

The Collaboration

현대차그룹 주가 읽는 법

변하고 있는 게임의 법칙



자동차/타이어
Analyst **유지웅**
02 3779 8886
jwyoo@ebestsec.co.kr



Universe

종목명	투자판단	목표주가
현대차	Buy (신규)	230,000원(신규)
기아차	Buy (신규)	72,000원(신규)
현대모비스	Buy (신규)	320,000원(신규)
현대위아	Buy (신규)	170,000원(신규)
만도	Buy (신규)	190,000원(신규)
한온시스템	Buy (신규)	60,000원(신규)
S&T모티브	Buy (신규)	100,000원(신규)
한국타이어	Buy (신규)	65,000원(신규)
금호타이어	Buy (신규)	8,800원(신규)
넥센타이어	Hold (신규)	16,000원(신규)
현대글로벌비스	Buy (신규)	300,000원(신규)



조선/지주/운송
Analyst **양형모**
02 3779 8843
yhm@ebestsec.co.kr



건설/유틸리티
Analyst **박용희**
02 3779 8944
yhpark@ebestsec.co.kr



철강/비철금속/제지
Analyst **배은영**
02 3779 8634
bathy89@ebestsec.co.kr

FA **홍성영**
02 3779 8993
hongsytop@ebestsec.co.kr

이베스트투자증권 유지웅 입니다.

한국의 자동차 산업은 2015년 들어 대 격변기를 맞이하고 있습니다.
특히 VW그룹의 디젤게이트사건은 당장은 경쟁업체들에게는 호재로 작용할 수 있으나
궁극적으로는 산업내 패러다임을 오히려 가속화 시킬 것입니다.

GM의 CEO Marry Barra는 향후 5년의 변화가 지금까지 50년의 변화보다 클 것으로 말하고 있습니다.
그말은 곧 지난 50년간 출시된 차종들보다 향후 5년간 출시될 차종이 더 많음을 의미하기도 합니다.

리튬이온전지의 가격은 매년 빠르게 하락하고 있습니다.
배터리 용량은 빠르게 커지고 있어 2016년부터는 EV들의 항속거리가 300km가 넘어가게 됩니다.
물론 아직 우리 주변에는 EV가 많이 보이지 않습니다.
하지만 노르웨이에서는 테슬라 모델S의 중고차 가격이 신차 가격보다 높습니다.
생각보다 빠르게 게임의 법칙은 변하고 있는 것입니다.

현대차그룹은 2016년 친환경차 전용 모델을 출시를 통해 새로운 패러다임에 도전장을 내놓게 됩니다.
친환경차 라인업에서도 볼륨성장이 이뤄질 것이고, 궁극적으로 실적의 한 큰 축이 될 것입니다.

2016년에 있을 한국 자동차산업에서의 또하나 큰 이벤트는 바로 현대차그룹의 지배구조 개편입니다.
정의선 부회장은 기아차에서부터 현대차 부회장직까지 맡게되며 경영능력을 입증받아왔고,
그에따른 승계작업이 임박한 것으로 보입니다.
복잡한 순환출자 구조 속에서 향후 예상되는 시나리오에 대해 분석해 보았습니다.

Top Picks로는 현대차와 현대모비스를 추천드리고
차선호주로는 한온시스템을 제시합니다.
급변하고 있는 자동차업종의 투자환경 속에서
올바른 투자판단에 도움을 드릴 수 있는 애널리스트가 되도록 노력하겠습니다.

감사합니다.

현대차그룹 주가 읽는 법

바뀌고 있는 게임의 법칙

자동차/타이어
Overweight / Neutral

Contents

자동차편

Part I	신차와 증설에 더 이상 반응하지 않는 완성차 주가	4
Part II	게임의 법칙은 바뀌고 있다	10
Part III	완성차 최후의 승부처 - 친환경차 시장	25
Part IV	동트기 전이라 그렇게도 어두웠나	39
Part V	자동차부품: 세상을 바꿀 기술, 세상을 바꿀 기업들	49
Part VI	타이어: 인내심의 한계가 오고 있다	52

지주편

Part VII	현대차그룹의 승계작업	59
Part VIII	지주회사 전환 시나리오 분석	64
Part IX	현대차그룹의 기타 계열사들 - 현대건설, 현대제철	72

기업분석

현대차 (005380)	90
기아차 (000270)	94
현대모비스 (012330)	98
현대위아 (011210)	101
만도 (204320)	104
한온시스템 (018880)	107
S&T 모티브 (064960)	110
한국타이어 (161390)	113
금호타이어 (073240)	116
넥센타이어 (002350)	119
현대글로비스 (086280)	122

Part I

자동차

신차와 증설에 더 이상 반응하지 않는 완성차 주가

변하고 있는 패러다임 - 신차와 증설 이후를 봐야 할 시점

2014년부터 현대차그룹은 신차출시를 지속적으로 해오고 있고 중국과 멕시코에서 증설을 통해 장기 성장성 확보를 위한 노력하고 있습니다. 그러나 여전히 주가는 PER 7 배 밑에서 맴돌고 있습니다. 어디부터 잘 못된 걸까요?

이제 시장의 관심은 신차와 증설 그 이후의 것들에 있습니다.

물론 최근의 판매증가와 환율환경 등 거시환경은 주가 회복세를 유지시키기에는 충분한 펀더멘털을 갖추었다고 보입니다. 그러나 내연기관에서 친환경차로 바뀌는 패러다임의 변화, 그리고 현대차그룹의 패러다임 변화에 대한 대응력에 대해서는 아직 많이 알려진 바가 없습니다.

하지만 2016년부터는 현대차 그룹의 친환경차 전용 모델인 AE와 DE의 출시를 통해서 진화하는 모습을 볼 수 있을 것으로 예상합니다.

자동차 업종에 대해서 비중확대 의견을 제시하고, Top Picks 로는 현대차와 현대모비스를 제시합니다.

이제부터 봐야 할 것들

호재에도 반응하지 않는 주가

호전되기 시작한 판매환경 - 그 다음의 답은 어디서 찾아야 할까?

완성차 실적의 구성의 3대요소라고 할 수 있는 판매대수와 ASP, 그리고 환율은 지난 2015년 하반기로 넘어오며 명백히 개선되고 있는 모습을 보이고 있다. 투싼, 스포티지 등 SUV와 전통적인 승용차 라인업인 K5와 아반떼 역시 신차 풀체인지 모델로 전환되며 높은 완성도를 구현한 것으로 평가받고 있다. 지난 2분기 이후 큰 폭의 주가하락을 야기했던 중국 역시 자동차 소비세 인하효과 등에 힘입어 4분기에는 현대차와 기아차 모두 의미있는 (+)성장률로 전환할 것으로 보인다. 여기에 내년엔 있을 멕시코 양산, 중국 증설, 크레타 출시로 인한 ASP상승 등 완성차 입장에서는 호재가 겹친 상황이다.

때마침 환율의 반등으로 주가도 반등했다. 현대차 기준 P/E 5x 수준에서 6x 수준까지 상승했다. 하지만 3Q15실적에서 위에서 나열한 실적구성 요인들이 실적으로 완전히 반영되지 못하면서 주가는 다시 상승탄력이 둔화되고 있다. 왜 일까? 우리는 주가가 이런 호재들을 반영하기에 너무 이른 것인지 아니면 너무 늦은 것인지에 대한 섬세한 해석보다는 자동차 산업 환경내 패러다임의 변화를 먼저 찾아볼 필요가 있다고 생각한다.

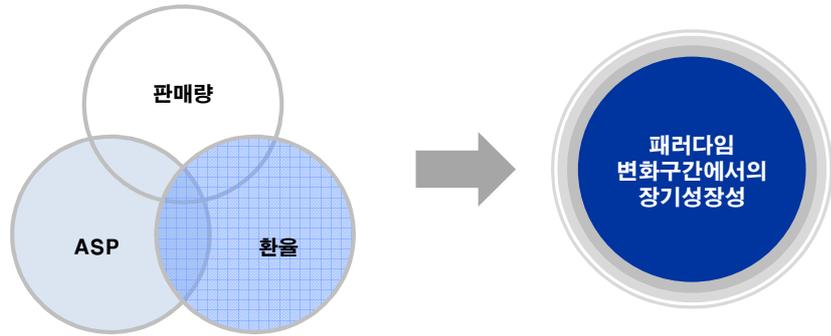
현대차와 기아차는 지금 당장은 전에 없던 실적하락을 경험한 후 빠르게 반등을 하고 있어 적어도 2016년까지는 기저효과만으로도 성장세가 가능하다. 하지만 지금 당장 나타나고 있는 글로벌 자동차산업 환경의 변화는 그 어느때 보다도 빠른 혁신을 요구하고 있는 상태다. 완성차 업체들간의 치열한 경쟁은 이미 친환경차와 무인차 개발을 목표로 시작되어 중장기적 주가의 결정함수는 궁극적으로 단순 실적이 아닌 미래에 대한 성장 동력 확보 유무로 좁혀질 것이다.

그림1 잇따른 호재에도 반응하지 않는 주가 (현대차 주가)



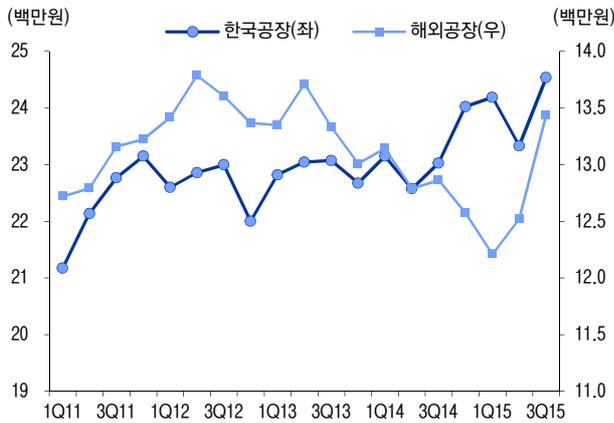
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 완성차 주가 결정 요인 - ASP, 환율, 판매에서 장기 성장성에 대한 확신으로 전환



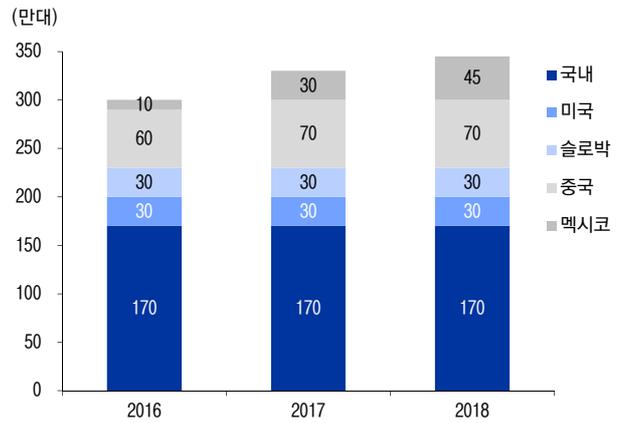
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 3Q15 실적에서 확인된 현대차의 ASP 상승



자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 멕시코 증설 - Top line 3%의 성장



자료: 기아차, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 환율 - 여전히 기축통화 대비 불리하다



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 북경현대의 중국 판매 - 당분간은 기저효과 기대



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

불확실성에 대한 두려움 - 이제 시장의 관심은 다음 단계에 있다

지난 9월 있었던 폭스바겐의 디젤 게이트는 분명 경쟁사 입장에서는 호재이며, 이는 충분히 주가상승으로 이어질 수 있는 사건이다. 그러나 9월 마지막 2주일 동안 유럽과 미국의 8개 OEM의 총 시가총액은 19% 가량 증발했다. 기존 체제에서 신규체제로 넘어가는 순간에서 주식시장은 수혜를 찾기보다는 기존 화석연료기반의 구동시스템에 대한 불확실성이 더욱 크게 자리했던 것이다. 10월에 접어들며 북미와 유럽의 산업수요 개선, 중국의 판매반등은 다시 글로벌 OEM들의 주가회복을 이끌고 있지만 그 이면에는 여전히 패러다임 변화에 대한 불확실성이 자리하고 있다.

한편 온 세상이 폭스바겐의 디젤게이트로 떠들석한 이 순간 전기차 시장에서는 2세대 전기차 출시를 위한 준비가 한창이다. 지금으로부터 정확히 1년 후에는 GM, 닛산, 테슬라 등으로부터 항속거리가 300km이상인 순수 전기차 모델출시 계획이 집중되어 있다. 디젤 게이트로 인해 비춰진 내연기관의 한계가 부각되는 시점에 정확히 전기차 시장의 개화라고 부를 수 있을 만한 이벤트들이 터져 나오고 있는 것이다. 현대 기아차 역시 내년 초부터 친환경차 전용 모델인 AE와 DE를 출시할 전망이다이어서 시장의 눈높이는 이제 단순 내연기관에서 친환경차로 자연스럽게 옮겨갈 것이다.

그림7 유럽 및 미국 8 사개 OEM의 시총 추이 - 디젤 게이트에 대한 불확실성을 제공



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 이제 시장의 눈길은 그 다음 단계로.. 2016년 2세대 전기차 시대 개막



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

자동차업종 비중확대(OVERWEIGHT)로 커버리지 개시

자동차 업종에 대해 투자의견 비중확대(OVERWEIGHT)를 제시하며 커버리지를 개시한다. 업종내 Top Picks는 현대차와 현대모비스로 제시한다. 최근 들어 바뀌고 있는 자동차 산업환경의 급격한 변화 속에서 현대차 그룹은 친환경차 기술개발과 상품성 개선이 지속적으로 이뤄지고 있고 산하 부품업체들 역시 그에 따른 구조적 수혜가 예상된다. 특히 현대차는 강력한 배당정책을 통해 적극적인 주주친화정책을 구사하고 있어 현대차에 대한 투자センチ멘트는 갈수록 개선될 것으로 기대된다.

현대차와 기아차는 자체적인 성장을 제외하고도 2016년에는 2015년 대비 개선된 영업환경에 따른 수혜가 예상된다. 원/엔 환율 하락은 하방경직성을 보이고 있고, 유가급락이 야기한 신흥국 환율 하락 역시 저점은 지난 상태다. 여기에 미국과 유럽에서는 고용회복과 더불어 소비가 빠르게 개선되고 있어 자동차 수요 성장은 각각 5~6% 수준은 무난하게 넘길 수 있을 것으로 예상되고 있다. 특히 미국과 유럽 시장은 현대차와 기아차가 국내를 제외하고는 대부분의 영업이익이 발생하는 지역이어서 최근의 선진국을 중심으로 한 거시환경 개선은 이익개선의 강한 뒷받침이 될 수 있다.

현대차에 대해서는 투자의견 BUY와 목표주가 230,000원(2016년 EPS 25,096원에 Target P/E 9x 적용)을 제시하고, 현대모비스에 대해서는 투자의견 BUY, 목표주가 320,000원(2016년 EPS 35,245원에 Target P/E 9x 적용)을 제시한다. 기아차(BUY, TP 72,000원)는 RV부문에서의 판매호조를 바탕으로 지속적인 이익개선이 가능할 것으로 예상되는 가운데 '16년 5월부터 멕시코 공장의 가동으로 외형성장 모멘텀이 부각될 것으로 전망된다. 부품업체들은 AE, DE등 친환경차 전용모델 출시로 인한 구조적 수혜가 새롭게 부각될 전망이다.

부품업체 차선후주로는 새로운 조직변화를 통해 판매처 다변화와 원가 절감, 차세대 친환경차 부품 대응전략이 강화되고 있는 한온시스템을 추천한다. 한온시스템은 열관리 부품에서의 가장 선두적인 시스템업체 중 하나로 최근 실적발표를 통해 적극적인 주주친화정책을 강조한 바 있다. 한온시스템의 목표주가는 60,000원으로 제시한다.

2016년에는 현대차그룹 내에서의 승계구도 확정을 위한 지배구조 이슈가 부각될 가능성이 더욱 커지고 있다. 향후 지배구도는 현대모비스 → 현대차 → 기아차 → 현대모비스로 이어지는 순환출자 고리를 끊는 동시에 그룹사 전반에 대한 장악력을 확보할 수 있는 방안이 가장 유력할 것으로 예상된다. 한편 현대글로벌비스의 경우 향후 현대모비스에 대한 지배력 확보가 필요한 정의선 부회장이 대주주로 있는 동시에 늘어나는 현대차 그룹향 물량에 대한 수혜가 예상되고 있다. 그룹사내 순환출자 해소와 현대글로벌비스 및 기타 계열사의 지배구조와 관련된 내용은 Part VII~Part IX에서 자세히 다루어 보았다.

표1 이베스트 투자증권 자동차/부품 유니버스

(십억원)	현대차	기아차	현대모비스	현대위아	만도	한온시스템	S&T모티브
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가 (원)	230,000	72,000	320,000	170,000	190,000	60,000	100,000
매출액							
2014	89,256	47,097	36,185	7,596	1,721	5,455	1,099
2015F	91,780	49,965	36,085	7,870	5,263	5,534	1,216
2016F	96,150	53,646	37,224	8,604	5,771	5,719	1,440
영업이익							
2014	7,550	2,573	3,071	526	79	370	69
2015F	6,839	2,563	2,891	514	264	311	126
2016F	7,833	2,972	2,999	593	307	331	145
영업이익률 (%)							
2014	8.5	5.5	8.5	6.9	4.6	6.8	6.3
2015F	7.5	5.1	8.0	6.5	5.0	5.6	10.4
2016F	8.1	5.5	8.1	6.9	5.3	5.8	10.1
지배주주지분 순이익							
2014	7,347	2,994	3,422	434	48	275	61
2015F	6,706	2,906	3,008	441	158	240	90
2016F	7,394	3,428	3,525	476	194	306	98
EPS(원)							
2014	33,353	7,385	35,158	16,760	5,061	2,579	4,262
2015F	29,260	7,170	30,896	16,224	16,816	2,251	6,233
2016F	32,086	8,458	36,209	17,511	20,679	2,870	6,787
P/E(배)							
2014	5.1	7.1	6.7	10.5	36.3	18.8	9.9
2015F	5.6	7.9	8.1	8.1	9.1	20.4	11.6
2016F	5.1	6.7	6.9	7.5	7.4	16.0	10.6
P/B(배)							
2014	0.8	0.9	1.0	1.7	1.6	3.2	1.1
2015F	0.7	0.9	0.9	1.1	1.0	2.8	1.6
2016F	0.7	0.8	0.8	1.0	0.9	2.5	1.4
ROE(%)							
2014	13.4	14.0	15.8	17.0	n/a	17.7	11.2
2015F	11.1	12.4	12.3	14.4	12.9	14.3	14.5
2016F	11.1	13.2	12.8	13.6	13.2	16.6	13.8

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

게임의 법칙은 바뀌고 있다

바뀌고 있는 게임의 법칙

금융 위기 이후 글로벌 OEM 들은 경쟁심화 극복을 위해 지속적으로 R&D 비용을 늘려 왔습니다. 그 와중에서 터진 디젤 게이트는 자동차 산업 내 패러다임 변화를 가속화 시키는 촉매제가 되고 있습니다. 최근 열린 도쿄 모터쇼에서는 상당수의 OEM 들이 이를 반영하듯 EV 와 FCEV 까지 예상 모델들을 내놓았습니다.

완성차 산업의 cost inflation 가속화

미국과 유럽에서는 완성차 업체들에 대해 2020 년까지 CO₂ 배출량을 평균 약 34g/km 가량 줄이는 것을 의무화 하고 있습니다. 이를 숫자로 계산해보면 전세계 완성차 산업은 2020 년 까지 약 6 조원에 해당하는 비용 부담을 지게 되는 셈입니다. 하지만 더 중요한 건 그 이후에 더욱 강화되는 환경 규제입니다. 기존 내연기관 기반의 구동 시스템으로는 부담이 불가능하게 되는 구간입니다. 따라서 전장 기반의 차량으로의 패러다임 변화는 구조적으로 불가피할 것으로 보입니다.

패러다임의 변화와 충격, 그리고 새로워진 게임의 법칙

경쟁은 또다른 시장구도를 형성한다

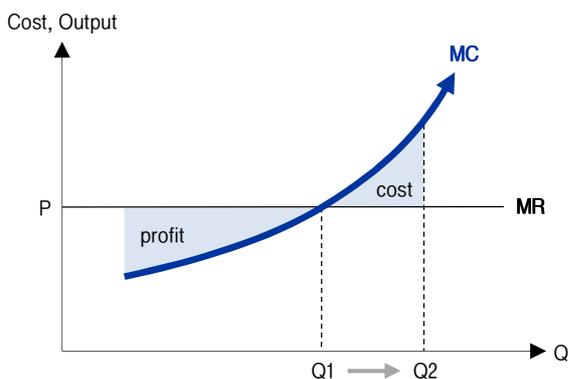
완전경쟁 시장으로 진입하고 있는 자동차 산업

지난 반세기 동안 독일과 미국, 그리고 일본 업체들을 중심으로 과점체제를 유지해 왔던 자동차 산업은 각 국가가 제시하고 있는 CO₂와 NOx 배출량 규제에 맞춰 나가기 위해 연비 경쟁을 하기 시작했다. 특히 이 과정에서 지난 5년간 자동차 산업의 주요메이커들은 ICE 기반의 극심한 경쟁구도를 이루게 되는데, 대부분 R&D투자를 확대하는 과정에서 생산량(Q)은 증가하나 그에 따른 한계비용(Marginal Cost) 역시 함께 증가하는 현상이 나타나게 되었다.

뿐만 아니라 중국에서는 VW, GM등 서방의 우수 자동차 업체들과 10년~15년 이상 JV구도를 형성해 온 로컬업체들의 기술독립이 빠르게 일어나고 있어 연간 3% 내외의 성장에 그치는 자동차 산업내에서 player들만 많아지고 있는 상태다. 완성그룹과 같이 부품만 공급하던 업체들이 이제는 완성차 산업에도 같이 뛰어드는 경우도 생기고 있음을 감안하면 분명 경쟁은 가속화 되고 있는 형국이다.

패러다임의 변화가 가속화 되는 구간에서 ‘기존’의 방식과 ‘혁신’의 방식중 선택은 기업의 흥망성쇠를 곧바로 결정할 수 있을 정도로 중요하다. IT산업에서는 ‘혁신’의 방식을 택한 애플이나 삼성전자들은 새로운 산업 생태계를 구축하며 살아남았고, ‘기존’방식을 선택했던 Dell이나 Kodak의 경우 대부분 산업에서 아주 근소한 M/S만 유지한 채 명맥을 유지하고 있는 정도이다. 자동차 산업을 보자. ‘혁신’의 방식을 택한 전기차 업체 Tesla는 이미 작년의 일이지만 그동안 자신들이 등록한 모든 특허를 공개했다. 모두가 같은 기술, 모두가 같은 가격의 자동차를 만드는 완전경쟁 구도가 형성되는 동시에 ‘혁신’이라는 새로운 생태계 구축을 위한 시도가 이뤄진 것이다. 자동차 산업에서는 지난 수십년간 구성된 생태계보다 더욱 치열하면서도 다이내믹한 새시장이 열리고 있다.

그림9 Q 증가를 위해 Cost 부담을 유발 - 완전경쟁 시장 초입의 형태를 띄고 있는 자동차 산업



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 테슬라의 특허공개 - 기술의 공용화는 새로운 생태계 구성을 촉진, 시장을 키우려는 전략



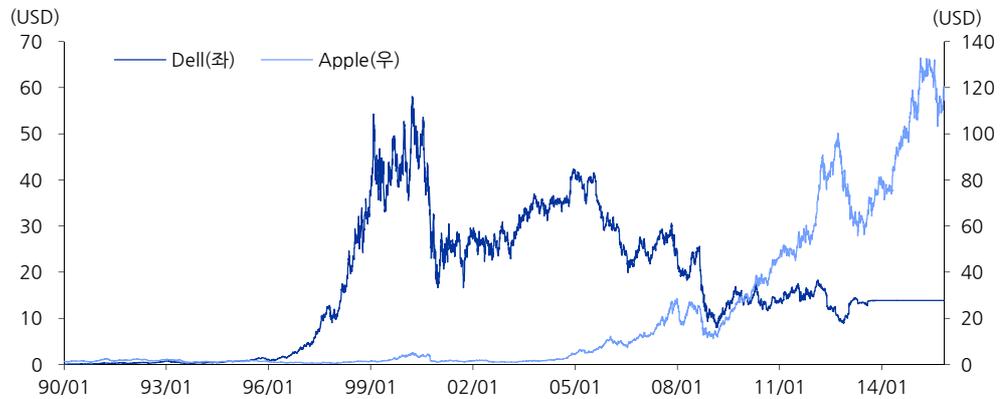
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 패러다임의 변화: 기존 헤게모니 기업과 파괴기업의 예

예시	기존 헤게모니	파괴기업	계기
카메라	코닥	삼성, SONY	디지털 카메라
오디오	삼성, 아이와, 파나소닉	애플	MP3
PC	IBM, Dell	인텔	메모리 반도체
TV	SONY, 삼성	샤오미	패널가격 하락
핸드폰	노키아, 모토로라, 블랙베리	애플, 구글, 삼성	스마트폰
자동차	BIG3, 일본 3사, VW, HMG	테슬라 등	ICE에서 EV로 전환

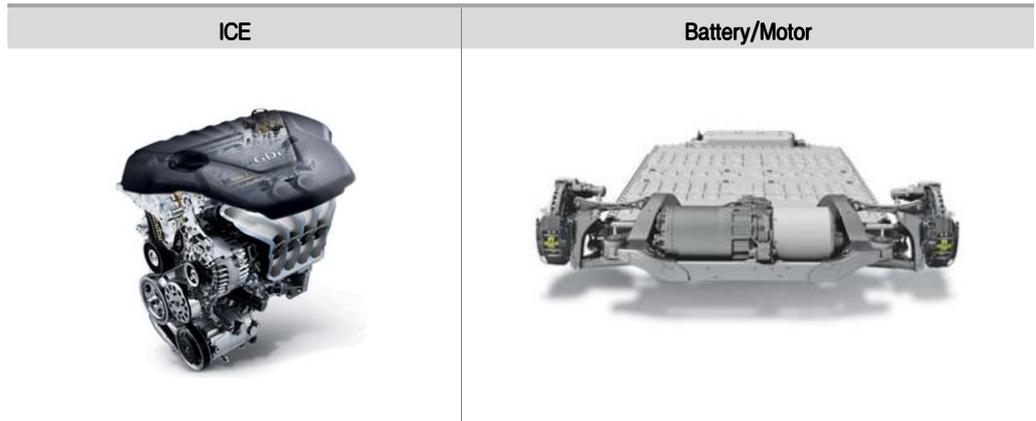
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 패러다임 변화에서 '기존'의 방식과 '혁신'의 방식을 선택한 두 업체



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 패러다임 변화: ICE → Battery/Motor 기반의 구동 형태



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

완성차간의 경쟁에서 촉발된 R&D 전쟁 - 패러다임 가속화의 시발점

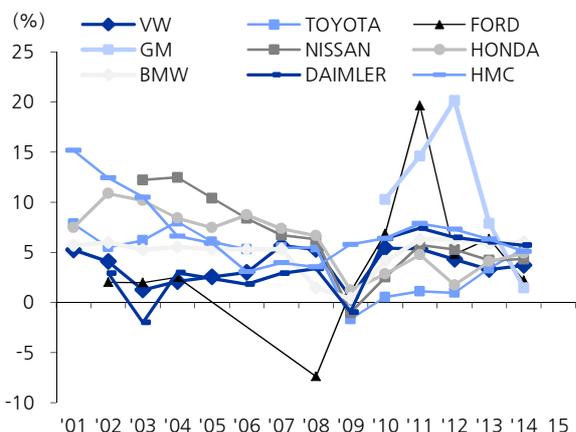
새로운 생태계 형성에 앞서 자동차 산업은 금융위기 이후 풍부해진 유동성을 바탕으로 공격적인 형태의 투자를 취해 왔다. 그러나 경쟁의 과열은 투자금의 훼손으로 이어지고 있는데, 이는 2011년 이후부터 주요 OEM들의 ROIC가 peak-out 하고 있는 모습에서 확인된다. 산업 내 주요 player 수가 적었던 2000년대 초반에는 주요 업체의 평균 ROIC가 7~8%에 달했지만 지금은 대부분 5% 이하에 형성되어 있다.

더 높은 연비, 더 좋은 Safety 시스템, 더 가벼운 차체를 위해 R&D 비용은 매년 치솟는 반면 그에 따른 차량 가격은 올라가지 않았다. 겉으로 보기에는 Platform 통합 등 혁명에 가까운 제조기법을 통해 대량생산 체제를 갖추어 높은 수익성 창출이 가능한 것으로 나타났지만 실제 나타난 이익개선의 폭은 혁명적이지 않았다. MQB로 유명한 폭스바겐그룹의 폭스바겐 브랜드만 놓고 봤을 때 영업이익률은 현대차와 기아차에 한참 못미치는 4% 내외를 유지하는 상태고, 럭셔리 브랜드인 아우디, 포르쉐 등을 합친 연결기준 실적에서나 현대차와 유사한 8% 수준을 내고 있는 상태다.

2010년 이후 글로벌 OEM들의 인센티브 사용은 지속적으로 증가해 왔다. 특히 GM, Ford, Chrysler등 Big3 업체가 본격적으로 회복되기 시작하면서 업계 전반으로 가격 경쟁이 확산 되었는데, 그 과정에서 형성된 대규모의 현금성 자산은 보다 공격적인 인센티브 사용 전략으로 이어졌던 것이다. 따라서 최근 2년간은 투자금은 급증하지만 매출상승은 그에 한참 못 미치는 현상이 일어난 것이다. 물론 같은 기간에 투자규모의 확대로 자동차 산업 전반적인 기술수준이 비약적으로 발전한 것은 사실이다.

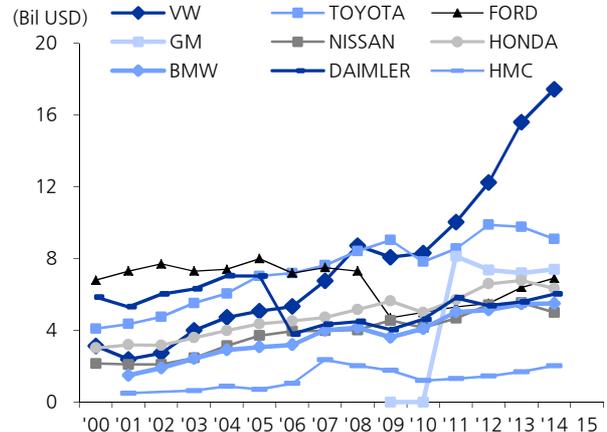
특히 내연기관 기반의 연비개선 기술 등 전반적인 친환경 기술이 크게 발달했다. 미국과 유럽 등 선진국에서 강화하고 있는 CO₂(이산화탄소), NOx(질소산화물) 규제에 대응하기 위해 기존 HEV부터 PHEV/EV뿐만 아니라 각 사별 FCEV 기반의 기술개발은 완료에 가까운 상태가 되었다. 가솔린 터보/디젤 엔진과 전기차 기반의 구동시스템으로 자동차 산업은 양분되어 자동차 산업내 헤게모니는 팽배한 대립구도를 이루게 된 것이다. 그런데 2015년 들어 이러한 대립구도에서 전기차 기반의 구동 시스템으로 패러다임이 가속화 되는 큰 사건이 일어났다. 디젤 게이트가 터진 것이다.

그림13 자동차산업 ROIC - 금융위기 후 다시 하락세



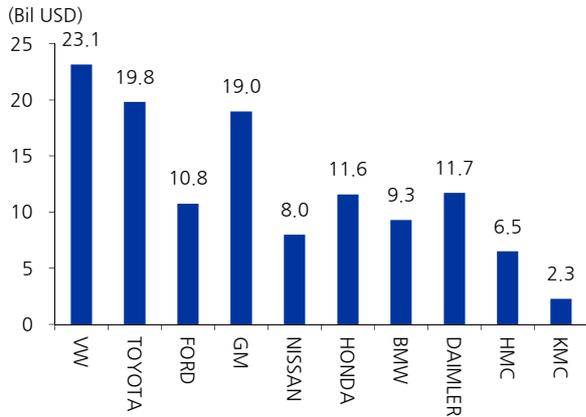
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 그러나 더욱 활발해 지고 있는 R&D 투자 전쟁



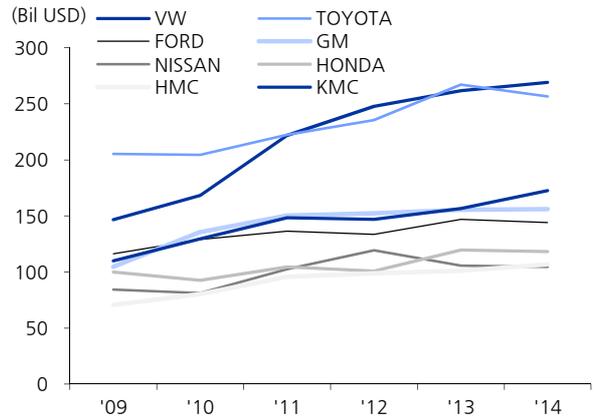
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 막대한 현금 보유량은 가격유지의 여지를 남겨



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 매출액은 R&D 비용만큼 오르지 못하는 상황



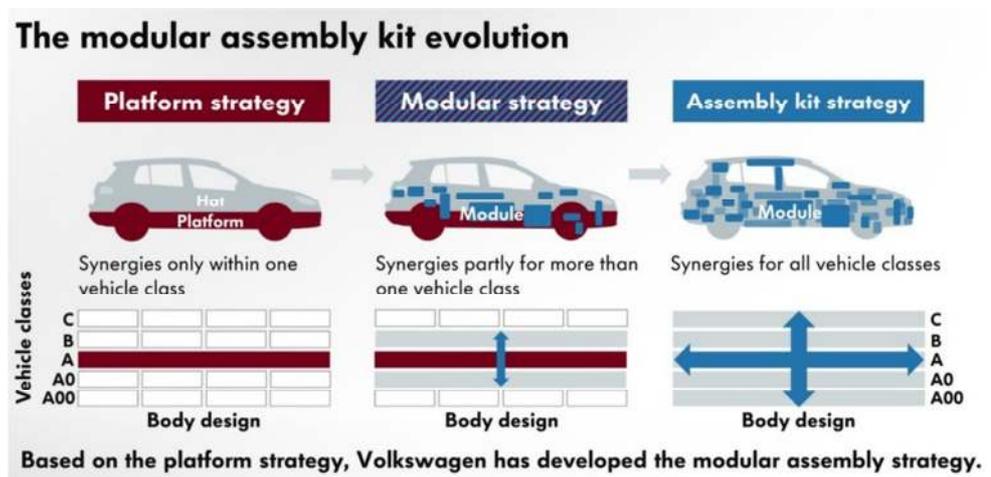
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 주요 업체 R&D 투자 및 현금보유 규모 - 대규모 투자는 요구되나 현금도 더 이상 축적되지 않는 구조

(Bil USD)		VW	TOYOTA	FORD	GM	NISSAN	HONDA	BMW	DAIMLER	HMC	KMC
R&D EXP	2009	8.1	9.0	4.7	0.0	4.6	5.6	3.6	4.0	1.8	0.6
	2010	8.3	7.8	5.0	0.0	4.2	5.0	4.1	4.6	1.2	0.8
	2011	10.0	8.5	5.3	8.1	4.7	5.7	5.0	5.8	1.3	0.9
	2012	12.2	9.9	5.5	7.4	5.4	6.6	5.1	5.4	1.4	0.9
	2013	15.6	9.8	6.4	7.2	5.5	6.8	5.5	5.6	1.7	1.1
	2014	17.4	9.1	6.9	7.4	5.0	6.3	5.5	6.0	2.0	1.2
현금 및 현금 등가물	2009	29.4	24.6	20.9	22.7	6.4	6.9	11.1	14.0	7.2	2.0
	2010	25.0	20.0	14.8	21.1	8.6	12.0	9.9	14.6	5.5	1.4
	2011	23.7	25.1	17.1	16.1	12.1	15.4	10.1	12.4	5.4	2.0
	2012	24.4	20.3	15.7	18.4	9.3	15.1	11.0	14.5	6.4	1.8
	2013	32.0	18.2	14.5	20.0	6.4	12.8	10.6	15.2	6.5	2.2
	2014	23.1	19.8	10.8	19.0	8.0	11.6	9.3	11.7	6.5	2.3

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 Modular 전략 - 플랫폼을 뛰어넘어 모듈당 최대 40 개 차종까지 생산가능



자료: Volkswagen, 이베스트투자증권 리서치센터

디젤 게이트: 모든 것을 바꾸게 된 사건

어디부터 잘못된 것인가

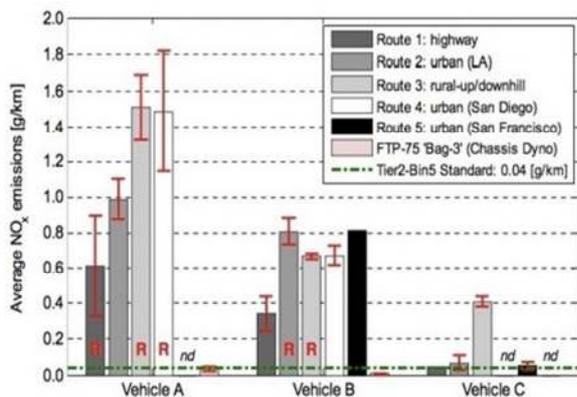
2015년 9월, 전세계 최고의 자동차기술을 갖춘 것으로 알려진 자동차회사인 폭스바겐이 불법 소프트웨어를 장착해 배기가스 배출량을 속여왔음을 시인했다. 폭스바겐은 불법 소프트웨어가 탑재된 2015년 이전 생산된 모델 Golf, Jetta, Passat, A3등 주요 모델에 대해 판매중단에 들어갔다. 'Clean diesel' 이라는 기술로 2000년대 중반 이후 미국시장 점유율 확대에 큰 기여를 했던 디젤엔진 기반의 시스템이 그동안 거짓이었음이 밝혀지는 순간이었다. 특히 EPA는 West Virginia University의 연구결과 폭스바겐의 해당모델이 미국의 배출가스 허용치인 0.04g/km를 최대 약 40배까지 넘어갔음을 밝혀 디젤 엔진에 대한 불신을 커져만 갔다.

폭스바겐이 불법 소프트웨어를 써 가면서까지 판매를 했던 것은 크게 두가지 이유다. 첫째로 배출가스 규제가 미국이 유럽보다 높아 디젤 기반의 파워트레인 기술투자로 방향을 잡아왔던 폭스바겐 입장에서는 미국시장에서의 판매확대를 위한 새로운 방법이 필요했다. 그 방법으로 배출가스 발생량 검사시와 실제 주행시 발생하는 NOx(질소산화물)를 조절할 수 있는 소프트웨어를 탑재한 것이다.

둘째로는 유로5모델까지 폭스바겐은 배출가스 저감장치로 LNT(Lean NOx Trap)를 사용해 왔는데, 미국의 배출가스 규제인 Bin5 규제를 맞추기 위해 선택적 촉매가스 기술인 SCR(Selective Catalyst Reduction)의 탑재가 필수적이기 때문이다. LNT외에 SCR을 추가로 탑재하게 될 경우 공간적 제약과 가격 상승(\$450~\$500), 주기적인 요소수(Urea) 주입이 지속적으로 필요하기 때문에 공격적인 시장침투를 위해서는 이와 같은 편법을 쓸 수 밖에 없었던 것이다.

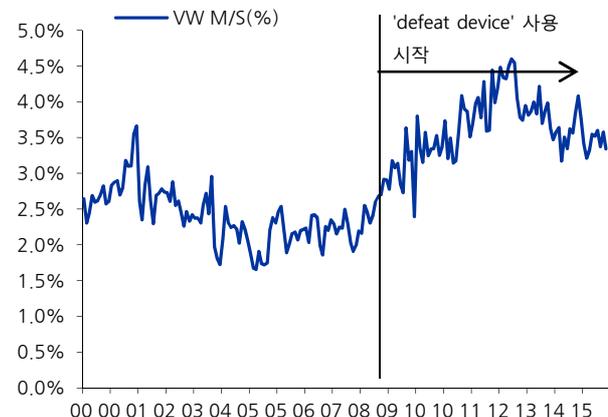
폭스바겐의 디젤 게이트 사건은 따라서 그 사건 자체보다는 앞으로 미치는 영향에 대해 좀더 포괄적인 관점에서 접근해야 한다. 단기적으로는 시장에서의 M/S 변화, 폭스바겐의 벌금 부담 상환능력, 그리고 경영진의 전략적 방향 전환 등이 단기적으로는 경쟁업체들의 주가변동에 영향을 미칠 수 있고 중장기적으로는 이번 사건으로 인해 더욱 빠르게 진행되는 자동차 산업의 패러다임 변화가 수면위로 떠오를 것이다.

그림18 NOx 최대 허용치를 40 배까지 넘어선 VW



자료: West Virginia University, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 '09년 이후 급격하게 증가한 VW의 미국 M/S



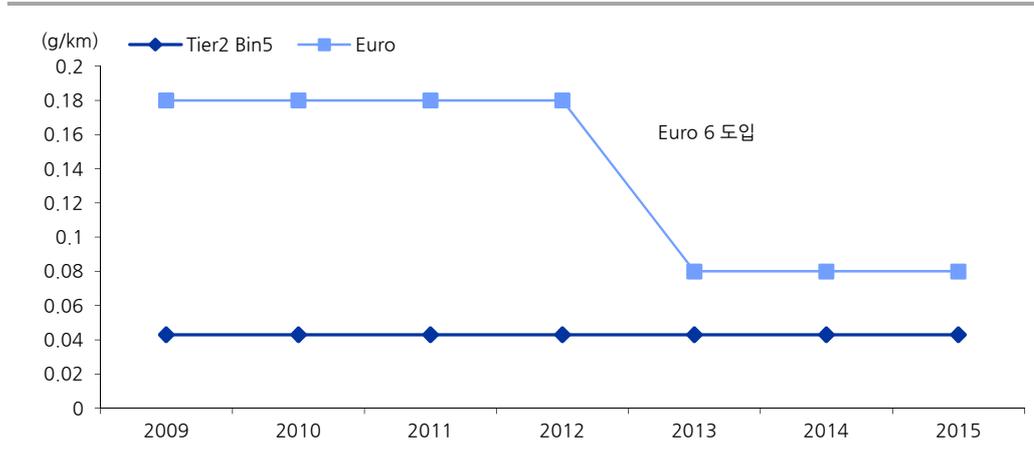
자료: Wards Auto, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 미국 EPA의 Tier2 배기가스 규제 단계 - 2009년 이후 Bin5를 적용중

구분 (g/mi)	NOx	NMOG	CO	PM	HCHO
Bin 1	-	-	-	-	-
Bin 2	-	-	-	-	-
Bin 3	-	-	-	-	-
Bin 4	-	-	-	-	-
Bin 5	0.05	0.075	3.4	-	0.015
Bin 6	0.08	0.075	3.4	-	0.015
Bin 7	0.11	0.075	3.4	-	0.015
Bin 8	0.14	0.100 / 0.125	3.4	-	0.015
Bin 9	0.20	0.075 / 0.140	3.4	-	0.015
Bin 10	0.40	0.125 / 0.160	3.4 / 4.4	-	0.015 / 0.018
Bin 11	0.60	0.195	5	-	0.022

자료: EPA, 이베스트 투자증권 리서치센터

그림20 EURO와 미국 Tier2 bin5의 질소산화물 허용치 비교 - 미국이 상대적으로 엄격



자료: EPA, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 유럽 배기가스 규제 시스템 - 상대적으로 미국에 비해 약해

(g/km)		EURO1	EURO2	EURO3	EURO4	EURO5	EURO6
가솔린	HC+NOx	0.97	0.5	-	-	-	-
	HC	-	-	0.2	0.1	0.1	0.1
	NOx	-	-	0.15	0.08	0.06	0.06
	CO	2.27	2.2	2.3	1	1	1
디젤	HC+NOx	0.97	0.7	0.56	0.3	0.23	0.17
	NOx	-	-	0.5	0.25	0.18	0.08
	CO	2.27	1	0.64	0.5	0.5	0.5
	PM	0.14	0.08	0.05	0.025	0.005	0.005

자료: EU, 투자증권 리서치센터

표6 디젤게이트 스캔들 - 미국내 폭스바겐 리콜 대상차종 판매추이

차종 (대)	연식	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
파사트	2012~2015	11,138	12,497	22,835	117,023	109,652	96,649	63,736
제타	2009~2015	108,427	123,213	177,360	170,424	163,793	160,873	97,465
골프	2010~2015	1,211	13,426	17,839	24,571	17,621	16,313	32,951
비틀	2012~2015	19,162	16,537	6,468	29,174	43,134	28,038	19,066
A3	2010~2015	3,874	6,558	6,561	7,205	857	22,087	26,972
소계		143,812	172,231	231,063	348,397	335,057	323,960	240,190
VW그룹 총 합		316,997	392,986	470,986	612,110	607,071	592,492	447,789
미국시장 총 합		10,704,270	11,590,207	12,778,940	14,472,589	15,594,472	16,503,707	13,021,034
문제차종의 미국내 M/S (%)		1.3	1.5	1.8	2.4	2.1	2.0	1.8
VW그룹의 미국내 M/S (%)		3.0	3.4	3.7	4.2	3.9	3.6	3.4

자료: Wards Auto, 이베스트투자증권 리서치센터

표7 VW 벌금 예상치

항목	금액 (억달러)
리콜 대수 (만대)	1,100
SCR 장착비용 (달러/대)	2,000
SCR 총 교체비용	220
EPA 벌금	180
최소 발생비용	400
기타 발생 가능 비용	NA
소송비용	NA
타 국가별 벌금	NA
미 온실가스 포인트 차감	NA
독일 일간지 '빌트' 추정액 (억유로)	650

자료: EPA, 언론종합, 이베스트투자증권 리서치센터

표8 주요 업체별 배기가스 저감장치 사용현황-유로 6 이전 LNT 사용한 VW

업체	배기가스 저감장치	비고
현대 기아	EGR, LNT	내년부터 2,000cc 이상 신차는 모두 SCR로 교
BMW	LNT, SC	2,000cc 이하 모델에 LNT 사용
PSA	SCR	
벤츠	EGR, SCR	일부 소형모델에만 EGR 사용
GM	LNT, SCR	
VW	LNT, SCR	유로 6 이후 SCR로 교체

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

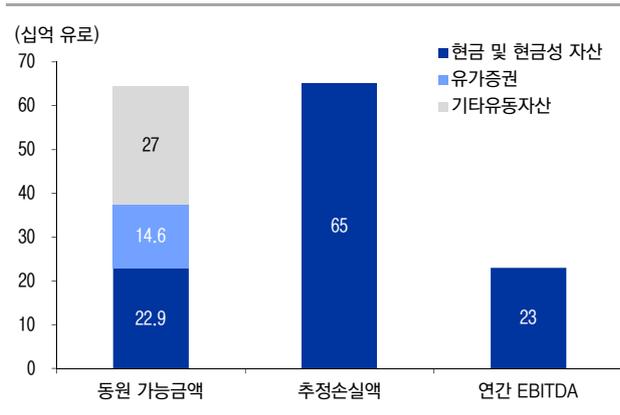
폭스바겐 스토리 그 이후 - 단기에 끝날일은 아니나 중장기 회복은 가능하다

결국 시장의 관심사는 폭스바겐 그룹의 생존 가능성이다. 단순히 생각을 해봐도 폭스바겐의 몰락은 경쟁업체인 현대차그룹의 장기 수혜로 거듭날 수 있기 때문이다. 우리는 폭스바겐이 단기적으로는 재무부담이 다소 생길수 있으나 중장기 관점에서 큰 훼손은 일어나지 않았다고 생각된다. 두가지 관점에서 볼 수 있다. 첫째는 손실규모와 폭스바겐의 현금성 자산이다. 2015년 3분기 기준으로 폭스바겐이 현재 보유하고 있는 동원가능한 자산 규모는 약 645억 유로다. 겉으로만 봤을때 이는 각종 언론기관이 추정하고 있는 총 추정손실액인 650억 유로와 유사한 수준이라서 폭스바겐의 핵심 유동자산이 한순간에 사라질 것처럼 보일 수 있다. 하지만 Toyota나 GM등 기존에 있었던 사상 초유의 리콜사건들과 비교해 봤을 때 사건과 관련된 손실금액은 장기간에 걸쳐 납부되기 때문에 실질적으로 장부에 위협을 가하게 되지는 않을 것이다.

둘째로 폭스바겐은 막대한 투자를 통해 대부분 EV 관련 선도적인 기술들을 완성시킨 상태로, 이를 이미 MQB architecture를 통해 powertrain을 diesel 기반에서 EV기반으로 전환이 가능한 상태다. 특히 윈터콘 회장 후임으로 CEO에 오른 마티아스 뮐러 회장은 기존의 디젤기반 계획을 대부분 철회하고 기존의 MQB 플랫폼을 Hybrid/ Plug-in hybrid 기반으로 전환할 계획임을 언급했고, 전 브랜드가 공유게 되는 전기차 전용 플랫폼인 MEB toolkit의 개발 계획을 밝혔다.

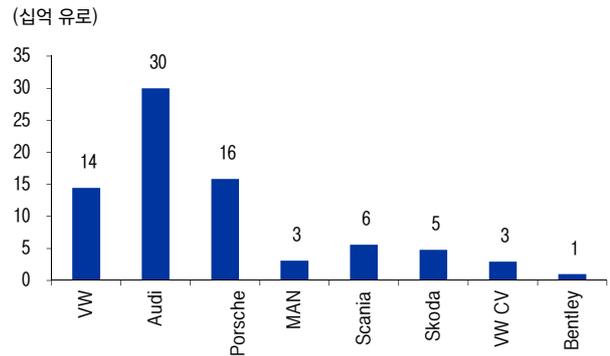
한편 일각에서 나오고 있는 자회사 매각설은 폭스바겐 그룹의 유동성 위기에 대한 우려를 더욱 불식시킬 수 있다. Man, Scania, VW CV등은 모두 상용차 브랜드 들로 이들의 매각을 통해 VW그룹을 슬림화 시키는 한편 전사 수익성이 개선될 수 있다. 업체별로 추산되는 순이익에 글로벌 완성차 업체 평균 P/E인 8x를 적용시 최소 4조원에서 7조원에 달하는 현금 유입이 가능하다. 여기에 폭스바겐그룹의 최근 연간 현금 유입은 2014년 EBITDA 기준으로 230억 유로를 기록한 상태여서 이 두가지만 보더라도 2년에서 최대 3년간 발생하게 되는 벌금은 막을 수 있다.

그림21 VW의 보유 현금과 현재까지 누적 Fine 규모



자료: Volkswagen, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 VW 브랜드별 기업가치 추정 - 각 사별 P/E 8x 수준 반영시 시가총액



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 폭스바겐 그룹 브랜드별 손익

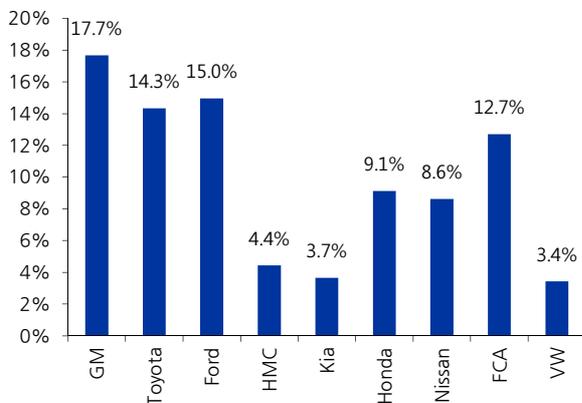
(백만 유로)	매출액		영업이익		영업이익률(%)		추정 순이익	
	2014	2015(YTD)	2014	2015(YTD)	2014	2015(YTD)	2014	2015(YTD)
총계	177,9540	128,038	14,8920	12,315	8.4	9.6	10,847	3,827
Automotive	160,258	126,657	13,190	10,934	8.2	8.6	9,607	3,398
Volkswagen	68,396	53,848	2,476	2,229	3.6	4.1	1,803	693
Audi	36,105	28,625	5,150	4,024	14.3	14.1	3,751	1,250
Porsche	15,727	15,126	2,718	2,546	17.3	16.8	1,980	791
MAN	14,092	9,797	527	271	3.7	2.8	384	84
Scania	10,381	7,686	955	748	9.2	9.7	696	232
Skoda	6,144	4,367	817	734	13.3	16.8	595	228
Volkswagen Commercial Vehicles	4,826	3,581	504	313	10.4	8.7	367	97
SEAT	3,412	2,688	-127	12	-3.7	0.4	-93	4
Bentley	1,175	939	170	57	14.5	6.1	124	18
Financial Services	17,696	1,381	1,702	1,381	9.6	100.0	1,240	429
비중(%)	총계	100	100	100	100	100	100	100
	Automotive	90	99	89	89		89	89
	Volkswagen	38	42	17	18		17	18
	Audi	20	22	35	33		35	33
	Porsche	9	12	18	21		18	21
	MAN	8	8	4	2		4	2
	Scania	6	6	6	6		6	6
	Skoda	3	3	5	6		5	6
	Volkswagen Commercial Vehicles	3	3	3	3		3	3
	SEAT	2	2	-1	0		-1	0
	Bentley	1	1	1	0		1	0
	Financial Services	10	1	11	11		11	11

자료: Volkswagen, 이베스트투자증권 리서치센터

단기 수혜 - 세그먼트별 비교시 현대차, 기아차와 경합도 높아

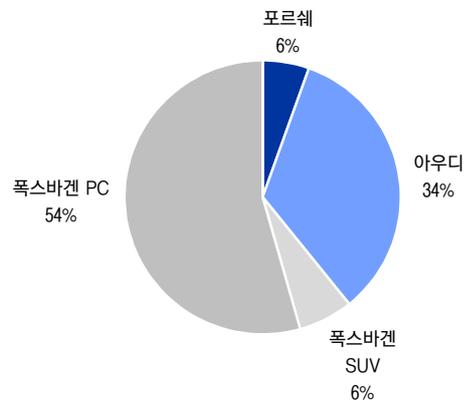
한편 이번 사건을 통해 VW은 당장 해당 소프트웨어 장착 차량은 판매중단에 들어갔기 때문에 일시적으로 판매훼손이 나올 것으로 예상된다. 특히 사건이 불어진 미국에서의 M/S 변화는 단기적으로 완성차 시황에 큰 영향을 미칠 수 있기 때문에 이에 대한 분석은 매우 중요할 수 있다. 우리는 현대차그룹이 단기적으로 VW의 판매감소시 나타날 수 있는 수혜의 폭이 경쟁업체 대비 클 것으로 예상된다. 통상적으로 한국산 자동차는 일본업체와 경쟁구도가 높은 것으로 알려져 있다. 그러나 Toyota와 Nissan의 경우 승용차 외에 pick-up 트럭 라인업을 이미 확보한 상태이다. Pick-up 트럭의 대당 마진이 승용차 대비 높은 점을 감안시 모든 라인업이 승용차와 중소형 SUV에 집중된 현대차 기아차가 이익의 '질' 관점에서 반사수혜가 가장 크게 나타날 수 있다는 판단이다.

