	10.4	10.7	10.5	10.8	11.5
자기자본이익률(ROE)	22.1	20.5	18.0	16.7	16.2
투하자본이익률(ROIC)	34.4	34.0	32.9	34.8	36.5
안정성(%)					
부채비율	171.5	153.6	135.8	120.8	107.0
순차입금비율	19.7	10.7	0.2	-7.2	-13.3
이자보상배율(배)	15.7	19.8	22.6	22.1	23.0
활동성(배)					
매출채권회전율	11.3	11.1	11.1	11.3	11.4
재고자산회전율	13.3	13.0	13.6	14.4	14.5
매입채무회전율	5.9	5.8	5.6	5.6	5.6

**KIWOOM** 

ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

기아차 (000270)



BUY(Maintain)

주가(11/11) 62,900원

목표주가 85,000원

기아차는 2014년부터 저성장 우려에서 점차 회복되는 모습이 기대된다. 제한적이던 양적 성장이 조금이나마 회복되고, 신차의 수가 작지만 신규세그먼트의 해외투입을 통해 P상승 효과도 기대된다. 아직까지 환율에 대한 이익민감도가 높다는 점은 아쉽지만 2014년부터 다시 이익증가 국면으로 전환 될 것이고, 신공장 증설 발표에 대한 기대감도 높아질 것으로 보여 저평가국면에서 점차 벗어날 수 있을 것으로 판단된다.

Stock Data

KOSPI (11/11)	1,977.30pt		
시가총액	254,974억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	68,900원	49,000원	
최고/최저가 대비 등락	-8.71%	28.37%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-2.6%	-0.3%
	6M	20.7%	18.7%
	1Y	11.1%	7.0%

Company Data

발행주식수	405,363천주
일평균 거래량(3M)	1,319천주
외국인 지분율	36.87%
배당수익률(11.E)	1.03%
BP (11.E)	50,626원
주요 주주	현대자동차 33.9%
	국민연금공단 6.0%

Price Trend



한걸음 뒤에서 리더를 향해 전진

>>> 아직은 안정화가 필요한 시점

2013년은 기아차의 투자모멘텀이 어느 때보다 약해지는 한 해였다. 양적 성장이 제한되었고, 환율변동에 대한 이익민감도도 여전히 높았으며, 예상과 달리 안정화되지 않는 법인세율까지 기아차의 손익구조 안정화가 아직은 미흡한 모습이었다. 이러한 우려들로 연초에는 기아차의 역성장 가능성이 제기되었지만 타이트한 비용통제를 바탕으로 전년대비 이익증가가 소폭 나타날 것으로 추정된다.

>>> 전반적인 분위기 반전 예상

2014년 기아차의 양적, 질적 성장이 가능할 전망이다. 성장의 폭은 여전히 낮을 것으로 예상되지만 1) 중국을 제외하더라도 4.9%의 양적 성장이 나타날 것으로 기대되고, 2) 국내외 신차출시효과로 1.2%의 (환율영향 감안) ASP 상승효과가 예상되며, 3) 이로 인한 수익성 회복과 약 7%의 EPS 증가효과가 있을 것으로 추정된다. 2009년 이후 큰 폭의 성장이 다시 재현되긴 어려운 상황이지만 성장이 극도로 제한되던 2013년 대비 양적 성장에 대한 부담이 해소된다는 점을 감안한다면 전반적인 투자모멘텀은 회복되기에 충분해 보인다. 또한 신공장의 증설기간을 감안하면 2014년에 신공장 발표가능성도 높아 성장에 대한 기대감이 높아질 수 있다는 점도 긍정적이라고 판단된다. 기아차 주력모델의 신차사이클이 현대차와 1년의 시차를 두고 있기 때문에 2015년부터 기아차의 고성장 기대감도 다시 부각될 전망이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 85,000으로 상향

기아차에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 기존 75,000원에서 85,000원으로 상향한다. 목표주가 85,000원은 2014년 예상 EPS 기준 PER 8.2배 수준으로, 2013년 저성장국면에서 Target PER이 8배였던 점을 감안하면 부담스럽지 않은 수준이다. 또한 현대차와의 상대적 투자매력과 성장성을 감안하여 낮은 Target PER을 적용하였기 때문에 현대차와의 밸류에이션 격차를 감안하여 저가매수의 관점에서 접근이 필요하다고 판단된다.

## >>> 신차효과 (해외투입)와 판매믹스로 ASP 상승 기대

2014년 기아차에 대한 투자모멘텀은 신차출시와 신모델 해외투입에 따른 판매믹스 개선 여부에 따라 결정될 것으로 판단된다. 2014년 중국을 제외한 글로벌 양적 성장이 전년대비 양호한 모습을 보일 것으로 기대되고, 2014년 출시되는 다양한 신차 및 해외 시장 투입효과를 감안하면 ASP 상승을 통한 외형성장이 가능할 것으로 예상된다.

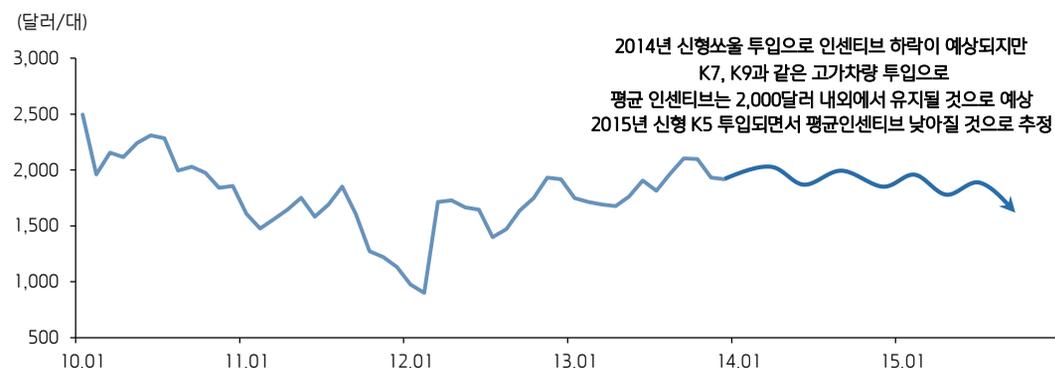
2014년 출시가 예상되는 신차는 신형 쏘울, 뉴 카니발, 뉴 쏘렌토 및 K9 (미국 수출), K7 (미국 수출) (상반기)로 신차의 수는 전년대비 많지 않지만 ASP와 판매믹스 측면에서 의미 있는 차종들이 출시된다. 쏘울과 쏘렌토를 제외하면 대부분의 차종들의 볼륨측면에서 기여하는 정도는 작지만 경쟁이 상대적으로 치열하지 않은 세그먼트의 차종들이기 때문에 신차출시에 따른 ASP 상승과 인센티브 축소 및 신규(대형) 세그먼트 투입에 따른 믹스 개선효과를 기대하기에 충분하다고 판단된다.

### 기아차 신차스케줄

	2013	2014
Domestic (Korea)	Carens(3월), K5 F/L(6월) Sportage F/L(7월) Soul(10월), K3 Diesel(4Q), K5, 7 HEV(4Q)	Carnival(1H), Soul EV(1H) Sorento(2H), Pride F/L(2H) Morning F/L(2H), K9 F/L(2H)
US	Sorento F/L(3월), K3(4월), K7(5월) Sportage F/L(3Q), Soul(11월), K5 F/L(4Q)	K9(1H) Carnival(2H), Sorento(2H)
Europe	Carens(3월) K5 F/L(4Q), Sportage F/L(4Q)	Carnival(2H), Sorento(2H)
China	Forte F/L (3Q), K5 F/L(4Q)	Sportage F/L(2H), K2 F/L(2H) D1 Seg. Passenger Car(2H)

자료: 기음증권

### 기아차 미국 인센티브 추이 및 추정



자료: 기음증권

2014년 기아차의 신차출시 및 판매믹스 개선효과로 약 3% 내외의 ASP상승 효과를 기대할 수 있을 것으로 추정된다. 국내시장의 경우 연식 변경에 따른 1~2%의 ASP상승효과가 기대되고, 연결매출의 30% 이상을 차지하는 미국시장에서는 3~4%의 믹스개선효과가 나타날 전망이다. 신형 쏘울이 미국시장에 출시되지만 K7, K9은 신규로 투입되는 세그먼트인 만큼 대형세그먼트의 판매비중 증가효과가 크게 나타날 것으로 추정된다. 다만 고가 모델이 신규로 투입되는 만큼 브랜드 인지도 상승을 우선으로 한 판매전략이 예상되고, 이 모델들에 대한 초기 인센티브도 지급될 것으로 예상되기 때문에 평균인센티브 하락효과는 제한적이되 ASP상승은 상대적으로 클 전망이다.

기아차 미국지역 판매믹스 개선효과 추정 (볼륨성장 5.3%, P상승 3.1%, 환율영향 배제)

구분	2013F				2014F			
	판매대수	추정 ASP	매출액 (0,000\$)	원화환산	판매대수	추정 ASP	매출액 (0,000\$)	원화환산
A+B+C	238,592	18,000	429,466	4,681	240,000	18,900	453,600	4,944
D	165,408	24,000	396,979	4,327	180,000	24,000	432,000	4,709
E	16,000	35,000	56,000	610	20,000	40,000	80,000	872
RV	150,000	26,000	390,000	4,251	160,000	26,000	416,000	4,534
합계	570,000	22,324	1,272,445	13,870	600,000	23,027	1,381,600	15,059

자료: 키움증권

>>> 양적 성장에 대한 아쉬움이 소폭 해소되는 시점

2013년 들어서면서 기아차의 양적 성장 모멘텀이 크게 축소되는 모습이다. 2013년에도 기아차 글로벌 판매는 사업계획을 초과 달성할 것으로 예상되지만 전년대비 증가폭은 3.0% (중국제외 시 1.4%)에 불과할 것으로 추정된다. 이는 2009년 이후 큰 폭의 성장을 보였던 시점과 대조적인 모습으로 투자자의 입장에서 투자 매력을 느끼기엔 어려운 상황이다.

하지만 기아차의 2014년 글로벌 판매증가는 전년보다 양호한 모습을 보일 전망이며, 전년대비 7.5% 증가한 301만대를 기록할 것으로 추정된다. 중국3공장 증가효과가 상대적으로 크지만 중국을 제외하더라도 광주공장 UPH 상승 효과와 국내공장 주간연속2교대 안정화 효과로 국내법인의 판매증가가 양호할 것으로 예상된다. 결과적으로 중국을 제외한 글로벌 판매는 전년대비 4.8% 증가한 238만대를 기록할 전망이다. 사업계획은 보수적으로 수립될 전망이지만 사업계획초과 달성을 감안하면 무리한 수준은 아니라고 판단된다. 2013년 판매증가가 크게 둔화되면서 기아차에 대한 투자심리도 크게 악화되었지만 볼륨증가에 대한 갈증이 소폭이나마 해소되기 때문에 신차출시 및 믹스개선효과와 더불어 성장에 대한 우려를 해소시켜줄 것으로 판단된다.

기아차 글로벌 생산판매 추이 및 전망 (단위: 대)

지역	2008	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	YoY
내수	316,432	411,960	483,412	491,844	480,867	460,000	500,000	8.7%
수출	741,124	730,706	916,881	1,089,326	1,107,941	1,110,000	1,180,000	6.3%
국내공장	1,057,556	1,142,666	1,400,293	1,581,170	1,588,808	1,570,000	1,680,000	7.0%
중국 (DYK)	142,008	241,386	333,028	432,518	480,566	530,000	630,000	18.9%
슬로바키아 (KMS)	200,828	150,182	229,505	252,200	292,000	320,000	320,000	0.0%
조지아 (KMMG)	0	0	167,122	272,305	358,197	380,000	380,000	0.0%
해외공장	342,836	391,568	729,655	957,023	1,130,763	1,230,000	1,330,000	8.1%
Global Total	1,400,392	1,534,234	2,129,948	2,538,193	2,719,571	2,800,000	3,010,000	7.5%
중국 제외 총 판매	1,258,384	1,292,848	1,796,920	2,105,675	2,239,005	2,270,000	2,380,000	4.8%
Global YoY	2.9%	9.6%	38.8%	19.2%	7.1%	3.0%	7.5%	-
중국제외 YoY	-0.1%	2.7%	39.0%	17.2%	6.3%	1.4%	4.8%	-

자료: 기아차, 키움증권

기아차 분기실적 추이 및 2014년 수익추정 (단위: 십억원)

	13.1Q	13.2Q	13.3Q	13.4Q(F)	2012	2013F	2014F	YoY
매출액	11,085	13,113	11,634	12,541	47,243	48,372	50,828	5.1%
매출원가	8,740	10,123	9,277	9,669	36,536	37,809	39,483	4.4%
% of Saels	78.8%	77.2%	79.7%	77.1%	77.3%	78.2%	77.7%	-0.5%p
매출총이익	2,345	2,990	2,357	2,872	10,707	10,564	11,345	7.4%
% of Saels	21.2%	22.8%	20.3%	22.9%	22.7%	21.8%	22.3%	0.5%p
판매비	1,641	1,863	1,661	1,856	7,185	7,021	7,510	7.0%
% of Saels	14.8%	14.2%	14.3%	14.8%	15.2%	14.5%	14.8%	0.3%p
영업이익	704	1,126	696	1,016	3,522	3,543	3,834	8.2%
% of Saels	6.4%	8.6%	6.0%	8.1%	7.5%	7.3%	7.5%	0.2%p
세전이익	971	1,469	1,226	1,451	5,164	5,116	5,468	6.9%
% of Saels	8.8%	11.2%	10.5%	11.6%	10.9%	10.6%	10.8%	0.2%p
당기순이익	784	1,181	903	1,069	3,865	3,937	4,211	6.9%
% of Saels	7.1%	9.0%	7.8%	8.5%	8.2%	8.1%	8.3%	0.1%p

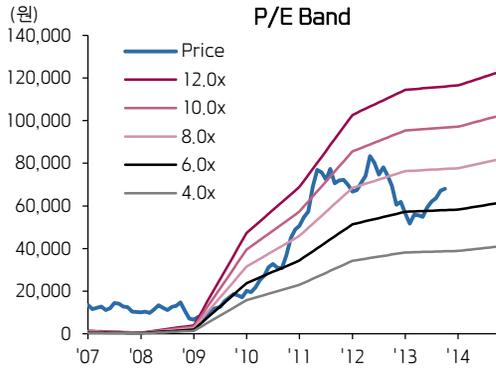
자료: 기아차, 키움증권

## >>> 투자의견 BUY, 목표주가 85,000으로 상향

기아차에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 기존 75,000원에서 85,000원으로 상향한다. 목표주가를 상향하는 이유는, 1) 2014년 글로벌 판매가 중국을 제외하더라도 4.8% 증가할 것으로 예상되고, 원화강세가 ASP 상승효과를 상쇄시키더라도 5.1%의 외형성장이 예상되며, 2) 신차출시 및 미국지역 판매믹스 개선으로 전반적인 수익성이 회복되는 모습을 보일 전망이고, 3) 이로 인해 전년대비 6.9%의 이익증가가 나타날 것이기 때문이다.

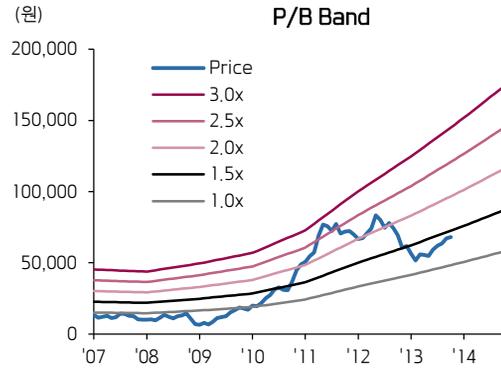
2015년 볼륨모델의 신차출시와 중국법인의 이익기여 확대를 감안하면 이익의 방향성도 긍정적이라고 판단된다. 2014년 성장모멘텀이 현대차대비 다소 약하지만 주가 및 밸류에이션의 방향성이 현대차와 동행할 가능성이 높아 보인다. 목표주가 85,000원은 2014년 예상 EPS 기준 PER 8.2배 수준으로, 2013년 저성장국면에서 Target PER이 8배였던점을 감안하면 부담스럽지 않은 수준이다. 현대차와의 밸류에이션 격차를 감안하여 저가매수의 관점에서 접근이 필요하다고 판단된다.

