Think you very much

2016 OUTLOOK

2015.11.26

자동차 (비중확대)

힘든 여정 중 맑아진 날씨

박영호
02-768-3033
youngho.park@dwsec.com

KDB대우증권
리서치센터

자동차 Summary

힘든 여정 중 맑아진 날씨

수요회복, 경쟁력 제고, 환율여건 호전 그리고 성장성 개선

2016년 글로벌 총수요 성장률은 2.5%를 기록할 전망이다. 2015년 중국 부진, 이머징 마켓 침체에 따른 정체 기조에서 벗어날 수 있을 것으로 예상된다. 내수시장과 중국에서의 세제혜택 등 수요개선 효과가 긍정적으로 작용할 전망이다. RV와 신차 생산능력 확대와 판매비중 증가에 힘입어 현대기아차 등 한국업체의 주요 시장 내 경쟁력이 제고될 전망이다. 환율여건은 원화약세를 중심으로 수익성 제고에 긍정적으로 기여할 것으로 예상된다. 기아차의 멕시코 신공장 가동, 핵심 차종 국내외 생산효율성 개선에 힘입어 그동안의 중기 성장정체 국면에서 탈피하는 한 해가 될 전망이다.

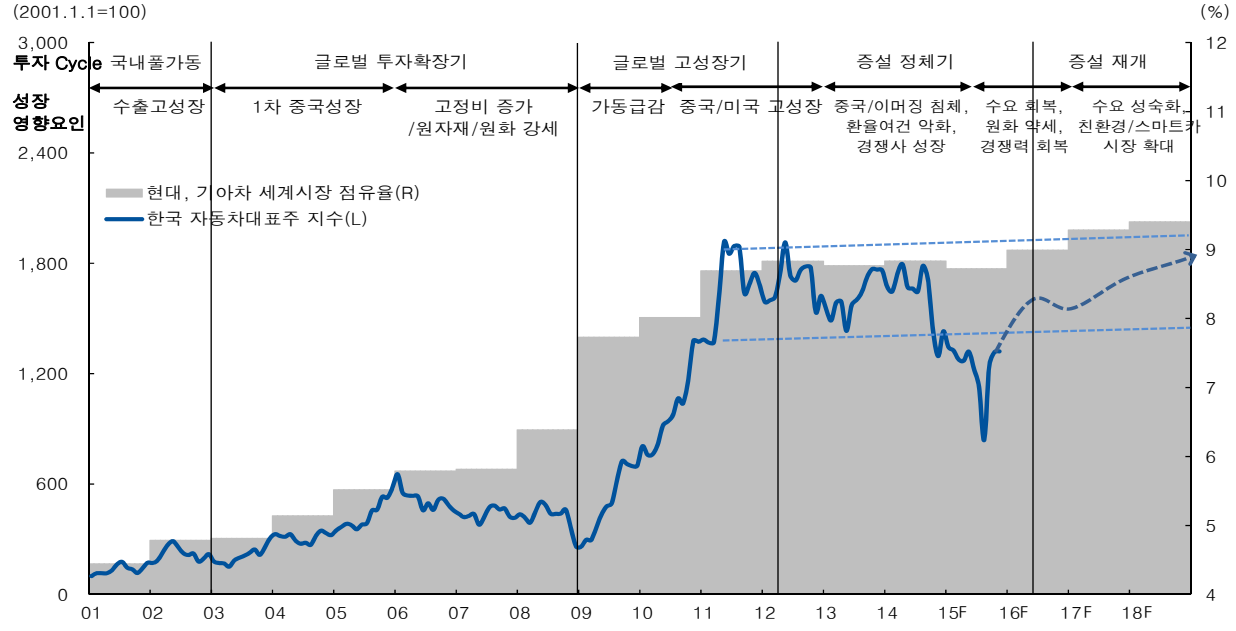
중장기 위기 속의 기회

중장기적으로 1) 공급우위 지속, 2) 수요 저성장 지속, 3) 환경, 안전규제 강화 등 업계 경쟁심화 요인이 지속될 전망이다. 중국, 아시아태평양, 북중미를 중심으로 한 업계 생산능력 증가와 공급우위 여건 형성이 우려되고 있다. 환경, 안전규제 강화와 폴크스바겐 디젤사태를 계기로 친환경차 시장과 가솔린 다운싸이징 추세 확대에 더 큰 무게가 실릴 전망이다. 현대차 그룹 주요 회사들은 관련 고효율 파워트레인으로의 개편과 고급, 고성능 브랜드 런칭 등 핵심 과제에 도전 중이다. 성공적인 트렌드를 만든다면 한국 완성차와 핵심 부품사의 장기성장으로 이어질 수 있다.

업종 비중확대, Top picks 1) 기아차, 2) 현대위아

자동차 업종에 대한 투자의견은 비중확대를 유지한다. 이익모멘텀 개선 추세를 감안해 주로 2016년 상반기 중 비중확대를 권유한다. 업종 내 Top picks는 1) 기아차(000270), 2) 현대위아(011210)이다. 업종 비중확대가 유효한 2016년 상반기 중에는 기아차를 최선호주로, 중립적 투자전략으로 전환이 유효한 2016년 후반에는 현대위아를 최선호주로 각각 제시한다.

그림 1. 국내외 비즈니스 여건과 자동차업종 지수 전망



주: 자동차대표지수는 현대차/기아차/현대모비스 시가총액 합으로 작성, 자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

CONTENTS

Ⅰ. 2015년 Review 4
1. 시장별 수요와 업체별 실적 4
2. 업체별 주가와 실적전망 추이, 한국업체 반전 모색 중 5

Ⅱ. 2016년 전망 6
1. 수요 전망 6
2. 공급 및 업계 전망 10

Ⅲ. 중장기 전망 13
1. 공급우위 지속 13
2. 환경규제와 디젤게이트 영향 14
3. 스마트카 전망 16

Ⅳ. 이슈분석 '중국' 18
1. 2016/중장기 수요 전망 18
2. 중장기 중소도시 위주 수요 고성장 19
3. 중국탐방을 통한 가동회복 상황 확인 20
4. 한국업체의 중국사업 전망, 위기 가운데 기회 21

Ⅴ. 밸류에이션 및 투자전략 22
1. 이익모멘텀 개선과 밸류에이션 매력부각 22
2. 투자전략 26

Ⅵ. 종목분석 27
현대차 (005380) 28
기아차 (000270) 30
현대모비스 (012330) 32
현대위아 (011210) 34
만도 (204320) 36

I. 2015년 Review

1. 시장별 수요와 업체별 실적

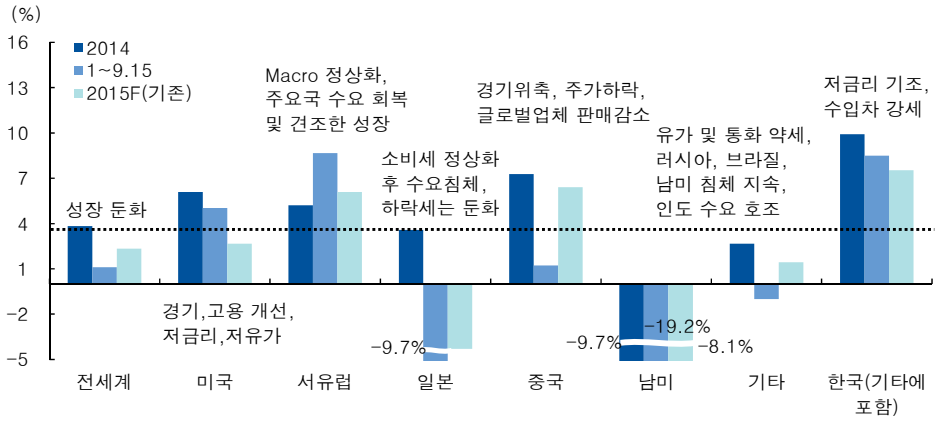
이머징마켓 판매 부진 지속, 총수요 성장 정체

2015년 3분기까지의 글로벌 자동차 총수요는 1.1% 증가해 정체한 수준을 나타냈다. 기존 2.3% 성장 전망을 뚜렷하게 하회한 수준이었다. 중국 수요 성장이 크게 둔화되고, 브라질, 러시아 등 주요 이머징 마켓이 침체한 것이 큰 영향을 미쳤다.

중국은 경기위축 영향이 지속되는 가운데 연초 재고증가에 따른 가격경쟁 심화, 이후 주식시장 침체의 충격이 계속 반영되면서 3분기중 최악의 추이를 나타냈다. 브라질과 러시아의 경우 유가 등 commodity 가격 하락, 통화 약세 상황 등으로 수요 침체에서 벗어나지 못했다. 반면 미국은 기존의 수요 성숙화 전망을 뚜렷하게 상회하는 성장세를 시현했다. 서유럽은 양적완화, 부진 국가의 경기회복과 수요부양 효과 등에 힘입어 V자형에 가까운 뚜렷한 회복세를 나타냈다.

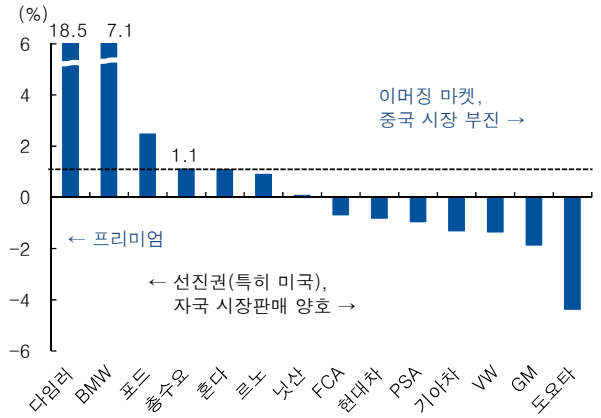
다만 중국의 취득세 인하 결정 등 수요부양정책 발표 후 수요 반등과 함께 9월부터 글로벌 총수요 역시 부진을 만회하는 신호를 나타냈다.

그림 2. 2015년 1~9월 지역별 자동차수요 성장률 현황



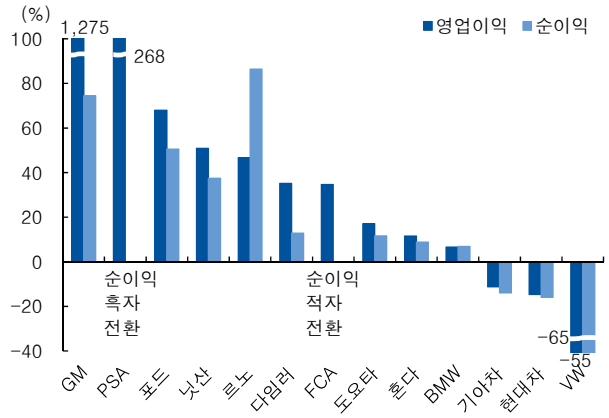
자료: LMC Auotomotive, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 글로벌 완성차업체별 Light vehicle YoY 판매 성장률



주: 1) 2015년 1~9월 실적 기준, 2) FCA는 피아트크라이슬러, PSA는 푸조씨트로엥, VW는 폴크스바겐,
자료: LMC Automotive, 각사, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 글로벌 완성차업체별 영업이익, 순이익 YoY 성장률



주: 1) 2015 회계연도 누적 영업실적 기준, FCA는 3Q15 기준, PSA와 르노는 1H15 기준, 2) PSA는 푸조씨트로엥, FCA는 피아트크라이슬러, VW는 폴크스바겐,
자료: 각사, KDB대우증권 리서치센터

한국업체들의 실적 모멘텀 열세 지속

글로벌 완성차업체 판매실적은 프리미엄 브랜드의 차별화된 고성장세와 양산 업체의 전반적인 부진 등 양극화가 뚜렷했다. 다임러, BMW 승용차의 1~9월 누계 글로벌 판매는 각각 18.5%, 7.1% 증가해 독보적 실적 성장세를 나타냈다.

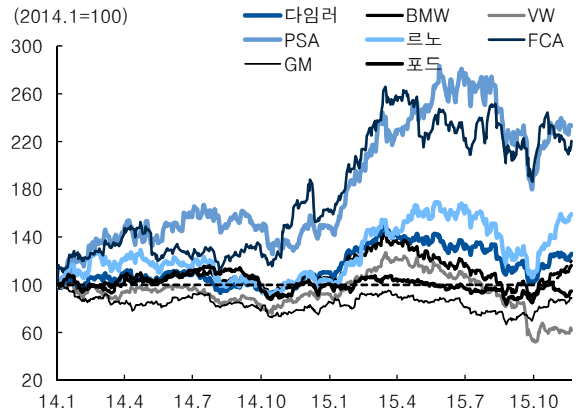
반면 대부분의 양산 업체들 실적은 글로벌 총수요 성장률인 1.1%에도 미달하거나 판매가 감소하는 부진을 보였다. 선진권 또는 자국에서 강세를 유지한 업체들에 비해 중국을 비롯한 이머징 마켓 의존도가 높은 업체들의 판매실적이 상대적으로 더 부진했다. 현대기아차도 중국과 이머징 마켓 판매 부진 등으로 인해 글로벌 전반으로 판매가 감소했다.

한편 3분기까지의 영업실적은 매출성장과 이익증가, 턴어라운드 효과 측면에서 모두 해외 업체들이 뚜렷하게 양호한 모습을 보였다. 도요타 등 일본업체들은 엔화약세 수혜, 제품믹스 개선효과 등이 인상적이었다. GM, 포드 등은 YoY 턴어라운드 추세를 나타냈다. 반면 현대기아차는 환율변동 영향 등에 따른 손실로 인해 주요 이익이 YoY 감소해 상반된 모습을 보였다.

2. 업체별 주가와 실적전망 추이, 한국업체 반전 모색 중

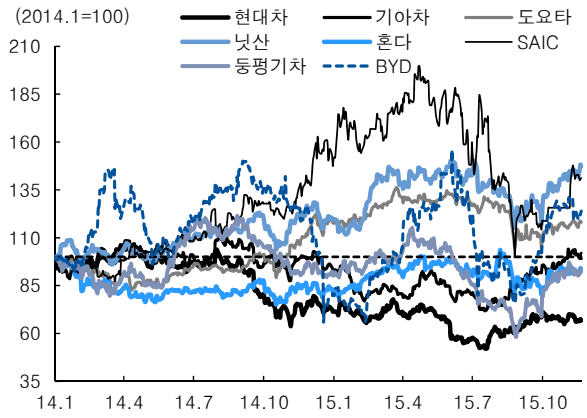
2015년 상반기까지의 주가와 실적전망 등 모멘텀은 해외업체들에 비해 현대기아차 등 한국업체가 뚜렷한 열세였다. 그러나 하반기로 접어들면서 영업실적 전망이 바닥을 다지고 개선됐으며, 상대주가 격차도 줄이고 있다. 폴크스바겐을 비롯한 일부 해외업체들의 전망은 악화 또는 둔화되고 있다.

그림 5. 미국/유럽 완성차업체 상대주가



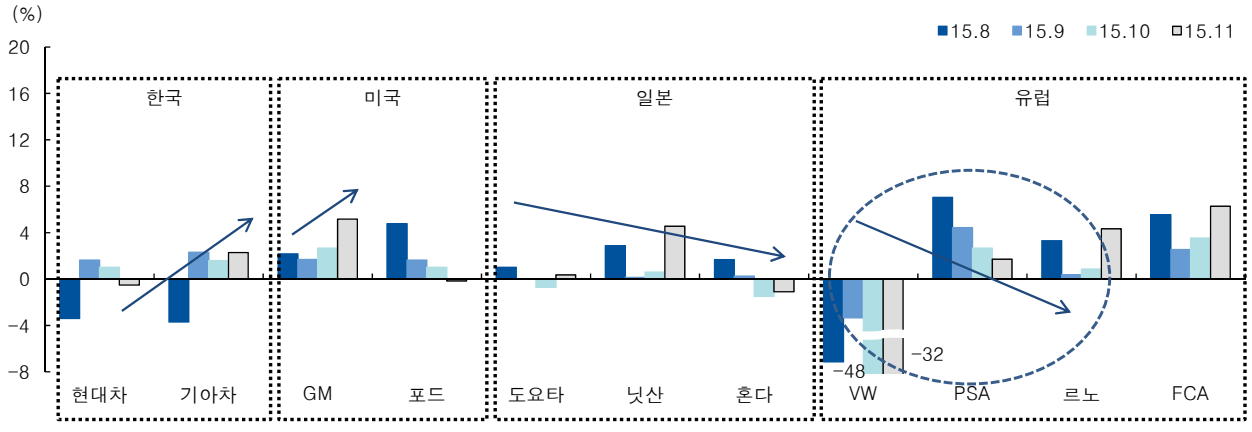
주: VW는 폴크스바겐, PSA는 푸죠씨트로엥, FCA는 피아트크라이슬러,
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 아시아 완성차업체 상대주가



주: SAIC은 상하이기차그룹, 자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 글로벌 주요 완성차업체 12m forward EPS 추정치 변화 추이



주: VW는 폴크스바겐, PSA는 푸죠씨트로엥, FCA는 피아트크라이슬러, 자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

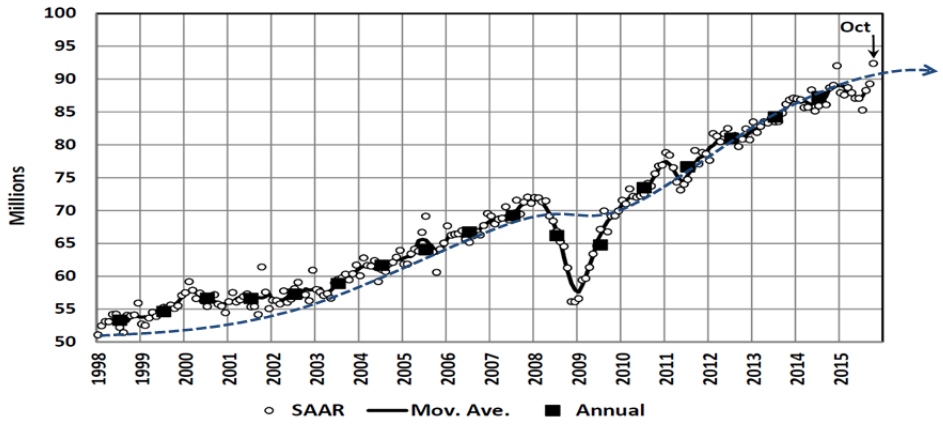
II. 2016년 전망

1. 수요 전망

글로벌 자동차수요 중기 성장둔화 추이

글로벌 자동차수요는 최근 2년간, 글로벌 금융위기 이후 가파른 성장세가 둔화 국면에 진입 중이다. 2014년 하반기 이후 러시아, 브라질 등의 침체, 올해 들어 중국시장의 급격한 성장둔화 등 BRICs 시장의 부진이 주요 원인으로 작용하고 있다. 1) 미국 등 선진권 수요의 복원 후 성숙화 전환, 2) 이머징 마켓의 구조적 성장둔화로 인해 글로벌 수요의 중기적 성장둔화가 진행되고 있다고 판단된다.

그림 8. 글로벌 자동차판매(계절조정지수) 추이



주: SAAR(Seasonally Adjusted Annual Rates; 계절조정연환산판매대수), 자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

2016년 수요성장, 소폭 회복

2015년 글로벌 자동차수요는 중국 등의 뚜렷한 회복세에 따라 4분기 중 부진을 극복할 것으로 판단된다. 그러나 연간으로는 3분기까지의 이머징 마켓 침체에 따른 부담으로 종전 예상보단 낮은 1.2%의 성장률을 달성할 것으로 예상된다. 2016년에는 중국시장의 회복세 등 이머징 마켓 안정화로 인해 2015년보다 높은 2.5%의 성장세를 나타낼 것으로 전망된다.

그림 9. 주요 지역별 자동차수요 전망

	2015F (기존)	2015F(수정)						2016F	YoY	2017F	YoY
		1Q	2Q	3Q	4Q(F)	YoY	기존 대비				
전세계	2.3%	↘	↘	→	↗	1.2%	Down	→	2.5%	↗	3.9%
미국	2.7%	↗	↘	↗	→	4.1%	Up	↘	1.9%	→	2.1%
서유럽	6.1%	↗	↗	→	→	7.6%	Up	↘	2.7%	→	2.3%
일본	-4.3%	↓	→	↘	→	-11%	Down	→	1.1%	↘	-3.7%
중국	6.4%	↘	↘	↘	↗	2.1%	Down	↗	3.5%	↗	6.1%
남미	-8.1%	↓	→	↘	↘	-20%	Down	↘	-5.7%	↗	4.9%
기타	1.4%	↘	→	↗	→	2.8%	Up	↗	3.5%	↗	4.0%
(한국)	7.5%	→	↗	↗	↗	8.9%	Up	→	2.0%	→	2.9%
Macro	미국 금리인상 기조 가운데 견조한 GDP 성장세 / 유로존 주요국의 완만한 경기 회복 지속 / 2016년 일본 GDP 성장률 소폭 개선 전망 중국 중장기 GDP 성장률 하향세 예상, 2016년 경기부양 정책 효과 기대 / 러시아, 브라질 등 주요 이머징 마켓 경기침체 지속 BRICs 중 인도 GDP 성장률 상향조정 추세(6% 대 → 7% 대)										

자료: IHS Automotive, KDB대우증권 리서치센터

북미, 서유럽 등 선진권 수요 성장세는 미국금리인상 기조와 더불어 점진적으로 둔화될 전망이다. 2016년 글로벌 업황의 방향성은 상고하저(上高下低)의 추이를 나타낼 것으로 예상된다.