그림23 VW의 미국내 M/S 구도 (2015년 YTD 기준)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 VW 미국내 판매 비중 (2015년 YTD 기준)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표10 미국 시장에서 각 사의 세그먼트별 주요 차종 및 판매비중 - 현대차와 경합도 높아

구분	VW	Chevrolet	FORD	Toyota	Nissan	Hyundai	Kia
A	Polo	Spark					
B	Golf	Sonic	Fiesta	Yaris	Versa	Accent	Rio, Soul
C	Jetta	Cruze	Focus	Corolla	Sentra	Elantra	Forte
D	Passat	Malibu	Fusion	Camry	Altima	Sonata	Optima
E	CC	Impala	Taurus	Avalon	Maxima	Azera	Cadenza
Minivan				Sienna	Quest		Sedona
SUV small		Trax	Escape		Rogue	Tucson	Sportage
SUV medium	Tiguan	Equinox	Edge	Rav4	Murano	Santafe	Sorento
SUV large	Touareg	Traverse	Explorer	highlander	Pathfinder		
Full-size SUV		Tahoe Suburban	Expedition	Sequoia Land Cruiser	Armada		
Truck			F-150 Transit Super Duty	Tacoma Tundra	Frontier Titan		
2015년 YTD 전체 판매 계	447,789	2,299,332	19,435,536	1,861,258	1,111,735	578,190	475,980
2015년 YTD 전체 판매 B~D	215,459	352,598	449,207	617,852	290,903	400,267	314,562
B~C 판매비중(%)	48	15	2	33	26	69	66

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표11 폭스바겐 디젤게이트의 이벤트

일시	사건
2006	유럽시장에서 처음 'Blue Motion'이라는 이름으로 폴로 모델 출시
2008	미국시장에 'Blue Motion' 기술을 이용한 Jetta TDI 2.0L 모델 출시
2013-02	ICCT, 실험과 실제 주행시 배기가스 배출량이 다른점을 발견, 웨스트 버지니아 대학에 연구 맡김
2014-05	웨스트버지니아 대학은 ICCT와 EPA에 VW 배출가스 차이에 대한 검사결과 제출
2014-12	VW은 50만대가량 미국에서 소프트웨어 패치 업그레이드를 위해 리콜 실시
2015-07	CARB는 EPA에 VW의 배기가스 기준이 맞지 않는 사실을 보고
2015-09-01	EPA는 2016년형 TDI 모델에 대해 미국시장 판매를 전면 중단
2015-09-03	VW은 'defeat' 소프트웨어 탑재에 대해 인정
2015-09-18	EPA는 VW의 소프트웨어 탑재에 대해 공식적으로 발표
2015-09-18	EPA는 VW에게 EA 189엔진이 탑재된 파사트, 제타, 골프, 비틀, A3 48.2만대에 대해 리콜 요청
2015-09-22	VW는 글로벌리 1,100만대에 'defeat' 소프트웨어가 탑재된 EA189엔진이 장착되었음을 시인
2015-09-22	3분기에 6.5조 유로의 총당금을 설정
2015-09-23	VW의 윈터콘 회장 사임
2015-09-25	VW의 새 회장으로 마티아스 뮐러 선임
2015-10-07	마티아스 뮐러, 내년 안에 배출가스 조작 차량 전량 리콜할 계획임을 언급
2015-10-12	VW, 중국서 1,950대 리콜
2015-10-13	VW, 연도별 투자예산 10억 유로씩 감축
2015-10-15	독일 자동차 감독 당국, VW에 배출가스를 조작한 디젤차 전량을 리콜하라고 강제 명령
2015-10-16	VW, EU 전역서 850만대 리콜
2015-10-24	한국 구매자들 12.5만명, 미국 LA연방지방법원에 소송
2015-10-25	VW, 디젤차 부정조작 비용이 300억유로원을 넘을 것으로 전망
2015-10-28	3분기 영업손실로 34억 8천만 유로 기록
2015-10-28	뮐러 회장, 다섯가지 단기 계획 발표 - 지원, 조사, 재판, 경영개선, 전략 2025 업그레이드
2015-10-29	하버드와 MIT, 질소산화물 과다발생으로 미국인 60명의 수명이 길게는 20년까지 줄 것으로 예상
2015-10-31	메르켈 총리, Made in Germany라는 브랜드가 손상을 입은 건 아니라고 주장
2015-11-03	포르쉐 등 3,000CC급도 배출가스장치 조작 발표
2015-11-03	유럽투자은행 총재, 폭스바겐 대출금 회수 검토

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

완성차 산업의 비용 inflation 현상 부각될 것

가솔린 엔진 다운사이징으로 방어하기에는 너무나도 타이트한 현실

문제는 지금부터다. 디젤 엔진의 약점이 부각된 지금 대부분의 글로벌 OEM들은 가솔린 엔진으로의 빠른 전환을 할 것이다. 하지만 각국의 CO₂ 배출량 규제는 매년 가파르게 강화되고 있기 때문에 이에 이에 대응하기 위한 OEM들의 비용은 매년 증가할 수밖에 없다. 더군다나 최근 자동차 산업에서 나타나고 있는 경쟁강도는 그 어느때보다도 치열해 연비규제에 대응하기 위해 사용되는 비용을 자동차 가격 인상으로 반영 유무는 해당 OEM의 시장 경쟁력으로 직결될 것이다.

가솔린 엔진의 경우 연비는 CO₂ 배출량과 거의 비례한다. 휘발유는 특성상 연소후 HC(탄화수소)와 CO(일산화탄소), 그리고 CO₂ (이산화탄소)가 주로 발생하는데, 이중 실제 연비는 CO₂ 배출량과 거의 일치하는 상관관계를 보인다. 따라서 각국의 CO₂ 배출량 규제를 맞추기 위해서는 가솔린 엔진의 연비개선이 필수적이다.

이를 다시 큰 두개의 카테고리로 생각해보면 답은 i)엔진의 성능개선 ii)차체 경량화로 크게 두가지로 나눌 수 있다. 그 중 당장 비용적인 한계가 높은 차체 경량화 보다는 상대적으로 연비효율 효과가 높은 터보차저, DCT, ISG(Idle Stop & Go)의 방식이 현재로써는 많이 쓰여질 가능성이 높는데, 이마저도 제조원가 상승분을 계산해보면 대당 백만원이 넘어가게 된다. 뿐만 아니라 터보차저의 경우 최근 중소형 가솔린 엔진에 대부분 탑재되고 있는 트윈 스크롤형 터보차저 외에도 슈퍼차저, 트윈터보 등이 쓰이게 되면 지속적인 원가상승이 불가피하다. 이는 변속기에서도 마찬가지다. DCT 뿐만 아니라 최근 들어서는 8단 AT, 9단 AT도 같이 상용화 되고 있는데 이 역시 변속기의 물리적인 부피뿐만 아니라 가격의 상승을 동반할 수 밖에 없다.

아래 표를 참조하자. 통상적인 자동차업체가 가솔린엔진을 6기통에서 4기통으로 다운사이징 후 터보차저 탑재와 7단 DCT, A/C 시스템 전환, ISG 탑재까지 가정하게 되면 대당 원가상승이 총 \$600~700까지 상승하게 된다. 그러나 여기에 기타 공임비까지 포함하게 되면 총 \$700~\$800로 상승할 수 있다. 이로 인한 각각의 CO₂ 배출량 개선효과를 더해보면 총 29~30g/km에 이르는데, 환산하게 되면 미국 EPA의 CAFE와 유럽 연합에서 제시하고 있는 standard에 부합하는 수치를 달성하는 수준이다.

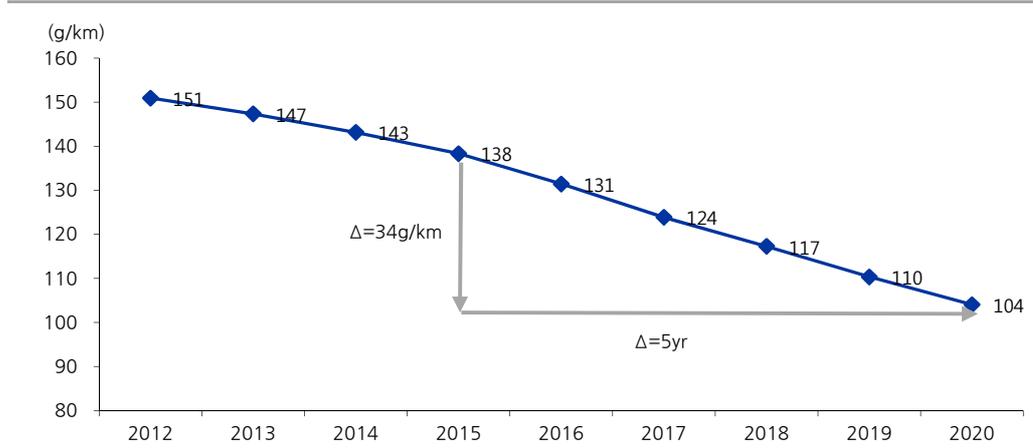
표12 순수 내연기관의 친환경 아이템별 탑재에 따른 CO₂ 배출량 개선효과

Technology	탑재 전 형태	가계변동(\$)	CO ₂ 개선효과(%)
Downsize to I4 DOHC	V6 DOHC	-337	
Downsize to I4 DOHC & add Turbo	I4 DOHC w/o turbo	372	5~7
HCCI	GDI	375	10
7단 DCT - 건식	6단 오토미션	65	5
7단 DCT - 습식	6단 오토미션	139	5
Eco-friendly A/C system		200	9
Stop & Start		398	7.5

자료: EPA, 이베스트투자증권 리서치센터

범위를 완성차 업체 단위로 넓혀보자. 가상의 완성차 업체 A가 현재 2.0L 가솔린 자연흡기 엔진 탑재 차량을 연간 1천만대 생산 한다고 가정해보자(대부분의 D-segment 차량이 이 사이즈의 엔진을 탑재하고 있다). 앞서 언급했던 비용을 적용하면 \$700/대 x 1,000만대 = \$7billion(약 8.4조원)의 순수 제조원가 부담이 발생하는 것으로 계산된다. 이로 인한 CO₂ 배출량 개선효과인 29~30g/km를 5년간 발생하는 비용으로 split하게 되면 연간 약 1.7조원의 비용이 발생하는 구조로 볼 수 있다. A사가 연간 약 200조원의 매출에 6%의 영업이익률이 발생한다고 가정하면 5년간 영업이익률이 5% 초반에 머무를 수 밖에 없는 구조다.

그림25 미국 CAFE 스탠다드와 유럽 NEDC CO₂ 평균 배출 허용치



자료: EPA, ICCT, 이베스트투자증권 리서치센터

이걸 다시 industry-wide 관점으로 시야를 넓혀 8천만대로 적용해 보면, 연간 총 1,600조원의 내외의 배출이 발생하는 것으로 추정해 볼 수 있는데 앞서 가정한 방식대로 제조원가 부담이 발생하게 되면 매년 13.6조원의 비용이 고스란히 증발해 버리는 상태로 이뤄지게 된다. 5년간 지속될 경우 68조원에 해당하는 금액이다.

표13 내연기관으로만 구성할 경우 CO₂ 배출 규제를 맞추기 위한 제조원가 상승분

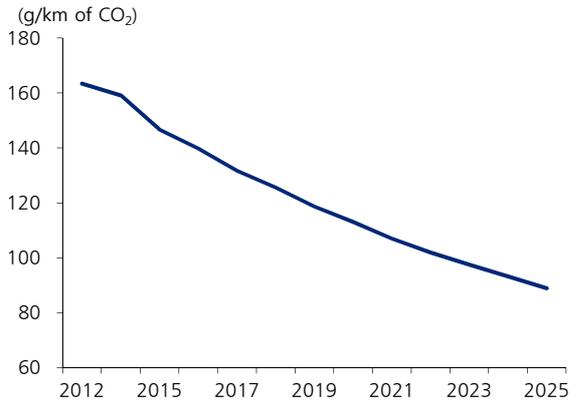
	1대의 경우 (만원)	1,000만대/연 (조원)	Industry-Wide (연 8,000만대) (조원)
CO ₂ 배출량 해소 (g/km)	30	30	30
제조원가 상승분	84	8.4	67.2
제조원가 상승분/연	16.8	1.68	13.4
매출액	2,000	200	1,600
기존 영업이익	120	12	96
OPM (%)	6.0	6.0	6.0
제조원가 상승후 OP	103.2	10.32	82.56
OPM (%)	5.2	5.2	5.2

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

더더욱이 문제가 되는 것은 2020년 이후의 그림 - 얼마 남지 않았다

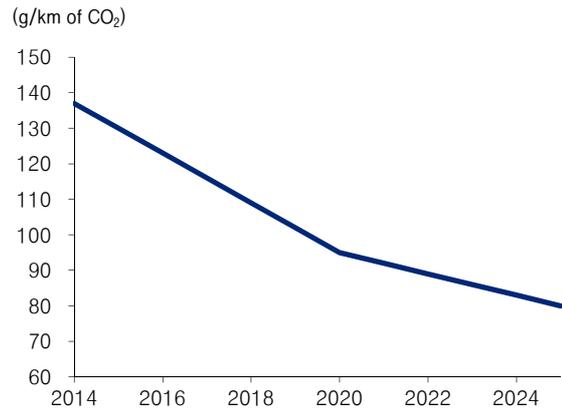
한편 2020년이 지나게 되면 내연기관 기반의 연비개선 장치에 한계가 올 수 있다. 2025년까지 장기적으로 미국과 유럽에서 각각 CO₂배출량 허용치를 80g/km 수준까지 하락하는 것을 요구하고 있고 그 중 미국 EPA는 CAFE Standard에서 CO₂배출량이 0.1mg 초과할 때마다 대당 \$5.5의 penalty를 요구하고 있기 때문이다. 현재 미국에서 판매되는 LF소나타의 평균 31mpg가 2020년까지 그대로 유지된다고 하면, 현대차가 부담하게 되는 금액은 2025년에는 약 4,700억원 수준까지 올라갈 수 있는 상황이다.

그림26 미국 CO₂ 배출량 허용치 추이



자료: EPA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 유럽 CO₂ 배출량 허용치 추이



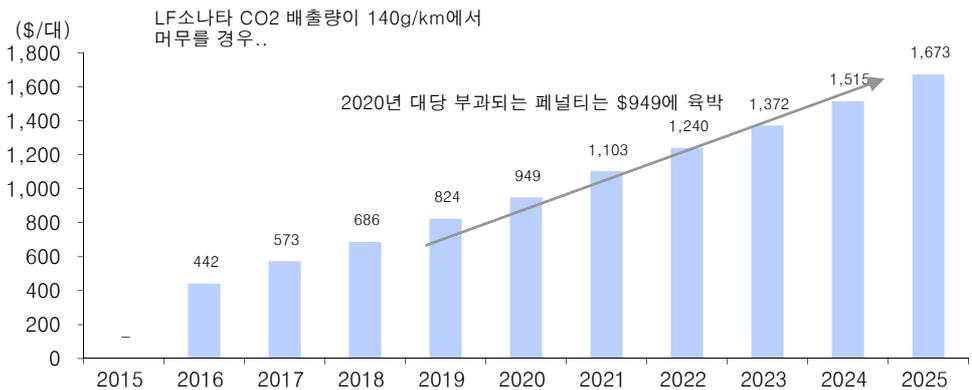
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표14 LF 소나타가 현재 CO₂ 배출량 유지할 경우 발생하는 penalty 추정

(mpg)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
LF 소나타	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31
CAFE의 CO ₂ 타겟	35.6	37.2	39.0	41.4	43.5	46.0	48.3	51.1	53.5	55.9	58.5	61.4
shortfall	4.6	6.2	8.0	10.4	12.5	15.0	17.3	20.1	22.5	24.9	27.5	30.4
Est. Penalties/대(\$)	-	-	442	573	686	824	949	1,103	1,240	1,372	1,515	1,673
24만대 가정(Mil \$)	-	-	106	138	165	198	228	265	298	329	364	401

자료: EPA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 LF 소나타 1 대당 미국에서 연비 미충족 시 부담하게 될 금액

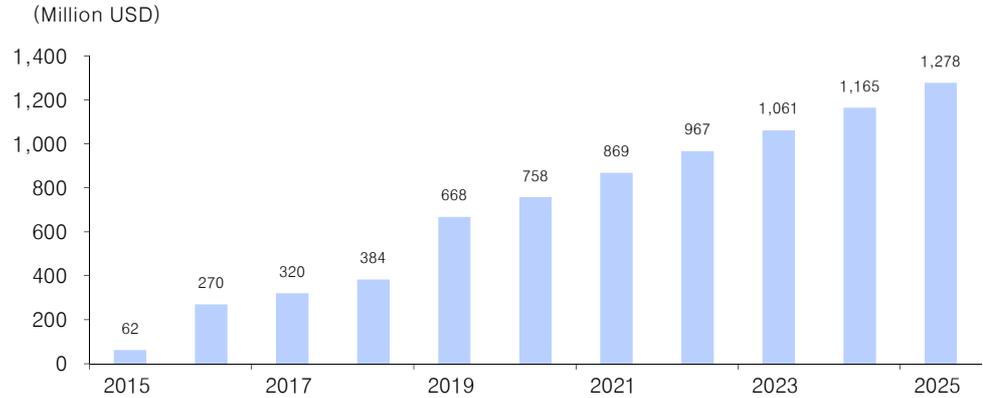


자료: EPA, 이베스트투자증권 리서치센터

한편 LF소나타를 기점으로 대형 세그먼트 및 SUV에서는 대부분 CO₂ target을 만족시키지 못하고 있기 때문에, 전 차종에 대해 부과하게 되는 금액은 더 늘어날 수 밖에 없다. 우리의 추정에 의하면 현대차의 연비가 현재 그대로 유지된다면 2020년에 부과하게 되는 penalty는 7,576억원, 2025년이 되면 1조 2,780억원으로 현실적으로 부담하기에는 불가능한 금액이다.

거기다가 최근의 디젤 게이트 사건으로 질소산화물뿐만 아니라 이산화탄소 배출량 규제 까지 논란을 일으키고 있어 현재 미국과 유럽이 제시하고 있는 2020년 이후의 제한량 수치가 더 강화될 수 있어 위의 금액은 얼마든지 더 커질 가능성이 있다.

그림29 현대차가 미국에서 현재 연비를 유지할 경우 발생하는 부담 총액 추정



자료: EPA, 이베스트투자증권 리서치센터

표15 미국의 CO₂ 타겟과 현대차의 차종별 타겟 충족치 부족분

구분		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
mpg	CO ₂ 타겟	37	39	41	43	46	48	51	54	56	59	61
	mpg											
mpg	엑센트	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31
	아반떼	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33
	벨로스터	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31
	소나타	29	29	29	29	29	29	29	29	29	29	29
	그랜저	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24
	제네시스	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22
	에쿠스	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19
	투싼	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27
	산타페	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21
shortfall	엑센트	6	8	10	12	15	17	20	23	25	28	30
	아반떼	4	6	8	10	13	15	18	21	23	26	28
	벨로스터	6	8	10	12	15	17	20	23	25	28	30
	소나타	8	10	12	14	17	19	22	25	27	30	32
	그랜저	13	15	17	19	22	24	27	30	32	35	37
	제네시스	15	17	19	21	24	26	29	32	34	37	39
	에쿠스	18	20	22	24	27	29	32	35	37	40	42
	투싼	10	12	14	16	19	21	24	27	29	32	34
	산타페	16	18	20	22	25	27	30	33	35	38	40

자료: EPA, 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

자동차

완성차 최후의 승부처 - 친환경차 시장

내연기관 이후의 스토리 - 친환경차 시장

전세계 자동차 시장의 1%에도 못 미치는 전기차 시장은 디젤 게이트를 시작으로 본격적으로 성장하고 있습니다. 특히 전기차 제조원가의 1/3을 차지하는 리튬이온 배터리 가격의 하락이 지속됨에 따라 제조사들의 원가부담이 갈수록 줄어들고 있습니다.

2016년이 되면 GM의 Bolt와 현대차의 AE가 출시되며 친환경차 시장의 빠른 성장을 촉진시킬 것으로 보입니다.

급성장 하고 있는 친환경차 시장과 그 배경

눈앞으로 다가온 2세대 전기차 시장

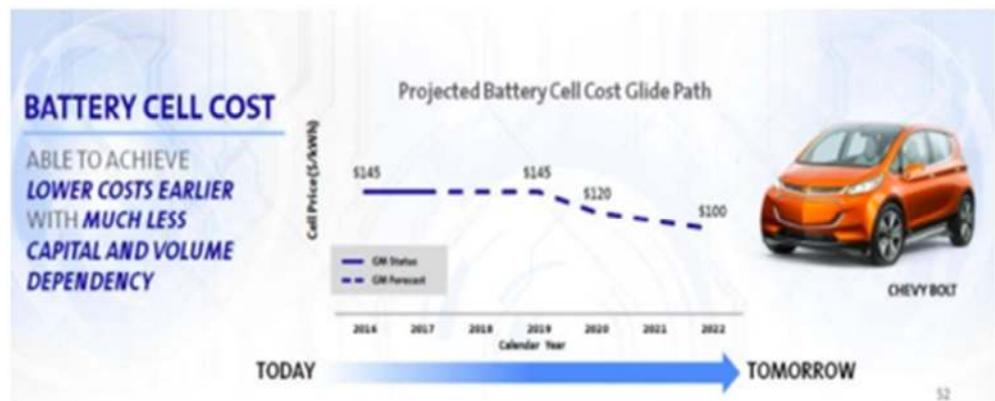
배터리 가격의 하락으로 항속거리 300km의 시대가 예상보다 빨라졌다

전기차 시장은 아직 전세계 자동차 시장에서 차지하는 비중은 1%에도 채 못 미치지만 세계 유수 기관들은 앞으로의 그 성장속도는 폭발적일 것으로 예상하고 있다. 국내 시장의 경우 전기차 보조금이 올해 대당 1,500만원에서 내년부터는 오히려 1,200만원으로 줄어드는 등 다소 실망스러운 모습이나 미국 캘리포니아의 ZEV 크레딧제도와 중국 정부가 최근 검토하고 있는 것으로 알려진 전기차 판매 쿼터제 등을 보면 전기차 시장이 커지는 것은 시간문제에 불과하다. 중국 정부는 최근 공식 발표를 통해 2020년까지 전기차 시장규모를 연간 500만대 수준까지 확대시키겠다는 의사를 밝히기도 한 상태다. 이는 현재 약 2,500만대 수준을 형성하고 있는 총 중국 자동차시장의 20%에 해당하는 규모이다.

그러나 철저한 규모의 경제 하에 대당 이익규모를 바탕으로 수익을 창출하는 전통적인 OEM 입장에서는 아직 인프라가 갖춰지지 않은 시장에 유독 먼저 베팅을 하는 것은 상당한 risk 요인을 동반한다. 테슬라를 제외하고 현재 상업생산이 되고 있는 대부분의 전기차는 1회 충전시 항속거리가 140~150km에 불과한 한편 아직 충전 인프라는 충분하게 갖춰지지 않은 상태이기 때문이다. 그리고 결정적으로 현재 공급되고 있는 자동차용 리튬이온 배터리 가격이 kwh당 \$400에 달하고 있는 점을 감안하면 있는 점을 감안하면 규모의 경제를 형성하기가 쉽지 않다.

하지만 최근에 LG화학이 공급계약을 맺은 GM의 Bolt의 경우를 한번 살펴보자. 언론에 따르면 2016년 4분기부터 GM은 차세대 전기차 Bolt를 생산하게 되는데 LG화학은 여기에 kwh당 \$145라는 파격적인 공급조건을 내걸었다. 현재 시장에서 활발히 공급되고 있는 가격에 비해 절반에도 못 미치는 가격에 공급을 하기로 계약을 한 것이다.

그림30 차세대 전기차 Bolt와 사용되는 리튬이온 배터리 가격 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

차세대 전기차로 불리는 Bolt의 경우 언론보도에 따르면 항속거리가 약 200마일, 즉 320km에 달하게 되는데, 이는 현재 전세계에서 가장 많은 판매고를 올리고 있는 전기차인 닛산 Leaf를 기준으로 계산시 56~57kwh 수준의 배터리가 탑재되어야 함을 의미한다. 즉 최근 출시된 2016MY Leaf에 만약 57kwh 급의 배터리가 \$400/kwh의 가격으로 장착되고 있다고 가정한다면, Bolt의 경우 배터리 가격의 하락에 따라 발생하는 순수 cost saving은 $57kwh \times (\$400 - \$145) = \$14,280$ 로 계산된다. 현재 언론에 노출된 Bolt의 MSRP는 \$37,500으로 닛산 Leaf 2016MY의 \$34,200과 차이가 불과 \$3,300 밖에 나지 않는다.

위의 계산에 따르면 GM은 불과 수년만에 획기적인 원가절감을 통해 기존에 보유하고 있는 유일한 순수EV 라인업인 스파크 EV보다 항속거리가 2배 이상 증가한 획기적인 순수 EV의 생산이 가능하게 되는 것이다. 그러나 현실은 GM 뿐만이 아니라 닛산 역시 2017년에는 1회 충전시 주행거리를 250마일 수준으로 획기적으로 개선시킨 2세대 Leaf 출시를 선언한 상태이다.

최근까지의 언론에 따르면 항속거리가 200마일(320km)가 넘어가는 ‘2세대’ 또는 ‘차세대’라 불리는 전기차 생산은 2016년 말에서 2017년에 걸쳐 본격화 될 전망이다. 물론 앞서 검토했듯이 이는 배터리 가격의 하락으로 인해 소비자 가격의 인상을 동반하지 않을 전망이다. 2017년은 엘론 머스크가 giga factory를 일부 운영하기 시작하며 MSRP가 \$35,000에 불과한 달하는 모델3 생산을 시작하겠다고 언급한 해이기도 하다.

표16 리튬이온 배터리 가격 하락에 따른 주요 EV의 제조원가 하락분 분석

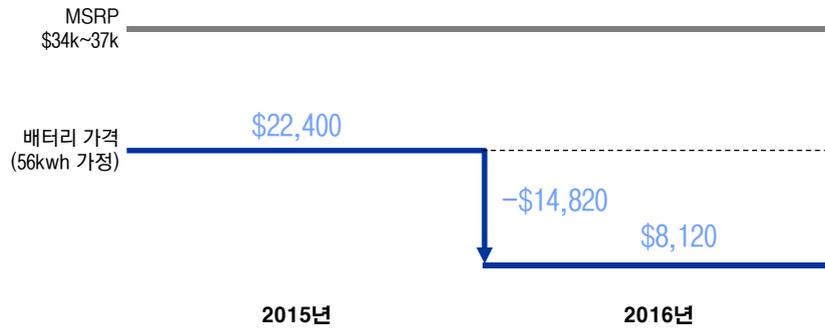
	닛산 리프 1세대 2016MY	소울 EV 2016MY	GM Bolt
MSRP	34,200	31,950	37,500
배터리 용량 (kw)	30	27	56
1회 충전시 주행거리	107	93	200
kw당 주행거리	4	3	4
배터리 가격 (USD/kwh)	400	400	145
배터리 비용 (USD)	12,000	10,800	8,120
리프-볼트 Cost saving			3,880

닛산 리프1세대에 56kwh짜리 배터리를 달 경우

	닛산 리프 1세대 2016MY	리프(56kw 배터리 가정)	GM Bolt
배터리 용량 (kw)	30	56	56
1회 충전시 주행거리	107	200	200
kw당 주행거리	3.6	3.6	3.6
배터리 가격 (USD/kwh)	400	400	145
배터리 비용 (USD)	12,000	22,400	8,120
리프-볼트 Cost saving			14,280

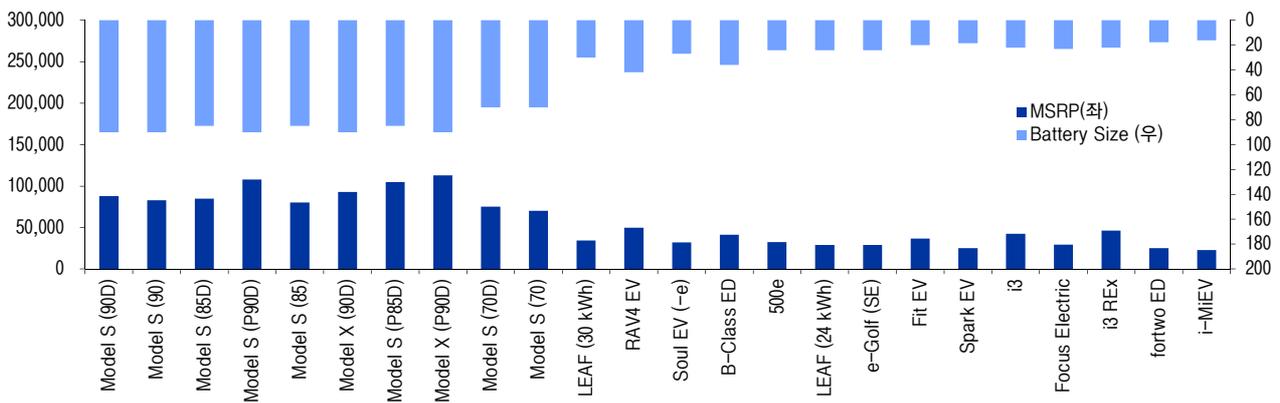
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 리튬이온 배터리 가격 하락에 따른 전기차 원가 절감 가능성 추정



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 미국시장에서 판매되는 PHEV/EV 가격 및 배터리 사이즈



자료: Inside EVs, 이베스트투자증권 리서치센터

표17 미국시장에서 판매되는 PHEV/EV 가격 및 기타 spec 현황

Brand	Model	Base Price (MSRP, \$)	Destination Charge (\$)	Price After Tax credit (\$)	Battery Size (kWh)	EPA EV Range (mi)	Total Range (mi)
Tesla	Model S (90D)	88,000	1,200	81,700	90.0	283	283
Tesla	Model S (90)	83,000	1,200	76,700	90.0	278	278
Tesla	Model S (85D)	85,000	1,200	78,700	85.0	270	270
Tesla	Model S (P90D)	108,000	1,200	101,700	90.0	266	266
Tesla	Model S (85)	80,000	1,200	73,700	85.0	265	265
Tesla	Model X (90D)	93,000	1,200	86,700	90.0	257	257
Tesla	Model S (P85D)	105,000	1,200	98,700	85.0	253	253
Tesla	Model X (P90D)	113,000	1,200	106,700	90.0	250	250
Tesla	Model S (70D)	75,000	1,200	68,700	70.0	240	240
Tesla	Model S (70)	70,000	1,200	63,700	70.0	230	230
Nissan	LEAF (30 kWh)	34,200	850	27,550	30.0	107	107
Toyota	RAV4 EV	49,800	810	43,110	41.8	103	103
Kia	Soul EV (-e)	31,950	825	25,275	27.0	93	93
Mercedes	B-Class ED	41,450	925	34,875	36.0	87	87
Fiat	500e	32,300	900	25,700	24.0	87	87
Nissan	LEAF (24 kWh)	29,010	850	22,360	24.0	84	84
Volkswagen	e-Golf (SE)	28,995	820	22,315	24.2	83	83
Honda	Fit EV	36,625	790	29,915	20.0	82	82
Chevrolet	Spark EV	25,170	825	18,495	18.4	82	82
BMW	i3	42,400	950	35,850	22.0	81	81
Ford	Focus Electric	29,170	825	22,495	23.0	76	76
BMW	i3 REx	46,250	950	39,700	22.0	72	150
smart	fortwo ED	25,000	750	18,250	17.6	68	68
Mitsubishi	i-MiEV	22,995	850	16,345	16.0	62	62
Chevrolet	Volt (2016)	33,170	825	26,495	18.4	53	420
Cadillac	ELR (2016)	65,995	995	59,490	17.1	39	330
Chevrolet	Volt (2015)	34,170	825	27,495	17.1	38	380
Hyundai	Sonata PHEV	-	-	-	9.8	27	605
Audi	A3 Sportback e-tron	37,900	925	34,657	8.8	25	-
Ford	C-Max Energi	31,770	825	28,588	7.6	20	550
Ford	Fusion Energi	33,900	825	30,718	7.6	20	550
Volvo	XC90 T8 Twin Engine	68,100	995	64,510	9.2	17	-
Porsche	Panamera S E-Hybrid	96,100	995	92,343	9.4	16	540
BMW	i8	136,500	950	133,657	7.1	15	330
Porsche	Cayenne S E-Hybrid	77,200	995	72,859	10.8	14	480
BMW	X5 xDrive40e	62,100	995	58,844	9.0	13	-
Honda	Accord PHV	39,780	820	36,974	6.7	13	570
Mercedes	S550e	94,400	925	90,625	8.7	12	-
Toyota	Prius PHV	29,990	825	28,315	4.4	11	540

자료: Inside EVs, 이베스트투자증권 리서치센터

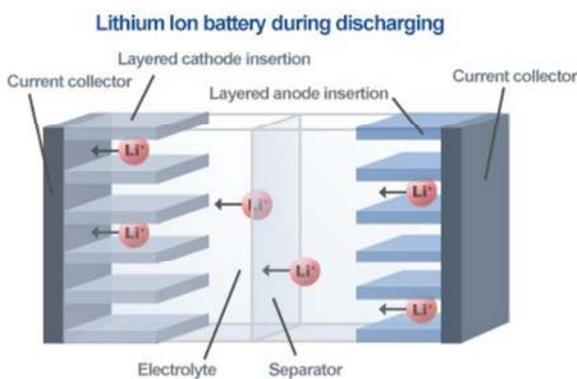
그렇다면 배터리 가격의 하락은 어떻게 가파르게 하락할 수 있던 것일까? 2010년만 하더라도 kwh당 \$1,000에 달했던 자동차용 리튬이온 배터리는 왜 \$145/kwh까지 하락했을까? 이에 대한 해석은 리튬이온 배터리의 성능개선에 대한 요구에서 비롯된다. 전기차는 이산화탄소 배출량이 없고 연료비(전기료)가 적게 들어간다는 점 외에도 내연기관에 가까운 상품 경쟁력을 갖추기 위해서는 1회충전시 주행거리와 내연기관에 준하는 동력성능이 필요하기 때문에 배터리의 성능 개선이 절대적으로 필요하다.

전기차의 항속거리 증가를 위한 방법으로 크게 세가지가 있는데 첫째는 차체 경량화, 둘째로 물리적인 배터리 탑재량 증가, 셋째는 배터리의 용량 증가이다. 이중 첫째는 알루미늄 강판 사용을 제외하고는 대부분 가격 경쟁력이 없고, 둘째의 경우 배터리팩 탑재 개수의 증가는 탑재공간 제약이라는 점이 있어 선택에 있어 한계가 있다. 따라서 세 번째 경우인 배터리 용량 증가가 대부분 업체들의 선택으로 이어진다.

현재 리튬이온 배터리가 쓰이는 가장 대부분의 형태는 graphite(흑연, C)를 음극재 소재로 사용하고 있는데, 이를 실리콘(Si)으로 대체하는 연구가 전세계적으로 빠르게 진행되고 있다. 실제 스마트폰 배터리의 경우 이미 실리콘 음극재의 사용이 활발하게 이뤄지고 있어 자동차용 리튬이온 배터리의 경우 역시 실리콘 음극재의 활발한 사용이 임박한 것으로 보여진다. 이론상 실리콘의 용량은 4,200mAh/g인데 이는 흑연의 용량인 380mAh/g에 비해 약 10배 이상 차이가 난다. 다만 실리콘 소재는 리튬이온전지의 충·방전이 장시간 지속될 때 부피팽창이 일어나는 단점이 아직 극복되지 않아 현재 실리콘 음극재 용량은 약 1,000mAh/g 수준의 용량까지는 상업생산이 가능한 것으로 알려져 있고, 그 이상의 용량에 대해서는 전세계적으로 연구개발이 한창 진행 중이다.

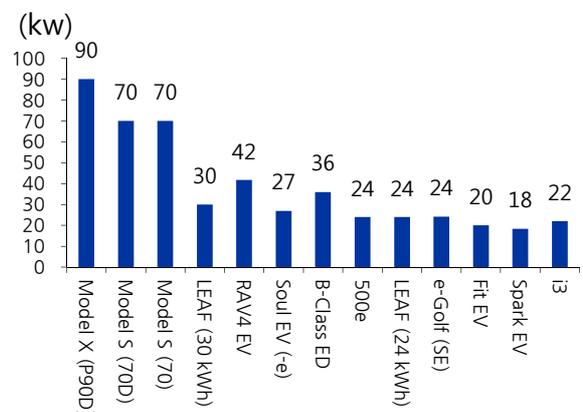
현재 시장에서 폴리머와 각형전지를 기반으로 한 배터리 용량은 대부분 18kwh 에서 40kwh 에 분포되어 있고, 닛산 Leaf의 2016MY는 30kwh에 항속거리가 107마일 수준이다. 2세대 전기차는 완성차 업체들이 항속거리가 대부분 200마일이 넘는 것으로 홍보를 하고 있기 때문에 배터리 용량의 증가는 불가피한데, 자동차의 내부구조 특성상 공간적 제약을 감안하면 음극재 소재로 일부 실리콘이 첨가될 것으로 예상된다.

그림33 리튬이온 전지의 원리



자료: 한온시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 주요 전기차별 배터리 용량



자료: Inside EVs, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 흑연 음극재와 실리콘 음극재 각각의 리튬이온과의 반응 식



자료: Nexeon, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 원소 주기율 표

						helium 2 He 4.0026
	boron 5 B 10.811	carbon 6 C 12.011	nitrogen 7 N 14.007	oxygen 8 O 15.999	fluorine 9 F 18.998	neon 10 Ne 20.180
	aluminium 13 Al 26.982	silicon 14 Si 28.086	phosphorus 15 P 30.974	sulfur 16 S 32.065	chlorine 17 Cl 35.453	argon 18 Ar 39.948
zinc 30 Zn 65.39	gallium 31 Ga 69.723	germanium 32 Ge 72.61	arsenic 33 As 74.922	selenium 34 Se 78.96	bromine 35 Br 79.904	krypton 36 Kr 83.80

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

친환경차 판매가 완성차 이익에 기여하기 시작하는 시점은?

완성차 투자자에게 전기차가 중요한 이유

기존 완성차 메이커의 친환경차 이익 기여도

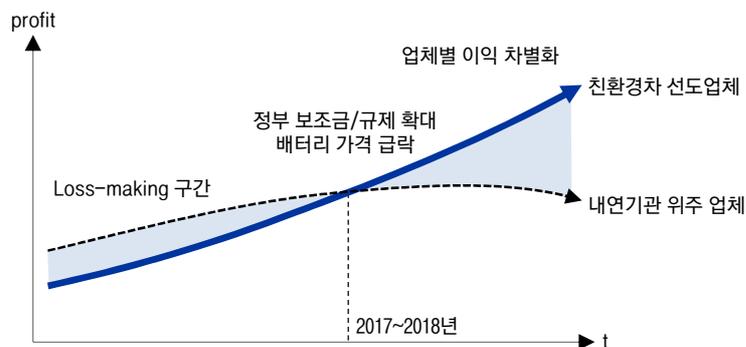
자동차주식 투자자 입장에서 친환경차에 있어서 가장 중요한건 바로 언제쯤 수익이 날 수 있는가 이다. 이는 현재 7차종에 불과한 현대기아차의 친환경차 line-up이 향후 5년간 22개 차종으로 올라서는 과정에서 이익기여가 이뤄지는 시점을 파악하기 위해서 반드시 필요한 과정이다.

앞서 검토해 본 바와 같이 2017년에는 기존 내연기관의 주행거리를 대체할 수 있는 전기차들이 대거 출시될 뿐만 아니라 실제 볼륨 양산이 이뤄지는 시점이다. 전 세계적으로 각국 정부의 보조금이 확대되며 양산을 가속화 시키는 한편 내연기관에 대한 규제는 강력해 질 것이기 때문이다.

한편 전기차 제조원가의 가장 큰 부분을 차지하는 배터리 가격은 하락할 것으로 예상되고 있어 2017~2018년에는 글로벌 OEM 중 친환경차 진출 선도업체들은 손익분기점을 넘어서게 될 것이다. 반면 친환경차 기반의 투자가 늦어지게 되는 업체는 R&D비용 회수가 늦어질 뿐만 아니라 CO₂ 배출기준 미달로 인한 페널티 금액부담도 증가하는 이중고를 겪게 된다.

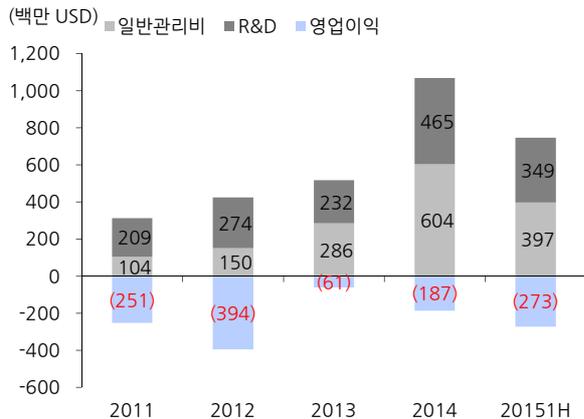
중국의 전기차 업체인 BYD의 경우 이미 2008년부터 자동차 사업부문에서는 영업이익이 흑자로 돌아섰는데, 그 당시 판매대수가 2007년 기록한 8.6만대 대비 2배가량 증가한 17만대다. 한편 테슬라의 경우 아직 대부분의 매출을 모델S에 의존하고 있는데 현재 연간판매 5만대 내외 수준에서 27~28%의 매출총이익률이 발생하고 있다. 다만 배터리 소재 내재화 등의 연구개발비가 2014년부터 급증하기 시작해 영업흑자는 내지 못하고 있는 상태다.

그림37 친환경차 선도업체의 이익곡선 - 2017년이 변곡점



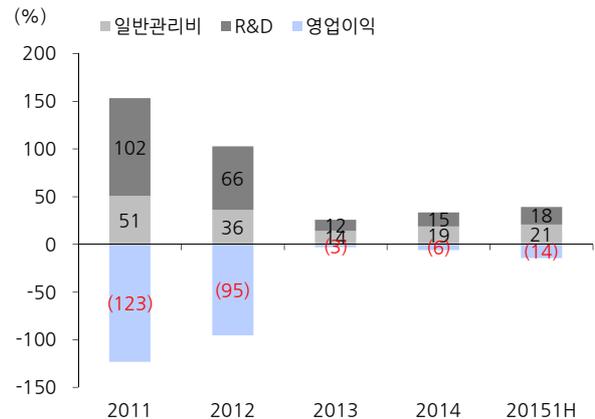
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 Tesla 의 매출총이익 break-down



자료: Tesla, 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 Tesla 의 매출총이익률 break-down



자료: Tesla, 이베스트투자증권 리서치센터

표18 테슬라 이익 추이 - 2013년 손익분기점 달성하나 그 이후 R&D 비용 증가

(백만 USD)	2011	2012	2013	2014	2015 1H
판매대수 (천대)	650	5,100	22,442	31,655	21,577
ASP(천 USD)	229	76	89	100	82
매출액	204	413	2,013	3,198	1,895
자동차	149	386	1,998	3,152	1,771
기타	56	28	16	46	123
매출원가	143	383	1,557	2,317	1,421
자동차	115	372	1,544	2,276	1,298
기타	27	12	13	41	123
매출총이익	62	30	456	882	473
자동차	33	14	454	877	473
기타	29	16	2	5	0
매출총이익률(%)	30	7	23	28	25
자동차	22	4	23	28	27
기타	51	58	15	11	0
판관비	313	424	518	1,068	746
일반관리비	104	150	286	604	397
R&D	209	274	232	465	349
영업이익	(251)	(394)	(61)	(187)	(273)
영업이익률(%)	(123)	(95)	(3)	(6)	(14)

자료: Tesla, 이베스트투자증권 리서치센터

Case Study I 기존 완성차 메이커의 친환경차 이익 기여도

아래 표 12을 참조해 보자. 기존 400여만대 생산에 연평균 판매성장 5%, 평균 영업이익률이 7%가 발생하는 완성차 업체를 가정해 보았다. 시나리오상 Yr1을 친환경차 본격판매 원년이라 가정할 경우 판매대수가 10만대를 넘어서게 되는 Yr5~Yr6 구간에서 이익기여도가 발생할 가능성이 높은 것으로 추정된다. 주요 가정에는 EV 매출원가에서 가장 큰 비중을 차지하는 배터리 가격이 지속적으로 하락하는 것으로 가정을 했고, 매출액 대비 판관비 비중은 35% 수준에서 완만하게 감소하는 것으로 가정했다.

다만 문제는 Yr5~Yr6에서 발생할 수 있는 R&D비용의 증가가 장기적인 변수로 작용할 수 있다. 제조원가에 포함되는 R&D 비용의 경우 이미 해당 모델에 대해서는 Q 증가가 이뤄지고 있는 상태여서 비용회수에는 크게 문제가 없다. 다 그 이외에 선행개발되는 모델에 대해서는 인건비등 투자금액이 급격하게 증가해버려 판매가격이 제조원가를 커버해도 영업이익은 적자가 발생할 수도 있는 것이다. 테슬라의 경우 실제로 2013년에 R&D 비용까지 커버하며 손익분기점을 달성했으나 그 이후 기가팩토리 건설을 결정하기 시작하면서 R&D 비용이 급격하게 증가했다.

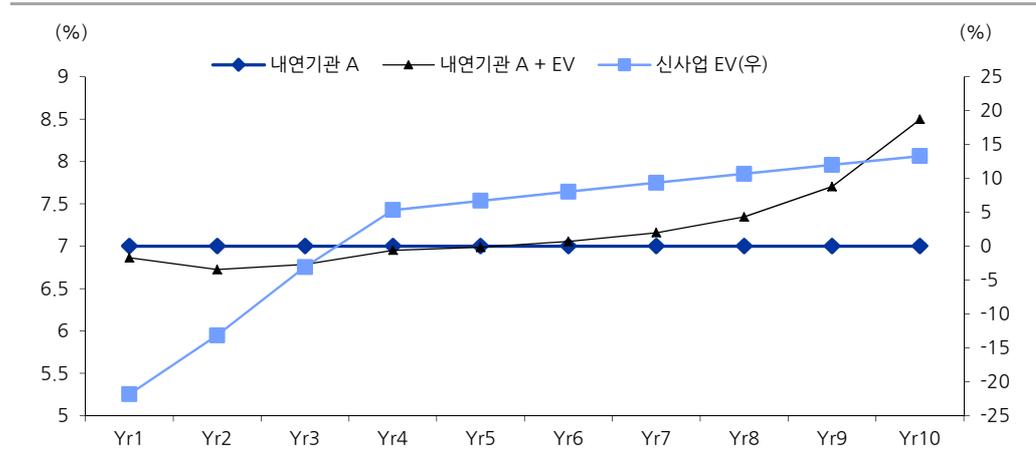
표19 내연기관 A 가 EV(신규사업)에 진출 - Yr5~Yr6 구간부터 이익발생 가능해

(십억원)	Yr1	Yr2	Yr3	Yr4	Yr5	Yr6	Yr7	Yr8	Yr9	Yr10
(내연기관 업체 A)										
판매대수 (천대)	4,000	4,200	4,410	4,631	4,862	5,105	5,360	5,628	5,910	6,205
ASP (만원)	2,000	1,960	1,960	1,960	1,960	1,960	1,960	1,960	1,960	1,960
매출	80,000	82,320	86,436	90,758	95,296	100,060	105,063	110,317	115,833	121,624
OP	5,600	5,762	6,051	6,353	6,671	7,004	7,354	7,722	8,108	8,514
OPM (%)	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
EV (신규사업)										
판매대수 (천대)	10	30	50	70	100	150	200	300	500	1,000
ASP (만원)	3,800	3,800	3,800	3,800	3,800	3,800	3,800	3,800	3,800	3,800
매출	380	1,140	1,900	2,660	3,800	5,700	7,600	11,400	19,000	38,000
배터리 가격(만원/kwh)	70	50	30	15	14	12	11	10	9	8
평균 배터리 용량(kw)	20	21	23	25	26	28	30	32	34	37
배터리 원가 (만원)	1,400	1,070	687	368	354	341	328	316	304	293
기타 제조원가 (만원)	700	700	700	700	700	700	700	700	700	700
기타 고정비 (만원)	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
COGS	330	891	1,293	1,587	2,254	3,361	4,456	6,648	11,022	21,931
GP	50	249	607	1,073	1,546	2,339	3,144	4,752	7,978	16,069
GPM (%)	13	22	32	40	41	41	41	42	42	42
SG&A	133	399	665	931	1,292	1,881	2,432	3,534	5,700	11,020
SG&A/매출액 (%)	35	35	35	35	34	33	32	31	30	29
OP	-83	-150	-58	142	254	458	712	1,218	2,278	5,049
OPM (%)	-21.8	-13.2	-3.1	5.3	6.7	8.0	9.4	10.7	12.0	13.3
내연기관 업체 A + EV										
매출액	80,380	83,460	88,336	93,418	99,096	105,760	112,663	121,717	134,833	159,624
OP	5,517	5,612	5,992	6,495	6,925	7,462	8,066	8,940	10,386	13,563
OPM (%)	6.86	6.72	6.78	6.95	6.99	7.06	7.16	7.34	7.70	8.50

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

한편 Y9~Y10접어들게 되면 배터리용량의 증가로 항속거리가 크게 증가할 것으로 기대된다(2020년 전후로 예상). 이는 곧 EV시장의 더 큰 확대를 의미하므로 이 구간에서는 이익 회수가 본격적으로 이뤄질 수 있다.

그림40 내연기관업체 A가 EV에 진출 - 대부분 업체들이 Yr3~Yr6 구간에 위치



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Case Study II 친환경차 판매 증가에 따른 현대차의 이익 변화

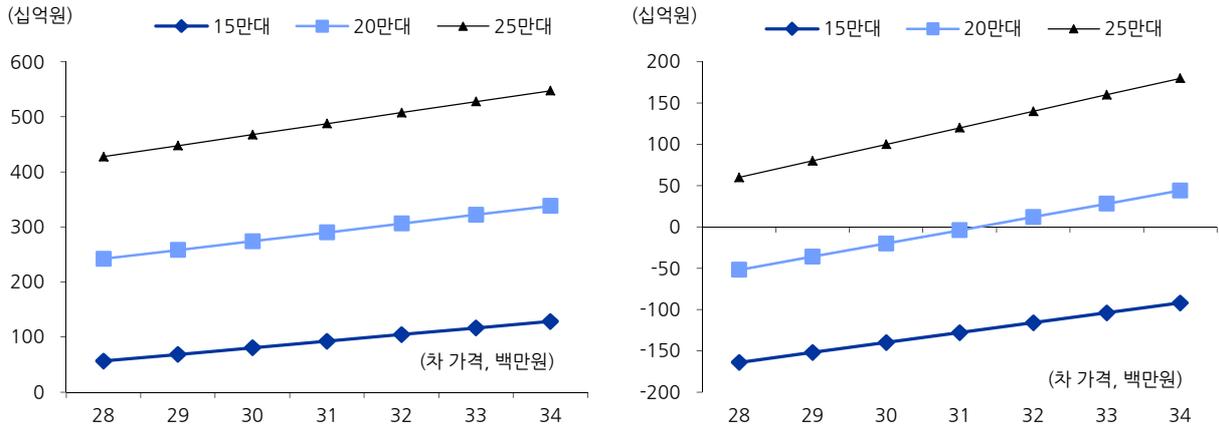
현대차그룹의 경우에도 현재 Yr3~Yr4 부근에 있을 것으로 추정되는데(물론 현대차그룹의 경우 아직까지 대부분이 HEV 기반이라서 이 study의 분석과는 가정이 좀 더 유연해 진다), 최근 발표내용인 2015년부터 2018년까지 약 11조원 가량 친환경차 R&D 비용에 사용하겠다고 밝힌 점을 감안하면 좀더 구체적인 접근이 가능하다. 판매물량은 올해 LF소나타와 HG그렌저의 하이브리드 모델에 내년초 출시가 예정되어 있는 AE를 합하면 내년 들어서는 총 10만대 이상의 판매가 가능할 전망이다.

계산을 해보면, 2015~2018년에 총 11.3조원이 친환경차 부문에만 투자될 경우 현대차, 기아차, 현대모비스가 각각 부담하는 금액을 4:3:3으로 나누면 현대차의 경우 연간 약 5천억원 가량 판매비 및 관리비부담에서 부담이 증가한다. 자산화되는 부문에 대해서는 대부분의 개발이 끝난 후 상각되기 때문에 2015~2018년 동안에는 부담이 없을 것이다.

즉, 연간 최소 5천억원에 해당하는 매출총이익이 발생해야 매분기 반영되는 개발비 부담을 완화시킬 수 있는데 이는 최근 3년간 평균 21%를 보이고 있는 현대차의 매출총이익률을 감안했을 때 역으로 계산이 가능하다. 현대차의 AE는 울산 3공장에서 혼류생산될 예정이기 때문에 해당 고정비 반영에 대해서는 현대차의 매출원가를 반영해 볼 수 있다.

연간 15만대 판매될 경우 차 값이 2,800만원인 경우를 가정하여 계산해보면 기존 수준의 판매비 까지만 커버할 수 있는 룬이 있으나 신규로 발생하는 R&D비용(연간 5천억원)에 대해서는 이익을 발생시키기가 어렵다. 하지만 여기에 배터리(LF소나타 기준시 9.8kwh 사용)가격의 하락분을 반영시 영업이익 흑자 발생이 가능해 지는 것으로 계산된다. 배터리 가격의 하락분을 반영하지 않을 경우 친환경차 부문에서 최소 20만대 불륜생산이 이뤄져야 손익분기점을 달성할 수 있는 것으로 추정된다.

그림41 미리본 현대차의 친환경차부문 수익성 - 배터리 가격 하락을 반영해야(왼쪽) 15만대 수준에서 이익회수 가능



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표20 미리본 현대차의 친환경차부문 수익성 - 연 15만대 판매시 R&D 비용 부담 완화

(십억원)		차 가격(백만원)						
		28	29	30	31	32	33	34
15만대 판매시	판매대수(천대)	150	150	150	150	150	150	150
	매출액	4,200	4,350	4,500	4,650	4,800	4,950	5,100
	GPM(%)	21	21	21	21	21	21	21
	GP	882	914	945	977	1,008	1,040	1,071
	SG&A	546	566	585	605	624	644	663
	추가 R&D 비용	500	500	500	500	500	500	500
	배터리 원가하락	220.5	220.5	220.5	220.5	220.5	220.5	220.5
	OP	57	69	81	93	105	117	129
20만대 판매시	판매대수(천대)	200	200	200	200	200	200	200
	매출액	5,600	5,800	6,000	6,200	6,400	6,600	6,800
	GPM(%)	21	21	21	21	21	21	21
	GP	1,176	1,218	1,260	1,302	1,344	1,386	1,428
	SG&A	728	754	780	806	832	858	884
	추가 R&D 비용	500	500	500	500	500	500	500
	배터리 원가하락	294	294	294	294	294	294	294
	OP	242	258	274	290	306	322	338
25만대 판매시	판매대수(천대)	250	250	250	250	250	250	250
	매출액	7,000	7,250	7,500	7,750	8,000	8,250	8,500
	GPM(%)	21	21	21	21	21	21	21
	GP	1,470	1,523	1,575	1,628	1,680	1,733	1,785
	SG&A	910	943	975	1,008	1,040	1,073	1,105
	추가 R&D 비용	500	500	500	500	500	500	500
	배터리 원가하락	367.50	367.50	367.50	367.50	367.50	367.50	367.50
	OP	428	448	468	488	508	528	548
배터리 가격 (천원)	배터리(kwh)	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8
	배터리 가격 하락	150	150	150	150	150	150	150
	감소분/대	1,470	1,470	1,470	1,470	1,470	1,470	1,470

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

최근 완성차 산업의 변화는 글로벌 업체들의 친환경차 전략을 가속화

디젤 게이트 이후 총 공세를 펼치는 글로벌 자동차 업체들

디젤게이트와 맞물려 전세계 주요 자동차업체들은 9월이후 공격적인 친환경차 계획을 내놓기 시작했다. 도요타의 경우 2050년까지 내연기관차량을 모두 없애겠다는 언급을 할 정도로 친환경차 전략에 적극적인 모습이다.