PER Band



자료: 카움증권

P/B Band



자료: 카움증권

**손익계산서**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	431,909	472,429	483,723	508,282	529,733
매출원가	331,390	365,360	378,087	394,835	407,283
매출총이익	100,520	107,069	105,636	113,447	122,450
판매비및일반관리비	65,529	71,847	70,209	75,104	79,852
영업이익(보고)	34,991	35,223	35,426	38,343	42,598
영업이익(핵심)	34,991	35,223	35,426	38,343	42,598
영업외손익	12,226	16,418	15,738	16,340	19,079
이자수익	1,137	1,690	1,646	1,730	1,809
배당금수익	0	0	1	0	0
외환이익	2,509	3,956	3,784	3,790	3,790
이자비용	1,925	1,568	1,169	1,170	1,170
외환손실	3,907	2,756	3,324	3,330	3,330
관계기업지분법손익	0	0	8,020	15,050	17,990
투자및기타자산처분손익	-338	-167	-135	50	150
금융상품평가및기타금융이익	-30	644	159	550	550
기타	14,780	14,618	6,757	-330	-710
법인세차감전이익	47,217	51,641	51,164	54,683	61,676
법인세비용	12,024	12,994	11,793	12,577	14,186
유효법인세율 (%)	25.5%	25.2%	23.0%	23.0%	23.0%
당기순이익	35,192	38,647	39,371	42,106	47,491
지배주주지분순이익(억원)	34,156	38,647	39,371	42,106	47,491
EBITDA	44,899	45,861	44,985	48,536	53,434
현금순이익(Cash Earnings)	45,100	49,285	48,930	52,299	58,327
수정당기순이익	35,467	38,290	39,353	41,656	46,973
증감율(% YoY)					
매출액	20.6	9.4	2.4	5.1	4.2
영업이익(보고)	40.5	0.7	0.6	8.2	11.1
영업이익(핵심)	47.7	0.7	0.6	8.2	11.1
EBITDA	36.1	2.1	-1.9	7.9	10.1
지배주주지분 당기순이익	27.3	13.1	1.9	6.9	12.8
EPS	25.3	11.5	1.8	6.9	12.8
수정순이익	30.5	8.0	2.8	5.9	12.8

**대차대조표**

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	110,752	111,394	135,950	161,126	187,781
현금및현금성자산	23,042	19,033	36,248	56,362	78,595
유동금융자산	16,347	24,122	24,699	25,953	27,048
매출채권및유동채권	28,323	26,008	26,629	27,981	29,162
재고자산	43,029	42,230	48,372	50,828	52,973
기타유동비금융자산	12	2	2	2	2
비유동자산	191,800	212,589	229,249	253,492	280,393
장기매출채권및기타비유동채권	2,833	2,801	2,867	3,013	3,140
투자자산	81,331	96,100	103,722	118,848	136,802
유형자산	91,844	97,212	106,231	115,102	123,836
무형자산	15,173	15,240	15,163	15,199	15,229
기타비유동자산	619	1,236	1,266	1,330	1,386
자산총계	302,552	323,983	365,200	414,618	468,174
유동부채	114,219	100,002	104,057	110,525	115,928
매입채무및기타유동채무	75,530	79,187	81,080	85,196	88,792
단기차입금	15,884	11,098	13,098	15,098	16,598
유동성장기차입금	15,157	2,951	2,951	2,951	2,951
기타유동부채	7,649	6,766	6,928	7,280	7,587
비유동부채	53,235	55,500	55,923	59,400	62,694
장기매입채무및비유동채무	1,496	1,498	1,533	1,611	1,679
사채및장기차입금	25,032	24,711	26,711	28,711	30,711
기타비유동부채	26,708	29,291	27,678	29,077	30,304
부채총계	167,455	155,503	159,980	169,925	178,622
자본금	21,325	21,393	21,393	21,393	21,393
주식발행초과금	15,580	15,607	15,607	15,607	15,607
이익잉여금	92,247	126,630	163,369	202,843	247,701
기타자본	5,946	4,851	4,851	4,851	4,851
지배주주지분자본총계	135,097	168,481	205,220	244,693	289,552
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	135,097	168,481	205,220	244,693	289,552
순차입금	16,685	-4,395	-18,186	-35,554	-55,383
총차입금	56,073	38,761	42,761	46,761	50,261

**현금흐름표**

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동현금흐름	47,452	43,454	37,304	38,790	41,704
당기순이익	35,192	38,647	39,371	42,106	47,491
감가상각비	6,956	7,521	6,981	7,629	8,266
무형자산상각비	2,952	3,117	2,577	2,564	2,570
외환손익	623	-950	-459	-460	-460
자산처분손익	1,952	517	135	-50	-150
지분법손익	0	0	-8,020	-15,050	-17,990
영업활동자산부채 증감	-9,228	-8,202	-4,741	593	518
기타	9,005	2,803	1,459	1,459	1,460
투자활동현금흐름	-26,305	-28,426	-19,843	-21,443	-21,565
투자자산의 처분	-8,531	-10,728	-1,179	-2,329	-2,059
유형자산의 처분	1,209	1,221	0	0	0
유형자산의 취득	-14,338	-15,746	-16,000	-16,500	-17,000
무형자산의 처분	-4,347	-3,239	-2,500	-2,600	-2,600
기타	-298	67	-164	-14	94
재무활동현금흐름	-14,410	-18,101	-246	2,767	2,094
단기차입금의 증가	0	0	2,000	2,000	1,500
장기차입금의 증가	-8,939	-15,785	2,000	2,000	2,000
자본의 증가	421	94	0	0	0
배당금지급	-1,987	-2,422	-2,632	-2,632	-2,632
기타	-3,904	12	-1,613	1,399	1,227
현금및현금성자산의순증가	6,883	-4,009	17,215	20,114	22,233
기초현금및현금성자산	16,159	23,042	19,033	36,248	56,362
기말현금및현금성자산	23,042	19,033	36,248	56,362	78,595
Gross Cash Flow	56,680	51,656	42,045	38,198	41,187
Op Free Cash Flow	8,075	9,811	13,171	20,442	23,276

**투자지표**

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
주당지표(원)					
EPS	8,556	9,537	9,713	10,387	11,716
BPS	33,441	41,563	50,626	60,364	71,430
주당EBITDA	11,247	11,318	11,097	11,973	13,182
CFFPS	11,297	12,163	12,071	12,902	14,389
DPS	600	650	650	650	650
주가배수(배)					
PER	7.8	5.9	6.5	6.1	5.4
PBR	2.0	1.4	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.6	4.9	5.3	4.5	3.7
PCFR	5.9	4.6	5.2	4.9	4.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	8.1	7.5	7.3	7.5	8.0
영업이익률(핵심)	8.1	7.5	7.3	7.5	8.0
EBITDA margin	10.4	9.7	9.3	9.5	10.1
순이익률	8.1	8.2	8.1	8.3	9.0
자기자본이익률(ROE)	29.6	25.5	21.1	18.7	17.8
투하자본이익률(ROIC)	28.3	27.5	26.2	25.3	25.9
안정성(%)					
부채비율	124.0	92.3	78.0	69.4	61.7
순차입금비율	12.4	-2.6	-8.9	-14.5	-19.1
이자보상배율(배)	18.2	22.5	30.3	32.8	36.4
활동성(배)					
매출채권회전율	14.2	17.4	18.4	18.6	18.5
재고자산회전율	11.0	11.1	10.7	10.2	10.2
매입채무회전율	5.8	6.1	6.0	6.1	6.1

현대모비스 (012330)



### BUY(Maintain)

주가(11/11) 308,000원

목표주가 380,000원

2013년은 대형부품주의 대표주인 현대모비스에게 아쉬운 한 해가 될 것으로 예상된다. 외형성장에도 불구하고 실적 변동성 확대로 인해 전년대비 순익 감소가 불가피할 것으로 추정되기 때문이다. 2014년 새로운 신차사이클을 앞두고 전반적인 분위기는 긍정적인 것으로 기대되고, 완성차와의 주가 병행성은 동행할 것으로 예상된다. 현대모비스의 프리미엄 요소와 손익구조 안정화가 분기실적을 통해 확인 된다면 주가의 상승 탄력은 매력적일 것으로 판단된다.

#### Stock Data

KOSPI (11/11)	1,977.30pt		
시가총액	299,867억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	315,500원	246,000원	
최고/최저가 대비 등락	-2.38%	25.20%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	6.8%	9.3%
	6M	20.8%	18.8%
	1Y	15.8%	11.5%

#### Company Data

발행주식수	97,369천주	
일평균 거래량(3M)	210천주	
외국인 지분율	49.81%	
배당수익률(11.E)	0.62%	
BP (11.E)	207,618원	
주요 주주	기아자동차	16.9%
	국민연금공단	7.2%

#### Price Trend



## 고비를 넘어 안정화단계 진입

### >>> 2013년 이익감소 불가피 할 듯

2013년은 현대모비스에겐 아쉬운 한 해였다. 완성차업체의 양적 성장이 과거대비 크게 둔화되었고, 해외 현지 통화의 변동성 확대, A/S 사업부문의 수익성 하락, 금융사업부문의 적자 지속 등 외형성장에도 불구하고 수익성 악화에 따른 부진한 실적을 기록할 것으로 추정된다. 4분기 외형성장 및 수익성 개선이 가능할 것으로 기대되지만 전년대비 순익 감소가 불가피할 것으로 예상된다. 뿐만 아니라 완성차대비 프리미엄 요소들이 점차 소멸되면서 주가의 박스권 등락도 지속되는 모습이다.

### >>> 동반성장 지속, 손익구조 안정화

2014년은 전년도 실적부진에 따른 기저효과와 완성차업체의 새로운 신차사이클 시작으로 외형성장과 수익성 개선이 가능할 전망이다. 금융사업부문의 적자폭 축소와 핵심부품의 매출비중 증가로 전반적인 손익구조 개선이 기대된다. 다만 현대모비스의 프리미엄 요소인 상대적으로 높은 수익성, 고성장이 부각되지 못하고 있다는 점은 다소 아쉬운 부분이다. 그렇다 하더라도 완성차와의 동반 성장이 2014년에도 지속될 전망이고, 손익구조 안정화가 확인될 경우 현대모비스에 대한 중장기 전망 역시 긍정적일 것으로 판단된다.

### >>> 투자의견 BUY,

### 목표주가 380,000원으로 상향

현대모비스에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 2014년 수익예상을 반영하여 목표주가는 380,000원으로 상향 조정한다. 2013년 실적부진에 따른 기저효과로 현대모비스의 2014년 EPS 증가율은 17.2%에 달할 것으로 추정된다. 하지만 완성차대비 밸류에이션 차별화를 적용하기 어려운 시점으로 2014년 예상실적 기준 Target PER 9배(현대차와 동일)를 적용하여 목표주가를 산정하였다. 현대차그룹의 새로운 신차사이클이 시작되는 시점에서 현대모비스에 대한 전망이 다소 보수적 일수도 있다. 하지만 외부요인에 의한 실적 변동성 확대, 신규사업 등 손익구조가 안정화되지 않은 상황이기 때문에 이 부분에 대한 확인이 필요하다고 판단된다.

## >>> 구조적 변화는 없지만 안정적 성장 기대

2014년에도 현대, 기아차의 양적 성장에 힘입어 현대모비스의 안정적 성장이 예상된다. 하지만 큰 폭의 질적 개선을 기대하기엔 조금 더 시간이 필요할 것으로 판단된다. 2014년 현대모비스는 현대, 기아차의 생산량 증가효과로 모듈부문의 견조한 성장이 예상되고, A/S 사업부문의 안정적인 외형성장과 20% 초반의 수익성이 유지될 전망이며, 금융사업부문은 사업확대를 통한 인프라 구축이 2014년에도 지속되며 적자폭을 축소시켜 나갈 것으로 기대된다.

### 모듈부문의 성장 지속, 핵심부품 비중확대도 기대

2014년 현대, 기아차는 중국성장에 필두로 전년대비 양호한 볼륨 증가를 계획 중이다. 따라서 현대모비스 모듈부문의 동반성장이 가능할 것으로 예상된다. 또한 신형쏘나타와 같은 신차출시 효과로 핵심부품의 매출비중이 다시 상승반전 될 것으로 판단된다. 또한 현대, 기아차의 성장이 중국의 고성장을 기반으로 하기 때문에 고마진 중국사업의 매출 증가도 현대모비스의 질적 개선에 긍정적으로 작용할 전망이다.

현대차 글로벌 생산판매 추이 및 전망 (단위: 대)

지역	2008	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	YoY
내수	570,962	702,646	659,565	657,972	662,627	630,000	660,000	4.8%
수출	1,099,219	911,237	1,067,158	1,201,512	1,239,129	1,200,000	1,240,000	3.3%
국내공장	1,670,181	1,613,883	1,726,723	1,859,484	1,901,756	1,830,000	1,900,000	3.8%
미국 (HMMA)	237,102	194,723	299,603	338,535	361,167	400,000	400,000	0.0%
중국 (BHMC)	294,506	570,309	703,008	739,800	855,955	1,060,000	1,200,000	13.2%
인도 (HMI)	489,494	559,870	603,822	616,043	641,281	610,000	640,000	4.9%
터키 (HAOS)	95,582	79,954	91,662	99,734	85,878	95,000	150,000	57.9%
체코 (HMMC)	11,004	116,200	200,010	251,526	303,013	310,000	310,000	0.0%
러시아 (HMMR)	0	0	86	138,010	224,598	225,000	240,000	6.7%
브라질 (HMMB)	0	0	0	0	27,173	170,000	200,000	17.6%
해외공장	1,127,688	1,521,056	1,898,191	2,183,648	2,499,105	2,870,000	3,140,000	9.4%
Global Total	2,797,869	3,134,939	3,624,914	4,043,132	4,400,861	4,700,000	5,040,000	7.2%
중국 제외 총 판매	2,503,363	2,564,630	2,921,906	3,303,332	3,544,906	3,640,000	3,840,000	5.5%
Global YoY	6.6%	12.0%	15.6%	11.5%	8.8%	6.8%	7.2%	-
중국제외 YoY	4.7%	2.4%	13.9%	13.1%	7.3%	2.7%	5.5%	-

자료: 현대차, 기움증권

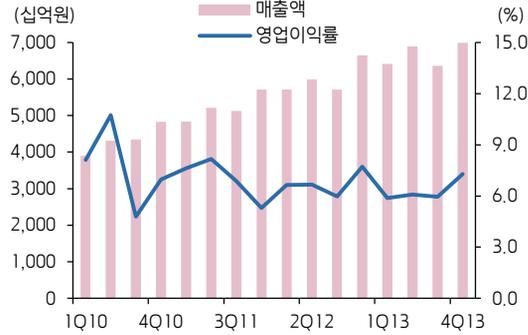
기아차 글로벌 생산판매 추이 및 전망 (단위: 대)

지역	2008	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	YoY
내수	316,432	411,960	483,412	491,844	480,867	460,000	500,000	8.7%
수출	741,124	730,706	916,881	1,089,326	1,107,941	1,110,000	1,180,000	6.3%
국내공장	1,057,556	1,142,666	1,400,293	1,581,170	1,588,808	1,570,000	1,680,000	7.0%
중국 (DYK)	142,008	241,386	333,028	432,518	480,566	530,000	630,000	18.9%
슬로바키아 (KMS)	200,828	150,182	229,505	252,200	292,000	320,000	320,000	0.0%
조지아 (KMMG)	0	0	167,122	272,305	358,197	380,000	380,000	0.0%
해외공장	342,836	391,568	729,655	957,023	1,130,763	1,230,000	1,330,000	8.1%
Global Total	1,400,392	1,534,234	2,129,948	2,538,193	2,719,571	2,800,000	3,010,000	7.5%
중국 제외 총 판매	1,258,384	1,292,848	1,796,920	2,105,675	2,239,005	2,270,000	2,380,000	4.8%
Global YoY	2.9%	9.6%	38.8%	19.2%	7.1%	3.0%	7.5%	-
중국제외 YoY	-0.1%	2.7%	39.0%	17.2%	6.3%	1.4%	4.8%	-

자료: 기아차, 기움증권

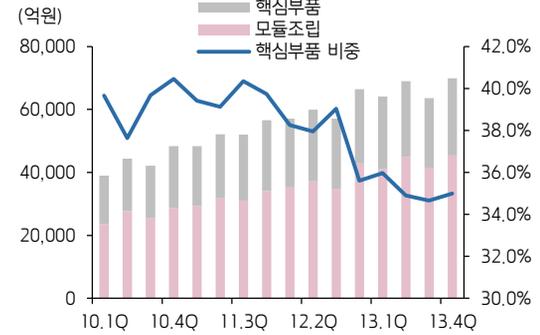
2014년 현대, 기아차는 중국성장을 필두로 전년대비 양호한 볼륨 증가를 계획 중이다. 따라서 현대모비스 모듈부문의 동반성장이 가능할 것으로 예상된다. 또한 신형쏘나타와 같은 신차출시 효과로 핵심 부품의 매출비중이 다시 상승반전 될 것으로 판단된다. 또한 현대, 기아차의 성장이 중국의 고성장을 기반으로 하기 때문에 고마진 중국사업의 매출 증가도 현대모비스의 실적 개선에 긍정적으로 작용할 전망이다.