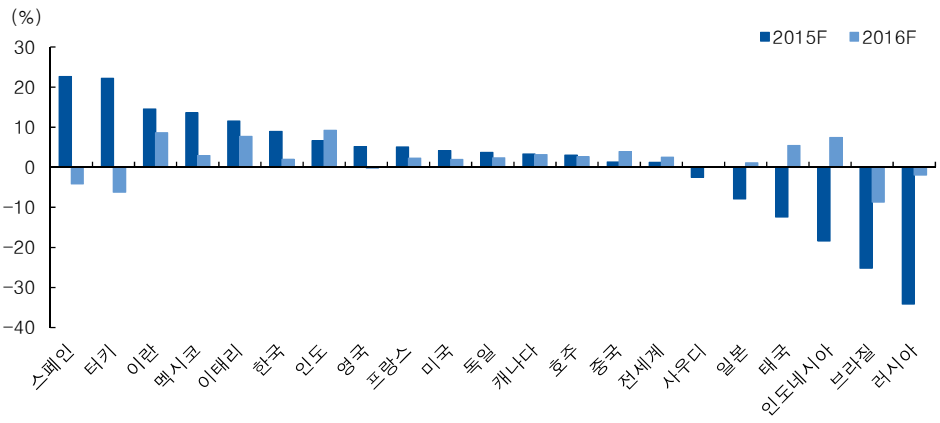
주요국 별로 보면 2015년에 뚜렷한 호조세를 나타냈던 스페인 등을 포함해 유로존 주요국 수요 성장세가 뚜렷하게 둔화될 전망이다. 폐차보조금 지급 등 정책혜택의 마감과 소비여건 둔화 등이 예상되기 때문이다. 반면 극심한 부진을 겪었던 이머징 마켓 주요국들은 부진폭을 크게 축소하거나 일부 성장세로 전환될 것으로 예상된다.

표 1. 글로벌 주요 지역별 자동차수요 전망 (천대, %)

	전세계	북미	(미국)	서유럽	동유럽	일본	중국	남미	기타	(한국)
2014	86,533	18,384	16,531	13,564	4,563	5,440	23,632	3,932	17,018	1,720
2015F	87,555	19,128	17,213	14,588	4,047	5,010	24,133	3,149	17,500	1,873
2016F	89,738	19,510	17,536	14,978	4,113	5,066	24,985	2,969	18,116	1,911
2017F	93,245	19,933	17,901	15,322	4,414	4,881	26,739	3,113	18,842	1,967

주: 1) 미국은 북미에 포함, 2) 한국은 기타에 포함, 자료: 각종 자료 종합, IHS Automotive, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 국가별 자동차수요 성장률 변화 전망

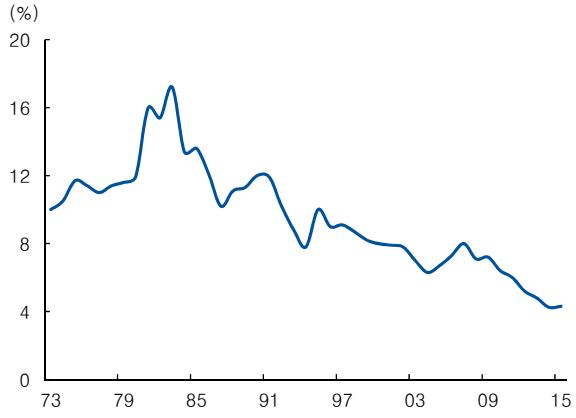


자료: IHS Automotive, KDB대우증권 리서치센터

미국수요, 성장세 둔화 예상

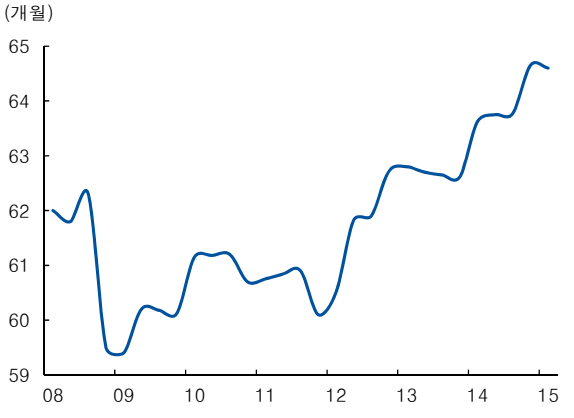
미국은 저금리, 저유가, 고용 및 경기회복 기조가 지속됨에 따라 예상을 상회하는 양호한 수요 성장세를 시현 중이다. 이 같은 성장세는 향후 예상되는 금리인상을 계기로 경기회복과 유지비 안정화 효과가 약화되면서 서서히 둔화될 전망이다. 2016년과 2017년 성장률은 2% 선으로 낮아질 전망이다. 또한 2018년은 마이너스 성장세로 전환될 가능성이 있는 것으로 판단된다.

그림 11. 미국 48개월 할부금융금리- 역사적 최저치



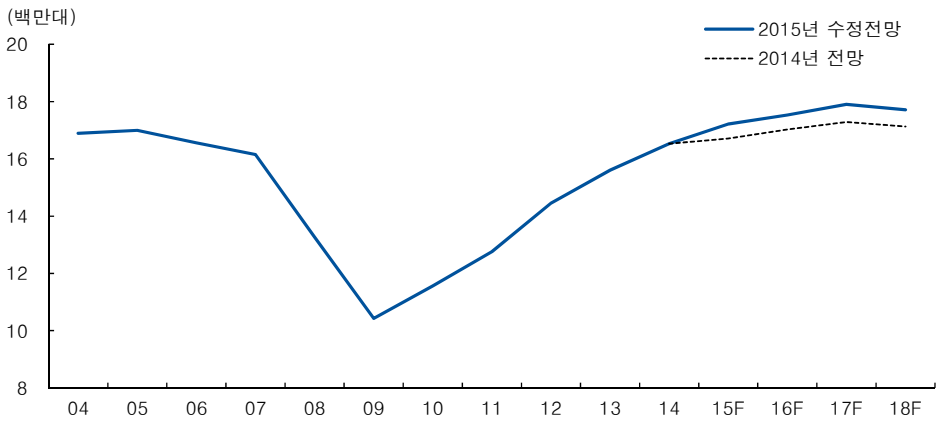
자료: IHS Automotive, 각종 자료 종합, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 미국 평균 할부금융 만기 추이- 절정 최장기 수준



자료: IHS Automotive, 각종 자료 종합, KDB대우증권 리서치센터

그림 13. 미국 Light vehicle 수요 전망

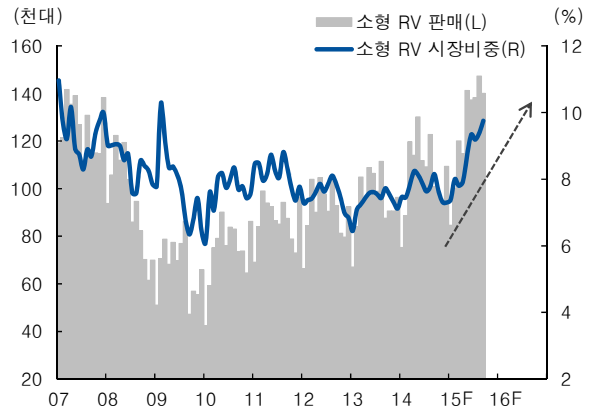


자료: IHS Automotive, Ward's Auto, KDB대우증권 리서치센터

미국 SUV 수요 강세는 새로운 기회

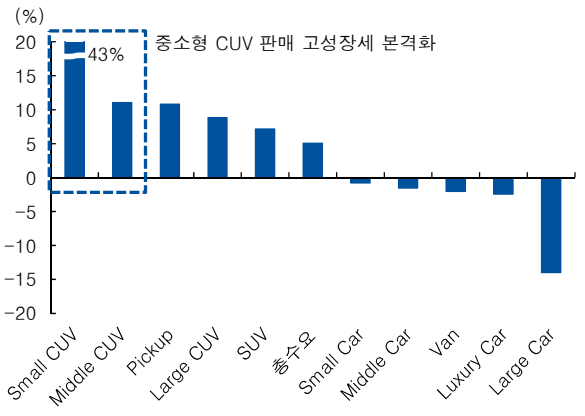
선진권과 이머징 마켓 전반적으로 RV 수요강세가 뚜렷하게 유지되고 있는 반면 세단형 승용차는 판매가 부진하다. 미국의 경우 중대형 중심의 Light truck 수요가 수년간 강세를 보이다 올해 들어서는 중소형 SUV, CUV(Crossover Utility Vehicle) 등의 RV판매가 본격적인 성장세를 나타내고 있다. 이는 해당 Segment에서 신차투입과 공급능력을 강화 중인 현대기아차의 기회로 작용할 전망이다.

그림 14. 미국 소형 RV(SUV+CUV+미니밴) 판매- 올해 성장 시작



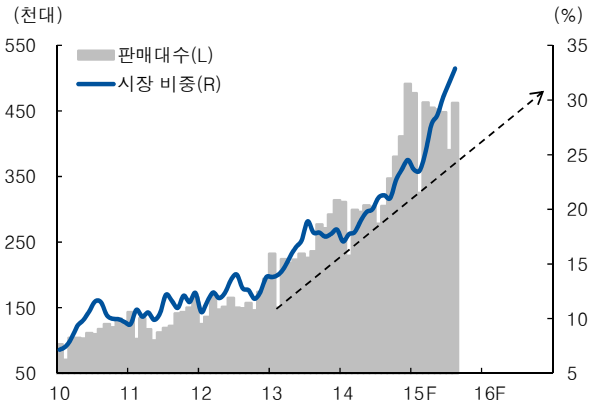
자료: Ward's Auto, KDB대우증권 리서치센터

그림 15. 미국 Segment 별 판매 YoY 성장률(2015.1~9 기준)



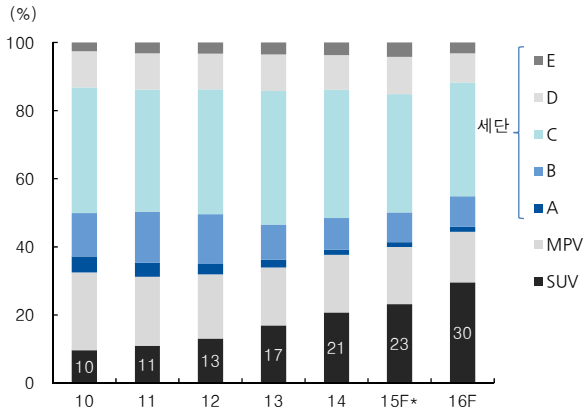
자료: Ward's Auto, KDB대우증권 리서치센터

그림 16. 중국 SUV 판매- 3Q15 시장 비중은 30%를 돌파



자료: 각종 자료 종합, KDB대우증권 리서치센터

그림 17. 중국 Segment 별 판매비중 전망- SUV 비중은 30%



주: 1) A,B 소형, C 중소형, D,E 중대형, 2) *는 업계 사업계획 조사 기준,
자료: 일본 Fourin, KDB대우증권 리서치센터

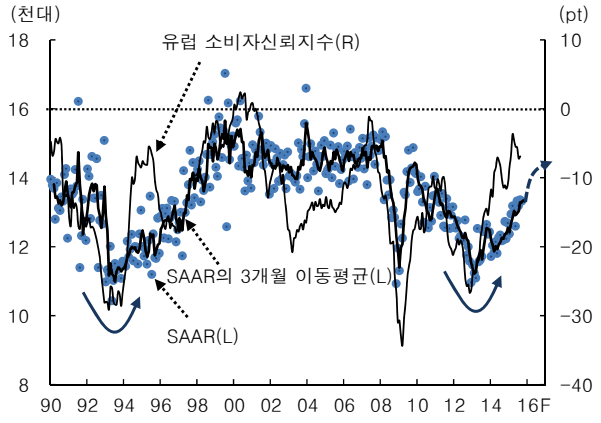
서유럽 수요, 구조적/기대이상 성장세, 2016년에는 둔화 예상

서유럽 자동차수요는 최근 2년간 뚜렷한 회복세를 나타내고 있다. 2008~2013년까지 6년 연속 감소세에서 탈피해 2014년 5% 대 성장률을 기록했다. 2015년 1~10월 누계 기준으로는 전년 대비 8.2% 증가해 성장세가 더 개선됐다. 최근 월별 수요는 26개월 연속 전년대비 성장세를 기록 중이다.

2015년에는 1) 이태리, 스페인 등 부진 국가의 수요 호전과 2) 유로존 경기부양 효과에 힘입어 기존 예상과 전년 수준을 상회하는 7% 대의 성장률을 달성할 전망이다. 수요 정상화 기조에 따른 성장세는 향후 중기적으로 지속될 수 있을 것으로 예상된다. 다만 2016년부터는 기대 이상의 가파른 성장세는 둔화될 가능성이 많다. 고성장세를 보였던 스페인 등 주요 시장이 폐차보조금과 같은 정책 소멸로 인해 뚜렷하게 위축될 전망이기 때문이다.

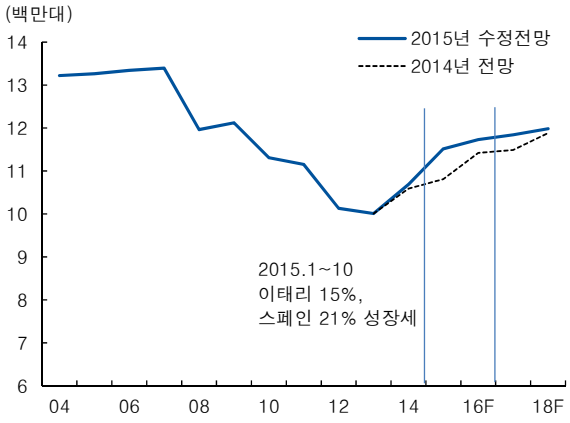
현대기아차는 서유럽 주요국 시장점유율을 지속적으로 끌어올리고 있는 상황이다. 중소형 SUV 공급능력과 상품성을 강화하면서 점유율과 함께 수익기여도를 지속적으로 높여갈 수 있을 전망이다.

그림 18. 서유럽 승용차수요(계절조정지수) 추이



주: SAAR은 계절조정연환산판매, 자료: ACEA, KDB대우증권 리서치센터

그림 19. 서유럽 주요 5개국 Light vehicle 수요 전망

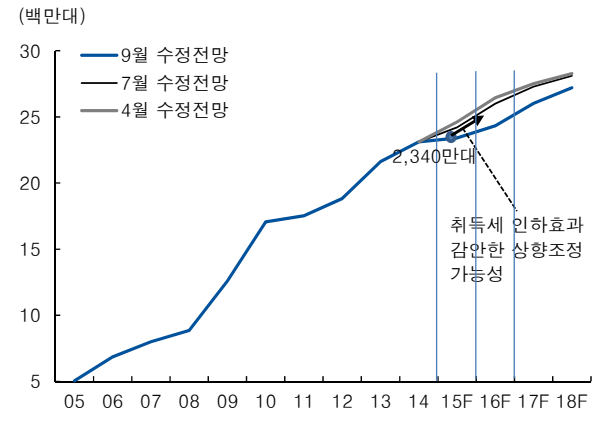


주: 독일/영국/프랑스/이태리/스페인, 자료: IHS Automotive, KDB대우증권 리서치센터

BRICs 전망, 인도/중국 맑음, 러시아/브라질 회복 지연

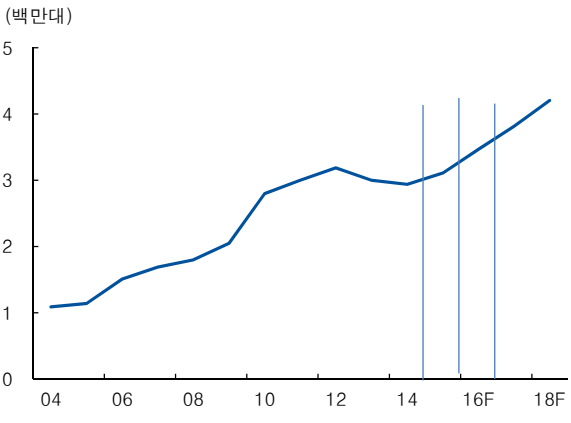
러시아와 브라질 수요 부진은 commodity 가격 약세와 미국금리인상 기조 하의 이머징 불안요인 등을 감안할 때 빨리 해소되기 힘들 전망이다. 그러나 2015년 수요 급락 상황은 어느 정도 진정될 것으로 예상된다. 중국은 취득세 인하 등 수요부양효과에 따라 기존 침체에서 신속하게 벗어나 양호한 성장세를 나타낼 전망이다. 인도는 경기호조, 경제성장과 더불어 자동차 수요의 장기 성장세를 지속할 전망이다. 2015년 5.8%에 이어 2016년 11.6%로 수요 성장세가 강화될 것으로 예상된다.

그림 20. 중국 Light vehicle 수요 전망



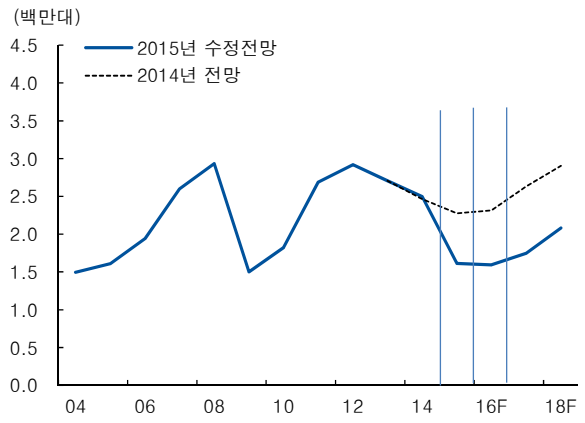
자료: IHS Automotive, KDB대우증권 리서치센터

그림 21. 인도 Light vehicle 수요 전망



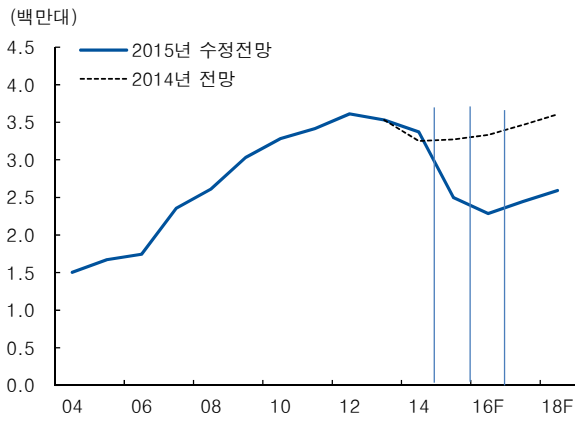
자료: IHS Automotive, KDB대우증권 리서치센터

그림 22. 러시아 Light vehicle 수요 전망



자료: IHS Automotive, KDB대우증권 리서치센터

그림 23. 브라질 Light vehicle 수요 전망



자료: IHS Automotive, KDB대우증권 리서치센터

2. 공급 및 업계 전망

현대기아, 신차와 핵심차종 비중 상승

2016년 중 현대기아차의 신차비중은 주요 시장 전반에서 온기로 상승할 전망이다. 특히 현대차의 경우 매출로 인식되는 신차판매 비중은 2014년부터 2015년 상반기까지 경쟁업체보다 부진한 추이를 나타냈다고 평가된다. 시장수요에 부합하는 SUV 모델의 경우 라인업 부족에다 생산능력 부족 문제까지 겹치면서 내수, 미국, 중국 시장 등에서의 판매부진 원인이 됐다. 2015년 하반기 이후에는 내수 시장과 해외 시장에서의 투입이 본격화되면서 SUV와 신차판매 실적이 개선될 전망이다.

중국 시장의 경우 현대기아차 양사 모두 핵심 SUV와 D Segment 세단에서 1,600cc 급 신형 GDI Turbo 엔진을 장착하는 등 다운싸이징 신엔진 비중이 늘어날 전망이다. 이에 따라 취득세 인하가 적용되는 모델 판매비중이 70%를 뚜렷하게 상회해 판매실적 증진에 기여할 것으로 판단된다.

중기 이상에서도 1) 중국에서의 중소형 SUV 라인업 강화, 2) 하이브리드 및 PHEV(플러그인하이브리드) 전용모델 등 친환경차 라인업 확대, 3) 고급차 브랜드 및 고성능차 트림 런칭 본격화(현대차), 4) SUV 등 RV 풀라인업 구축(기아차) 등 근본적인 제품경쟁력 개선을 모색할 전망이다.

표 2. 현대기아차 신차출시 일정- 2016년 신차비중과 SUV, 친환경차 등 핵심 차량 비중 상승 본격화

		1Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1H15	2H15	2016	2017~
현대차	한국	맥스크루즈		제네시스	그랜저 (HEV)	쏘나타	그랜저 (디젤)	아슬란	투싼	엘란트라, 에쿠스	전용차 (HEV,PHEV, EV), 1H16 엑센트, 그랜저(2H16)	1) SUV/CUV 보강, 2) 고성능 'N' 브랜드 모델런칭, 3)고급차 라인업 보강 및 차명개편, 4) 친환경차 7개→22대('20년)
	미국	산타페	맥스크루즈			제네시스	쏘나타		투싼	엘란트라		
	유럽	산타페		i10			제네시스	i20, 쏘나타		투싼		
	중국			미스트라		제네시스		ix25	쏘나타(LF)	투싼	엘란트라(1H16), 엑센트(2 Ver.)(2H16)	
기아차	한국			쏘울	K5,K7 HEV	카니발		쏘렌토	K5	스포티지	K7(2016.1), 전용차 (B Seg. HEV)(1H16) 모닝, 프라이드(2H16)	1) 쏘렌토 중국생산 (1H17), A Seg. CUV 중국출시 (2H17), 2) SUV/RV 라인업 고급화, 3) 친환경차 4개→11개('20년)
	미국 (중남미)			쏘울	K9			카니발, 쏘렌토		K5	스포티지(2016.2), K7, K2, K3, 2H16 (멕시코 현지생산)	
	유럽					쏘울		카니발, 쏘렌토		스포티지		
	중국							K4	KX3	K5	스포티지(1H16), K2(2H16)	

자료: 각사 자료, 각종 자료 종합, KDB대우증권 리서치센터

파워트레인의 경우 2,000cc 이하의 다운싸이징 신엔진 장착 확대와 3,000cc 이상 급에서의 고성능 터보차저 엔진 도입이 추진될 예정이다. 2016년초에 출시될 하이브리드 전용모델 AE(현대차), DE(기아차) 등에 1,600cc GDI 엣킨슨 싸이클 엔진이 탑재될 전망이다. 곧 출시를 앞두고 있는 제네시스 EQ900 등 차세대 고급세단에는 3,300cc 트윈터보차저 가솔린엔진이 장착될 예정이다. 9단 자동변속기, 듀얼클러치, CVT(무단변속기) 등 변속기 다단화, 다변화도 2020년까지 가속화될 전망이다.