표21 글로벌 주요 업체별 친환경 전략 정리 - PHEV 부터 EV, FCEV 까지 활발히 진행중

업체	주요 공식 언급사항
도요타	<ul style="list-style-type: none"> 오는 12월 연비 40km의 하이브리드 프리우스 4세대 판매시작 (12월 일본 출시, 순차적으로 세계 각국 출시예정, 한국에는 내년 상반기 출시 예정) 2050 환경 챌린지 발표. 2050년까지 순수 내연기관 자동차를 없앨 계획 (주행 시 이산화탄소 배출량을 2010년 대비 90% 감소시킬 방침) HEV 생산은 2020년까지 2014년 대비 18% 증가한 연 150만대로 늘릴 계획(누적판매 1500만대) FCV 미라이 생산은 내년에 2000대, 2017년까지 연 3천대, 2020년 연 3만대로 확대 BMW와 함께 2020년 수소차를 내놓을 계획 2020년 렉서스 LS FCV 출시 소형 SUV 모델 'C-HR'에 HV모델 추가 결정 렉서스 SUV하이브리드인 RX 완전 변경 모델 내년 초 국내 출시 계획 10년 내 미국 수소 충전소 100개 추가 설치 계획 미라이를 내년과 내후년 각각 50대, 100대 유럽에 수출할 계획
혼다	<ul style="list-style-type: none"> 2016년 3월 FCV 일본 출시(이번 신차 구성 부품을 EV와 PHEV모델에 적용, FCV를 친환경차 라인업 기본 모형으로 만들 계획)
닛산	<ul style="list-style-type: none"> 내년에 주행거리가 현재보다 27% 증가한 172km 전기차 개발 목표 내년 EV 2개 모델을 추가하고 보급형 모델 '노트'에 하이브리드를 추가할 계획 벤츠, 포드와 함께 2017년까지 수소차 출시 예정 내년 리프 2016년형 출시 예정 뉴욕, 런던, 파리에서 하이브리드 및 전기차 택시 공급 가능성 타진 중
GM	<ul style="list-style-type: none"> 2020년을 양산형 수소차를 내놓을 계획 중국 합작사와 함께 2016년 전기차 출시 후 연간 20만대 생산 계획 내년 10월, 차세대 볼트 출시 예정 한국GM, 전용 플랫폼 기반 순수전기차 내년 출시 예정
Ford	<ul style="list-style-type: none"> 닛산, 벤츠와 함께 2017년까지 FCV 양산차 개발할 예정 내년, '포드 C-맥스 PHEV'와 '포드 몬데오 하이브리드' 중국 출시 예정 2020년까지 하이브리드와 PHEV에 이어 100% 전기차를 선보일 계획
폭스바겐	<ul style="list-style-type: none"> 에코카 전략을 클린디젤에서 전기차로 바꾸겠다고 발표 페이톤의 신모델을 완전 전기차로 출시하기로 결정 소형 전기차 전용 플랫폼을 개발해 그룹 내에서 공유할 계획 2020년까지 20종의 BEV와 PHEV를 내놓을 계획 내년부터 현재 보유한 모든 차종에 걸쳐 PHEV나 BEV모델을 개발해 출시할 계획 2019년까지의 투자계획 가운데 총 10억 유로를 삭감하고 EV 개발 분야에 우선적으로 할당

자료: 언론 종합, 이베스트투자증권 리서치센터

현대차그룹의 친환경차 로드맵 - 현재 7개 친환경 차종을 22개 차종으로 확대

현대차그룹의 비전 2020에 따르면 2020년까지 연비 25% 개선을 제시하고 있다. 미국 EPA에서 발표한 2014년 현대차의 미국내 현대차그룹의 평균 연비는 현대차가 12.3km/l, 기아차가 11.6km/l 이다. 즉 계획대로라면 2020년에 들어서 현대차와 기아차의 미국시장 내 평균 연비는 각각 15.4km/l, 14.5km/l 가 되어야 하는 것이다.

현대차그룹은 2018년까지 친환경차 부문에만 총 11조원의 R&D 비용을 투입할 계획이다. 이과정을 거치면서 현대차그룹은 현재 7개 차종인 친환경 차종을 2020년까지 총 22개 차종까지 확대하겠다는 계획을 발표했다.

표22 현대차 그룹의 2020년 친환경차 Line-up 예상

	현재		2020(예상)	
	현대	기아	현대	기아
HEV	쏘나타, 그랜저	K5, K7	AE, 쏘나타, 그랜저 외 2개모델	DE, K5, K7, 외 2개모델
PHEV	쏘나타		AE, 쏘나타 외 2개 모델	DE, K5 외 2개 모델
EV		소울 EV	AE	소울 EV
FCEV	투싼		투싼ix 외 1개 모델	
총 개수	4	3	12	10

자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

현대차 그룹의 이러한 전략은 크게 세가지 관점에서 접근해 볼 수 있다.

첫째, 대부분의 대량양산 모델에 HEV/PHEV line-up 구축이 예상된다. 현재 D, E 세그먼트에만 적용되고 있는 HEV 시스템을 더 많은 모델로 확대하고, 지역별로도 확장이 전망된다. 특히 이산화탄소 배출량규제로 친환경차 확대정책을 강하게 드라이브를 걸고 있는 중국에서도 예상보다 빠르게 친환경차 생산 시스템을 갖출 것이다. 국내에서는 2015년까지만 하더라도 EV에만 적용되던 보조금이 2016년 들어서부터는 PHEV 구입에도 배정될 예정이어서, PHEV 차량 역시 가파른 성장세가 이뤄질 수 있다.

둘째, 2016년초에는 그동안 없었던 친환경 전용 line-up 출시가 예정되어 있다. 현대차의 AE, 기아차의 DE(프로젝트명)이 그 둘인데, 상반기에는 HEV, PHEV가 출시되고, 하반기에는 현대차 AE의 EV모델 출시가 가능할 것으로 보인다. 특히 내년 하반기의 경우 GM, 닛산 등 타 경쟁업체의 2세대 EV 출시가 시작되는 구간인 만큼, 현대차 AE의 EV모델 역시 그에 상응하는 배터리성능을 탑재한 채 출시될 가능성이 크다.

셋째, 48V 하이브리드 기술의 개화이다. 48V 하이브리드 시스템은 2016년~2017년부터 글로벌 완성차 업체들의 본격적으로 사용하게 될 것으로 전망된다. 48V 하이브리드 시스템은 모터가 기존의 12V시스템에 비해 시동과 회생발전 성능개선에 더욱 적극적으로 참여하게 되고, 기존 시스템에서는 불가능 했던 동력보조와 토크향상까지 개입할 수 있게 되어 전반적인 하이브리드 시스템을 획기적으로 개선시킬 전망이다. 현대차는 지난 3월 제네바 모터쇼에서 투싼 하이브리드 모델을 통해 48V 하이브리드 기술개발이 완료되었음을 알렸고, 2018년부터는 양산체제에 들어갈 것으로 알려졌다.

Part IV

동트기 전이라 그렇게도 어두웠나

2015년을 바닥으로 산업수요는 개선될 것

글로벌 자동차 산업 수요는 2015년을 저점으로 개선될 것으로 전망합니다. 중국에서의 판매부진은 회복세로 접어들었고, 미국과 유럽 등 완성차 최대 이익기반 지역에서의 수요는 연초 예상치를 뛰어넘고 있습니다. 2016년 들어 현대차와 기아차의 글로벌 현지판매는 각각 3.9%와 3.6%를 기록할 것으로 전망되며 이에 따른 이익개선이 동반할 것으로 전망합니다

동트기 전이라 그렇게도 어두웠나

때마침 개선되고 있는 완성차를 둘러싼 환경 - 우호적인 산업환경 부각

동트기 전이라 그렇게도 어두웠나

단기적인 시각으로 돌아와보면, 2015년 3Q이후부터 글로벌 자동차 산업수요가 눈에 띄게 개선되고 있는 모습이다. 내수 시장 외에 완성차 이익에서 가장 큰 부분을 차지하고 있는 미국과 유럽에서의 자동차 산업수요가 빠르게 증가하고 있고 5월 이후 증가하락의 주요 원인이었던 중국의 판매현황 역시 근래 들어서는 다시 (+)성장으로 돌아서는게 확인되었다. 또한 연초 증가하락의 진양지였던 신흥국 환율 역시 추가 약세는 나타나지 않는 등 위협요인들은 충분히 제거되어 현대차 기준으로 올해 4분기를 전후로 2014년 증가수준인 P/E 8x까지 회복될 수 있는 체력은 마련된 것으로 보인다.

표23 현대차그룹의 2015년 및 2016년 주요 핵심변수 변화 요약

구분	2015	2016
현대기아차 환경	<ul style="list-style-type: none"> 투싼, 크레타 출시로 신차효과 제약 아슬란 판매부진 현대차 중간배당 결정 중국법인 판매급감 러시아, 브라질에서 M/S 확대 	<ul style="list-style-type: none"> 투싼, 크레타 기저효과 에쿠스 출시, V6 터보엔진 라인업 확대 기아차 멕시코 공장 양산 시작 그렌저, K7등 주요 E-세그먼트 신차출시 AE, DE 등 친환경 전용모델 출시
경쟁강도	<ul style="list-style-type: none"> 북미 인센티브 격화 폭스바겐 반사수혜 예상 유로5 엔진 판매로 수입차 M/S 증가 TPP 불참 결정 	<ul style="list-style-type: none"> 노후모델 교체에 따른 인센티브 감소 폭스바겐 반사수혜 예상 유로6도입 및 디젤차량 선호도 하락 친환경차 출시 가속화
매크로 환경	<ul style="list-style-type: none"> 전년대비 심화된 엔저효과 유럽 양적완화, 유로화 약세 원/달러 평균 환율 전년비 50원 이상 상승 신흥국 환율 약세, 신흥국 수출 감소 한국, 중국 자동차 소비세 인하 중국 자동차 할부금리 인하, 기준율 인하 	<ul style="list-style-type: none"> 전년대비 유사한 엔화 수준 미국 금리인상, 원/달러 환율 상승 예상 낮은 유가수준 유지

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 현대차 P/E 추이 - 신흥국, 중국 리스크 대부분 해소 - 남은건?

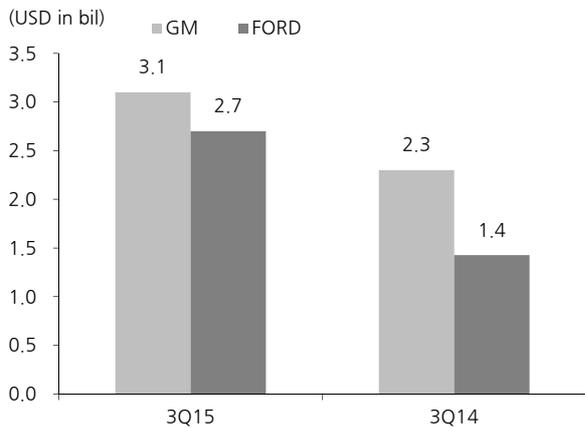


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

산업수요가 개선되고 있는 근거는 최근 발표한 3Q15 실적에서 사상최대 실적을 기록한 GM과 Ford에서도 찾을 수 있다. GM과 Ford는 모두 home-ground라고 할수 있는 미국시장에서 대부분의 이익이 발생하는 구조로써, 이들의 실적은 미국시장을 현황을 가장 잘 반영하고 있다고 할 수 있다. GM과 Ford는 각각 지난 3Q15에 YoY+35%, 93%씩 증가했는데, 같은 기간에 막상 이익개선의 바로미터라고 볼수 있는 M/S의 변동은 미미한 수준에 그쳤다. 즉 산업내 mix개선을 감안한다 하더라도 큰 폭의 산업수요 개선이 이뤄지고 있는 것을 확인 할 수 있다.

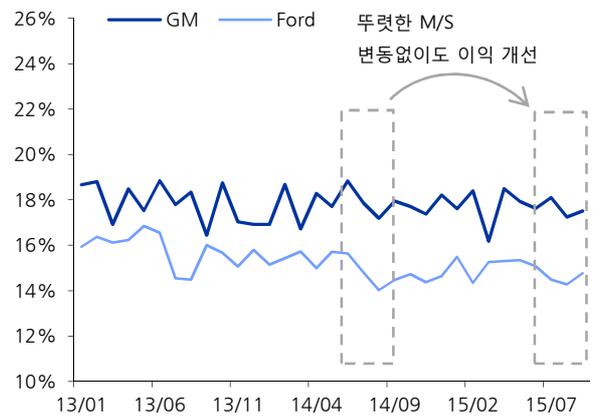
한편 디젤 게이트 직후 급락했던 독일업체들의 주가 역시 다시 회복세를 보이고 있는데, 이를 통해 유럽수요의 개선과 중국에서의 수요 회복이 간접적으로 확인된다. 특히 중국은 독일 업체들 에게 단일 시장으로는 가장 큰 규모여서 전사이익에 결정적인 영향을 미치고 있다.

그림43 3q15 에 사상 최대 이익을 기록한 GM, Ford



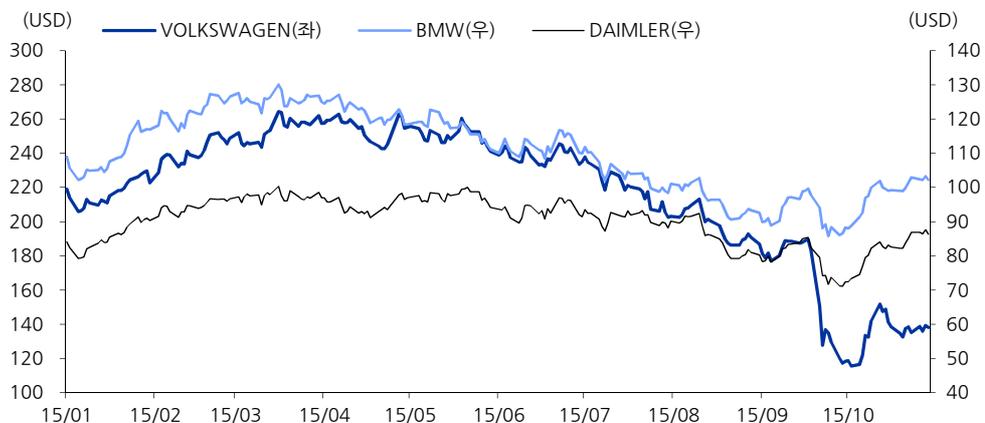
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 같은 기간 M/S 유지는 산업수요 개선을 의미



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 디젤게이트 이후 반등세로 이어지는 독일업체들



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

시장별 분석 - 숫자로 확인되고 있다

산업수요의 강한 회복세 - 숫자로 입증하고 있다

미국 산업수요는 하반기 들어 빠르게 진전되고 있는 모습이다. 2012년 14%의 성장이 후 지속적으로 하락한 미국시장은 2014년 6.0%를 기록했는데, 최근의 시황이 지속될 경우 연간 성장률이 전년도를 beat할 가능성이 커졌다. 이는 연초 각종 기관에서 내놓은 3% 수준의 전망치에 비하면 상당히 높은 수준이다. 여기에 앞서 확인한 Ford와 GM의 실적에서 미루어 보면 3Q15 들어서는 인센티브 상승폭 역시 둔화되었을 것으로 추정되어 전반적으로 업체별 earnings의 quality까지 개선되고 있음을 알 수 있다.

현대차그룹의 경우 미국에서 9~10월 M/S가 일부 훼손되는 모습인데, 11월부터 신차 투입이 본격화 되며 회복될 것으로 보인다. 스포티지, K5의 풀체인지모델 판매가 이뤄지고 울산2공장에서 혼류생산을 통해 증량이 이뤄지는 투싼이 11월말 경부터는 투입되기 때문이다. 투싼의 증량분은 연간 5만대 가량으로 현재 연간 4만대 내외의 판매수준을 두배이상 증가시킬 수 있는 대목이어서 2016년에는 현대차 미국법인 실적개선의 견인차 역할을 할 수 있을 것으로 예상된다.

한편 유럽에서 현대차그룹의 M/S는 2015년 하반기 들어 빠르게 개선되고 있다. 체코 공장에서도 일부 라인조정을 통해 신형투싼 생산이 증가했고, 특히 폭스바겐 게이트 이후 전통적인 헤치백 스타일인 i30판매량이 연초대비 크게 증가한 부분이 전체 M/S확대 개선에 크게 기여하고 있다.

수입차시장 peak-out 되는 모습

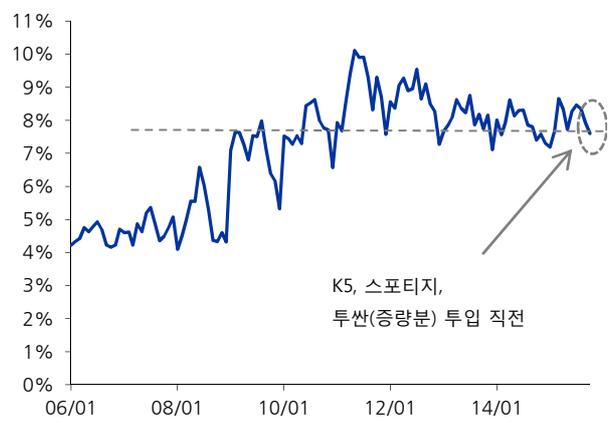
국내 자동차 산업 수요는 소비세 인하효과와 폭스바겐 게이트가 겹치면서 현대차그룹의 판매대수는 증가세에 있다. 현대차의 경우 연초 PC부문에서의 부진으로 YTD 증가분이 YoY +1.2% 수준이나 기아차는 RV라인 비증확대로 이미 YoY +13.7%에 달하고 있다. 한편 수입차의 경우 유로5모델 밀어내기가 마무리되면서 한층 내수시장 M/S가 14% 수준에서 peak-out되어 가고 있는 형국이다.

그림46 미국 자동차산업 수요 - 9월 이후 두자릿수 유지



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 미국내 현대차그룹 M/S 추이 - 신차효과 기대



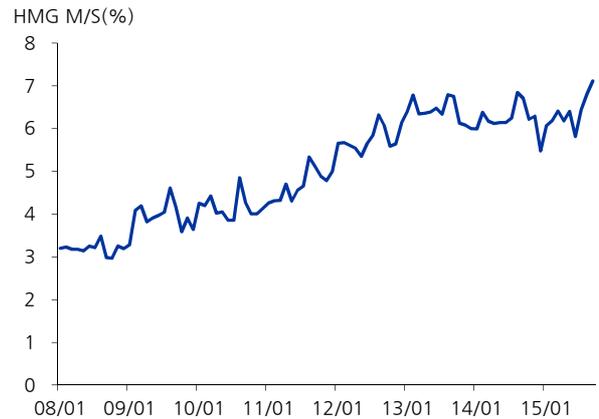
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 유럽 자동차 수요 - 근래 들어 가장 활황기



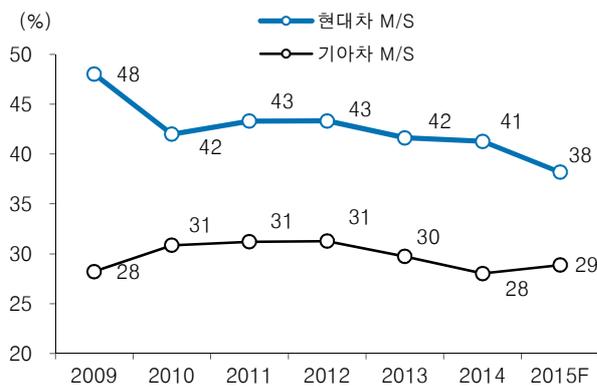
자료: Auto news, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 유럽내 현대차그룹 M/S 추이 - 빠르게 확대중



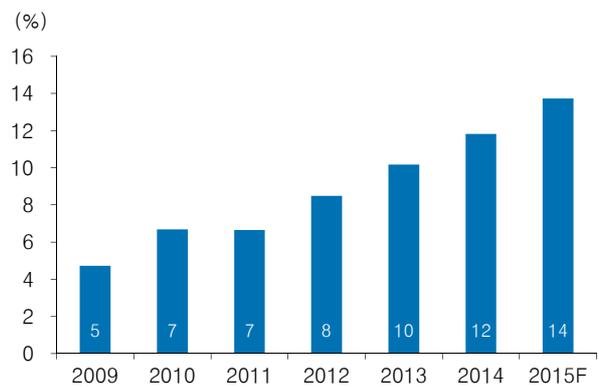
자료: ACEA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 내수시장 현대기아차 M/S 추이



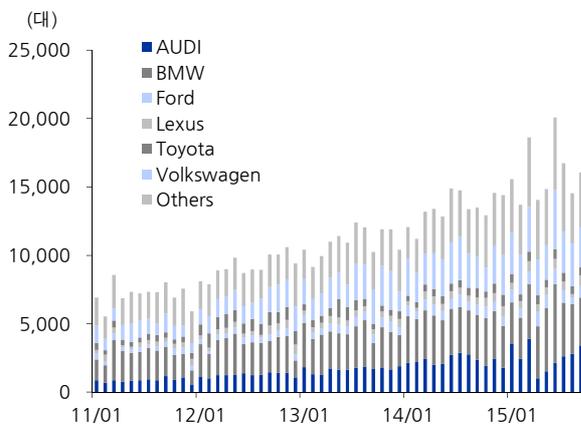
자료: KAIDA, KAMA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 국내시장에서의 수입차 M/S 추이



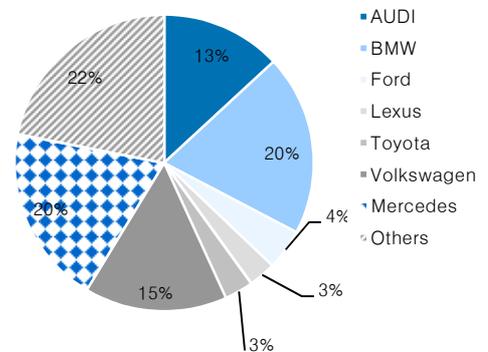
자료: KAIDA, KAMA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 국내 수입차 판매 - peak out 되는 과정



자료: KAIDA, KAMA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 국내 수입차 업체별 M/S (2015년 기준)



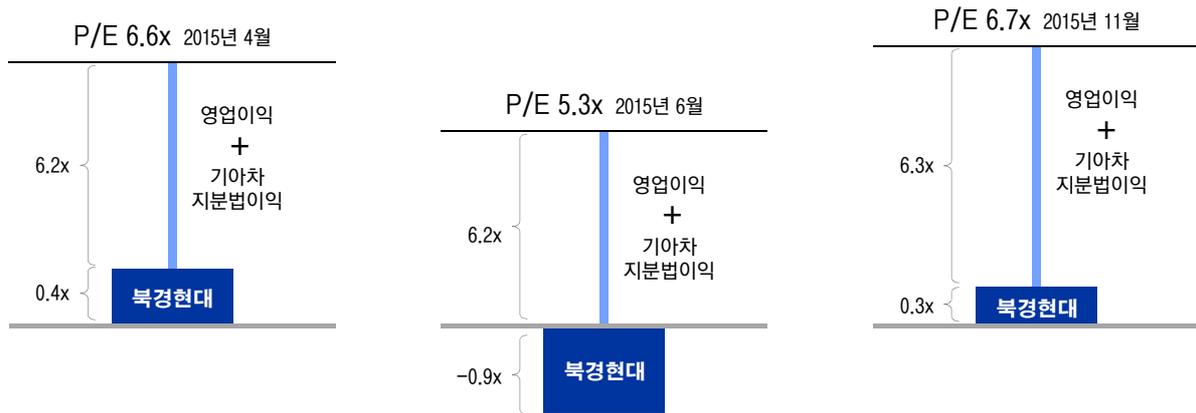
자료: KAIDA, KAMA, 이베스트투자증권 리서치센터

중국 시장 - 회복의 실마리를 찾다

중국 시장은 기존의 고성장을 유지하기에는 어려울 것으로 전망되나, 상반기의 큰 하락 폭은 만회하고 있다. 중국정부의 소비진작책과 지급준비율 인하 등이 겹치면서 올해와 내년 연간 산업수요 전망치는 각각 3%, 4% 수준 달성이 가능할 것으로 보인다. 특히 현대차와 기아차가 특성상 1,600cc이하 차량 비중이 높아 4Q15부터는 소비세 인하효과가 타 글로벌 JV대비 우위에 설 것으로 보인다.

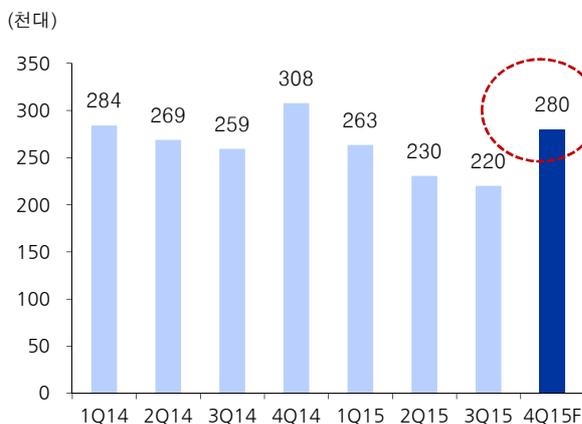
중국에서의 자동차 시황은 현대차와 기아차의 주가 변동에 큰 영향력을 행사하고 있는데, 중국법인이 완성차에서 차지하는 이익비율을 비교해 보면 중국법인을 제외한 영업 부문에서의 이익개선에 대한 전망은 아직 주가에 미반영 되어 있는 것으로 계산된다. 현대차 기준으로 보면, 중국 판매부진으로 인해 주가하락폭이 가장 컸던 6월에는 P/E 5.3x에서 거래되었었는데 현재는 6.7x까지 오른 상태다. 이 과정에서 영업이익과 기아차 지분법 부문을 제외하면 북경현대 법인이 현대차 주가에서 차지했던 멀티플 변동이 -0.9x에서 0.3x까지 상승한 것으로 계산된다.

그림54 완성차 밸류에이션의 중국 영향 추이 - 최근의 밸류에이션 변동은 중국이 컸다



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 북경현대의 판매실적 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 동풍열달기아의 판매실적 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

2016년 - 현대차, 기아차의 증익 가능성 확대

실적 회복의 가능성 확대

2016년 글로벌 현지판매 - 현대차와 기아차 각각 YoY +3.9%, +3.6% 증가 예상

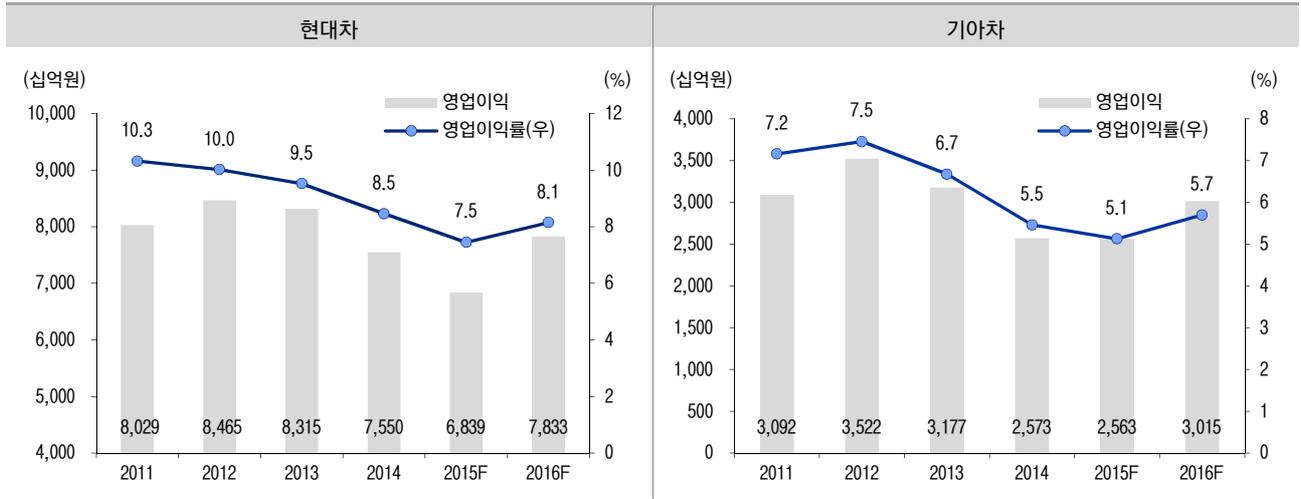
2012년 이후 지속적으로 하락해온 현대차와 기아차의 이익이 2016년에 들어서는 회복할 것으로 전망한다. 글로벌 현지판매대수는 현대차와 기아차가 각각 YoY +3.9%, +3.6%의 성장세를 보일 것으로 예상된다. 현대차의 경우 미국과 유럽에서의 성장동력인 투싼의 공급량 확대가 가장 큰 견인차 역할을 할 것으로 보이고, 기아차는 K5, 스포티지를 필두로 한 신차효과와 멕시코 공장 증설분에서만 10만대 판매증가가 기대된다.

중국의 경우 연내 북경현대 4공장 가동, 기아차의 3공장 UPH증가가 예상된다. 다만 중국에서는 로컬업체들 위주로 수요가 증가하고 있어서 현대차그룹은 중소형 세그먼트의 신차와 친환경차 생산이 이뤄질 가능성 또한 높아보인다. 중국은 전반적으로 크게 기대하기는 어렵지만 2015년 base가 낮아진 상태여서 현대차와 기아차 각각 5~6%내 외의성장은 가능할 것으로 예상된다.

한편 현대차는 최근 독립 브랜드 '제네시스'를 런칭해 고급차 시장으로의 진출을 선언했다. 현재있는 에쿠스와 제네시스를 각각 G90, G80으로 리네이밍하고, '17년에 중형급 G70을 추가후 차후 SUV 2대, 쿠페1대를 포함해 총 6개 라인업을 갖추겠다는 계획이다. 한편 여기서 눈여겨볼 수 있는 점은 단순 브랜드의 런칭이라기 보다는 물량의 확대까지는 기대할 수 있다는 점이다. 현재 제네시스와 에쿠스는 울산5공장에서 약 10만대 가량 생산되고 있는데, 대당 ASP가 높기 때문에 일반 D세그먼트 차량 매출의 약 2배, 즉 약 20만대 이상의 물량효과를 내고 있다. 이중 G90으로 새롭게 출시될 에쿠스는 오는 12월에 바로 출시될 예정이어서 '제네시스' 브랜드는 중단기적으로 실적개선요인으로 작용할 수 있다.

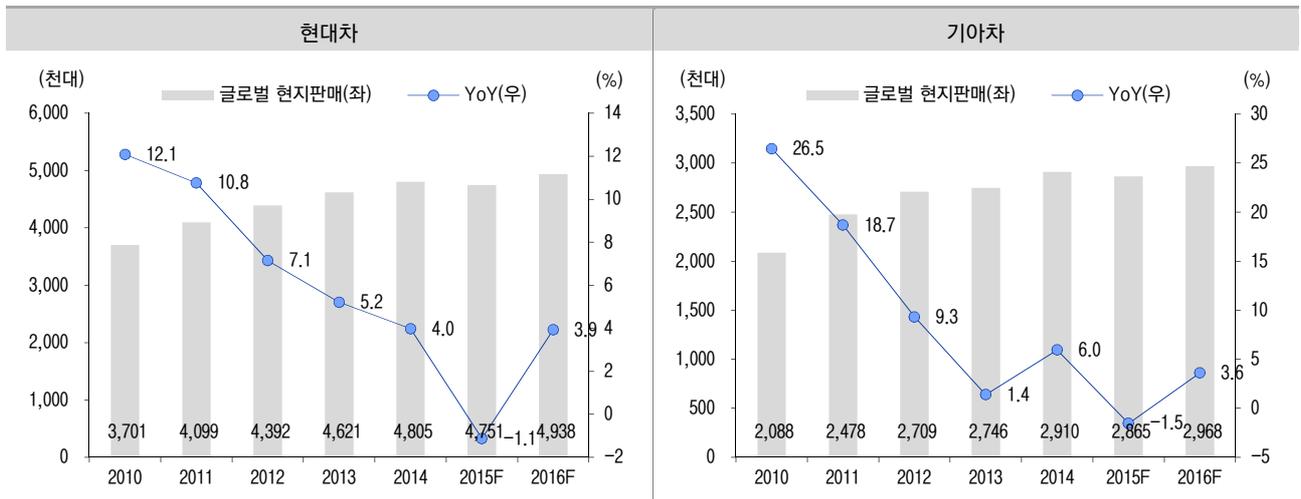
각 사의 2016년 영업실적은 현대차가 매출액 96.1조원(YoY +4.8%), 영업이익 7.8조원(YoY +14.5%, OPM 8.1%)수준으로 개선이 예상된다. 지배주주지분 순이익은 7.8조원(YoY +13.9%)로 추정된다. 기아차는 매출액 53조원(YoY +6.1%), 영업이익 3조원(YoY +17.6%, OPM 5.7%), 지배주주지분 순이익 3.5조원(YoY +17.1%)가 예상된다.

그림57 영업이익 추이



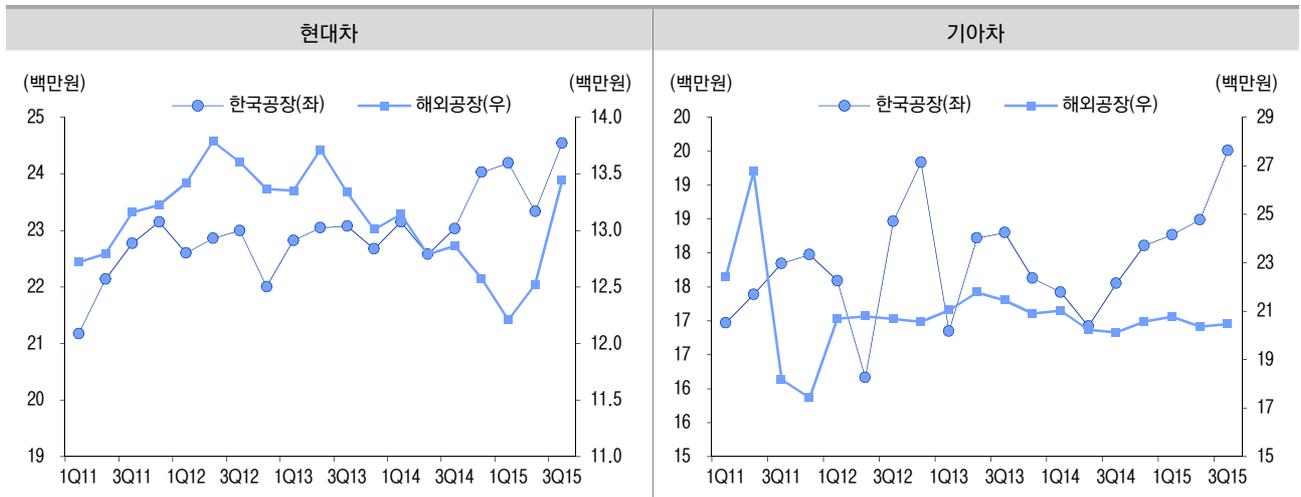
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 글로벌 현지판매 성장률 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 ASP 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표24 현대차 출고/판매 및 실적 전망

(천대)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	2013	2014	2015F	2016F
원/달러 환율	1,069	1,029	1,026	1,087	1,100	1,097	1,169	1,180	1,095	1,053	1,137	1,180
글로벌 현지판매	1,118	1,248	1,178	1,261	1,134	1,201	1,159	1,257	4,621	4,805	4,751	4,938
한국	161	185	155	183	155	180	158	187	641	684	680	697
미국	160	204	193	169	172	199	208	183	721	726	762	817
EU	97	116	105	100	109	122	100	102	405	418	433	451
기타	406	474	460	524	432	468	483	540	1,828	1,864	1,923	2,000
중국	274	269	265	307	266	232	210	246	1,027	1,115	954	972
YoY(%)												
글로벌 현지판매	1.7	4.1	2.3	7.7	1.4	(3.8)	(1.6)	(0.3)	5.2	4.0	(1.1)	3.9
한국	4.5	7.6	(11.4)	30.7	(3.7)	(2.7)	2.0	2.0	(3.9)	6.7	(0.6)	2.5
미국	(2.4)	3.6	(1.5)	3.0	7.5	(2.5)	7.8	8.3	2.6	0.7	5.0	7.3
서유럽	0.0	0.9	0.0	13.6	12.4	5.2	(4.8)	2.0	(8.8)	3.2	3.6	4.2
기타	(5.8)	0.0	2.9	10.1	6.4	(1.3)	5.0	3.0	5.6	2.0	3.2	4.0
중국	8.7	10.7	(15.3)	40.2	(2.9)	(13.8)	(20.8)	(20.0)	21.3	8.6	(14.5)	1.9
글로벌 출하(천대)	1,227	1,268	1,129	1,323	1,168	1,231	1,122	1,268	4,735	4,943	4,790	5,033
현대차 국내공장 계	473	500	388	495	431	498	406	505	1,830	1,855	1,840	1,922
내수	161	185	156	169	162	181	156	165	642	671	664	687
수출	312	315	232	326	269	318	250	340	1,188	1,185	1,177	1,235
현대차 해외공장 계	754	769	741	828	738	733	716	763	2,905	3,088	2,949	3,111
HMI(인도)	144	152	148	165	142	157	160	166	633	613	625	668
HMMA(미국)	97	98	104	97	89	91	100	95	399	396	374	402
HAOS(터키)	40	56	50	54	51	60	50	55	104	200	216	231
HMMC(체코)	78	81	74	84	80	84	73	84	304	308	321	333
HMMR(러시아)	58	59	56	65	51	59	53	55	229	237	218	210
HMB(브라질)	43	45	45	46	41	44	40	48	167	179	174	176
BHMC(북경)	284	269	259	308	280	230	230	240	1,024	1,120	980	1,050
CHMC(사천현대)	10	8	7	10	4	8	10	20	45	35	42	40
YoY(%)												
글로벌 출하(천대)	4.7	4.0	1.8	7.9	(4.8)	(2.9)	(0.7)	(4.1)	7.4	4.4	(3.1)	5.1
현대차 국내공장 계	5.8	5.0	(3.6)	(0.2)	(8.9)	(0.3)	4.6	2.0	(4.3)	1.4	(0.8)	4.4
현대차 해외공장 계	4.0	3.3	4.9	13.4	(2.2)	(4.7)	(3.4)	(7.8)	16.3	6.3	(4.5)	5.5
HMI(인도)	(12.0)	(9.5)	(3.2)	10.5	(1.1)	3.0	8.2	1.0	(1.2)	(3.2)	1.9	7.0
HMMA(미국)	(0.4)	(10.4)	4.3	4.5	(9.1)	(7.4)	(3.9)	(1.8)	10.5	(0.8)	(5.5)	7.5
HAOS(터키)	106.9	117.0	121.6	50.9	25.2	6.4	1.8	2.0	20.6	93.3	7.9	7.0
HMMC(체코)	2.9	2.3	1.1	10.7	2.0	3.0	(0.7)	0.0	0.3	1.3	4.1	4.0
HMMR(러시아)	2.7	3.6	3.1	4.2	(11.4)	(0.6)	(5.1)	(14.9)	2.0	3.4	(8.2)	(3.5)
HMB(브라질)	18.7	7.4	(3.7)	8.7	(3.2)	(2.2)	(10.4)	4.0	516.1	7.1	(2.9)	1.0
BHMC(북경)	9.0	7.4	3.7	16.9	(1.5)	(14.3)	(11.3)	(22.0)	19.6	9.4	(12.5)	7.1
CHMC(사천현대)	(36.3)	(34.7)	(20.9)	12.1	(56.9)	3.8	42.9	100.0	66.7	(23.4)	21.9	(5.5)
매출액 (십억원)	21,649	22,753	21,280	23,574	20,943	22,821	20,809	24,299	87,308	89,256	88,419	96,147
자동차	17,719	18,474	17,142	18,973	16,535	17,823	16,386	19,133	71,535	72,308	69,877	75,748
금융	2,607	2,782	2,567	2,814	2,885	3,196	2,747	2,898	9,892	10,770	11,726	12,916
기타	1,323	1,497	1,571	1,787	1,523	1,802	1,650	1,841	5,880	6,178	6,815	7,483
영업이익	1,938	2,087	1,649	1,876	1,588	1,751	1,530	1,952	8,315	7,550	6,821	7,833
영업이익률(%)	9.0	9.2	7.7	8.0	7.6	7.7	7.4	8.0	9.5	8.5	7.7	8.1
EBITDA	2,598	2,727	2,274	2,501	2,248	2,428	2,174	2,672	10,867	10,100	9,695	11,019
EBITDA마진(%)	12.0	12.0	10.7	10.6	10.7	10.6	10.4	11.0	12.4	11.3	11.0	11.5
지배주주지분 순익	1,929	2,245	1,516	1,657	1,909	1,702	1,174	2,083	8,542	7,347	6,868	7,821
YoY(%)												
매출액	1.3	(1.9)	2.2	7.5	(3.3)	0.3	(2.2)	3.1		2.2	(0.9)	8.7
영업이익	3.7	(13.3)	(18.0)	(7.6)	(18.1)	(16.1)	(7.2)	4.0		(9.2)	(9.7)	14.8
지배주주지분 순익	(0.9)	(6.5)	(29.1)	(19.4)	(1.0)	(24.2)	(22.5)	25.7		(14.0)	(6.5)	13.9

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표25 기아차 출고/판매 및 실적 전망

(십억원, 천대)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	2013	2014	2015F	2016F
원/달러 환율	1,069	1,029	1,026	1,087	1,100	1,100	1,169	1,180	1,096	1,053	1,135	1,180
글로벌 현지판매	687	755	712	755	690	747	688	740	2,746	2,910	2,865	2,969
한국	108	111	117	129	115	127	134	140	458	465	516	545
미국	133	164	148	137	142	169	165	145	535	582	621	672
유럽	89	97	87	81	95	105	96	96	340	354	392	412
중국	156	155	149	186	161	142	100	135	547	646	538	529
기타	201	229	212	221	178	203	193	224	867	863	798	811
YoY(%)												
글로벌 현지판매	5.2	3.5	3.2	12.2	0.4	(1.1)	(3.4)	(2.0)	1.4	6.0	(1.5)	3.6
한국	(0.6)	(6.0)	3.7	8.7	6.1	15.2	14.9	8.2	(4.8)	1.5	11.1	5.6
미국	4.8	9.3	6.2	15.3	6.5	3.0	11.8	5.9	(4.0)	8.7	6.7	8.3
유럽	7.4	3.7	4.0	1.9	6.6	8.1	10.5	18.1	0.5	4.3	10.6	5.0
중국	13.3	11.4	20.3	27.2	3.0	(8.0)	(32.9)	(27.5)	13.8	18.2	(16.7)	(1.6)
기타	2.0	(0.5)	(8.3)	5.9	(11.6)	(11.1)	(9.0)	1.4	1.8	(0.5)	(7.5)	1.6
글로벌 출하	772	775	711	752	752	820	757	804	2,827	3,040	2,956	3,174
국내공장 계	432	445	390	438	411	454	379	476	1,598	1,706	1,720	1,771
내수	108	111	117	129	115	128	132	138	458	464	512	527
수출	325	334	274	309	296	326	247	338	1,140	1,241	1,208	1,244
해외공장 계	339	330	321	344	341	324	271	301	1,229	1,334	1,237	1,403
KMS(슬로박)	86	87	74	76	84	85	76	85	370	323	330	345
KMMG(조지아공장)	97	89	98	81	96	96	95	96	313	365	384	400
KMMS(멕시코공장)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	118
DYKIA(동풍열달기아)	156	155	149	186	161	143	100	120	547	646	523	540
YoY(%)												
글로벌 출하	9.9	4.3	12.9	0.1	(2.6)	5.8	6.5	6.9	4.0	7.5	(2.8)	7.4
국내공장 계	9.2	5.3	14.9	(0.3)	(5.0)	2.1	(3.0)	8.6	0.6	6.8	0.8	3.0
내수	(0.7)	(6.0)	3.6	8.8	6.1	15.8	12.9	6.7	(4.8)	1.5	10.3	3.0
수출	13.0	9.7	20.5	(3.7)	(8.8)	(2.4)	(9.7)	9.4	2.9	8.9	(2.7)	3.0
해외공장 계	10.8	2.9	10.5	10.3	0.3	(1.9)	(15.5)	(12.4)	7.4	(16.6)	(7.3)	13.4
KMMG(조지아공장)	(8.0)	(11.7)	(17.9)	(12.7)	(3.0)	(1.7)	2.6	11.5	3.2	(12.5)	2.0	4.5
KMS(슬로박)	29.5	5.8	28.2	4.2	(1.0)	8.5	(2.7)	18.1	7.2	16.6	5.1	4.3
DYKIA(동풍열달기아)	13.3	11.4	20.3	27.2	3.0	(7.9)	(32.9)	(35.6)	13.8	18.2	(19.0)	3.2
매출액	11,926	12,054	11,415	11,702	11,178	12,441	13,111	13,235	47,598	47,097	49,965	53,646
영업이익	736	770	567	501	512	651	678	723	3,177	2,573	2,563	2,972
영업이익률(%)	6.2	6.4	5.0	4.3	4.6	5.2	5.2	5.5	6.7	5.5	5.1	5.5
EBITDA	1,043	1,084	894	888	853	1,012	1,089	1,153	4,378	3,910	4,107	4,809
EBITDA 마진(%)	8.7	9.0	7.8	7.6	7.6	8.1	8.3	8.7	9.2	8.3	7.9	9.0
지배주주지분 순이익	876	1,024	657	436	903	747	557	699	3,817	2,994	2,906	3,428
YoY(%)												
매출액	7.6	(8.1)	(1.9)	(0.5)	(6.3)	3.2	14.9	13.1	0.8	(1.1)	6.1	7.4
영업이익	4.5	(31.7)	(18.6)	(23.0)	(30.4)	(15.5)	19.6	44.5	0.0	(19.0)	(0.4)	16.0
지배주주지분 순이익	11.8	(13.3)	(27.2)	(54.0)	3.1	(27.1)	(15.3)	60.4	0.0	(21.6)	(1.5)	18.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part V

자동차부품: 세상을 바꿀 기술, 세상을 바꿀 기업들

자동차 부품: 자동차산업의 혁명으로 가능해진 투자전략

친환경차 시장의 개화는 곧 자동차 부품에서의 거대한 변화로 이어지고 있습니다. 기존 엔진 중심의 파워트레인은 배터리와 모터를 기반으로 한 대변화의 초입에 들어가고 있습니다. 특히 48V 기반의 하이브리드 시스템 기술이 양산 단계까지 온 지금 부품업체들의 모터관련 매출은 꾸준히 증가할 예정입니다.

부품업체 중에서는 이러한 변화에 있어 완성차와 함께 주도하고 있는 현대모비스를 최선호주로 제시하고, 친환경차 열관리 시스템 분야에서 매출상승이 가능한 한온시스템을 차선호주로 추천드립니다.

세상을 바꾼 기술, 세상을 바꿀 기업들

세상을 바꾼 기술 탐구 - 터보차저에서 48V Mild Hybrid 까지

더 멀리, 더 빨리 가기 위한 기술 - 모터기반 매출증가에 주목

2017년에 들어서면 리튬이온 배터리의 가격인하 및 현재의 흑연위주의 음극소재 대체가 실리콘으로 이뤄지기 시작하면서 배터리 성숙은 획기적으로 개선될 전망이다. 따라서 EV수요 증가에 따른 관련 부품업체들의 구조적 수혜가 예상된다. 한편, EV시장이 개화함에 따라 동반확대되는 시장이 바로 HEV시장이다. 기존 내연기관 기반의 대량생산 메이커들은 현재 HEV와 EV를 함께 진출하는 전략을 쓰고 있다. HEV시장의 확대로 현재 쓰이고 있는 12V 기반의 Micro 하이브리드카는 48V 기반의 Mild 하이브리드 기반의 시스템으로 대체될 것으로 예상된다.

자동차 전기 시스템 전압을 12V에서 48V로 늘릴 경우 모터는 시동과 회생발전이 적극적으로 가능해지며 적극적으로 엔진의 동력효율 개선에 더욱 적극적으로 개입이 가능해진다. 48V가 채택될 경우 연비는 기존 대비 20% 수준까지 상승할 수 있게 되며, 현재 이 시스템을 이용해 양산되고 있는 차종은 없다. 다만 디젤 게이트는 오히려 48V하이브리드 시스템의 적용을 더욱 앞당겼고, 2016년이 되면 다수의 메이커가 48V 시스템을 양산 차종에 적용할 예정임을 밝혔다.

국내에서는 현대모비스, 만도 등의 시스템 업체가 48V하이브리드 기반 시스템 구축에 나서고 있는 상태로서 현대모비스는 특히 연내 자체기술 개발 완료 및 양산차종 적용 작업을 시행할 것으로 알려졌다. 또한 모터부품 매출성장을 통해 기업가치 재평가가 지속되고 있는 S&T모티브 역시 48V 하이브리드카의 양산으로 지속적인 수혜가 가능할 것으로 보인다. S&T모티브는 현재 HSG/ISG모터, 구동모터, EPS모터 등 주요 기능의 모터는 대부분 생산하고 있어 신규매출이 지속될 수 있어 보인다.

한편 내연기관 기반의 차량에서는 터보차저와 DCT(Dual Clutch Transmission) 관련 수요가 지속적으로 증가할 전망이다. 특히 HEV의 경우 여전히 가솔린엔진이 탑재되는데, 다운사이징 엔진의 사용으로 터보차저 탑재가 빠르게 이뤄질 수 있다. 한편 내연기관에서도 터보차저와 DCT의 사용으로 각각 5~10% 내외의 연비개선이 가능하기 때문에 향후 2년간은 이 두개 부품에 대해서 수요증가는 빠르게 증가할 전망이다.

표26 더 멀리가기 위한, 더 빨리가기 위한 기술 및 관련 업체들

기술	적용 차종	관련 업체
자동차용 2차전지	EV	LG화학, 삼성 SDI 등
48V 하이브리드 시스템	HEV	현대모비스, 만도, S&T모티브
배터리 열관리 시스템(BMS)	HEV/EV	한온시스템
터보차저	내연기관, HEV	한온시스템, 현대위아
DCT	내연기관, HEV	S&T모티브

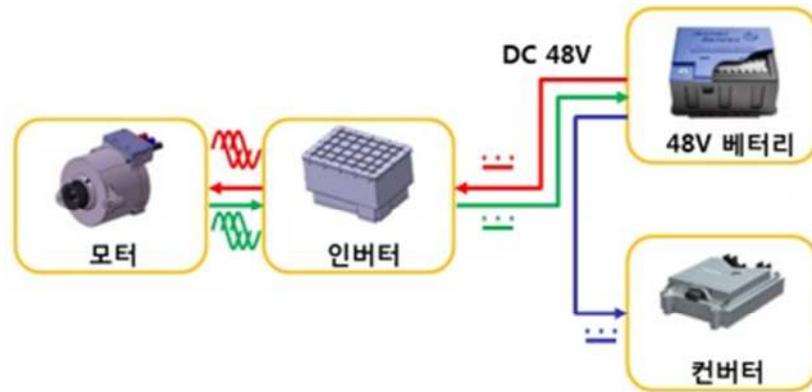
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표27 48V 하이브리드 시스템 사용으로 가능한 기술

기능	연비개선(%)
ISG	4
회생제동 시스템	10
Torque Assistant	10
회생증대	2
EV	5

자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 48V 하이브리드 시스템



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 제네바 모터쇼에서 선보인 투싼 48V



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 48V 관련 기술 개발이 완료된 컨티넨탈



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part VI

타이어: 인내심의 한계가 오고 있다

인내심이 다한 타이어 업종

국내 타이어 업종은 지난 2012년부터 지속적으로 하향곡선을 그려왔습니다. 특히 중국의 공급과잉 영향을 받기 시작한 2013년도 이후부터는 매출상승폭이 제한되어 온 상태입니다.

그러는 한편 Tier1 업체들은 미국에서의 실적 호조를 바탕으로 주가 re-rating 이 지속되고 있습니다.

국내 업체들도 미국에서의 매출증가에 따른 수혜가 예상됩니다.

다만, 미국시장에서는 AD 관세 영향을 받고 있는 중국을 제외하고서라도 5년전과 비교시 시장참여자가 늘어난 상태입니다.

즉, 업황은 저점을 찍은 것으로 보이나 여전히 옥석가리기가 필요한 시점입니다. 타이어 업종에서의 최선호주는 한국타이어를 제시합니다.

인내심의 한계가 오고 있다

인내심이 필요한 시기 - 그러나 옥석 가리기는 가능하다

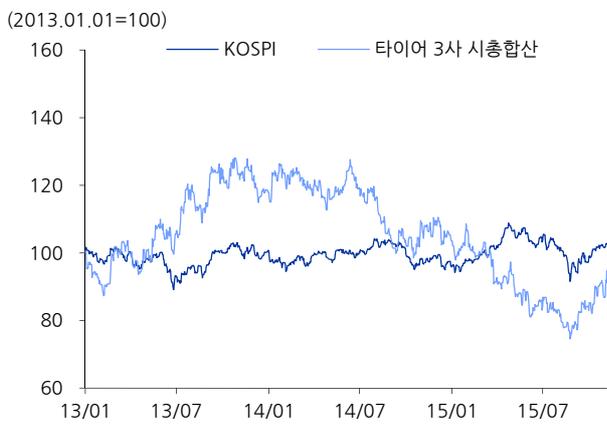
Tier1 업체들과 차별화가 확대되는 주가 - 이익과리 요인의 파악이 급선무

한국타이어, 금호타이어, 넥센타이어를 필두로 한 국내 타이어 업종은 2013년 말 이후 지속적으로 언더퍼폼을 해오고 있다. 중국 타이어 산업의 공급과잉, 유로화 약세, 그리고 OE타이어의 수요처인 자동차산업의 산업 수요 하락 등이 복합적으로 작용하며 업황 둔화 요인으로 작용해 오고 있는 것으로 보인다. 특히, 타이어 산업의 가격 상승요인으로 작용할 수 있는 결정적 근거인 유가상승 → 합성고무가격 상승 → 천연고무가격 상승의 움직임 역시 아직까지 보여지고 있지 않기 때문에 구체적인 이익개선 트리거를 찾기가 어려운 상태다.

하지만 2013년 이후 Tier1 업체들의 주가 추이는 이와 상반되는 주가가 펼쳐지고 있다. 2013년 초를 기점으로 보면 미쉐린타이어 또는 브릿지스톤의 주가수익률은 한국타이어와 비교시 최소 50%에서 최대 250%수준까지 차이가 나고 있다. 그러나 Tier1 업체들 역시 한국타이어와 마찬가지로 지난 수년간 매출상승폭이 한자릿수에 그치고 있어 단순히 한국업체와 해외업체간의 주가과리를 물량차이에 근거를 둘 수만은 없다. 따라서 업체간의 실적차이는 i)지역별 타이어 매출비중 ii)프리미엄 급 타이어의 매출비중 iii)엔화, 유로화의 약세로 인한 수출 채산성 정도로 압축된다.

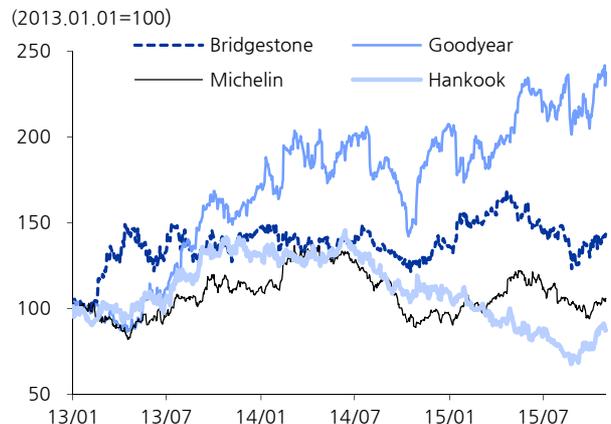
국내 타이어 업체는 중국에서의 매출비중이 높아 이익개선이 지연되고 있다. 저가 타이어업체들의 공세가 강해지며 국내업체들은 중국시장에서의 지속적인 판가하락이 영향이 컸던 것으로 보이는 한편, Tier1 업체들의 경우 북미와 유럽에 매출이 집중되어 있을 뿐만 아니라 중국에서 역시 프리미엄급 타이어 수요는 경쟁심화의 범주에서 벗어나 있어 업황둔화의 타격도 크지 않았던 것이다.