모듈사업부문 실적 추이 및 추정



자료: 키움증권

핵심부품 비중 추이 및 추정



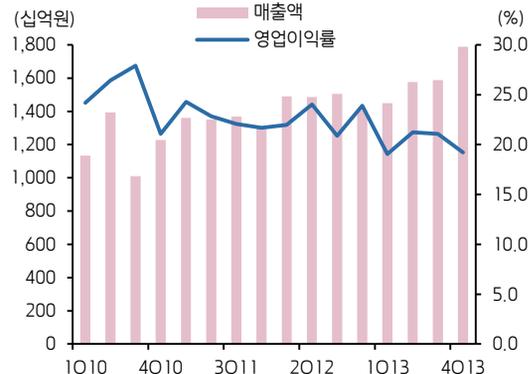
자료: 키움증권

A/S 사업부문의 성장세는 지속되지만 수익성 개선은 제한적일 전망

현대, 기아차의 글로벌 판매증가가 수년간 지속 되어온 만큼 현대모비스의 A/S 사업부문의 외형성장도 양호한 증가세를 보여왔다. 하지만 2013년은 현대, 기아차의 판매증가율이 상대적으로 낮았던 시점으로 국내외 UIO 증가 역시 잠시 정체되는 모습을 보일 것으로 판단된다. 따라서 2014년 현대모비스 A/S 사업부문의 외형성장은 다소 둔화될 가능성이 높아 보인다.

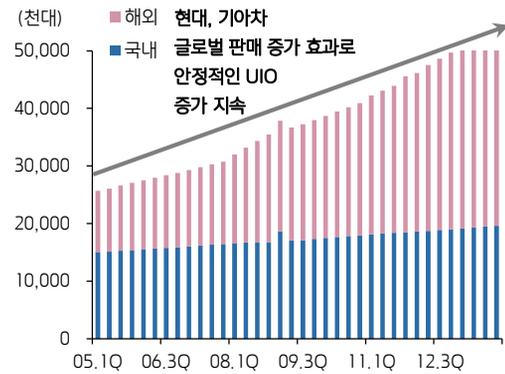
2014년에도 A/S 사업부문의 수익성 개선을 기대하긴 어려울 것으로 판단된다. 유럽지역에서 전반적인 손익개선이 나타나고 있는 것으로 파악되고 있지만 상대적으로 수익성이 높은 국내시장의 성장 정체와 경쟁심화, 국내외 Gray Market의 시장장악력으로 인해 순정품 시장의 성장이 정체를 보이기 때문이다. 또한 현대, 기아차의 제값 받기 전략이 여전히 진행 중이기 때문에 Ownership Cost 축소 노력이 지속 되는 한 현대모비스 A/S 사업부문의 수익성 개선은 제한적일 것으로 추정된다.

A/S사업부문 실적 추이 및 추정



자료: 키움증권

글로벌 UIO 추이



자료: 키움증권

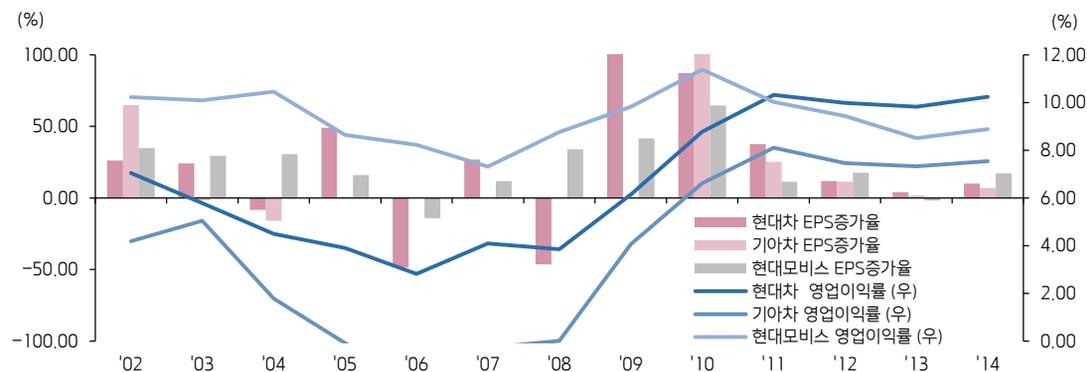
### 금융사업부문의 불확실성은 여전히 부정적 요인

현대모비스는 2012년 초 녹십자생명 인수를 통해 금융사업까지 사업영역을 확대하였다. 하지만 인수 이후 초기 사업 안정화와 인프라 확대를 위한 비용 증가로 영업적자는 여전히 지속되고 있다. 2013년 초만해도 사측은 2013년 하반기부터 금융사업부문의 BEP 달성을 기대했던 것으로 보이지만 2013년 4분기까지 영업적자는 지속될 것으로 예상된다. 2014년에도 금융사업부문의 흑자, 또는 BEP 달성을 기대하기 보다는 적자폭 축소의 관점에서 보수적 추정이 유효하다고 판단된다. 타 사업부문대비 이익기여가 낮은 사업부문이기 때문에 실질적인 영향은 크지 않겠지만 수익성 개선 측면에서 부정적 영향은 부정할 수 없을 것으로 보인다.

### >>> 프리미엄 소멸에 따른 Valuation 하향 필요

현대모비스는 고성장 및 높은 수익성을 근거로 완성차대비 프리미엄을 받아왔다. 하지만 현대, 기아차와의 동반성장 모멘텀을 제외하고는 완성차대비 상대적 프리미엄 근거가 부족하다는 생각이다. 프리미엄 소멸의 근거는, 1) A/S 사업부문이 20%를 상회하는 수익성을 유지하고 있지만 수년 동안 수익성 하락이 지속되고 있고, 2) 고마진 핵심부품의 매출비중 역시 시장의 기대만큼 확대되지 못하고 있으며, 3) 완성차대비 양호한 외형성장에도 불구하고 계속되는 영업이익률 하락으로 수익성 레벨과 실적 모멘텀 역시 차별화되지 못하고 있기 때문이다. 물론 2013년 역성장에 따른 기저효과로 2014년 EPS 성장률이 상대적으로 크고, 새로운 신차 사이클이 시작되면서 핵심부품 매출비중 확대와 중국의 고성장, 금융사업부문 흑자전환 등 중장기적 관점에서 프리미엄 회복을 기대할 수 있지만 완성차 역시 두 자릿수 이익증가가 기대되는 상황에서 현대모비스의 차별성을 기대하긴 어렵다고 판단된다.

현대차, 기아차, 현대모비스 영업이익률 및 EPS 증감률 추이



자료: 키움증권

## >>> 투자의견 BUY, 목표주가 380,000원으로 상향

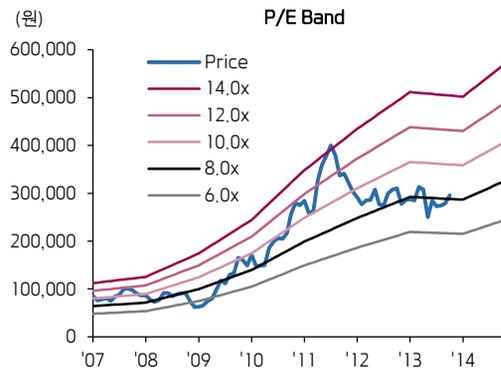
현대모비스에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 2014년 수익예상을 반영하여 목표주가는 380,000원으로 상향 조정한다. 2013년 실적이 전년 대비 감익될 것으로 보여 이로 인한 기저효과로 현대모비스의 2014년 EPS 증가율은 17.2%에 달할 것으로 추정된다. 하지만 완성차 대비 밸류에이션 차별화를 적용하기 어려운 시점으로 2014년 예상 실적 기준 Target PER 9배 (현대차와 동일)를 적용하여 목표주가를 산정하였다. 현대차그룹의 새로운 신차사이클이 시작되는 시점에서 현대모비스에 대한 전망이 다소 보수적 일수도 있다. 하지만 외부요인에 의한 실적 변동성 확대, 신규사업 등 손익구조가 안정화되지 않은 상황이기 때문에 이 부분에 대한 확인이 필요하다고 판단된다. 단 2014년 현대모비스의 프리미엄요인들이 정상화되는 모습이 확인된다면 주가의 상승 탄력은 매력적일 것으로 기대된다.

현대모비스 분기실적 추이 및 2014년 수익추정 (단위: 십억원)

	13.1Q	13.2Q	13.3Q	13.4Q(F)	2012	2013F	2014F	YoY
매출액	8,110	8,708	8,182	9,026	30,789	34,026	36,907	8.5%
매출원가	7,042	7,492	7,018	7,717	26,245	29,269	31,580	7.9%
% of Saels	86.8%	86.0%	85.8%	85.5%	85.2%	86.0%	85.6%	-0.5%p
매출총이익	1,068	1,216	1,164	1,309	4,544	4,756	5,327	12.0%
% of Saels	13.2%	14.0%	14.2%	14.5%	14.8%	14.0%	14.4%	0.5%p
판매비	433	483	478	469	1,638	1,863	2,045	9.8%
% of Saels	5.3%	5.5%	5.8%	5.2%	5.3%	5.5%	5.5%	0.1%p
영업이익	634	733	686	839	2,906	2,893	3,281	13.4%
% of Saels	7.8%	8.4%	8.4%	9.3%	9.4%	8.5%	8.9%	0.4%p
세전이익	1,034	1,185	1,098	1,305	4,607	4,623	5,380	16.4%
% of Saels	12.8%	13.6%	13.4%	14.5%	15.0%	13.6%	14.6%	1.0%p
당기순이익	777	894	821	976	3,542	3,467	4,062	17.2%
% of Saels	9.6%	10.3%	10.0%	10.8%	11.5%	10.2%	11.0%	0.8%p
지배주주순이익	782	899	828	982	3,559	3,491	4,090	17.2%
% of Saels	9.6%	10.3%	10.1%	10.9%	11.6%	10.3%	11.1%	0.8%p

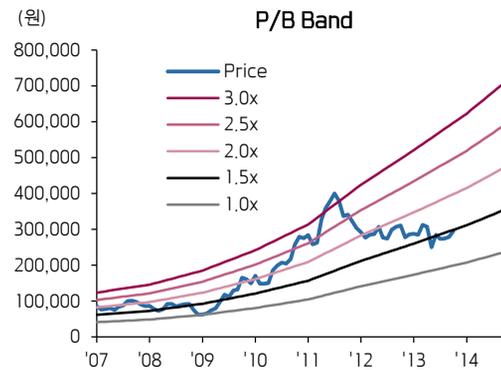
자료: 현대모비스, 키움증권

### PER Band



자료: 키움증권

### PBR Band



자료: 키움증권

### 손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	262,946	307,890	340,255	369,071	408,068
매출원가	222,568	262,448	292,691	315,805	347,218
매출총이익	40,377	45,442	47,564	53,266	60,851
판매비및일반관리비	14,005	16,378	18,633	20,453	22,427
영업이익(보고)	26,373	29,064	28,931	32,813	38,424
영업이익(핵심)	26,373	29,064	28,931	32,813	38,424
영업외손익	14,257	17,009	17,299	20,985	23,405
이자수익	891	1,171	1,467	1,531	1,681
배당금수익	3	11	9	9	10
외환이익	3,668	2,947	3,596	3,133	3,173
이자비용	656	483	362	363	363
외환손실	4,016	2,933	3,851	2,964	2,980
관계기업자본손익	0	0	8,419	19,226	21,464
투자및기타자산처분손익	-30	-45	-42	-12	-10
금융상품평가및기타금융이익	17	297	379	520	520
기타	14,381	16,044	7,684	-95	-90
법인세차감전이익	40,630	46,073	46,229	53,797	61,829
법인세비용	10,361	10,653	11,560	13,180	15,148
유효법인세율 (%)	25.5%	23.1%	25.0%	24.5%	24.5%
당기순이익	30,268	35,420	34,669	40,617	46,681
지배주주지분순이익(억원)	30,230	35,585	34,913	40,901	47,007
EBITDA	29,903	33,648	32,980	37,286	43,338
현금순이익(Cash Earnings)	33,798	40,004	38,718	45,091	51,595
수정당기순이익	30,279	35,227	34,414	40,236	46,296
증감율(% YoY)					
매출액	18.7	17.1	10.5	8.5	10.6
영업이익(보고)	5.2	10.2	-0.5	13.4	17.1
영업이익(핵심)	4.7	10.2	-0.5	13.4	17.1
EBITDA	4.8	12.5	-2.0	13.1	16.2
지배주주지분 당기순이익	11.4	17.7	-1.9	17.2	14.9
EPS	11.4	17.7	-1.9	17.2	14.9
수정순이익	11.2	16.3	-2.3	16.9	15.1

### 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동현금흐름	21,594	31,278	30,504	25,838	29,422
당기순이익	30,268	35,420	34,669	40,617	46,681
감가상각비	2,968	3,502	3,201	3,700	4,200
무형자산상각비	562	1,082	848	773	714
외환손익	221	-117	255	-169	-193
자산처분손익	54	231	42	12	10
지분법손익	0	0	-8,419	-19,226	-21,464
영업활동자산부채 증감	-5,758	-3,723	-1,725	-1,929	-2,611
기타	-6,721	-5,117	1,634	2,060	2,084
투자활동현금흐름	-28,521	-20,248	-27,606	-27,412	-29,818
투자자산의 처분	-21,297	-13,041	-18,039	-17,376	-19,276
유형자산의 처분	259	96	0	0	0
유형자산의 취득	-7,161	-8,584	-9,000	-9,500	-10,000
무형자산의 처분	-309	-873	-500	-500	-500
기타	-13	2,155	-68	-35	-41
재무활동현금흐름	2,786	-2,992	4,084	3,980	5,582
단기차입금의 증가	3,279	-7,073	0	0	0
장기차입금의 증가	953	5,434	1,000	1,000	1,000
자본의 증가	0	399	0	0	0
배당금지급	-1,446	-1,702	-1,816	-1,816	-1,816
기타	0	-50	4,900	4,795	6,397
현금및현금성자산의순증가	-3,889	7,370	6,981	2,406	5,186
기초현금및현금성자산	24,481	20,592	27,962	34,943	37,349
기말현금및현금성자산	20,592	27,962	34,943	37,349	42,535
Gross Cash Flow	27,352	35,001	32,229	27,767	32,032
Op Free Cash Flow	9,950	13,748	14,753	17,154	20,814

### 대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	100,635	137,934	157,644	170,441	189,690
현금및현금성자산	20,592	27,962	34,943	37,349	42,535
유동금융자산	12,691	36,587	41,999	45,556	50,370
매출채권및유동채권	48,983	53,782	59,435	64,469	71,281
재고자산	18,370	19,684	21,266	23,067	25,504
기타유동비금융자산	0	-81	0	0	0
비유동자산	125,121	160,956	187,216	224,035	263,841
장기매출채권및기타비유동채권	576	1,215	1,343	1,457	1,611
투자자산	82,513	113,384	132,541	163,696	197,731
유형자산	33,194	37,139	42,938	48,738	54,538
무형자산	8,610	10,469	10,120	9,847	9,633
기타비유동자산	229	-1,250	274	297	329
자산총계	225,756	300,470	344,860	394,476	453,531
유동부채	70,265	71,947	77,569	82,576	89,351
매입채무및기타유동채무	41,926	47,423	52,408	56,846	62,853
단기차입금	21,366	16,591	16,591	16,591	16,591
유동성장기차입금	3,164	1,865	1,865	1,865	1,865
기타유동부채	3,809	6,067	6,705	7,273	8,041
비유동부채	17,545	58,126	64,040	69,848	77,263
장기매입채무및비유동채무	7	139	153	166	184
사채및장기차입금	3,316	7,294	8,294	9,294	10,294
기타비유동부채	14,223	50,694	55,593	60,389	66,786
부채총계	87,811	130,073	141,610	152,424	166,614
자본금	4,911	4,911	4,911	4,911	4,911
주식발행초과금	12,833	12,833	12,833	12,833	12,833
이익잉여금	123,123	156,271	189,383	228,478	273,676
기타자본	-3,123	-4,971	-4,971	-4,971	-4,971
지배주주지분자본총계	137,743	169,044	202,156	241,251	286,449
비지배주주지분자본총계	202	1,353	1,095	801	468
자본총계	137,946	170,397	203,251	242,052	286,917
순차입금	-5,437	-38,799	-50,192	-55,155	-64,155
총차입금	27,846	25,750	26,750	27,750	28,750

### 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
주당지표(원)					
EPS	31,046	36,547	35,856	42,006	48,277
BPS	141,465	173,611	207,618	247,769	294,188
주당EBITDA	30,711	34,557	33,871	38,294	44,509
CFPS	34,712	41,085	39,764	46,309	52,989
DPS	1,750	1,900	1,900	1,900	1,900
주가배수(배)					
PER	9.4	7.9	8.6	7.3	6.4
PBR	2.1	1.7	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA	9.3	7.1	7.5	6.5	5.4
PCFR	8.4	7.0	7.7	6.7	5.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	10.0	9.4	8.5	8.9	9.4
영업이익률(핵심)	10.0	9.4	8.5	8.9	9.4
EBITDA margin	11.4	10.9	9.7	10.1	10.6
순이익률	11.5	11.5	10.2	11.0	11.4
자기자본이익률(ROE)	24.5	23.0	18.6	18.2	17.6
투자자본이익률(ROIC)	36.4	37.3	33.4	33.7	35.9
안정성(%)					
부채비율	63.7	76.3	69.7	63.0	58.1
순차입금비율	-3.9	-22.8	-24.7	-22.8	-22.4
이자보상배율(배)	40.2	60.2	79.8	90.4	105.9
활동성(배)					
매출채권회전율	5.8	6.0	6.0	6.0	6.0
재고자산회전율	15.5	16.2	16.6	16.6	16.8
매입채무회전율	6.7	6.9	6.8	6.8	6.8

현대위아 (011210)



BUY(Maintain)

주가(11/11) 187,500원

목표주가 225,000원

기계사업부문의 실적부진으로 2013년 저성장이 불가피해 보인다. 하지만 완성차의 생산 증가효과로 2014년 현대위아의 성장은 양호할 것으로 판단된다. 기계사업부문을 보수적으로 보더라도 차부의 수익성이 상대적으로 높기 때문에 전반적인 실적 개선 추세는 이어질 가능성이 높다. 또한 아직까지 기대감에 머물고 있는 현대, 기아차의 증설이 2014년 상반기에 현실화 된다면 서산부지의 잠재성장성은 다시 주목받을 것으로 판단된다.