그림 24. 현대차 제네시스 브랜드 비전G 쿠페 컨셉

자료: 각종 보도자료, KDB대우증권 리서치센터

그림 25. 현대차 제네시스 EQ900(에쿠스 후속) 랜더링 이미지

자료: 각종 보도자료, KDB대우증권 리서치센터

그림 26. 현대차 하이브리드 전용모델 AE

자료: 네이버, KDB대우증권 리서치센터

그림 27. 기아차 하이브리드 전용모델 DE 랜더링 이미지

자료: 각종 보도자료, KDB대우증권 리서치센터

그림 28. 기아차 신형 K7 외관

자료: 각종 보도자료, KDB대우증권 리서치센터

그림 29. 기아차 신형 K7 인테리어 랜더링 이미지

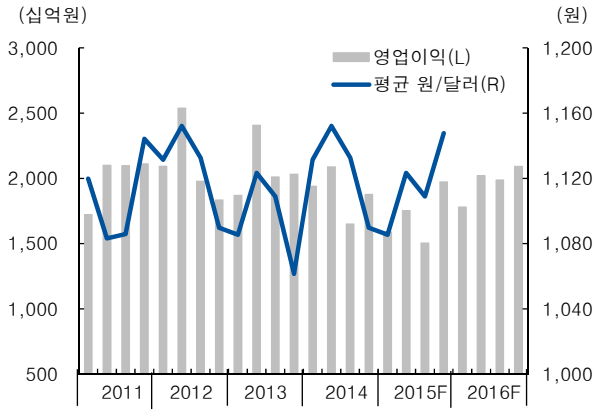
자료: 각종 보도자료, KDB대우증권 리서치센터

원화약세 여건 긍정적

원/달러 환율은 중기적으로 1,150원에서 1,100원 미만으로 뚜렷하게 하락한 이후 1,150원 이상으로 복원 중이다. 미국금리인상 기조를 계기로 원화약세가 재현되고 있다. 또한 엔화, 유로화 등 주요 통화 대비 강세에 따른 부담도 해소되는 중이다. 1,150원에서 평균 수준이 안정적으로 유지될 경우 한국 완성차와 주요 부품업체들의 수익은 상향 방향성이 뚜렷할 전망이다. 만약 원/달러 환율이 1,200원 이상으로 올라갈 경우에는 수익의 두드러진 상향요인으로 작용할 수 있다.

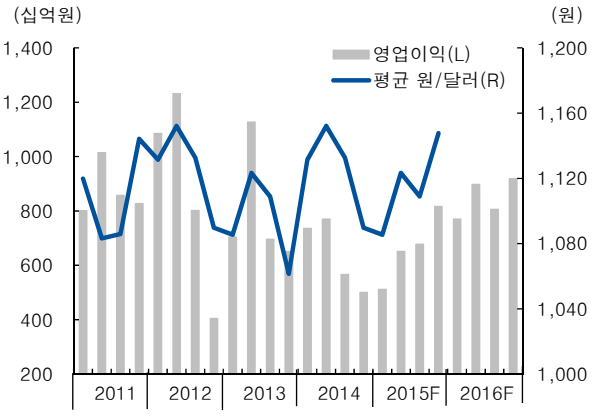
현대차와 기아차의 경우 원/달러 환율이 10% 상승할 때 영업이익 상승 강도가 각각 15%, 28%에 달할 전망이다. 기아차가 상대적으로 높은 환율민감도를 가지고 있어 원화약세의 수혜폭이 크다. 다만 과거에 비해서는 높아진 이머징 마켓 의존도와 달러매출 비중 감소를 감안한다면 원/달러 환율 상승만으로의 긍정적 효과는 제한적인 측면도 있다. 2016년에는 루블화(러시아), 헤알화(브라질) 등 기타 통화의 급격한 약세가 진정되는 분위기도 필요하다.

그림 30. 원/달러와 현대차 영업이익



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 31. 원/달러와 기아차 영업이익- 현대차보다 높은 민감도



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

4Q15/2016 한국업체 투자매력 향상

글로벌 완성차업체 Peer Group 내에서는 2015년 상반기까지와는 달리 현대기아차의 종합적인 투자매력도가 개선될 전망이다. 1) 4Q15/1H16 중심의 실적모멘텀 개선, 2) 환율여건 호전 수혜, 3) 밸류에이션 매력 등이 주된 근거로 거론될 수 있다.

표 3. 글로벌 자동차업체들의 상대적 투자매력 평가

	2Q15 영업실적			향후 환율영향 시나리오	밸류에이션 매력	기존주가 대비 반등여력	모멘텀 지표 (16F EPS성장률 추이)	종합 매력도
	YoY	QoQ	컨센서스 대비					
GM	↑	↑	↓	↘	↗	↗	↗	↗
포드	↑	↑	↑	↘	→	↗	↗	↗
VW	↘	↘	↘	→	↘	→	↘	↘
르노	↑	↑	↑	→	↗	→	↗	↗
PSA	↑	↑	↑	→	→	↘	↑	→
다임러	↑	↗	↗	→	→	↗	→	→
BMW	↘	→	→	→	↘	→	↘	→
FCA	↑	↑	↗	→	↘	→	↑	↗
도요타	→	↑	→	↘	→	↗	↘	→
닛산	↑	↗	↗	→	→	→	→	→
혼다	↗	↑	↗	→	↘	↗	↗	→
현대차	↘	→	↗	↗	↗	↗	↗	↗
기아차	↓	↗	→	↗	↗	↗	↗	↗

주: VW는 폴크스바겐, PSA는 푸죠씨트로엥, FCA는 피아트크라이슬러, 자료: 각사, 각종 자료 종합, KDB대우증권 리서치센터

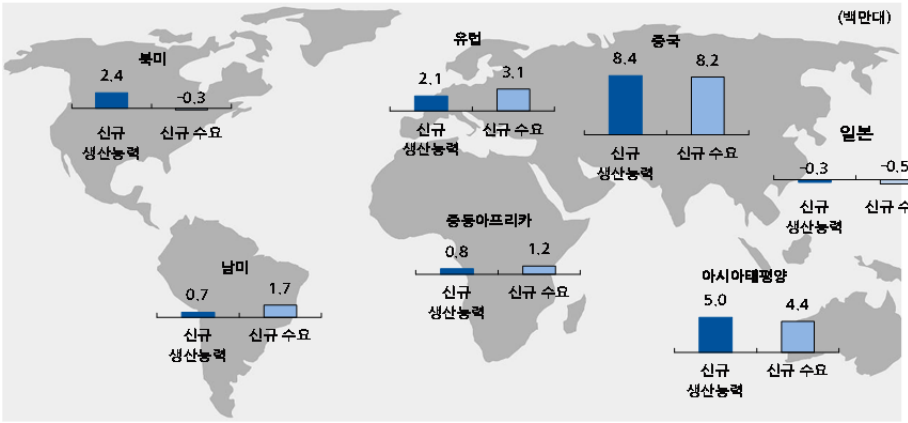
III. 중장기 전망

1. 공급우위 지속

중국, 아시아태평양, 북중미 생산능력 증가세 주목

핵심 권역에서 글로벌 메이커들의 생산능력 확대는 지속될 전망이다. 장기적으로 심각한 공급과잉은 아니더라도 공급우위 여건이 지속됨에 따른 구조적인 경쟁심화가 예상된다. 중국에서는 폴크스바겐, GM, 일본 업체 등 글로벌 자동차그룹 생산능력이 공격적으로 증강될 예정이다. 북중미(미국, 멕시코 등), 아시아태평양 지역에서의 생산능력 증가도 대규모로 글로벌 공급우위 여건을 만드는 데 큰 영향을 미칠 전망이다. 성장 시장 중심의 생산능력 배치, 저비용/고효율 생산기지 구축 필요성에 따라 업계의 관심이 지속될 수밖에 없을 것으로 판단된다.

그림 32. 중장기(2015~2022년) 전세계 생산능력 및 수요증가 전망- 중국/아태/북미 공급우위 뚜렷



자료: IHS Automotive, KDB대우증권 리서치센터

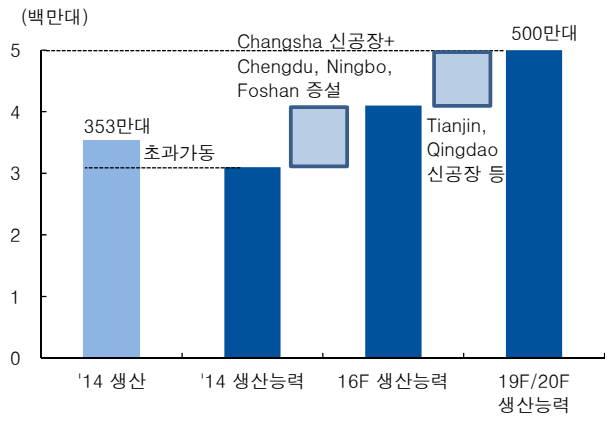
VW 중국 공격적 투자, 큰 틀에서 기조유지 예상

폴크스바겐 그룹의 중장기 중국 생산능력 증강계획은 2016년 400만대(현재 310만대 추정), 2019~2020년 중 500만대 이상에 달하고 있다. 향후 4~5년간 200만대 내외 신규생산능력 확보를 위해 80~90억 달러 선이 소요될 것으로 판단된다. 다만 1) 중국 비중은 크지 않고, 2) 시장공략을 염두에 두거나 3) 이미 투자진행 단계인 비중이 높아 그룹의 글로벌 투자가 '디젤게이트'로 인해 위축되더라도 크게 수정되지 않을 전망이다. 설비투자 축소에 의한 상대적 수혜는 기대하기 어렵다.

그림 33. 폴크스바겐 그룹 중국 생산능력 현황 및 전망

주: 파란색은 계획, 자료: VWC IR자료, 각종 자료 종합, KDB대우증권 리서치센터

그림 34. 폴크스바겐 그룹 중국 생산능력 계획



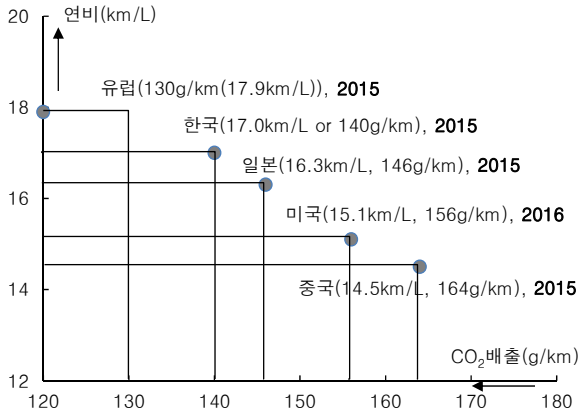
자료: VWC IR자료, KDB대우증권 리서치센터

2. 환경규제와 디젤게이트 영향

가시화되고 있는 환경규제 강화일정

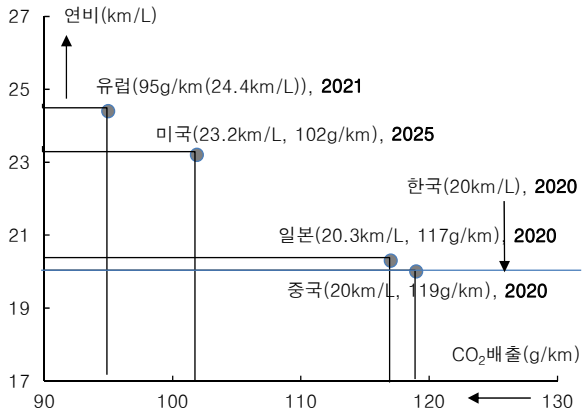
한국을 포함한 전세계 주요국의 연비와 CO_2(이산화탄소) 배출규제는 올해와 2016년, 2021~2025년을 기점으로 뚜렷하게 강화될 방침이다. 올해부터 유럽과 한국에서는 '유로5'에서 '유로6'로 공해물질 배출규제가 업그레이드돼 업계에서 새로운 엔진을 장착한 신차를 출시한 상황이다. 2021년 신차에 적용될 예정인 유럽 규제의 경우 CO_2 배출제한을 1km 주행당 95g(연비 환산시 24.4km/L)로 해 현행 135g/km에 비해 대단히 높다. 초과 배출에 대한 과징금도 크게 인상될 전망이다. 또한 폴크스바겐의 '디젤게이트'를 계기로 환경규제는 더욱 강화될 조짐이어서 업계의 대응부담이 클 전망이다.

그림 35. 2015년 기점 한국 포함 주요국 환경규제



자료: 각종 자료 종합, KDB대우증권 리서치센터

그림 36. 향후 5년 이후 주요국 자동차 관련 환경규제 대폭 강화



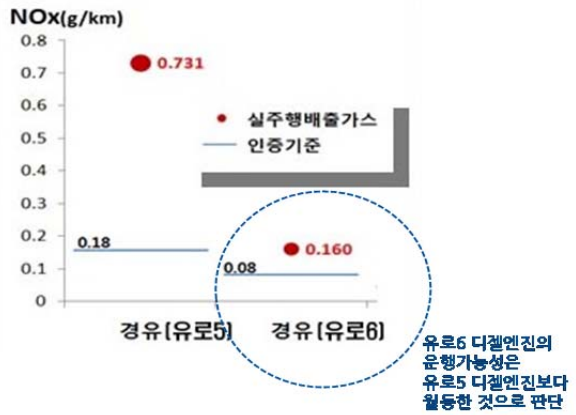
자료: 각종 자료 종합, KDB대우증권 리서치센터

VW 디젤게이트 계기로 친환경차 등 대안 모색 필요

폴크스바겐 그룹이 미국에서 배출가스 검사를 조작해 온 것이 발각되면서 전세계적으로 파장이 커지고 있으며, 막대한 손실발생이 우려되고 있다. 동시에 디젤차량 시장의 축소 위험도 커지고 있는 상황이다.

이번 '디젤게이트'의 초점이 된 디젤엔진 배출가스(NOx; 질소산화물) 저감방식은 LNT(Lean NOx Trap; 희박질소촉매)로서 주로 유로5 기준의 저가 양산차에 적용된 방식이다. 유로6 기준의 엔진이면서, SCR(Selective Catalytic Reduction; 선택적환원촉매) 방식을 주로 쓰는 고가차량은 실도로주행시험에서의 배출가스 기준초과 문제가 거의 없는 것으로 파악된다. 기존 실험실 측정에서 실도로주행 측정으로 배출가스검사 방식이 빨리 바뀐다면 저가양산 디젤차 시장은 크게 위축될 수 있다.

그림 37. 유로6 엔진의 친환경성 대폭 개선됐지만 여전히 기준 초과



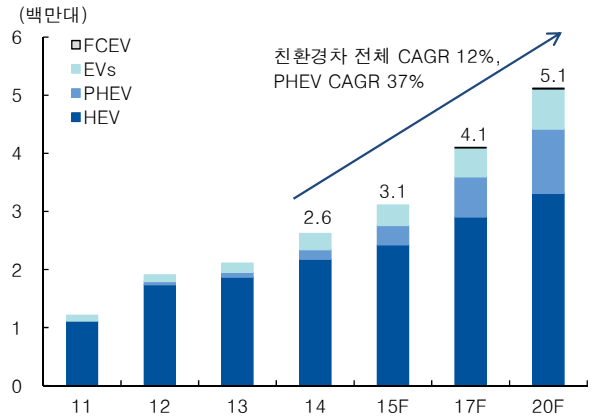
자료: 글로벌오토뉴스에서 재인용, KDB대우증권 리서치센터

그림 38. 디젤 차량의 배출가스(NOx) 저감방식 비교

자료: 매일경제신문, KDB대우증권 리서치센터

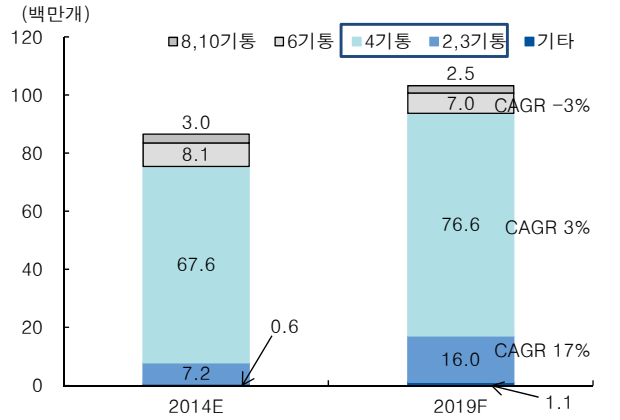
유로6 기준 디젤엔진의 경우 LNT 방식을 쓰는 차량 역시 유로5 기준 엔진에 비해 크게 개선됐다. 그러나 실도로주행에서 여전히 규제치를 2배 이상 초과하는 배출가스가 나오는 것으로 나타났다. 유럽에서는 2017년 9월로 예정된 실도로주행 측정법 도입시점을 2016년 중으로 앞당길 것을 논의 중인 것으로 추정된다. 부정적인 시나리오에서 디젤시장이 뚜렷하게 축소된다면 전기차, 하이브리드 차량 중심의 친환경차 시장과 고효율의 가솔린 다운싸이징 추세가 기존 전망보다 더욱 빠르게 확대될 수 있다. 현대차 그룹에는 위기이자 좋은 기회가 될 수 있다.

그림 39. Type 별 친환경차 시장 수요 전망



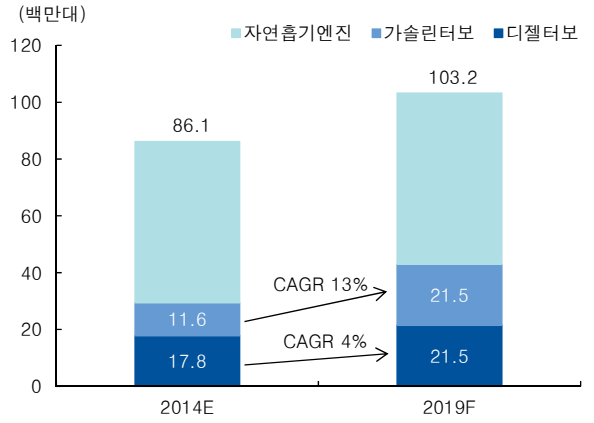
자료: KPMG's Global Automotive Executive Survey 2015, KDB대우증권 리서치센터

그림 40. 내연기관 '다운싸이징(저배기량 고출력화)' 추세 진전



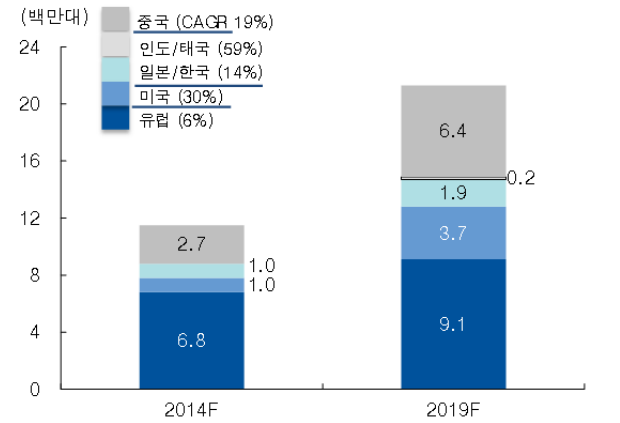
자료: 각종 자료 종합, KDB대우증권 리서치센터

그림 41. 전세계 터보차저 장착엔진 수요 전망- 가솔린 위주 고성장



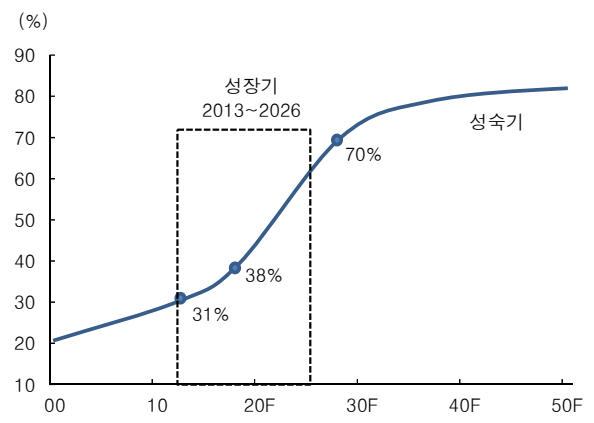
자료: BorgWarner, Honeywell, 각종 자료 종합, KDB대우증권 리서치센터

그림 42.가솔린 터보차저 장착 엔진 지역별 수요 전망-아시아 주목



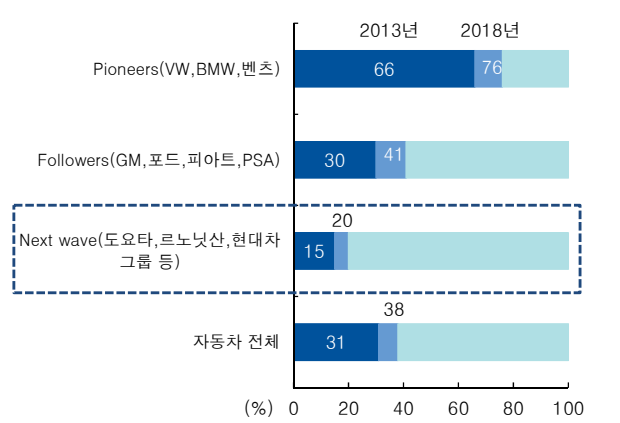
자료: BorgWarner, Honeywell, 각종 자료 종합, KDB대우증권 리서치센터