그림63 타이어 업종은 '13년 이후 시장을 지속적으로 하회



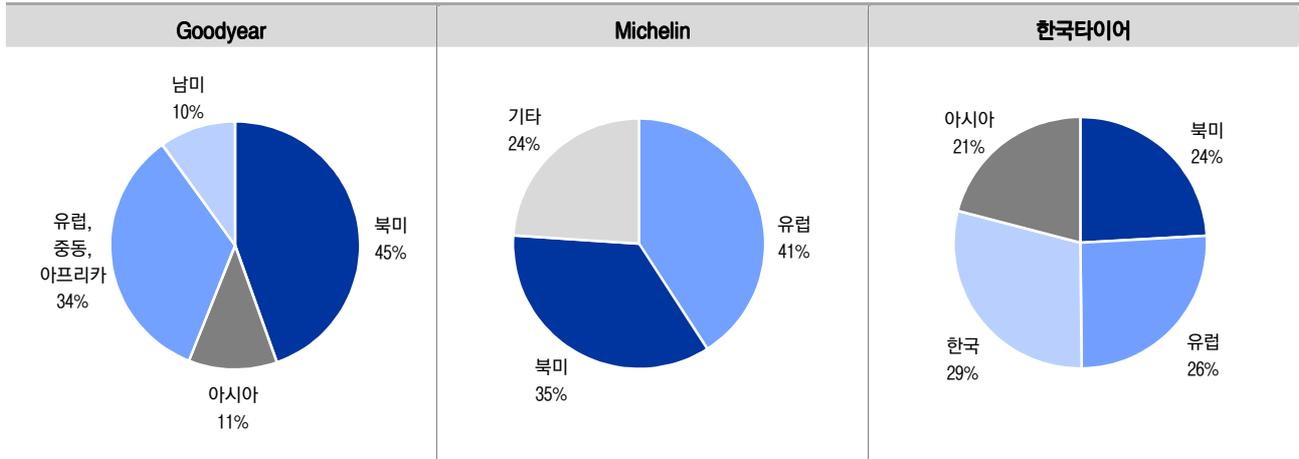
자료: Thomson Reuters, 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 상대적으로 글로벌 프리미엄급 시장은 견고



자료: Thomson Reuters, 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 Goodyear, Michelin, 한국타이어 3사의 지역별 매출 - 선진국 비중 높은 Tier1



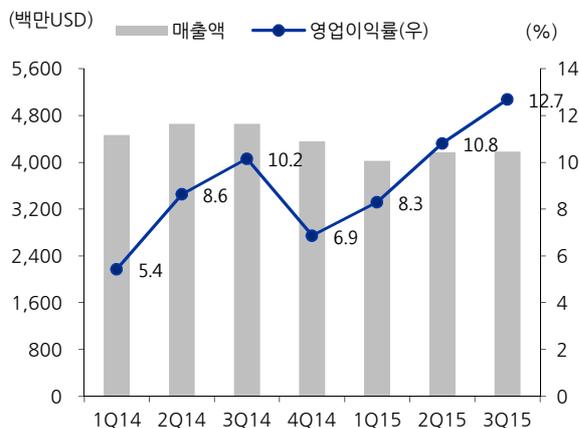
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

국내 업체 중에서의 이익회복 강도는 Tier2중 상위 업체로 분류되는 한국타이어가 높은 브랜드력과 폭넓은 OE수요처를 바탕으로 상대적으로 견고한 펀더멘털을 보유한 것으로 보인다. 특히 중국에서 OE타이어 수요의 상당부분을 차지했던 현대차그룹이 9월 이후 회복되는 모습을 보이기 시작하고 있고 윈터타이어, 고인치타이어 등 고마진 타이어수요 발생이 가능한 미국과 유럽은 산업수요가 일부 회복되고 있는 것으로 보인다.

선진국의 회복은 이들 국가를 바탕으로 하는 Tier1업체인 Goodyear와 컨티넨탈의 이익추이에서도 발견되는데, 이는 지난해 4분기를 저점으로 회복되고 있는 실적에서도 확인되고 있다. 따라서 당분간 타이어 업체의 이익개선은 선진국 지역에서의 매출회복이 빠른 업체를 중심으로 이뤄질 수 있다는 판단이다.

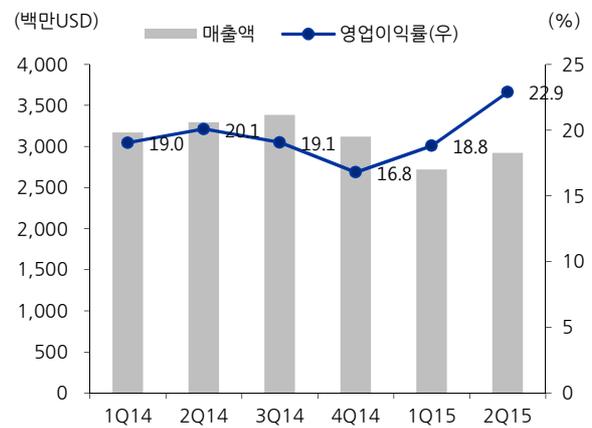
국내 업체 중에서 북미와 유럽매출은 한국타이어와 금호타이어가 전체매출의 50~55% 내외를 차지하고 있으며, 두 업체 모두 내년 북미공장의 증설이 예정되어 있어 북미 매출의 성장 가능성이 높다. 한편 넥센타이어의 경우 2017년에 체코공장 증설이 예정되어 있으며 미국 수출 또한 국내 양산공장의 가동률이 여전히 80% 미만에 머물고 있어 상승여력은 존재한다.

그림66 Goodyear 이익 추이 - 3Q15 강한 회복세



자료: Goodyear, 이베스트투자증권 리서치센터

그림67 컨티넨탈의 타이어부문 이익 추이



자료: 컨티넨탈, 이베스트투자증권 리서치센터

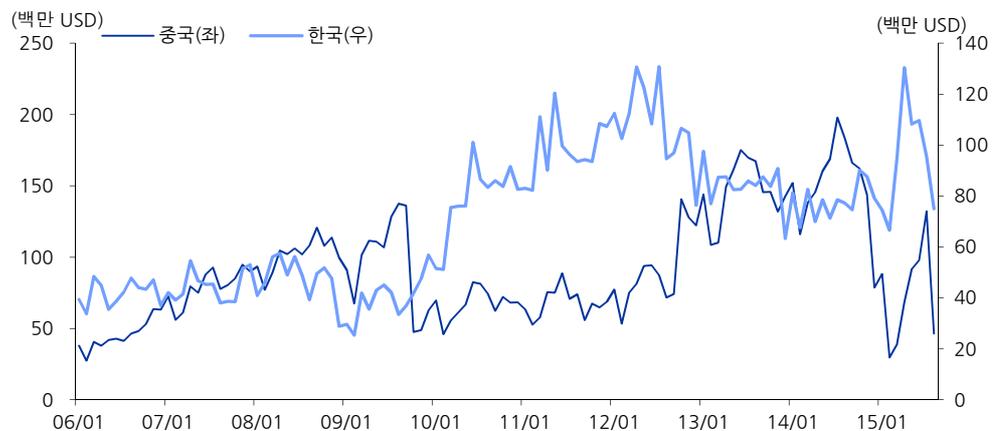
미국의 중국산 반덤핑 제재가 완벽히 시장 Turnaround로 이어지지 않는 이유

Safeguard 구간과는 다르게 많아진 시장 참여자들

바닥은 지났다

미국의 중국산 타이어에 대한 AD(반덤핑관세) 및 CVD(상계관세) 조치가 시작되었으나, 시장의 예상과는 다르게 한국산에 대한 손해가 아직 크게 부각되지 않고 있다. 과거 2010년~2013년에 있었던 safeguard 구간에서와는 다르게 중남미 및 동남아 지역 등에서의 신규 공급처들이 증가했기 때문인 것으로 보인다. 한국산 타이어의 경우 연간 환산시 미국향 수출규모가 아직 2011년도 수준인 한편 멕시코와 태국산의 합산 금액은 2011년도 7억불에서 2015년도 들어서 12억불 규모로 크게 성장했다. 특히 동남아시아와 중남미 특성상 저가브랜드들이 주를 이루고 있어 Tier2~3에 위치하고 있는 한국 업체들과의 높은 경합도가 중국산 수입이 급락한 후에도 즉각적인 M/S확대로 이어지지 않고 있는 것으로 보인다.

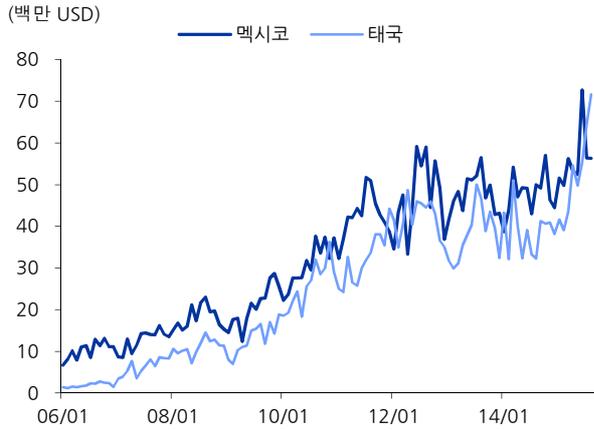
그림68 미국의 중국산 및 한국산 타이어 수입 추이 - 2016년부터 한국산 타이어 손해 커질 것



자료: KITA, 이베스트투자증권 리서치센터

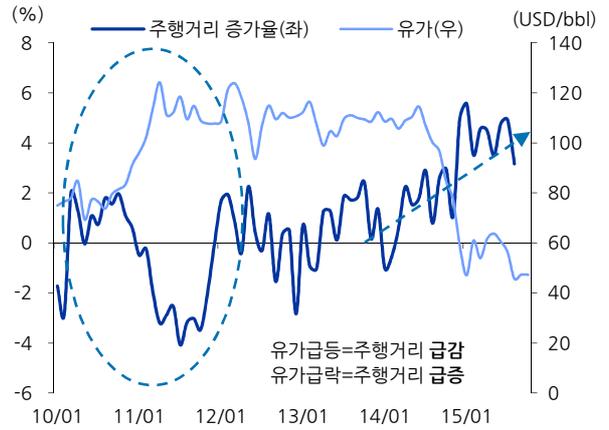
한편 유럽에서는 우려와는 다르게 아직까지 중국산 타이어의 수입증가가 늘어나는 모습은 나타나지 않고 있다. 이전 Safeguard시에는 미국으로 수출되지 못한 물량들이 유럽으로 고스란히 수출되며 시장수급 교란요인으로 작용했었으나, 이번 반덤핑관세 부과 이후에는 미국향 감소분이 유럽으로 바로 transfer 되지는 않은 것으로 해석된다. 이는 다행히도 중국 타이어 시장의 급격한 둔화세가 어느정도 진정세를 보이고 있는 부분과 연결지어 생각할 수도 있다. 2013년 이후 공급과잉이 급격하게 진행된 중국 타이어 시장이 연초 들어서는 더 이상 큰 추가하락의 조짐은 나타나지 않고 있기 때문이다. 중국 내 타이어업체들의 이익수준은 8월 이후부터는 바닥권을 다지고 있는 모습이고 재고수준 역시 완만하게 peak-out하고 있는 모습이다.

그림69 미국의 멕시코와 태국산 타이어 수입 추이



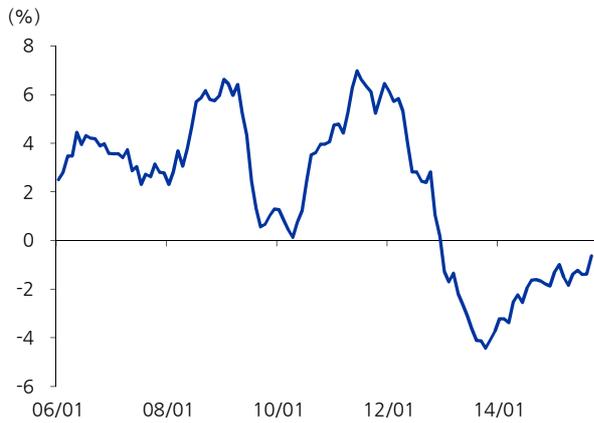
자료: KITA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 미국의 자동차 주행거리 - 유가하락 이후 개선



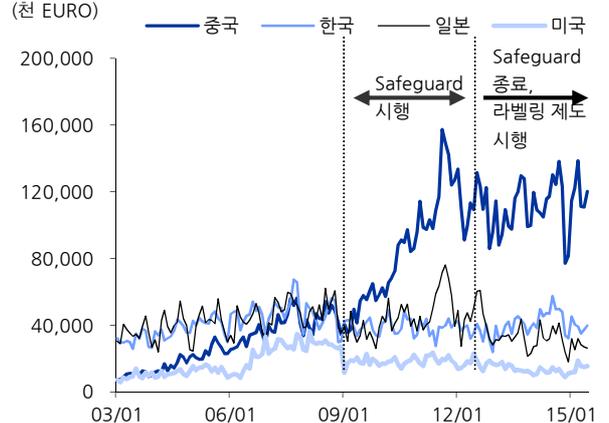
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 미국 타이어 CPI(YoY) - 회복세 나타나



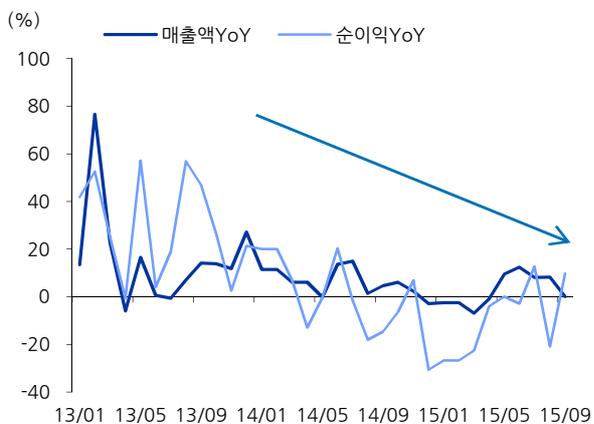
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 EU의 국가별 타이어 수입 추이 - 중국산 견조



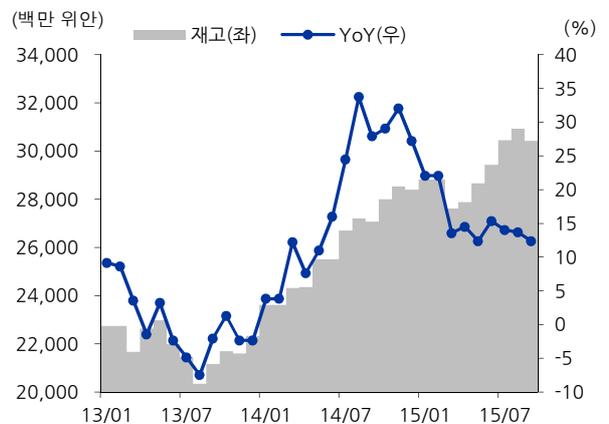
자료: KITA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림73 중국 타이어 업체 별 매출액 및 순이익 추이



자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림74 중국 타이어 재고 - 소진되기까지는 아직 남아



자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

타이어 업종 투자전략

중저가 타이어 시장의 경쟁 심화 지속 - Tier2 중 상위업체인 한국타이어 선호

바닥은 지나고 있는 시장상황 - 아직까진 옥석 가리기가 필요

타이어 업종에 대한 투자 의견 중립(Neutral)을 제시한다. 분명 시장상황은 바닥을 지난 것으로 판단되나, 그 회복의 속도에 대해서는 아직 명확한 확인이 이뤄지지 않고 있기 때문이다. 다만 유로화, 신흥국환율, 중국의 내수부진 등 기존 한국 타이어 업체들에게 악재로 작용해 왔던 요인들은 대부분 제거되고 있어 실적 개선의 기반에 대해서는 분명 마련되고 있어 보인다.

업종내에서의 투자 선호도는 한국타이어, 금호타이어, 넥센타이어의 순서를 제시한다. 한국타이어(BUY, 목표주가 65,000원)은 3사중 가장 뛰어난 브랜드력을 기반으로 프리미엄급/SUV 타이어 시장에서 매출확대가 가장 용이한 상태며, 최근 있었던 3Q15 실적발표를 통해 북미시장의 매출이 크게 실적개선에 기여한 점이 확인됐다. 3Q15부터 지분법 이익으로 반영되고 있는 한온시스템은 친환경차 시장에서의 구조적 매출상승이 예상되고 있고, 장기적으로 한국타이어의 사업다각화 전략으로도 해석할 수 있다.

금호타이어(BUY, 목표주가 8,800원)는 3Q15의 광주공장 파업 종료 이후 빠르게 실적회복이 이뤄지고 있는 것으로 파악된다. 투자포인트는 1Q16부터 시작될 미국 조지아 공장 양산, 요코하마와의 합작을 통한 프리미엄급 타이어 개발, 중국에서 대규모 OE수주를 통한 외형확대로 볼 수 있다. 한편 박삼구 회장의 금호산업 인수를 통한 금호산업 재건은 멀지 않은 것으로 평가받고 있어 차후 채권단의 매각할 순서인 금호타이어에 대해서는 지속적인 모니터링이 필요하다.

표28 국내 타이어 3社의 지역별 매출 비중 - 북미지역 구조적 매출성장 예상

(%)		1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	2012	2013	2014
한국타이어	북미	19	20	22	24	24	27	29	19	19	21
	유럽	30	29	33	25	29	28	30	25	27	29
	중국	17	16	15	15	14	13	11	17	18	16
	한국	20	20	20	24	19	19	18	20	21	21
	기타	14	14	11	13	13	13	11	19	15	13
금호타이어	북미	23	22	21	22	21	22		20	25	28
	유럽	13	15	15	12	10	14		15	16	18
	한국	27	28	30	34	29	31		25	35	38
	중국	14	12	13	16	15	14		14	18	17
넥센타이어	북미 RE	25	19	18	21	25	28	23	29	25	21
	유럽 RE	19	20	21	12	16	12	18	18	20	18
	한국 RE	11	12	14	17	11	11	12	13	13	13
	중국 RE	2	3	3	2	2	2	3	2	2	3
	기타 지역	20	23	22	22	19	23	24	24	22	22
	OE	22	24	22	26	25	24	21	14	18	24

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

넥센타이어(HOLD, 목표주가 16,000원)은 타이어 업체들의 최대 매출처중 하나인 북미시장에서의 판매비중이 상대적으로 높고, 중국에서의 매출비중이 낮아 국내 3사중 시장 진출 구조는 가장 양호하다. 하지만 북미지역 매출회복속도에 대해서는 아직 추가검증이 필요한 상태다. 한편 지난 10월 총 1조원을 들여 체코공장 착공이 있었다. 이는 특히 유럽 글로벌 OE향 매출비중 확대를 위한 초석으로 중장기 성장모멘텀은 갈수록 부각될 수 있어 보인다.

표29 이베스트투자증권 타이어 업종 Universe

(십억원)		한국타이어	금호타이어	넥센타이어
투자 의견		BUY	BUY	HOLD
목표주가		65,000	8,800	16,000
매출액	2014	6,681	3,438	1,759
	2015F	6,515	2,876	1,854
	2016F	6,952	3,559	2,170
영업이익	2014	1,032	358	209
	2015F	845	176	218
	2016F	918	245	245
영업이익률(%)	2014	15.4	10.4	11.9
	2015F	13.0	6.1	11.8
	2016F	13.2	6.9	11.3
지배주주지분 순이익	2014	700	130	128
	2015F	640	22	120
	2016F	731	139	155
EPS(원)	2014	5,654	862	1,341
	2015F	5,165	136	1,241
	2016F	5,901	880	1,601
P/E(배)	2014	9.3	11.2	9.5
	2015F	9.6	51.6	10.6
	2016F	8.4	8.0	8.2
P/B(배)	2014	1.4	1.3	1.4
	2015F	1.2	0.9	1.3
	2016F	1.1	0.8	1.1
ROE(%)	2014	16.6	11.6	14.9
	2015F	13.3	1.8	12.2
	2016F	13.5	10.8	13.9

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part VII

지주

현대차그룹의 승계작업

승계작업은 이미 시작되었습니다

정의선 부회장은 현대엔코와 현대엔지니어링 합병으로 현대엔지니어링 지분 11.7%를 보유하게 되었으며, 이노션 지분 매각으로 약 3천억원의 현금을 확보했습니다. 그리고 현대글로벌비스 지분을 매각하며 추가적으로 현금을 확보했습니다. 최근 현대중공업으로부터 현대차 지분 1.1%를 5천억원에 매입한 바 있습니다. 최근의 행보를 보면 승계작업은 이미 시작되었다는 판단입니다.

정 부회장이 현대차 지분을 취득한 이유는 현대차그룹이 지주회사로 전환하는 과정에서 기업 분할 시 현물출자 과세이연 적격 요건을 충족하기 위해서인 것으로 예상합니다. 국내 조세제도에 의하면 기업이 인적 분할할 경우 분할 자회사 주식의 현물출자로 과세이연과 같은 특례를 적용받기 위해서는 기업 분할 당시 해당 기업의 지분을 보유하고 있어야 하기 때문입니다. 승계작업 본격화의 시그널로 해석합니다.

그리고 현대모비스는 자사주를 매입할 것이라고 밝혔습니다. 이도 역시 승계작업 본격화의 시그널입니다. 오너 일가의 자금동원력을 감안하면 모비스, 현대차, 기아차가 자사주를 매입하는 것이 효과적입니다. 또한 모비스 → 현대차 → 기아차 → 모비스로 이어지는 순환출자 때문에 어느 한 기업의 가치가 하락하면 연쇄적으로 모두의 가치가 하락됩니다. 따라서 지주회사 전환과정에서 특정 계열사의 주가를 누르는 행위는 비합리적입니다.

현대차그룹의 승계작업

승계작업은 이미 시작되었다

과거부터 현재까지의 지분 변화

현대차그룹은 정의선 부회장이 지분 25.06%를 보유한 현대엠코를 현대엔지니어링과 합쳤다. 이로 인해 정의선 부회장은 현대엔지니어링 지분 11.72%를 보유하게 되었다. 그리고 정의선 부회장이 57.87%를 보유하고 있는 현대위스코는 현대위아, 현대메티아와 합쳤다. 이로 인해 정의선 부회장은 현대위아 지분 1.95%를 보유하게 되었다. 또한 최근에는 정의선 부회장이 19.46%를 보유하고 있는 현대오토에버와 현대C&I 등 계열사와의 합병이 거론되고 있다.

정의선 부회장은 2014년 이노션 주식 54만주를 1주당 55만씩 3,000억원에 매각하였다. 그리고 현대글로벌비스 지분을 31.38%에서 23.29%로 낮추며 현금을 확보했다. 정씨 일가 특수관계인 지분을 30% 이하까지 낮추며 현대글로벌비스에 대해서는 일감몰아주기 규제에서 벗어나게 되었다.

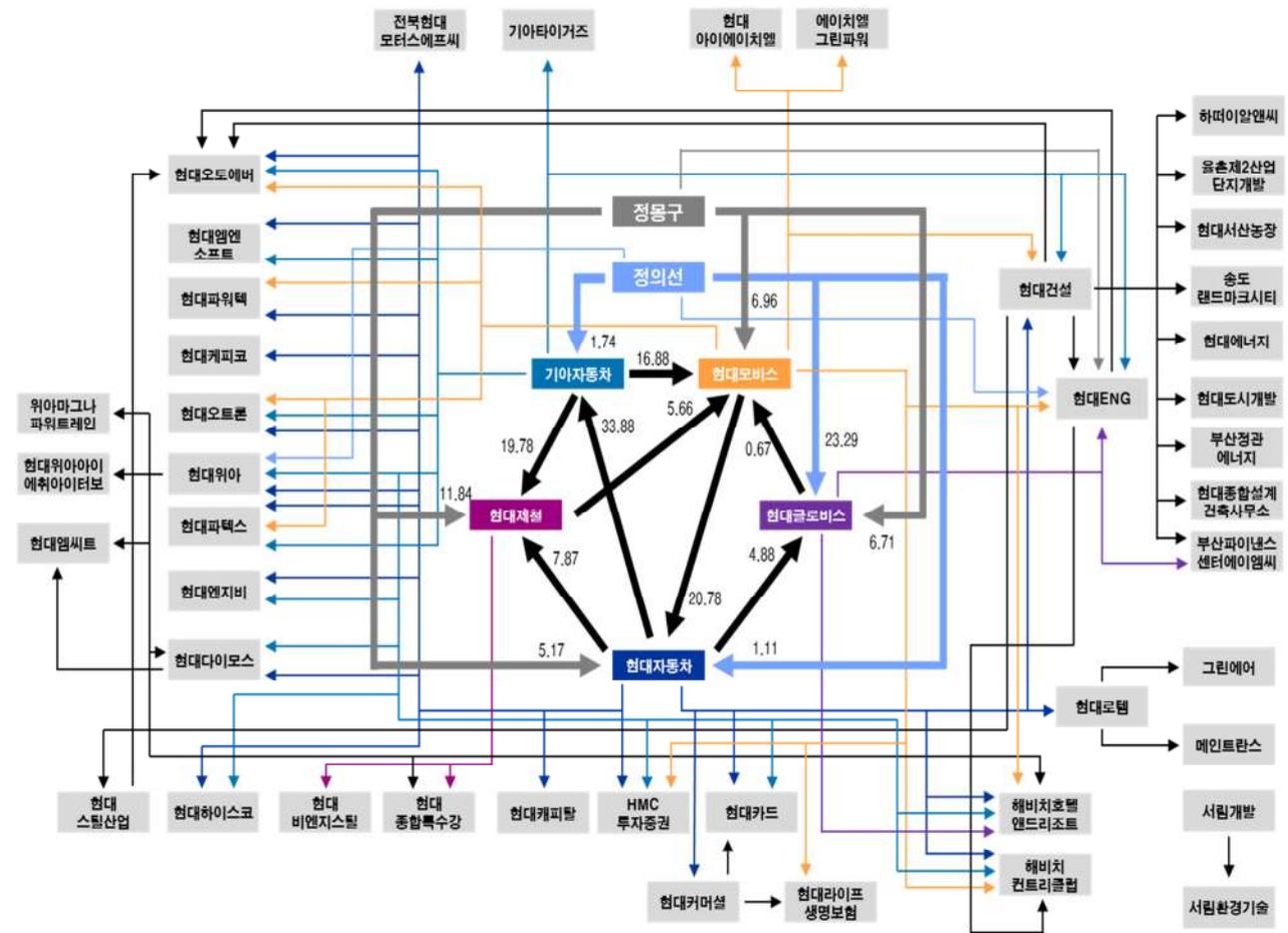
그리고 정의선 부회장은 최근 현대차 지분 5,000억원을 현대중공업으로부터 매입했다. 이로 인해 현대차 지분 1.11%를 보유하게 되었다. 최근의 행보는 정의선 부회장 중심의 경영권 승계 작업 본격화의 시그널이다.

표30 정몽구 회장, 정의선 부회장의 보유 지분 현황

(십억원)		기업가치	정의선 (%)	지분가치	정몽구 (%)	지분가치
7조원 가정	현대자동차	35,000	1.11	389	5.17	1,810
	기아자동차	23,000	1.74	400		
	현대글로벌비스	7,000	23.29	1,630	6.71	470
	현대엔지니어링	7,000	11.72	820	4.68	328
	현대제철	7,000			11.84	829
	현대모비스	23,000			6.96	1,601
	현대위아	4,000	1.95	78		
	현대오토에버		19.46	138		
	합산			3,456		5,036
	10조원 가정	현대자동차	35,000	1.11	389	5.17
기아자동차		23,000	1.74	400		
현대글로벌비스		10,000	23.29	2,329	6.71	671
현대엔지니어링		10,000	11.72	1,172	4.68	468
현대제철		7,000			11.84	829
현대모비스		23,000			6.96	1,601
현대위아		4,000	1.95	78		
현대오토에버			19.46	138		
합산				4,506		5,378

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림75 현대차그룹의 지배구조도



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

지주회사로 전환은 필수. 지배력 확보가 관건

(1) 정의선 부회장이 현대차 지분을 취득한 이유는 현대차그룹이 지주회사로 전환하는 과정에서 기업 분할 시 현물출자 과세이연 적격 요건을 충족하기 위해서인 것으로 예상된다. 국내 조세제도에 의하면 기업이 인적 분할할 경우 분할 자회사 주식의 현물출자로 과세이연과 같은 특례를 적용받기 위해서는 기업 분할 당시 해당 기업의 지분을 보유하고 있어야 한다. 지주회사 전환 작업을 실제 검토하고 있는 것이고, 승계작업이 시작된 것으로 해석할 수 있다.

정의선 부회장은 현대차 지분 획득으로 현대차 1.11%, 기아차 1.74%, 글로벌 23.29%, 엔지니어링 11.72%, 위아 1.95%, 오도에버 19.46%를 보유하고 있다. 모비스의 지분을 제외하면 중요 계열사의 지분을 모두 보유한다. 향후 기업 분할과 지주회사 전환 과정에서 현물출자 과세이연 혜택을 받을 수 있다.

정몽구 현대차그룹 회장은 38년생이다. 즉 정의선 부회장은 현대차그룹의 후계자로서 멀지 않은 미래에 정몽구 회장으로부터 지분을 증여 또는 상속받을 것이다. 이러한 특수관계인일수록 자본거래 제한을 받는다.

만약 정 부회장이 현대차 지분이 없었다면 앞으로 지주회사 전환과정에서 발생할 수 있는 계열사 간 현물출자, 주식스왑과 같은 거래에 제한을 받을 수 있다. 즉 정몽구 회장으로부터 지분을 상속받은 후 거래에 나서면 여러가지 법적인 제한이 있을 수 있다는 것이다. 이러한 이유가 아니고서는 5천억원의 사재를 출연하여 현대차지분을 매입할 필요는 특별히 없다는 판단이다.

(2) 그리고 현대모비스는 자사주 2,211억원을 9월 24일부터 12월 23일까지 매입한다고 밝혔다. 기존 투자자들은 정의선 부회장이 모비스 지분이 없고, ‘모비스 → 현대차 → 기아차’ 로 이어지는 지배구조 상에서 모비스가 지주회사의 역할을 수행할 수 있기 때문에 모비스의 가치 상승을 제한해야 한다고 예상했다. (1) 모비스와 현대글로비스가 합병하거나, (2) 기아차 혹은 현대제철이 보유한 모비스 지분을 현대글로비스 지분과 서로 스왑하거나, (3) 모비스의 지분을 직접 매입하는 등의 과정에서는 모비스의 가치가 낮은 것이 정 부회장에게 유리하기 때문이다.

그러나 시장의 예상과는 다르게 모비스는 주주 가치를 높인다는 표면적인 이유를 가지고 자사주 매입을 발표했다. 이는 모비스가 현대차의 지분 21%를 보유하고, 현대차가 기아차의 지분 34%를 보유하는 구조에서 모비스에 대한 정씨 일가의 지배력이 사실상 높지 않기 때문인 것으로 예상된다.

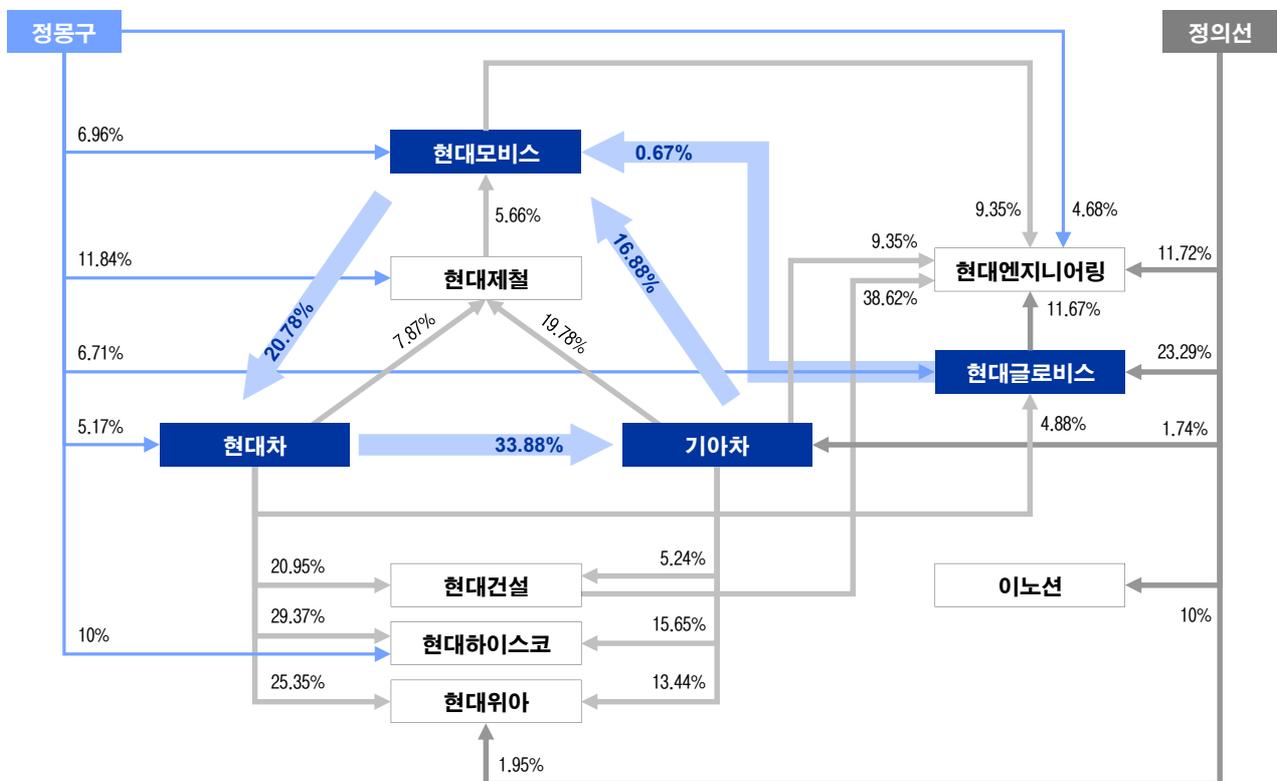
정몽구 회장은 모비스 지분을 6.96%만을 보유하며, 정의선 부회장은 심지어 모비스 지분이 없다. 적은 지분만으로 현대차그룹을 지배하고 있는데, 지배력을 높이기 위해서는 지주회사로 전환이 필수이다. 다만 우려되는 부분은 아마도 삼성물산에 대한 엘리엇의 공격과 같은 부분일 것이다.

또한 정몽구 회장의 지분 평가액은 약 5조원에서~5.3조원 수준이며, 정의선 부회장의 지분 평가액은 약 3.5조원에서 4.5조원 수준이다. 정몽구 회장이 보유한 자금창고로 사용할 수 없는 현대차, 현대제철, 현대모비스의 지분 평가액을 제외하면 사실상 지배력 확대를 위해 이용할 수 있는 지분 가치는 1조원 규모다. 정의선 부회장도 역시 자금창고로 사용할 수 없는 현대차, 기아차를 제외하면 3조원을 하회한다. 결국 오너 일가의 지배력 확대를 위해서는 현대차, 기아차, 모비스 등이 자체적으로 자사주를 매입하는 것이 효과적인 셈이다.

자사주 매입효과로 인한 주가 상승 또한 제한적이다. 따라서 지배력 확대를 위한 추가적인 자사주 매입도 충분히 가능하다는 판단이다. 이는 분할을 통한 지주회사 전환과정에서는 기업 가치의 상승, 하락보다는 적절한 분할비율 산정이 지배력에 있어서는 더 큰 역할을 수행할 수 있기 때문이기도 하다.

그리고 현대차그룹의 지배구조는 모비스가 현대차를, 현대차가 기아차를, 기아차가 다시 모비스를 지배하는 형태다. 한 기업의 주가를 누르면 연쇄적으로 연결되어 있기 때문에 주요 계열사 모두의 가치가 하락할 수 밖에 없는 구조다. 여기서 중요한 부분은 지주회사 전환과정에서 정몽구 회장과 정의선 부회장은 현물출자를 해야만 하는 상황인데, 정몽구 회장이 보유한 지분의 70% 이상은 현대차와 모비스이며, 정의선 부회장도 역시 현대차와 기아차를 보유하고 있다는 점이다. 둘이 합친 지분의 50% 이상이 현대차, 기아차, 모비스이다. 결론적으로 지주회사 전환과정에서 특정 계열사의 주가를 누르는 행위는 비합리적이라는 판단이다.

그림76 현대차그룹의 주요 지배구조도 - 모비스, 현대차, 기아차 순환출자 구조



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part VIII

지주

지주회사 전환 시나리오 분석

경영권 안정을 위해서는 지주회사 전환 필수

현대차그룹은 승계과정에서 지배력 확대를 위해 지주회사 전환이 필수입니다. 지주회사의 행위제한을 감안하면 모비스, 현대차, 기아차 모두 합병하는 시나리오가 합리적입니다. 그리고 현대글로벌비스가 지주회사와 합병하여 사업지주회사로 전환할 가능성이 높다고 기대합니다.

기아차를 제외하고 모비스, 현대차, 글로벌비스 합병도 가능합니다. 이 경우 기아차가 순환출자로 보유하고 있는 현대모비스 지분 16.88%를 지주회사가 모두 매입해야 합니다. 그러나 현대차를 제외하고 모비스, 기아차, 글로벌비스만 합병하는 시나리오는 비합리적입니다. 왜냐하면 현대차가 보유하고 있는 기아차 지분 약 8조원(33.9%)을 지주회사가 매입해야 하며, 현대차가 최대주주로 있는 회사들은 향후 M&A를 할 경우 해당 회사의 발행주식총수를 매입해야 하는 불편함이 있기 때문입니다.

모비스 단독 지주회사의 전환 가능성은 낮습니다. 이 경우 현대차가 모든 비용을 떠안게 되며, 과거 SK, SK C&C와 같은 옥상옥 구조를 가지게 되기 때문입니다.

지주회사로 전환하는 과정에서 오너 일가는 지배력을 확대해야 합니다. 따라서 현대글로벌비스와 현대엔지니어링 수혜가 기대됩니다. 또한 현대제철이 보유한 모비스 지분 매각이 선행되어야 하기 때문에 제철은 약 1.3조원의 현금확보가 가능합니다.

현대차그룹의 지주회사 전환 시나리오 점검

사업지주회사로 전환 가능성이 높다

시나리오 I 모비스, 현대차, 기아차, 글로벌비스 합병

현대차그룹은 승계 과정에서 지배력 확대를 위해 지주회사 체제로 전환해야 할 것이다. 지주회사 등의 행위제한을 감안하면 모비스, 현대차, 기아차는 모두 합병하는 시나리오가 합리적이다. 다음은 독점규제 및 공정거래에 관한 법률과 관련한 지주회사의 행위제한이다.

지주회사는 자회사 지분 20%(비상장사 40%), 손자회사 지분 20%(비상장사 40%), 증손자회사 지분 100%를 보유해야 한다. 그리고 계열회사가 아닌 국내회사의 주식을 회사 발행주식총수의 5%를 초과하여 소유하는 행위가 제한된다. 또한 지주회사는 자회사 외의 국내계열회사의 주식을 소유할 수 없다. 자회사는 손자회사 외 국내계열회사의 주식을 소유할 수 없다.

보통 지주회사로 전환하는 과정에서 계열회사의 미래 발생 가능성이 있는 M&A를 염두에 둘 수 밖에 없다. 따라서 중요 계열회사는 손자회사보다는 자회사로 상향시키려 한다. 이는 인적분할 후 합병을 통해 가능하다.

<표31>의 현대차, 기아차, 모비스 보유 지분을 참고하자. 현대차는 기아차를 33.9%, 현대건설을 20.9%, 현대위아를 25.4%, 현대로템을 43.3%, 현대카드를 36.9% 보유한다. 만약 모비스가 현대차와 합병하지 않는다면 현대차가 보유한 이 회사는 현대차의 자회사가 되거나(지주회사 손자회사), 지주회사가 모두 지분을 매입해야 한다. 모두 매입할 경우 14조원을 상회하는 막대한 자금이 필요하다.

만약 기아차와 합병하지 않는다면 기아차가 보유한 회사는 기아차의 자회사가 되거나(지주회사 손자회사), 지주회사가 모두 지분을 매입해야 한다. 만약 모두 매입한다고 가정하면 7조원을 상회하는 막대한 자금이 필요하다. 지주회사는 자회사, 자회사는 손자회사 외 국내계열회사의 주식을 소유할 수 없다는 점도 복잡한 지분 매입 과정을 거치게 하기 때문에 비합리적이다.

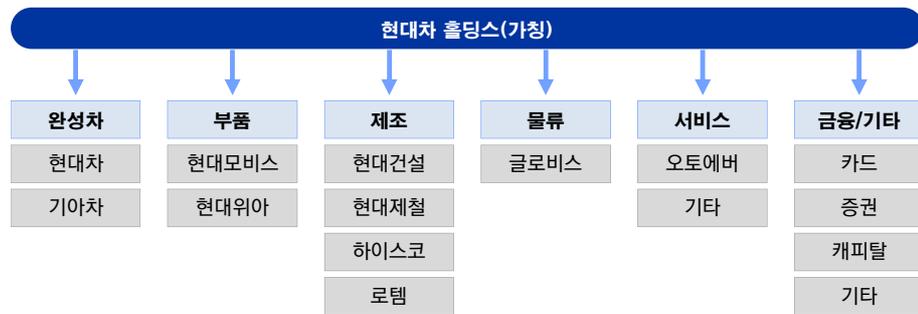
그리고 지주회사와 현대글로벌비스 합병 가능성이 높다는 판단이다. 정의선 부회장은 현대글로벌비스 지분을 23.3%를 보유한다. 일각에서는 기아차가 보유한 현대모비스 지분과의 지분스왑 혹은 현대글로벌비스 지분 매각을 통한 현금을 확보해 현대모비스 지분을 매입할 것이라는 예상도 있다. 그러나 과거 한차례 현대글로벌비스 블록딜을 실패했던 점, 정회장 부자가 현대글로벌비스 추가 매각을 없다고 한 점, 기아차가 현대글로벌비스를 보유할 경우 시너지가 없다는 점을 감안하면 직접 합병하여 SK C&C와 SK 합병 사례와 같이 사업지주회사로 전환 가능성이 높다고 기대한다.

표31 현대차, 기아차, 현대모비스 지분보유 현황

(십억원)	현대차 (%)	지분가치	기아차 (%)	지분가치	현대모비스 (%)	지분가치
현대자동차	6.00	2,100			20.78	7,273
기아자동차	33.88	7,792	1.09	251		
현대제철	7.87	551	19.78	1,385		
현대건설	20.95	838	5.24	210	8.73	349
현대글로벌비스	4.88	342				
현대위아	25.35	1,014	13.44	538		
현대로템	43.36	650				
현대카드	36.96	961	11.48	298		
현대모비스			16.88	3,882	1.86	428
현대엔지니어링			9.35	655	9.35	655
합산		14,248		7,218		8,705

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림77 현대차그룹 최종 지배구조 예상 - 인적분할하여 합병하는 시나리오



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

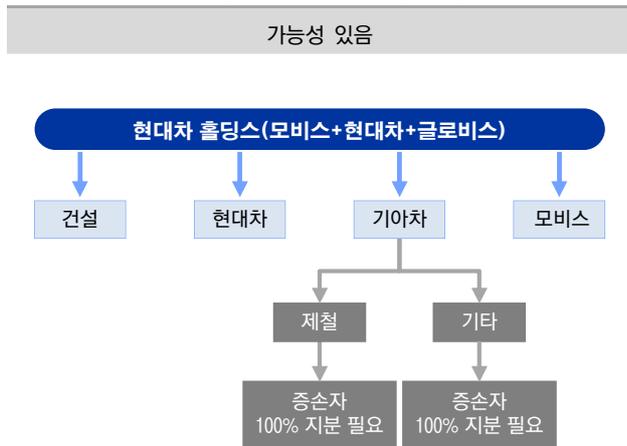
시나리오 II 모비스, 글로벌비스, 현대차(혹은 기아차)만 합병

현대차그룹은 모비스 → 현대차 → 기아차 → 모비스의 순환출자를 통한 지배구조를 가지고 있다. 모비스를 중심으로 지주회사로 전환할 것으로 예상하는데, 두번째 시나리오는 모비스와 현대차 혹은 기아차만 합병하는 시나리오다.

만약 모비스와 현대차만 합병한다고 가정하자. 지주회사의 행위제한 등에 의해 순환출자 해소 및 국내 계열회사 동시 보유가 불가능하다. 따라서 기아차가 순환출자로 보유하고 있는 현대모비스 지분 16.88%를 가칭 현대차홀딩스가 모두 매입해야 한다. 그리고 기아차는 현대차홀딩스의 자회사가 되며 기아차가 최대주주로 있는 현대제철을 손자회사로 보유할 수 있다. 이 외에 기아차와 현대차가 동시에 보유하고 있으며, 현대차가 최대주주로 있는 회사의 지분은 기아차로부터 매입해야 한다. 가능성은 있다. 이 시나리오에서는 현대모비스 지분 약 4조원(16.88%)을 포함한 그 이상의 현금이 필요하다.

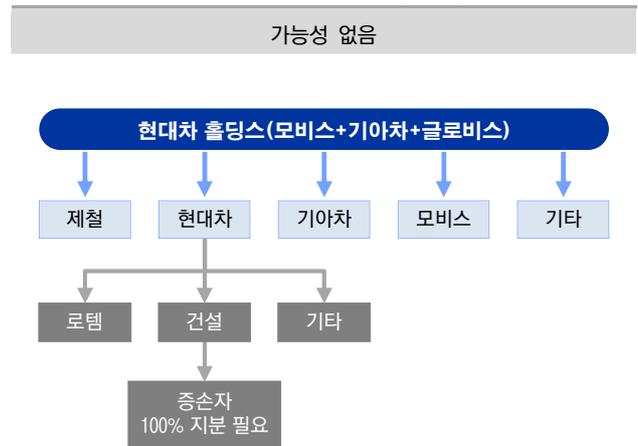
만약 모비스와 기아차만 합병한다고 가정하자. 현대차가 보유하고 있는 기아차 지분 약 8조원(33.9%)을 지주회사가 매입해야 하며, 현대차가 최대주주로 있는 회사들은 향후 M&A를 할 경우 해당 회사의 발행주식총수를 매입해야 하는 불편함이 있다. 가능성이 낮은 시나리오다.

그림78 모비스, 현대차, 글로벌비스만 합병 가정



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림79 모비스, 기아차, 글로벌비스만 합병 가정



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표32 현대차, 기아차의 지분 보유 현황

(%, 십억원)	현대자동차	지분가치	기아자동차	지분가치
현대자동차	6.00	2,100		
기아자동차	33.88	7,792	1.09	251
현대제철	7.87	551	19.78	1,385
현대모비스			16.88	3,882
현대건설	20.95	838	5.24	210
현대글로벌비스	4.88	342		
현대엔지니어링			9.35	655
현대위아	25.35		13.44	
현대로템	43.36			
현대파워텍	37.58		37.58	
현대다이모스	47.27		45.37	
현대하이스코	29.37		15.65	
현대케피코	100.00			
현대오토에버	28.96		19.37	
해비치호텔앤드리조트	41.90		23.24	
해비치컨트리클럽	30.00		15.00	
현대오톨론	60.00		20.00	
현대엠엔소프트	31.84			
현대파텍스	56.00		31.00	
현대엔지비	53.66		24.39	
기아타이어즈			100.00	
전북현대모터스에프씨	100.00			
현대캐피탈	56.47			
현대카드	36.96		11.48	
HMC투자증권	27.49		4.90	
현대커머셜	50.00			

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

시나리오 III 모비스 단독 지주회사는 가능성 낮은 시나리오

만약 모비스 단독 지주회사로 전환하면 모비스는 정몽구, 정의선, 모비스가 보유한 현대차 지분 33.1%를 보유할 수 있다. 정씨 부자는 현대차 지분을 현물출자할 수 있다. 그리고 현대차는 기아차 34.9%를 보유할 수 있다. 기아차가 보유한 모비스의 지분은 정몽구 회장과 정의선 부회장이 매입을 하던지 혹은 모비스가 매입해야 한다.

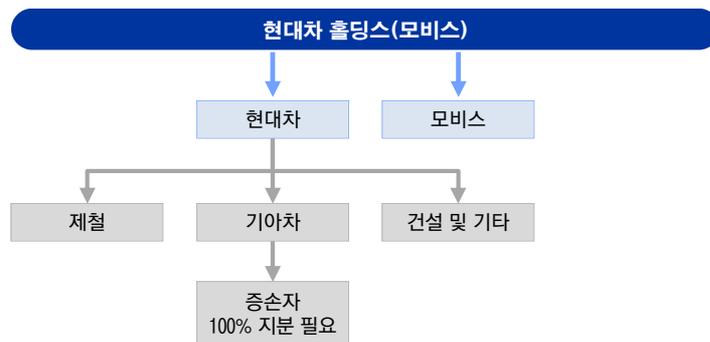
여기서 기아차는 손자회사가 되기 때문에 정몽구 회장, 정의선 부회장이 보유하고 있는 현대글로벌비스 및 현대엔지니어링 지분과 기아차가 보유한 현대모비스 지분은 증손자회사 주식소유 제한으로 스왑이 불가능하다. 결국 정씨 부자는 현대글로벌비스 지분을 매각해야 하며, 지배력 확대를 위한 자금창고로 사용하기에 불편함이 생긴다.

여기서 정씨 부자는 현대차가 현대글로벌비스 지분을 보유하고 있기 때문에 현대차에 매각할 수 있다. 현대차는 현대글로벌비스의 대주주가 될 수 있다. 현재 현대글로벌비스 시가 총액 기준 30%의 지분은 2.1조원 수준이고, 기아차가 보유한 모비스의 지분은 3.9조원의 가치다. 따라서 정씨 부자는 약 11%의 모비스 지분을 보유할 수 있고, 정몽구 회장이 보유한 6.9%의 모비스 지분을 포함하면 약 18%+a로 현대차그룹을 지배할 수 있다. 여기서 만약 현대엔지니어링 지분(현재 기준 1.2조원)을 현대건설 또는 현대차가 매입할 경우 총 모비스 지분 21%+a로 현대차그룹을 지배할 수 있다.

정씨 부자가 보유한 현대엔지니어링 지분은 현대건설이 38.6%의 대주주인데, 만약 현대건설과 현대엔지니어링이 합병하게 될 경우 정씨 부자는 현대건설 지분을 보유하게 되어, 지주회사에 현물출자가 불가능해진다. 현대차가 매입할 수 있다. 현대차가 모든 비용을 떠안게되는 시나리오로 비합리적이라는 판단이다.

그리고 모비스는 꺾테기 회사가 되며, 과거 SK C&C와 SK와 같은 옥상옥 구조를 가지게 된다. 현대차가 실질적인 지주회사가 되고, 현대차는 기아차를 포함한 현대제철, 건설 등의 모회사가 된다. 기아차가 보유하고 있는 모비스 지분을 제외한 모든 지분을 현대차가 매입해야 한다. 그리고 현대차의 자회사는 지주회사의 손자회사이기 때문에 만약 기아차, 제철, 건설 등이 M&A를 할 경우 해당 회사의 발행주식 총수를 매입해야 하는 불편함이 생긴다.

그림80 모비스와 글로벌비스만 합병



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

정의선 부회장의 자금창고인 현대글로벌비스와 현대엔지니어링 수혜 기대

(1) 현대글로벌비스는 현대차와 기아차로부터 각각 7,388억 원, 6,338억 원의 완성차 운송 계약을 체결했다고 28일 밝혔다. 이는 현대기아차 수출 물량의 50%에 해당한다. 현대글로벌비스는 올해까지 현대기아차 물량 40%만 운송이 가능하다. 내년부터 10%가 증가하는 것이다.

유코카캐리어스는 유럽 노선, 현대글로벌비스는 아시아와 중동 노선을 담당한다. 이번 계약으로 유코카는 글로벌비스에 유럽 노선 물량 30%를 넘기고, 글로벌비스는 중동 노선 일부를 유코카에 맡기게 되었다. 같은 노선에 두개의 회사를 투입해 리스크를 감소시키겠다는 의지로 해석할 수 있겠다.

하지만 투자자들은 유코카캐리어스의 현기차물량이 올해 말 계약 종료되면 현대글로벌비스가 유코카캐리어스의 물량을 전부 가져와 현대기아차 물량 100%를 담당하기를 기대했다. 그러나 10%만을 가져오게 되었고, 투자자는 실망했다. 그런데 일감 몰아주기 규제에서 벗어나게 된 이 시점에서 왜 10%만을 가져왔을까? 이유가 있을 것이다.

경영권 승계를 위한 자금창고인 현대글로벌비스의 가치는 상승하는게 정씨 부자에게 유리하다. 앞으로 현대글로벌비스의 가치를 올리기 위한 작업이 있을 것이다. 이를 위해 현대글로벌비스는 올해 M&A를 통한 사업 확대를 추진하겠다고 밝힌 바 있다. 그러나 올해 1,000억원 수준의 아담폴 만을 M&A 했다. 추가적인 M&A를 기대한다.

한편 유코카캐리어스는 지난 2002년 스웨덴의 발레니우스, 노르웨이의 빌헬름센, 현대기아차가 현대상선의 자동차 사업부문을 인수하며 만들어졌다. 따라서 지분은 발레니우스와 빌헬름센이 각각 40%, 현대기아차가 20%를 보유한다. 오너가 없는 현기차물량을 운송하는 명칭만 존재하는 회사인 셈이다.

(2) 현대엔지니어링의 최대 주주는 현대건설(38.62%)이다. 정의선 부회장은 11.72%를 보유한다. 정 부회장이 10% 이상의 지분을 보유한 그룹 계열사는 현대글로벌비스(31.88%)와 현대엔지니어링뿐이다. 현대엔지니어링이 현대차그룹의 경영권 승계 과정에서 중요한 역할을 수행할 전망이다.

현대엔지니어링의 주력 사업은 화공플랜트(원유정제설비/해양설비/LNG설비), 전력 및 에너지플랜트(복합화력/열병합/원자력), 인프라(도로/항만/산업단지조성), 환경(상하수도/폐기물처리시설), 주택 등 다양한 분야에 걸친 엔지니어링이다.

현대엔지니어링은 지난해 4월 현대엠코를 흡수합병했다. 화공, 발전, 인프라, 환경 등 기존 사업 분야에서 현대엠코 합병을 통해 토목, 건축, 주택, 산업플랜트까지 사업 영역이 확장됐다.

멀지 않은 미래에 현대엔지니어링을 상장시킬 것으로 예상된다. 두가지 시나리오가 있다. 만약 정씨 부자가 상장 과정에서 보유 지분을 매각하게 된다면 엔지니어링 주가 측면에서는 부정적일 것이다. 그러나 만약 정씨 부자가 보유 지분을 매각하지 않는다면 현대엔지니어링을 경영권 승계 과정에 이용할 가능성이 높다. 이 경우 현대엔지니어링 주가를 높이기 위한 작업이 있을 것으로 예상된다.

앞서 시나리오 I과 II를 통해 모비스는 현대차와 분할 후 합병하여 지주회사로 전환할 가능성이 높다고 진단했다. 현대엔지니어링의 대주주는 현대건설이며, 현대건설의 대주주는 현대차이다. 따라서 현대건설과 현대엔지니어링이 합병하게 된다면 정씨 부자는 현대건설의 지분을 보유할 수 있고, 결국 현대건설의 지분을 지주회사에 현물출자하여 지배력을 확대시킬 수 있다. 현대건설의 경우 주요 계열사의 순환출자에서 벗어나 있기 때문에 투자자들은 현대건설의 주가 하락, 현대엔지니어링의 주가 상승을 예상할 수도 있다. 이는 모두 정씨 일가의 지배력 확대를 위함이다.