Stock Data

KOSPI (11/11)	1,977.30pt		
시가총액	48,244억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	187,500원	127,000원	
최고/최저가 대비 등락	0.00%	47.64%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	6.8%	9.4%
	6M	32.0%	29.9%
	1Y	16.5%	12.2%

Company Data

발행주식수	25,730천주
일평균 거래량(3M)	111천주
외국인 지분율	18.76%
배당수익률(11.E)	0.27%
BP (11.E)	87,505원
주요 주주	현대자동차 26.8%
	기아자동차 14.2%

Price Trend



잠재성장 기대감 여전히 유효

>>> 2013년 차부의 선방과 기계의 아쉬움

2013년 기아차의 양적 성장이 제한되면서 현대위아의 저성장은 어느 정도 예상됐던 부분이다. 하지만 자동차 부품부문의 성장은 상대적으로 양호했던 반면 기계부문의 업황회복 지연으로 저성장의 원인으로 작용할 전망이다. 2013년 4분기에도 차부의 성장이 클 것으로 기대되고, 기계부문의 부진은 지속될 것으로 보여 전년대비 순이익 증가는 현저히 낮을 것으로 추정된다.

>>> 완성차와 동반성장 여전히 유효

2014년 현대, 기아차의 글로벌 생산증가가 전년대비 양호할 것으로 예상됨에 따라 현대위아 차부사업부문의 성장이 2014년 성장의 핵심이 될 전망이다. 공작기계 업황회복이 예상보다 더딘 상황에서 2014년에도 보수적 전망이 유효해 보인다. 차부의 수익성이 상대적으로 높기 때문에 외형성장률과 수익성 개선추세는 2014년에도 지속될 가능성이 높다. 2013년 실적부진에 따른 기저효과와 2014년 현대, 기아차의 신공장 증설발표가 현실화 될 경우 현대위아의 중장기 성장성은 다시 부각될 것으로 판단된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 225,000원으로 상향

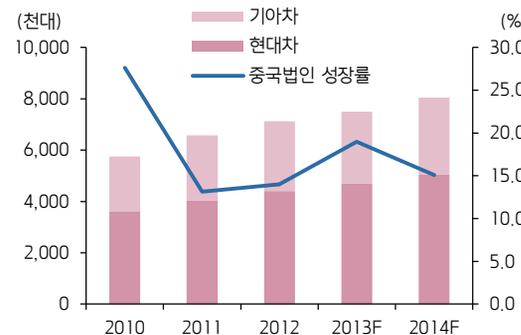
현대위아에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 2014년 예상 EPS 10.0% 증가를 감안하여 225,000원으로 상향한다. Target Multiple은 2013년과 동일한 12배를 적용하였다. 2014년 기계사업부문의 성장이 불확실한 상황이지만 자동차부품사업부문의 견조한 성장을 바탕으로 외형성장률과 실적 개선이 가능할 것으로 보여 현대위아의 주가상승 여력은 충분하다고 판단된다. 서산부지 활용에 대한 기대감은 여전히 존재하지만 현대, 기아차의 해외Capa 증설 소식이 아직 현실화되지 않아 현대위아의 중장기 성장성이 부각되지 못하고 있다는 점은 아쉬운 부분이다. 그렇다 하더라도 현대위아의 영업가치만으로 2014년 투자매력은 여전히 양호하기 때문에 긍정적인 시각을 유지해도 좋을 것으로 판단된다.

## >>> 차부는 성장여력 개선, 기계는 보수적 전망 → 양호한 성장 기대

### 자동차부품사업부문의 성장 여력 개선 기대

2014년 현대, 기아차의 글로벌 생산 증가율이 전년대비 양호할 것으로 예상됨에 따라 현대위아의 자동차부품사업부문의 성장여력도 높아질 전망이다. 특히 기아차의 양적 증가가 국내 광주공장 UPH상향과 중국3공장 가동을 필두로 본격화되는 시점이기 때문에 현대위아 중국엔진법인과 본사의 CKD 매출증가를 감안하면 완성차대비 실적 개선효과는 더욱 양호할 것이다. 추가적으로 러시아, 브라질 법인의 생산성 향상도 중국엔진법인 성장에 긍정적 영향을 미칠 것으로 기대된다. 또한 차부의 수익성이 기계사업부문 대비 높기 때문에 전사 수익성 개선에 긍정적일 것으로 추정된다.

현대, 기아차 글로벌 판매 추이 및 전망



자료: 각사, 키움증권

자동차부품사업부문 실적 추이 및 추정

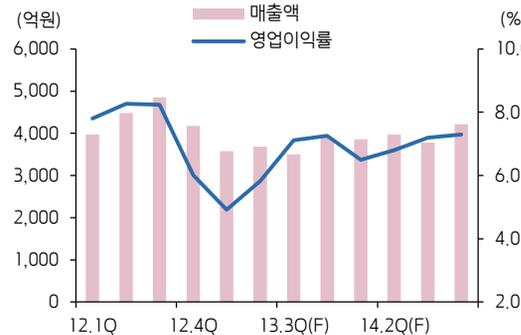


자료: 현대위아, 키움증권

### 기계사업부문은 보수적 추정 필요

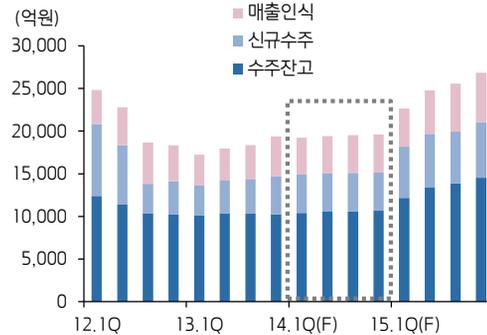
글로벌 기계업황 회복이 시장의 기대보다 늦어지고 있다. 이로 인해 현대위아의 기계사업부문의 2013년 성장도 정체되는 모습이다. 다만 수익성 위주의 수주활동으로 기계사업부문의 수익성은 양호한 수준을 유지하고 있다. 2014년에도 현대위아의 기계사업부문에 대한 보수적 추정이 필요하다는 판단이다. 글로벌 기계업황 회복에 대해 주기적인 확인이 필요하고, 현대, 기아차의 글로벌 Capa확장도 아직 공식화되지 않았기 때문이다. 아직 1조원을 상회하는 수주잔고를 유지하고 있어 2014년 기계사업부문의 외형성장은 가능할 전망이지만 신규수주 증가가 확인되거나 현대, 기아차의 추가증설이 발표되는 시점까지 기대감을 낮춰야 할 것으로 판단된다.

기계사업부문 실적 추이 및 추정



자료: 현대위아, 키움증권

기계업황 회복지연으로 수주 및 외형성장 둔화 예상



자료: 현대위아, 키움증권

## >>> 투자의견 BUY, 목표주가 225,000원으로 상향

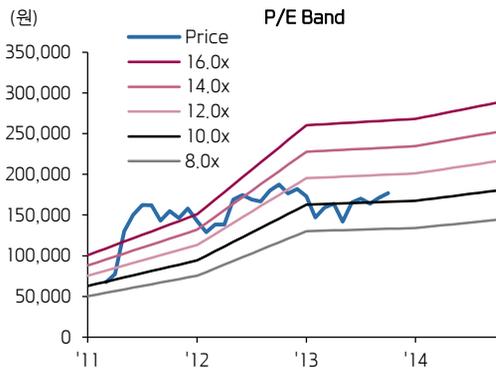
현대위아에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 2014년 예상 EPS 10.0% 증가를 감안하여 225,000원으로 상향한다. Target Multiple은 2013년과 동일한 12배를 적용하였다. 2014년 기계사업부문의 성장이 불확실한 상황이지만 자동차부품사업부문의 견조한 성장을 바탕으로 외형성장과 질적 개선이 가능할 것으로 보여 현대위아의 주가상승 여력은 충분하다고 판단된다. 서산부지 활용에 대한 기대감은 여전히 존재하지만 현대, 기아차의 해외Capa 증설 소식이 아직 기대감에 머물고 있어 현대위아의 중장기 성장성이 부각되지 못하고 있다는 점은 아쉬운 부분이다. 현대위아의 영업가치만으로 2014년에 대한 투자매력은 충분하고, 완성차의 신규증설 발표가 현실화 된다면 주가의 상승 모멘텀으로 강하게 작용할 전망이어서 현대위아에 대한 긍정적 시각을 유지해도 좋을 것으로 판단된다.

### 현대위아 분기실적 추이 및 2014년 수익추정 (단위: 억원)

	13.1Q	13.2Q	13.3Q	13.4Q(F)	2012	2013F	2014F	YoY
매출액	17,803	18,466	16,919	20,195	70,211	73,382	79,243	8.0%
매출원가	16,028	16,379	14,787	17,711	61,973	64,905	69,847	7.6%
% of Saels	90.0%	88.7%	87.4%	87.7%	88.3%	88.4%	88.1%	-0.3%p
매출총이익	1,775	2,087	2,132	2,484	8,238	8,478	9,396	10.8%
% of Saels	10.0%	11.3%	12.6%	12.3%	11.7%	11.6%	11.9%	0.3%p
판매비	645	770	739	848	2,841	3,002	3,326	10.8%
% of Saels	3.6%	4.2%	4.4%	4.2%	4.0%	4.1%	4.2%	0.1%p
영업이익	1,130	1,317	1,393	1,636	5,397	5,476	6,070	10.9%
% of Saels	6.3%	7.1%	8.2%	8.1%	7.7%	7.5%	7.7%	0.2%p
세전이익	1,159	1,384	1,506	1,651	5,563	5,701	6,277	10.1%
% of Saels	6.5%	7.5%	8.9%	8.2%	7.9%	7.8%	7.9%	0.2%p
당기순이익	868	1,054	1,165	1,277	4,246	4,365	4,802	10.0%
% of Saels	4.9%	5.7%	6.9%	6.3%	6.0%	5.9%	6.1%	0.1%p
지배주주순이익	864	1,035	1,150	1,261	4,184	4,311	4,741	10.0%
% of Saels	4.9%	5.6%	6.8%	6.2%	6.0%	5.9%	6.0%	0.1%p

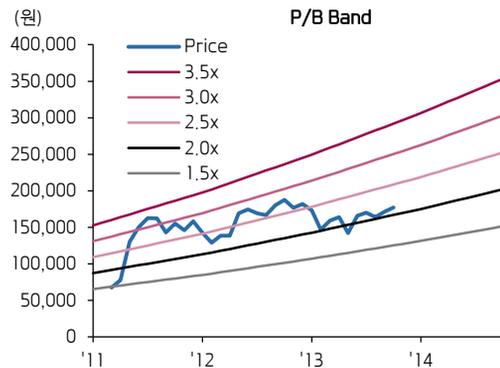
자료: 현대위아, 키움증권

### PER Band



자료: 키움증권

### PBR Band



자료: 키움증권

**손익계산서**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	63,927	70,211	73,382	79,243	83,681
매출원가	58,096	61,973	64,905	69,847	74,036
매출총이익	5,831	8,238	8,478	9,396	9,645
판매비및일반관리비	2,652	2,841	3,002	3,326	3,429
영업이익(보고)	3,179	5,397	5,476	6,070	6,217
영업이익(핵심)	3,179	5,397	5,476	6,070	6,217
영업외손익	-58	166	225	207	322
이자수익	67	148	163	158	169
배당금수익	0	2	2	2	2
외환이익	423	250	400	280	269
이자비용	490	449	363	345	325
외환손실	341	413	452	400	400
관계기업자분법손익	221	286	431	450	483
투자및기타자산처분손익	-4	56	6	48	50
금융상품평가및기타금융이익	-157	78	-578	52	54
기타	223	208	616	-39	20
법인세차감전이익	3,121	5,563	5,701	6,277	6,538
법인세비용	712	1,317	1,336	1,475	1,536
유효법인세율 (%)	22.8%	23.7%	23.4%	23.5%	23.5%
당기순이익	2,409	4,246	4,365	4,802	5,002
지배주주지분순이익(억원)	2,378	4,184	4,311	4,741	4,939
EBITDA	4,164	6,522	6,517	7,280	7,583
현금순이익(Cash Earnings)	3,394	5,370	5,406	6,011	6,368
수정당기순이익	2,534	4,143	4,799	4,727	4,923
증감율(% YoY)					
매출액	24.7	9.8	4.5	8.0	5.6
영업이익(보고)	44.4	69.8	1.5	10.9	2.4
영업이익(핵심)	57.9	69.8	1.5	10.9	2.4
EBITDA	43.5	56.6	-0.1	11.7	4.2
지배주주지분 당기순이익	85.9	76.0	3.0	10.0	4.2
EPS	60.1	72.6	3.0	10.0	4.2
수정순이익	78.1	63.5	15.8	-1.5	4.1

**현금흐름표**

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동현금흐름	1,481	5,801	5,160	5,442	5,903
당기순이익	2,409	4,246	4,365	4,802	5,002
감가상각비	810	930	872	1,036	1,190
무형자산상각비	175	194	169	173	177
외환손익	-75	55	51	120	131
자산처분손익	82	154	-6	-48	-50
지분법손익	-221	-286	-431	-450	-483
영업활동자산부채 증감	-2,593	-414	-308	-569	-431
기타	893	921	447	378	367
투자활동현금흐름	-2,549	-5,180	-4,004	-4,054	-4,003
투자자산의 처분	-144	-2,062	-309	-401	-352
유형자산의 처분	12	427	0	0	0
유형자산의 취득	-2,216	-3,167	-3,500	-3,500	-3,500
무형자산의 처분	-348	-382	-200	-200	-200
기타	147	3	5	47	49
재무활동현금흐름	2,472	-428	123	178	155
단기차입금의 증가	-2,782	-4,775	-200	-200	-200
장기차입금의 증가	2,693	4,347	400	400	400
자본의 증가	2,565	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-129	-129	-129
기타	-5	0	52	107	83
현금및현금성자산의순증가	1,417	151	1,279	1,566	2,054
기초현금및현금성자산	2,081	3,498	3,649	4,928	6,494
기말현금및현금성자산	3,498	3,649	4,928	6,494	8,548
Gross Cash Flow	4,073	6,214	5,468	6,011	6,334
Op Free Cash Flow	-1,718	1,281	1,184	1,493	1,960

**대차대조표**

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	26,951	27,888	30,261	33,851	37,437
현금및현금성자산	3,498	3,649	4,928	6,494	8,548
유동금융자산	25	2,097	2,192	2,367	2,500
매출채권및유동채권	15,542	15,529	16,231	17,527	18,509
재고자산	7,886	6,612	6,911	7,463	7,880
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	15,577	17,847	20,667	23,362	25,920
장기매출채권및기타비유동채권	224	300	313	338	357
투자자산	1,926	2,257	2,404	2,582	2,787
유형자산	12,233	13,977	16,605	19,069	21,379
무형자산	1,181	1,300	1,331	1,358	1,381
기타비유동자산	12	13	14	15	16
자산총계	42,528	45,735	50,928	57,213	63,357
유동부채	21,602	17,900	18,505	19,608	20,494
매입채무및기타유동채무	15,658	14,681	15,344	16,570	17,498
단기차입금	2,617	993	793	593	393
유동성장기차입금	2,800	1,300	1,400	1,400	1,500
기타유동부채	527	926	968	1,045	1,103
비유동부채	5,972	9,014	9,366	9,875	10,259
장기매입채무및비유동채무	22	19	19	21	22
사채및장기차입금	4,988	7,579	7,879	8,279	8,579
기타비유동부채	962	1,416	1,468	1,575	1,658
부채총계	27,574	26,914	27,871	29,482	30,753
자본금	1,287	1,287	1,287	1,287	1,287
주식발행초과금	2,361	2,361	2,361	2,361	2,361
이익잉여금	10,670	14,646	18,832	23,448	28,260
기타자본	199	36	36	36	36
지배주주지분자본총계	14,517	18,330	22,515	27,131	31,944
비지배주주지분자본총계	437	492	542	600	660
자본총계	14,954	18,821	23,057	27,731	32,604
순차입금	6,882	4,126	2,952	1,411	-576
총차입금	10,405	9,872	10,072	10,272	10,472

**투자지표**

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
주당지표(원)					
EPS	9,421	16,262	16,755	18,427	19,194
BPS	56,421	71,238	87,505	105,444	124,149
주당EBITDA	16,500	25,346	25,330	28,292	29,472
CFPS	13,448	20,872	21,011	23,363	24,750
DPS	500	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	15.1	10.6	11.2	10.2	9.8
PBR	2.5	2.4	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	10.6	7.6	7.9	6.9	6.4
PCFR	10.6	8.3	8.9	8.0	7.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.0	7.7	7.5	7.7	7.4
영업이익률(핵심)	5.0	7.7	7.5	7.7	7.4
EBITDA margin	6.5	9.3	8.9	9.2	9.1
순이익률	3.8	6.0	5.9	6.1	6.0
자기자본이익률(ROE)	19.4	25.1	20.8	18.9	16.6
투자자본이익률(ROIC)	12.8	19.2	17.6	17.1	16.0
안정성(%)					
부채비율	184.4	143.0	120.9	106.3	94.3
순차입금비율	46.0	21.9	12.8	5.1	-1.8
이자보상배율(배)	6.5	12.0	15.1	17.6	19.1
활동성(배)					
매출채권회전율	4.5	4.5	4.6	4.7	4.6
재고자산회전율	9.0	9.7	10.9	11.0	10.9
매입채무회전율	4.3	4.6	4.9	5.0	4.9

만도 (060980)



## BUY(Maintain)

주가(11/11) 141,500원

목표주가 200,000원

지난 2년간 시장의 기대에 미치지 못했던 만도의 실적이 2013년부터 다시 안정화되는 모습이다. 한라건설 자금지원 이슈로 투자신뢰도 및 주가의 하락이 컸지만 이 부분도 분기실적 안정화를 통해 회복되고 있다. 2013년을 정점으로 투자에 대한 부담이 줄어들고, 기 확보한 수주를 바탕으로 고성장 및 이익회수가 시작될 것으로 추정되고 있어 만도의 중장기 고성장 프리미엄이 재개될 것으로 판단된다. 만도를 저가매수할 시점이다.