그림 43. 터보차저 시장비중 장기 전망-2020년 전후 10년간 붐업



자료: BorgWarner, Honeywell, 각종 자료 종합, KDB대우증권 리서치센터

그림 44. 업체군별 터보차저 비중 전망- 현대기아차 고성장 전망



자료: BorgWarner, Honeywell, 각종 자료 종합, KDB대우증권 리서치센터

3. 스마트카 전망

각국 NCAP 도입스케줄과 함께 DAS 장비 시장 고성장 가시화

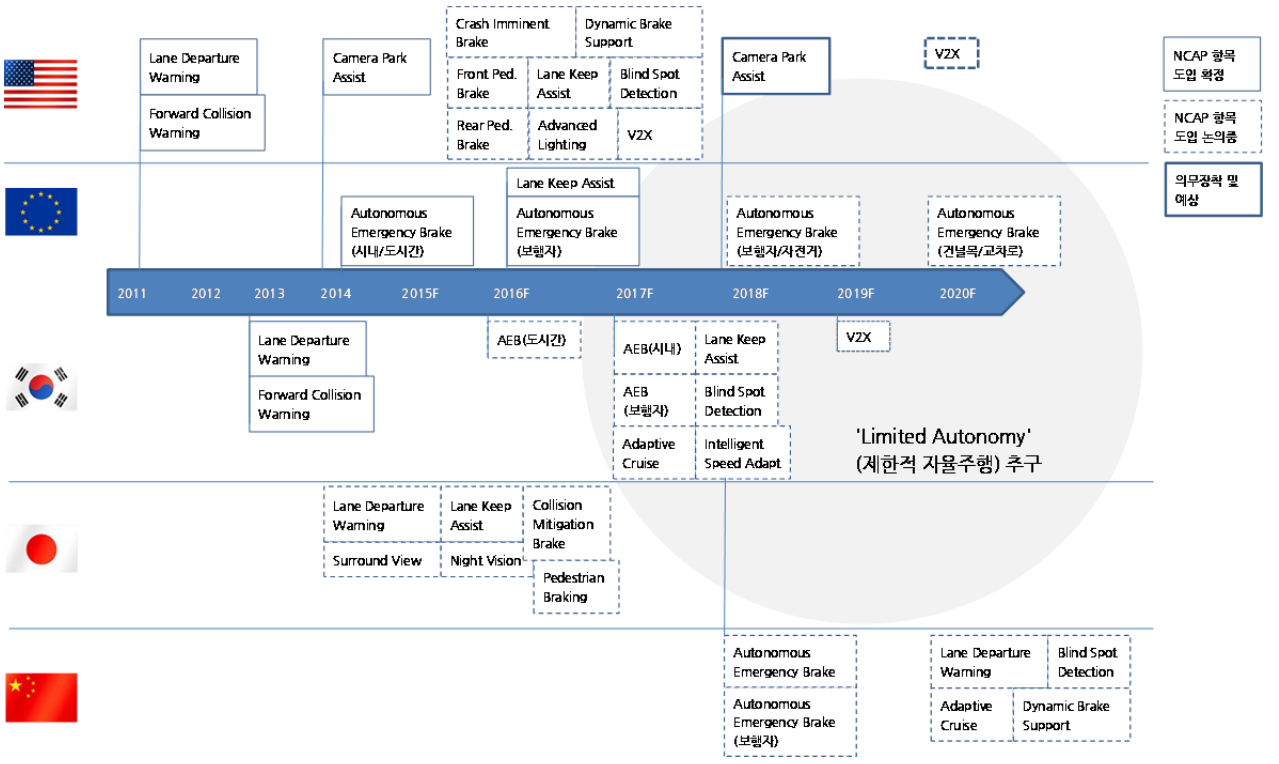
미국, 유럽을 중심으로 NCAP(New Car Assessment Program; 신차안전평가제도)에서 스마트카 관련 각종 장비 장착여부를 평가에 반영(장착할수록 상위등급 또는 최고등급 획득에 매우 유리)하거나 의무장착을 검토하는 움직임이 활발하다. 미국에서는 이미 차선이탈경고(Lane Departure Warning), 전방충돌경고(Forward Collision Warning), 주차보조카메라(Camera Park Assist.) 등 안전장비 장착 여부를 2014년 이전에 차량평가에 반영했다.

최근에는 차선유지/충돌방지 브레이크/자동제동지원/사각지대경고/스마트라이팅/차량및도로인프라간 통신시스템(V2X) 등 능동안전과 자율주행 관련 시스템들을 묶어 2017년 이후 평가제도에 반영할 것을 검토 중인 상태이다. 유럽은 능동안전과 자율주행에 있어서 내연기관 자동차업계와 정책당국의 태도가 최근 매우 적극적이다. 유로 NCAP의 경우 충돌사고 및 인명피해 예방에 초점을 둬 모든 경우의 주행상황에서와 보행자, 자전거와의 충돌사고까지 예방할 수 있는 긴급자동제동(Autonomous Emergency Brake) 장치의 평가항목 도입일정을 서두르고 있다.

한국도 안전운행과 부분적 자율주행 기능에 초점을 둔 장비들의 평가항목 도입을 2016년 이후로 보다 적극적으로 검토 중이다. 특히 긴급자동제동에 있어서는 정책당국이 최근 적극적인 장착 유도 움직임을 보이고 있다.

이 같은 DAS(Driver Assistance System) 또는 스마트카 관련 첨단장비는 최근 업계의 상품화 일정도 더욱 가속화되고 있다. 또한 하나의 제어시스템을 통해 여러 기능들이 유기적으로 작동(융복합)할 수 있게 함으로써 자율주행을 실현할 수 있는 단계로 이행 중이다. 2020년대에는 고속도로 시스템 등에서 제한적으로 자율주행이 가능한 스마트카 이용이 가능할 것으로 보인다. 이에 따라 DAS 시장도 같은 기간 중 고성장세가 본격화될 전망이다.

그림 45. 주요국 NCAP(신차평가제도)의 DAS(Driver Assistance System) 기능 도입(검토) 일정- 2018년 이후 스마트카 장비 고성장 전망



주: V2X는 'Vehicle to everything'으로 차량간/도로인프라간 커뮤니케이션 시스템, 자료: IHS Automotive, KDB대우증권 리서치센터

한국에서는 현대모비스와 만도가 DAS 또는 스마트카 장비 관련 성장이 유망한 대표적 부품업체이다. 현대모비스는 현대기아차의 DAS 장비 도입에 따른 가장 대표적인 수혜업체이다. 양산차로 DAS 장비도입 관련 정책적 유도와 시장 확대가 본격화될수록 가장 유리하다. 만도의 경우 프리미엄 차량에 ASP가 높은 시스템군을 납품하고 있다. 최근 현대차가 발표한 제네시스 브랜드화와 모델라인업 구축 전략이 큰 성공을 거둘 경우 수혜가 클 전망이다.

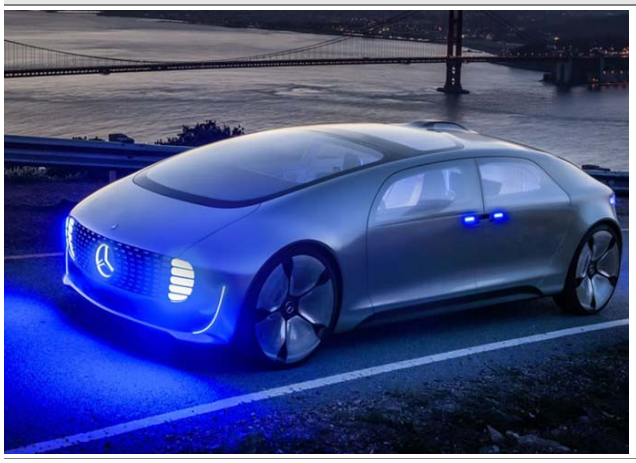
그림 46. 볼보 신형 XC90 SUV의 Advanced Emergency Braking

자료: Volvo, KDB대우증권 리서치센터

그림 47. 테슬라의 자율주행 컨셉

자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 48. 벤츠의 F015(Intelligent Drive) 컨셉카



자료: Google, KDB대우증권 리서치센터

그림 49. 벤츠의 자율주행 컨셉

자료: Google, KDB대우증권 리서치센터

그림 50. 제네시스 무인차 자율주행 퍼포먼스

자료: 현대차, KDB대우증권 리서치센터

그림 51. 제네시스 무인차 자율주행 퍼포먼스

자료: 현대차, KDB대우증권 리서치센터

IV. 이슈분석 '중국'

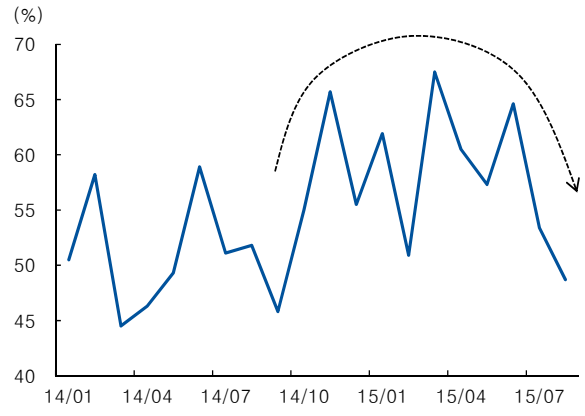
1. 2016/중장기 수요 전망

중국 자동차수요는 경기위축, 주식시장 침체, 정부의 부정부패 척결로 인한 소비심리 위축 등에 따라 2분기부터 침체됐다가 최근 빠르게 안정을 찾는 분위기이다.

2014년 10월 이후 뚜렷한 상승세를 보였던 자동차 재고지수는 2015년 7월부터 하향안정화 추세로 접어들었다. 업계 전반적으로 판매가격을 인하하고 재고조정에 나선 결과로 분석된다. 딜러재고가 크게 감축되고 있는 가운데 소매판매가 전년 대비 증가세로 반전됐다. 중기적으로 긍정적 신호가 나온 것으로 판단된다.

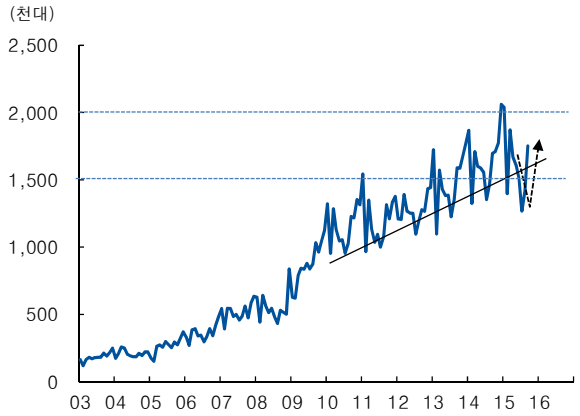
중국정부가 배기량 1,600cc 이하 소형차에 대한 취득세를 2015년 10월부터 2016년말까지 한시적으로 인하하기로 결정했다. 이로 인해 2015년 자동차 총수요 성장률 전망을 종전 2% 대에서 4% 선으로 다시 상향조정할 수 있을 것으로 보인다. 산술적으로 남은 4Q15 기간중 전년 대비 10% 이상의 성장세를 보일 가능성을 높게 보고 있다. 2016년의 경우 종전 3~5% 선 성장률에서 5~10% 선 성장률 달성 전망으로 상향조정 가능한 상황이다. 중장기적으로는 연평균 4% 대 이하의 성장세로 하향안정화되면서 2020년대 들어 3천만대 시장규모가 형성될 전망이다.

그림 52. 중국 자동차재고 지수(Vehicle Inventory Alert Index)



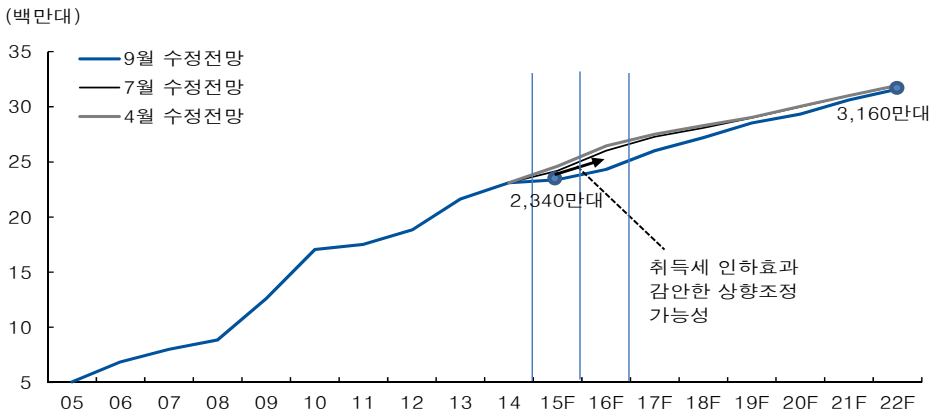
자료: 중국자동차딜러협회, KDB대우증권 리서치센터

그림 53. 중국 승용차 수요 추이- 9월 침체에서 벗어나 반등



자료: 중국자동차딜러협회, KDB대우증권 리서치센터

그림 54. 중국 Light vehicle 수요 장기전망- 취득세 인하로 2016년 수요성장 회복, 장기적으론 저성장 관점



자료: IHS Automotive, KDB대우증권 리서치센터

2. 중장기 중소도시 위주 수요 고성장

내륙, 서부지역 등의 후선(주로 3, 4선) 도시개발과 함께 중소도시 중심의 수요 고성장세가 향후에도 지속될 것으로 예상되고 있다. 대도시 중심으로는 여전히 수요 성숙화와 환경규제에 따른 자동차 등록제한으로 인해 성장 전망이 어두울 것으로 보인다. 로컬업체들은 저가, 저사양 자동차 수요 증가 추세에 맞춰 고성장세를 지속할 것으로 판단된다. 로컬업체 판매가 차지하는 자동차시장 내 비중은 30% 수준에서 중기적으로 35% 선까지 상승할 것으로 전망된다.

GW(장성기차) Haval 브랜드, Changan(장안기차) 등 인기차종을 생산 중이며, 글로벌 수준으로 품질을 높이고 있는 업체들의 장기성장 전망을 긍정적으로 판단 중이다. 친환경차 시장 성장잠재력 측면에서 BYD의 성장비전도 비교적 긍정적으로 보고 있다. 한편 글로벌 브랜드 합작법인 가운데에서는 일본계와 GM 등의 성장만회가 상대적으로 더 인상적일 것으로 보인다.

폴크스바겐 등 유럽계 업체들의 시장지위는 위축될 가능성이 많은 것으로 판단된다. 폴크스바겐 그룹의 경우 9월 그룹 판매실적은 전년동월 대비 0.8% 감소한 것으로 잠정집계됐다. 전월까지와 비교해 다소 회복된 흐름을 나타냈지만 시장수요 성장률은 여전히 하회하는 성적이다. 4분기부터 취득세 인하 등에 힘입은 시장수요 회복흐름에 편승할 것으로 기대 중이다. 폴크스바겐 브랜드 라인업의 2/3 수준이 취득세 인하혜택을 받을 수 있는 상황이다.

한편 부족한 SUV 라인업(자사 총판매의 15% 비중, SUV시장 비중은 32% 선), 중소도시에서의 상대적 열세 등 구조적 문제를 당장 해결하기는 어렵다는 판단이다. 10월 방문조사를 통해 중기적인 시장지위 약화를 예상하는 현지 컨센서스와 폴크스바겐 측의 인정을 확인할 수 있었다.

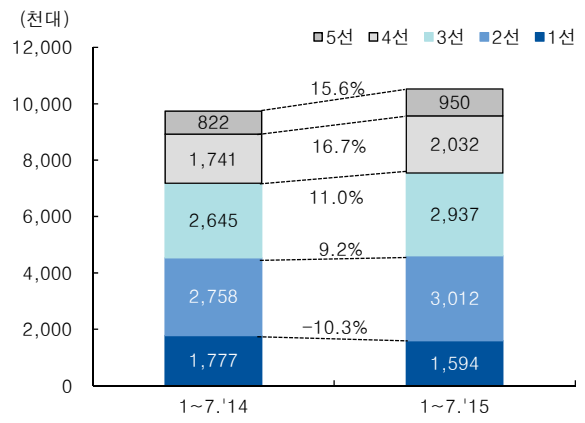
한편 자동차 판매가격의 하락세는 2016년에도 지속될 것으로 보고 있다. 다만 올해 5~10% 선의 업계 판매가격 인하폭은 기존 재고조정과 취득세 인하혜택 영향 등을 감안할 때 2016년 중 5% 이하로 낮아질 전망이다.

표 4. 중국 City Level 별 규모 및 자동차보급률 현황

	도시 수	거주인구(도시당 평균)	자동차보급률
1선(베이징/상하이/광저우)	9개	1,700만	133대
2선(Dalian/Xi'an/Changsha)	26개	840만	114대
3선(Shantou/Hengshui/Jingdezhen…)	68개	490만	74대
4선(Guyuan/Yaan/Zigong…)	109개	400만	35대
5선(Haibei/Jinchang/Turpan…)	135개	180만	30대

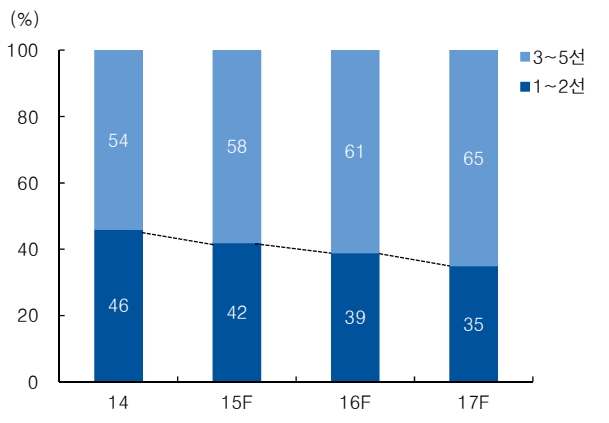
주: 자동차보급률은 인구 천명당 보유대수, 자료: VWC IR자료, KDB대우증권 리서치센터

그림 55. City level 별 자동차수요 성장률– 중소도시 고성장세



자료: VWC IR자료, KDB대우증권 리서치센터

그림 56. City level 별 자동차수요 비중 전망



자료: VWC IR자료, KDB대우증권 리서치센터

3. 중국탐방을 통한 가동회복 상황 확인

10월 중 다음과 같은 중국 사업장 탐방을 통해 업황과 가동회복 상황을 확인했다.

1) CITIC 증권(中信證券) 리서치센터 자동차담당 애널리스트

- 일시: 10월 13일 10:00~11:00

- 미팅주제: 중국 자동차 시장 동향 및 전망, 업계 동향, 산업정책 동향, 기타 주요 이슈

2) 만도 북경법인(Mando Beijing Automotive Chassis System)

- 일시: 10월 13일 13:00~14:20

- 미팅주제: 북경공장 사업현황 및 전망, 회사의 시장동향 파악 현황, 현대기아차 및 他OE 사업현황

- 섀시 시스템(브레이크, 써스팬션 조립생산) 생산라인 시찰

3) 만도 중국 R&D센터(Mando Beijing Automotive Components R&D Center)

- 일시: 10월 13일 14:20~15:00

- 미팅주제: 글로벌 및 중국 R&D센터 기능, 현황, 투자 등 전망, 주행시험장 현황 등

4) VWC(Volkswagen Group China) IR 미팅

- 일시: 10월 13일 16:00~17:00

- 미팅주제: 폴크스바겐 중국사업 일반 현황, 생산판매, 영업실적 현황 및 전망, 투자 전망, 그룹 사업 방향 수정 가능성과 중국사업 영향 등 파악

5) 평화정공 북경법인(PHA BEIJING)

- 일시: 10월 14일 10:50~12:00

- 미팅주제: 중국사업 일반현황, 북경공장 사업현황 및 전망, 회사의 시장동향 파악 현황, 현대기아차 및 他OE 사업현황

- 도어시스템 부품(도어모듈, 래치, 힌지, 스트라이커 등) 생산라인 시찰

만도 북경공장은 북경현대 등에 CBS(Conventional Brake System, 브레이크 캘리퍼, 마스터부스터 등), EPB(Electric Parking brake), Suspension(댐퍼, 쇼크업쇼버 등) 시스템을 조립, 생산해 납품하고 있다. 3분기 가동률은 7월까지 크게 부진하다가 8월 80% 선, 9월 90% 대로 빠르게 회복됐다. 평화정공 북경공장은 현대차에 도어모듈과 래치시스템(잠금장치)을 납품 중이다. 동사의 경우에도 7월 가동률이 50% 대로 크게 부진하다가 9월에는 90%에 근접하는 수준으로 빠른 회복세를 보였다.

4분기 사업계획과 예정을 파악한 결과 양사 모두 현대차 등의 OEM 주문과 생산은 정상화된 것으로 보인다. 국경절 연휴 중 특근 시행과 더불어 이후 공장 풀가동을 유지해야 하는 상황이다. 일단 공장 가동은 기존 우려와 달리 빠르게 정상화된 것을 확인할 수 있었다.

평화정공의 경우 태창법인을 통해 상하이GM, 장안 Ford, GW, Geely 등에 他 OE 납품을 주로 시행하고 있다. 동사 중국사업에서의 현대기아차 이외 他OE 납품매출 비중은 20% 수준이다. 아직은 현대기아차에 대한 의존도가 절대적으로 높다고 볼 수 있다. 향후 로컬업체들의 고성장세 유지와 국제적 품질수준 요구확대 추이를 감안할 때 신규납품 확대를 통한 他OE 매출 성장잠재력은 높다고 판단된다.

4. 한국업체의 중국사업 전망, 위기 가운데 기회

이번 중국방문을 통해 내린 중국사업 중간평가와 전망의 핵심은 다음과 같다.