표33 현대글로벌비스, 현대엔지니어링 주주 현황

(%)	현대글로벌비스	현대엔지니어링
정몽구	6.71	4.68
정의선	23.29	11.72
현대자동차	4.88	
기아자동차		9.35
현대모비스		9.35
현대제철		
현대건설		38.62
현대글로벌비스		11.67
현대엔지니어링		4.26

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

순환출자 해소 - 현대제철의 모비스 지분 해소 필요

현대차그룹은 약 18개 수준의 순환출자를 형성하고 있다. 오너 일가는 모비스 → 현대차 → 기아차 → 모비스로 연결되는 순환출자 고리를 통해 현대차그룹을 지배하고 있다. 모비스 → 현대차 → 현대제철 → 모비스로 연결되는 순환출자 고리도 있다.

현대제철이 보유하고 있는 모비스 지분 5.7%(약 1.3조원)는 해소되어야 한다. 모비스 지분이 매각되면 현대차그룹의 순환출자 약 70%가 해소된다. 그리고 나머지는 기아차가 보유하고 있는 모비스 지분이 끊기면 100% 해소될 수 있다. 현대제철이 보유하고 있는 모비스 지분은 지주회사 전환과정에서 현물출자가 불가하기 때문에 누군가가 매입해야 한다. 현대제철은 이를 통해 1조원 초반의 현금확보가 가능할 것이다. 기아차가 보유하고 있는 모비스 지분은 인적분할 후 지주회사와의 합병을 통해 해소 가능하다.

지난 2013년 말 신규 순환출자를 금지하는 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 개정안이 통과되어 2014년 7월 25일부터 시행되고 있다. 경영권 확대를 위한 방안으로 순환출자 카드를 활용하는 것은 불가능하다. 지주회사 체제가 순환출자를 대체할 경영권 안정을 위한 유일한 방법이다. 현대차그룹도 지주회사로 전환할 것이다.

표34 현대차그룹의 순환출자

현대차	현대차	기아차	제철	모비스	현대차							
	현대차	기아차	모비스	현대차								
	현대차	제철	모비스	현대차								
	현대차	글로벌비스	모비스	현대차								
기아차	기아차	제철	모비스	현대차	기아차							
	기아차	제철	모비스	현대차	글로벌비스	모비스	현대차	기아차				
	기아차	제철	모비스	현대차	글로벌비스	모비스	현대차	제철	모비스	현대차	기아차	
	기아차	모비스	현대차	기아차								
	기아차	모비스	현대차	제철	모비스	현대차	기아차					
	기아차	모비스	현대차	글로벌비스	모비스	현대차	기아차					
현대제철	제철	모비스	현대차	제철								
	제철	모비스	현대차	기아차	제철							
	제철	모비스	현대차	글로벌비스	모비스	현대차	제철					
	제철	모비스	현대차	글로벌비스	모비스	현대차	기아차	제철				
현대모비스	모비스	현대차	기아차	모비스								
	모비스	현대차	기아차	제철	모비스							
	모비스	현대차	제철	모비스								
	모비스	현대차	글로벌비스	모비스								

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part IX

지주

현대차그룹의 기타 계열사들 - 현대건설, 현대제철

현대차그룹 주요 자회사들의 역할

현대차그룹의 지배구조 상 자동차/부품, 현대글로벌비스를 제외하고 중요한 업체는 현대건설과 현대제철입니다. 현대건설의 연결법인인 현대엔지니어링은 정의선 부회장 지분율이 11.7%에 달해 향후 그룹사내 전략적 방향 구성에서 중요할 수 있습니다.

현대제철은 현대모비스 지분 5.7%를 소유하고 있습니다. 향후 그룹사 전반에서 가장 중요한 역할을 하게 될 것으로 예상되는 기업이 현대모비스인 만큼, 현대제철에 대한 관심 역시 집중될 것으로 예상됩니다. 특히, 현대하이스코와의 합병을 통해 자동차용 강판 조달능력이 확대되고 있어 지속적인 기업가치에 대한 확인이 필요할 수 있습니다.

불편한 眞實. 현대건설 vs 현대엔지니어링

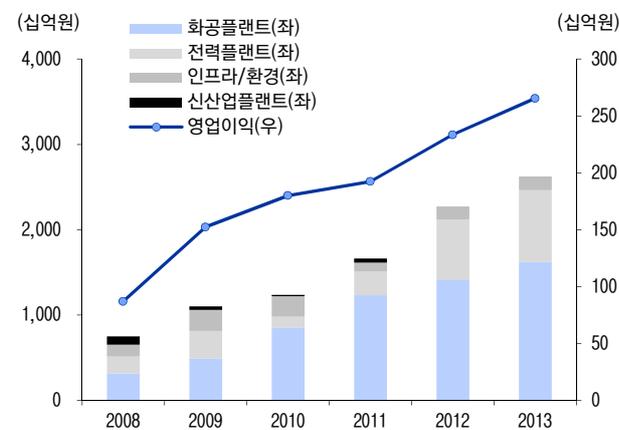
2014년 1월 16일 현대엔지니어링과 현대엠코의 합병이 결정됐다. 현대엔지니어링은 현대건설이 최대주주로서 72.5%의 지분을 보유한 종속회사이기 때문에 현대건설에 미치는 영향이 큰 합병이었다. 그 당시에는 비상장법인의 합병으로 우려반, 기대반의 심정으로 심도 있는 분석 없이 넘어갔다.

현대엔지니어링은 해외플랜트에 부문에 강점을 가지고 있고, 현대엠코는 주택과 빌딩 등의 국내건설부문에 강점을 가지고 있는 회사였다. 현대차그룹은 현대엔지니어링과 현대엠코의 합병 사유로 1)플랜트와 건설의 사업포트폴리오를 통합시킴으로써 국내와 해외의 모든 공종을 수주할 수 있는 시너지 기대, 2)특정부문에 특화되어 있던 기존의 사업구조에 비해 안정적인 매출성장과 외형적 성장을 기대할 수 있기 때문 이라고 밝혔다. 불편한 진실은 통합 현대엔지니어링의 지향점이 현대건설의 그것과 같다는 것이었다.

현대건설의 입장에서 합병은 긍정적인 면과 부정적인 면이 공존했다. 긍정적인 면은 1) 현대건설 본사의 영업이익이 정체되는 구간에 합병법인의 실적이 연결로 포함된다면, 현대건설 연결 영업이익의 증가로 귀결되는 착시 효과, 2)합병법인의 자본확대로 공격적 영업 활동을 통한 이익 성장과 플랜트와 시공부문으로의 리스크 분산이 가능하다는 것이었다.

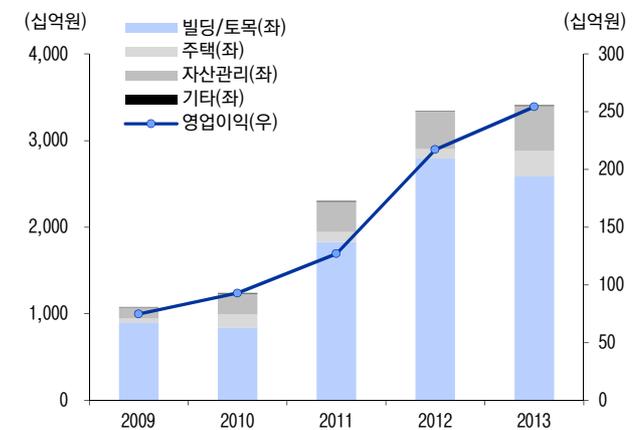
반면, 부정적인 면은 1)현대자동차 그룹 건설부문의 무게중심이 합병법인으로 이동할 수 있다는 우려, 이는 현대엔지니어링(합병법인)의 성장을 위해 현대건설에 집중되던 그룹 내 수주물량이 합병법인으로 몰릴 수 있다는 가능성에 따른 것이었다. 결과적으로 최근 현대건설보다는 현대엔지니어링 중심의 성장으로 합병법인의 탄생은 현대건설 입장에서는 득보다는 실이 많은 이벤트였음이 밝혀졌다.

그림81 현대엔지니어링 실적 추이(합병 전)



자료: 현대엔지니어링, 이베스트투자증권 리서치센터

그림82 현대엠코 매출 비중(합병 전)



자료: 현대엠코, 이베스트투자증권 리서치센터

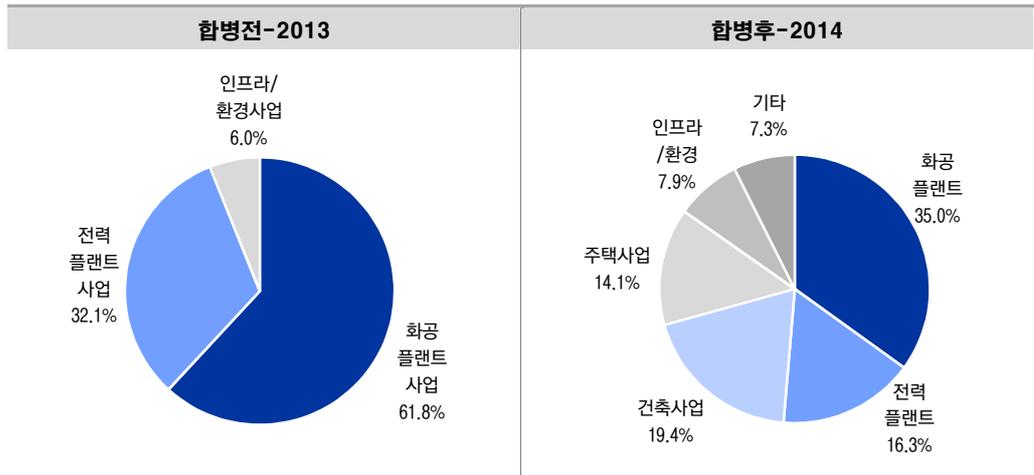
기대한 것과 같이 영업이익은 통합 현대엔지니어링 영향으로 커졌지만, 우려한 바와 같이 지배주주순이익에 미치는 영향은 영업이익 증가를 전혀 반영하지 못했다. 또한, 성장 지표인 신규수주는 현대엔지니어링 위주로 전개되며 현대건설의 잠재 지배주주순이익은 하향 압박을 지속적으로 받게 된다.

표35 현대엔지니어링과 현대엠코 합병 내용

구분	내용
합병방법	현대엔지니어링이 현대엠코를 흡수합병
합병비율	1:0.1776171(현대엔지니어링 : 현대엠코)
합병신주 수	3,552,341(보통주)
이사회 결의일	2014. 01. 16
합병기일	2014. 04. 01

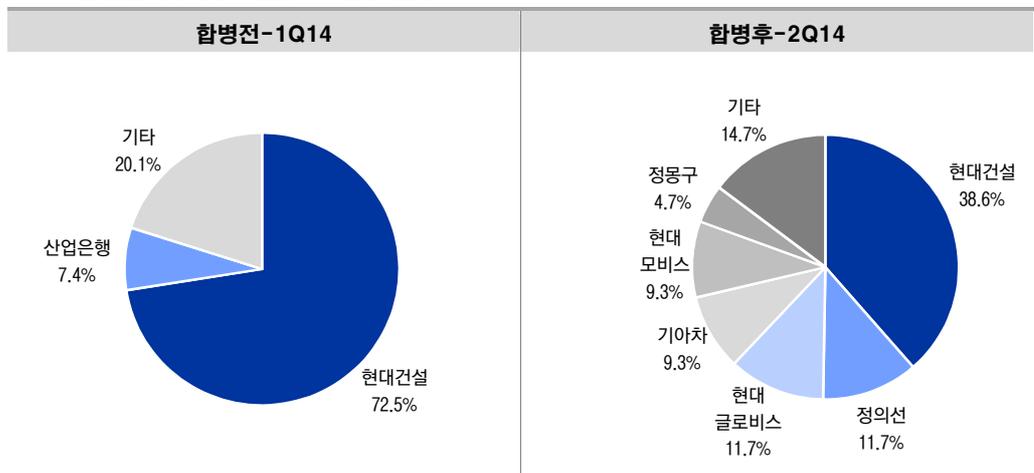
주: 1) 현대엔지니어링 주식수 4,043,000 주, 현대엠코 주식수 20,000,000 주
 2) 현대엔지니어링 vs 현대엠코 1:0.88 비율로 합병된 것으로 추정
 자료: 현대엔지니어링, 이베스트투자증권 리서치센터

그림83 현대엔지니어링 합병후 매출 변화_ 현대건설과 비슷한 사업 구조



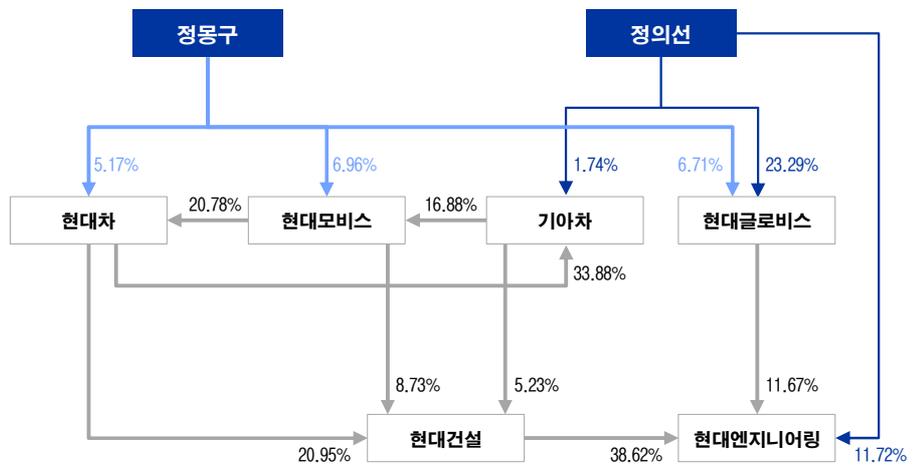
자료: 현대엔지니어링, 이베스트투자증권 리서치센터

그림84 현대엔지니어링 지분구조 변동 현황



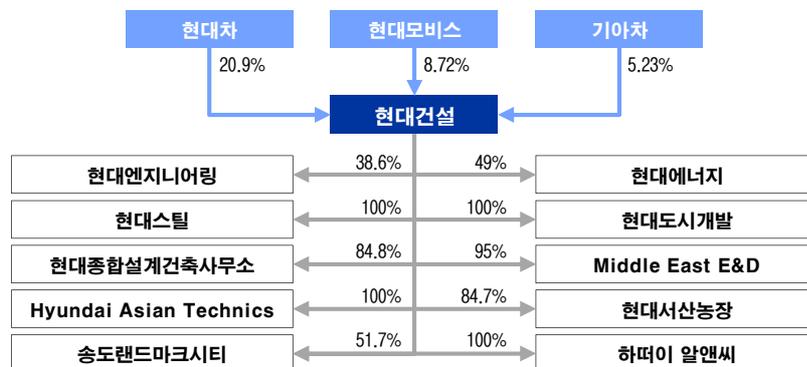
자료: 현대엔지니어링, 이베스트투자증권 리서치센터

그림85 현대자동차 그룹 지배구조 현황



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림86 현대건설 종속회사 현황

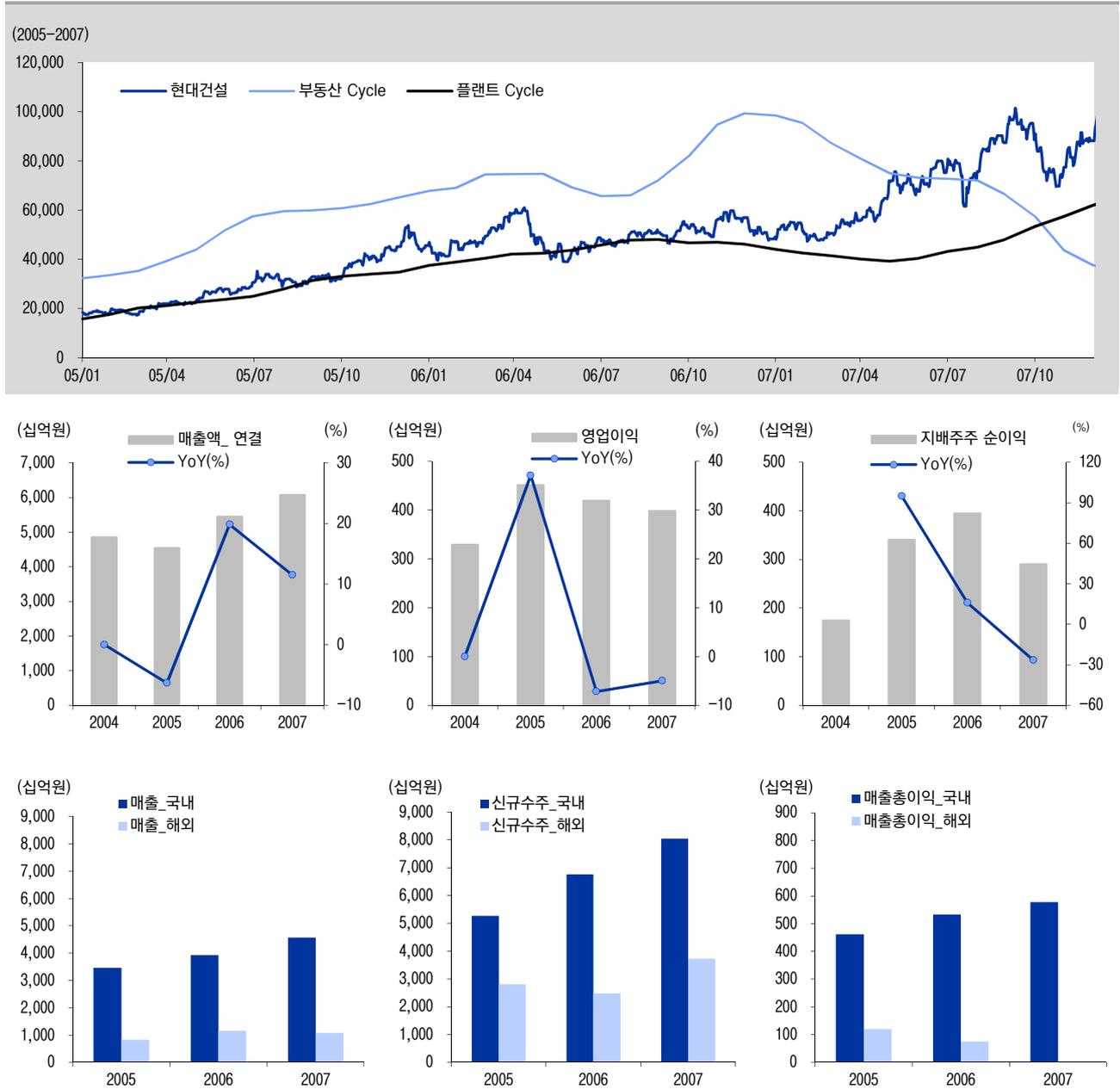


자료: 현대건설, 이베스트투자증권 리서치센터

현대건설, 달라지는 그룹내 위상

산업 Cycle로 보면, 현대건설은 국내 부동산 경기보다는 해외 플랜트 Cycle에 더 연동되어 움직인다. 2007년까지 대부분의 매출과 이익은 국내에서 발생했으나, 주가가 큰 폭으로 오르기 시작한 2007년에 사례에서 보는 바와 같이 주가는 플랜트 Cycle에 연동되어 움직였다. 그 결과, 2008~2012년 국내 경기가 꺾였을 때 시장 주도주 역할을 하게 되는 것이다.

그림87 현대건설, 해외건설의 强者로 興(흥)의 시기를 만끽하다!



자료: 현대건설, 이베스트투자증권 리서치센터

2011년까지 건설사는 빠른 Recovery를 했다. 경쟁사의 경우는 2011년 이후 성장 동력을 다했지만, 동사는 현대차그룹에 편입되며 지속 외형 성장을 이어 나갔다. 경쟁사는 천편일률적인 중동 발주에 목을 메며, 천수답 산업임을 확인 시켜줬다. 하지만, 현대건설은 현대엔지니어링과 함께 CIS나 남미를 타겟으로 신규수주를 늘려 갔다. 현대건설 그룹차원의 성장은 이루어졌지만, 대부분의 성장은 현대엔지니어링 중심으로 이루어졌다. 이는 향후 현대엔지니어링과 현대엠코의 합병으로 귀결된다. 이는 의도된 성장인가? 남미나 CIS중심으로 사업을 전개했던, 현대엔지니어링의 능력으로 이룬 결과인가? 여하튼 동사는 성장 아닌 성장을 이어 나간다.

그림88 현대건설, 4년간 주도주. 현대차그룹 편입 이후 달라지는 성장 형태



자료: 현대건설, 이베스트투자증권 리서치센터

현대건설은 2013년 이후 업종 내 주도주 자리를 내어 놓게 된다. 이유는 1) 엇갈리는 Cycle (부동산 반등 시작, 플랜트 완전한 하락 Cycle진입), 2) 현대차그룹 편입 이후 현대엔지니어링 중심의 성장으로 지배주주 순이익이 하락세로 전환했기 때문이다.

2014년 2분기 이후에는 현대엔지니어링과 현대엠코의 합병으로 동사의 현대차그룹 내 위상은 도전을 받게 된다.

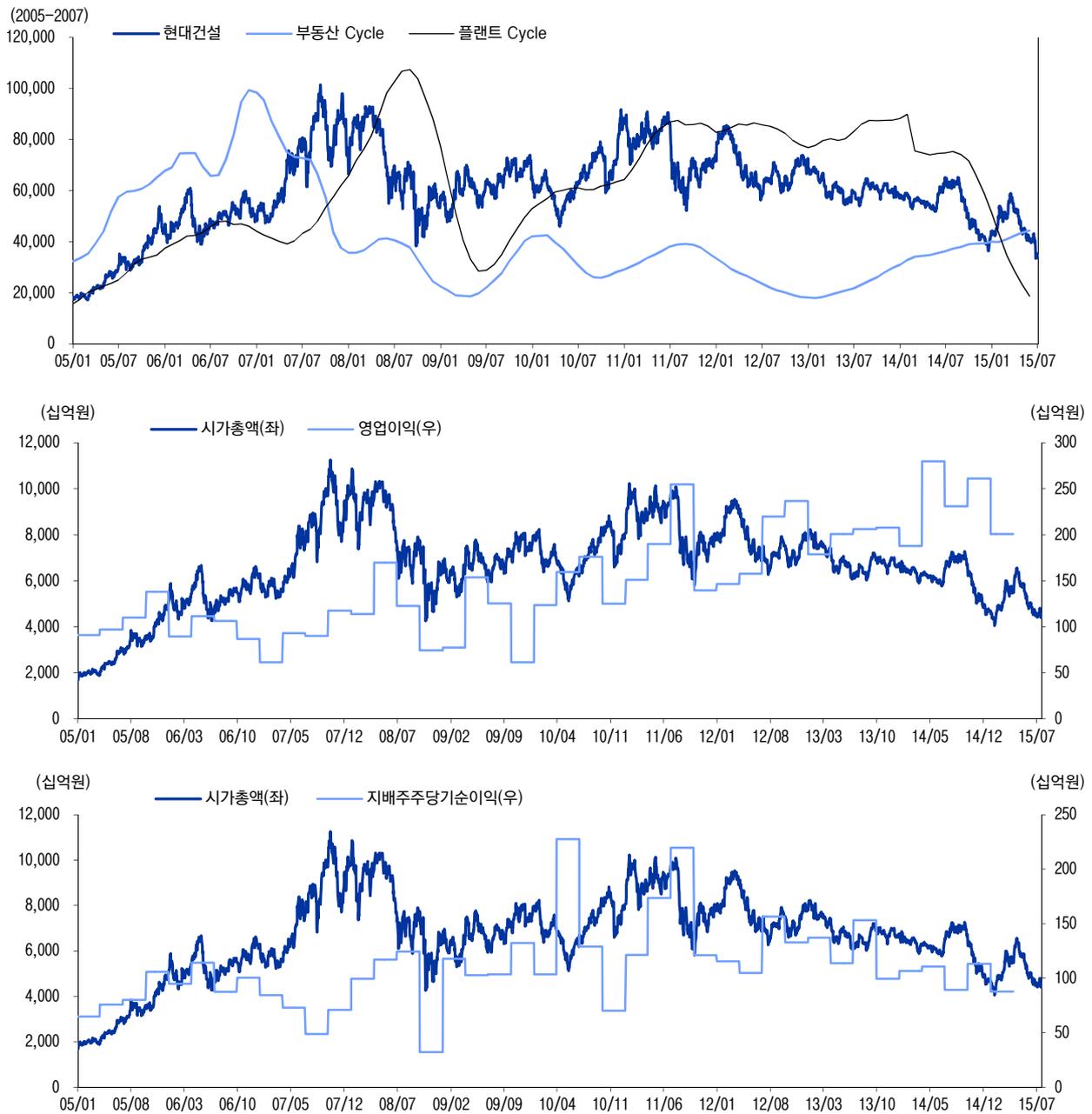
그림89 현대건설, 두 가지 문제에 직면하다! 1) 플랜트 하락 Cycle 진입, 2) 현대차그룹 내 위상 악화



자료: 현대건설, 이베스트투자증권 리서치센터

주가는 선행지표 이기에 산업 Cycle보다 빠르게 움직임을 알 수 있다. 주가는 Up & Down이 있으나, 산업 Cycle은 방향성을 가지고 일정 기간 긴 흐름으로 궤적을 그린다. 플랜트 하락 Cycle이 완연해 지며, 대규모 해외 수주에도 주가에 미치는 영향이 크지 않음을 알 수 있다. 결국, 주가는 De-rating 국면에 진입하고 이익에 연동된 움직임을 보이는 것이다. 최근 현대건설 주가의 하방 압력이 커지고 있다. 산업 Cycle의 하락뿐만 아니라, 현대엔지니어링 위주의 성장으로 지배주주 순이익 Down-side 위험에도 노출됨이 확인되었기 때문이다.

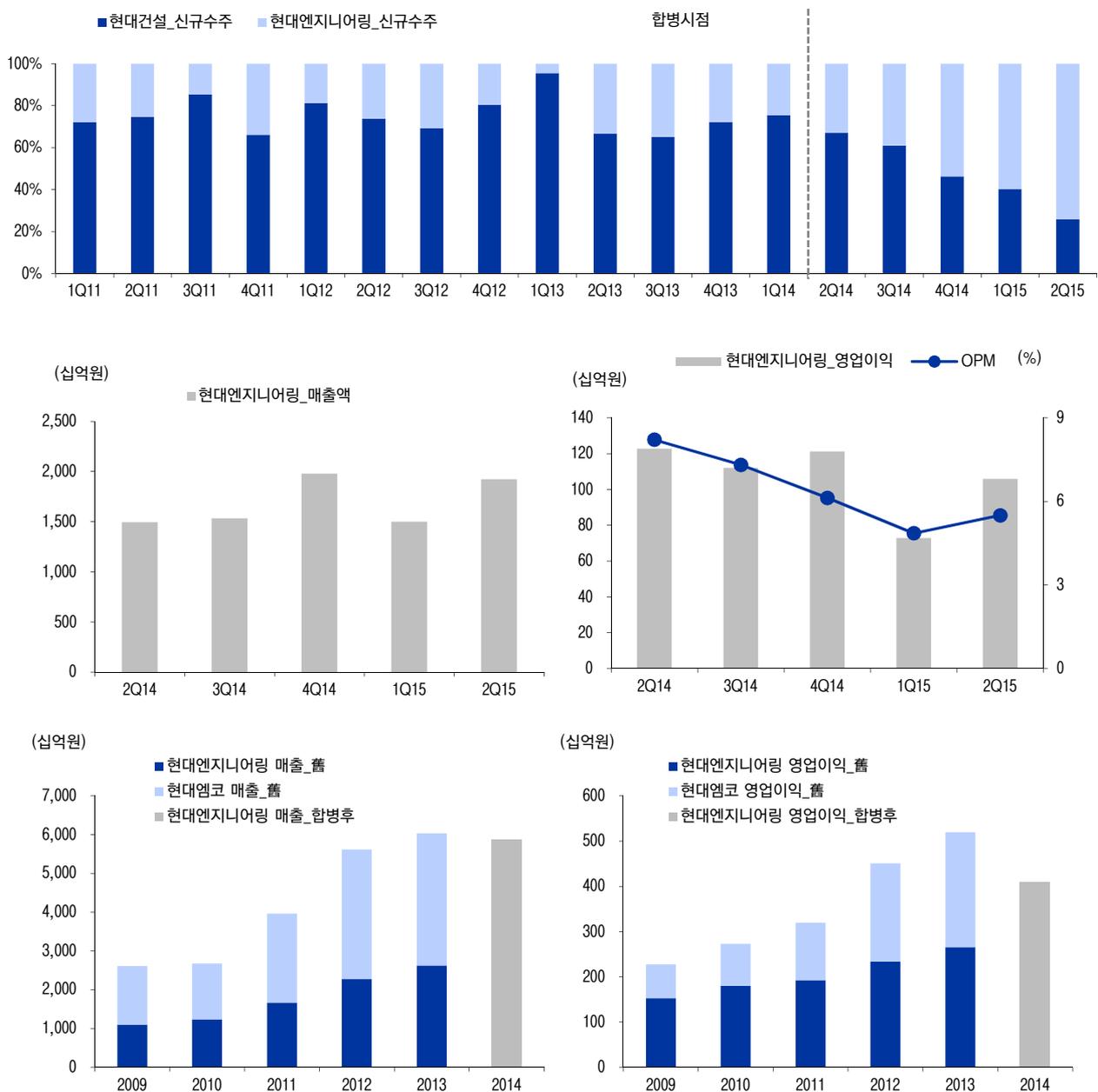
그림90 현대건설, 두 가지 불편한 眞實. 1)플랜트 하락 Cycle, 2)지배주주 순이익 감소



자료: 현대건설, 이베스트투자증권 리서치센터

현대엔지니어링 합병 후 신규수주 비중이 현대엔지니어링으로 옮겨간 것을 알 수 있다. 이에 따라 현대건설 연결매출에서 현대엔지니어링이 차지하는 비중이 증가하는 추세로 전환될 전망이다. 현대건설에서 현대엔지니어링으로 성장 전략의 급 선회는 두 가지 이유에서 진행된 것으로 유추된다. 1) 시장에서 우려하는 바와 같이 현대엔지니어링의 실적 둔화가 빠르게 진행됨을 의미, 2) 지배구조 변화에 따른 사전 포석이 그 이유다. 물론 현재 결정된 것은 아무 것도 없다. 주가 하락에 따른 무의미한 추정일 뿐이다. 하지만, 통합 현대엔지니어링 출범 이후 빨라지는 현대건설의 주가 하락은 이와 무관할 것으로 판단되어 주의 깊은 관찰이 필요하다.

그림91 현대엔지니어링, 외형 성장은 지속하나 이익 성장은 둔화세로 전환



자료: 현대엔지니어링, 이베스트투자증권 리서치센터

현대제철, 그룹사 내 철강 소재 공급의 중심에 서다

모비스 지분 매각 시 1.4조원 현금 확보 가능

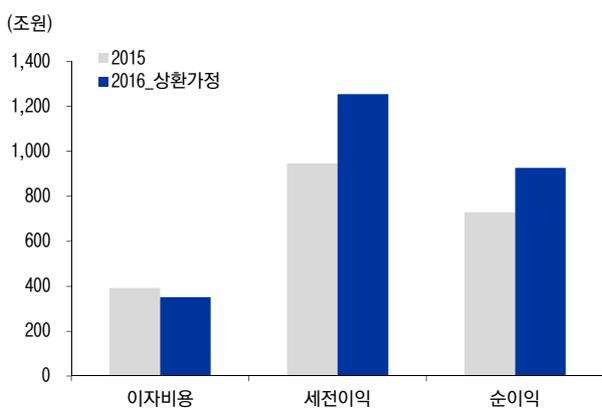
현대제철이 순환출자 해소를 위해 보유하고 있는 모비스 지분 5.7%를 매각할 경우 현대제철은 약 1.4조원의 현금을 확보하게 된다. 이는 설비투자, M&A 등 다양한 방법으로 사용 가능하다. 하지만 현대제철 입장에서는 올해 현대하이스코와의 완전 합병을 비롯한 여러 건의 M&A 및 특수강과 냉연 설비 증설 등과 관련한 경영 정상화에 힘쓸 가능성이 크다. 이에 차입금 상황이 유효하다는 판단이다.

현대제철은 15.2Q 기준으로 약 12조원의 총차입금을 가지고 있으며, 부채비율은 105.4%이다. 올해 이자비용은 3,930여억원으로 예상된다. 지분 매각으로 확보하게 될 현금 1.4조원을 전액 차입금 상황에 이용할 경우 2016년 차입금은 약 10.7조원, 이자비용은 3,520여억원, 부채비율은 89.6%로 감소한다. 차입금 상황에 따라 감소하게 되는 이자비용은 연간 410여억원이다.

이자비용 감소로 세전이익과 순이익은 상향 조정된다. 차입금 상황을 가정한 내년 세전이익과 순이익은 각각 전년 대비 32.6%, 27.0% 증가한 1,254억원, 925억원으로 예상된다. 이자비용 감소분은 세전이익의 3.3%에 해당한다.

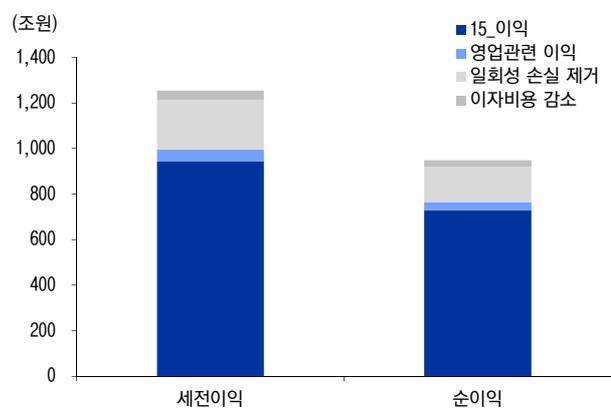
이자비용 감소분의 이익 기여도가 작다는 점을 고려할 때, 현대제철이 확보할 1.4조원의 현금을 차입금 상황 외의 용도로도 사용 가능하다는 점을 염두에 둘 필요가 있다. 현재 자동차 소재 공급 업체로서 변모를 꾀하고 있는 현대제철의 여러가지 행보를 감안할 때, 경쟁력의 추가 확보 및 사업다각화 등을 위해 M&A 혹은 설비 증설 등의 가능성 역시 무시할 수만은 없기 때문이다. 공격적인 성장 전략, 이것도 해본 놈이 한다.

그림92 차입금 상환 가정 하 추정치



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림93 세전이익과 순이익 상세분



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

현대제철, 그룹사 내 철강 소재 내재화 위한 핵심처

지난 2001년 POSCO와 핫코일 전쟁을 치른 경험이 있는 현대자동차그룹은 미래의 소재 수급 불균형 가능성 및 이에 따른 위험을 최소화하기 위해서 소재 수직계열화 전략에 힘을 쏟았다. 그 과정에서 현대자동차그룹은 투트랙 전략을 취해왔다. 한 축은 현대제철이, 또 다른 한 축은 현대하이스코가 담당하였다.

하지만 냉연을 바탕으로 자동차강판을 공급하던 현대하이스코는 현대기아차의 고성장, 자동차강판에 대한 트렌드 변화 등에 따라 현대기아차의 수요를 감당할 수 없게 되었다. 이에 현대제철은 총 3기의 고로를 갖춘 이후 현대하이스코와의 완전 합병을 추진하였고, 뒤이어 현대중합중합특수강과 울촌SPP에너지 인수, 특수강공장 가동 등을 통해 특수강 및 조선용 단조 하공정 사업에까지 사업영역을 확장하였다.

특히 올해 기존 현대하이스코의 자동차용 강판제품 생산, 해외냉연SCC센터 운용, 경량화 사업 인수 등을 통해 현대제철은 자동차강판 일관 생산체제를 완전히 갖추게 되었다. 내년 2월 가동되는 연산 100만톤의 특수강 설비 투자로 자동차용 특수강 소재 생산까지 가능하다. 이는 올해 인수한 현대중합특수강과 소재 개발 시너지를 극대화하여 특수강 제품 경쟁력을 강화할 계획이다. 또한 내년 1월에는 당진 2냉연공장 내에 증설한 연산 50만톤의 2CGL의 상업생산을 시작할 예정으로 동사는 연산 650만톤의 생산능력을 갖추게 된다. 이로써 현대제철은 자동차 소재 전문 제철소로서의 밑그림을 완성하고 있다. 따라서 향후 현대자동차그룹에 대한 의존도는 더욱 확대될 전망이다.

그림94 포트폴리오 다각화



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

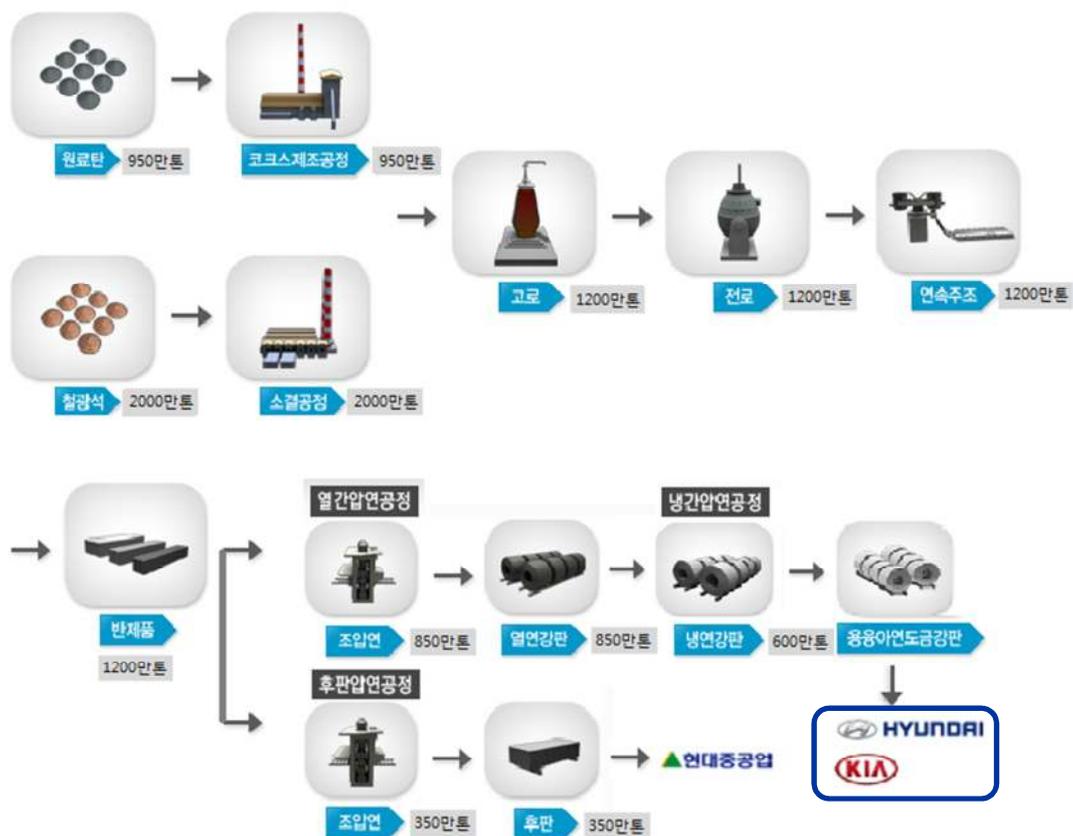
생산과 수요의 자체 해결이 가능한 Captive market 확보

현대제철은 고로3기를 완공한 이후 전기로로부터 봉형강을, 고로로부터 열연, 후판 등을 생산하며 그룹사내 다양한 전방산업의 수요를 뒷받침하고 있다. 하지만 2013년 현대하이스코로부터 냉연부문을 인수한 이후 올해까지의 여러가지 행보에서 향후 자동차 부문을 더욱 강화하려는 동사의 의지가 엿보인다.

현대제철은 세계 고로업체 가운데서는 후발주자이나 현대자동차그룹 내 공동 연구개발을 진행하고, 현대하이스코와의 합병을 통해 자동차용 강관에 특화된 전문기업으로 성장하고 있다. 이러한 성장의 밑거름은 자동차강관 강종의 빠른 개발과 양산차 적용에 있다.

이는 자동차 생산순위 세계 5위권으로 성장한 현대기아차(지난해 국내생산 356만대, 글로벌 포함 시 798판매)와의 협업체제가 단단히 구축되어 있기에 가능했다. 계열사 수요처가 없어 마케팅에 승부를 걸어야 하는 포스코와는 다른 경쟁력을 갖춘 셈이다. 최근 동사는 경량화와 초고강도 소재 개발에 열을 올리고 있다. 제품의 대부분이 현대기아차로 흡수되는 구조여서 공급처 확대보다는 성능 업그레이드가 핵심 이슈다.

그림95 판재류 부문의 공급 체인

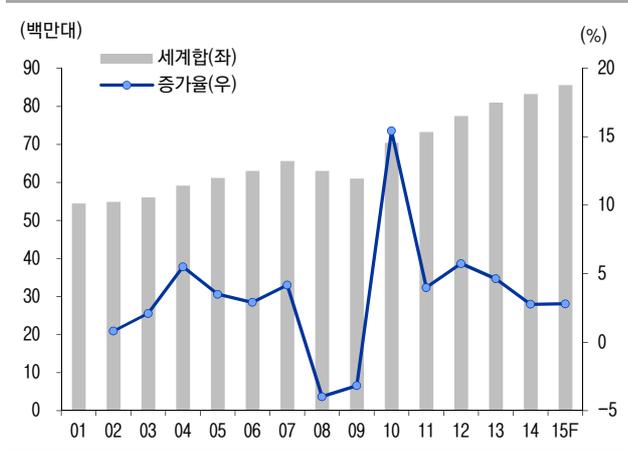


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

일각에서는 올해 글로벌 자동차 생산량을 9,300만대(판매 8,560만대)로 예상하고, 2020년까지 연평균 3.5%씩 증가하여 1억대에 이를 것으로 예상된다. 자동차강관 수요와 초고장력강관(AHSS) 수요는 연평균 각각 2.6%, 15.5%씩 증가할 것으로 예상된다. 현대기아차의 글로벌 판매량 역시 올해의 부진함을 떨쳐내고 내년에는 각각 3.9%, 3.6% 증가할 전망이다. 2018년 현대기아차는 연간 1,000만대 이상 판매를 계획하고 있다.

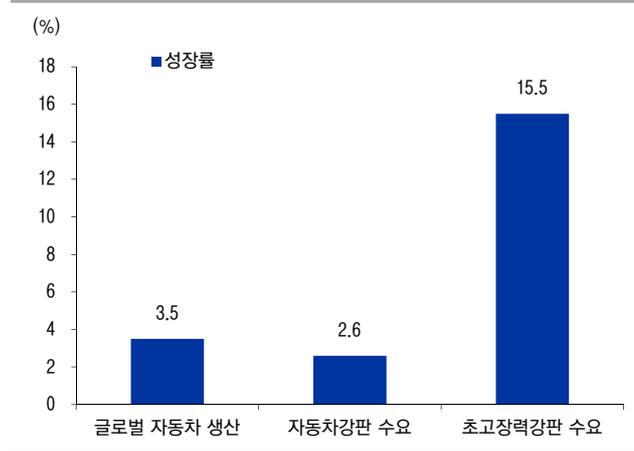
초고장력 강판 확대와 차량 경량화라는 글로벌 추세와 더불어 수요처인 현기차의 성장 전망에 따라 현대제철의 초고장력강판 개발 및 적용에 이목이 집중될 수밖에 없다.

그림96 글로벌 자동차 판매량 추이



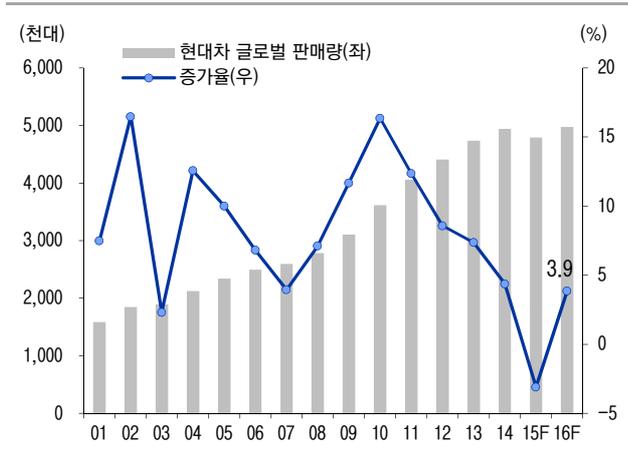
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림97 2020년까지의 연평균 성장률 전망치



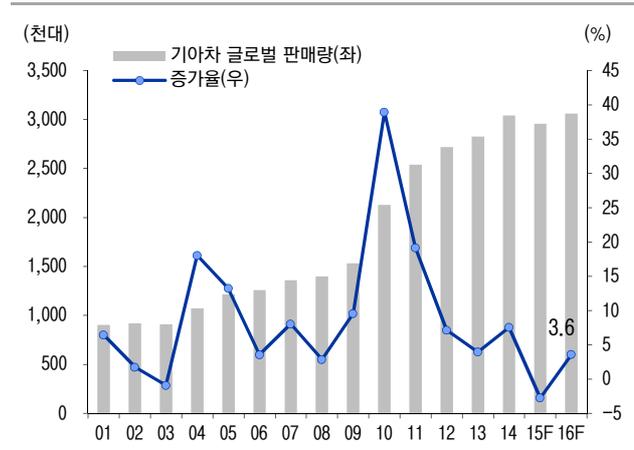
자료: 자동차산업협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림98 현대차 글로벌 판매량 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림99 기아차 글로벌 판매량 추이



자료: 자동차산업협회, 이베스트투자증권 리서치센터

자동차 생산에 있어 가장 핵심적인 자동차용 강판의 안정적인 공급과 고품질화가 필수적이기 때문에 현대제철의 역할은 더욱 중요해질 전망이다. 이에 현대제철은 기술력 확보에 주력하고 있다. 현대제철은 지난 5년간 총 87종의 자동차용 강판을 개발하였다. 2012년에는 100~120K급 초고장력강 등 10종을 개발하여 현재 자동차에 적용되는 81종의 전 강종에 대한 개발을 완료하였고, 2014년 고강도 열연도금강판 등 6종의 강종 개발을 완료하여 자동차용 87종 양산체제를 구축하였다. 이에 최근 현대기아차의 신차는 초고장력 강판의 비중이 종전 대비 확대되었다. 신형 투싼과 스포티지는 초고장력 강판 비중이 기존 18%에서 51%로 상승하였다.

표36 현대제철 자동차 강판 개발 현황

구분	2010년	2011년	2012년	2013년 이후
개발방향	내판재(고성형 내판 등)	외판재 전체	외판 신강종	열연도금강판, 고강도 신강종 개발
	새시 전부품	고강도강	초고강도강	
개발강종 수	49종	22종	10종	6종
주요 개발강종 용도	일반/고성형 내판재 : 대시판넬, 플로어	외판재 : 12강종 전체	외판 고강도 강판	열연도금강판, 고강도 신강종 개발
	도어 인너 등	르푸/도어/펜더	50K급(도어) 내판 열연 고강도강	
		후드/사이드아우터	80K급(새시)	
고강도강 60K급	고강도강 60~80K급 (590DP, 780DP)	초고강도강 100~120K급		

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

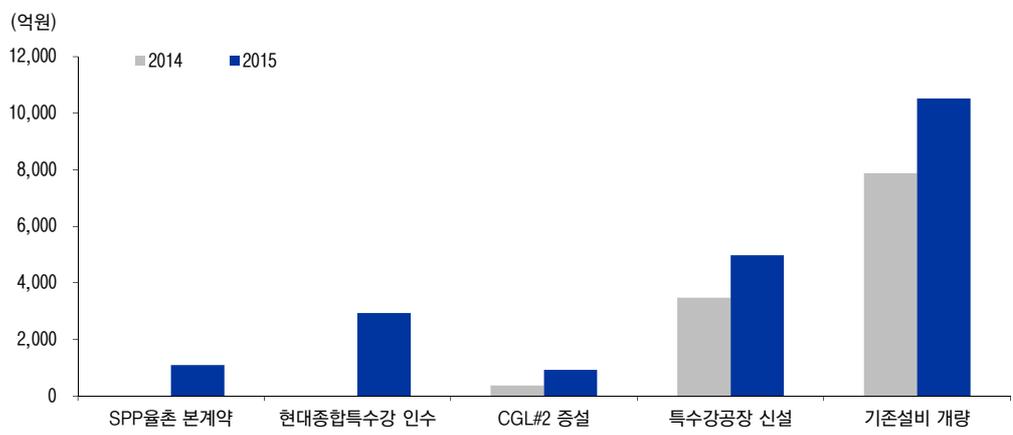
표37 현대기아차 초고장력 강판 적용 비율

기존		신차적용(14년 이후)			
준준형 SUV	투싼	18%	준준형 SUV	2016 투싼	51%
	스포티지	18%		2016 스포티지	51%
중형 세단	쏘나타 YF	21%	중형 세단	쏘나타 LF	51% (핫스탬핑강 12%, 80~120K급 16%)
대형	제네시스BH	14%	대형	제네시스DH	51% (핫스탬핑강 11%, 80~120K급 17%)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

더불어 현대제철은 그간 M&A 및 주요 설비 투자를 통해 하공정 확대에도 주력하였다. 이에 당진제철소를 자동차강판은 물론 부품까지 만들어 내는 자동차 소재의 메카로 만들 계획이다. 동사는 여타 철강업체들과 달리 현대기아차와의 적극적인 협업을 바탕으로 자동차강판은 물론 다른 소재에 대한 응용기술 개발에도 적극적으로 나설 수 있다. 따라서 현대제철의 자동차강판 기술력 확보와 물량 확대는 꾸준히 이어질 것으로 예상된다.

그림100 현대제철의 주요 M&A 및 설비 투자 추이



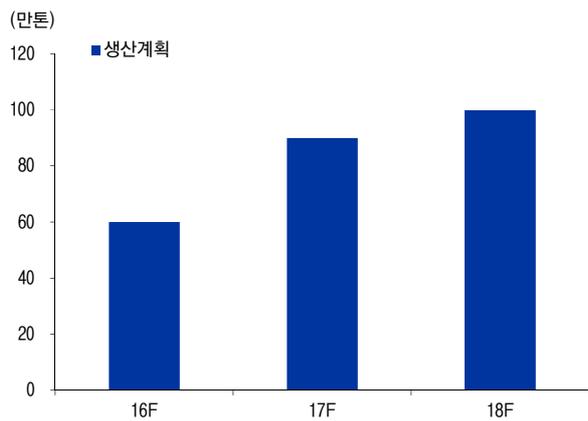
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

1) 특수강 공장

현대제철의 특수강 공장은 제철사업 포트폴리오 확장과 함께 현대자동차그룹의 차량 품질 및 성능의 경쟁력 확보를 위한 핵심 설비라는 점에서 의미가 크다. 동사는 내년 2월 당진 특수강 공장의 상업생산을 시작하여 2018년 100만톤 생산을 목표로 하고 있다. 이는 본격적 가동 시 현대종합특수강과 함께 특수강 사업의 핵심이 된다.

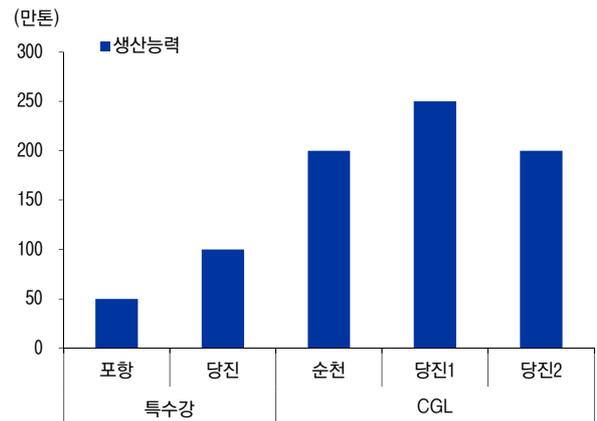
현대제철은 특수강 공장에서 봉강과 선재를 생산한 후, 이를 현대종합특수강에서 자동차 엔진과 변속기 등 자동차 부품 소재로 가공하며 일원화시킬 계획이다. 현재 봉강과 선재 시장에서 수입산 시장점유율은 각각 27%, 43%으로 동사는 수입산을 대체하며 시장에 진입하려 한다. 특히 현대제철은 포항공장의 특수강 50만톤 등 총 150만톤의 특수강을 생산하여 현대기아차에 고품질의 차량용 강재를 안정적으로 공급할 수 있게 된다. 이에 2012년 8%에 불과하던 현대기아차 특수강 내 현대제철의 비중은 2018년 56%까지 상승할 전망이다.

그림101 특수강 공장 생산 계획



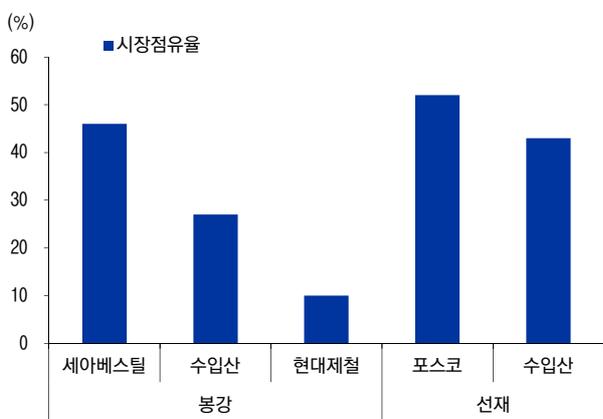
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림102 특수강 및 CGL 생산능력



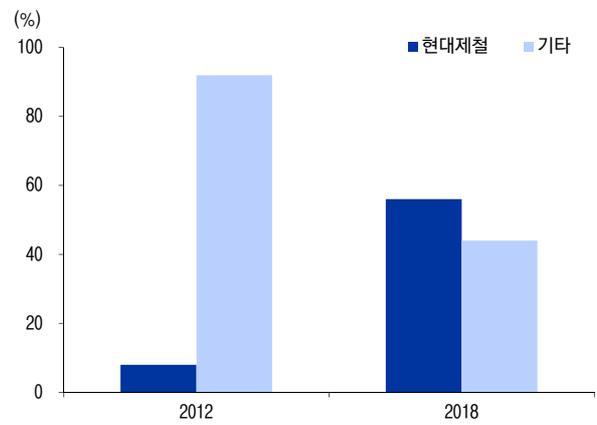
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림103 특수강 시장점유율 현황



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림104 현대기아차 특수강 납품처 비중



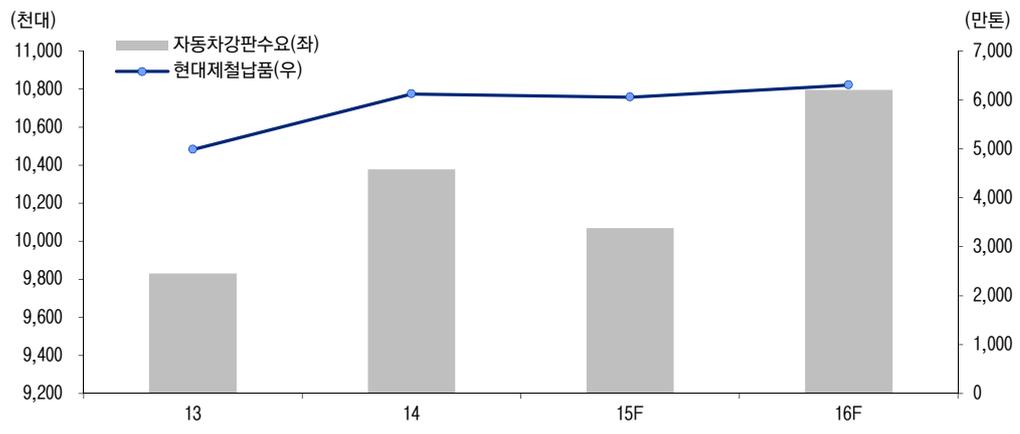
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

2) 당진 2CGL 증설

현재 당진 제2냉연공장은 용융아연도금라인(CGL, 50만톤)과 냉연도금복합라인(CVGL, 100만톤)을 운영하고 있다. 동사는 내년 1월 연산 50만톤의 2CGL의 상업생산을 시작한다. 이로써 당진 2냉연공장은 연산 200만톤의 생산체제를 갖추게 되며 이는 자동차용 강판 생산에 사용된다. 이로써 현대제철의 냉연 및 도금 강판 생산능력은 연산 650만톤으로 증가한다.