### Stock Data

KOSPI (11/11)	1,977.30pt		
시가총액	25,469억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	147,000원	73,800원	
최고/최저가 대비 등락	-3.74%	91.73%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	8.8%	11.5%
	6M	52.6%	50.1%
	1Y	10.1%	6.1%

### Company Data

발행주식수	17,999천주
일평균 거래량(3M)	130천주
외국인 지분율	10.79%
배당수익률(11.E)	0.71%
BP (11.E)	94,386원
주요 주주	한라건설 19.9%
	국민연금공단 9.4%

### Price Trend



## 다시 시장의 이목이 집중될 때

### >>> 손익구조 안정화를 확인한 2013년

2013년은 만도의 손익구조 안정화를 확인하는 한 해가 될 것으로 판단된다. 매년 괄목할만한 외형성장이 나타났음에도 불구하고 계속된 투자와 이로 인한 수익성 악화가 만도의 실적 부진의 원인이었다. 2년간 지속된 실적부진으로 투자심리 악화는 지속되었고, 주가의 방향성도 좋지 않았다. 2013년부터 투자에 대한 부담이 작아지기 시작했고, 기 투자한 법인의 이익회수가 시작되며 실적회복이 가능해졌다. 2013년부터 분기실적을 통해 만도의 손익구조 안정화가 확인되고 있는 만큼 2014년부터 만도에 대한 투자심리 회복이 기대된다.

### >>> 고성장 프리미엄 재개

2014년부터 만도의 고성장 프리미엄이 재개될 것으로 판단된다. 2014년 만도의 고성장을 예상하는 이유는, 1) 만도 중국법인이 2015년까지 20% 이상의 고성장을 지속할 전망이다, 2) 미국 조지아법인이 가동 및 램프업 효과 (EPS생산)로 미국법인 역시 두 자릿수의 성장이 가능할 것이며, 3) 조항부문의 투자회수기 진입과 이부문의 수익성 개선, 4) ADAS와 같은 전장부품의 납품비중 확대로 외형성장과 수익성 개선이 동시에 가능할 것이기 때문이다. 그 동안 하락했던 만도에 대한 투자신뢰도 회복될 것으로 기대되고, 고성장이 다시 시작되는 만큼 만도에 대한 프리미엄이 당연하다고 판단된다.

### >>> 투자의견 BUY, 목표주가 200,000원으로 상향

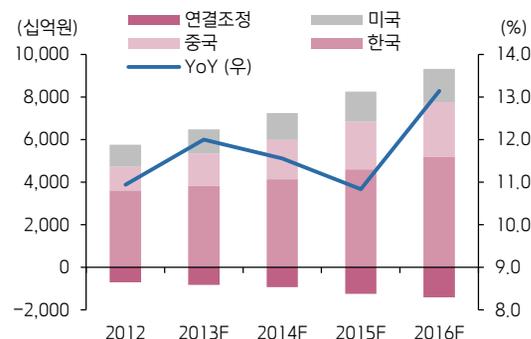
만도에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 200,000원으로 상향한다. 목표주가는 2014년 예상 EPS 14,870원에 Target Multiple 13.5배를 적용하여 산정하였다. Target PER 13.5배는 2010~2013년 만도의 평균 PER 수준이다. 만도의 고성장이 2014년부터 재개되고, EPS 증가도 타 부품사대비 우월한 국면에 진입하는 시점이기 때문에 Multiple 상향이 무리한 수준은 아니라고 판단된다. 만도의 모습이 2014년부터 실적부진에서 차별화된 성장으로 전환되는 만큼 적극적인 매수가 유효하다고 판단된다. 만도를 부품주 최선호주로 추천한다.

## >>> 고성장 프리미엄 재개될 시기 도래

2014년부터 만도의 고성장 프리미엄이 재개될 것으로 판단된다. 2013년 EPS 증가가 30%를 상회할 전망이지만 이는 2012년 실적 부진에 따른 기저효과이기 때문에 2014년부터가 고성장이 다시 시작되는 시점으로 판단된다. 또한 2013년 자회사인 마이스터를 통한 한라건설 지원이 만도에 대한 투자심리를 크게 악화시키며 주가의 낙폭을 확대했다. 하지만 한라건설의 차입금 상환을 위한 자금조달이 계획대로 진행 되고 있고, 만도가 추가지원에 대해 강하게 부정하면서 만도에 대한 투자신뢰도 및 주가의 회복이 나타나고 있다.

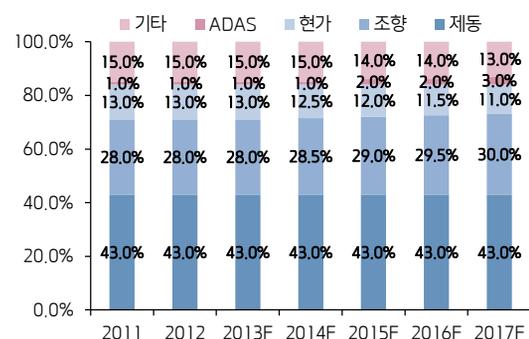
2014년 만도의 고성장을 예상하는 이유는, 1) 만도 중국법인이 2015년까지 20% 이상의 고성장을 지속할 전망이고, 2) 미국 조지아법인이 가동 및 램프업 효과 (EPS생산)로 미국법인 역시 두 자릿수의 성장이 가능할 것이며, 3) 조항부문의 투자회수기 진입과 이부문의 수익성 개선, 4) ADAS와 같은 전장부품의 납품비중 확대에 외형성장과 수익성 개선이 동시에 가능할 것이기 때문이다. 또한 중국 Great wall과 1,200억원의 신규 납품계약을 체결한 이후 추가수주 계약 가능성도 높아 중국 고성장 기대감은 더욱 높아질 것이다. 뿐만 아니라 중단되었던 이란향 수출이 이란에 대한 미국의 대외적 입장변경 시 재개될 가능성도 있어 만도의 추가성장 기대감도 더욱 높아질 것이다. 이미 3분기까지 신규수주 목표를 거의 달성한 상황이고, 누적수주잔고도 27조원을 넘어서고 있어 고성장 스토리에 대한 가시성은 상당히 높다고 판단된다.

### 지역별 매출 추이 및 추정



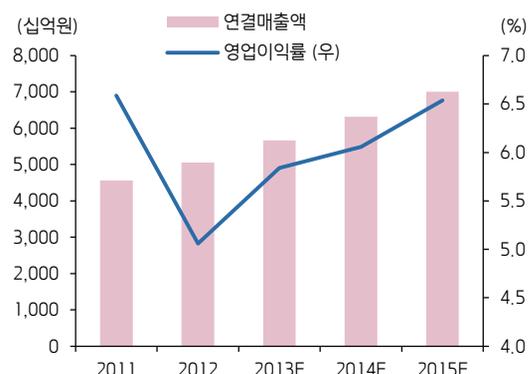
자료: 키움증권

### 제품별 매출 비중 추정



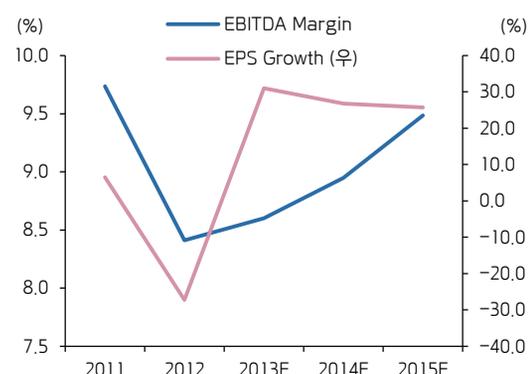
자료: 키움증권

### 실적 추이 및 추정



자료: 키움증권

### EBITDA Margin 및 EPS Growth



자료: 키움증권

## >>> 투자의견 BUY, 목표주가 200,000원으로 상향

만도에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 200,000원으로 상향한다. 목표주가는 2014년 예상 EPS 14,870원에 Target Multiple 13.5배를 적용하여 산정하였다. Target PER 13.5배는 2010~2013년 만도의 평균 PER 수준이다. 만도의 고성장이 2014년부터 재개되고, EPS 증가도 타 부품사대비 우월한 국면에 진입하는 시점이기 때문에 Multiple 상향이 무리한 수준은 아니라고 판단된다.

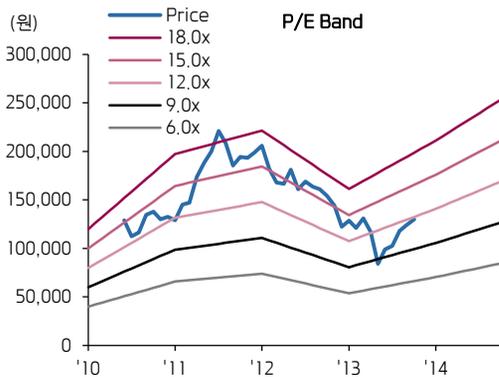
지난 2년간 투자확대에 따른 실적부진과 투자신뢰도 하락으로 주가의 방향성이 부정적이었지만 대규모 투자 이후 이익회수가 점차 나타나기 시작했고, 독일 DSP-Weuffen GmbH의 지분 80%를 인수하여 운전자보조시스템 개발에 적극적으로 대응하는 모습도 확인되고 있어 중장기 고성장과 더불어 전장 부품에서의 추가성장도 기대할 수 있을 것으로 판단된다. 한라건설 자금지원 이후 하락했던 주가도 최근까지 모두 회복된 것으로 미뤄볼 때 만도에 대한 투자심리도 개선된 것으로 예상된다. 만도의 모습이 2014년부터 실적부진에서 차별화된 성장으로 전환되는 만큼 적극적인 매수가 유효하다고 판단된다. 만도를 부품주 최선호주로 추천한다.

만도 분기실적 추이 및 2014년 수익추정 (단위: 십억원)

	13.1Q	13.2Q	13.3Q	13.4Q(F)	2012	2013F	2014F	YoY
매출액	1,366	1,455	1,364	1,481	5,059	5,666	6,321	11.6%
매출원가	1,163	1,246	1,171	1,270	4,352	4,851	5,405	11.4%
% of Saels	85.2%	85.7%	85.9%	85.7%	86.0%	85.6%	85.5%	-0.1%p
매출총이익	202	208	193	212	707	815	915	12.3%
% of Saels	14.8%	14.3%	14.1%	14.3%	14.0%	14.4%	14.5%	0.1%p
판매비	121	118	122	124	451	485	532	9.9%
% of Saels	8.8%	8.1%	8.9%	8.4%	8.9%	8.6%	8.4%	-0.1%p
영업이익	82	90	71	87	256	331	383	15.7%
% of Saels	6.0%	6.2%	5.2%	5.9%	5.1%	5.8%	6.1%	0.2%p
세전이익	88	67	42	73	208	270	340	25.8%
% of Saels	6.5%	4.6%	3.1%	4.9%	4.1%	4.8%	5.4%	0.6%p
당기순이익	70	51	34	56	162	211	265	25.4%
% of Saels	5.2%	3.5%	2.5%	3.7%	3.2%	3.7%	4.2%	0.5%p
지배주주순이익	69	51	35	56	163	212	268	26.3%
% of Saels	5.1%	3.5%	2.6%	3.8%	3.2%	3.7%	4.2%	0.5%p

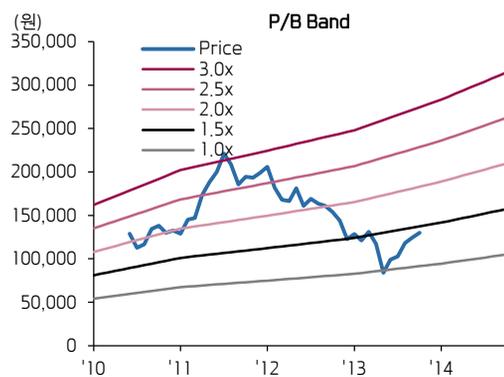
자료: 만도, 키움증권

PER Band



자료: 키움증권

PBR Band



자료: 키움증권

**손익계산서**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	45,601	50,593	56,660	63,206	70,054
매출원가	38,930	43,519	48,506	54,053	59,574
매출총이익	6,671	7,074	8,153	9,153	10,480
판매비및일반관리비	3,667	4,514	4,845	5,324	5,901
영업이익(보고)	3,004	2,559	3,308	3,829	4,579
영업이익(핵심)	3,004	2,559	3,308	3,829	4,579
영업외손익	-259	-476	-607	-431	-308
이자수익	72	75	76	78	86
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	538	404	555	500	540
이자비용	159	318	201	280	280
외환손실	661	632	599	520	520
관계기업지분손익	41	-49	-2	24	28
투자및기타자산처분손익	-14	-45	-12	-10	-10
금융상품평가및기타금융이익	-17	13	-174	-40	-20
기타	-60	77	-250	-183	-132
법인세차감이익	2,746	2,083	2,701	3,397	4,271
법인세비용	495	463	588	747	940
유효법인세율 (%)	18.0%	22.2%	21.8%	22.0%	22.0%
당기순이익	2,251	1,621	2,113	2,650	3,332
지배주주지분순이익(억원)	2,242	1,631	2,120	2,676	3,365
EBITDA	4,440	4,255	4,874	5,656	6,645
현금순이익(Cash Earnings)	3,686	3,316	3,679	4,477	5,398
수정당기순이익	2,276	1,645	2,254	2,690	3,355
증감율(% YoY)					
매출액	25.3	10.9	12.0	11.6	10.8
영업이익(보고)	9.0	-14.8	29.3	15.7	19.6
영업이익(핵심)	10.2	-14.8	29.3	15.7	19.6
EBITDA	10.8	-4.2	14.6	16.0	17.5
지배주주지분 당기순이익	11.1	-27.2	30.0	26.3	25.7
EPS	6.5	-27.2	31.0	26.8	25.7
수정순이익	11.9	-27.7	37.0	19.3	24.7