1) 취득세 인하 등 수요부양정책 시행을 계기로 자동차판매가 회복될 전망이다. 소비위축의 주요 요인 중 하나로 지목된 주식시장 침체에서도 벗어나고 있어 고객의 딜러 방문과 자동차 구매가 다시 활기를 찾을 것으로 보는 현지시각이 많다. 2015년 4분기와 2016년 중 승용차 판매 성장률이 전년 대비 10% 전후로 회복될 것이라는 수정 전망이 제시되고 있다.

2) 자동차수요의 중장기 성장률은 현재의 전망대로 5% 전후의 둔화 추세를 나타내거나 추가적으로 하향조정될 가능성도 있다. 이러한 가운데 지역별로는 3~4선의 중소도시 위주 수요 고성장세가 나타날 것으로 전망된다.

3) 중소도시 자동차수요 성장과 대도시 성숙화에 따라 저가 양산차를 공급하는 로컬업체들의 시장점유율이 향후에도 지속 상승할 것으로 보고 있다. 로컬업체들의 시장점유율은 현재의 30% 수준에서 35% 수준까지 높아질 수 있다고 판단 중이다.

4) 로컬업체군과 글로벌 합작사 중 일본계, GM 등의 중기 성장성이 높다고 판단하고 있다. 폴크스바겐 등 기존에 높은 시장지위를 가지고 있는 글로벌 합작사들의 성장이 상대적으로 위축될 것으로 보는 시각이 많다.

5) 중국에서의 자동차 판매가격 인하 추세는 지속될 전망이다. 그러나 최근의 재고조정과 취득세 인하 효과를 감안할 때 판매가격 인하경쟁은 중기적으로는 완화될 것으로 보인다. 향후에는 미국시장처럼 인센티브와 프로모션이 활성화 또는 일반화될 가능성이 있다고 보여진다.

6) 현대기아차와 현지 한국부품업체들의 가동은 9월을 기점으로 빠르게 정상화되고 있음을 확인했다. 4Q15에는 현대기아차 주문 확대와 이에 따른 현지 업계의 풀가동 돌입이 예상된다. 3Q15 영업실적은 7월중 최악의 가동상태 등으로 인해 부진이 불가피하다. 그러나 4Q15에는 뚜렷한 턴어라운드 효과가 기대된다.

7) 현대기아차의 경우 대다수의 차종이 취득세 인하혜택을 받을 수 있고, 1,600cc 신형 가솔린엔진 탑재 차량이 중대형 차급에서 추가로 늘어나 2016년중 판매 개선효과가 뚜렷할 전망이다. 업계 1위인 폴크스바겐 그룹에 비해서는 취득세 인하혜택 차종 비중이 높고, 신차보강 등으로 인해 SUV 판매비중도 높아져 유리한 여건으로 판단된다.

8) 폴크스바겐의 '디젤 게이트' 사태로 인한 중국시장에서의 타격은 제한적일 것으로 보고 있다. 가솔린엔진 차량 판매비중이 절대적으로 높고, 고객충성도가 훼손될 조짐도 별로 나타나지 않고 있는 상황이다.

9) 중장기 공급과잉 문제가 업계 구조조정이나 폴크스바겐의 뚜렷한 투자계획 축소로 해소될 여지와 이에 따른 현대기아차 수혜 가능성은 낮아 보인다.

중국 로컬업체들의 실질 가동률은 알려진 수준(50% 대) 보다 양호한 70% 대이고, 상위 6개 업체들이 90%에 달하는 압도적인 점유율을 차지하고 있다. GW 등 주요 로컬업체들의 영업이익률은 15% 이상으로 글로벌 합작사 평균을 크게 상회하는 수준이다. 업계 구조조정이 시급하지 않은 구조이다. 폴크스바겐의 중국 생산능력 증강투자는 중국 장기 수요전망을 기초로 이미 상당부분 확정된 상태이다. 또한 전체 글로벌 투자대비 비중 측면에서 절대적으로 큰 부담이 되지 않는 수준이다. 시장수요 성장 강도에 따른 미세조정 이외의 구조적인 투자축소 가능성은 낮아 보인다.

10) 환경규제 강화와 함께 친환경차 시장 고성장에 대한 기대와 긍정적 컨센서스가 형성돼 있다. 현대기아차 입장에서는 가솔린 다운싸이징, PHEV 등 친환경차 상품성 및 라인업 강화가 중장기적으로 요구되고 있다.

V. 밸류에이션 및 투자전략

1. 이익모멘텀 개선과 밸류에이션 매력부각

한국 자동차와 자동차부품 대표주들의 12개월 Forward PER는 각각 6배와 7배 선에 형성돼 있다. 글로벌 Peer Group 평균수준 대비 30% 이상 할인돼 있다. 자동차업종은 각국 시장지수 대비 밸류에이션이 할인돼 있다. 또한 업종 고유의 성장제한과 경쟁심화 등 할인요인을 인정할 필요도 있다.

그러나 가장 중요한 이익모멘텀 측면에서 보면 2015년과 달리 2016년 전망의 경우 한국업체들의 개선폭과 모멘텀 상위권 위치가 매력적인 상황이다. 주요 시장에서의 상대적 부진요인이 개선될 가능성이 많고, 환율여건이 호전될 전망이다. 따라서 'Q'와 'P' 측면에서 모두 뚜렷한 수익개선 효과가 기대된다. 4Q15와 2016년 상반기 이익모멘텀 개선 방향성이 기대됨에 따라 밸류에이션 매력 역시 상대적으로 부각될 만 하다. 특히 기아차의 경우 핵심 시장 점유율 및 이익기여 강화에 따라 영업이익률, ROE 등 수익성 지표 개선폭이 커 가장 주목될 만 하다.

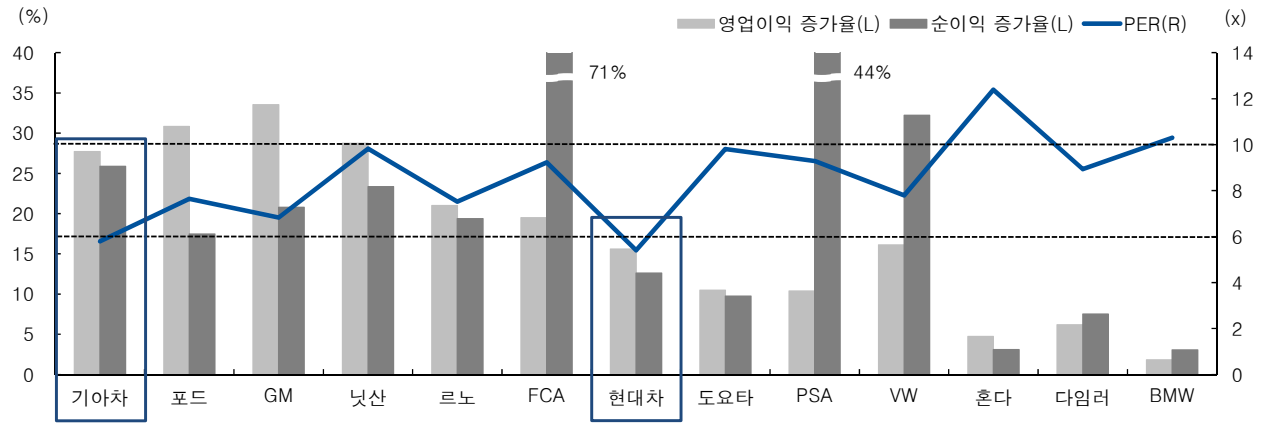
현대차, 기아차, 현대모비스, 현대위아 등 주요 자동차업체의 PBR은 글로벌 금융위기 이후 기간 중 가장 낮은 수준에서 소폭 반등 중이다. 향후 추가적인 밸류에이션 상향 잠재력이 충분해 보인다.

표 5. 글로벌 자동차업체 경영실적 전망(컨센서스) 및 주요 투자지표

회사명	영업이익(십억원/엔, 백만달러/유로)			영업이익률(%)			순이익(십억원/엔, 백만달러/유로)			PER(x)		PBR(x)		ROE(%)		EV/EBITDA(x)	
	14	15F	16F	14	15F	16F	14	15F	16F	15F	16F	15F	16F	15F	16F	15F	16F
현대차	7,550	6,814	7,877	8.5	7.5	8.2	7,347	6,680	7,522	6.1	5.4	0.7	0.6	11.1	11.4	8.1	7.1
기아차	2,573	2,656	3,392	5.5	5.3	6.3	2,994	2,977	3,747	7.3	5.8	0.9	0.8	12.6	14.2	5.3	4.2
GM	1,530	7,207	9,623	1.0	4.8	6.4	3,949	6,924	8,364	7.6	6.8	1.6	1.3	21.0	21.6	3.1	2.8
포드	3,440	5,849	7,652	2.4	4.2	5.2	3,187	6,028	7,079	9.0	7.6	2.0	1.7	27.9	24.5	4.3	3.6
VW	12,839	8,399	9,751	6.3	3.9	4.6	10,985	5,018	6,635	9.2	7.8	0.7	0.6	8.7	8.8	1.6	1.3
다임러	9,445	13,356	14,180	7.3	9.1	9.3	6,962	8,698	9,351	9.6	8.9	1.7	1.5	18.4	17.9	3.2	3.0
BMW	9,121	9,247	9,415	11.3	10.2	10.1	5,798	6,173	6,362	10.6	10.3	1.6	1.4	16.7	15.2	7.6	7.4
르노	1,105	2,126	2,572	2.7	4.8	5.4	1,890	2,709	3,234	9.0	7.5	0.9	0.9	10.7	11.8	5.1	4.7
PSA	223	2,418	2,669	0.4	4.3	4.7	-706	1,009	1,453	11.9	9.3	1.2	1.1	11.2	12.9	2.6	2.4
FCA	3,520	4,643	5,547	3.7	4.2	4.8	568	1,241	2,118	17.3	9.2	1.3	1.2	6.9	14.0	2.9	2.5
도요타	2,751	2,781	3,073	10.1	10.3	10.8	2,173	2,186	2,399	10.9	9.8	1.5	1.3	14.2	13.8	11.0	10.2
닛산	590	583	751	5.2	5.2	6.1	458	448	552	12.1	9.8	1.2	1.0	9.8	11.0	4.4	3.6
혼다	671	729	764	5.0	5.7	5.2	509	563	580	12.9	12.4	1.1	1.0	8.9	8.1	9.5	8.3

주: 1) VW는 폴크스바겐, PSA는 푸죠씨트로엥, FCA는 피아트크라이슬러, 2) 현대차 PER는 우선주 포함 총시가총액/순이익 비율, 자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 57. 글로벌 자동차업체 이익모멘텀과 밸류에이션 비교(2016년 예상 기준)- 기아차 영업이익 개선 모멘텀 최상위 수준



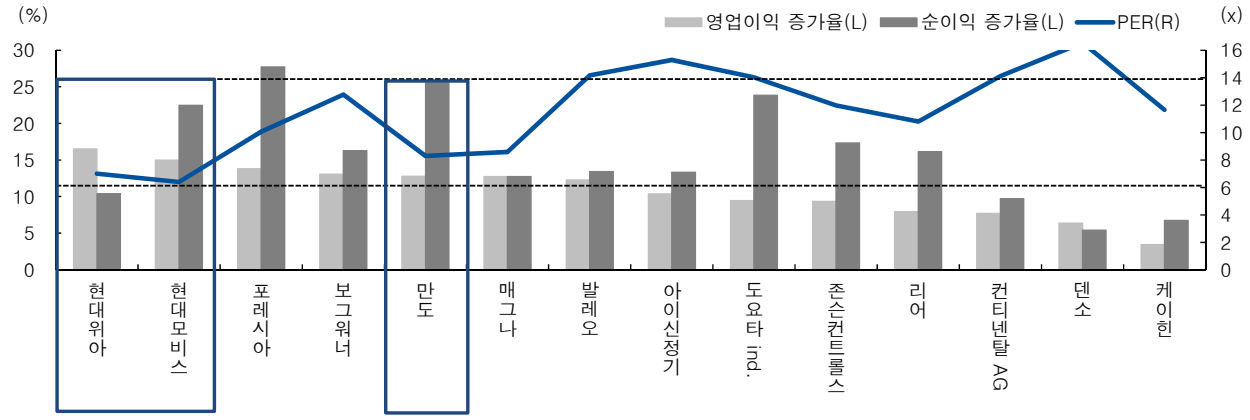
주: 1) VW는 폴크스바겐, FCA는 피아트크라이슬러, PSA는 푸죠씨트로엥, 2) 현대차 PER는 우선주 포함 총시가총액/순이익 비율, 자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

표 6. 글로벌 자동차부품 업체 경영실적 전망(컨센서스) 및 주요 투자지표

회사명	영업이익(십억원/엔, 백만달러/유로)			영업이익률(%)			순이익(십억원/엔, 백만달러/유로)			PER(x)		PBR(x)		ROE(%)		EV/EBITDA(x)	
	14	15F	16F	14	15F	16F	14	15F	16F	15F	16F	15F	16F	15F	16F	15F	16F
현대모비스	3,071	2,891	3,324	8.5	8.1	8.4	3,422	3,069	3,758	7.8	6.4	0.9	0.8	12.4	13.4	6.0	4.6
현대위아	526	509	593	6.9	6.4	6.7	434	433	478	7.7	7.0	1.0	0.9	14.1	13.5	5.0	4.1
만도	276	266	300	5.5	5.1	5.3	161	145	182	10.5	8.3	1.1	1.0	11.9	12.5	5.5	4.6
덴소	331	356	378	7.7	8.3	8.3	277	264	279	17.7	16.6	1.6	1.4	9.4	8.3	8.2	7.6
아이신정기	166	167	185	5.6	5.7	5.7	77	83	94	17.2	15.3	1.3	1.2	7.9	7.8	5.9	5.1
도요타 ind.	118	122	133	5.4	5.7	6.0	115	119	147	17.3	14.0	1.0	0.9	6.2	6.0	12.8	11.6
케이힌	23	23	24	7.0	7.1	7.0	11	12	13	12.3	11.7	0.9	0.8	8.0	7.5	3.8	3.5
컨티넨탈	3,435	4,411	4,752	10.0	11.3	11.5	2,375	2,818	3,091	15.4	14.1	3.4	2.9	23.8	22.0	8.2	7.6
발레오	808	1,040	1,167	6.3	7.2	7.6	562	708	802	15.8	14.2	3.4	2.9	22.3	21.5	6.9	6.2
포레시아	673	862	981	3.6	4.2	4.5	166	365	466	12.2	10.1	2.1	1.8	19.3	20.1	3.9	3.5
리어	929	1,284	1,386	5.2	7.1	7.2	672	745	866	12.0	10.8	3.4	2.8	26.9	27.1	6.5	6.0
존슨컨트롤스	2,064	2,927	3,201	5.6	7.8	8.6	1,563	2,115	2,481	13.5	12.0	2.6	2.6	19.3	21.7	9.3	8.7
보그워너	964	1,016	1,149	11.6	12.9	12.4	656	641	745	14.5	12.8	2.7	2.5	18.6	20.0	7.8	6.9
매그나	2,421	2,283	2,573	6.6	7.1	7.3	1,882	1,834	2,067	10.2	8.6	1.6	1.7	21.6	23.8	5.8	5.0

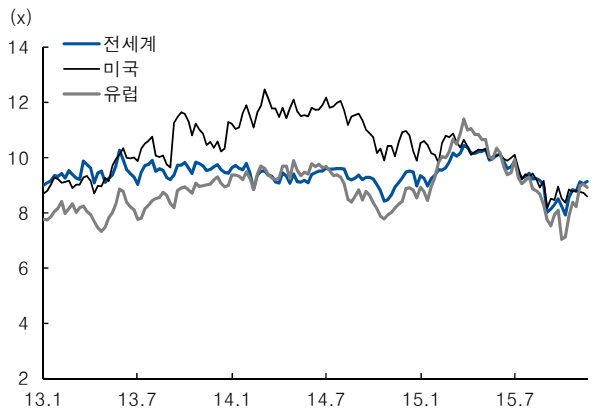
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 58. 글로벌 자동차부품 업계 이익모멘텀과 밸류에이션 비교(2016년 예상 기준)- 2015년과 달리 한국 대형 부품사 모멘텀 상위권 전환



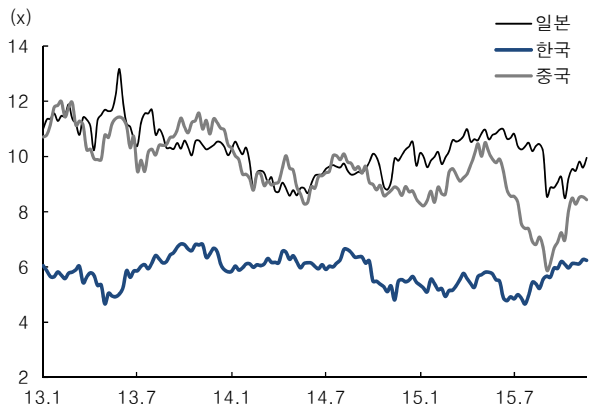
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 59. 미국/유럽 자동차 업종 12m forward PER 추이



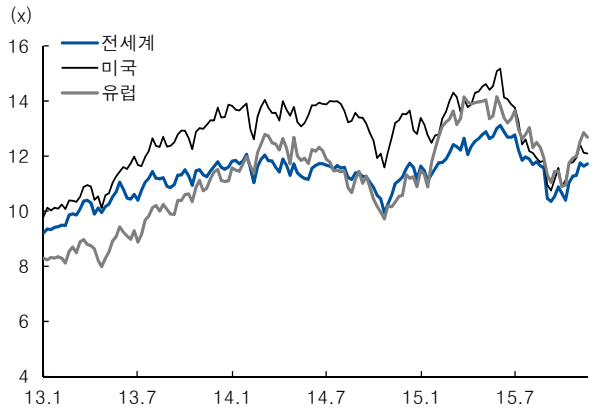
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 60. 아사아 자동차업종 12m forward PER 추이



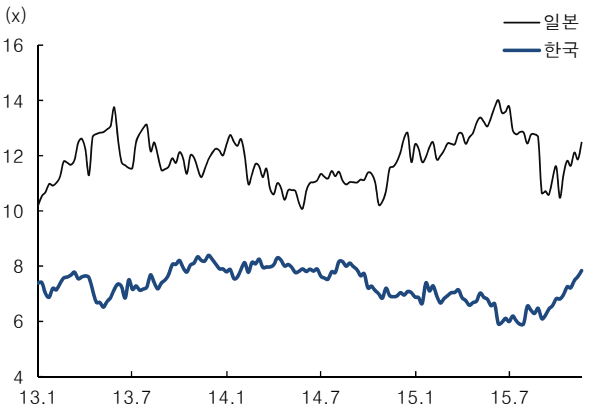
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 61. 유럽/미국 자동차부품 업종 12m forward PER 추이



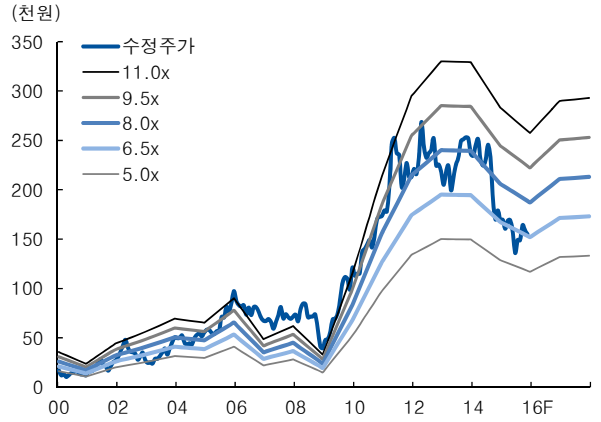
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 62. 아시아 자동차부품 업종 12m forward PER 추이



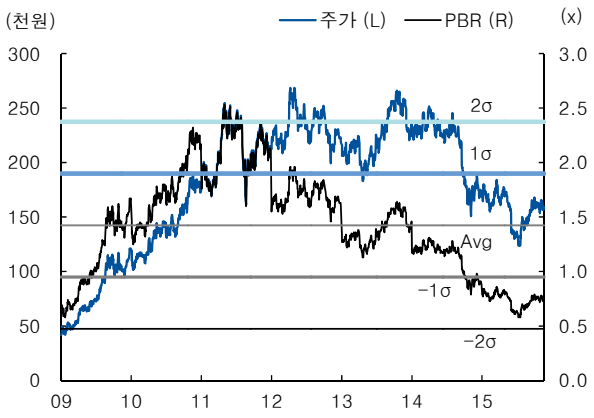
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 63. 현대차 PER Band



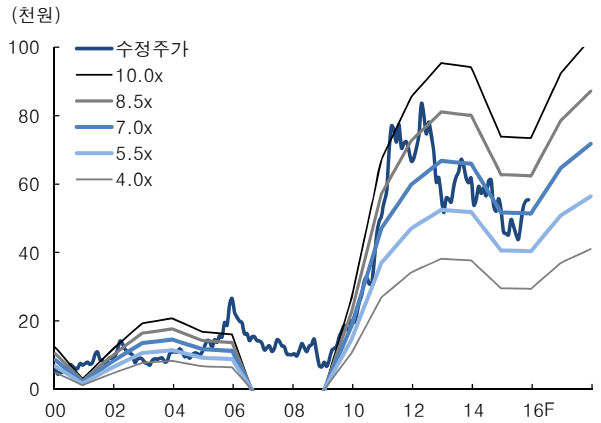
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 64. 현대차 PBR 추이



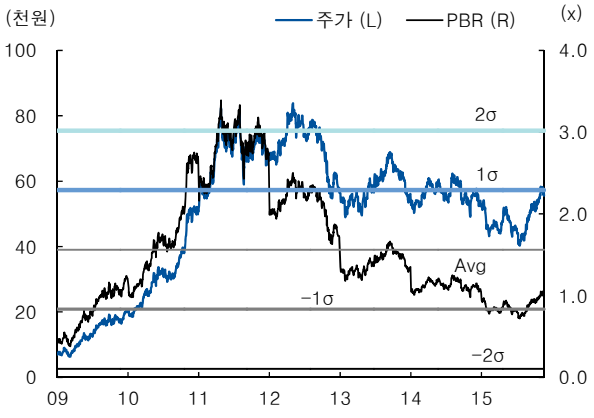
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 65. 기아차 PER Band