현재 현대기아차의 글로벌 차생산량은 약 800만대로 자동차강판 필요량은 약 1,040만톤에 이를 것으로 추정된다. 이 중 현대제철이 약 500만톤의 자동차강판을 공급하고 있어 현대기아차의 현대제철에 대한 의존도는 59%로 추정된다. 향후 현대기아차의 차생산량이 1,000만대까지 점진적 증가가 예상되는 만큼 유기적인 관계를 바탕으로 현대기아차로 납품하는 자동차강판 역시 안정적인 성장이 예상된다.

그림105 현대기아차의 자동차강판 의존량



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

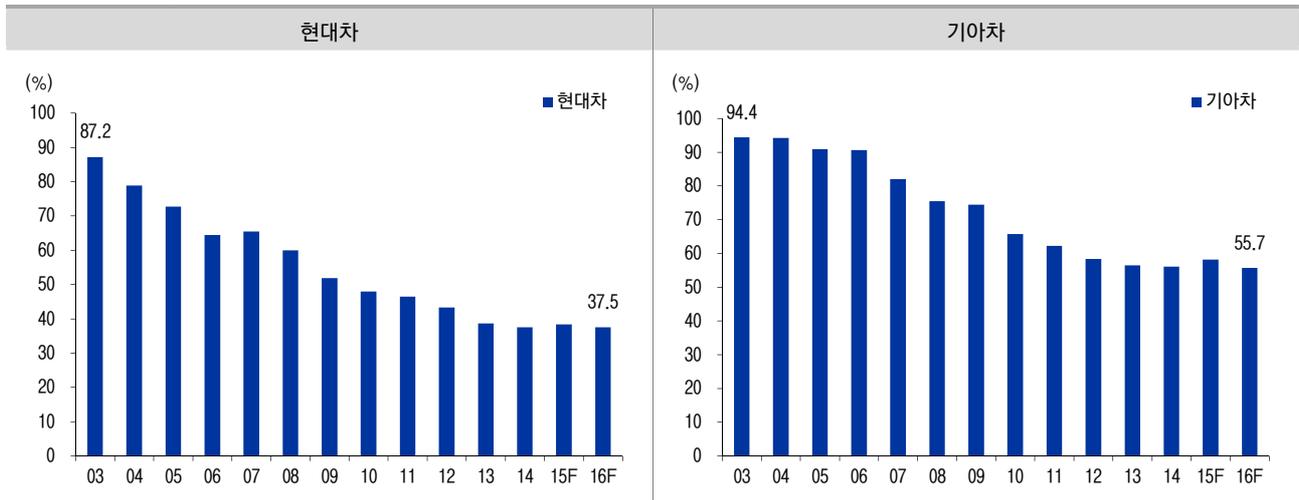
3) 해외냉연스틸서비스센터

현대제철의 해외냉연SSC는 현대기아차의 국내 생산 비중 감소와 더불어 해외 자동차연계물량이 지속적으로 증가하며 지속적으로 성장하고 있다. 현대차와 기아차의 국내생산 비율은 2003년 각각 87.2%, 94.4%에서 지난해 각각 37.5%, 56.1%로 49.7%p, 38.3%p 하락했다. 2003년 총생산차량 190만대, 91만대 중 165만대, 86만대를, 지난해 총생산량 494만대, 304만대 중 186만대, 171만대를 국내에서 생산하였다.

이에 해외SSC는 설비 증설과 재고 창고 확보에 주력하는 등 준비에 박차를 가하고 있다. 동사는 완성차업체의 해외생산 확대에 대응하기 위해 멕시코에 4,400만 달러, 충청에 4,100만 달러를 투자하여 SSC를 신설하였다. 이를 통해 기아차 40만대, 현대차 30만대를 생산할 계획이다. 또한 천진에 설비 증설을 위해 2,300만 달러를 투자하여 현대차 30만대를 추가 생산할 계획이다. 이를 통해 해외생산 확대를 통한 외형 확대뿐 아니라 냉연 외 제품의 해외 판매거점으로도 활용할 방침이어서 중장기적으로 안정적인 성장이 예상된다.

특히 현대차그룹은 신차 차종 투입이 확대되는 2016년 이후로도 글로벌 판매를 확대하여 2018년에는 연간 1,000만대 이상의 판매를 계획하고 있다. 이를 위해서는 가장 핵심적인 자동차용 강관의 안정적인 공급과 고품질화가 필수적이기 때문에 현대제철의 역할은 더욱 중요해질 수밖에 없다는 판단이다.

그림106 국내생산 비율



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림107 해외 SSC 현황 및 향후 신설(증설) 계획



자료: 현대제철, 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

현대차 (005380)	90
기아차 (000270)	94
현대모비스 (012330)	98
현대위아 (011210)	101
만도 (204320)	104
한온시스템 (018880)	107
S&T 모티브 (064960)	110
한국타이어 (161390)	113
금호타이어 (073240)	116
넥센타이어 (002350)	119
현대글로비스 (086280)	122

Universe

종목명	투자판단	목표주가
현대차	Buy (신규)	230,000원(신규)
기아차	Buy (신규)	72,000원(신규)
현대모비스	Buy (신규)	320,000원(신규)
현대위아	Buy (신규)	170,000원(신규)
만도	Buy (신규)	190,000원(신규)
한온시스템	Buy (신규)	60,000원(신규)
S&T모티브	Buy (신규)	100,000원(신규)
한국타이어	Buy (신규)	65,000원(신규)
금호타이어	Buy (신규)	8,800원(신규)
넥센타이어	Hold (신규)	16,000원(신규)
현대글로비스	Buy (신규)	300,000원(신규)

현대차 (005380)

슈퍼노멀, 그 이상으로의 도전

2015. 11. 9 **자동차/타이어**

Analyst **유지웅**
02. 3779-8886
jwyo@ebestsec.co.kr

투자의견 BUY, 목표주가 230,000 원 제시

현대차에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 230,000원으로 커버리지를 개시하고, 자동차 업종 내 Top Pick으로 제시한다. 목표주가는 2016년 EPS 25,096원(우선주 포함)에 Target P/E 9배를 적용하여 산출하였다. Target P/E는 동사의 최근 3년간 거래된 평균 P/E인 6.9배를 30% 할증하여 적용했다.

Buy (initiate)

목표주가 **230,000 원**
현재주가 **164,500 원**

새로운 패러다임에 대한 당당한 도전

최근들어 빠르게 격화되고 있는 자동차산업은 더 빠른, 더 멀리가는 차를 요구하고 있다. 현대차는 2014~2015년 주요 신차출시를 통해 이미 완성도 높은 펀더멘털을 보여줬고 2010년 이후 첫 의미있는 반등세를 보이고 있는 판매대수는 이를 이미 반영하고 있다. 2016년 들어서 자동차 업종의 주가평가는 단순한 판매성장성 외에 친환경차 부문에서의 경쟁력을 반영하기 시작할 것으로 예상된다. 현대차는 주요 볼륨 모델 기반의 HEV/PHEV등의 신차출시가 가속화 될 전망이며, 친환경차 전용 모델 AE의 출시로 EV차량 경쟁에 뛰어들 예정이다.

컨센서스 대비

상회	부합	하회
○		

동트기 전이라 그렇기도 어두웠나

2014년 이후 현대차의 실적 악재로 작용해 왔던 요인은 i)환율, ii)인센티브 증가 iii) 중국에서의 자동차 소비둔화로 압축되나, 2015년 하반기를 지나면서 대부분 소멸되고 있는 것이 확인된다.

Stock Data

KOSPI(11/6)		2,041.07pt
시가총액		362,355 억원
발행주식수		220,276 천주
52 주 최고가 / 최저가	188,000 / 123,500 원	
90 일 일평균거래대금		1,150.76 억원
외국인 지분율		44.6%
배당수익률(15.12E)		2.4%
BPS(15.12E)		222,099 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	1.6%
	6 개월	-1.1%
	12 개월	-1.6%
주주구성	현대모비스외 5 인	26.0%
	국민연금공단	6.1%

환율의 경우 엔화와 유로화 등의 기축통화 약세현상은 탄력을 잃고 있으며, 북미시장에서 증가하고 있는 인센티브 비용은 신차투입을 통해 경쟁업체 대비 낮은 수준이 유지되고 있다. 특히 2015년 노사간 합의를 통해 이뤄진 울산 2공장에서 투산 증량은 북미시장에서 현대차의 SUV시장 점유율 확대에 이어질 전망이다. 중국의 경우 2015년 현대차 밸류에이션 하락요인으로 작용해 왔던 경우이나, 3Q15를 저점으로 빠르게 회복되고 있어 4Q15부터는 밸류에이션 회복 요인으로 작용할 전망이다.

Stock Price



한편 현대차는 지난 상반기 중간배당으로 주당 1,000원을 지급했다. 이는 작년 지급한 주당 배당금액이 3,000원이었음을 감안하면 올해 총 배당성향은 예상보다 커질 수 있음을 의미하고 있어 단기적으로 배당모멘텀도 부각될 전망이다.

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2013	87,308	8,315	11,697	8,993	38,778	-0.3	10,867	6.1	6.0	1.3	17.8
2014	89,256	7,550	9,951	7,649	33,353	-14.0	10,100	5.1	5.1	0.8	13.4
2015E	91,780	6,839	8,716	6,868	29,260	-12.3	9,695	5.6	5.9	0.7	11.1
2016E	96,150	7,833	9,619	7,394	32,086	9.7	11,019	5.1	5.1	0.7	11.1
2017E	97,828	8,143	10,241	7,872	34,110	6.3	11,564	4.8	4.7	0.6	10.8

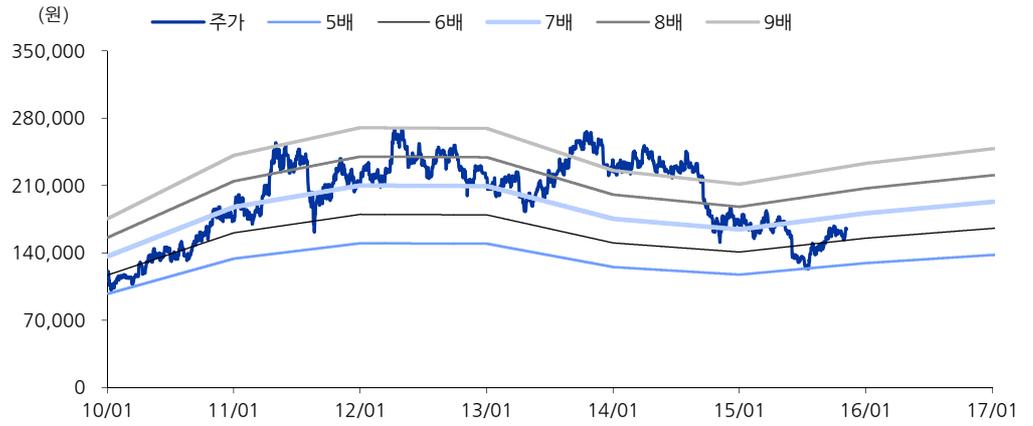
자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표38 현대차 출고/판매 및 실적 전망

(천대)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	2013	2014	2015F	2016F
원/달러 환율	1,069	1,029	1,026	1,087	1,100	1,097	1,169	1,180	1,095	1,053	1,137	1,180
글로벌 현지판매	1,118	1,248	1,178	1,261	1,134	1,201	1,159	1,257	4,621	4,805	4,751	4,938
한국	161	185	155	183	155	180	158	187	641	684	680	697
미국	160	204	193	169	172	199	208	183	721	726	762	817
EU	97	116	105	100	109	122	100	102	405	418	433	451
기타	406	474	460	524	432	468	483	540	1,828	1,864	1,923	2,000
중국	274	269	265	307	266	232	210	246	1,027	1,115	954	972
YoY(%)												
글로벌 현지판매	1.7	4.1	2.3	7.7	1.4	(3.8)	(1.6)	(0.3)	5.2	4.0	(1.1)	3.9
한국	4.5	7.6	(11.4)	30.7	(3.7)	(2.7)	2.0	2.0	(3.9)	6.7	(0.6)	2.5
미국	(2.4)	3.6	(1.5)	3.0	7.5	(2.5)	7.8	8.3	2.6	0.7	5.0	7.3
서유럽	0.0	0.9	0.0	13.6	12.4	5.2	(4.8)	2.0	(8.8)	3.2	3.6	4.2
기타	(5.8)	0.0	2.9	10.1	6.4	(1.3)	5.0	3.0	5.6	2.0	3.2	4.0
중국	8.7	10.7	(15.3)	40.2	(2.9)	(13.8)	(20.8)	(20.0)	21.3	8.6	(14.5)	1.9
글로벌 출하(천대)	1,227	1,268	1,129	1,323	1,168	1,231	1,122	1,268	4,735	4,943	4,790	5,033
현대차 국내공장 계	473	500	388	495	431	498	406	505	1,830	1,855	1,840	1,922
내수	161	185	156	169	162	181	156	165	642	671	664	687
수출	312	315	232	326	269	318	250	340	1,188	1,185	1,177	1,235
현대차 해외공장 계	754	769	741	828	738	733	716	763	2,905	3,088	2,949	3,111
HMI(인도)	144	152	148	165	142	157	160	166	633	613	625	668
HMMA(미국)	97	98	104	97	89	91	100	95	399	396	374	402
HAOS(터키)	40	56	50	54	51	60	50	55	104	200	216	231
HMMC(체코)	78	81	74	84	80	84	73	84	304	308	321	333
HMMR(러시아)	58	59	56	65	51	59	53	55	229	237	218	210
HMB(브라질)	43	45	45	46	41	44	40	48	167	179	174	176
BHMC(북경)	284	269	259	308	280	230	230	240	1,024	1,120	980	1,050
CHMC(사천현대)	10	8	7	10	4	8	10	20	45	35	42	40
YoY(%)												
글로벌 출하(천대)	4.7	4.0	1.8	7.9	(4.8)	(2.9)	(0.7)	(4.1)	7.4	4.4	(3.1)	5.1
현대차 국내공장 계	5.8	5.0	(3.6)	(0.2)	(8.9)	(0.3)	4.6	2.0	(4.3)	1.4	(0.8)	4.4
현대차 해외공장 계	4.0	3.3	4.9	13.4	(2.2)	(4.7)	(3.4)	(7.8)	16.3	6.3	(4.5)	5.5
HMI(인도)	(12.0)	(9.5)	(3.2)	10.5	(1.1)	3.0	8.2	1.0	(1.2)	(3.2)	1.9	7.0
HMMA(미국)	(0.4)	(10.4)	4.3	4.5	(9.1)	(7.4)	(3.9)	(1.8)	10.5	(0.8)	(5.5)	7.5
HAOS(터키)	106.9	117.0	121.6	50.9	25.2	6.4	1.8	2.0	20.6	93.3	7.9	7.0
HMMC(체코)	2.9	2.3	1.1	10.7	2.0	3.0	(0.7)	0.0	0.3	1.3	4.1	4.0
HMMR(러시아)	2.7	3.6	3.1	4.2	(11.4)	(0.6)	(5.1)	(14.9)	2.0	3.4	(8.2)	(3.5)
HMB(브라질)	18.7	7.4	(3.7)	8.7	(3.2)	(2.2)	(10.4)	4.0	516.1	7.1	(2.9)	1.0
BHMC(북경)	9.0	7.4	3.7	16.9	(1.5)	(14.3)	(11.3)	(22.0)	19.6	9.4	(12.5)	7.1
CHMC(사천현대)	(36.3)	(34.7)	(20.9)	12.1	(56.9)	3.8	42.9	100.0	66.7	(23.4)	21.9	(5.5)
매출액 (십억원)	21,649	22,753	21,280	23,574	20,943	22,821	20,809	24,299	87,308	89,256	88,419	96,147
자동차	17,719	18,474	17,142	18,973	16,535	17,823	16,386	19,133	71,535	72,308	69,877	75,748
금융	2,607	2,782	2,567	2,814	2,885	3,196	2,747	2,898	9,892	10,770	11,726	12,916
기타	1,323	1,497	1,571	1,787	1,523	1,802	1,650	1,841	5,880	6,178	6,815	7,483
영업이익	1,938	2,087	1,649	1,876	1,588	1,751	1,530	1,952	8,315	7,550	6,821	7,833
영업이익률(%)	9.0	9.2	7.7	8.0	7.6	7.7	7.4	8.0	9.5	8.5	7.7	8.1
EBITDA	2,598	2,727	2,274	2,501	2,248	2,428	2,174	2,672	10,867	10,100	9,695	11,019
EBITDA마진(%)	12.0	12.0	10.7	10.6	10.7	10.6	10.4	11.0	12.4	11.3	11.0	11.5
지배주주지분 순익	1,929	2,245	1,516	1,657	1,909	1,702	1,174	2,083	8,542	7,347	6,868	7,821
YoY(%)												
매출액	1.3	(1.9)	2.2	7.5	(3.3)	0.3	(2.2)	3.1		2.2	(0.9)	8.7
영업이익	3.7	(13.3)	(18.0)	(7.6)	(18.1)	(16.1)	(7.2)	4.0		(9.2)	(9.7)	14.8
지배주주지분 순익	(0.9)	(6.5)	(29.1)	(19.4)	(1.0)	(24.2)	(22.5)	25.7		(14.0)	(6.5)	13.9

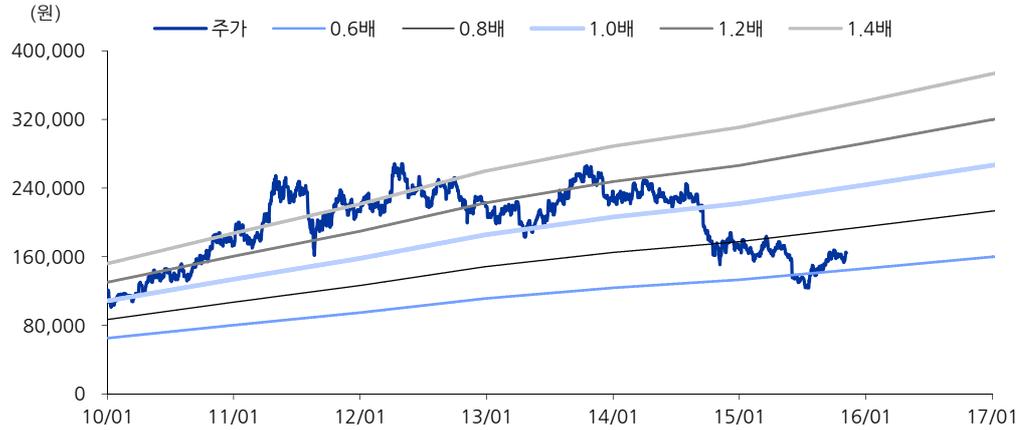
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림108 현대차 P/E 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림109 현대차 P/B 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

현대차 (005380)

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	58,856	65,026	67,374	70,802	73,755
현금 및 현금성자산	6,872	7,097	7,955	8,013	9,064
매출채권 및 기타채권	6,547	7,441	8,605	9,692	9,757
재고자산	7,073	7,417	8,830	9,408	9,471
기타유동자산	38,363	43,071	41,984	43,689	45,463
비유동자산	74,565	82,199	90,621	95,407	100,420
관계기업투자등	17,189	18,421	19,117	19,893	20,701
유형자산	21,463	22,542	26,524	28,679	30,995
무형자산	3,129	3,822	4,072	4,266	4,426
자산총계	133,421	147,225	157,996	166,210	174,175
유동부채	31,920	35,180	37,662	38,752	39,206
매입채무 및 기타채무	11,856	12,019	11,686	12,451	12,534
단기금융부채	14,122	16,749	17,821	17,981	18,185
기타유동부채	5,942	6,412	8,155	8,319	8,487
비유동부채	44,919	49,425	51,779	52,652	53,717
장기금융부채	34,429	37,943	39,422	39,793	40,337
기타비유동부채	10,490	11,482	12,357	12,859	13,381
부채총계	76,839	84,605	89,441	91,403	92,924
지배주주지분	51,931	57,655	63,405	69,656	76,101
자본금	1,489	1,489	1,489	1,489	1,489
자본잉여금	4,131	4,135	4,135	4,135	4,135
이익잉여금	48,274	54,650	60,512	66,764	73,209
비지배주주지분(연결)	4,652	4,966	5,150	5,150	5,150
자본총계	56,583	62,621	68,555	74,806	81,251

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	1,589	3,825	7,258	8,613	10,120
당기순이익(손실)	8,993	7,649	6,868	7,394	7,872
비현금수익비용가감	7,333	8,370	5,364	2,022	2,195
유형자산감가상각비	1,769	1,844	2,092	2,373	2,575
무형자산상각비	782	706	764	813	846
기타현금수익비용	-3,074	-2,151	2,508	-1,164	-1,227
영업활동 자산부채변동	-12,837	-10,717	-5,132	-804	53
매출채권 감소(증가)	195	-614	-1,286	-1,087	-65
재고자산 감소(증가)	-828	-804	-1,428	-578	-63
매입채무 증가(감소)	-305	657	64	765	83
기타자산, 부채변동	-11,898	-9,955	-2,482	97	97
투자활동 현금	-6,986	-7,876	-7,326	-7,944	-8,389
유형자산처분(취득)	-2,865	-3,307	-6,504	-4,528	-4,891
무형자산 감소(증가)	-964	-1,364	-986	-1,007	-1,007
투자자산 감소(증가)	-141	9,197	1,039	-748	-763
기타투자활동	-3,016	-12,402	-874	-1,661	-1,728
재무활동 현금	5,700	4,683	1,057	-611	-680
차입금의 증가(감소)	6,083	5,269	2,192	531	748
자본의 증가(감소)	-633	-587	-817	-1,142	-1,427
배당금의 지급	633	587	817	1,142	1,427
기타재무활동	250	1	-317	0	0
현금의 증가	113	224	859	58	1,051
기초현금	6,759	6,872	7,097	7,955	8,013
기말현금	6,872	7,097	7,955	8,013	9,064

자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결 기준.

손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	87,308	89,256	91,780	96,150	97,828
매출원가	67,859	70,126	73,318	76,110	77,290
매출총이익	19,448	19,130	18,462	20,039	20,538
판매비 및 관리비	11,133	11,580	11,623	12,207	12,395
영업이익	8,315	7,550	6,839	7,833	8,143
(EBITDA)	10,867	10,100	9,695	11,019	11,564
금융손익	130	7	63	138	367
이자비용	341	300	239	229	231
관계기업등 투자손익	3,057	2,389	1,832	1,665	1,749
기타영업외손익	194	5	-18	-17	-17
세전계속사업이익	11,697	9,951	8,716	9,619	10,241
계속사업법인세비용	2,703	2,302	1,848	2,225	2,369
계속사업이익	8,993	7,649	6,868	7,394	7,872
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	8,993	7,649	6,868	7,394	7,872
지배주주	8,542	7,347	6,706	7,394	7,872
총포괄이익	8,633	7,139	7,071	7,394	7,872
매출총이익률 (%)	22.3	21.4	20.1	20.8	21.0
영업이익률 (%)	9.5	8.5	7.5	8.1	8.3
EBITDA 마진률 (%)	12.4	11.3	10.6	11.5	11.8
당기순이익률 (%)	10.3	8.6	7.5	7.7	8.0
ROA (%)	6.7	5.2	4.4	4.6	4.6
ROE (%)	17.8	13.4	11.1	11.1	10.8
ROIC (%)	15.3	12.2	9.9	9.9	9.7

주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
투자지표 (x)					
P/E	6.1	5.1	5.6	5.1	4.8
P/B	1.3	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.0	5.1	5.9	5.1	4.7
P/CF	4.1	3.0	3.8	5.0	4.7
배당수익률 (%)	0.8	1.8	2.4	3.0	3.3
성장성 (%)					
매출액	3.4	2.2	2.8	4.8	1.7
영업이익	-1.5	-9.2	-9.4	14.5	4.0
세전이익	0.7	-14.9	-12.4	10.3	6.5
당기순이익	-0.7	-14.9	-10.2	7.7	6.5
EPS	-0.3	-14.0	-12.3	9.7	6.3
안정성 (%)					
부채비율	135.8	135.1	130.5	122.2	114.4
유동비율	184.4	184.8	178.9	182.7	188.1
순차입금/자기자본(x)	9.0	9.9	13.1	10.4	7.1
영업이익/금융비용(x)	24.4	25.1	28.6	34.2	35.2
총차입금 (십억원)	48,551	54,692	57,243	57,774	58,522
순차입금 (십억원)	5,117	6,210	8,968	7,804	5,797
주당지표 (원)					
EPS	38,778	33,353	29,260	32,086	34,110
BPS	181,909	201,958	222,099	243,999	266,574
CFPS	57,189	56,113	42,849	32,983	35,264
DPS	1,950	3,000	4,000	5,000	5,500

기아차 (000270)

2015. 11. 9

자동차/타이어

실적 가시성 확대 구간

Analyst 유지웅

02. 3779-8886

jwyyoo@ebestsec.co.kr

투자 의견 BUY, 목표주가 72,000 원으로 커버리지 개시

기아차에 대해 투자 의견 BUY를 제시하며 목표주가 72,000원으로 커버리지를 개시한다. 기아차는 2015년 하반기 이후 주요 볼륨모델의 신차출시가 빠르게 이뤄지고 있으며, 2016년 들어서는 글로벌 지역별로 투입되어 전사마진 개선효과가 본격화 될 것으로 예상된다. 목표주가는 2016년 EPS 8,458원에 Target P/E 8.5x를 반영했다.

Buy (initiate)

목표주가 **72,000 원**

현재주가 **56,800 원**

SUV 판매호조, 친환경차 라인업 확대, 중국 판매회복은 덤!

기아차의 영업실적은 K5와 스포티지의 신차출시 효과로 Top-line 성장세가 부각될 것으로 예상되며, 그동안 불확실성 요인으로 작용해 왔던 동풍열달기아의 판매는 4Q15부터 정상화 되고 있다. 특히 지난해 4분기부터 러시아를 포함한 신흥국시장으로의 수출이 감소해 와서 현재는 국내공장의 수출분 물량에 대한 base level이 낮아진 상태다. 이를 바탕으로 1Q16부터는 수출물량 확대효과가 나타날 수 있다.

기아차의 최다 볼륨모델 중 두 차종이 3Q15 같은시점에 출시되어 판매확대 모멘텀이 부각되고 있는 것이다. 특히 스포티지는 슬로박 공장에서도 양산이 시작되 현재 산업수요회복이 강하게 나타나고 있는 유럽내 시장점유율 확대에 기여할 것으로 기대된다. 2Q16들어서는 친환경차 전용 모델인 DE(프로젝트명)출시가 예정되어 있는데, 이를 통해 친환경차 라인업이 5개 차종 이상으로 확대될 것이다.

2016년 글로벌 현지판매 YoY +3.6%로 2010년 이후 첫 성장률 반등 예상

2016년은 멕시코공장의 양산이 시작된다. 2016년 2분기를 시작으로 연간 약 10만대 가량 생산이 될 전망이고, 2017년 30만대를 거쳐 2018년 45만대로 빠르게 확대될 전망이다. 중국에서는 현재 3공장이 30만대→45만대 단계의 증설에 필요한 투자는 이뤄진 상태나 현지 수요예측의 불확실성으로 생산 증량 계획은 잠시 보류된 상태다. 다만 현지 수요가 pick up하는 시그널이 나타나는 대로 곧바로 UPH상승이 가능할 것으로 보인다. 중국에서의 생산증가를 반영하지 않더라도 2016년 글로벌 현지판매는 YoY +3.6%에 달할 전망이며, 중국에서의 3공장 증설분 가동시 그 이상의 판매가 가능할 전망이다.

컨센서스 대비

상회	부합	하회
○		

Stock Data

KOSPI(11/6)	2,041.07pt	
시가총액	230,246 억원	
발행주식수	405,363 천주	
52 주 최고가 / 최저가	58,300 / 40,300 원	
90 일 일평균거래대금	635.95 억원	
외국인 지분율	39.5%	
배당수익률(15.12E)	1.9%	
BPS(15.12E)	60,547 원	
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	9.3%
	6 개월	13.3%
	12 개월	2.4%
주주구성	현대자동차외 4 인	35.6%
	국민연금	6.0%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2013	47,598	3,177	4,829	3,817	9,416	-1.3	4,378	6.0	4.5	1.1	20.6
2014	47,097	2,573	3,816	2,994	7,385	-21.6	3,910	7.1	4.8	0.9	14.0
2015E	49,965	2,563	3,510	2,906	7,170	-2.9	4,107	7.9	5.5	0.9	12.4
2016E	53,646	2,972	4,373	3,428	8,458	18.0	4,809	6.7	4.6	0.8	13.2
2017E	56,334	3,959	5,194	4,072	10,046	18.8	5,921	5.7	3.4	0.7	13.9

자료: 기아차, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표39 기아차 출고/판매 및 실적 전망

(천대)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	2013	2014	2015F	2016F
원/달러 환율	1,069	1,029	1,026	1,087	1,100	1,100	1,169	1,180	1,096	1,053	1,135	1,180
글로벌 현지판매	687	755	712	755	690	747	688	740	2,746	2,910	2,865	2,969
한국	108	111	117	129	115	127	134	140	458	465	516	545
미국	133	164	148	137	142	169	165	145	535	582	621	672
유럽	89	97	87	81	95	105	96	96	340	354	392	412
중국	156	155	149	186	161	142	100	135	547	646	538	529
기타	201	229	212	221	178	203	193	224	867	863	798	811
YoY(%)												
글로벌 현지판매	5.2	3.5	3.2	12.2	0.4	(1.1)	(3.4)	(2.0)	1.4	6.0	(1.5)	3.6
한국	(0.6)	(6.0)	3.7	8.7	6.1	15.2	14.9	8.2	(4.8)	1.5	11.1	5.6
미국	4.8	9.3	6.2	15.3	6.5	3.0	11.8	5.9	(4.0)	8.7	6.7	8.3
유럽	7.4	3.7	4.0	1.9	6.6	8.1	10.5	18.1	0.5	4.3	10.6	5.0
중국	13.3	11.4	20.3	27.2	3.0	(8.0)	(32.9)	(27.5)	13.8	18.2	(16.7)	(1.6)
기타	2.0	(0.5)	(8.3)	5.9	(11.6)	(11.1)	(9.0)	1.4	1.8	(0.5)	(7.5)	1.6
글로벌 출하	772	775	711	752	752	820	757	804	2,827	3,040	2,956	3,174
국내공장 계	432	445	390	438	411	454	379	476	1,598	1,706	1,720	1,771
내수	108	111	117	129	115	128	132	138	458	464	512	527
수출	325	334	274	309	296	326	247	338	1,140	1,241	1,208	1,244
해외공장 계	339	330	321	344	341	324	271	301	1,229	1,334	1,237	1,403
KMS(슬로박)	86	87	74	76	84	85	76	85	370	323	330	345
KMMG(조지아공장)	97	89	98	81	96	96	95	96	313	365	384	400
KMMS(멕시코공장)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	118
DYKIA(동풍열달기아)	156	155	149	186	161	143	100	120	547	646	523	540
YoY(%)												
글로벌 출하	9.9	4.3	12.9	0.1	(2.6)	5.8	6.5	6.9	4.0	7.5	(2.8)	7.4
국내공장 계	9.2	5.3	14.9	(0.3)	(5.0)	2.1	(3.0)	8.6	0.6	6.8	0.8	3.0
내수	(0.7)	(6.0)	3.6	8.8	6.1	15.8	12.9	6.7	(4.8)	1.5	10.3	3.0
수출	13.0	9.7	20.5	(3.7)	(8.8)	(2.4)	(9.7)	9.4	2.9	8.9	(2.7)	3.0
해외공장 계	10.8	2.9	10.5	10.3	0.3	(1.9)	(15.5)	(12.4)	7.4	(16.6)	(7.3)	13.4
KMMG(조지아공장)	(8.0)	(11.7)	(17.9)	(12.7)	(3.0)	(1.7)	2.6	11.5	3.2	(12.5)	2.0	4.5
KMS(슬로박)	29.5	5.8	28.2	4.2	(1.0)	8.5	(2.7)	18.1	7.2	16.6	5.1	4.3
DYKIA(동풍열달기아)	13.3	11.4	20.3	27.2	3.0	(7.9)	(32.9)	(35.6)	13.8	18.2	(19.0)	3.2
매출액 (십억원)	11,926	12,054	11,415	11,702	11,178	12,441	13,111	13,235	47,598	47,097	49,965	53,646
영업이익	736	770	567	501	512	651	678	723	3,177	2,573	2,563	2,972
영업이익률(%)	6.2	6.4	5.0	4.3	4.6	5.2	5.2	5.5	6.7	5.5	5.1	5.5
EBITDA	1,043	1,084	894	888	853	1,012	1,089	1,153	4,378	3,910	4,107	4,809
EBITDA 마진(%)	8.7	9.0	7.8	7.6	7.6	8.1	8.3	8.7	9.2	8.3	7.9	9.0
지배주주지분 순이익	876	1,024	657	436	903	747	557	699	3,817	2,994	2,906	3,428
YoY(%)												
매출액	7.6	(8.1)	(1.9)	(0.5)	(6.3)	3.2	14.9	13.1	0.8	(1.1)	6.1	7.4
영업이익	4.5	(31.7)	(18.6)	(23.0)	(30.4)	(15.5)	19.6	44.5	0.0	(19.0)	(0.4)	16.0
지배주주지분 순이익	11.8	(13.3)	(27.2)	(54.0)	3.1	(27.1)	(15.3)	60.4	0.0	(21.6)	(1.5)	18.0

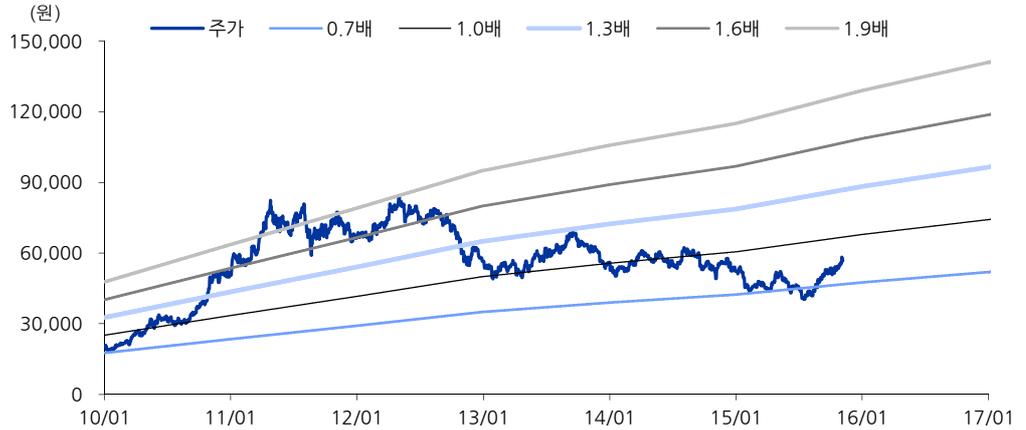
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림110 기아차 P/E 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림111 기아차 P/B 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

기아차 (000270)

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	13,472	16,655	18,536	21,108	24,111
현금 및 현금성자산	2,311	2,478	1,599	2,029	4,093
매출채권 및 기타채권	2,541	2,934	3,771	4,837	4,949
재고자산	4,331	6,081	7,629	8,480	9,073
기타유동자산	4,289	5,163	5,537	5,762	5,996
비유동자산	22,710	24,389	27,914	29,886	31,315
관계기업투자등	10,435	11,716	11,963	12,449	12,954
유형자산	9,777	10,114	12,977	14,164	14,840
무형자산	1,716	1,889	2,096	2,359	2,570
자산총계	36,182	41,044	46,449	50,993	55,426
유동부채	10,806	11,974	14,422	15,085	15,063
매입채무 및 기타채무	6,956	7,848	8,527	9,478	9,698
단기금융부채	1,641	1,816	2,863	2,451	2,080
기타유동부채	2,209	2,310	3,033	3,156	3,285
비유동부채	5,121	6,586	7,483	8,382	9,251
장기금융부채	1,700	2,888	3,422	4,156	4,853
기타비유동부채	3,421	3,698	4,061	4,226	4,398
부채총계	15,927	18,560	21,905	23,467	24,314
지배주주지분	20,255	22,484	24,544	27,526	31,112
자본금	2,139	2,139	2,139	2,139	2,139
자본잉여금	1,736	1,736	1,736	1,736	1,736
이익잉여금	16,302	18,816	21,263	24,246	27,832
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	20,255	22,484	24,544	27,526	31,112

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	4,777	2,364	3,488	3,496	4,692
당기순이익(손실)	3,817	2,994	2,906	3,428	4,072
비현금수익비용가감	1,945	2,240	1,902	920	987
유형자산감가상각비	839	928	1,069	1,318	1,391
무형자산상각비	362	409	474	519	571
기타현금수익비용	-1,301	-1,096	359	-917	-976
영업활동 자산부채변동	-711	-2,554	-1,321	-852	-367
매출채권 감소(증가)	-252	-385	-796	-1,066	-112
재고자산 감소(증가)	-81	-1,815	-1,498	-851	-593
매입채무 증가(감소)	310	740	728	951	220
기타자산, 부채변동	-688	-1,094	245	114	118
투자활동 현금	-3,514	-2,983	-5,262	-2,943	-2,469
유형자산처분(취득)	-1,035	-1,388	-3,973	-2,535	-2,098
무형자산 감소(증가)	-551	-589	-717	-782	-782
투자자산 감소(증가)	-1,548	-860	-351	410	448
기타투자활동	-380	-146	-220	-36	-37
재무활동 현금	-791	986	949	-123	-160
차입금의 증가(감소)	-527	1,338	1,498	323	327
자본의 증가(감소)	-263	-283	-404	-446	-486
배당금의 지급	263	283	404	446	486
기타재무활동	-1	-68	-146	0	0
현금의 증가	408	167	-880	431	2,064
기초현금	1,903	2,311	2,478	1,599	2,029
기말현금	2,311	2,478	1,599	2,029	4,093

자료: 기아차, 이베스트투자증권 리서치센터.K-IFRS 연결 기준.

손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	47,598	47,097	49,965	53,646	56,334
매출원가	37,512	37,754	40,167	43,319	43,791
매출총이익	10,086	9,343	9,797	10,327	12,542
판매비 및 관리비	6,909	6,770	7,234	7,355	8,584
영업이익	3,177	2,573	2,563	2,972	3,959
(EBITDA)	4,378	3,910	4,107	4,809	5,921
금융손익	94	-165	200	284	153
이자비용	90	57	64	50	81
관계기업등 투자손익	1,320	1,394	725	1,111	1,178
기타영업외손익	238	15	22	6	-96
세전계속사업이익	4,829	3,816	3,510	4,373	5,194
계속사업법인세비용	1,012	823	604	945	1,122
계속사업이익	3,817	2,994	2,906	3,428	4,072
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,817	2,994	2,906	3,428	4,072
지배주주	3,817	2,994	2,906	3,428	4,072
총포괄이익	3,585	2,773	2,664	3,428	4,072
매출총이익률 (%)	21.2	19.8	19.6	19.3	22.3
영업이익률 (%)	6.7	5.5	5.1	5.5	7.0
EBITDA 마진률 (%)	9.2	8.3	8.2	9.0	10.5
당기순이익률 (%)	8.0	6.4	5.8	6.4	7.2
ROA (%)	11.1	7.8	6.6	7.0	7.7
ROE (%)	20.6	14.0	12.4	13.2	13.9
ROIC (%)	36.7	27.0	21.1	17.9	21.1

주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
투자지표 (x)					
P/E	6.0	7.1	7.9	6.7	5.7
P/B	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.5	4.8	5.5	4.6	3.4
P/CF	3.9	4.1	4.8	5.3	4.6
배당수익률 (%)	1.2	1.9	1.9	2.1	2.3
성장성 (%)					
매출액	0.8	-1.1	6.1	7.4	5.0
영업이익	-9.8	-19.0	-0.4	16.0	33.2
세전이익	-6.5	-21.0	-8.0	24.6	18.8
당기순이익	-1.2	-21.6	-2.9	18.0	18.8
EPS	-1.3	-21.6	-2.9	18.0	18.8
안정성 (%)					
부채비율	78.6	82.5	89.3	85.3	78.1
유동비율	124.7	139.1	128.5	139.9	160.1
순차입금/자기자본(x)	-14.9	-11.6	-2.5	-3.4	-9.3
영업이익/금융비용(x)	35.4	44.9	40.1	59.5	48.9
총차입금 (십억원)	3,341	4,704	6,284	6,607	6,934
순차입금 (십억원)	-3,014	-2,611	-622	-946	-2,907
주당지표 (원)					
EPS	9,416	7,385	7,170	8,458	10,046
BPS	49,967	55,466	60,547	67,905	76,751
CFPS	14,215	12,910	11,863	10,726	12,481
DPS	700	1,000	1,100	1,200	1,300

현대모비스 (012330)

2015. 11. 9

자동차/타이어

완성차 이상의 성장 가능성을 논하다

Analyst 유지용

02. 3779-8886

jwyyoo@ebestsec.co.kr

투자의견 BUY, 목표주가 320,000 원으로 커버리지 개시

현대모비스에 대해 투자의견 BUY를 제시하며 목표주가 320,000원으로 커버리지를 개시하며 동사를 현대차와 더불어 자동차 업종 내 Top Pick으로 제시한다. 완성차의 중국 판매부진에 대한 불확실성은 제거되고 있는 한편 친환경차 부품 및 ADAS 매출 확대는 동사의 구조적 실적 개선요인으로 작용할 전망이다. 목표주가는 2016년 EPS 36,209원에 글로벌 대형부품업체 4개업체의 평균 P/E를 30% 할인한 9X를 적용하였다.

Buy (initiate)

목표주가 320,000 원

현재주가 250,500 원

완성차의 실적 불확실성 제거 + 친환경차 매출 본격화

2016년 현대차와 기아차는 판매량 증가에 따른 이익 개선이 예상되는 가운데 현대모비스의 실적 개선폭은 그 이상이 될 가능성이 높다. 첫째로 영업이익 비중이 가장 높은 중국에서의 완성차 판매회복이 가시권에 들어왔고, 둘째로 A/S부품 등에서 실적 개선을 지연시켜 왔던 신흥국통화 약세 현상은 둔화되었으며, 셋째로는 동사가 담당하고 있는 현대차그룹의 친환경차 부문에 대한 높은 성장성이 실적으로 반영되기 시작할 것으로 예상되기 때문이다.

내년부터 출시되는 현대차그룹의 친환경차 전용모델인 AE, DE의 양산규모는 기존의 하이브리드 라인업에 비해 크게 늘어난 각각 20만대 수준인데, 통상적으로 엔진을 제외한 대부분의 HPCU에 대한 모듈은 현대모비스가 담당하고 있다. 뿐만 아니라 LG화학-HL그린파워-현대모비스-현대차, 기아차로 이어지는 이차전지 시스템 모듈의 매출액 역시 자연스럽게 증가할 것으로 추정된다. 한편 HL그린파워의 이차전지 매출액은 2014년 1,400억원을 기록한 바 있다.

무인자동차 시대의 서막 - 전세계 자동차 회사들이 집중하고 있는 AEB

미국의 NHTSA는 지난 9월 11일 미국의 주요 10개 자동차업체들과 모든 신차에 대해 AEB를 기본 의무 장착하는데 합의했다. 현대기아차는 현재 10개 업체들에 포함된 상태는 아니지만 그 확산 속도는 점차 가속화 될 것으로 보고 있다. 현재 양산되는 ADAS 시스템중 가장 고가인 AEB는 최근 출시되고 있는 대부분의 모델에 옵션 장착으로 공급되고 있으며, 이중 볼륨모델에는 현대모비스가 공급하고 있어 향후 성장성은 담보된 상태이다.

컨센서스 대비

상회	부합	하회
○		

Stock Data

KOSPI(11/6)		2,041.07pt
시가총액		243,846 억원
발행주식수		97,344 천주
52 주 최고가 / 최저가	265,500 / 185,500 원	
90 일 일평균거래대금		421.73 억원
외국인 지분율		51.6%
배당수익률(15.12E)		1.3%
BPS(15.12E)		265,708 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	6.9%
	6 개월	8.7%
	12 개월	-1.2%
주주구성	기아자동차외 3인	30.2%
	국민연금공단	7.0%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2013	34,199	2,924	4,535	3,396	35,149	-3.9	3,486	8.4	7.0	1.4	18.5
2014	36,185	3,071	4,584	3,393	35,158	0.0	3,568	6.7	4.9	1.0	15.8
2015E	36,085	2,891	4,149	2,998	30,896	-12.1	3,562	8.1	5.7	0.9	12.3
2016E	37,224	2,999	4,762	3,525	36,209	17.2	3,867	6.9	4.8	0.8	12.8
2017E	39,254	3,344	5,108	3,781	38,837	7.3	4,284	6.5	4.6	0.8	12.3

자료: 현대모비스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표40 현대모비스 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	2013	2014	2015F	2016F
매출액	8,918	8,928	8,497	9,842	8,748	8,802	8,481	9,734	34,199	36,185	35,765	37,224
모듈	7,114	7,095	6,712	7,943	7,215	7,215	6,889	8,049	27,022	28,864	29,367	30,567
A/S 부품	1,575	1,583	1,531	1,574	1,533	1,587	1,592	1,685	6,220	6,263	6,397	6,657
YoY(%)												
매출액	10	3	4	7	(2)	(1)	(0)	(1)	11	6	(1)	4
모듈	11	3	6	8	1	2	3	1	12	7	2	4
A/S 부품	9	0	(4)	(2)	(3)	0	4	7	6	1	2	4
영업이익	721.0	745	723.4	881	690	694	670	837	2,925	3,071	2,891	2,999
모듈	420	439	421	548	412	353	314	483	1,712	1,829	1,561	1,718
A/S 부품	330	322	310	351	291	342	356	341	1,311	1,313	1,330	1,281
YoY(%)												
영업이익	14	2	5	1	(4)	(7)	(7)	(5)	1	5	(6)	4
모듈	12	5	11	2	(2)	(20)	(25)	(12)	5	7	(15)	10
A/S 부품	19	(4)	(7)	(4)	(12)	6	15	(3)	(2)	0	1	(4)
영업이익률(%)	8.1	8.3	8.5	8.9	7.9	7.9	7.9	8.6	8.6	8.5	8.1	8.1
모듈	5.9	6.2	6.3	6.9	5.7	4.9	5.0	6.0	6.3	6.3	5.3	5.6
A/S 부품	20.9	20.4	20.2	22.3	19.0	21.5	22.4	21.0	21.1	21.0	20.8	19.2
지배주주 순이익	825	1,006	769	823	729	869	727	783	3,422	3,422	3,008	3,525
순이익률(%)	9.2	11.3	9.1	8.4	8.3	9.9	8.6	8.0	10.0	9.5	8.4	9.5
YoY(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	(11.6)	(13.6)	(5.5)	(4.9)	0.0	0.0	(12.3)	17.6

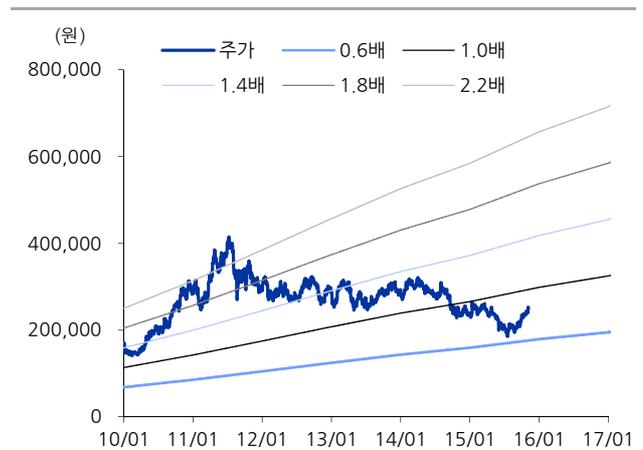
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림112 현대모비스 P/E 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림113 현대모비스 P/B 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

현대모비스 (012330)

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	15,572	17,722	22,451	25,283	26,819
현금 및 현금성자산	2,476	2,911	3,378	4,849	3,683
매출채권 및 기타채권	5,628	6,117	6,501	7,157	8,118
재고자산	2,314	2,391	2,987	3,303	4,639
기타유동자산	5,154	6,302	9,584	9,974	10,379
비유동자산	18,858	21,390	20,839	22,971	26,028
관계기업투자등	11,785	13,011	12,494	14,052	16,429
유형자산	3,887	4,435	7,227	7,809	8,495
무형자산	979	967	886	869	854
자산총계	34,430	39,112	43,289	48,255	52,847
유동부채	7,334	8,058	13,896	15,712	16,916
매입채무 및 기타채무	4,738	5,262	5,574	7,157	8,118
단기금융부채	1,728	1,769	2,134	2,115	2,098
기타유동부채	868	1,027	6,188	6,439	6,700
비유동부채	6,903	7,768	3,437	3,477	3,484
장기금융부채	1,335	1,595	974	914	818
기타비유동부채	5,568	6,173	2,463	2,563	2,667
부채총계	14,237	15,826	17,332	19,188	20,401
지배주주지분	20,100	23,163	25,866	29,070	32,500
자본금	491	491	491	491	491
자본잉여금	1,384	1,384	1,384	1,384	1,384
이익잉여금	18,917	22,027	24,743	27,947	31,377
비지배주주지분(연결)	94	123	91	91	91
자본총계	20,193	23,286	25,957	29,161	32,591

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	1,928	2,812	1,984	3,575	1,952
당기순이익(손실)	3,396	3,393	2,998	3,525	3,781
비현금수익비용가감	458	635	187	-579	-512
유형자산감가상각비	403	436	610	812	885
무형자산상각비	159	61	61	56	55
기타현금수익비용	-1,456	-1,238	-484	-1,447	-1,452
영업활동 자산부채변동	-1,381	-878	-971	629	-1,316
매출채권 감소(증가)	-467	-460	-229	-656	-961
재고자산 감소(증가)	-390	-145	-656	-317	-1,336
매입채무 증가(감소)	288	416	488	1,584	961
기타자산, 부채변동	-813	-688	-575	18	19
투자활동 현금	-2,453	-2,152	-1,400	-1,705	-2,654
유형자산처분(취득)	-643	-1,047	-3,542	-1,394	-1,570
무형자산 감소(증가)	-47	-38	-41	-39	-39
투자자산 감소(증가)	-1,570	-1,075	2,158	-261	-1,034
기타투자활동	-192	7	25	-9	-10
재무활동 현금	208	-222	35	-400	-464
차입금의 증가(감소)	392	-69	327	-79	-114
자본의 증가(감소)	-185	-190	-292	-321	-350
배당금의 지급	185	190	292	321	350
기타재무활동	0	36	0	0	0
현금의 증가	-320	436	467	1,471	-1,166
기초현금	2,796	2,476	2,911	3,378	4,849
기말현금	2,476	2,911	3,378	4,849	3,683

자료: 현대모비스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결 기준.

손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	34,199	36,185	36,085	37,224	39,254
매출원가	29,386	31,005	30,876	31,644	32,992
매출총이익	4,813	5,180	5,209	5,581	6,262
판매비 및 관리비	1,889	2,109	2,318	2,582	2,918
영업이익	2,924	3,071	2,891	2,999	3,344
(EBITDA)	3,486	3,568	3,562	3,867	4,284
금융손익	60	9	-220	148	93
이자비용	37	33	33	34	33
관계기업등 투자손익	1,561	1,441	1,372	1,452	1,506
기타영업외손익	-10	64	106	164	165
세전계속사업이익	4,535	4,584	4,149	4,762	5,108
계속사업법인세비용	1,138	1,191	1,139	1,238	1,328
계속사업이익	3,396	3,393	3,009	3,525	3,781
중단사업이익	0	0	-11	0	0
당기순이익	3,396	3,393	2,998	3,525	3,781
지배주주	3,422	3,422	3,008	3,525	3,781
총포괄이익	3,302	3,345	2,986	3,525	3,781
매출총이익률 (%)	14	14	14	15	16
영업이익률 (%)	9	8	8	8	9
EBITDA 마진률 (%)	10	10	10	10	11
당기순이익률 (%)	9.9	9.4	8.3	9.5	9.6
ROA (%)	10.6	9.3	7.3	7.7	7.5
ROE (%)	18.5	15.8	12.3	12.8	12.3
ROIC (%)	60.9	51.9	29.9	24.0	24.4

주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
투자지표 (x)					
P/E	8.4	6.7	8.1	6.9	6.5
P/B	1.4	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	7.0	4.9	5.7	4.8	4.6
P/CF	7.4	5.7	7.7	8.3	7.5
배당수익률 (%)	0.7	1.3	1.3	1.4	1.6
성장성 (%)					
매출액	11.1	5.8	-0.3	3.2	5.5
영업이익	0.6	5.0	-5.8	3.7	11.5
세전이익	-1.6	1.1	-9.5	14.8	7.3
당기순이익	-4.1	-0.1	-11.6	17.6	7.3
EPS	-3.9	0.0	-12.1	17.2	7.3
안정성 (%)					
부채비율	70.5	68.0	66.8	65.8	62.6
유동비율	212.3	219.9	161.6	160.9	158.5
순차입금/자기자본(x)	-21.4	-24.0	-15.9	-20.0	-15.2
영업이익/금융비용(x)	78.3	93.3	86.7	87.0	100.0
총차입금 (십억원)	3,063	3,364	3,108	3,029	2,915
순차입금 (십억원)	-4,322	-5,600	-4,121	-5,827	-4,938
주당지표 (원)					
EPS	35,149	35,158	30,896	36,209	38,837
BPS	206,427	237,937	265,708	298,616	333,851
CFPS	39,588	41,369	32,724	30,263	33,576
DPS	1,950	3,000	3,300	3,600	4,000

현대위아 (011210)

2015. 11. 9

자동차/타이어

실적 불확실성 소멸로 밸류에이션 회복 빨라질 것

Analyst 유지용

02. 3779-8886

jwyyoo@ebestsec.co.kr

투자의견 BUY와 목표주가 170,000 원으로 커버리지 개시

현대위아에 대해 투자의견 BUY를 제시하며 목표주가 170,000원으로 커버리지를 개시한다. 동사는 엔진 등 파워트레인 부문에서 현대차그룹내 역할이 확대되고 있다. 특히 2016년도에는 유형자산 투자가 5,000억원이 넘어가며 그룹사의 중장기 로드맵을 그리기 위한 투자가 가속화될 전망이다. 목표주가는 2016년 EPS 17,511원에 Target P/E 9.5x를 반영했다. 동사에 대해서는 타 시스템 메이커에 비해 소폭 높은 밸류에이션을 제시하는데, 이는 현대위아가 가지고 있는 그룹사 내 포지션 특성상 매출확대의 기회가 크기 때문이다.

Buy (initiate)

목표주가 170,000 원

현재주가 132,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
○		

그룹사내 친환경차 부품에 대한 역할은 갈수록 부각될 것

현대위아는 2016년 들어 현대기아차의 연비개선 작업이 가속화 되며 파워트레인 계열에서의 역할이 갈수록 확대될 전망이다. 서산을 포함해 멕시코에서 소형 터보차저 엔진공급이 이뤄질 것으로 예상되는데 서산부지 면적을 감안시 중장기적으로 총 100만대가 넘어갈 것으로 추정된다. 한편 중국의 산동위아엔진법인에서도 하이브리드용 엔진생산 가능성이 부각되고 있는데, 이는 현대차그룹이 2016년부터 하이브리드 차량 라인업을 크게 늘리는 점과 일치해 이에 대한 기대감 역시 갈수록 강화될 것으로 예상된다. 뿐만 아니라 현대위아는 현재 서울EV에 감속기 시스템을 공급하고 있어 향후 EV시장 확대는 동사의 또다른 재조명을 불러 일으킬 수 있을 것으로 기대된다.