**대차대조표**

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	18,002	19,360	19,949	22,132	25,801
현금및현금성자산	3,357	2,145	1,644	1,712	3,169
유동금융자산	386	687	770	859	952
매출채권및유동채권	10,753	12,327	13,177	14,699	16,292
채고자산	3,507	4,200	4,358	4,862	5,389
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	16,351	20,988	25,328	28,755	31,462
장기매출채권및기타유동채권	213	440	493	550	610
투자자산	1,172	2,464	3,620	4,116	4,626
유형자산	13,749	16,644	19,739	22,573	24,667
무형자산	787	1,046	1,035	1,024	1,013
기타비유동자산	430	394	441	492	546
자산총계	34,354	40,347	45,277	50,887	57,263
유동부채	13,721	15,109	17,517	20,036	23,624
매입채무및기타유동채무	10,660	11,395	12,761	14,236	15,778
단기차입금	978	2,164	2,664	3,164	3,664
유동성장기차입금	1,535	1,208	1,708	2,208	3,708
기타유동부채	548	342	383	427	474
비유동부채	6,524	9,564	10,163	10,781	10,412
장기매입채무및비유동채무	486	573	642	716	794
사채및장기차입금	4,222	7,306	7,806	8,306	7,806
기타비유동부채	1,817	1,685	1,715	1,758	1,811
부채총계	20,246	24,674	27,680	30,816	34,036
자본금	911	911	900	900	900
주식발행초과금	2,404	2,404	2,404	2,404	2,404
이익잉여금	10,695	11,911	13,859	16,365	19,560
기타자본	-384	-174	-174	-174	-174
지배주주지분자본총계	13,625	15,052	16,989	19,496	22,690
비지배주주지분자본총계	483	622	608	575	537
자본총계	14,108	15,674	17,597	20,071	23,227
순차입금	16,503	21,841	25,266	28,245	29,915
총차입금	20,246	24,674	27,680	30,816	34,036

**현금흐름표**

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동현금흐름	3,166	1,432	4,100	3,976	4,870
당기순이익	2,746	2,083	2,113	2,650	3,332
감가상각비	1,287	1,534	1,405	1,666	1,905
무형자산상각비	148	161	161	161	161
외환손익	109	34	44	20	-20
자산처분손익	27	46	12	10	10
지분법손익	-41	49	2	-24	-28
영업활동자산부채 증감	-1,148	-2,338	415	-490	-513
기타	37	-137	-53	-17	23
투자활동현금흐름	-4,551	-6,446	-5,952	-5,275	-4,791
투자자산의 처분	-377	-972	-1,242	-564	-578
유형자산의 처분	34	47	0	0	0
유형자산의 취득	-4,000	-5,118	-4,500	-4,500	-4,000
무형자산의 처분	-208	-403	-150	-150	-150
기타	0	0	-60	-61	-63
재무활동현금흐름	3,409	3,888	1,351	1,367	1,378
단기차입금의 증가	-216	150	500	500	500
장기차입금의 증가	4,238	3,891	1,000	1,000	1,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-182	-225	-179	-176	-176
기타	-431	71	30	43	53
현금및현금성자산의순증가	2,058	-1,212	-501	68	1,457
기초현금및현금성자산	1,299	3,357	2,145	1,644	1,712
기말현금및현금성자산	3,357	2,145	1,644	1,712	3,169
Gross Cash Flow	4,314	3,771	3,685	4,466	5,383
Op Free Cash Flow	-1,458	-4,174	-161	-250	884

**투자지표**

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
주당지표(원)					
EPS	12,307	8,954	11,729	14,870	18,695
BPS	74,805	82,640	94,386	108,313	126,059
주당EBITDA	24,375	23,359	26,970	31,422	36,920
CFPS	20,237	18,205	20,358	24,873	29,990
DPS	1,250	1,000	1,000	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	16.7	14.4	12.1	9.5	7.6
PBR	2.8	1.6	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	12.2	10.6	10.4	9.5	8.3
PCFR	10.2	7.1	7.0	5.7	4.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	6.6	5.1	5.8	6.1	6.5
영업이익률(핵심)	6.6	5.1	5.8	6.1	6.5
EBITDA margin	9.7	8.4	8.6	8.9	9.5
순이익률	4.9	3.2	3.7	4.2	4.8
자기자본이익률(ROE)	17.0	10.9	12.7	14.1	15.4
투하자본이익률(ROIC)	16.0	10.1	10.6	11.5	11.8
안정성(%)					
부채비율	143.5	157.4	157.3	153.5	146.5
순차입금비율	117.0	139.4	143.6	140.7	128.8
이자보상배율(배)	18.9	8.0	16.5	13.7	16.4
활동성(배)					
매출채권회전율	4.8	4.4	4.4	4.5	4.5
재고자산회전율	14.5	13.1	13.2	13.7	13.7
매입채무회전율	4.8	4.6	4.7	4.7	4.7

**평화정공 (043370)**



**BUY(Maintain)**

주가(11/11) 24,450원

목표주가 30,000원

평화정공의 중장기 성장이 밝아지는 국면에 진입할 것으로 예상된다. 2013년까지 동사는 해외법인의 지분을 100%확대 및 부실법인의 손익안정화, 현대차 증설 대응, 해외 신규 수주 확대 등 글로벌 성장을 위한 구조적 변화를 진행해왔다. 이 기간 동안 실적 부진과 이로 인한 주가상승탄력 약화가 불가피했던 것으로 생각된다. 하지만 기업의 질적 변화가 안정화 단계에 접어들고, 고성장 국면에 진입함에 따라 동사에 대한 투자매력이 다시 높아질 것으로 판단된다.

**Stock Data**

KOSPI (11/11)	502.94pt		
시가총액	5,135억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	25,350원	13,550원	
최고/최저가 대비 등락	-3.55%	80.44%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	1.7%	7.7%
	6M	59.8%	81.0%
	1Y	54.3%	59.5%

**Company Data**

발행주식수	21,000천주
일평균 거래량(3M)	86천주
외국인 지분율	15.87%
배당수익률(11.E)	0.57%
BP (11.E)	18,623원
주요 주주	한라건설 19.9%
	국민연금공단 9.4%

**Price Trend**



**팔방미인의 매력발산 기대**

**>>> 2013년 하반기실적은 보수적 예상**

평화정공의 2013년 하반기 실적은 상반기대비 다소 보수적으로 예상된다. 3분기 현대, 기아차의 파업 영향과 원화강세, 해외현지통화 약세 등 불리한 영업환경이 예상되기 때문이다. 그렇다 하더라도 2013년 연간실적은 해외법인 지분확대 효과로 견조한 외형성장과 수익성 개선이 가능할 것으로 판단된다. 2013년을 기점으로 모든 해외법인의 지분이 100%까지 확대되었고, 이후 부실법인들이 손익구조가 정상화 되고 있기 때문에 구조적 안정화에 따른 긍정적 미래가 기대된다.

**>>> 뿌렸던 씨앗의 과실이 열리는 시기**

평화정공의 고성장 스토리가 2014년부터 다시 시작될 전망이다. 중국의 고성장을 필두로 2014년 성장이 담보될 것이고, 2015년 이후에는, 1) Active Hood, Chin Chin Latch, Hood Latch (Upgraded), Power Trunk와 같은 신제품들의 본격적인 매출 증가가 예상되고, 2) 해외원성차업체의 신규수주 확대로 인해 인도법인의 추가 증설과 중국 태창법인의 고성장을 기대할 수 있으며, 3) 해외주요지역에 현지법인을 두고 있어 현대차의 해외 신공장 증설이 현실화될 경우 예상을 넘어서는 추가성장의 수혜도 기대할 수 있어 중장기 성장에 대한 가시성을 높여줄 것으로 판단된다. 안정적 고성장과 다양한 성장동력을 감안했을 때 평화정공의 단기 및 중장기 투자매력은 지속적으로 높아질 전망이다.

**>>> 투자의견 BUY, 목표주가 30,000원으로 상향**

평화정공에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 2014년 예상 EPS 2,981원기준 Target PER 10배를 적용한 30,000원으로 상향한다. 2014년부터 두 자릿수의 외형성장과 EPS 증가가 예상되고, 주력제품의 성장 외에도 신제품의 가파른 성장세로 추가성장을 기대할 수 있으며, 중장기적으로 고성장기조가 비현대차그룹향 매출 성장에 기인하기 때문에 한국부품업체 중 중장기 성장스토리가 가장 이상적일 것으로 판단된다.

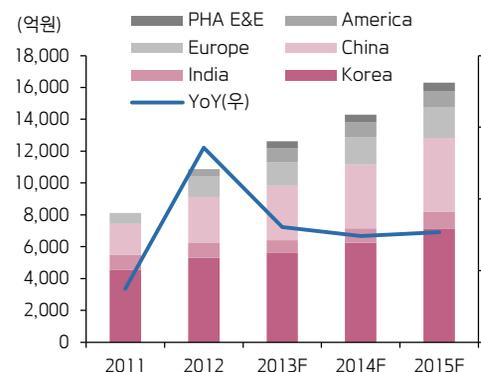
## >>> 돋보이는 성장으로 중 소형부품을 대표할 전망

평화정공은 현대차와의 동반성장과 더불어 미국, 중국, 인도 업체와의 추가성장 과 전장과 관련된 신제품의 본격적인 이익기여 확대로 한국 중 소형부품업체 중 안정적이고 차별화된 성장을 이어갈 것으로 기대된다. 또한 차별화된 성장을 바탕으로 한국 중 소형부품업체들의 가치평가에 중심적 역할을 할 것으로 판단한다.

### 중국 고성장 모멘텀은 2014년에도 유효

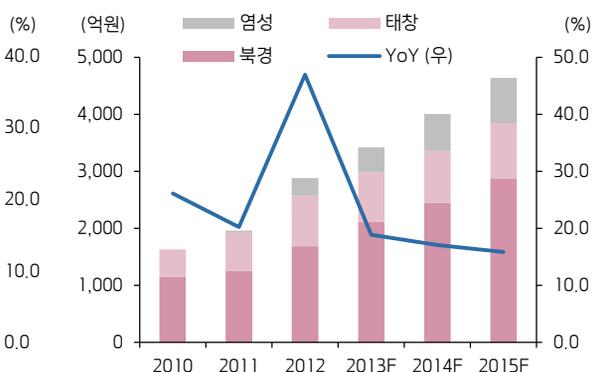
2014년에도 현대차 중국법인의 고성장이 예상됨에 따라 현대차 중국지역을 대응하고 있는 평화정공의 동반성장 모멘텀은 더욱 부각될 것으로 판단된다. 2013년 중국법인의 매출기여가 연결실적의 30%를 넘어서기 시작했고, 2014년에는 35% 수준까지 중국법인의 매출기여도가 높아질 것으로 추정된다. 2014년 북경현대대의 생산량이 전년대비 13% 증가할 전망이며, 기아차 중국3공장 본격가동 효과와 중국 로컬업체향 매출증가로 염성과 태창법인의 고른 성장이 가능할 것으로 예상되기 때문이다. 단기적으로 북경과 염성법인의 성장이 돋보일 것으로 예상되지만 현대차 중국4공장이 확정되지 않는 한 2015년 이후부터 본사와 미국, 인도, 중국태창법인이 동사의 고성장을 견인할 것으로 기대된다.

#### 지역별 매출 추이 및 추정



자료: 키움증권

#### 중국법인 매출 성장 추이 및 추정

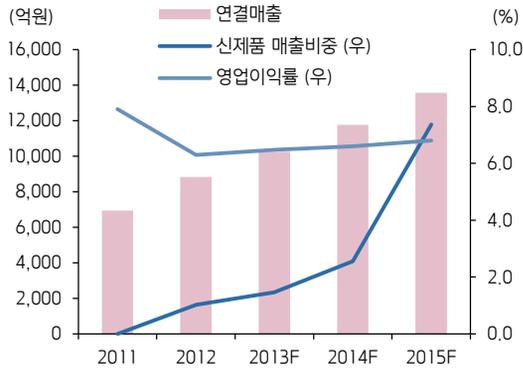


자료: 키움증권

중국에서의 외형성장이 2014년 평화정공의 성장에 핵심이 될 전망인데, 중국법인의 수익성이 상대적으로 높기 때문에 질적 개선도 기대할 수 있을 것으로 보인다. 뿐만 아니라 미국법인은 100% 지분확대 이후 손익분기점 전환효과가 기대되고, 신차투입으로 본격적인 이익개선을 예상할 수 있으며, 인도법인 역시 신차투입효과와 일본업체향 매출증가가 본격화될 예정으로 평화정공의 실적개선에 추가적인 기여를 할 전망이다.

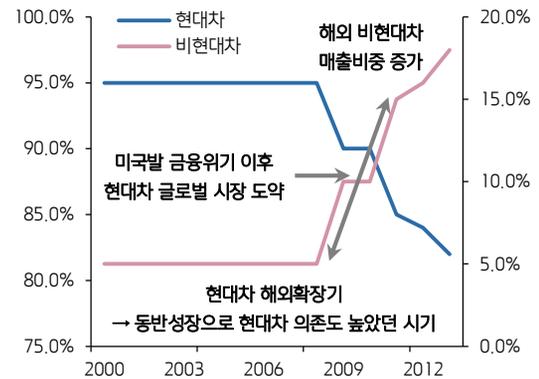
평화정공의 견조한 성장은 2015년 이후에도 기대할 수 있다. 현대차의 중국 4공장 증설이 확정되지 않았다 하더라도, 1) Active Hood, Chin Chin Latch, Hood Latch (Upgraded), Power Trunk와 같은 신제품들의 본격적인 성장이 2015년부터 시작될 전망이고, 2) 해외완성차업체의 신규수주 확대로 인해 인도법인의 추가증설과 중국 태창법인의 고성장이 예상되며, 3) 해외주요지역에 현지법인을 두고 있어 현대차의 해외 신공장 증설이 현실화될 경우 예상을 넘어서는 추가성장의 수혜가 예상되기 때문이다.

매출액, 영업이익률, 신제품매출 비중 추이 및 추정



자료: 키움증권

연결기준 매출처 다변화 비중 추이 및 전망



자료: 키움증권

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 30,000원으로 상향

평화정공에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 2014년 예상 EPS 2,981원기준 Target PER 10배를 적용한 30,000원으로 상향한다. 2014년부터 두 자릿수의 외형성장과 EPS 증가가 예상되고, 주력제품의 성장 외에도 신제품의 가파른 성장세로 추가성장을 기대할 수 있으며, 중장기적으로 고정장기조가 비현대차그룹향 매출성장에 기인하기 때문에 한국부품업체 중 중장기 성장스토리가 가장 이상적일 것으로 판단된다.

현대차의 2009~2013년 신차사이클을 통해 평화정공 역시 구조적 변화가 진행돼왔고, 2014년 새로운 신차사이클의 시작과 함께 제2의 도약이 예상된다. 외형성장과 이익증가, 기업의 질적 변화, 주가상승의 모멘텀 확보를 감안했을 때 Target Multiple 상향이 가능하다고 판단되고, 현대차의 글로벌 선전이 확인된다면 주가의 상승 탄력은 더욱 강해질 것으로 판단된다. 이러한 추세는 2016년까지 지속될 가능성이 높아 보이기 때문에 중장기적 관점에서도 매수접근이 유효하다고 판단한다.

평화정공 분기실적 추이 및 2014년 수익추정 (단위: 억원)

	13.1Q	13.2Q	13.3Q	13.4Q(F)	2012	2013F	2014F	YoY
매출액	2,497	2,609	2,344	2,798	8,828	10,248	11,767	14.8%
매출원가	2,151	2,212	2,027	2,398	7,490	8,788	10,033	14.2%
% of Saels	86.2%	84.8%	86.4%	85.7%	84.8%	85.8%	85.3%	-0.5%p
매출총이익	345	397	318	400	1,338	1,460	1,734	18.7%
% of Saels	13.8%	15.2%	13.6%	14.3%	15.2%	14.2%	14.7%	0.5%p
판관비	188	187	190	232	782	797	953	19.7%
% of Saels	7.5%	7.2%	8.1%	8.3%	8.9%	7.8%	8.1%	0.3%p
영업이익	158	210	128	168	556	664	781	17.6%
% of Saels	6.3%	8.1%	5.5%	6.0%	6.3%	6.5%	6.6%	0.2%p
세전이익	185	219	144	194	499	741	835	12.6%
% of Saels	7.4%	8.4%	6.1%	6.9%	5.7%	7.2%	7.1%	-0.1%p
당기순이익	152	155	108	145	373	560	626	11.8%
% of Saels	6.1%	5.9%	4.6%	5.2%	4.2%	5.5%	5.3%	-0.1%p
지배주주순이익	152	155	108	145	373	560	626	11.8%
% of Saels	6.1%	5.9%	4.6%	5.2%	4.2%	5.5%	5.3%	-0.1%p

자료: 평화정공, 키움증권

**손익계산서**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	6,943	8,828	10,248	11,767	13,577
매출원가	5,681	7,490	8,788	10,033	11,559
매출총이익	1,261	1,338	1,460	1,734	2,018
판매비및일반관리비	712	782	797	953	1,100
영업이익(보고)	549	556	664	781	918
영업이익(핵심)	549	556	664	781	918
영업외손익	20	-56	77	54	56
이자수익	9	8	8	8	9
배당금수익	1	1	1	1	1
외환이익	84	49	108	58	58
이자비용	32	43	42	42	42
외환손실	70	101	58	48	52
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	3	-6	6	4	4
금융상품평가및기타금융이익	3	-2	-15	-2	-2
기타	22	36	71	75	80
법인세차감전이익	569	499	741	835	974
법인세비용	130	126	181	209	244
유효법인세율 (%)	22.9%	25.3%	24.4%	25.0%	25.0%
당기순이익	439	373	560	626	731
지배주주지분순이익(억원)	439	373	560	626	731
EBITDA	779	906	967	1,079	1,211
현금순이익(Cash Earnings)	669	724	864	924	1,023
수정당기순이익	434	379	567	625	730
증감율(% YoY)					
매출액	7.4	27.2	16.1	14.8	15.4
영업이익(보고)	-9.3	1.2	19.4	17.6	17.6
영업이익(핵심)	-9.3	1.2	19.4	17.6	17.6
EBITDA	-5.2	16.3	6.7	11.5	12.3
지배주주지분 당기순이익	-11.4	-15.0	50.1	11.8	16.8
EPS	-11.4	-15.0	50.1	11.8	16.8
수정순이익	-11.9	-12.8	49.9	10.1	16.8