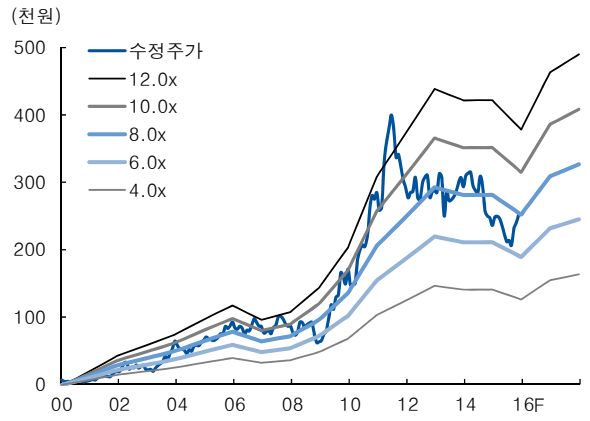
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 66. 기아차 PBR 추이



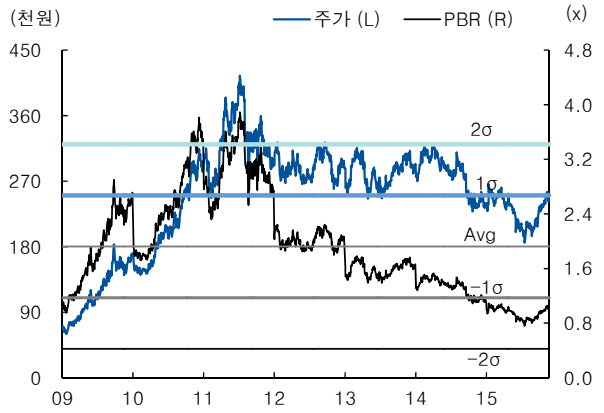
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 67. 현대모비스 PER Band



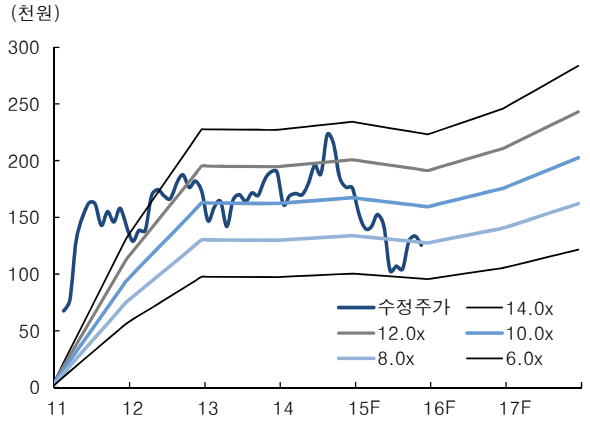
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 68. 현대모비스 PBR 추이



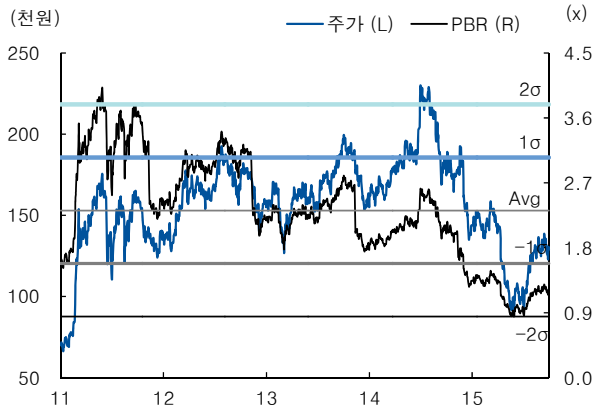
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 69. 현대위아 PER Band



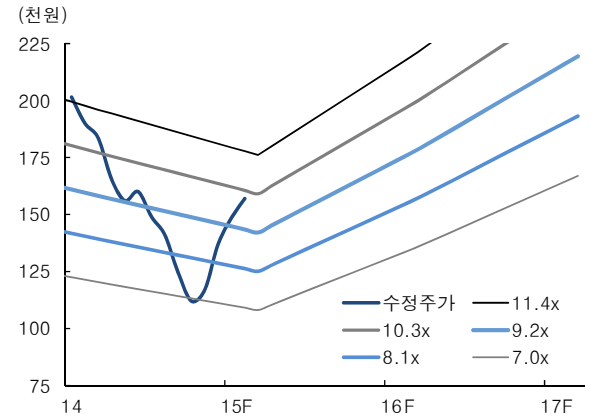
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 70. 현대위아 PBR 추이



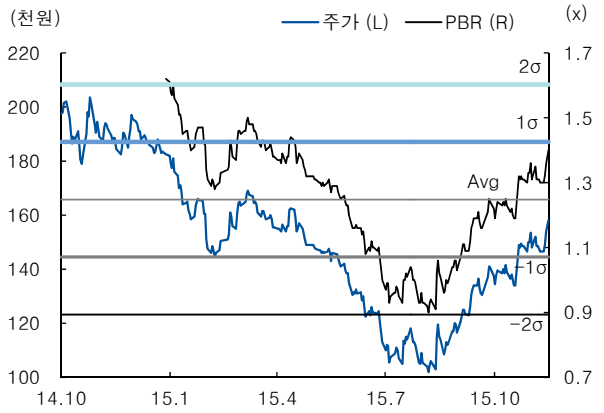
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 71. 만도 PER Band



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 72. 만도 PBR 추이



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

2. 투자전략

업황 및 업종전망은 '상고하저(上高下低)'

자동차 업황은 중국 등 이머징 마켓의 회복을 중심으로 한 글로벌 수요 회복세로 볼 때 '상고하저(上高下低)'가 예상된다. 미국금리인상 기조 전후를 감안할 때 미국 등 선진권 자동차수요와 글로벌 경기는 2016년에 2015년 대비 둔화 흐름을 보일 전망이다. 원화약세와 환율 안정화 측면에서 車업종은 2016년 상반기중 시장지수 대비 outperform 가능성이 높을 것으로 예상된다.

투자의견 비중확대, Top picks 1) 기아차, 2) 현대위아

자동차 업종에 대한 투자의견은 비중확대를 유지한다. 이익모멘텀 개선 추세를 감안해 주로 2016년 상반기 중 비중확대를 권유한다. 이후 시황의 하강세와 중장기 경쟁심화 여건을 감안해 점진적으로 중립적 투자전략을 가져가는 것이 유효할 것으로 판단된다.

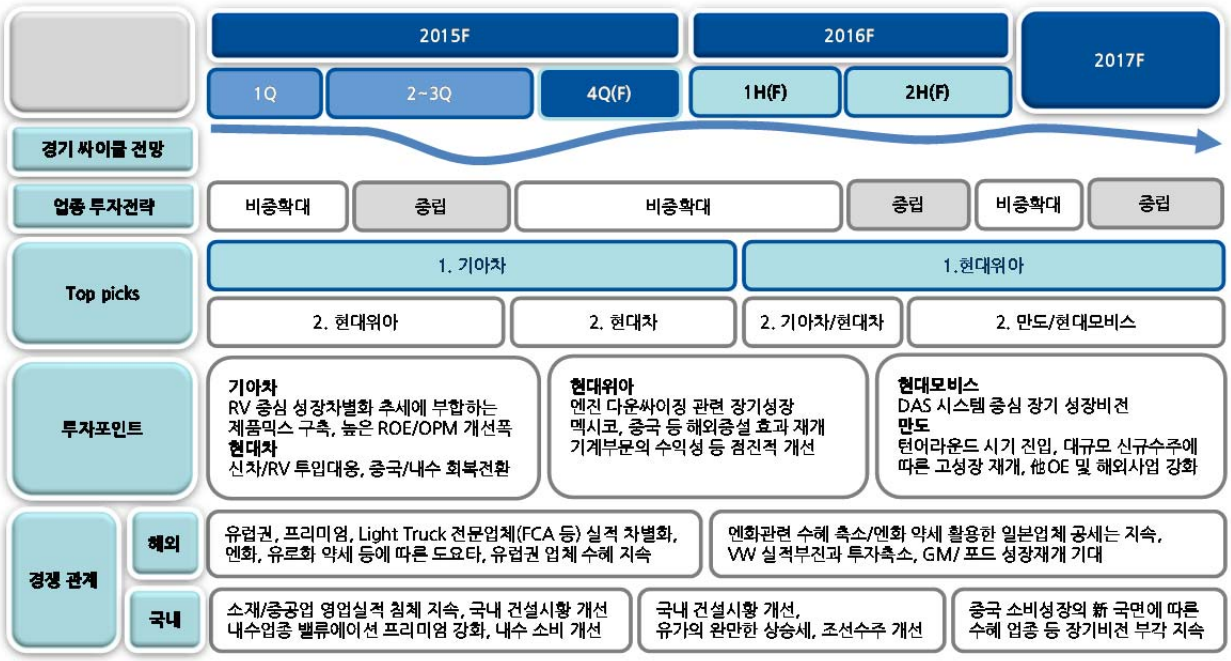
업종 내 Top picks는 1) 기아차, 2) 현대위아이다. 업종 비중확대가 유효한 2016년 상반기 중에는 기아차를 최선호주로, 중립적 투자전략으로 전환이 유효한 2016년 후반에는 현대위아를 최선호주로 각각 제시한다. 기아차는 업종 이익모멘텀 부각 시점에서 핵심시장 수익기여, 제품믹스 개선, 환율여건 호전 영향 측면에서 이익 및 수익성 개선효과가 가장 클 전망이다. 현대위아는 1) 2016년 사업부분별 실적개선 효과와 2) 중장기 엔진 다운싸이징 확대에 따른 고성장이 주된 투자포인트이다.

표 7. 자동차 투자유망 종목군 목표가격과 Valuation 지표(2016년 예상 기준)

종목명	코드	투자의견	현재가(원)	목표가(원)	상승여력(%)	PER(x)	PBR(x)	EV/EBITDA(x)
기아차	000270	매수	53,500	72,000(↑)	34.6	5.8	0.8	4.2
현대위아	011210	매수	123,500	162,000	31.2	7.0	0.9	4.1
현대차	005380	매수	151,500	200,000	32.0	5.4	0.6	7.1
현대모비스	012330	매수	247,000	310,000(↑)	25.5	6.4	0.8	4.6
만도	204320	Trading Buy(↓)	162,000	176,000(↑)	8.6	8.3	1.0	4.6

주: 1) 주가는 2015년 11월 25일 종가 기준, 2) 현대차 PER는 우선주 포함 총시가총액/순이익 비율,
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 73. 자동차업종 투자전략 요약



자료: KDB대우증권 리서치센터

VI. 종목분석

현대차 (005380/매수) 바닥 통과, 재충전

- 핵심지역에서 최악 벗어나 시장수요 catch up, 경쟁업체들은 혼선
- 우려보다 빠른 회복, 4Q15/2016에 초점
- 목표주가 200,000원과 매수의견 유지

기아차 (000270/매수) 가장 앞서가는 실적 회복세

- 체질개선 지속으로 수익성 개선폭 클 전망
- 2H15 중 가장 빠른 반전, 4Q15/2016 모멘텀 부각 전망
- 목표주가 72,000원으로 9% 상향조정, 매수유지

현대모비스 (012330/매수) 新성장 시대의 부품회사

- 중장기 성장 재시도
- 4Q15/2016 전망: 1) 중국 회복, 2) 환율여건 개선으로 긍정적
- 목표주가를 310,000원으로 9% 상향조정하고 매수유지

현대위아 (011210/매수) 결국 자동차보다 앞서갈 회사

- 엔진 다운싸이징 추세 진전으로 완성차보다 고성장 예상
- 4Q15/2016 전망: 고수익 사업의 빠른 회복과 긴 성장국면 초입
- 목표주가 162,000원과 매수의견 유지

만도 (204320/매수) 2016년 성장궤도 재진입

- 他OE와 DAS 등 핵심부품 비중 상승의 성장구도
- 4Q15/2016 전망: 턴어라운드와 성장궤도 재진입
- 단기 주가상승부담 감안, Trading Buy로 투자의견 하향

현대차 (005380)

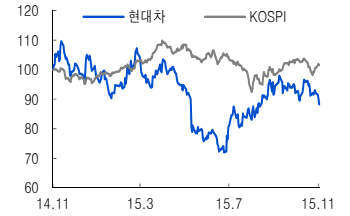
바닥 통과, 재충전

자동차

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	200,000
현재주가(15/11/25,원)	151,500
상승여력	32%

영업이익(15F,십억원)	6,814
Consensus 영업이익(15F,십억원)	6,745
EPS 성장률(15F,%)	-9.1
MKT EPS 성장률(15F,%)	22.4
P/E(15F,x)	6.5
MKT P/E(15F,x)	11.6
KOSPI	2,009.42
시가총액(십억원)	33,372
발행주식수(백만주)	285
유동주식비율(%)	65.8
외국인 보유비중(%)	44.3
베타(12M) 일간수익률	0.70
52주 최저가(원)	123,500
52주 최고가(원)	188,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.1	-6.8	-12.9
상대주가	-2.6	-0.4	-14.2



핵심지역에서 최악 벗어나 시장수요 catch up, 경쟁업체들은 혼선

그동안 현대차 영업실적 부진요인으로 1) 신차와 시장선호 차종 부족, 2) 미국과 내수시장 점유율 하락, 3) 고수익 중국사업의 부진 전환 4) 환율여건 악화가 주로 작용했다.

이 같은 상황은 기존 우려와 달리 전반적으로 빠르게 반전되고 있다. 환율의 경우 달러강세 기조 하에서 원/달러 상승세와 안정화 추세가 이어지고 있다. 원/달러는 2016년의 긍정적 전망과 함께 최근 5년간 가장 유리한 수준에 있다.

신차와 SUV 라인업 강화로 미국 점유율이 상승 반전 중이다. 내수시장도 개소세율 인하 효과에 힘입어 전환점을 마련할 전망이다. 중국 공장 가동률은 7월에 최악으로 하락한 직후 8월부터 빠르게 회복됐다. 가격인하 부담과 수익성 악화는 불가피하지만 신형 투싼 투입과 취득세 인하효과를 통해 빠른 정상가동이 가능하다는 점이 긍정적이다.

도요타 등 일본업체들은 판매성장세 둔화에 직면해 있다. 폴크스바겐은 배기가스 조작 파문에 따른 판매 감소, 손익악화 등 부정적 영향에 직면할 가능성이 많고, 명성이 추락할 전망이다. 현대차의 상대적 모멘텀은 개선되는 국면이다.

우려보다 빠른 회복, 4Q15/2016에 초점

3분기 영업실적이 부진했고, 기대보다 낮았지만 예상범위를 크게 벗어난 손실요인은 없었다. 환율 변동폭 확대와 출고부족에 따른 수혜반감 등 시점 불일치 영향이 컸다.

그러나 4분기에는 SUV와 신차를 포함한 글로벌 출고와 도매판매 호조가 본격화될 전망이다. 중국, 내수판매, 미국 등 부진했던 핵심시장에서의 판매 호전과 시장지위 개선이 예상된다. 중국과 내수판매는 각각 취득세, 개별소비세 인하에 따른 수혜가 뚜렷하게 작용할 전망이다. 투싼 등 SUV의 공급능력을 개선하고, 아반떼(엘란트라) 등 신모델 비중이 상승할 전망이다. 출고 강세로 인해 원/달러 상승의 수익성 개선효과가 클 것으로 기대된다.

2015년 4분기 영업이익은 전년 대비 5%, 전년동기 대비 31% 증가한 1.97조원을 기록할 전망이다. 2016년 영업이익은 전년 대비 15.6% 증가해 增益 국면에 진입할 전망이다.

목표주가 200,000원과 매수의견 유지

12개월 목표주가 200,000원과 매수의견을 유지한다. 3분기 영업실적을 반영해 2015년 EPS 전망을 다소 낮춘 바(3.4%) 있지만 4Q15부터의 긍정적 전망 기조는 변함이 없다. 12개월 Forward PER 6.0배(우선주포함시가총액/순이익), PBR 0.7배(ROE 11%)의 낮은 밸류에이션 수준에서 이익 모멘텀이 부각될 전망이어서 매수가 유망하다.

결산기 (12월)	12/12	12/13	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액 (십억원)	84,470	87,308	89,256	91,392	95,626	97,262
영업이익 (십억원)	8,441	8,315	7,550	6,814	7,877	7,783
영업이익률 (%)	10.0	9.5	8.5	7.5	8.2	8.0
순이익 (십억원)	8,567	8,542	7,347	6,680	7,522	7,603
EPS (원)	30,008	29,921	25,735	23,399	26,349	26,632
ROE (%)	21.1	17.8	13.4	11.1	11.4	10.5
P/E (배)	7.3	7.9	6.6	6.5	5.7	5.7
P/B (배)	1.4	1.3	0.8	0.7	0.6	0.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 현대차, KDB대우증권 리서치센터

현대차 (005380)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액	**89,256**	**91,392**	**95,626**	**97,262**
매출원가	**70,126**	**72,665**	**75,287**	**76,822**
매출총이익	**19,130**	**18,727**	**20,339**	**20,440**
판매비와관리비	**11,580**	**11,913**	**12,463**	**12,657**
조정영업이익	**7,550**	**6,814**	**7,877**	**7,783**
영업이익	**7,550**	**6,814**	**7,877**	**7,783**
비영업손익	**2,401**	**2,208**	**2,625**	**2,849**
금융손익	352	289	327	368
관계기업등 투자손익	2,389	1,991	2,383	2,635
세전계속사업손익	9,951	9,022	10,502	10,632
계속사업법인세비용	2,302	2,071	2,527	2,551
계속사업이익	7,649	6,951	7,975	8,081
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**7,649**	**6,951**	**7,975**	**8,081**
지배주주	7,347	6,680	7,522	7,603
비지배주주	303	271	453	478
총포괄이익	**6,600**	**6,979**	**7,964**	**8,081**
지배주주	6,405	6,681	7,636	7,741
비지배주주	195	298	328	340
EBITDA	10,100	9,572	10,831	10,886
FCF	-1,233	-368	7,841	7,912
EBITDA 마진율 (%)	11.3	10.5	11.3	11.2
영업이익률 (%)	8.5	7.5	8.2	8.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.2	7.3	7.9	7.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
유동자산	**42,527**	**47,591**	**49,780**	**51,960**
현금 및 현금성자산	7,097	6,706	7,353	8,067
매출채권 및 기타채권	5,824	6,399	6,528	6,705
재고자산	7,417	9,086	9,477	9,723
기타유동자산	22,189	25,400	26,422	27,465
비유동자산	**60,703**	**68,036**	**71,960**	**76,963**
관계기업투자등	16,157	16,959	19,068	21,398
유형자산	22,542	28,107	29,028	30,479
무형자산	3,822	4,534	5,597	6,547
자산총계	**147,225**	**159,970**	**167,664**	**174,766**
유동부채	**35,180**	**37,605**	**38,037**	**38,434**
매입채무 및 기타채무	11,728	10,943	11,102	11,366
단기금융부채	16,749	19,177	19,320	19,187
기타유동부채	6,703	7,485	7,615	7,881
비유동부채	**49,425**	**54,153**	**54,528**	**54,231**
장기금융부채	37,943	41,132	41,285	40,666
기타비유동부채	11,482	13,021	13,243	13,565
부채총계	**84,605**	**91,757**	**92,565**	**92,665**
지배주주지분	**57,655**	**62,953**	**69,386**	**75,910**
자본금	1,489	1,489	1,489	1,489
자본잉여금	4,135	4,134	4,137	4,138
이익잉여금	54,650	60,217	66,659	73,181
비지배주주지분	**4,966**	**5,259**	**5,712**	**6,190**
자본총계	**62,621**	**68,212**	**75,098**	**82,100**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
영업활동으로 인한 현금흐름	**2,121**	**7,657**	**10,896**	**11,575**
당기순이익	7,649	6,951	7,975	8,081
비현금수익비용가감	8,370	6,745	5,212	5,322
유형자산감가상각비	1,844	1,969	2,085	2,128
무형자산상각비	706	789	870	974
기타	5,820	3,987	2,257	2,220
영업활동으로인한자산및부채의변동	-12,421	-5,179	-92	354
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-614	-622	-143	-124
재고자산 감소(증가)	-804	-1,684	-391	-246
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	657	-478	294	232
법인세납부	-1,818	-2,026	-2,527	-2,551
투자활동으로 인한 현금흐름	**-6,195**	**-10,952**	**-7,310**	**-6,687**
유형자산처분(취득)	-3,307	-7,963	-3,006	-3,580
무형자산감소(증가)	-1,364	-1,474	-1,933	-1,924
장단기금융자산의 감소(증가)	-3,356	-3,032	-1,038	-1,001
기타투자활동	1,832	1,517	-1,333	-182
재무활동으로 인한 현금흐름	**4,707**	**3,868**	**-781**	**-1,830**
장단기금융부채의 증가(감소)	6,141	5,617	296	-751
자본의 증가(감소)	4	-1	3	2
배당금의 지급	-587	-1,086	-1,081	-1,081
기타재무활동	-851	-662	1	0
현금의 증가	**224**	**-391**	**648**	**714**
기초현금	6,872	7,097	6,706	7,353
기말현금	7,097	6,706	7,353	8,067

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
P/E (x)	6.6	6.5	5.7	5.7
P/CF (x)	3.0	3.2	3.3	3.2
P/B (x)	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA (x)	7.9	8.1	7.1	6.9
EPS (원)	25,735	23,399	26,349	26,632
CFPS (원)	56,113	47,976	46,195	46,949
BPS (원)	206,420	226,083	248,618	271,469
DPS (원)	3,000	4,000	5,000	5,400
배당성향 (%)	8.2	11.9	13.0	13.8
배당수익률 (%)	1.8	2.6	3.3	3.6
매출액증가율 (%)	2.2	2.4	4.6	1.7
EBITDA증가율 (%)	-7.1	-5.2	13.2	0.5
조정영업이익증가율 (%)	-9.2	-9.7	15.6	-1.2
EPS증가율 (%)	-14.0	-9.1	12.6	1.1
매출채권 회전율 (회)	24.7	23.6	23.6	23.2
재고자산 회전율 (회)	12.3	11.1	10.3	10.1
매입채무 회전율 (회)	10.2	10.2	10.3	10.1
ROA (%)	5.5	4.5	4.9	4.7
ROE (%)	13.4	11.1	11.4	10.5
ROIC (%)	15.1	11.6	11.8	11.1
부채비율 (%)	135.1	134.5	123.3	112.9
유동비율 (%)	120.9	126.6	130.9	135.2
순차입금/자기자본 (%)	45.8	46.6	40.6	34.2
조정영업이익/금융비용 (x)	25.1	20.9	19.4	19.3

자료: 현대차, KDB대우증권 리서치센터

기아차 (000270)

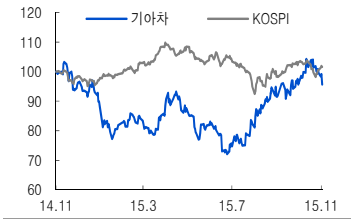
가장 앞서가는 실적 회복세

자동차

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	72,000
현재주가(15/11/25,원)	53,500
상승여력	35%

영업이익(15F,십억원)	2,656
Consensus 영업이익(15F,십억원)	2,531
EPS 성장률(15F,%)	-0.5
MKT EPS 성장률(15F,%)	22.4
P/E(15F,x)	7.3
MKT P/E(15F,x)	11.6
KOSPI	2,009.42
시가총액(십억원)	21,687
발행주식수(백만주)	405
유동주식비율(%)	61.9
외국인 보유비중(%)	39.6
베타(12M) 일간수익률	0.32
52주 최저가(원)	40,300
52주 최고가(원)	58,300

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.0	9.3	-3.9
상대주가	1.5	16.7	-5.3



체질개선 지속으로 수익성 개선폭 클 전망

내수판매(영업이익률 두자리수 추정), 미국 등의 수익기여가 두드러지고 있다. 이머징 마켓을 포함한 기타 지역에 비해 높지 않았던 핵심 시장 수익성이 연결실적 개선에 크게 기여하는 중이다.