실적회복 속도보다 빠른 밸류에이션 회복속도 기대

현대위아가 담당하고 있는 엔진생산 등 파워트레인 기반은 자동차의 부품구성중 가장 핵심부품으로 단위매출이 완성차 부품중 가장 높은 편에 속한다. 따라서 현재 현대위아가 갖고 있는 포지셔닝은 중장기적으로 매우 빠른 매출성장을 담보하고 있어, 앞으로 매출성장에 대한 기반이 공식적으로 언급되는 시점마다 멀티플 상향이 지속적으로 이뤄질 수 있을 것으로 예상된다.

Stock Data

KOSPI(11/6)		2,041.07pt
시가총액		35,898 억원
발행주식수		27,195 천주
52 주 최고가 / 최저가	192,500 / 91,500 원	
90 일 일평균거래대금		221.34 억원
외국인 지분율		20.5%
배당수익률(15.12E)		0.6%
BPS(15.12E)		120,174 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	4.3%
	6 개월	-10.7%
	12 개월	-31.5%
주주구성	현대자동차외 2 인	40.7%
	국민연금	11.7%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2013	7,092	529	556	425	16,224	-0.2	656	11.7	7.9	2.2	20.4
2014	7,596	526	586	439	16,760	3.3	673	10.5	7.5	1.7	17.0
2015E	7,870	514	586	441	16,224	-3.2	697	8.1	6.3	1.1	14.4
2016E	8,604	593	635	476	17,511	7.9	798	7.5	5.6	1.0	13.6
2017E	9,157	661	692	519	19,078	9.0	894	6.9	4.8	0.9	13.1

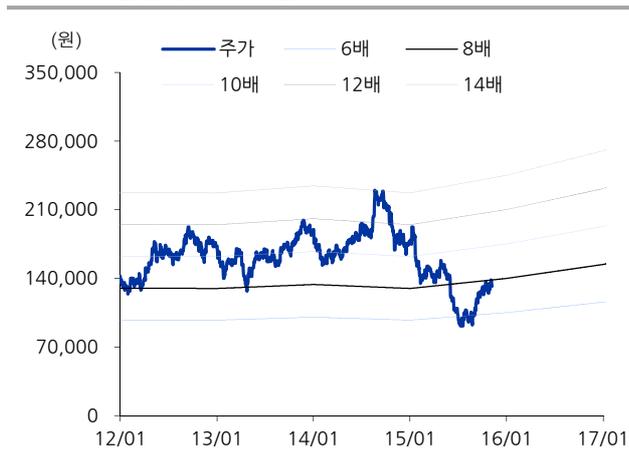
자료: 현대위아, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표41 현대위아 실적추이 및 전망

(십억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	2013	2014	2015F	2016F
매출액	1,909	1,930	1,769	1,987	1,989	2,004	1,815	2,062	7,092	7,596	7,959	8,604
자동차부품	1,562	1,531	1,445	1,683	1,654	1,696	1,535	1,714	5,745	6,221	6,644	7,224
기계	348	399	324	304	335	308	280	348	1,347	1,375	1,315	1,380
YoY(%)												
매출액	7.2	4.5	4.6	12.1	4.2	3.8	2.6	3.8	1.0	7.1	4.8	8.1
자동차부품	9.9	3.4	7.8	12.0	5.9	10.8	6.2	1.8	8.9	8.3	6.8	8.7
기계	(3.3)	9.0	(7.7)	12.4	(3.6)	(22.8)	(13.6)	14.7	(22.9)	2.1	(4.4)	5.0
영업이익	133	146	123	123	130	133	112	139	529	525	514	593
자동차부품	116	119	104	108	112	116	97	120	451	447	445	517
기계	17	27	19	15	18	17	15	20	78	78	70	76
영업이익률(%)	7.0	7.6	7.0	6.2	6.5	6.6	6.2	6.8	7.5	6.9	6.5	6.9
자동차부품	7.4	7.8	7.2	6.4	6.8	6.8	6.3	7.0	7.9	7.2	6.7	7.2
기계	4.8	6.8	5.9	4.9	5.4	5.5	5.4	5.6	5.8	5.7	5.3	5.5
YoY(%)												
영업이익	17.6	11.0	(11.7)	(15.2)	(2.0)	(9.0)	(8.9)	13.4	(2.0)	(0.8)	(2.0)	15.2
자동차부품	22.2	7.5	(8.9)	(17.7)	(3.5)	(2.5)	(6.7)	11.1	10.9	(0.9)	(0.5)	16.2
기계	(6.9)	29.4	(24.5)	8.8	7.4	(37.6)	(21.1)	30.1	(41.4)	0.0	(10.9)	9.2
지배주주순이익	109	109	106	111	107	119	97	118	417	434	441	476
순이익률(%)	5.7	5.6	6.0	5.6	5.4	6.0	5.3	5.7	5.9	5.7	5.5	5.5
YoY(%)	26.0	4.9	(8.1)	(1.2)	(1.9)	9.9	(8.4)	6.1		4.1	1.5	8.0

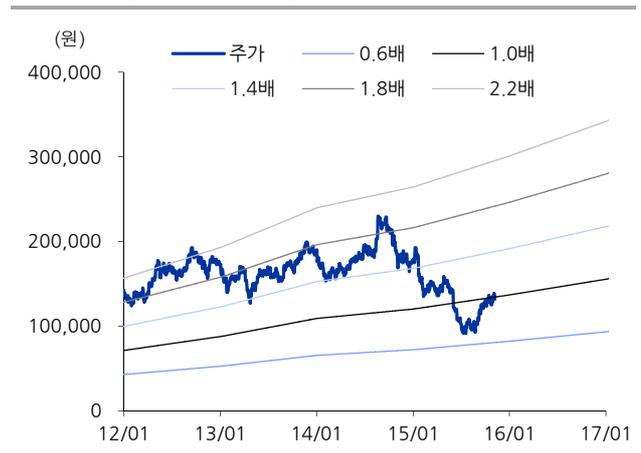
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림114 현대위아 P/E 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림115 현대위아 P/B 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

현대위아 (011210)

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	2,769	3,453	3,724	4,016	4,319
현금 및 현금성자산	349	484	420	397	558
매출채권 및 기타채권	1,371	1,733	1,898	2,105	2,187
재고자산	681	673	746	827	859
기타유동자산	368	563	660	687	715
비유동자산	2,091	2,485	2,977	3,372	3,729
관계기업투자등	286	281	438	455	474
유형자산	1,588	1,928	2,233	2,576	2,885
무형자산	171	226	256	288	317
자산총계	4,860	5,937	6,701	7,388	8,048
유동부채	1,535	1,831	1,604	1,774	1,881
매입채무 및 기타채무	1,294	1,500	1,130	1,253	1,302
단기금융부채	112	185	254	254	254
기타유동부채	129	146	220	268	325
비유동부채	1,014	1,257	1,829	1,891	1,950
장기금융부채	844	1,043	1,602	1,655	1,705
기타비유동부채	170	214	227	236	245
부채총계	2,549	3,088	3,433	3,665	3,831
지배주주지분	2,255	2,849	3,268	3,723	4,217
자본금	129	136	136	136	136
자본잉여금	241	504	504	504	504
이익잉여금	1,869	2,278	2,697	3,152	3,646
비지배주주지분(연결)	57	0	0	0	0
자본총계	2,311	2,849	3,268	3,723	4,217

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	468	445	52	535	710
당기순이익(손실)	425	439	441	476	519
비현금수익비용가감	268	284	235	178	201
유형자산감가상각비	107	123	152	175	198
무형자산상각비	20	24	30	31	34
기타현금수익비용	-33	-57	53	-28	-31
영업활동 자산부채변동	-88	-155	-550	-119	-10
매출채권 감소(증가)	22	-211	-182	-206	-82
재고자산 감소(증가)	-22	46	-71	-81	-32
매입채무 증가(감소)	-187	216	-346	123	49
기타자산, 부채변동	99	-206	49	46	56
투자활동 현금	-504	-514	-720	-589	-575
유형자산처분(취득)	-304	-289	-453	-518	-507
무형자산 감소(증가)	-64	-69	-60	-63	-63
투자자산 감소(증가)	-131	-156	-102	-6	-4
기타투자활동	-5	1	-104	-2	-2
재무활동 현금	19	190	598	31	26
차입금의 증가(감소)	32	203	619	53	50
자본의 증가(감소)	-13	-13	-21	-22	-24
배당금의 지급	13	13	21	22	24
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	-16	135	-63	-23	160
기초현금	365	349	484	420	397
기말현금	349	484	420	397	558

자료: 현대위아, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결 기준.

손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	7,092	7,596	7,870	8,604	9,157
매출원가	6,272	6,765	7,015	7,642	8,102
매출총이익	820	831	855	963	1,055
판매비 및 관리비	291	305	341	370	394
영업이익	529	526	514	593	661
(EBITDA)	656	673	697	798	894
금융손익	-32	8	40	2	-14
이자비용	34	34	44	54	55
관계기업등 투자손익	44	49	30	37	41
기타영업외손익	15	3	1	4	4
세전계속사업이익	556	586	586	635	692
계속사업법인세비용	131	147	144	159	173
계속사업이익	425	439	441	476	519
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	425	439	441	476	519
지배주주	417	434	441	476	519
총포괄이익	442	471	441	476	519
매출총이익률 (%)	11.6	10.9	10.9	11.2	11.5
영업이익률 (%)	7.5	6.9	6.5	6.9	7.2
EBITDA 마진률 (%)	9.2	8.9	8.9	9.3	9.8
당기순이익률 (%)	6.0	5.8	5.6	5.5	5.7
ROA (%)	8.8	8.0	7.0	6.8	6.7
ROE (%)	20.4	17.0	14.4	13.6	13.1
ROIC (%)	18.5	15.5	12.0	11.4	11.5

주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
투자지표 (x)					
P/E	11.7	10.5	8.1	7.5	6.9
P/B	2.2	1.7	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.9	7.5	6.3	5.6	4.8
P/CF	7.1	6.3	5.3	5.5	5.0
배당수익률 (%)	0.3	0.5	0.6	0.7	0.8
성장성 (%)					
매출액	1.0	7.1	3.6	9.3	6.4
영업이익	-1.9	-0.7	-2.1	15.2	11.6
세전이익	0.0	5.3	0.0	8.5	9.0
당기순이익	0.1	3.3	0.5	7.9	9.0
EPS	-0.2	3.3	-3.2	7.9	9.0
안정성 (%)					
부채비율	110.3	108.4	105.0	98.5	90.9
유동비율	180.3	188.6	232.2	226.3	229.6
순차입금/자기자본(x)	11.5	8.3	25.1	23.4	17.4
영업이익/금융비용(x)	15.7	15.3	11.8	11.1	12.0
총차입금 (십억원)	956	1,228	1,856	1,909	1,959
순차입금 (십억원)	265	236	821	872	735
주당지표 (원)					
EPS	16,224	16,760	16,224	17,511	19,078
BPS	87,626	104,757	120,174	136,885	155,063
CFPS	26,933	27,887	24,865	24,051	26,477
DPS	500	800	800	900	1,000

만도 (204320)

왕자의 귀환

2015. 11. 9

자동차/타이어

Analyst 유지용

02. 3779-8886

jwyyoo@ebestsec.co.kr

Buy (initiate)

목표주가 **190,000 원**

현재주가 **148,000 원**

투자의견 BUY, 목표주가 190,000 원으로 커버리지 개시

만도에 대해 투자의견 BUY를 제시하며 목표주가 190,000원으로 커버리지를 개시한다. 당사는 현대차그룹 뿐만 아니라 중국 OEM향 공급이 증가하며 매출처 다변화가 이뤄지고 있다. 목표주가는 2016년 EPS 20,679원에 Target P/E 9x를 적용하였다.

실적 가시성 회복, 앞으로 볼 것이 많아졌다

당사는 지난 3Q15 실적을 통해 견조한 실적 가시성이 입증되었다. 따라서 향후 당사의 투자포인트는 향후 당사의 전략적 방향성에 좀 더 초점을 둘 필요가 있으며, 이는 크게 i)중국 로컬업체들을 포함한 매출처 다변화 ii)ADAS부문에서의 구조적 매출 성장 iii)모터부문에서의 신규매출 성장으로 압축될 수 있다.

만도는 전체 영업이익의 60% 이상이 중국에서 발생하는 구조인데 지난 3Q15 만도 차이나의 매출액 중 중국의 로컬OE들이 차지하는 비중이 전체의 30% 수준까지 육박하게 되었으며, 전년 동기 대비로는 거의 두배에 가까운 매출규모를 달성했다. 중국에서의 3Q15는 주요고객사인 HMG와 SGM이 판매훼손이 심하게 나타났던 점을 감안하면 당분간 중국매출의 우상향은 기정사실에 가까운 것으로 보인다.

뿐만 아니라 2017년부터는 지리자동차-Volvo간의 통합 플랫폼향 매출이 본격화되어 중국에서의 실적안정성에 크게 기여할 전망이다. ADAS 부문은 에쿠스와 제네시스 향 매출이 급증할 것으로 예상된다. 현대차그룹은 최근 럭셔리 브랜드 '제네시스'를 출범해 현대모비스와 더불어 국내 ADAS 시스템 분야를 양분하고 있는 만도는 구조적으로 수혜가 가능하다는 판단이다. 모터부문 또한 현대차에서 48V하이브리드 시스템 개발이 완료로 향후 당사의 밸류에이션 프리미엄 요인으로 작용할 것이다.

무인 자동차로 가는 길 - 만도와 함께한다

만도는 한편 최근 프랑크푸르트 모터쇼를 통해 3세대 파워팩과 IDB(전자식 브레이크 시스템)을 선보였다. 특히 IDB는 ESC와 전자식부스터를 일체화한 시스템으로 AEB 구현이 한단계 진보할 수 있는 부품이다. 만도의 ADAS매출액은 2015년 기준 전체 매출액의 약 3.5%~4% 수준에 달할 것이며 2017년부터는 손익분기점을 넘어설 것으로 예상된다.

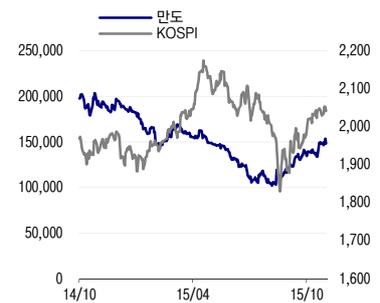
컨센서스 대비

상회	부합	하회
○		

Stock Data

KOSPI(11/6)		2,041.07pt
시가총액		13,899 억원
발행주식수		9,391 천주
52 주 최고가 / 최저가	197,000 / 102,000 원	
90 일 일평균거래대금		115.28 억원
외국인 지분율		14.0%
배당수익률(15.12E)		2.9%
BPS(15.12E)		148,263 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	7.5%
	6 개월	2.3%
	12 개월	-28.3%
주주구성	한라홀딩스의 27 인	29.2%
	국민연금	9.0%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2013	0	0	0	0	n/a	n/a	0	n/a	n/a	n/a	n/a
2014	1,721	79	60	48	5,061	n/a	151	36.3	18.1	1.6	n/a
2015E	5,263	264	214	158	16,816	232.2	448	9.1	2.2	1.0	12.9
2016E	5,771	307	250	194	20,679	23.0	471	7.4	2.6	0.9	13.2
2017E	6,117	325	270	212	22,602	9.3	514	6.8	2.9	0.8	13.0

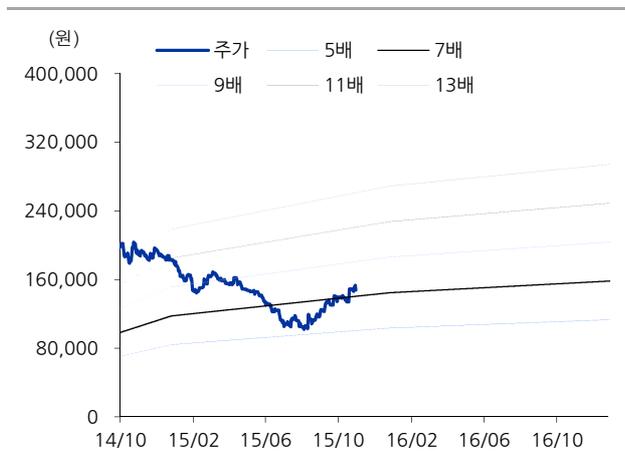
자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표42 만도 실적 추이 및 전망

(십억원)	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	2014(분할전)	2015F	2016F
매출액 계	1,326	1,269	1,319	1,248	1,425	5,029	5,262	5,771
한국	837	766	805	729	879	3,122	3,178	3,482
중국	374	351	313	314	383	1,287	1,361	1,429
미국	247	249	259	275	284	965	1,067	1,125
기타	117	112	115	134	130	437	491	598
내부거래	(249)	(210)	(171)	(203)	(251)	(836)	(836)	(862)
단순합계	1,575	1,479	1,491	1,451	1,676	5,811	6,097	6,634
YoY(%)								
매출액 계	3.9	1.6	6.8	12.2	7.4	1.1	4.6	9.7
한국	5.9	(0.5)	2.1	0.3	5.0	2.2	1.8	9.6
중국	4.8	10.9	2.2	7.9	2.5	(2.1)	5.7	5.0
미국	4.3	(2.4)	13.6	17.2	14.9	(3.7)	10.6	5.5
기타	27.6	9.2	(1.4)	31.9	11.3	15.4	12.2	21.7
영업이익 계	56.4	60.5	65.6	63.2	75.5	276.1	264.8	306.5
한국	9	15	20	16	21	89	73	110
중국	51	45	41	38	48	177	171	164
미국	4	5	5	5	6	19	22	24
기타	1	2	2	3	3	3	10	17
OPM (%)	4.3	4.8	5.0	5.1	5.3	5.5	5.0	5.3
YoY(%)								
영업이익 계	(13)	(22)	(20)	4	34	(4)	(4)	16
한국	(46)	(58)	(41)	77	126	(24)	(18)	52
중국	17	18	(4)	(18)	(7)	7	(4)	(4)
미국	(23)	(11)	2	28	44	(4)	14	9
기타	흑전	흑전	249	14	94	(164)	222	73
지배주주 순이익	32.8	27.2	39.0	45.6	64.2	164	158	194
순이익률(%)	2.5	2.1	3.0	3.7	4.5	3.3	3.0	3.4

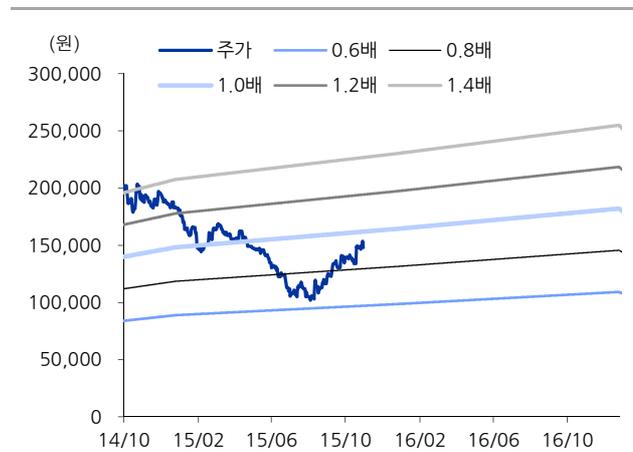
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림116 만도 P/E 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림117 만도 P/B 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

만도 (204320)

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	0	1,765	1,860	1,990	2,087
현금 및 현금성자산	0	160	157	107	3
매출채권 및 기타채권	0	1,018	1,171	1,303	1,474
재고자산	0	325	361	401	425
기타유동자산	0	262	171	178	185
비유동자산	0	2,082	2,252	2,590	2,929
관계기업투자등	0	56	74	77	80
유형자산	0	1,710	1,823	2,108	2,397
무형자산	0	128	167	209	248
자산총계	0	3,846	4,112	4,580	5,016
유동부채	0	1,892	1,785	1,920	2,001
매입채무 및 기타채무	0	1,075	1,171	1,303	1,381
단기금융부채	0	714	551	551	551
기타유동부채	0	104	64	66	69
비유동부채	0	856	893	1,074	1,264
장기금융부채	0	603	636	808	989
기타비유동부채	0	252	257	266	275
부채총계	0	2,748	2,678	2,994	3,265
지배주주지분	0	1,058	1,392	1,544	1,710
자본금	0	47	47	47	47
자본잉여금	0	962	962	962	962
이익잉여금	0	40	177	329	494
비지배주주지분(연결)	0	40	42	42	42
자본총계	0	1,098	1,434	1,586	1,751

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	0	167	244	325	292
당기순이익(손실)	0	60	191	194	212
비현금수익비용가감	0	119	236	174	198
유형자산감가상각비	0	64	167	153	175
무형자산상각비	0	7	18	11	14
기타현금수익비용	0	14	52	9	9
영업활동 자산부채변동	0	22	-140	-43	-119
매출채권 감소(증가)	0	-93	-148	-132	-170
재고자산 감소(증가)	0	20	-36	-41	-24
매입채무 증가(감소)	0	89	110	132	78
기타자산, 부채변동	0	5	-66	-2	-2
투자활동 현금	0	-189	-289	-505	-531
유형자산처분(취득)	0	-127	-273	-438	-465
무형자산 감소(증가)	0	-22	-58	-53	-53
투자자산 감소(증가)	0	-10	-3	-5	-5
기타투자활동	0	-30	44	-8	-8
재무활동 현금	0	2	40	130	134
차입금의 증가(감소)	0	8	-138	172	181
자본의 증가(감소)	0	0	-21	-42	-47
배당금의 지급	0	0	21	42	47
기타재무활동	0	-6	199	0	0
현금의 증가	0	-13	-4	-49	-105
기초현금	0	173	160	157	107
기말현금	0	160	157	107	3

자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결 기준.

손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	0	1,721	5,263	5,771	6,117
매출원가	0	1,487	4,521	4,934	5,230
매출총이익	0	234	742	837	888
판매비 및 관리비	0	155	478	531	563
영업이익	0	79	264	307	325
(EBITDA)	0	151	448	471	514
금융손익	0	-9	-19	-41	-47
이자비용	0	15	23	51	58
관계기업등 투자손익	0	-6	-4	0	1
기타영업외손익	0	-4	-27	-16	-9
세전계속사업이익	0	60	214	250	270
계속사업법인세비용	0	12	56	56	57
계속사업이익	0	48	158	194	212
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	48	158	194	212
지배주주	0	48	158	194	212
총포괄이익	0	56	158	194	212
매출총이익률 (%)	n/a	14	14	15	15
영업이익률 (%)	n/a	5	5	5	5
EBITDA 마진률 (%)	n/a	9	9	8	8
당기순이익률 (%)	n/a	2.8	3.0	3.4	3.5
ROA (%)	n/a	n/a	4.0	4.5	4.4
ROE (%)	n/a	n/a	12.9	13.2	13.0
ROIC (%)	n/a	n/a	8.9	9.4	8.7

주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
투자지표 (x)					
P/E	n/a	36.3	9.1	7.4	6.8
P/B	n/a	1.6	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	n/a	18.1	2.2	2.6	2.9
P/CF	n/a	9.6	3.4	3.9	3.5
배당수익률 (%)	0.0	0.0	2.9	3.3	3.6
성장성 (%)					
매출액	n/a	n/a	205.7	9.7	6.0
영업이익	n/a	n/a	233.0	16.2	6.0
세전이익	n/a	n/a	256.1	16.7	7.9
당기순이익	n/a	n/a	230.9	22.5	9.3
EPS	n/a	n/a	232.2	23.0	9.3
안정성 (%)					
부채비율	n/a	250.3	186.7	188.8	186.4
유동비율	n/a	93.2	104.2	103.7	104.3
순차입금/자기자본(x)	n/a	92.1	68.2	75.6	84.6
영업이익/금융비용(x)	n/a	5.4	11.4	6.1	5.6
총차입금 (십억원)	0	1,317	1,187	1,359	1,540
순차입금 (십억원)	0	1,011	979	1,198	1,482
주당지표 (원)					
EPS	n/a	5,061	16,816	20,679	22,602
BPS	n/a	112,636	148,263	164,442	182,044
CFPS	n/a	19,070	45,459	39,210	43,690
DPS	n/a	n/a	4,500	5,000	5,500

한온시스템 (018880)

2015. 11. 9

자동차/타이어

친환경차 시대 최적의 솔루션

Analyst 유지웅

02. 3779-8886

jwyyoo@ebestsec.co.kr

투자 의견 매수, 목표주가 60,000 원으로 커버리지 개시

한온시스템에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 60,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2016년 EPS 2,870원에 자동차용 이차전지 업체인 LG화학과 삼성 SDI의 평균 P/E인 21x를 적용하여 산출했다. 동사는 전기차의 thermal management system/battery management 분야에서 system 기반의 납품이 가능한 업체로, 글로벌 OEM향으로 구조적 매출증가가 가능할 것으로 보인다. 따라서 conventional한 자동차부품주의 밸류에이션에서 벗어나 멀티플 확대가 가능할 것으로 보이며, 동사를 자동차 부품업체중 현대모비스에 이어 차선호주로 제시한다.

Buy (initiate)

목표주가 **60,000 원**

현재주가 **45,900 원**

컨센서스 대비

상회	부합	하회
○		

Stock Data

KOSPI(11/6)	2,041.07pt
시가총액	49,003 억원
발행주식수	106,760 천주
52 주 최고가 / 최저가	50,700 / 33,000 원
90 일 일평균거래대금	72.84 억원
외국인 지분율	20.3%
배당수익률(15.12E)	2.6%
BPS(15.12E)	16,423 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 8.6%
	6 개월 17.9%
	12 개월 -4.7%
주주구성	한안코오토홀딩스 50.5%
	한국타이어(주) 19.5%

친환경차 시장 확대에 따른 최대 수혜주

글로벌 자동차 시장이 순수 내연기관 기반에서 Electrification(전장화) 진행이 빨라지며 그에 따른 열 관리 시스템 부품의 매출이 지속적으로 증가할 전망이다. 기존 내연기관 기반에서는 한편 동사가 보유하고 있는 터보차저와 EGR등의 시스템 매출이 지속적으로 확대될 것으로 예상되고, 모터와 배터리 사용의 확대에 따른 차량 내부의 열(thermal) 냉각장치에 대한 수요 역시 급증할 전망이다. 특히 동사가 독자개발해낸 히트펌프인 HV-icool은 EV시장의 개화로 인해 향후 강력한 성장동력으로 작용할 것으로 예상된다. 한편 현재 전체의 매출비중의 약 71%를 차지하는 HMG와 Ford 외에도 중장기적으로 VW, GM, FCA 등으로의 고객다변화를 일으킬 것으로 전망되고 있다.

Stock Price



새로운 경영진, 새로운 비전과 강력한 주주친화정책 제시

한온시스템의 새 이사진과 경영진은 향후 연평균 7%의 매출성장과, 2020년까지의 200~300bp의 마진 개선 가이드를 제시했다. 특히 현재 마진이 저조한 유럽법인의 경우 현재 진행되고 있는 조직의 재정비를 통해 빠른 시간 내에 개선될 것으로 전망했다. 한편 2016년부터는 분기배당을 지급할 것으로 제안했고, 유동성 개선을 위해 주식분할을 결정했다.

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2013	5,189	364	397	312	2,776	28.0	525	14.0	7.8	2.8	20.5
2014	5,455	370	371	290	2,579	-7.1	536	18.8	9.7	3.2	17.7
2015E	5,534	311	330	247	2,251	-12.7	487	20.4	9.9	2.8	14.3
2016E	5,719	331	391	306	2,870	27.5	526	16.0	9.3	2.5	16.6
2017E	6,008	424	492	385	3,610	25.8	635	12.7	7.5	2.3	18.8

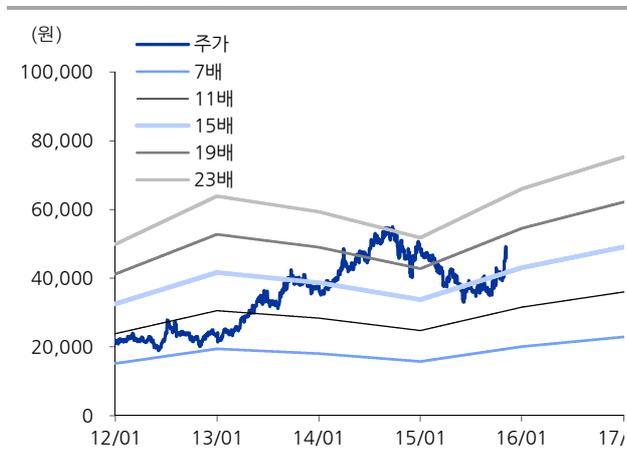
자료: 한온시스템, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표43 한온시스템 실적추이 및 전망

(십억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	2013	2014	2015F	2016F
매출액	1,373	1,391	1,270	1,421	1,375	1,393	1,329	1,437	5,189	5,455	5,534	5,719
한국	606	603	539	595	571	574	555	619	2,349	2,343	2,319	2,406
중국	281	260	249	314	272	275	261	330	1,051	1,104	1,139	1,221
북미	221	197	215	217	241	243	228	224	887	851	936	1,003
유럽	581	607	524	568	590	605	550	596	1,986	2,280	2,341	2,471
기타	160	160	160	143	148	142	168	147	645	623	605	627
영업이익	93	108	74	92	80	85	74	87	364	367	326	373
한국	13	30	8	3	4	9	6	6	92	54	24	42
중국	33	27	29	39	28	30	26	36	112	129	121	134
북미	11	3	12	13	9	7	7	7	26	39	30	32
유럽	1	19	(2)	1	7	6	5	10	5	18	28	40
기타	12	6	8	6	4	6	7	4	40	31	21	24
영업이익률(%)	6.7	7.8	5.9	6.5	5.8	6.1	5.5	6.1	7.0	6.7	5.9	6.5
한국	2.2	4.9	1.5	0.5	0.7	1.5	1.0	1.0	3.9	2.3	1.0	1.7
중국	11.9	10.4	11.7	12.6	10.4	11.0	10.0	11.0	10.7	11.7	10.6	11.0
북미	4.8	1.4	5.6	6.1	3.9	3.0	3.0	3.0	2.9	4.6	3.2	3.1
유럽	0.2	3.1	(0.5)	0.1	1.2	1.0	1.0	1.6	0.2	0.8	1.2	1.6
기타	7.3	3.8	4.7	4.0	2.7	4.0	4.0	3.0	6.2	5.0	3.4	3.9
지배순이익	72	87	55	61	57	62	61	60	296	275	240	306
순이익률(%)	5.2	6.3	4.3	4.3	4.1	4.4	4.6	4.2	5.7	5.0	4.3	5.4
YoY(%)												
매출액	10.9	2.7	2.2	4.9	0.2	0.1	4.6	1.1	42.1	5.1	1.5	3.3
한국	2.8	1.0	(2.1)	(2.9)	(5.7)	(4.8)	3.0	4.0	8.1	(0.3)	(1.0)	3.8
중국	22.6	2.6	(10.3)	8.4	(3.1)	5.7	5.0	5.0	39.0	5.1	3.1	7.2
북미	19.4	(24.5)	(8.4)	5.6	9.0	23.2	6.0	3.0	58.5	(4.1)	10.0	7.2
유럽	56.9	4.9	0.7	9.9	1.5	(0.2)	5.0	5.0	303.7	14.8	2.7	5.5
기타	(5.3)	(2.6)	2.8	(8.8)	(7.7)	(10.9)	5.0	3.0	18.8	(3.5)	(2.8)	3.5
영업이익	18.5	6.8	0.4	(16.3)	(13.4)	(21.5)	(1.1)	(5.3)	17.4	1.0	(11.3)	14.3
한국	흑전	(49.7)	(31.5)	(88.3)	(71.0)	(71.0)	(29.4)	117.0	0.7	(41.7)	(54.9)	73.7
중국	49.8	11.8	3.3	5.4	(15.2)	11.9	(10.0)	(8.0)	39.0	15.1	(6.1)	11.0
북미	흑전	(86.1)	21.4	120.0	(11.7)	170.9	(43.7)	(49.6)	64.5	49.8	(22.1)	4.6
유럽	흑전	38.8	흑전	(91.3)	477.6	(67.3)	(332.4)	1194.9	(84.9)	276.3	56.4	41.4
기타	3.2	(42.9)	7.3	(46.8)	(66.2)	(6.7)	(11.5)	(22.0)	32.2	(21.8)	(33.1)	16.5

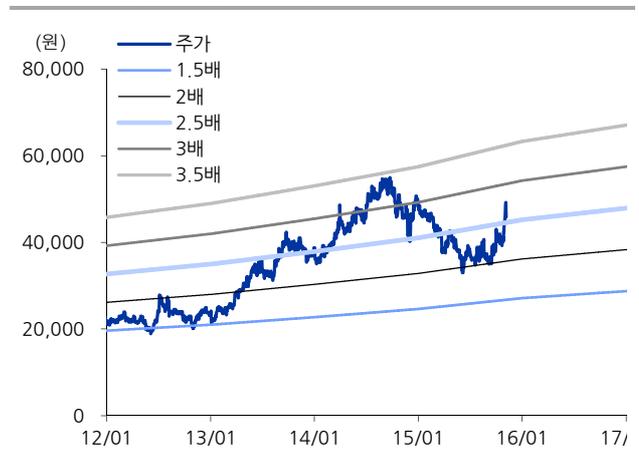
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림118 한온시스템 P/E 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림119 한온시스템 P/B 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

한온시스템 (018880)

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	1,705	1,856	1,999	2,076	2,225
현금 및 현금성자산	347	381	469	435	567
매출채권 및 기타채권	900	963	996	1,083	1,072
재고자산	347	372	400	417	440
기타유동자산	110	140	134	140	146
비유동자산	1,249	1,384	1,457	1,619	1,780
관계기업투자등	78	80	85	88	92
유형자산	970	1,053	1,079	1,171	1,261
무형자산	156	172	220	285	348
자산총계	2,954	3,240	3,456	3,695	4,005
유동부채	1,034	1,124	1,405	1,455	1,518
매입채무 및 기타채무	810	815	873	910	959
단기금융부채	76	140	333	338	344
기타유동부채	149	168	199	207	215
비유동부채	379	446	238	249	260
장기금융부채	237	277	67	72	77
기타비유동부채	141	169	171	177	183
부채총계	1,413	1,570	1,643	1,704	1,777
지배주주지분	1,494	1,619	1,753	1,932	2,168
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-23	-23	-23	-23	-23
이익잉여금	1,542	1,697	1,832	2,010	2,246
비지배주주지분(연결)	47	51	60	60	60
자본총계	1,541	1,670	1,813	1,991	2,227

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	418	347	486	426	621
당기순이익(손실)	312	290	247	306	385
비현금수익비용가감	268	309	246	184	195
유형자산감가상각비	160	163	173	191	206
무형자산상각비	2	2	4	3	4
기타현금수익비용	-7	2	70	-10	-15
영업활동 자산부채변동	-35	-179	33	-65	41
매출채권 감소(증가)	105	-115	-58	-88	11
재고자산 감소(증가)	-42	-37	-36	-17	-22
매입채무 증가(감소)	-79	43	85	37	49
기타자산, 부채변동	-19	-71	42	3	3
투자활동 현금	-554	-282	-288	-341	-350
유형자산처분(취득)	-188	-244	-242	-282	-297
무형자산 감소(증가)	-2	-5	-52	-68	-68
투자자산 감소(증가)	2	1	6	13	17
기타투자활동	-365	-34	1	-3	-3
재무활동 현금	101	-44	-113	-119	-139
차입금의 증가(감소)	213	75	-7	9	11
자본의 증가(감소)	-77	-119	-106	-128	-149
배당금의 지급	77	119	106	128	149
기타재무활동	-35	0	0	0	0
현금의 증가	-54	34	88	-34	132
기초현금	401	347	381	469	435
기말현금	347	381	469	435	567

자료: 한온시스템, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결 기준.

손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	5,189	5,455	5,534	5,719	6,008
매출원가	4,326	4,546	4,692	4,816	4,983
매출총이익	863	909	842	903	1,025
판매비 및 관리비	500	538	531	572	601
영업이익	364	370	311	331	424
(EBITDA)	525	536	487	526	635
금융손익	0	-24	-6	32	34
이자비용	12	13	13	13	13
관계기업등 투자손익	8	13	13	16	21
기타영업외손익	25	12	11	12	12
세전계속사업이익	397	371	330	391	492
계속사업법인세비용	85	80	83	85	107
계속사업이익	312	290	247	306	385
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	312	290	247	306	385
지배주주	296	275	240	306	385
총포괄이익	266	260	247	306	385
매출총이익률 (%)	16.6	16.7	15.2	15.8	17.1
영업이익률 (%)	7.0	6.8	5.6	5.8	7.1
EBITDA 마진률 (%)	10.1	9.8	8.8	9.2	10.6
당기순이익률 (%)	6.0	5.3	4.5	5.4	6.4
ROA (%)	11.4	8.9	7.2	8.6	10.0
ROE (%)	20.5	17.7	14.3	16.6	18.8
ROIC (%)	23.0	19.1	14.3	14.7	17.2

주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
투자지표 (x)					
P/E	14.0	18.8	20.4	16.0	12.7
P/B	2.8	3.2	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA	7.8	9.7	9.9	9.3	7.5
P/CF	7.1	8.6	9.9	10.0	8.4
배당수익률 (%)	2.5	2.0	2.6	3.1	3.3
성장성 (%)					
매출액	42.1	5.1	1.5	3.3	5.1
영업이익	17.4	1.9	-16.0	6.4	28.1
세전이익	15.8	-6.5	-11.1	18.6	25.8
당기순이익	27.3	-6.9	-14.9	23.9	25.8
EPS	28.0	-7.1	-12.7	27.5	25.8
안정성 (%)					
부채비율	91.7	94.0	90.6	85.6	79.8
유동비율	164.8	165.2	142.3	142.7	146.6
순차입금/자기자본(x)	-2.9	1.8	-4.1	-1.6	-6.9
영업이익/금융비용(x)	29.9	27.5	23.8	25.3	31.6
총차입금 (십억원)	313	418	401	410	421
순차입금 (십억원)	-45	29	-74	-31	-153
주당지표 (원)					
EPS	2,776	2,579	2,251	2,870	3,610
BPS	13,995	15,160	16,423	18,093	20,303
CFPS	5,435	5,612	4,624	4,593	5,439
DPS	970	970	1,200	1,400	1,500

S&T모티브 (064960)

2015. 11. 9 **자동차/타이어**

업종내 주도주로 떠오르다

Analyst **유지웅**
02. 3779-8886
jwyo@ebestsec.co.kr

투자 의견 매수 및 목표주가 100,000 원으로 커버리지 개시

S&T모티브에 대해 투자 의견 매수 및 목표주가 100,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2016년 EPS 6,787원에 Target P/E 15x를 적용했다. 동사는 자회사였던 S&T모터스 매각 이후 꾸준히 높은 실적 가시성을 입증해 왔다. Target P/E는 이러한 점에 추가로 향후 친환경차 부품에서의 높은 성장성을 반영하여 최근 2년간 받아온 평균 P/E를 30% 할증하여 적용했다.

Buy (initiate)

목표주가 **100,000 원**
현재주가 **72,000 원**

이제부터 봐야 할 것 - 고마진 모터사업부문 매출 급성장

S&T모티브의 모터사업부문은 2015년 전체 매출액의 약 23%를 차지할 것으로 예상되며, 2017년 들어서는 약 28%에 달할 것으로 전망된다. 최근 완성차 산업에서 나타나고 있는 패러다임의 변화는 자동차용 구동모터 및 시동/발전 모터에 대한 수요를 촉발시키고 있는데, S&T모티브는 그에 대한 최적의 답안이 될 수 있다는 판단이다.

컨센서스 대비

상회	부합	하회
○		

첫째로 DCT용 모터에서는 현대기아차가 대부분의 라인업에 대해 DCT 탑재가 결정되며 수요가 급증할 전망이다. 뿐만 아니라 Getrag이나 LUK 등 독일의 시스템업체로도 신규매출이 늘어나고 있다. 둘째로, 하이브리드용 시동/발전 모터에서 성장성 역시 매우 높다. 현대기아차에 공급되고 있는 시동/발전 모터는 S&T모티브가 대부분 공급하고 있어 향후 구조적 매출 상승이 가능하다. 셋째로, 현재 소울 EV로 공급하고 있는 구동모터는 내년 EV로 출시되는 현대차의 AE모델에도 공급될 가능성이 높아 멀티플 상승으로 이어질 수 있다.

Stock Data

KOSPI(11/6)		2,041.07pt
시가총액		10,370 억원
발행주식수		14,403 천주
52 주 최고가 / 최저가	74,300 / 40,000 원	
90 일 일평균거래대금		34.89 억원
외국인 지분율		19.6%
배당수익률(15.12E)		1.3%
BPS(15.12E)		45,159 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	2.9%
	6 개월	20.1%
	12 개월	74.6%
주주구성	S&T 홀딩스의 3인	38.9%
	국민연금공단	8.9%

2015년까지는 방산부문이 실적 개선 견인, 2016년부터 자동차 부품이 견인

동사의 이익성장은 2015년까지는 방산부문의 실적개선이 크게 기여한 한편, 자동차 부품의 실적은 2016년부터 크게 증가하는 구조다. 2015년까지는 예비군용 K2소총 교체작업과 수출물량 증가 등 이익개선을 견인했고, 2016년부터는 모터부문과 신규 수주한 계기판 및 오일펌프 매출 가세로 이익 성장의 원천이 자동차 부품쪽으로 이동할 전망이다.

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2013	875	55	47	30	2,340	26.3	55	11.7	6.1	0.8	6.9
2014	1,099	69	74	64	4,262	82.1	69	9.9	7.8	1.1	11.2
2015E	1,216	126	140	104	6,233	46.2	139	11.6	6.6	1.6	14.5
2016E	1,440	145	143	109	6,787	8.9	145	10.6	6.3	1.4	13.8
2017E	1,542	155	154	117	7,294	7.5	155	9.9	5.6	1.2	13.0

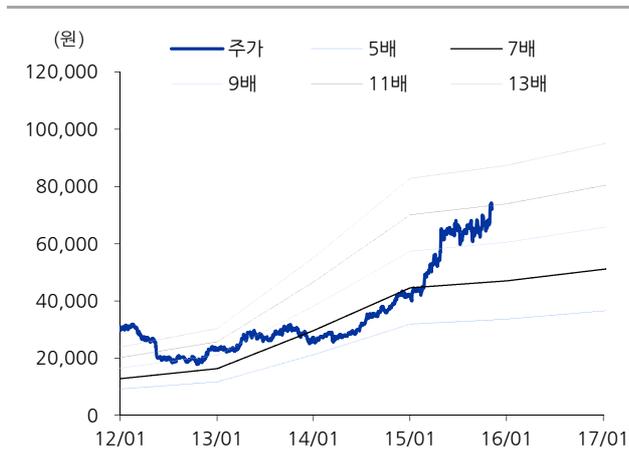
자료: S&T 모티브, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표44 S&T 모티브 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	2014	2015F	2016F
매출액 계	248	289	272	291	281	313	284	337	1,099	1,216	1,440
자동차부품	197	204	190	200	201	226	219	238	792	885	1,060
현가장치	66	65	55	61	63	60	57	62	247	241	248
전자전장품	27	30	26	27	25	30	27	29	110	111	122
모터	60	62	58	66	64	78	67	70	246	279	361
에어백	25	27	27	25	23	25	29	27	105	104	111
엔진부품	19	20	25	21	26	34	40	50	85	150	218
비자동차부품	69	102	100	112	104	113	107	120	383	444	472
열교환기	53	72	67	51	64	65	70	56	243	256	261
이륜차	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
반도체장비	5	6	5	6	6	7	5	6	23	24	25
기타(방산 등)	11	23	28	54	33	41	32	57	117	163	186
내부매출	18	17	19	21	23	20	20	21	75	85	92
영업이익	15	15	18	20	26	35	29	36	69	126	145
영업이익률(%)	6.1	5.2	6.7	7.0	9.3	11.0	10.3	10.8	6.3	10.4	10.1
지배주주 순이익	21.7	9.7	14.6	15.4	15.9	26.5	23.3	24.2	61	90	98
순이익률(%)	8.8	3.3	5.4	5.3	5.6	8.5	8.2	7.2	5.6	7.4	6.8
YoY(%)											
매출액	16	17	29	43	13	9	4	16	26	11	18
영업이익	18	(2)	67	26	72	129	59	79	24	83	15
지배주주 순이익	29	79	260	108	(27)	175	59	58	82	64	4

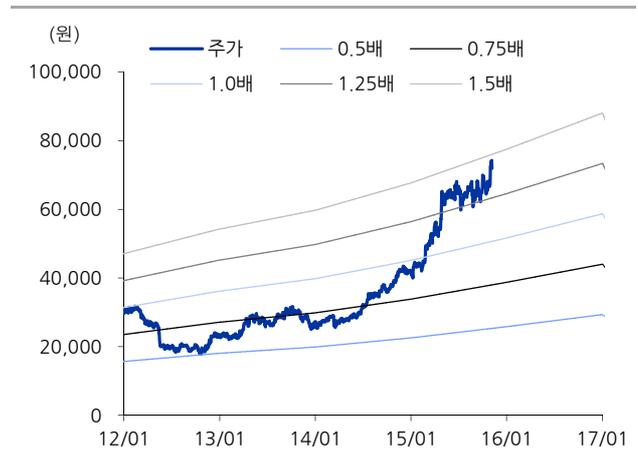
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림120 S&T 모티브 P/E 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림121 S&T 모티브 P/B 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

S&T 모티브 (064960)

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	639	588	722	826	915
현금 및 현금성자산	119	93	126	135	168
매출채권 및 기타채권	313	303	378	440	477
재고자산	171	161	191	222	241
기타유동자산	37	30	28	29	30
비유동자산	567	527	536	582	631
관계기업투자등	2	6	6	6	7
유형자산	545	499	507	551	599
무형자산	11	12	13	14	15
자산총계	1,206	1,115	1,259	1,409	1,547
유동부채	436	347	395	445	476
매입채무 및 기타채무	290	256	274	319	345
단기금융부채	72	30	4	4	4
기타유동부채	74	61	118	122	127
비유동부채	110	108	101	105	109
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	110	108	101	105	109
부채총계	546	455	496	550	586
지배주주지분	524	577	660	756	858
자본금	73	73	73	73	73
자본잉여금	36	45	40	40	40
이익잉여금	388	436	524	619	722
비지배주주지분(연결)	137	83	102	102	102
자본총계	660	660	763	858	961

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	41	44	75	68	97
당기순이익(손실)	30	64	104	109	117
비현금수익비용가감	16	2	34	4	4
유형자산감가상각비	0	0	12	0	0
무형자산상각비	0	0	1	0	0
기타현금수익비용	0	0	21	4	4
영업활동 자산부채변동	0	0	-50	-45	-25
매출채권 감소(증가)	0	0	-71	-62	-36
재고자산 감소(증가)	0	0	-29	-32	-18
매입채무 증가(감소)	0	0	16	45	26
기타자산, 부채변동	0	0	34	4	4
투자활동 현금	1	-14	-15	-46	-49
유형자산처분(취득)	-14	-32	-17	-44	-47
무형자산 감소(증가)	-3	-2	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	9	0	4	0	0
기타투자활동	9	21	0	0	0
재무활동 현금	17	-56	-27	-13	-15
차입금의 증가(감소)	14	-37	-26	0	0
자본의 증가(감소)	3	-10	-13	-13	-15
배당금의 지급	7	10	13	13	15
기타재무활동	0	-10	11	0	0
현금의 증가	59	-25	33	9	33
기초현금	60	119	93	126	135
기말현금	119	93	126	135	168

자료: S&T 모티브, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결 기준.

손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	875	1,099	1,216	1,440	1,542
매출원가	763	951	992	1,183	1,264
매출총이익	112	148	224	257	277
판매비 및 관리비	57	79	98	112	122
영업이익	55	69	126	145	155
(EBITDA)	55	69	139	145	155
금융손익	-3	8	14	1	2
이자비용	1	2	1	0	0
관계기업등 투자손익	6	3	0	0	0
기타영업외손익	-11	-6	0	-3	-3
세전계속사업이익	47	74	140	143	154
계속사업법인세비용	11	18	36	34	37
계속사업이익	37	56	104	109	117
중단사업이익	-7	7	0	0	0
당기순이익	30	64	104	109	117
지배주주	34	61	90	98	105
총포괄이익	30	64	104	109	117
매출총이익률 (%)	12.8	13.5	18.4	17.9	18.0
영업이익률 (%)	6.3	6.3	10.4	10.1	10.1
EBITDA 마진률 (%)	6.3	6.3	11.4	10.1	10.1
당기순이익률 (%)	3.4	5.8	8.6	7.6	7.6
ROA (%)	3.2	5.3	7.6	7.3	7.1
ROE (%)	6.9	11.2	14.5	13.8	13.0
ROIC (%)	7.9	8.8	15.4	16.3	15.7

주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
투자지표 (x)					
P/E	11.7	9.9	11.6	10.6	9.9
P/B	0.8	1.1	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.1	7.8	6.6	6.3	5.6
P/CF	8.6	9.3	7.5	9.3	8.7
배당수익률 (%)	2.2	1.9	1.3	1.4	1.5
성장성 (%)					
매출액	-3.3	25.6	10.6	18.4	7.1
영업이익	61.2	24.5	83.0	14.6	7.4
세전이익	109.5	55.8	89.5	2.2	7.5
당기순이익	90.3	112.4	64.2	4.4	7.5
EPS	26.3	82.1	46.2	8.9	7.5
안정성 (%)					
부채비율	82.7	68.9	65.0	64.1	61.0
유동비율	146.6	169.5	182.9	185.7	192.2
순차입금/자기자본(x)	-8.5	-9.7	-16.1	-15.3	-17.1
영업이익/금융비용(x)	43.3	44.6	232.5	690.4	741.2
총차입금 (십억원)	72	30	4	4	4
순차입금 (십억원)	-56	-64	-123	-131	-164
주당지표 (원)					
EPS	2,340	4,262	6,233	6,787	7,294
BPS	35,809	39,460	45,159	51,704	58,705
CFPS	3,182	4,536	9,582	7,737	8,305
DPS	600	800	900	1,000	1,100

한국타이어 (161390)

2015. 11. 9

자동차/타이어

Analyst 유지웅

02. 3779-8886

jwyyoo@ebestsec.co.kr

실적 회복구간의 시작

투자 의견 BUY 및 목표주가 65,000 원으로 커버리지 개시

한국타이어에 대해 투자 의견 BUY 및 목표주가 65,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2016년 EPS 5,901원에 Target P/E 11x를 적용했다. 타이어 업황은 아직 완연하게 돌아서지 않았지만 북미 및 유럽시장에서는 반등의 시그널이 나타나고 있다. 유가하락세가 장기화 되고 있어 타이어 업체들로서는 아직 판가인상의 시작도 예단하기는 어려우나, 지역별로 물량확대에 따른 이익 개선이 가능해 질 수 있는 시점이다. 동사는 국내 3사중 상대적으로 높은 브랜드 인지도를 기반으로 프리미엄 급 타이어 판매 확대가 가능해 타이어 업종내 최선호주로 제시한다.

Buy (initiate)

목표주가 **65,000 원**

현재주가 **49,450 원**

컨센서스 대비

상회	부합	하회
○		

바닥이 지났음을 보여준 3Q15 실적

한국타이어는 지난 3분기 실적에서 시장 기대치를 상회하며 서프라이즈를 기록했다. 매출액 1.7조원(YoY+0.6%)에 영업이익 2,417억원(YoY -12.4%)의 실적은 전년동기에 비해서는 둔화된 실적이나 연초이후의 실적부진을 만회하기에는 부족하지 않았다. 우려가 가장 컸던 중국 시장에서의 매출확대가 있었고, 특히 북미시장에서는 F-150(북미 최대 판매모델) 향 OE타이어 공급이 원활해 지며 상반기 대비 외형 확대가 가능했다. 북미지역은 국산 타이어 판매가 급감하고 있는 한편 신차 수요가 가파르게 개선되고 있어 4Q15에도 매출호조세가 지속될 것으로 전망된다.

사업 다각화의 시너지 - 한온시스템의 지분법 이익 증가 수혜

연초 인수를 마무리한 한온시스템에 대해서는 올해 3Q15부터 지분법 이익(지분율 19.5%)이 발생하기 시작했다. 한온시스템은 친환경차 시장이 확대됨에 따라 열관리 시스템 분야에서 글로벌 OEM향으로 매출이 다변화되고 있어 중장기 성장성이 확대되고 있다. 특히 한온시스템의 새로운 경영진은 향후 5년간 마진 200~300bp의 개선을 제시한 바 있어 지분법 이익은 갈수록 확대될 것으로 기대된다.