**대차대조표**

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	2,899	3,262	4,099	4,989	6,023
현금및현금성자산	293	246	839	1,245	1,704
유동금융자산	119	6	7	8	9
매출채권및유동채권	1,668	2,064	2,277	2,615	3,017
재고자산	818	946	976	1,121	1,293
기타유동비금융자산	1	0	0	0	0
비유동자산	2,804	3,143	3,113	3,177	3,266
장기매출채권및기타비유동채권	56	73	85	97	112
투자자산	794	802	804	894	1,000
유형자산	1,830	2,119	2,074	2,035	2,002
무형자산	124	149	150	151	151
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	5,703	6,405	7,212	8,166	9,289
유동부채	2,353	2,564	2,830	3,172	3,570
매입채무및기타유동채무	1,407	1,587	1,767	2,029	2,341
단기차입금	706	753	833	883	933
유동성장기차입금	0	13	16	14	12
기타비유동부채	240	212	215	247	285
비유동부채	306	461	471	486	509
장기매입채무및비유동채무	0	1	0	0	0
사채및장기차입금	61	173	160	146	133
기타비유동부채	245	288	311	340	376
부채총계	2,659	3,025	3,301	3,659	4,080
자본금	105	105	105	105	105
주식발행초과금	344	344	344	344	344
이익잉여금	2,052	2,398	2,928	3,525	4,226
기타자본	543	533	533	533	533
지배주주지분자본총계	3,044	3,380	3,911	4,507	5,209
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	3,044	3,380	3,911	4,507	5,209
순차입금	354	686	162	-211	-635
총차입금	766	938	1,008	1,043	1,078

**현금흐름표**

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동현금흐름	468	314	783	718	779
당기순이익	439	373	560	626	731
감가상각비	225	343	295	289	283
무형자산상각비	5	8	9	9	9
외환손익	-8	10	-50	-10	-6
자산처분손익	14	28	-6	-4	-4
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-399	-476	-72	-201	-239
기타	192	28	46	9	5
투자활동현금흐름	-736	-435	-256	-346	-363
투자자산의 처분	-170	115	-2	-89	-106
유형자산의 처분	26	61	0	0	0
유형자산의 취득	-593	-587	-250	-250	-250
무형자산의 처분	-8	-20	-10	-10	-10
기타	10	-5	6	3	3
재무활동현금흐름	291	74	64	34	42
단기차입금의 증가	215	-35	80	50	50
장기차입금의 증가	25	130	-10	-15	-15
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-25	-27	-29	-29	-29
기타	75	6	24	29	36
현금및현금성자산의순증가	41	-51	591	406	458
기초현금및현금성자산	259	300	248	839	1,245
기말현금및현금성자산	300	248	839	1,245	1,704
Gross Cash Flow	868	790	855	919	1,019
Op Free Cash Flow	-347	-317	475	471	539

**투자지표**

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
주당지표(원)					
EPS	2,090	1,777	2,666	2,981	3,480
BPS	14,493	16,097	18,623	21,464	24,804
주당EBITDA	3,710	4,316	4,607	5,136	5,766
CFPS	3,186	3,447	4,114	4,399	4,874
DPS	140	140	140	140	140
주가배수(배)					
PER	7.5	8.9	9.2	8.2	7.0
PBR	1.1	1.0	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	4.7	4.4	5.5	4.6	3.7
PCFR	4.9	4.6	5.9	5.6	5.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.9	6.3	6.5	6.6	6.8
영업이익률(핵심)	7.9	6.3	6.5	6.6	6.8
EBITDA margin	11.2	10.3	9.4	9.2	8.9
순이익률	6.3	4.2	5.5	5.3	5.4
자기자본이익률(ROE)	16.1	11.6	15.4	14.9	15.0
투하자본이익률(ROIC)	16.9	13.4	14.5	17.8	19.9
안정성(%)					
부채비율	87.4	89.5	84.4	81.2	78.3
순차입금비율	11.6	20.3	4.1	-4.7	-12.2
이자보상배율(배)	17.2	13.1	15.8	18.7	22.0
활동성(배)					
매출채권회전율	4.6	4.7	4.7	4.8	4.8
재고자산회전율	9.5	10.0	10.7	11.2	11.2
매입채무회전율	5.3	5.9	6.1	6.2	6.2

**화신 (010690)**



**BUY(Maintain)**

주가(11/11) 11,900원

목표주가 19,000원

화신에 대한 기대감은 2011년을 정점으로 많이 낮아졌다. 다수의 해외법인 신규진출로 인해 가파른 성장이 나타났지만 예상을 넘어선 성장에 손익구조 안정화가 아직은 필요한 시점으로 판단된다. 성장대비 미흡한 부분들이 화신의 실적변동성을 높여왔지만 2014년 새로운 신차사이클 효과와 해외법인의 손익 안정화가 화신의 성장통을 점차 줄여줄 것으로 예상된다. 양호한 성장국면으로의 진입으로 화신에 대한 투자가 유호한 시점이다.

**Stock Data**

KOSPI (11/11)	1,977.30pt		
시가총액	4,156억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	15,400원	8,190원	
최고/최저가 대비 등락	-22.73%	45.30%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-11.5%	-9.4%
	6M	-4.8%	-6.4%
	1Y	45.7%	40.3%

**Company Data**

발행주식수	34,920천주
일평균 거래량(3M)	137천주
외국인 지분율	6.69%
배당수익률(11.E)	0.84%
BP (11.E)	11,324원
주요 주주	한라건설 19.9%
	국민연금공단 9.4%

**Price Trend**



**동반성장 모멘텀 다시 부각**

**>>> 해외 고성장 지속, 손익 안정화 진행 중**  
현대차와 함께 화신의 동반성장은 여전히 진행 중이다. 다만 가파른 해외법인의 성장으로 인해 아직 손익구조의 안정화가 미흡한 모습이다. 2013년 화신의 실적은 연초 기대를 하회할 것으로 예상되지만 큰 그림에서의 손익구조 안정화는 예정대로 진행 중이기 때문에 부정적으로 보이지 않는다. 화신의 3분기 실적은 다소 보수적으로 예상되고, 4분기엔 양호한 수준을 기록할 것으로 추정됨에 따라 2013년 우려대비 양호한 마무리가 예상된다.

**>>> 신차사이클 효과로 동반성장 다시 부각**

화신의 투자매력은 2014년부터 다시 부각될 전망이다. 현대차에 대한 높은 의존도가 긍정적 영향을 미칠 것으로 판단된다. 이익이 상대적으로 높은 중국법인의 고성장과 새로운 신차사이클 시작으로 화신의 Q, P가 고르게 성장할 것이기 때문이다. 인도, 브라질 통화의 약세로 2013년 영업외손의 변동성이 커졌지만 2014년에는 영업외부문의 실적악화가 전년대비 축소될 것으로 보여 손익개선에 따른 중장기 성장은 다시 안정화될 것으로 기대된다.

**>>> 투자의견 BUY(Upgrade),**

**목표주가 19,000원으로 상향**

화신에 대한 투자의견을 BUY로 상향하고, 목표주가 역시 2014년 실적 개선을 반영하여 19,000원으로 상향조정한다. 목표주가는 2014년 예상 EPS 2,141원 기준 Target PER 9배를 적용한 것으로 두 자릿수의 이익증가가 다시 재개되는 국면에 진입하는 시점과 전방산업의 상승국면 전환을 감안했을 때 무리한 수준은 아니라고 판단된다. 화신의 2014년은 양적, 질적 성장을 동시에 기대할 수 있는 시점이고, 손실을 기록중인 브라질 법인도 현대차의 생산량 증가 (3교대 전환)효과로 BEP에 근접할 수 있을 것이기 때문에 외형성장에 걸맞은 이익증가가 화신에 대한 투자 모멘텀을 다시 부각시켜줄 것으로 판단된다.

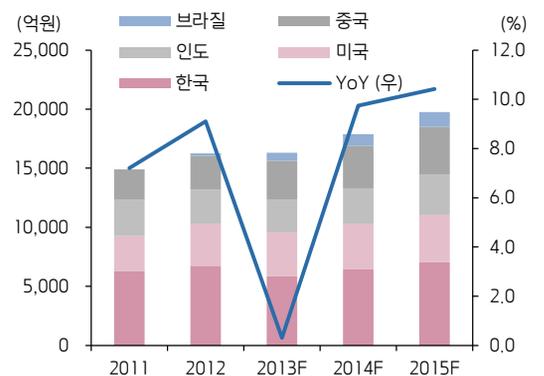
## >>> 아직까진 현대차와 동반성장 모드

화신의 단점이자 장점이 현대차에 대한 납품 의존도가 높다는 점이다. 2009년 현대차와 큰 폭의 동반 성장을 시작한 이후 해외에서의 독점적 입지가 더욱 높아졌고, 이로 인해 현대, 기아차의 해외증설에 동반진출을 지속하고 있다. 화신의 경우 주력제품의 특성상 초기투자비용이 많이 들고, 이익 회수를 위해선 물량증가 및 가동률이 담보되어야 하는데, 브라질법인의 경우 아직까지 BEP 달성을 위한 생산이 담보되지 못하고 있어 외형증가에도 불구하고 이익회수가 여의치 않은 모습이다. 또한 인도 루피약세가 가속화되며 외화손실확대도 불안요인으로 작용하고 있다.

그럼에도 불구하고 2013년 실적은 우려대비 양호할 것으로 예상된다. 수출방식 변경에 따른 내부매출 상계비용이 증가하며 외형성장은 제한적이지만 해외법인의 손익구조가 점차 안정화되며 수익성이 좋아지고 있다. 또한 외화관련 손실이 크게 증가하였지만 2012년 발생한 추징금으로 기저효과가 나타나며 순익 증가폭은 크게 나타날 전망이다.

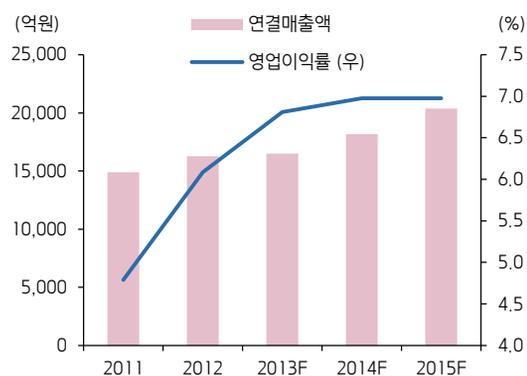
2014년부터 정상적인 성장이 가능할 것으로 기대된다. 현대차의 글로벌 판매증가가 전년대비 양호하고, 또한 중국의 고성장이 2014년에도 예상되기 때문에 화신의 동반성장도 여전히 유효해 보인다. 특히 중국의 경우 타 법인대비 이익기여가 크기 때문에 중국의 고성장은 화신에게 호재로 작용할 전망이다. 뿐만 아니라 신흥쓰나타의 경우 2014년 2분기부터 국내출시가 예상되는데, 부품사의 경우 신차출시 이전에 부품생산이 시작되기 때문에 2014년 1분기부터 내수시장에서 신차효과를 기대할 수 있고, 하반기에는 미국지역에서도 신차효과에 따른 실적개선이 나타날 것으로 판단된다. 뿐만 아니라 쓰나타를 시작으로 2015년에는 신행아반떼 출시효과까지 기대할 수 있어 화신에겐 매우 긍정적인 국면에 진입하는 것이다.

지역별 매출 추이 및 추정



자료: 키움증권

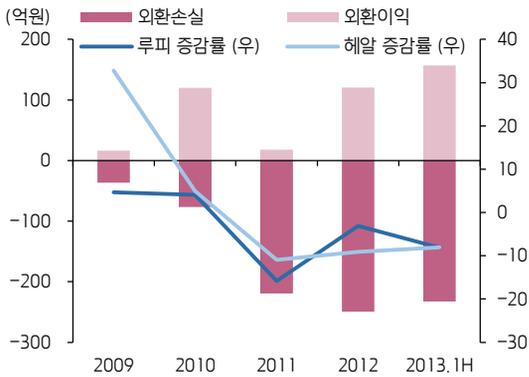
연간 실적 추이 및 추정



자료: 키움증권

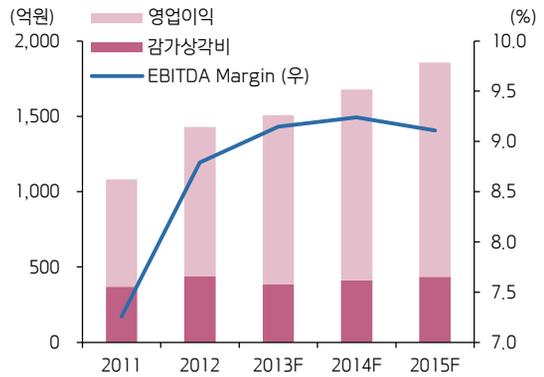
다만 아쉬운 부분은 해외 현지통화 약세로 인해 영업외손익이 악화되고 있다는 점이다. 또한 수출방법 변경으로 직접적인 외화부채/채권에 대한 환 변동성이 높아졌다는 점도 실적변동성 확대에 부정적 영향을 미치고 있다. 그렇다 하더라도 대규모 해외투자 이후 2차 이익회수가 점차 나타나고 있기 때문에 외부변수로 인한 이익변동을 어느 정도 상쇄시킬 수 있을 전망이다.

영업외손익 및 달러대비 해알, 루피화 추이



자료: 키움증권

EBITDA Margin 추이



자료: 키움증권

>>> 투자의견 BUY(Upgrade), 목표주가 19,000원으로 상향

화신에 대한 투자의견을 BUY로 상향하고, 목표주가 역시 2014년 실적 개선을 반영하여 19,000원으로 상향조정한다. 목표주가는 2014년 예상 EPS 2,141원 기준 Target PER 9배를 적용한 것으로 두 자릿수의 이익증가가 다시 재개되는 국면에 진입하는 시점과 전방산업의 상승국면 전환을 감안했을 때 무리한 수준은 아니라고 판단된다.

저성장국면에서는 현대차에 대한 높은 의존도가 약점으로 작용했던 반면, 새로운 신차사이클에 대한 수혜는 상대적으로 더 클 전망이다. 또한 2014년 현대차의 양적 성장의 핵심이 중국이기 때문에 북경 현대를 100% 대응하고 있는 화신의 고성장도 필연적일 수 밖에 없다. 2013년 이미 해외 현지통화약세가 실적에 반영되었기 때문에 기준환율 하락에 따른 외화관련 손실도 2013년보다 줄어들 것으로 예상된다. 화신의 2014년은 양적, 질적 성장을 동시에 기대할 수 있는 시점이고, 손실을 기록중인 브라질 법인도 현대차의 생산량 증가 (3교대 전환)효과로 BEP에 근접할 수 있을 것이기 때문에 외형성장에 걸맞은 이익증가가 화신에 대한 투자 모멘텀을 다시 부각시켜줄 것으로 판단된다.