중소형 SUV, 미니밴을 중심으로 한 RV 라인업의 글로벌 판매 비중이 30% 이상으로 글로벌 수요의 차별화된 성장 추세에 잘 편승하고 있다. 2016년에는 공급능력 개선과 함께 국내외 시장 전반으로 RV 판매가 호조세를 나타낼 수 있을 전망이다.

핵심 시장 수익호전, RV와 신차판매 호전에 따라 ASP 상승세가 뚜렷하고, 영업이익률과 ROE 개선폭이 큰 상황이다.

원/달러 환율이 과거 동사의 전성기 시점 수준으로 상승세를 유지하고 있다. 동사는 원/달러 환율 10% 상승시 영업이익이 28% 상승하는 높은 수익민감도를 나타내고 있다. 제품믹스와 더불어 2016년의 주된 수익성 개선요인으로 작용할 전망이다.

2H15 중 가장 빠른 반전, 4Q15/2016 모멘텀 부각 전망

3분기 중에 전년 대비 이익 성장세 반전 등 업종 내에서 가장 빠른 회복세를 보였다. 내수, 미국 등 핵심시장에서 RV, 신차판매 강세와 제품믹스 개선이 큰 효과를 봤다. 4분기 영업이익은 전년동기 대비 63% 증가할 전망이다. 1) 개소세 인하에 힘입은 내수판매 강세, 2) 출고호조에 따른 원화약세 효과 극대화, 3) 신차 및 RV 판매 호조에 따른 제품믹스 개선효과가 크게 기대되기 때문이다.

2016년 매출액은 8.4%, 영업이익은 27.7% 증가할 것으로 예상된다. 카니발, 쏘렌토에 이어 신형 스포티지 등 핵심 RV 차종의 신차효과 본격화와 글로벌판매 호조에 힘입어 제품믹스 개선이 지속될 전망이다. 중국에서는 신형 스포티지 출시 등 SUV 라인업 강화와 취득세 인하에 따른 수혜로 판매 회복세가 예상된다. 원/달러 환율 상승에 힘입어 제품믹스 개선과 수출, 해외판매 확대의 수익성 개선효과가 극대화될 전망이다.

목표주가 72,000원으로 9% 상향조정, 매수유지

12개월 목표주가를 기존 66,000원에서 72,000원으로 9% 상향조정했다. 2016년 수익 개선폭을 긍정적으로 반영해 2015년 예상 EPS에서 12개월 Forward EPS로 밸류에이션 기준을 변경했다. 목표 PER는 기존의 8.7배를 적용했다. 현대차 대비 영업이익, EPS 성장률, ROE 등 수익지표 우위와, 브랜드 인지도 격차에 따른 할인을 동시에 적용했다.

결산기 (12월)	12/12	12/13	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액 (십억원)	47,243	47,598	47,097	49,789	53,994	57,920
영업이익 (십억원)	3,522	3,177	2,573	2,656	3,392	3,868
영업이익률 (%)	7.5	6.7	5.5	5.3	6.3	6.7
순이익 (십억원)	3,865	3,817	2,994	2,977	3,747	4,156
EPS (원)	9,537	9,416	7,385	7,345	9,244	10,253
ROE (%)	25.5	20.6	14.0	12.6	14.2	13.9
P/E (배)	5.9	6.0	7.1	7.3	5.8	5.2
P/B (배)	1.4	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 기아차, KDB대우증권 리서치센터

기아차 (000270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액	**47,097**	**49,789**	**53,994**	**57,920**
매출원가	**37,754**	**39,796**	**42,656**	**45,563**
매출총이익	**9,343**	**9,993**	**11,338**	**12,357**
판매비와관리비	**6,770**	**7,337**	**7,946**	**8,489**
조정영업이익	**2,573**	**2,656**	**3,392**	**3,868**
영업이익	**2,573**	**2,656**	**3,392**	**3,868**
비영업손익	**1,243**	**999**	**1,538**	**1,601**
금융손익	149	66	28	87
관계기업등 투자손익	1,394	870	1,286	1,385
세전계속사업손익	3,816	3,655	4,930	5,469
계속사업법인세비용	823	677	1,183	1,312
계속사업이익	2,994	2,977	3,747	4,156
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**2,994**	**2,977**	**3,747**	**4,156**
지배주주	2,994	2,977	3,747	4,156
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**2,577**	**2,668**	**3,747**	**4,156**
지배주주	2,577	2,668	3,747	4,156
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	3,910	4,091	5,008	5,640
FCF	934	-187	3,489	3,959
EBITDA 마진율 (%)	8.3	8.2	9.3	9.7
영업이익률 (%)	5.5	5.3	6.3	6.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.4	6.0	6.9	7.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
유동자산	**16,655**	**16,434**	**17,499**	**19,095**
현금 및 현금성자산	2,478	1,859	2,687	3,247
매출채권 및 기타채권	2,934	3,287	3,469	3,605
재고자산	6,081	7,297	7,552	7,779
기타유동자산	5,162	3,991	3,791	4,464
비유동자산	**24,389**	**29,273**	**31,910**	**34,152**
관계기업투자등	10,471	11,517	12,765	13,403
유형자산	10,114	13,353	14,314	15,407
무형자산	1,889	2,255	2,711	3,189
자산총계	**41,044**	**45,707**	**49,409**	**53,246**
유동부채	**11,974**	**13,973**	**14,349**	**14,502**
매입채무 및 기타채무	7,848	8,322	8,503	8,782
단기금융부채	1,816	2,746	2,730	2,463
기타유동부채	2,310	2,905	3,116	3,257
비유동부채	**6,586**	**7,029**	**7,073**	**7,063**
장기금융부채	2,888	2,847	2,702	2,506
기타비유동부채	3,698	4,182	4,371	4,557
부채총계	**18,560**	**21,001**	**21,422**	**21,564**
지배주주지분	**22,484**	**24,706**	**27,987**	**31,682**
자본금	2,139	2,139	2,139	2,139
자본잉여금	1,736	1,841	1,836	1,836
이익잉여금	18,816	21,335	24,621	28,316
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**22,484**	**24,706**	**27,987**	**31,682**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
영업활동으로 인한 현금흐름	**2,364**	**4,097**	**5,516**	**6,194**
당기순이익	2,994	2,977	3,747	4,156
비현금수익비용가감	2,240	2,176	2,790	3,025
유형자산감가상각비	928	959	1,066	1,143
무형자산상각비	409	476	550	629
기타	903	741	1,174	1,253
영업활동으로인한자산및부채의변동	-2,554	-652	135	238
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-385	-334	-161	-122
재고자산 감소(증가)	-1,815	-1,166	-255	-227
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	740	994	193	212
법인세납부	-925	-741	-1,183	-1,312
투자활동으로 인한 현금흐름	**-2,983**	**-4,535**	**-2,813**	**-4,072**
유형자산처분(취득)	-1,388	-4,232	-2,027	-2,235
무형자산감소(증가)	-589	-418	-413	-1,107
장단기금융자산의 감소(증가)	-592	1,010	238	-703
기타투자활동	-414	-895	-611	-27
재무활동으로 인한 현금흐름	**986**	**362**	**-627**	**-924**
장단기금융부채의 증가(감소)	1,364	889	-161	-463
자본의 증가(감소)	0	105	-5	0
배당금의 지급	-283	-404	-461	-461
기타재무활동	-95	-228	0	0
현금의 증가	**167**	**-619**	**828**	**560**
기초현금	2,311	2,478	1,859	2,687
기말현금	2,478	1,859	2,687	3,247

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
P/E (x)	7.1	7.3	5.8	5.2
P/CF (x)	4.1	4.2	3.3	3.0
P/B (x)	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	4.8	5.3	4.2	3.4
EPS (원)	7,385	7,345	9,244	10,253
CFPS (원)	12,910	12,714	16,125	17,716
BPS (원)	55,685	61,527	69,621	78,737
DPS (원)	1,000	1,150	1,350	1,500
배당성향 (%)	13.5	15.5	14.4	14.5
배당수익률 (%)	1.9	2.1	2.5	2.8
매출액증가율 (%)	-1.1	5.7	8.4	7.3
EBITDA증가율 (%)	-10.7	4.6	22.4	12.6
조정영업이익증가율 (%)	-19.0	3.2	27.7	14.0
EPS증가율 (%)	-21.6	-0.5	25.9	10.9
매출채권 회전율 (회)	21.0	19.5	19.6	20.0
재고자산 회전율 (회)	9.0	7.4	7.3	7.6
매입채무 회전율 (회)	6.8	6.6	6.7	7.0
ROA (%)	7.8	6.9	7.9	8.1
ROE (%)	14.0	12.6	14.2	13.9
ROIC (%)	18.0	15.3	15.2	15.9
부채비율 (%)	82.5	85.0	76.5	68.1
유동비율 (%)	139.1	117.6	121.9	131.7
순차입금/자기자본 (%)	-11.6	-0.1	-2.8	-7.8
조정영업이익/금융비용 (x)	44.9	20.5	20.7	24.4

자료: 기아차, KDB대우증권 리서치센터

현대모비스 (012330)

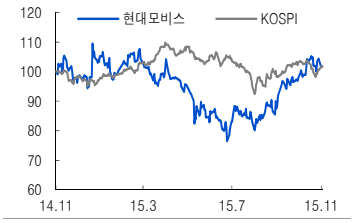
新성장 시대의 부품회사

자동차부품

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	310,000
현재주가(15/11/25,원)	247,000
상승여력	26%

영업이익(15F,십억원)	2,891
Consensus 영업이익(15F,십억원)	2,862
EPS 성장률(15F,%)	-10.3
MKT EPS 성장률(15F,%)	22.4
P/E(15F,x)	7.8
MKT P/E(15F,x)	11.6
KOSPI	2,009.42
시가총액(십억원)	24,044
발행주식수(백만주)	97
유동주식비율(%)	67.2
외국인 보유비중(%)	51.2
베타(12M) 일간수익률	0.28
52주 최저가(원)	185,500
52주 최고가(원)	265,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.0	6.7	2.3
상대주가	5.6	14.0	0.8



중장기 성장 재시도

DAS(Driver Assistance System) 또는 스마트카 관련 첨단장비는 최근 업계의 상품화 일정도 더욱 가속화되고 있다. 또한 하나의 제어시스템을 통해 여러 기능들이 유기적으로 작동(융복합)할 수 있게 함으로써 자율주행을 실현할 수 있는 단계로 이행 중이다. 2020년대에는 고속도로 시스템 등에서 제한적으로 자율주행이 가능한 스마트카 이용이 가능할 것으로 보인다. 이에 따라 DAS 시장도 같은 기간 중 고성장세가 본격화될 전망이다.

동사는 현대기아차의 DAS 장비 도입에 따른 가장 대표적인 수혜업체이다. 車 그룹에 대한 납품점유율이 절대적일 전망이기 때문이다. 양산차로 DAS 장비도입 관련 정책적 유도와 시장 확대가 본격화될수록 가장 유리한 구도가 전개된다.

친환경차 핵심부품의 독점 납품 역할도 진전될 전망이다. 하이브리드 전용차, PHEV 등 친환경차 시스템 부품의 ASP가 크게 상승할 수 있는 제품라인업 전개가 2017년부터 본격화될 것으로 예상된다. 모듈 등 부품사업 확대, A/S 부문의 고수익 기여 이후 상당 기간 지체됐던 중장기 성장성이 2017년부터 다시 부각될 것으로 예상된다.

4Q15/2016 전망: 1) 중국 회복, 2) 환율여건 개선으로 긍정적

현대기아차의 중국공장 가동이 9월중 정상 수준에 근접하는 등 빠른 회복세를 보였다. 4분기 중 1) 취득세 인하혜택 적용 등 시장수요 부양에 긍정적인 영향과 2) 현대기아차의 신차 공급 확대에 힘입어 동사의 중국 풀가동 상태 회복이 가능할 전망이다.

4분기 현대차 등의 핵심시장 판매 개선과 글로벌 출고 호조 등을 감안할 때 동사의 부품제조 글로벌 영업실적은 기존 우려 대비 호전세를 보일 전망이다. A/S는 원화약세와 QoQ 매출개선 효과에 힘입어 22%의 양호한 영업이익률을 기록할 것으로 예상된다. 4분기 연결 영업이익은 QoQ 22.8% 증가한 8,234억원을 기록해 뚜렷한 회복을 보일 전망이다.

2016년 연결 영업이익은 15%의 두자리수 성장세를 보일 전망이다. 원화약세 등 환율여건의 긍정적 변화와 완성차의 글로벌 신차판매 호전에 따른 수익성 개선이 예상된다.

목표주가를 310,000원으로 9% 상향조정하고 매수유지

12개월 목표주가를 종전 285,000원에서 310,000원으로 9% 상향조정했다. 2016년 이익 모멘텀을 주로 반영하는 의미에서 2015년 예상 EPS에서 12개월 Forward EPS로 밸류에이션 기준을 변경했다. 목표 PER는 종전 9.0배를 그대로 적용했다. 완성차 밸류에이션 개선 기대와 지배구조 개편 이슈 축소 및 관련 불확실성 감소를 고려한 밸류에이션이다.

결산기 (12월)	12/12	12/13	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액 (십억원)	30,789	34,199	36,185	35,696	39,346	41,867
영업이익 (십억원)	2,906	2,924	3,071	2,891	3,324	3,564
영업이익률 (%)	9.4	8.5	8.5	8.1	8.4	8.5
순이익 (십억원)	3,559	3,422	3,422	3,069	3,758	3,976
EPS (원)	36,555	35,147	35,157	31,522	38,599	40,843
ROE (%)	23.2	18.5	15.8	12.4	13.4	12.6
P/E (배)	7.9	8.4	6.7	7.8	6.4	6.0
P/B (배)	1.6	1.4	1.0	0.9	0.8	0.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 현대모비스, KDB대우증권 리서치센터

현대모비스 (012330)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액	**36,185**	**35,696**	**39,346**	**41,867**
매출원가	**31,005**	**30,655**	**33,839**	**35,979**
매출총이익	**5,180**	**5,041**	**5,507**	**5,888**
판매비와관리비	**2,109**	**2,150**	**2,184**	**2,324**
조정영업이익	**3,071**	**2,891**	**3,324**	**3,564**
영업이익	**3,071**	**2,891**	**3,324**	**3,564**
비영업손익	**1,513**	**1,311**	**1,686**	**1,737**
금융손익	163	97	96	133
관계기업등 투자손익	1,441	1,332	1,536	1,576
세전계속사업손익	4,584	4,202	5,010	5,301
계속사업법인세비용	1,191	1,117	1,253	1,325
계속사업이익	3,393	3,085	3,758	3,976
중단사업이익	0	-26	0	0
당기순이익	**3,393**	**3,059**	**3,758**	**3,976**
지배주주	3,422	3,069	3,758	3,976
비지배주주	-30	-9	0	0
총포괄이익	**3,247**	**3,128**	**3,758**	**3,976**
지배주주	3,254	3,148	3,787	4,008
비지배주주	-7	-20	-30	-32
EBITDA	3,568	3,427	3,993	4,341
FCF	-223	583	3,650	3,418
EBITDA 마진율 (%)	9.9	9.6	10.1	10.4
영업이익률 (%)	8.5	8.1	8.4	8.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.5	8.6	9.6	9.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
유동자산	**17,627**	**20,176**	**22,542**	**24,485**
현금 및 현금성자산	2,911	2,612	3,872	4,568
매출채권 및 기타채권	6,117	6,681	7,031	7,465
재고자산	2,391	2,635	2,801	2,957
기타유동자산	6,208	8,248	8,838	9,495
비유동자산	**21,124**	**22,877**	**24,612**	**26,257**
관계기업투자등	11,681	12,674	13,650	14,414
유형자산	4,435	7,214	7,632	8,168
무형자산	967	1,010	1,214	1,382
자산총계	**39,112**	**43,053**	**47,154**	**50,742**
유동부채	**7,875**	**13,506**	**13,837**	**13,888**
매입채무 및 기타채무	5,262	5,387	5,632	5,815
단기금융부채	1,757	1,874	1,760	1,865
기타유동부채	856	6,245	6,445	6,208
비유동부채	**3,525**	**3,269**	**3,467**	**3,330**
장기금융부채	1,144	835	985	740
기타비유동부채	2,381	2,434	2,482	2,590
부채총계	**15,826**	**16,774**	**17,303**	**17,218**
지배주주지분	**23,163**	**26,188**	**29,760**	**33,434**
자본금	491	491	491	491
자본잉여금	1,384	1,384	1,384	1,384
이익잉여금	22,027	24,804	28,248	31,910
비지배주주지분	**123**	**91**	**91**	**91**
자본총계	**23,286**	**26,279**	**29,851**	**33,525**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
영업활동으로 인한 현금흐름	**847**	**3,980**	**4,594**	**4,540**
당기순이익	3,393	3,059	3,758	3,976
비현금수익비용가감	635	1,268	1,765	1,928
유형자산감가상각비	436	460	526	586
무형자산상각비	61	76	143	191
기타	138	732	1,096	1,151
영업활동으로인한자산및부채의변동	-2,844	324	228	-171
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-460	-439	-335	-414
재고자산 감소(증가)	-145	-304	-166	-157
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	416	142	193	142
법인세납부	-851	-1,088	-1,253	-1,325
투자활동으로 인한 현금흐름	**-187**	**-3,643**	**-2,208**	**-2,639**
유형자산처분(취득)	-1,047	-3,379	-944	-1,122
무형자산감소(증가)	-38	-235	-216	-358
장단기금융자산의 감소(증가)	-1,107	1,964	-976	-1,200
기타투자활동	2,005	-1,993	-72	41
재무활동으로 인한 현금흐름	**-222**	**-189**	**-150**	**-441**
장단기금융부채의 증가(감소)	-28	-193	36	-139
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-190	-292	-314	-314
기타재무활동	-4	296	128	12
현금의 증가	**436**	**-300**	**1,260**	**696**
기초현금	2,476	2,911	2,611	3,872
기말현금	2,911	2,611	3,872	4,568

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
P/E (x)	6.7	7.8	6.4	6.0
P/CF (x)	5.7	5.6	4.4	4.1
P/B (x)	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	4.8	6.0	4.6	3.8
EPS (원)	35,157	31,522	38,599	40,843
CFPS (원)	41,371	44,455	56,729	60,645
BPS (원)	239,187	270,266	306,954	344,695
DPS (원)	3,000	3,300	3,500	3,700
배당성향 (%)	8.4	10.3	8.9	8.9
배당수익률 (%)	1.3	1.3	1.4	1.5
매출액증가율 (%)	5.8	-1.4	10.2	6.4
EBITDA증가율 (%)	2.4	-4.0	16.5	8.7
조정영업이익증가율 (%)	5.0	-5.9	15.0	7.2
EPS증가율 (%)	0.0	-10.3	22.5	5.8
매출채권 회전율 (회)	6.2	5.6	5.8	5.9
재고자산 회전율 (회)	15.4	14.2	14.5	14.5
매입채무 회전율 (회)	7.1	6.6	7.0	7.2
ROA (%)	9.2	7.4	8.3	8.1
ROE (%)	15.8	12.4	13.4	12.6
ROIC (%)	23.2	20.1	22.8	23.0
부채비율 (%)	68.0	63.8	58.0	51.4
유동비율 (%)	223.8	149.4	162.9	176.3
순차입금/자기자본 (%)	-25.0	-13.7	-18.9	-22.4
조정영업이익/금융비용 (x)	93.3	83.2	97.5	106.9

자료: 현대모비스, KDB대우증권 리서치센터

현대위아 (011210)

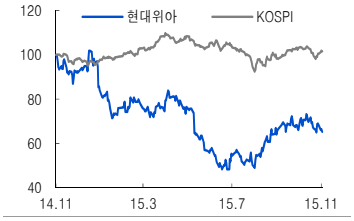
결국 자동차보다 앞서갈 회사

자동차부품

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	162,000
현재주가(15/11/25,원)	123,500
상승여력	31%

영업이익(15F,십억원)	509
Consensus 영업이익(15F,십억원)	508
EPS 성장률(15F,%)	-4.7
MKT EPS 성장률(15F,%)	22.4
P/E(15F,x)	7.7
MKT P/E(15F,x)	11.6
KOSPI	2,009.42
시가총액(십억원)	3,359
발행주식수(백만주)	27
유동주식비율(%)	56.7
외국인 보유비중(%)	20.8
베타(12M) 일간수익률	0.62
52주 최저가(원)	91,500
52주 최고가(원)	192,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.2	-14.5	-34.5
상대주가	0.3	-8.7	-35.4



엔진 다운싸이징 추세 진전으로 완성차보다 고성장 예상

현대위아는 2015년을 포함해 3개년간 이익성장 정체기를 지나고 있다. 현대기아차의 글로벌 성장정체와 기계사업 침체가 주된 영향을 미쳐 왔다.