Stock Data

KOSPI(11/6)		2,041.07pt
시가총액		61,256 억원
발행주식수		123,875 천주
52 주 최고가 / 최저가	55,300 / 35,650 원	
90 일 일평균거래대금		139.억원
외국인 지분율		42.5%
배당수익률(15.12E)		1.2%
BPS(15.12E)		41,180 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	23.9%
	6 개월	20.8%
	12 개월	-13.1%
주주구성	한국타이어월드와이드	42.5%
	국민연금공단	6.0%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2013	7,069	1,031	990	735	5,957	218.7	1,444	10.2	6.2	1.9	20.7
2014	6,681	1,032	936	699	5,654	-5.1	1,461	9.3	5.3	1.4	16.6
2015E	6,515	845	824	640	5,165	-8.7	1,320	9.6	6.5	1.2	13.3
2016E	6,952	918	978	731	5,901	14.3	1,462	8.4	5.8	1.1	13.5
2017E	7,230	1,036	1,105	826	6,667	13.0	1,616	7.4	5.1	0.9	13.5

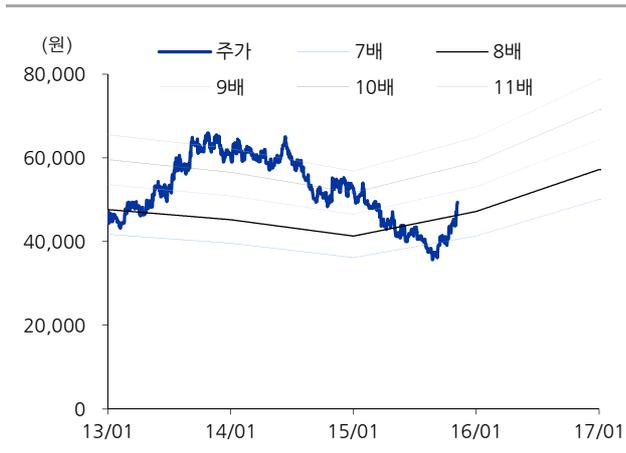
자료: 한국타이어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표45 한국타이어 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15P	4Q15F	2013	2014	2015F	2016F
매출액	1,675	1,661	1,715	1,628	1,487	1,620	1,725	1,683	7,069	6,679	6,515	6,952
매출원가	1,100	1,066	1,102	1,013	965	1,037	1,106	1,111	4,711	4,281	4,220	4,616
매출원가율(%)	66	64	64	62	65	64	64	66	67	64	65	66
판매비	315	344	338	372	318	381	377	339	1,327	1,368	1,416	1,365
판매비율(%)	19	21	20	23	21	24	22	20	19	20	22	20
영업이익	260	251	276	244	203	201	242	233	1,031	1,032	879	971
영업이익률(%)	15.5	15.1	16.1	15.0	13.7	12.4	14.0	13.9	14.6	15.4	13.5	14.0
지배주주순이익	196	158	191	155	161	154	168	172	738	700	655	749
지배순이익률(%)	11.7	9.5	11.2	9.5	10.8	9.5	9.8	10.2	10.4	10.5	10.1	10.8
YoY(%)												
매출액	(0.3)	(11.2)	(4.8)	(5.2)	(11.3)	(2.5)	0.6	3.4		(5.5)	(2.5)	6.7
영업이익	(0.7)	(7.4)	13.6	(4.1)	(21.9)	(20.0)	(12.4)	(4.6)		0.1	(14.8)	10.4
지배주주순이익	3.2	(24.5)	(2.3)	8.6	(17.8)	(2.5)	(12.0)	10.8		(5.1)	(6.4)	14.2

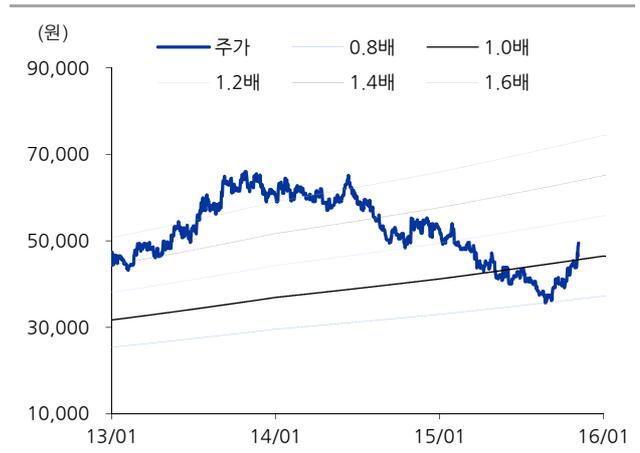
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림122 한국타이어 P/E 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림123 한국타이어 P/B 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

한국타이어 (161390)

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	3,952	3,880	3,607	3,929	4,464
현금 및 현금성자산	682	725	584	625	1,028
매출채권 및 기타채권	1,182	1,184	1,365	1,496	1,556
재고자산	1,472	1,446	1,490	1,634	1,699
기타유동자산	615	525	167	174	181
비유동자산	3,824	4,440	5,974	6,426	6,775
관계기업투자등	3	3	1,087	1,131	1,177
유형자산	3,498	4,020	4,410	4,813	5,110
무형자산	125	132	126	117	109
자산총계	7,777	8,320	9,580	10,355	11,240
유동부채	2,942	3,069	3,267	3,511	3,644
매입채무 및 기타채무	787	850	703	771	801
단기금융부채	1,756	1,844	2,068	2,224	2,305
기타유동부채	400	376	496	516	537
비유동부채	910	734	1,206	1,081	1,106
장기금융부채	823	579	1,024	891	908
기타비유동부채	87	155	183	190	198
부채총계	3,853	3,804	4,474	4,592	4,750
지배주주지분	3,918	4,511	5,101	5,758	6,485
자본금	62	62	62	62	62
자본잉여금	2,993	2,993	2,993	2,993	2,993
이익잉여금	909	1,542	2,133	2,789	3,516
비지배주주지분(연결)	7	5	5	5	5
자본총계	3,924	4,516	5,107	5,763	6,490

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	1,048	1,147	846	1,028	1,266
당기순이익(손실)	735	699	640	731	826
비현금수익비용가감	796	815	591	486	516
유형자산감가상각비	407	418	465	534	571
무형자산상각비	6	11	10	10	10
기타현금수익비용	9	45	116	-58	-64
영업활동 자산부채변동	-312	-62	-222	-189	-76
매출채권 감소(증가)	-195	-72	-168	-131	-60
재고자산 감소(증가)	-71	5	-38	-143	-65
매입채무 증가(감소)	37	54	-158	68	31
기타자산, 부채변동	-83	-49	141	18	19
투자활동 현금	-653	-905	-1,582	-936	-862
유형자산처분(취득)	-351	-926	-870	-937	-868
무형자산 감소(증가)	-12	-15	-2	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-291	37	339	17	21
기타투자활동	1	-2	-1,049	-14	-15
재무활동 현금	-205	-196	593	-51	-1
차입금의 증가(감소)	-155	-146	643	23	98
자본의 증가(감소)	-50	-50	-50	-74	-99
배당금의 지급	50	50	50	74	99
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	197	43	-141	41	403
기초현금	486	682	725	584	625
기말현금	682	725	584	625	1,028

자료: 한국타이어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결 기준.

손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	7,069	6,681	6,515	6,952	7,230
매출원가	4,711	4,281	4,220	4,616	4,814
매출총이익	2,358	2,400	2,294	2,336	2,415
판매비 및 관리비	1,327	1,368	1,449	1,418	1,380
영업이익	1,031	1,032	845	918	1,036
(EBITDA)	1,444	1,461	1,320	1,462	1,616
금융손익	-48	-103	-61	-16	-14
이자비용	62	50	54	58	58
관계기업등 투자손익	0	0	30	66	72
기타영업외손익	7	7	10	11	11
세전계속사업이익	990	936	824	978	1,105
계속사업법인세비용	255	236	184	247	279
계속사업이익	735	699	640	731	826
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	735	699	640	731	826
지배주주	738	700	640	731	826
총포괄이익	743	660	640	731	826
매출총이익률 (%)	33.4	35.9	35.2	33.6	33.4
영업이익률 (%)	14.6	15.4	13.0	13.2	14.3
EBITDA 마진률 (%)	20.4	21.9	20.3	21.0	22.4
당기순이익률 (%)	10.4	10.5	9.8	10.5	11.4
ROA (%)	9.9	8.7	7.1	7.3	7.6
ROE (%)	20.7	16.6	13.3	13.5	13.5
ROIC (%)	14.3	13.9	10.8	10.2	10.8

주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
투자지표 (x)					
P/E	10.2	9.3	9.6	8.4	7.4
P/B	1.9	1.4	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	6.2	5.3	6.5	5.8	5.1
P/CF	4.9	4.3	5.0	5.0	4.6
배당수익률 (%)	0.7	0.8	1.2	1.6	1.8
성장성 (%)					
매출액	205.1	-5.5	-2.5	6.7	4.0
영업이익	234.1	0.1	-18.1	8.6	12.9
세전이익	237.2	-5.5	-12.0	18.7	13.0
당기순이익	218.2	-4.9	-8.5	14.3	13.0
EPS	218.7	-5.1	-8.7	14.3	13.0
안정성 (%)					
부채비율	98.2	84.2	87.6	79.7	73.2
유동비율	134.3	126.4	110.4	111.9	122.5
순차입금/자기자본(x)	36.0	27.6	46.8	41.1	31.7
영업이익/금융비용(x)	16.6	20.7	15.7	15.8	17.9
총차입금 (십억원)	2,578	2,424	3,092	3,115	3,213
순차입금 (십억원)	1,413	1,245	2,391	2,369	2,059
주당지표 (원)					
EPS	5,957	5,654	5,165	5,901	6,667
BPS	31,625	36,416	41,180	46,481	52,348
CFPS	12,359	12,222	9,936	9,828	10,833
DPS	400	400	600	800	900

금호타이어 (073240)

2015. 11. 9 **자동차/타이어**

앞으로 좋아질 것들이 있다

Analyst **유지웅**
02. 3779-8886
jwyyoo@ebestsec.co.kr

투자의견 BUY 및 목표주가 8,800 원으로 커버리지 개시

금호타이어에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 8,800원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2016년 EPS 880원에 Target P/E 10x를 적용했다. 최근 노조 파업 장기화로 주가 변동성이 국내 3사중 가장 심화 되었으나 9월 마지막주부터 생산 정상화가 빠르게 이뤄지고 있다. 2016년부터는 미국공장 가동과 요코하마와의 합작타이어 양산 등 긍정적인 이벤트들이 대기하고 있어 저점매수 전략이 유효하다고 판단된다.

Buy (initiate)

목표주가 **8,800 원**
현재주가 **7,040 원**

최악이 지나간 지금 - 앞으로의 성장을 바라보자

금호타이어 노조는 임금피크제 도입 여부를 두고 지난 8월 17일부터 9월 18일까지 광주공장에서 전면파업을 실시했다. 같은 기간 중국에서 현대차그룹의 판매 급감이 겹쳐 3Q15는 큰 폭의 실적훼손이 불가피하다. 3Q15 실적은 매출액 5,056억원(YoY -40.2%), 영업이익 211억원(YoY -73.2%, OPM 4.2%)이 예상된다. 하지만 4Q15 들어서는 북미향 매출이 빠르게 회복되고, 중국에서는 기존 총 500만본에 이르는 대규모 OE수주분이 본격적으로 출고가 이뤄질 전망이다. 중국에서는 RE타이어 시장도 개선되는 모습을 보이고 있어 전반적으로 실적 개선이 가능하다는 판단이다.

2016년에도 판가의 구조적 상승세를 예단하기에는 어려울 것이다. 그러나 1Q16부터 기간 지연되어 왔던 조지아공장이 증설을 마치고 본격 생산에 들어가 현재 시황이 상대적으로 가장 양호한 북미시장에서의 매출이 확대될 것이다. 중국의 경우 동사는 특성상 OE매출이 높는데, 최근 중국에서 시행되고 있는 자동차세 인하 정책은 동사의 중국매출 상승으로 직결될 것으로 전망된다. 2016년 매출액과 영업이익은 각각 3.6조원(YoY +23.8%), 245억원(YoY +39.2%, OPM 6.9%)를 기록할 전망이다.

금호산업 재건 작업 가속화 - 그다음 단계는?

지난 11월 6일 박삼구 회장은 채권단에 금호산업 지분 인수조달 계획서를 제출했다. 인수자금 마련을 위해 박삼구 회장과 박세창 부사장은 금호타이어 지분 7.99%를 금호타이어와의 원자재 공급관계에 있는 대기업들에게 매각했다. 채권단의 계획서 승인 여부 통보일은 11월 20일이다. 금호타이어 역시 현재 지분 42%를 채권단이 보유하고 있는 상태여서 금호산업 인수가 계획대로 이뤄질 경우 곧 이어 금호타이어 매각이 진행될 것으로 예상된다.

컨센서스 대비

상회	부합	하회
○		

Stock Data

KOSPI(11/6)		2,041.07pt
시가총액		11,123 억원
발행주식수		157,993 천주
52 주 최고가 / 최저가	11,150 / 5,670 원	
90 일 일평균거래대금		53.07 억원
외국인 지분율		3.1%
배당수익률(15.12E)		0.0%
BPS(15.12E)		7,676 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-0.4%
	6 개월	-21.3%
	12 개월	-37.7%
주주구성	(주)우리은행	14.2%
	산업은행	13.5%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2013	3,699	346	148	101	698	-32.7	532	16.5	7.3	1.7	10.4
2014	3,438	358	173	132	862	23.4	545	11.2	6.4	1.3	11.6
2015E	2,876	176	49	26	136	-84.2	377	51.6	8.8	0.9	1.8
2016E	3,559	245	183	139	880	545.4	454	8.0	7.2	0.8	10.8
2017E	3,675	303	247	187	1,185	34.7	518	5.9	6.2	0.7	13.0

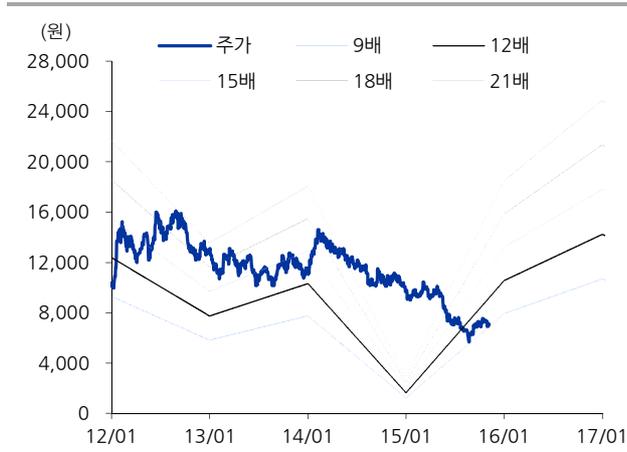
자료: 금호타이어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표46 금호타이어 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15F	4Q15F	2013	2014	2015F	2016F
매출액	859	896	846	837	754	785	506	832	3,699	3,438	2,876	3,559
매출원가	611	619	602	580	558	563	355	596	2,720	2,411	2,072	2,594
매출원가율(%)	71.1	69.1	71.1	69.3	73.9	71.8	70.1	71.7	73.5	70.1	72.0	72.9
판매비	163	164	165	176	153	166	130	171	633	668	620	720
판매비율(%)	18.9	18.3	19.6	21.0	20.2	21.2	25.7	20.6	17.1	19.4	21.5	20.2
영업이익	85	113	79	81	44	55	21	56	346	358	176	245
영업이익률(%)	9.9	12.6	9.3	9.7	5.8	7.0	4.2	6.7	9.4	10.4	6.1	6.9
세전이익	44	67	44	18	13	31	(4)	37	148	174	49	183
세전이익률(%)	5.2	7.5	5.2	2.2	1.8	3.9	(0.8)	4.4	4.0	5.0	1.7	5.1
지배주주순이익	32	50	33	15	5.3	13	12	20	95	130	50	139
지배주주순이익률(%)	3.7	5.6	3.9	1.8	0.7	1.6	2.4	2.4	2.6	3.8	1.7	3.9
YoY(%)												
매출액	(2.2)	(10.5)	(5.0)	(9.9)	(12.2)	(12.4)	(40.2)	(0.7)	(9.1)	(7.0)	(16.3)	23.7
영업이익	18.8	9.0	6.8	(15.8)	(48.5)	(51.2)	(73.2)	(31.6)	(7.8)	3.6	(50.9)	39.2
지배주주순이익	36.5	2.0	89.1	163.3	(83.2)	(74.6)	(62.4)	32.3	(22.8)	35.7	(61.3)	177.4

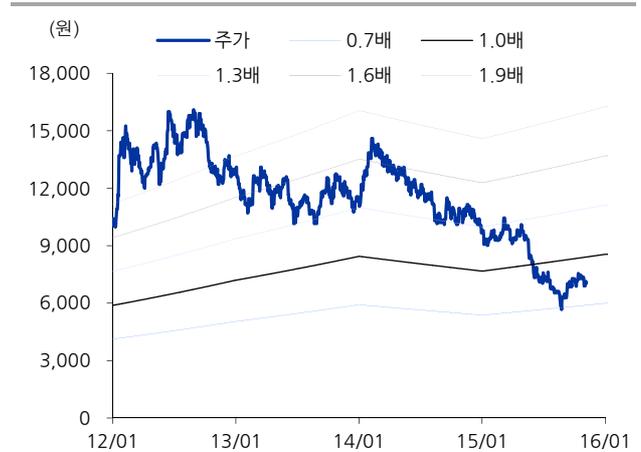
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림124 금호타이어 P/E 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림125 금호타이어 P/B 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

금호타이어 (073240)

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	1,731	1,702	1,856	2,088	1,982
현금 및 현금성자산	164	197	304	423	253
매출채권 및 기타채권	673	627	674	734	761
재고자산	603	577	592	633	657
기타유동자산	291	300	286	298	310
비유동자산	3,003	3,103	3,270	3,378	3,489
관계기업투자등	135	108	116	121	126
유형자산	2,395	2,510	2,671	2,760	2,852
무형자산	47	42	36	31	27
자산총계	4,734	4,805	5,127	5,466	5,471
유동부채	3,338	1,720	2,245	2,424	2,221
매입채무 및 기타채무	570	606	633	698	724
단기금융부채	2,569	897	1,459	1,567	1,331
기타유동부채	199	217	153	160	166
비유동부채	258	1,759	1,548	1,569	1,591
장기금융부채	27	1,526	1,262	1,271	1,281
기타비유동부채	231	233	286	298	310
부채총계	3,596	3,479	3,793	3,993	3,812
지배주주지분	1,017	1,209	1,213	1,352	1,539
자본금	739	790	790	790	790
자본잉여금	236	247	247	247	247
이익잉여금	36	157	157	296	483
비지배주주지분(연결)	121	117	121	121	121
자본총계	1,138	1,326	1,333	1,472	1,660

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	474	500	124	328	393
당기순이익(손실)	101	132	26	139	187
비현금수익비용가감	498	462	292	220	227
유형자산감가상각비	180	180	195	204	210
무형자산상각비	6	6	6	5	4
기타현금수익비용	42	34	91	12	12
영업활동 자산부채변동	19	47	-100	-31	-21
매출채권 감소(증가)	7	6	-20	-60	-27
재고자산 감소(증가)	179	27	-16	-41	-24
매입채무 증가(감소)	-69	53	33	65	26
기타자산, 부채변동	-98	-40	-96	4	4
투자활동 현금	-335	-293	-301	-325	-336
유형자산처분(취득)	-234	-271	-333	-293	-302
무형자산 감소(증가)	-1	-1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	-7	-14	-15
기타투자활동	-100	-21	39	-18	-19
재무활동 현금	-126	-173	277	117	-226
차입금의 증가(감소)	-126	-173	258	117	-226
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	-1	0	19	0	0
현금의 증가	16	34	106	119	-169
기초현금	147	164	197	304	423
기말현금	164	197	304	423	253

자료: 금호타이어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결 기준.

손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	3,699	3,438	2,876	3,559	3,675
매출원가	2,720	2,425	2,072	2,594	2,664
매출총이익	979	1,012	804	965	1,012
판매비 및 관리비	633	654	628	720	709
영업이익	346	358	176	245	303
(EBITDA)	532	545	377	454	518
금융손익	-141	-143	-93	-75	-68
이자비용	163	145	93	113	109
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-57	-42	-34	13	12
세전계속사업이익	148	173	49	183	247
계속사업법인세비용	47	42	23	44	59
계속사업이익	101	132	26	139	187
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	101	132	26	139	187
지배주주	95	130	22	139	187
총포괄이익	101	140	30	139	187
매출총이익률 (%)	26.5	29.4	28.0	27.1	27.5
영업이익률 (%)	9.4	10.4	6.1	6.9	8.2
EBITDA 마진률 (%)	14.4	15.8	13.1	12.7	14.1
당기순이익률 (%)	2.7	3.8	0.9	3.9	5.1
ROA (%)	2.0	2.7	0.4	2.6	3.4
ROE (%)	10.4	11.6	1.8	10.8	13.0
ROIC (%)	7.3	8.5	2.8	5.4	6.4

주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
투자지표 (x)					
P/E	16.5	11.2	51.6	8.0	5.9
P/B	1.7	1.3	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	7.3	6.4	8.8	7.2	6.2
P/CF	2.6	2.4	3.5	3.1	2.7
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액	-9.1	-7.0	-16.3	23.8	3.3
영업이익	-7.8	3.6	-50.9	39.2	23.8
세전이익	71.7	17.0	-71.8	275.0	34.7
당기순이익	-22.7	30.4	-80.4	437.6	34.7
EPS	-32.7	23.4	-84.2	545.4	34.7
안정성 (%)					
부채비율	315.9	262.3	284.5	271.2	229.7
유동비율	51.8	99.0	82.7	86.1	89.2
순차입금/자기자본(x)	191.5	148.8	164.1	147.8	127.1
영업이익/금융비용(x)	2.1	2.5	1.9	2.2	2.8
총차입금 (십억원)	2,596	2,423	2,721	2,838	2,611
순차입금 (십억원)	2,180	1,973	2,187	2,176	2,109
주당지표 (원)					
EPS	698	862	136	880	1,185
BPS	6,882	7,652	7,676	8,556	9,741
CFPS	4,385	3,951	2,013	2,275	2,622
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

넥센타이어 (002350)

2015. 11. 9

자동차/타이어

Analyst 유지웅

02. 3779-8886

jwyyoo@ebestsec.co.kr

북미매출만 예정대로 회복하면 된다

목표주가 16,000 원으로 커버리지 개시

넥센타이어에 대해 목표주가 16,000원으로 커버리지를 개시하며, 투자 의견은 HOLD를 제시한다. 넥센타이어의 2016년 실적의 핵심은 북미지역에서의 매출증가이며, 원가-판가 스프레드의 변동은 제한적일 것으로 전망된다. 목표주가는 2016년 EPS 1,601원에 Target P/E 10x를 적용했다.

북미매출만 예정대로 회복하면 된다 - 중장기적으로 유럽 신공장 모멘텀 유효

넥센타이어의 실적구성은 가장 타이어 수급 여건이 좋은 북미지역에서의 매출비중이 25%에 달하는 한편 경쟁강도가 가장 높은 중국에서의 매출비중이 5% 미만이며 국내 타이어 3사중에서 가장 이익 개선 가능성이 높다. 북미지역은 중국산 타이어의 반덤핑 관세가 부과되기 시작하며 중국에 이어 제2의 수입국가였던 한국산 타이어의 수입이 증가하고 있다.

3Q15에는 다만 북미지역 매출신장이 지연되는 모습이 보였는데, 향후 북미지역에서의 매출성장이 넥센타이어에게 가장 중요하게 작용할 전망이다. 특히 북미지역으로 수출을 하고 있는 양산공장은 여전히 가동률이 80% 수준에 그치고 있어 물량 확대는 영업레버리지 효과로 이어질 수 있기 때문이다. 그러나 최근 실적에서는 이러한 기대가 완전히 충족되지 못한 상태여서 향후 북미향 물량의 확대가 절실한 상태다. 한편 2017년 들어서는 체코에 신공장 증설로 유럽시장으로의 본격 진출을 준비하고 있어 북미시장 이외에서도 중장기 성장 스토리가 주효하다.

2016년 매출액 2.2조원(YoY +17%), 영업이익 2,446억원(YoY +12%) 전망

2016년 들어서는 미국과 유럽향 모두 수출물량이 증가하고, 중국 역시 수요회복이 가능할 것으로 전망된다. 판매본수는 2015년 대비 17% 증가한 4,295만본으로 전망되며 영업이익은 전년 대비 12% 증가한 2,446억원으로 예상된다.

Hold (initiate)

목표주가 **16,000 원**

현재주가 **13,600 원**

컨센서스 대비

상회	부합	하회
○		

Stock Data

KOSPI(11/6)		2,041.07pt
시가총액		13,113 억원
발행주식수		96,416 천주
52 주 최고가 / 최저가	15,650 / 11,850 원	
90 일 일평균거래대금		48.26 억원
외국인 지분율		2,041.07pt
배당수익률(15.12E)		0.6%
BPS(15.12E)		10,107 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-9.7%
	6 개월	10.5%
	12 개월	0.8%
주주구성	(주)넥센외 2인	65.3%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2013	1,728	177	161	124	1,292	-8.0	277	11.3	8.6	1.9	16.7
2014	1,759	209	164	130	1,341	3.8	313	9.5	7.2	1.4	14.9
2015E	1,854	218	159	121	1,241	-7.4	347	10.6	3.0	1.3	12.2
2016E	2,170	245	196	155	1,601	29.0	377	8.2	3.3	1.1	13.9
2017E	2,292	258	200	158	1,632	1.9	409	8.0	3.3	1.0	12.5

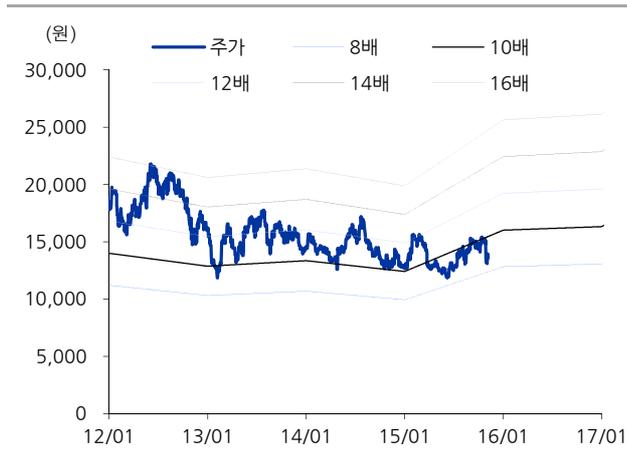
자료: 넥센타이어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표47 넥센타이어 실적추이 및 전망

(십억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	2013	2014	2015F	2016F
매출액	453	433	436	437	444	467	470	472	1,728	1,759	1,854	2,170
매출원가	312	299	299	288	295	310	311	310	1,239	1,198	1,225	1,453
매출원가율(%)	69	69	69	66	66	66.4	66	66	72	68	66	67
판매비	87	86	88	92	98	101	103	109	312	352	410	472
판매비율(%)	19	20	20	21	22	21.7	22	23	18	20	22	22
영업이익	54	49	50	56	51	56	52	54	177	209	213	245
영업이익률(%)	11.9	11.3	11.4	12.9	11.6	11.9	11.0	11.4	10.2	11.9	11.5	11.3
지배주주순이익	25	36	28	40	22	42	21	35	123	128	121	155
지배순이익률(%)	5.6	8.2	6.3	9.1	4.9	9.0	4.5	7.4	7.1	7.3	6.5	7.1
YoY(%)												
매출액	4.6	(4.0)	(0.6)	7.7	(2.0)	7.9	7.9	8.1	1.3	1.8	5.4	17.1
영업이익	12.8	6.4	7.1	51.7	(4.6)	14.2	4.5	(4.2)	(1.8)	17.8	2.0	14.9
지배주주순이익	(21.0)	42.5	(22.6)	33.7	(13.4)	18.8	(24.2)	(12.2)	(8.0)	4.8	(6.4)	28.9

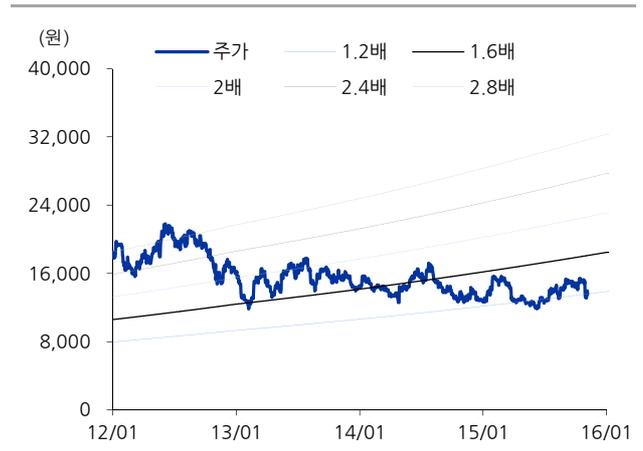
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림126 넥센타이어 P/E 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림127 넥센타이어 P/B 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

넥센타이어 (002350)

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	735	730	776	861	931
현금 및 현금성자산	66	53	45	7	67
매출채권 및 기타채권	294	299	349	417	420
재고자산	263	252	254	303	305
기타유동자산	111	126	129	134	139
비유동자산	1,565	1,797	1,910	2,175	2,444
관계기업투자등	38	38	34	36	37
유형자산	1,482	1,702	1,822	2,084	2,349
무형자산	8	13	13	14	15
자산총계	2,300	2,527	2,686	3,036	3,376
유동부채	695	580	639	754	848
매입채무 및 기타채무	175	181	157	187	188
단기금융부채	456	322	368	448	536
기타유동부채	63	77	114	119	124
비유동부채	808	1,014	1,001	1,088	1,184
장기금융부채	684	850	820	900	988
기타비유동부채	124	164	181	188	196
부채총계	1,503	1,594	1,640	1,842	2,032
지배주주지분	793	928	1,040	1,188	1,337
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	31	51	51	51	51
이익잉여금	694	804	916	1,063	1,212
비지배주주지분(연결)	4	5	6	6	6
자본총계	797	933	1,046	1,194	1,344

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	209	304	238	212	317
당기순이익(손실)	124	130	121	155	158
비현금수익비용가감	193	234	194	140	158
유형자산감가상각비	100	105	129	133	151
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	4	23	65	7	8
영업활동 자산부채변동	-59	1	-46	-83	1
매출채권 감소(증가)	7	6	-36	-68	-3
재고자산 감소(증가)	2	10	-4	-49	-2
매입채무 증가(감소)	-7	10	9	30	1
기타자산, 부채변동	-61	-24	-15	4	4
투자활동 현금	-314	-321	-237	-401	-424
유형자산처분(취득)	-261	-317	-247	-394	-416
무형자산 감소(증가)	-3	-1	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-43	-6	4	-5	-6
기타투자활동	-6	3	7	-2	-2
재무활동 현금	118	10	-5	152	167
차입금의 증가(감소)	124	16	3	160	176
자본의 증가(감소)	-6	-7	-8	-8	-9
배당금의 지급	6	7	8	8	9
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	20	-13	-8	-37	60
기초현금	46	66	53	45	7
기말현금	66	53	45	7	67

자료: 넥센타이어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결 기준.

손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	1,728	1,759	1,854	2,170	2,292
매출원가	1,239	1,198	1,226	1,453	1,542
매출총이익	489	561	628	717	750
판매비 및 관리비	312	352	410	472	492
영업이익	177	209	218	245	258
(EBITDA)	277	313	347	377	409
금융손익	-22	-39	-55	-45	-55
이자비용	37	32	36	39	44
관계기업등 투자손익	1	0	0	0	0
기타영업외손익	5	-6	-4	-4	-4
세전계속사업이익	161	164	159	196	200
계속사업법인세비용	37	34	38	41	42
계속사업이익	124	130	121	155	158
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	124	130	121	155	158
지배주주	123	128	120	155	158
총포괄이익	119	134	121	156	159
매출총이익률 (%)	28	32	34	33	33
영업이익률 (%)	10	12	12	11	11
EBITDA 마진률 (%)	16	18	19	17	18
당기순이익률 (%)	7.2	7.4	6.5	7.1	6.9
ROA (%)	5.6	5.3	4.6	5.4	4.9
ROE (%)	16.7	14.9	12.2	13.9	12.5
ROIC (%)	8.3	9.1	8.4	8.7	8.1

주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
투자지표 (x)					
P/E	11.3	9.5	10.6	8.2	8.0
P/B	1.9	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.6	7.2	3.0	3.3	3.3
P/CF	4.7	3.6	4.3	4.6	4.3
배당수익률 (%)	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7
성장성 (%)					
매출액	1.3	1.8	5.4	17.1	5.6
영업이익	-1.8	17.8	4.5	12.3	5.6
세전이익	2.1	1.6	-3.1	23.1	2.0
당기순이익	-7.7	4.7	-6.8	28.0	2.0
EPS	-8.0	3.8	-7.4	29.0	1.9
안정성 (%)					
부채비율	188.6	170.8	156.7	154.3	151.2
유동비율	105.7	125.9	121.5	114.2	109.8
순차입금/자기자본(x)	122.2	107.6	98.7	102.7	99.5
영업이익/금융비용(x)	4.7	6.5	6.1	6.3	5.9
총차입금 (십억원)	1,140	1,172	1,188	1,348	1,524
순차입금 (십억원)	974	1,004	1,033	1,226	1,337
주당지표 (원)					
EPS	1,292	1,341	1,241	1,601	1,632
BPS	7,819	9,017	10,107	11,541	12,996
CFPS	3,127	3,554	3,058	2,866	3,072
DPS	65	75	80	90	90

현대글로비스 (086280)

2015. 11. 9

운송

지금 매수하자!

Analyst 양형모

02. 3779-8843

yhm@ebestsec.co.kr

Buy (initiate)

목표주가 **300,000 원**

현재주가 **205,000 원**

현대글로비스에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 300,000 원으로 커버리지 개시

투자 의견 매수와 목표주가 300,000원으로 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가는 2016년 EPS 대비 Target PER 18배를 적용하여 산정했다. 2016년 ROE 18%를 감안하면 우리가 산정한 목표주가는 적정하다는 판단이다.

최근의 투심 악화를 투자 기회로 활용하자

투자자들은 유코카캐리어스의 현기차물량이 올해 말 계약 종료되면 현대글로비스가 유코카캐리어스의 물량을 전부 가져와 현기차 물량 100%를 운송하기를 기대했다. 그러나 10%만을 가져오게 되었고, 투자자는 실망했다. 일감몰아주기 규제에서 벗어난 이 시점에서 왜 10%만을 가져왔을까? 여러가지 이유가 있을 수 있다. 그러나 현대글로비스는 현대차그룹의 성장과 함께 자체적인 성장 동력을 보유했다. 중장기적인 성장은 확보되었다. 결론적으로 이로 인한 투심악화는 투자 기회라는 판단이다.

지금 매수하자!

정의선 부회장은 현대엠코와 현대엔지니어링 합병으로 현대엔지니어링 지분 11.7%를 보유하게 되었으며, 이노션 지분 매각으로 약 3천억원의 현금을 확보했다. 그리고 현대글로비스 지분을 매각하며 추가적으로 현금을 확보했다. 이로 인해 현대글로비스는 일감 몰아주기 규제에서 해소되었다. 또한 그는 최근 현대중공업으로부터 현대차 지분 1.1%를 5천억원에 매입했다.

최근의 행보를 보면 승계작업은 이미 시작되었다. 시그널이 보인다. 가속화 될 수 있다는 판단이다. 승계작업에 있어서 현대차그룹은 지주회사로 전환할 전망이다. 그리고 지주회사는 현대글로비스와 합병하여 사업지주회사가 될 것으로 기대한다. 승계과정에서의 선행작업은 현대글로비스의 성장이다. 현대글로비스의 사업 내용과 이로 인한 성장은 모두가 알고 있다. 모두가 알고 있는 부분만으로도 주가는 상승할 수 있다는 판단이다. 동사가 담당할 수 있는 사업 영역은 넓다. 지금 매수하자.

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI(11/06)	2,041.07pt
시가총액	76,875 억원
발행주식수	37,500 천주
52 주 최고가 / 최저가	308,500 / 163,000 원
90 일 일평균거래대금	333.34 억원
외국인 지분율	27.0%
배당수익률(15.12E)	1.0%
BPS(15.12E)	81,832 원
KOSPI 대비	1 개월 -6.3%
	6 개월 -7.7%
	12 개월 -29.1%
주주구성	정의선외 4 인 51.4%
	국민연금 12.5%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2013	12,861	637	702	481	12,834	-3.3	717	18.0	13.0	3.7	22.6
2014	13,922	645	711	536	14,300	11.4	744	20.4	15.9	3.9	21.0
2015E	14,686	558	529	375	9,999	-30.1	693	19.9	12.2	2.4	12.8
2016E	15,907	784	834	604	16,106	61.1	947	12.3	8.7	2.1	18.1
2017E	17,040	859	912	660	17,597	9.3	1,039	11.3	7.8	1.8	17.0

자료: 현대글로비스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

현대글로벌비스 (086280)

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	2,926	3,335	3,715	3,833	4,037
현금 및 현금성자산	729	754	578	633	665
매출채권 및 기타채권	1,581	1,818	2,020	2,122	2,239
재고자산	522	646	829	779	822
기타유동자산	94	117	287	299	311
비유동자산	2,143	2,861	3,529	3,915	4,322
관계기업투자등	504	615	646	673	700
유형자산	1,515	2,116	2,721	3,087	3,470
무형자산	39	39	62	52	44
자산총계	5,069	6,196	7,244	7,748	8,359
유동부채	2,026	2,214	2,600	2,619	2,670
매입채무 및 기타채무	973	1,113	1,352	1,420	1,499
단기금융부채	889	980	1,058	1,000	965
기타유동부채	164	121	190	198	206
비유동부채	709	1,211	1,558	1,515	1,490
장기금융부채	492	681	667	612	574
기타비유동부채	218	530	891	904	916
부채총계	2,735	3,425	4,158	4,134	4,160
지배주주지분	2,334	2,771	3,069	3,598	4,183
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	154	154	154	154	154
이익잉여금	2,065	2,537	2,837	3,366	3,950
비지배주주지분(연결)	0	0	16	16	16
자본총계	2,334	2,771	3,085	3,614	4,199

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	407	352	391	756	733
당기순이익(손실)	481	536	375	604	660
비현금수익비용가감	260	202	249	134	152
유형자산감가상각비	73	92	124	151	170
무형자산상각비	8	8	10	11	10
기타현금수익비용	-46	-110	114	-29	-28
영업활동 자산부채변동	-170	-188	-171	19	-79
매출채권 감소(증가)	-161	-190	-194	-102	-117
재고자산 감소(증가)	-49	-124	-205	50	-43
매입채무 증가(감소)	34	173	180	68	78
기타자산, 부채변동	5	-46	48	2	2
투자활동 현금	-643	-481	-499	-514	-552
유형자산처분(취득)	-620	-424	-341	-517	-553
무형자산 감소(증가)	-8	-7	-3	-2	-2
투자자산 감소(증가)	9	6	-98	9	7
기타투자활동	-24	-56	-57	-4	-4
재무활동 현금	239	168	-65	-188	-148
차입금의 증가(감소)	295	224	10	-113	-73
자본의 증가(감소)	-56	-56	-75	-75	-75
배당금의 지급	56	56	75	75	75
기타재무활동	0	1	0	0	0
현금의 증가	-3	25	-176	55	32
기초현금	732	729	754	578	633
기말현금	729	754	578	633	665

자료: 현대글로벌비스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결 기준.

손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	12,861	13,922	14,686	15,907	17,040
매출원가	11,846	12,902	13,725	14,705	15,734
매출총이익	1,016	1,020	960	1,202	1,306
판매비 및 관리비	379	375	402	417	447
영업이익	637	645	558	784	859
(EBITDA)	717	744	693	947	1,039
금융손익	9	-54	-54	22	25
이자비용	16	27	15	20	19
관계기업등 투자손익	37	141	38	41	41
기타영업외손익	19	-20	-13	-13	-13
세전계속사업이익	702	711	529	834	912
계속사업법인세비용	221	175	154	230	252
계속사업이익	481	536	375	604	660
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	481	536	375	604	660
지배주주	481	536	375	604	660
총포괄이익	471	502	373	604	660
매출총이익률 (%)	7.9	7.3	6.5	7.6	7.7
영업이익률 (%)	5.0	4.6	3.8	4.9	5.0
EBITDA 마진률 (%)	5.6	5.3	4.7	6.0	6.1
당기순이익률 (%)	3.7	3.9	2.6	3.8	3.9
ROA (%)	10.3	9.5	5.6	8.1	8.2
ROE (%)	22.6	21.0	12.8	18.1	17.0
ROIC (%)	20.3	17.6	12.2	15.8	15.6

주요 투자지표

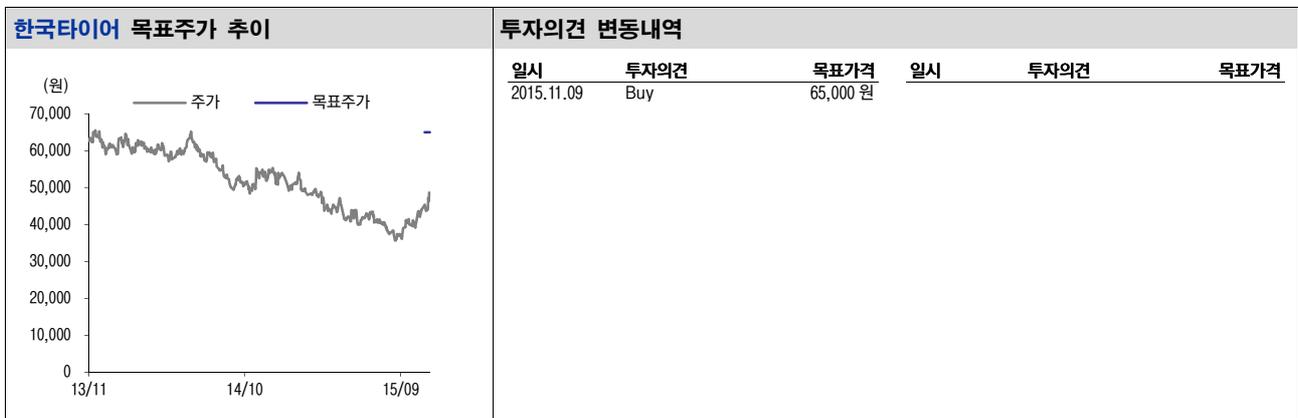
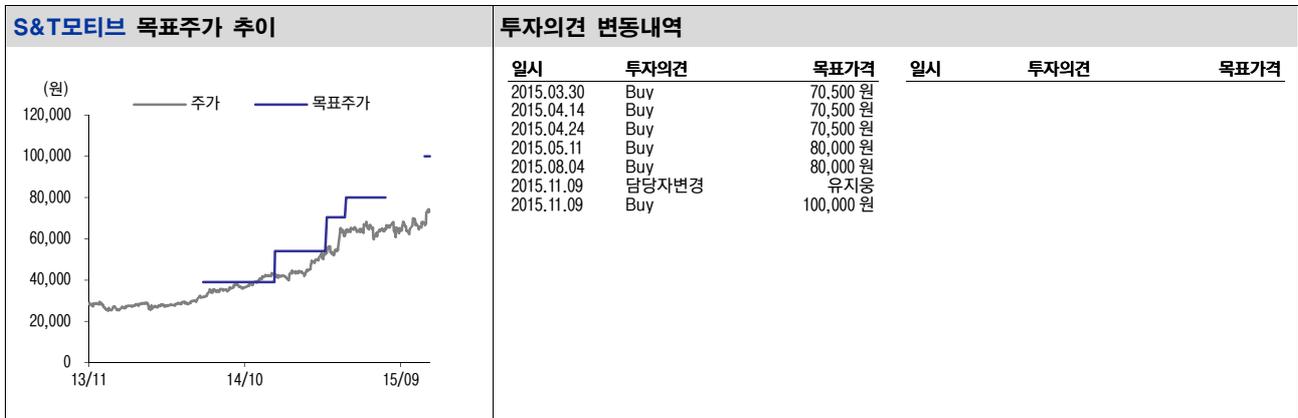
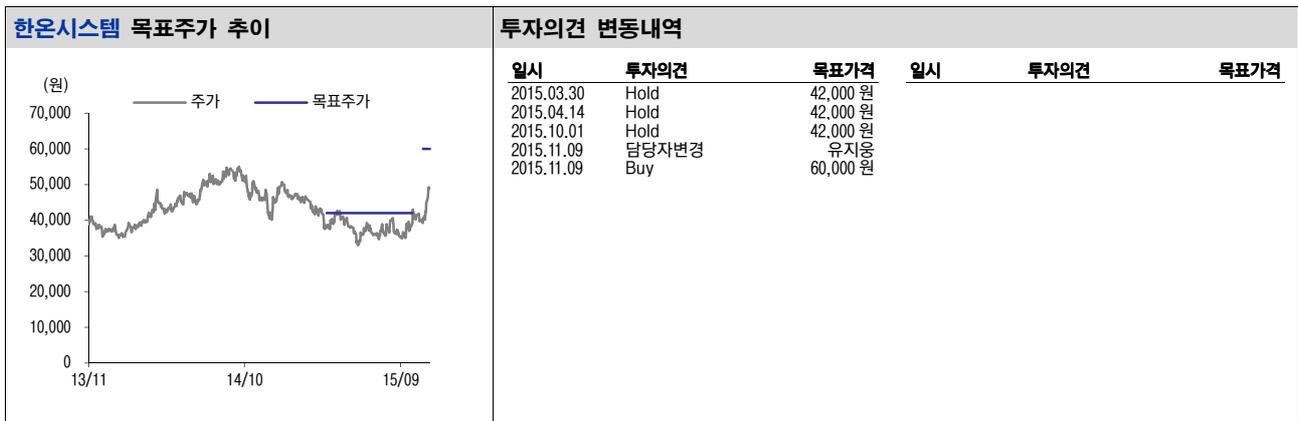
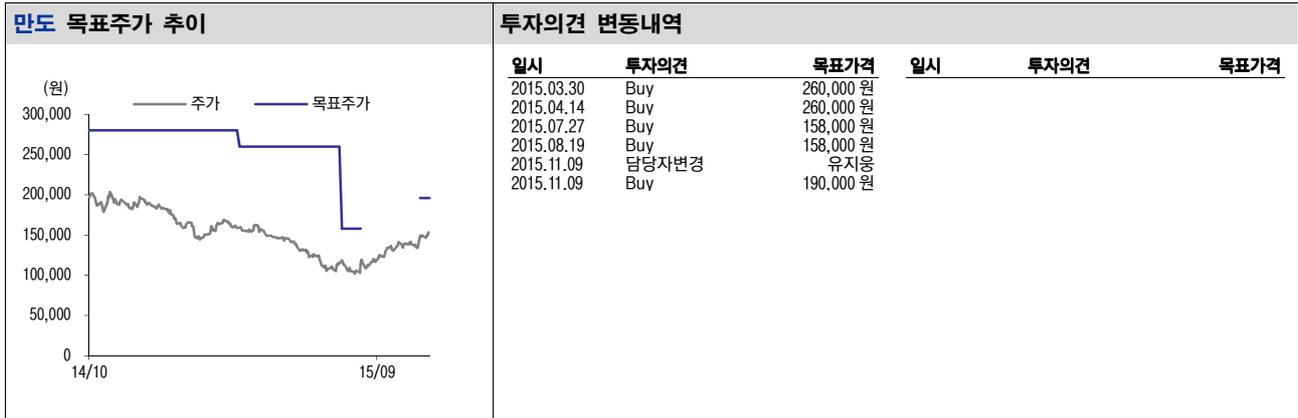
	2013	2014	2015E	2016E	2017E
투자지표 (x)					
P/E	18.0	20.4	19.9	12.3	11.3
P/B	3.7	3.9	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	13.0	15.9	12.2	8.7	7.8
P/CF	11.7	14.8	11.9	10.1	9.2
배당수익률 (%)	0.6	0.7	1.0	1.0	1.0
성장성 (%)					
매출액	9.5	8.2	5.5	8.3	7.1
영업이익	3.8	1.2	-13.4	40.6	9.5
세전이익	5.2	1.3	-25.6	57.7	9.3
당기순이익	-3.3	11.4	-30.1	61.0	9.3
EPS	-3.3	11.4	-30.1	61.1	9.3
안정성 (%)					
부채비율	117.2	123.6	134.8	114.4	99.1
유동비율	144.4	150.6	142.9	146.4	151.2
순차입금/자기자본(x)	27.6	32.2	32.2	22.7	16.8
영업이익/금융비용(x)	40.1	23.8	38.4	39.2	45.7
총차입금 (십억원)	1,381	1,661	1,724	1,612	1,539
순차입금 (십억원)	645	893	992	819	707
주당지표 (원)					
EPS	12,834	14,300	9,999	16,106	17,597
BPS	62,236	73,895	81,832	95,939	111,535
CFPS	19,780	19,691	16,642	19,670	21,642
DPS	1,500	2,000	2,000	2,000	2,000

현대차 목표주가 추이		투자의견 변동내역																												
		<table border="1"> <thead> <tr> <th>일시</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>2014.12.09</td><td>Buy</td><td>250,000 원</td></tr> <tr><td>2015.03.30</td><td>Buy</td><td>238,000 원</td></tr> <tr><td>2015.04.24</td><td>Buy</td><td>238,000 원</td></tr> <tr><td>2015.07.13</td><td>Buy</td><td>178,000 원</td></tr> <tr><td>2015.07.24</td><td>Buy</td><td>178,000 원</td></tr> <tr><td>2015.11.09</td><td>담당자변경</td><td>유지음</td></tr> <tr><td>2015.11.09</td><td>Buy</td><td>230,000 원</td></tr> </tbody> </table>	일시	투자의견	목표가격	2014.12.09	Buy	250,000 원	2015.03.30	Buy	238,000 원	2015.04.24	Buy	238,000 원	2015.07.13	Buy	178,000 원	2015.07.24	Buy	178,000 원	2015.11.09	담당자변경	유지음	2015.11.09	Buy	230,000 원	<table border="1"> <thead> <tr> <th>일시</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격</th> </tr> </thead> <tbody> </tbody> </table>	일시	투자의견	목표가격
일시	투자의견	목표가격																												
2014.12.09	Buy	250,000 원																												
2015.03.30	Buy	238,000 원																												
2015.04.24	Buy	238,000 원																												
2015.07.13	Buy	178,000 원																												
2015.07.24	Buy	178,000 원																												
2015.11.09	담당자변경	유지음																												
2015.11.09	Buy	230,000 원																												
일시	투자의견	목표가격																												

기아차 목표주가 추이		투자의견 변동내역																									
		<table border="1"> <thead> <tr> <th>일시</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>2015.07.13</td><td>Buy</td><td>57,000 원</td></tr> <tr><td>2015.07.27</td><td>Buy</td><td>57,000 원</td></tr> <tr><td>2015.08.17</td><td>Buy</td><td>59,000 원</td></tr> <tr><td>2015.08.21</td><td>Buy</td><td>59,000 원</td></tr> <tr><td>2015.11.09</td><td>담당자변경</td><td>유지음</td></tr> <tr><td>2015.11.09</td><td>Buy</td><td>72,000 원</td></tr> </tbody> </table>	일시	투자의견	목표가격	2015.07.13	Buy	57,000 원	2015.07.27	Buy	57,000 원	2015.08.17	Buy	59,000 원	2015.08.21	Buy	59,000 원	2015.11.09	담당자변경	유지음	2015.11.09	Buy	72,000 원	<table border="1"> <thead> <tr> <th>일시</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격</th> </tr> </thead> <tbody> </tbody> </table>	일시	투자의견	목표가격
일시	투자의견	목표가격																									
2015.07.13	Buy	57,000 원																									
2015.07.27	Buy	57,000 원																									
2015.08.17	Buy	59,000 원																									
2015.08.21	Buy	59,000 원																									
2015.11.09	담당자변경	유지음																									
2015.11.09	Buy	72,000 원																									
일시	투자의견	목표가격																									

현대모비스 목표주가 추이		투자의견 변동내역																												
		<table border="1"> <thead> <tr> <th>일시</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>2015.03.30</td><td>Buy</td><td>370,000 원</td></tr> <tr><td>2015.04.14</td><td>Buy</td><td>370,000 원</td></tr> <tr><td>2015.04.27</td><td>Buy</td><td>330,000 원</td></tr> <tr><td>2015.07.15</td><td>Buy</td><td>268,000 원</td></tr> <tr><td>2015.07.27</td><td>Buy</td><td>268,000 원</td></tr> <tr><td>2015.11.09</td><td>담당자변경</td><td>유지음</td></tr> <tr><td>2015.11.09</td><td>Buy</td><td>320,000 원</td></tr> </tbody> </table>	일시	투자의견	목표가격	2015.03.30	Buy	370,000 원	2015.04.14	Buy	370,000 원	2015.04.27	Buy	330,000 원	2015.07.15	Buy	268,000 원	2015.07.27	Buy	268,000 원	2015.11.09	담당자변경	유지음	2015.11.09	Buy	320,000 원	<table border="1"> <thead> <tr> <th>일시</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격</th> </tr> </thead> <tbody> </tbody> </table>	일시	투자의견	목표가격
일시	투자의견	목표가격																												
2015.03.30	Buy	370,000 원																												
2015.04.14	Buy	370,000 원																												
2015.04.27	Buy	330,000 원																												
2015.07.15	Buy	268,000 원																												
2015.07.27	Buy	268,000 원																												
2015.11.09	담당자변경	유지음																												
2015.11.09	Buy	320,000 원																												
일시	투자의견	목표가격																												

현대위아 목표주가 추이		투자의견 변동내역																												
		<table border="1"> <thead> <tr> <th>일시</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>2014.12.09</td><td>Buy</td><td>260,000 원</td></tr> <tr><td>2015.03.30</td><td>Buy</td><td>200,000 원</td></tr> <tr><td>2015.04.14</td><td>Buy</td><td>200,000 원</td></tr> <tr><td>2015.04.27</td><td>Buy</td><td>200,000 원</td></tr> <tr><td>2015.07.27</td><td>Buy</td><td>157,000 원</td></tr> <tr><td>2015.11.09</td><td>담당자변경</td><td>유지음</td></tr> <tr><td>2015.11.09</td><td>Buy</td><td>170,000 원</td></tr> </tbody> </table>	일시	투자의견	목표가격	2014.12.09	Buy	260,000 원	2015.03.30	Buy	200,000 원	2015.04.14	Buy	200,000 원	2015.04.27	Buy	200,000 원	2015.07.27	Buy	157,000 원	2015.11.09	담당자변경	유지음	2015.11.09	Buy	170,000 원	<table border="1"> <thead> <tr> <th>일시</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격</th> </tr> </thead> <tbody> </tbody> </table>	일시	투자의견	목표가격
일시	투자의견	목표가격																												
2014.12.09	Buy	260,000 원																												
2015.03.30	Buy	200,000 원																												
2015.04.14	Buy	200,000 원																												
2015.04.27	Buy	200,000 원																												
2015.07.27	Buy	157,000 원																												
2015.11.09	담당자변경	유지음																												
2015.11.09	Buy	170,000 원																												
일시	투자의견	목표가격																												



금호타이어 목표주가 추이			투자의견 변동내역										
			<table border="1"> <thead> <tr> <th>일시</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2015.11.09</td> <td>Buy</td> <td>8,800 원</td> </tr> </tbody> </table>	일시	투자의견	목표가격	2015.11.09	Buy	8,800 원	<table border="1"> <thead> <tr> <th>일시</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격</th> </tr> </thead> <tbody> </tbody> </table>	일시	투자의견	목표가격
일시	투자의견	목표가격											
2015.11.09	Buy	8,800 원											
일시	투자의견	목표가격											

넥센타이어 목표주가 추이			투자의견 변동내역										
			<table border="1"> <thead> <tr> <th>일시</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2015.11.09</td> <td>Hold</td> <td>16,000 원</td> </tr> </tbody> </table>	일시	투자의견	목표가격	2015.11.09	Hold	16,000 원	<table border="1"> <thead> <tr> <th>일시</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격</th> </tr> </thead> <tbody> </tbody> </table>	일시	투자의견	목표가격
일시	투자의견	목표가격											
2015.11.09	Hold	16,000 원											
일시	투자의견	목표가격											

현대글로벌비스 목표주가 추이			투자의견 변동내역																																								
			<table border="1"> <thead> <tr> <th>일시</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>2014.01.10</td><td>Buy</td><td>260,000 원</td></tr> <tr><td>2014.04.28</td><td>Buy</td><td>260,000 원</td></tr> <tr><td>2014.07.16</td><td>Buy</td><td>320,000 원</td></tr> <tr><td>2014.10.28</td><td>Buy</td><td>330,000 원</td></tr> <tr><td>2014.11.24</td><td>Buy</td><td>330,000 원</td></tr> <tr><td>2015.02.02</td><td>Buy</td><td>330,000 원</td></tr> <tr><td>2015.04.07</td><td>Buy</td><td>330,000 원</td></tr> <tr><td>2015.04.16</td><td>Buy</td><td>330,000 원</td></tr> <tr><td>2015.04.27</td><td>Buy</td><td>330,000 원</td></tr> <tr><td>2015.11.09</td><td>담당자변경</td><td>양형모</td></tr> <tr><td>2015.11.09</td><td>Buy</td><td>300,000 원</td></tr> </tbody> </table>	일시	투자의견	목표가격	2014.01.10	Buy	260,000 원	2014.04.28	Buy	260,000 원	2014.07.16	Buy	320,000 원	2014.10.28	Buy	330,000 원	2014.11.24	Buy	330,000 원	2015.02.02	Buy	330,000 원	2015.04.07	Buy	330,000 원	2015.04.16	Buy	330,000 원	2015.04.27	Buy	330,000 원	2015.11.09	담당자변경	양형모	2015.11.09	Buy	300,000 원	<table border="1"> <thead> <tr> <th>일시</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격</th> </tr> </thead> <tbody> </tbody> </table>	일시	투자의견	목표가격
일시	투자의견	목표가격																																									
2014.01.10	Buy	260,000 원																																									
2014.04.28	Buy	260,000 원																																									
2014.07.16	Buy	320,000 원																																									
2014.10.28	Buy	330,000 원																																									
2014.11.24	Buy	330,000 원																																									
2015.02.02	Buy	330,000 원																																									
2015.04.07	Buy	330,000 원																																									
2015.04.16	Buy	330,000 원																																									
2015.04.27	Buy	330,000 원																																									
2015.11.09	담당자변경	양형모																																									
2015.11.09	Buy	300,000 원																																									
일시	투자의견	목표가격																																									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
 (작성자: 유지웅, 양형모, 박용희, 배은영)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며, 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+20% 이상 기대 -20% ~ +20% 기대 -20% 이하 기대	90.2% 9.8%	2015년 2월 2일부터 당사 투자등급이 기존 4 단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3 단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경
				100.0%	투자의견 비율은 2014. 10. 1 ~ 2015. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)