화신 분기실적 추이 및 2014년 수익추정 (단위: 억원)

	13.1Q	13.2Q	13.3Q	13.4Q(F)	2012	2013F	2014F	YoY
매출액	3,899	4,237	3,888	4,457	16,261	16,480	18,162	10.2%
매출원가	3,452	3,692	3,449	3,913	14,569	14,507	15,932	9.8%
% of Saels	88.6%	87.2%	88.7%	87.8%	89.6%	88.0%	87.7%	-0.3%p
매출총이익	446	544	439	544	1,691	1,974	2,230	13.0%
% of Saels	11.4%	12.8%	11.3%	12.2%	10.4%	12.0%	12.3%	0.3%p
판매비	204	205	206	236	702	851	963	13.1%
% of Saels	5.2%	4.8%	5.3%	5.3%	4.3%	5.2%	5.3%	0.1%p
영업이익	242	340	233	308	989	1,123	1,267	12.9%
% of Saels	6.2%	8.0%	6.0%	6.9%	6.1%	6.8%	7.0%	0.2%p
세전이익	305	169	197	266	864	937	1,193	27.3%
% of Saels	7.8%	4.0%	5.1%	6.0%	5.3%	5.7%	6.6%	0.9%p
당기순이익	195	27	151	240	246	613	787	28.4%
% of Saels	5.0%	0.6%	3.9%	5.4%	1.5%	3.7%	4.3%	0.6%p
지배주주순이익	193	22	144	228	236	586	748	27.7%
% of Saels	4.9%	0.5%	3.7%	5.1%	1.5%	3.6%	4.1%	0.6%p

자료: 화신, 키움증권

### 손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	14,904	16,261	16,480	18,162	20,379
매출원가	13,551	14,569	14,507	15,932	17,877
매출총이익	1,353	1,691	1,974	2,230	2,502
판매비및일반관리비	639	702	851	963	1,080
영업이익(보고)	714	989	1,123	1,267	1,422
영업이익(핵심)	714	989	1,123	1,267	1,422
영업외손익	-159	-126	-186	-74	-101
이자수익	47	48	26	25	28
배당금수익	2	2	5	2	2
외환이익	18	120	242	160	152
이자비용	39	45	66	70	72
외환손실	219	249	373	190	210
관계기업지분법손익	0	1	0	0	0
투자및기타자산처분손익	2	16	4	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-1	0	-8	3	3
기타	32	-18	-15	-4	-4
법인세차감이익	555	864	937	1,193	1,321
법인세비용	175	618	324	406	449
유효법인세율 (%)	31.6%	71.6%	34.5%	34.0%	34.0%
당기순이익	379	246	613	787	872
지배주주지분순이익(억원)	347	236	586	748	828
EBITDA	1,082	1,429	1,508	1,678	1,856
현금순이익(Cash Earnings)	747	685	998	1,199	1,306
수정당기순이익	379	241	616	785	869
증감율(% YoY)					
매출액	7.2	9.1	1.4	10.2	12.2
영업이익(보고)	-31.1	38.6	13.5	12.9	12.2
영업이익(핵심)	-27.6	38.6	13.5	12.9	12.2
EBITDA	-20.2	32.1	5.5	11.3	10.6
지배주주지분 당기순이익	-53.7	-31.8	147.9	27.7	10.7
EPS	-57.8	-31.8	147.9	27.7	10.7
수정순이익	-50.9	-36.4	155.7	27.3	10.8

### 대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	5,787	4,969	5,396	6,288	7,380
현금및현금성자산	1,329	872	1,357	1,837	2,385
유동금융자산	57	8	25	27	31
매출채권및유동채권	3,163	2,938	2,747	3,027	3,397
재고자산	1,238	1,151	1,268	1,397	1,568
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,092	3,567	3,826	4,061	4,281
장기매출채권및기타유동채권	26	16	18	20	22
투자자산	260	299	332	369	414
유형자산	2,746	3,186	3,403	3,595	3,764
무형자산	52	47	49	51	53
기타비유동자산	9	19	23	25	29
자산총계	8,879	8,536	9,222	10,349	11,661
유동부채	4,150	3,725	3,695	4,020	4,434
매입채무및기타유동채무	3,178	2,847	2,535	2,794	3,135
단기차입금	727	763	963	913	863
유동성장기차입금	15	32	32	132	232
기타유동부채	230	84	165	182	204
비유동부채	1,096	1,146	1,284	1,333	1,395
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	788	727	827	827	827
기타비유동부채	308	420	458	507	568
부채총계	5,247	4,872	4,979	5,354	5,828
자본금	175	175	175	175	175
주식발행초과금	192	192	192	192	192
이익잉여금	3,053	3,235	3,788	4,503	5,299
기타자본	-60	-200	-200	-200	-200
지배주주지분자본총계	3,360	3,401	3,955	4,670	5,466
비지배주주지분자본총계	272	263	288	325	367
자본총계	3,632	3,664	4,243	4,995	5,832
순차입금	144	641	439	7	-494
총차입금	1,530	1,521	1,821	1,871	1,921

### 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동현금흐름	676	549	833	1,057	1,125
당기순이익	379	246	613	787	872
감가상각비	363	437	382	408	431
무형자산상각비	5	3	3	3	3
외환손익	91	67	131	30	58
자산처분손익	10	18	-4	0	0
지분법손익	0	-1	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-229	-276	-158	-136	-179
기타	57	54	-133	-35	-60
투자활동현금흐름	-1,034	-1,026	-652	-642	-654
투자자산의 처분	-51	16	-48	-34	-45
유형자산의 처분	88	131	0	0	0
유형자산의 취득	-1,064	-1,181	-600	-600	-600
무형자산의 처분	-8	-1	-5	-5	-5
기타	1	8	0	-2	-3
재무활동현금흐름	710	97	304	64	77
단기차입금의 증가	222	77	200	-50	-50
장기차입금의 증가	526	93	100	100	100
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-38	-38	-35	-35	-35
기타	0	-35	38	49	61
현금및현금성자산의순증가	352	-456	485	480	548
기초현금및현금성자산	977	1,329	872	1,357	1,837
기말현금및현금성자산	1,329	872	1,357	1,837	2,385
Gross Cash Flow	905	824	992	1,193	1,304
Op Free Cash Flow	-446	-736	473	656	755

### 투자지표

(단위: 원, 배, %)

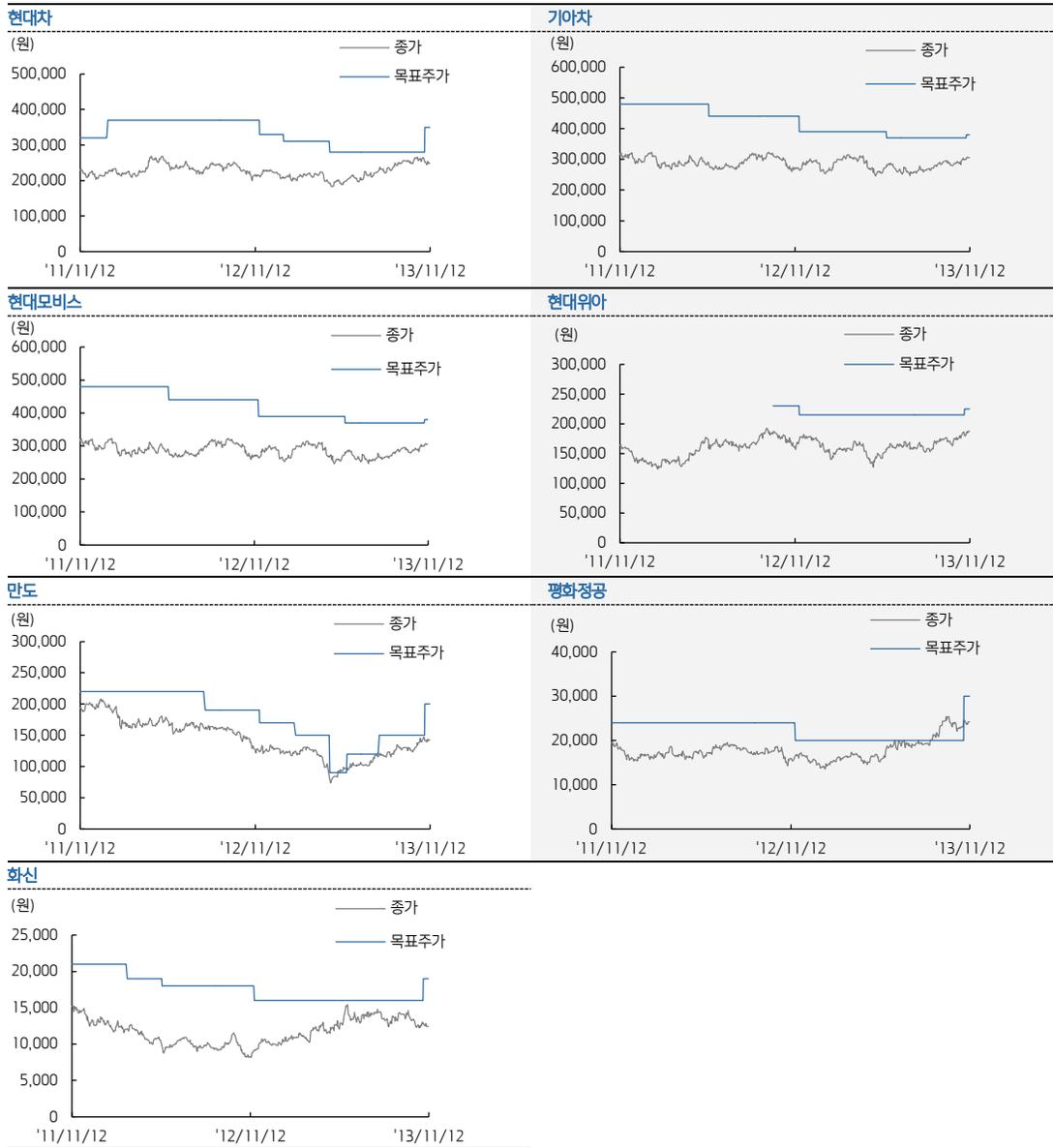
12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
주당지표(원)					
EPS	993	677	1,677	2,141	2,372
BPS	9,623	9,740	11,324	13,373	15,652
주당EBITDA	3,098	4,093	4,318	4,806	5,316
CFPS	2,140	1,963	2,859	3,432	3,741
DPS	100	100	100	100	100
주가배수(배)					
PER	12.6	14.9	7.1	5.6	5.0
PBR	1.3	1.0	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.6	3.0	3.2	2.6	2.1
PCFR	5.9	5.1	4.2	3.5	3.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.8	6.1	6.8	7.0	7.0
영업이익률(핵심)	4.8	6.1	6.8	7.0	7.0
EBITDA margin	7.3	8.8	9.1	9.2	9.1
순이익률	2.5	1.5	3.7	4.3	4.3
자기자본이익률(ROE)	10.9	6.7	15.5	17.0	16.1
투하자본이익률(ROIC)	14.0	6.8	18.5	19.9	20.9
안정성(%)					
부채비율	144.4	132.9	117.4	107.2	99.9
순차입금비율	4.0	17.5	10.4	0.1	-8.5
이자보상배율(배)	18.4	21.8	16.9	18.0	19.7
활동성(배)					
매출채권회전율	4.7	5.3	5.8	6.3	6.3
재고자산회전율	13.7	13.6	13.6	13.6	13.7
매입채무회전율	4.9	5.4	6.1	6.8	6.9

투자이견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가
현대차 (005380)	2011/08/08	Buy(Reinitiate)	320,000원
	2011/10/10	Buy(Maintain)	320,000원
	2011/11/01	Buy(Maintain)	320,000원
	2011/11/07	Buy(Maintain)	320,000원
	2011/11/14	Buy(Maintain)	320,000원
	2012/01/09	Buy(Maintain)	370,000원
	2012/01/26	Buy(Maintain)	370,000원
	2012/03/27	Buy(Maintain)	370,000원
	2012/04/27	Buy(Maintain)	370,000원
	2012/05/16	Buy(Maintain)	370,000원
	2012/07/10	Buy(Maintain)	370,000원
	2012/07/27	Buy(Maintain)	370,000원
	2012/10/15	Buy(Maintain)	370,000원
	2012/10/26	Buy(Maintain)	370,000원
	2012/11/05	Buy(Maintain)	370,000원
	2012/11/21	Buy(Maintain)	330,000원
	2013/01/10	Buy(Maintain)	310,000원
	2013/01/25	Buy(Maintain)	310,000원
	2013/04/16	Buy(Maintain)	280,000원
	2013/05/22	Buy(Maintain)	280,000원
	2013/05/27	Buy(Maintain)	280,000원
	2013/07/02	Buy(Maintain)	280,000원
	2013/07/09	Buy(Maintain)	280,000원
2013/07/26	Buy(Maintain)	280,000원	
2013/09/03	Buy(Maintain)	280,000원	
2013/10/02	Buy(Maintain)	280,000원	
2013/10/08	Buy(Maintain)	280,000원	
2013/11/04	Buy(Maintain)	280,000원	
2013/11/12	Buy(Maintain)	350,000원	
현대모비스 (012330)	2011/08/08	Buy(Reinitiate)	480,000원
	2011/10/17	Buy(Maintain)	480,000원
	2011/11/14	Buy(Maintain)	480,000원
	2012/01/13	Buy(Maintain)	480,000원
	2012/03/27	Buy(Maintain)	480,000원
	2012/05/02	Buy(Maintain)	480,000원
	2012/05/16	Buy(Maintain)	440,000원
	2012/07/10	Buy(Maintain)	440,000원
	2012/07/30	Buy(Maintain)	440,000원
	2012/10/15	Buy(Maintain)	440,000원
	2012/10/29	Buy(Maintain)	440,000원
	2012/11/21	Buy(Maintain)	390,000원
	2013/01/11	Buy(Maintain)	390,000원
	2013/02/01	Buy(Maintain)	390,000원
	2013/04/16	Buy(Maintain)	390,000원
	2013/05/22	Buy(Maintain)	370,000원
	2013/07/10	Buy(Maintain)	370,000원
2013/07/29	Buy(Maintain)	370,000원	
2013/10/08	Buy(Maintain)	370,000원	
2013/11/12	Buy(Maintain)	380,000원	
화신 (010690)	2011/08/08	Buy(Initiate)	25,000원
	2011/08/16	Buy(Maintain)	21,000원
	2011/11/15	Buy(Maintain)	21,000원
	2012/03/05	Buy(Maintain)	19,000원
	2012/05/16	Buy(Maintain)	18,000원
	2012/08/16	Buy(Maintain)	18,000원
	2012/11/21	Buy(Maintain)	16,000원
	2013/08/21	Buy(Maintain)	16,000원
	2013/08/29	Buy(Maintain)	16,000원
	2013/11/12	Buy(Maintain)	19,000원

종목명	일자	투자이견	목표주가
기아차 (000270)	2011/08/08	Buy(Reinitiate)	100,000원
	2011/10/13	Buy(Maintain)	100,000원
	2011/11/07	Buy(Maintain)	100,000원
	2011/11/14	Buy(Maintain)	100,000원
	2012/01/10	Buy(Maintain)	107,000원
	2012/01/27	Buy(Maintain)	107,000원
	2012/03/27	Buy(Maintain)	107,000원
	2012/04/30	Buy(Maintain)	107,000원
	2012/05/16	Buy(Maintain)	107,000원
	2012/07/10	Buy(Maintain)	107,000원
	2012/07/30	Buy(Maintain)	107,000원
	2012/10/15	Buy(Maintain)	107,000원
	2012/10/29	Buy(Maintain)	107,000원
	2012/11/21	Buy(Maintain)	95,000원
	2013/01/11	Buy(Maintain)	85,000원
	2013/01/28	Buy(Maintain)	85,000원
	2013/04/16	Buy(Maintain)	75,000원
	2013/05/22	Buy(Maintain)	75,000원
	2013/05/27	Buy(Maintain)	75,000원
	2013/07/02	Buy(Maintain)	75,000원
2013/07/09	Buy(Maintain)	75,000원	
2013/07/29	Buy(Maintain)	75,000원	
2013/09/03	Buy(Maintain)	75,000원	
2013/10/02	Buy(Maintain)	75,000원	
2013/11/04	Buy(Maintain)	75,000원	
2013/11/12	Buy(Maintain)	85,000원	
만도 (060980)	2011/08/08	Buy(Reinitiate)	220,000원
	2011/11/14	Buy(Maintain)	220,000원
	2012/02/03	Buy(Maintain)	220,000원
	2012/04/27	Buy(Maintain)	220,000원
	2012/05/16	Buy(Maintain)	220,000원
	2012/07/30	Outperform(Downgrade)	190,000원
	2012/11/05	Buy(Upgrade)	190,000원
	2012/11/21	Buy(Maintain)	170,000원
	2013/02/04	Buy(Maintain)	150,000원
	2013/04/16	Marketperfo(Downgrade)	90,000원
2013/05/22	Buy(Upgrade)	120,000원	
2013/07/29	Buy(Upgrade)	150,000원	
2013/10/11	Buy(Maintain)	150,000원	
2013/11/12	Buy(Maintain)	200,000원	
현대위아 (011210)	2012/09/27	Buy(Initiate)	230,000원
	2012/10/29	Buy(Maintain)	230,000원
	2012/11/05	Buy(Maintain)	230,000원
	2012/11/21	Buy(Maintain)	215,000원
	2013/02/04	Buy(Maintain)	215,000원
	2013/04/16	Buy(Maintain)	215,000원
	2013/05/22	Buy(Maintain)	215,000원
	2013/07/11	Buy(Maintain)	215,000원
2013/07/29	Buy(Maintain)	215,000원	
2013/10/11	Buy(Maintain)	215,000원	
2013/11/12	Buy(Maintain)	225,000원	
평화정공 (043370)	2010/05/20	Buy(Initiate)	16,000원
	2010/08/17	Buy(Maintain)	16,000원
	2010/09/14	Buy(Maintain)	19,000원
	2011/08/08	Buy(Reinitiate)	24,000원
	2011/11/15	Buy(Maintain)	24,000원
담당자변경	2012/03/05	Buy(Maintain)	24,000원
	2012/05/16	Buy(Maintain)	24,000원
	2012/08/16	Buy(Maintain)	24,000원
	2012/11/21	Buy(Maintain)	20,000원
	2013/11/12	Buy(Maintain)	30,000원

목표주가 추이 (2개년)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)	업종	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 증가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 증가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 증가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 증가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 증가 하락 예상		