2016년에는 중국사업 관련 고수익성 회복과 기계 부문 회복에 힘입어 반전을 모색하는 한 해가 될 전망이다. 또한 멕시코 신공장 생산이 본격화된다. C-Segment 미만 차종에 투입될 소형 신엔진과 CV조인트를 독점 생산할 예정이다. 2016년 성장에 크게 기여할 부분으로 판단된다. 고효율 생산기지이며, 기아차와 함께 성장 전망이 밝은 대표적 거점이다. 빠른 기간 내에 30만대 규모 풀가동과 중장기적으로 40만대 이상의 가동이 예상된다.

현대기아차 엔진 다운싸이징 관련 엔진생산 확대가 2017년 이후 고성장세에 중점적으로 기여할 전망이다. 가솔린 중심의 다운싸이징 엔진 대량생산으로 인해 관련 연결 매출액은 2017년 7,400억원, 2020년 1.2조원 수준이 될 것으로 예상된다. 현재의 연결 매출액을 15% 이상 성장시킬 수 있는 수준이다. 디젤 시장이 위축될수록 관련 시장 성장의 수혜폭이 커질 전망이다.

4Q15/2016 전망: 고수익 사업의 빠른 회복과 긴 성장국면 초입

4Q15 영업이익은 전년동기 대비 8.7% 증가한 1,341억원을 기록할 전망이다. 당초 우려와 달리 1) 중국매출 호전, 2) 완성차 풀가동 등 조업확대, 3) 엔진과 핵심부품 생산 호조, 4) 원/달러 환율 상승에 힘입어 성장세 전환이 예상된다. 2016년에는 차량 핵심부품 매출성장 재개와 신규투자 지속에 따른 F/A 매출 호전으로 영업이익이 16.4% 증가할 전망이다.

종전 중국사업 등의 뚜렷한 부진요인을 빠르게 해소하고 중장기 성장국면으로의 재진입을 앞두고 있다. 현대차 그룹 고효율 중소형엔진(GDI터보 등) 생산 확대와 멕시코 신공장 가동 등을 통해 향후 수년간 외형 성장세가 가파를 전망이다.

목표주가 162,000원과 매수의견 유지

12개월 목표주가 162,000원과 매수의견을 유지한다. 수익예상의 경우 4Q15 호전 전망을 반영해 2015년 영업이익을 3.2% 상향조정했다. 또한 2016년은 원/달러 환율 가정 상향조정과 중국사업의 빠른 반등을 감안해 영업이익 전망을 4.8% 상향조정한 바 있다.

밸류에이션은 목표 PER 10.2배를 적용했다. 향후 5년간 연평균 14.5%의 EPS 성장률을 감안하고 현대모비스보다 할인한 0.7배의 PEGR(PER/EPS성장률 배율)로 산출했다. 장기 성장성을 반영한 밸류에이션 프리미엄을 다시 적용할 국면이라는 판단이다.

결산기 (12월)	12/12	12/13	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액 (십억원)	7,021	7,092	7,596	7,911	8,822	9,500
영업이익 (십억원)	540	529	526	509	593	684
영업이익률 (%)	7.7	7.5	6.9	6.4	6.7	7.2
순이익 (십억원)	418	417	434	433	478	551
EPS (원)	16,262	16,224	16,733	15,940	17,560	20,259
ROE (%)	25.5	20.4	17.0	14.1	13.5	13.7
P/E (배)	10.6	11.7	10.5	7.7	7.0	6.1
P/B (배)	2.4	2.2	1.6	1.0	0.9	0.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 현대위아, KDB대우증권 리서치센터

현대위아 (011210)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액	**7,596**	**7,911**	**8,822**	**9,500**
매출원가	**6,765**	**7,038**	**7,834**	**8,417**
매출총이익	**831**	**873**	**988**	**1,083**
판매비와관리비	**305**	**364**	**396**	**399**
조정영업이익	**526**	**509**	**593**	**684**
영업이익	**526**	**509**	**593**	**684**
비영업손익	**60**	**69**	**44**	**51**
금융손익	-12	-14	-6	0
관계기업등 투자손익	49	30	35	39
세전계속사업손익	586	578	637	735
계속사업법인세비용	147	144	159	184
계속사업이익	439	433	478	551
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**439**	**433**	**478**	**551**
지배주주	434	433	478	551
비지배주주	5	0	0	0
총포괄이익	**447**	**433**	**486**	**540**
지배주주	442	433	486	540
비지배주주	5	0	0	0
EBITDA	673	691	797	908
FCF	158	272	233	313
EBITDA 마진율 (%)	8.9	8.7	9.0	9.6
영업이익률 (%)	6.9	6.4	6.7	7.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.7	5.5	5.4	5.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
유동자산	**3,453**	**4,026**	**4,343**	**4,583**
현금 및 현금성자산	484	781	801	822
매출채권 및 기타채권	1,441	1,504	1,613	1,691
재고자산	673	693	738	772
기타유동자산	855	1,048	1,191	1,298
비유동자산	**2,485**	**2,844**	**3,103**	**3,363**
관계기업투자등	211	348	327	346
유형자산	1,928	2,139	2,388	2,581
무형자산	226	250	270	322
자산총계	**5,937**	**6,870**	**7,445**	**7,946**
유동부채	**1,831**	**2,134**	**2,344**	**2,423**
매입채무 및 기타채무	1,432	1,543	1,695	1,777
단기금융부채	185	346	391	381
기타유동부채	214	245	258	265
비유동부채	**1,257**	**1,429**	**1,347**	**1,242**
장기금융부채	1,043	1,203	1,107	987
기타비유동부채	214	226	240	255
부채총계	**3,088**	**3,563**	**3,691**	**3,666**
지배주주지분	**2,849**	**3,307**	**3,754**	**4,280**
자본금	136	136	136	136
자본잉여금	504	550	535	545
이익잉여금	2,278	2,690	3,143	3,670
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**2,849**	**3,307**	**3,754**	**4,280**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
영업활동으로 인한 현금흐름	**449**	**630**	**653**	**696**
당기순이익	439	433	478	551
비현금수익비용가감	284	332	324	357
유형자산감가상각비	123	150	171	186
무형자산상각비	24	32	34	37
기타	137	150	119	134
영업활동으로인한자산및부채의변동	-152	17	16	-29
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-211	-59	-106	-74
재고자산 감소(증가)	46	-18	-46	-34
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	216	112	148	78
법인세납부	-115	-143	-159	-184
투자활동으로 인한 현금흐름	**-518**	**-687**	**-607**	**-540**
유형자산처분(취득)	-289	-357	-420	-380
무형자산감소(증가)	-69	-70	54	-89
장단기금융자산의 감소(증가)	-187	-177	-144	-82
기타투자활동	27	-83	-97	11
재무활동으로 인한 현금흐름	**191**	**338**	**-90**	**-144**
장단기금융부채의 증가(감소)	272	321	-51	-130
자본의 증가(감소)	270	46	-15	10
배당금의 지급	-13	-21	-24	-24
기타재무활동	-338	-8	0	0
현금의 증가	**135**	**297**	**20**	**21**
기초현금	349	484	781	801
기말현금	484	781	801	822

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
P/E (x)	10.5	7.7	7.0	6.1
P/CF (x)	6.3	4.4	4.2	3.7
P/B (x)	1.6	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	7.5	5.0	4.1	3.3
EPS (원)	16,733	15,940	17,560	20,259
CFPS (원)	27,843	28,149	29,482	33,401
BPS (원)	109,053	125,911	142,335	161,678
DPS (원)	800	900	1,000	1,100
배당성향 (%)	4.8	5.5	5.6	5.3
배당수익률 (%)	0.5	0.7	0.8	0.9
매출액증가율 (%)	7.1	4.1	11.5	7.7
EBITDA증가율 (%)	2.6	2.7	15.3	13.9
조정영업이익증가율 (%)	-0.6	-3.2	16.5	15.3
EPS증가율 (%)	3.1	-4.7	10.2	15.4
매출채권 회전율 (회)	6.3	5.8	6.1	6.2
재고자산 회전율 (회)	11.2	11.6	12.3	12.6
매입채무 회전율 (회)	5.7	5.1	5.1	5.1
ROA (%)	8.1	6.8	6.7	7.2
ROE (%)	17.0	14.1	13.5	13.7
ROIC (%)	14.4	12.3	13.3	14.2
부채비율 (%)	108.4	107.7	98.3	85.6
유동비율 (%)	188.6	188.7	185.2	189.1
순차입금/자기자본 (%)	8.3	2.6	-3.1	-8.3
조정영업이익/금융비용 (x)	15.3	12.1	13.6	16.7

자료: 현대위아, KDB대우증권 리서치센터

만도 (204320)

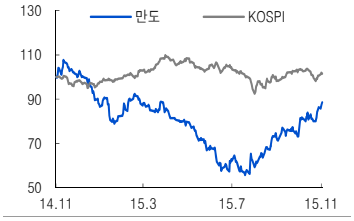
2016년 성장궤도 재진입

자동차부품

(Downgrade)	Trading Buy
목표주가(원,12M)	176,000
현재주가(15/11/25,원)	162,000
상승여력	9%

영업이익(15F,십억원)	266
Consensus 영업이익(15F,십억원)	253
EPS 성장률(15F,%)	1.2
MKT EPS 성장률(15F,%)	22.4
P/E(15F,x)	10.5
MKT P/E(15F,x)	11.6
KOSPI	2,009.42
시가총액(십억원)	1,521
발행주식수(백만주)	9
유동주식비율(%)	67.7
외국인 보유비중(%)	15.9
베타(12M) 일간수익률	0.39
52주 최저가(원)	102,000
52주 최고가(원)	197,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	20.9	11.0	-11.2
상대주가	22.8	18.5	-12.5



他OE와 DAS 등 핵심부품 비중 상승의 성장구도

他OE 공급을 통한 성장은 오랜 준비와 과도기를 거쳐 2016년 중 가시권에 진입할 것으로 예상된다. 우선 중국 주요 로컬업체의 빠른 성장과 납품확대가 크게 기여하고 있다.

중국은 최근 현대차 관련 가동 부진에도 불구하고 23%의 매출 성장세를 나타냈다. Geely, GW(장성기차) 등 중국 로컬업체 관련 매출액 성장률이 90%에 달했다. 수익성이 높은 SUV 중심의 생산증가와 완성차의 상품성 개선의지에 따라 동사의 핵심부품 납품 성장잠재력이 높은 것으로 확인돼 가고 있다.

미국지역 매출은 최근 GM에 대한 납품 고성장에 힘입어 전년동기 대비 40.2% 증가했다. 상하이GM과 북미 GM을 중심으로 EPS(전동식 파워스티어링), 제동장치 등 시스템 부품의 납품이 지속 성장할 전망이다.

한편 동사는 현대차 프리미엄 차량 중심으로 ASP가 높은 DAS 부품을 납품 중이다. 최근 현대차가 발표한 제네시스 브랜드화와 모델라인업 구축 전략이 큰 성공을 거둘 경우 수혜가 본격화될 전망이다.

4Q15/2016 전망: 턴어라운드와 성장궤도 재진입

2015년 4분기에는 중국 공장의 정상 가동과 글로벌 조업 확대에 힘입어 수익 개선세를 시현할 전망이다. 매출액과 영업이익은 1.38조원, 772억원을 각각 기록할 전망이다. 영업이익은 전년동기 대비 37% 증가하고, 전분기 대비로도 22% 증가해 턴어라운드할 전망이다.

중국사업은 현지화 확대를 통한 재료비 절감과 로컬업체 납품의 핵심전장부품 비중 확대를 통해 수익성을 더욱 제고할 수 있는 것으로 판단된다. 2016년 영업이익은 원/달러 환율 상승과 연결매출 고성장에 힘입어 YoY 12.8% 증가할 전망이다. 대규모 신규수주와 더불어 향후 3년간 연평균 8.8%의 외형 고성장세로 재진입할 전망이다.

단기 주가상승부담 감안, Trading Buy로 투자의견 하향

12개월 목표주가를 종전 162,000원에서 176,000원으로 10% 상향조정했다. 2016년 이익 턴어라운드 전망을 중점적으로 반영하는 의미에서 2015년 예상 EPS에서 12개월 Forward EPS로 밸류에이션 기준을 변경했다. 목표 PER는 10.5배를 적용했다. 5년간 15%의 연평균 EPS 성장률을 감안하고, 현대모비스보다 할인한 0.7배의 PEGR로 산출한 것이다.

투자의견은 매수에서 Trading Buy로 한단계 하향조정했다. 이익모멘텀 부각에도 불구하고 국내 완성차와 다른 대형 부품업체들에 비해 단기 주가상승 부담이 큰 점을 감안했다.

결산기 (12월)	12/12	12/13	12/14(연간)	12/15F	12/16F	12/17F
매출액 (십억원)	4,972	1,721	5,029	5,243	5,673	6,192
영업이익 (십억원)	287	79	276	266	300	352
영업이익률 (%)	5.8	4.6	5.5	5.1	5.3	5.7
순이익 (십억원)	179	48	161	145	182	224
EPS (원)	19,028	-	17,189	15,447	19,404	23,848
ROE (%)	-	-	14.8	11.9	12.5	13.8
P/E (배)	-	-	9.8	10.5	8.3	6.8
P/B (배)	-	-	1.4	1.1	1.0	0.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 만도, KDB대우증권 리서치센터

만도 (204320)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액	**5,029**	**5,243**	**5,673**	**6,192**
매출원가		**4,515**	**4,886**	**5,319**
매출총이익		**728**	**787**	**873**
판매비와관리비		**463**	**488**	**521**
조정영업이익	**276**	**266**	**300**	**352**
영업이익	**276**	**266**	**300**	**352**
비영업손익		**-59**	**-49**	**-47**
금융손익		-17	-32	-31
관계기업등 투자손익		-8	2	4
세전계속사업손익	224	207	251	305
계속사업법인세비용	60	60	67	78
계속사업이익	164	147	184	227
중단사업이익		0	0	0
당기순이익	**164**	**147**	**184**	**227**
지배주주		145	182	224
비지배주주		2	2	3
총포괄이익		**148**	**184**	**227**
지배주주		145	181	222
비지배주주		3	4	5
EBITDA	490	489	535	601
FCF		11	133	148
EBITDA 마진율 (%)	9.7	9.3	9.4	9.7
영업이익률 (%)	5.5	5.1	5.3	5.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.2	2.8	3.2	3.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
유동자산	**1,765**	**1,957**	**2,050**	**2,097**
현금 및 현금성자산	160	213	272	246
매출채권 및 기타채권	1,018	1,229	1,269	1,318
재고자산	325	347	353	350
기타유동자산	262	168	156	183
비유동자산	**2,082**	**2,118**	**2,217**	**2,319**
관계기업투자등	27	28	26	21
유형자산	1,710	1,721	1,808	1,901
무형자산	128	153	167	174
자산총계	**3,846**	**4,075**	**4,267**	**4,416**
유동부채	**1,892**	**1,738**	**1,723**	**1,776**
매입채무 및 기타채무	1,075	961	980	973
단기금융부채	714	531	495	554
기타유동부채	103	246	248	249
비유동부채	**856**	**916**	**965**	**884**
장기금융부채	603	658	700	615
기타비유동부채	253	258	265	269
부채총계	**2,748**	**2,654**	**2,688**	**2,660**
지배주주지분	**1,058**	**1,378**	**1,534**	**1,708**
자본금	47	47	47	47
자본잉여금	962	962	962	962
이익잉여금	40	164	301	480
비지배주주지분	**40**	**43**	**45**	**48**
자본총계	**1,098**	**1,421**	**1,579**	**1,756**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
영업활동으로 인한 현금흐름		**214**	**426**	**455**
당기순이익		147	184	227
비현금수익비용가감		329	360	381
유형자산감가상각비		196	206	213
무형자산상각비		26	29	35
기타		107	125	133
영업활동으로인한자산및부채의변동		-207	-20	-45
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)		-205	-40	-49
재고자산 감소(증가)		-22	-5	3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)		70	19	-8
법인세납부		-55	-67	-78
투자활동으로 인한 현금흐름		**-215**	**-353**	**-412**
유형자산처분(취득)		-200	-293	-307
무형자산감소(증가)		-52	-43	-41
장단기금융자산의 감소(증가)		105	13	-36
기타투자활동		-68	-30	-28
재무활동으로 인한 현금흐름		**39**	**-20**	**-77**
장단기금융부채의 증가(감소)		-128	6	-27
자본의 증가(감소)		0	0	0
배당금의 지급		-21	-45	-45
기타재무활동		188	19	-5
현금의 증가		**53**	**58**	**-25**
기초현금		160	213	272
기말현금		213	272	246

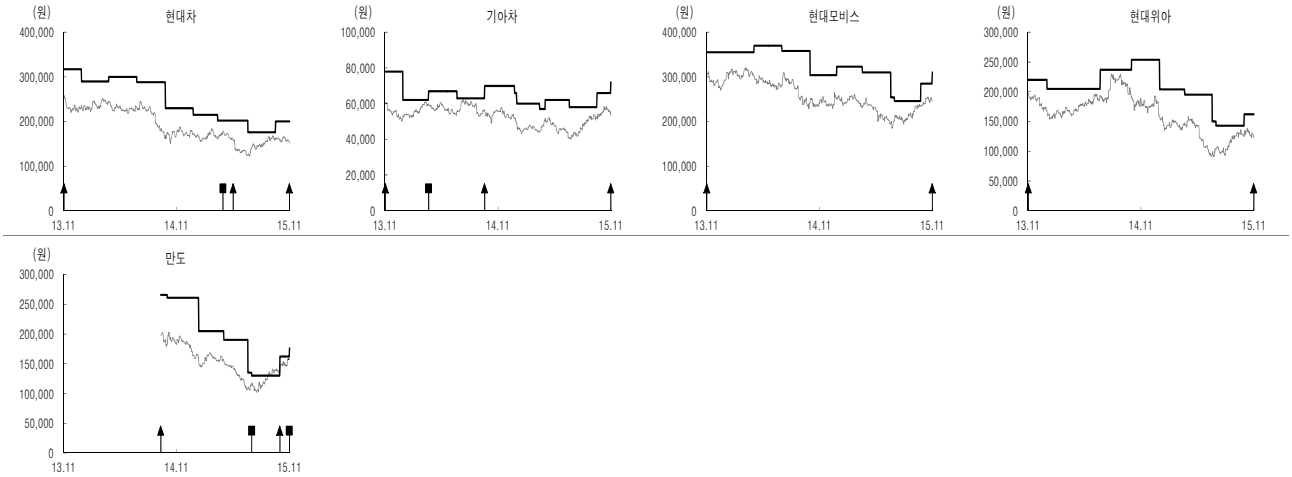
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
P/E (x)	9.8	10.5	8.3	6.8
P/CF (x)		3.2	2.8	2.5
P/B (x)	1.6	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	4.5	5.1	4.6	4.0
EPS (원)	15,268	15,447	19,404	23,848
CFPS (원)		50,683	57,942	64,780
BPS (원)	113,193	147,289	163,876	182,405
DPS (원)	2,000	4,800	4,900	5,500
배당성향 (%)	11.6	30.6	24.9	22.7
배당수익률 (%)	1.1	3.0	3.0	3.4
매출액증가율 (%)	1.1	204.6	8.2	9.1
EBITDA증가율 (%)	2.6	223.8	9.4	12.3
조정영업이익증가율 (%)	-3.9	236.7	12.8	17.3
EPS증가율 (%)	-9.7	1.2	25.6	22.9
매출채권 회전율 (회)		4.7	4.6	4.8
재고자산 회전율 (회)		15.6	16.2	17.6
매입채무 회전율 (회)		4.9	5.0	5.4
ROA (%)	4.3	3.7	4.4	5.2
ROE (%)	14.8	11.9	12.5	13.8
ROIC (%)		8.2	8.9	10.0
부채비율 (%)	250.3	186.8	170.2	151.5
유동비율 (%)	93.2	112.6	118.9	118.1
순차입금/자기자본 (%)	92.1	65.3	56.3	48.9
조정영업이익/금융비용 (x)		13.2	7.9	9.5

자료: 만도, KDB대우증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
현대차(005380)	2015.10.11	매수	200,000원
	2015.07.14	매수	176,000원
	2015.05.27	매수	202,000원
	2015.04.24	Trading Buy	202,000원
	2015.04.07	매수	202,000원
	2015.01.18	매수	215,000원
	2014.10.20	매수	230,000원
	2014.07.20	매수	288,000원
	2014.04.20	매수	300,000원
	2014.01.22	매수	290,000원
	2013.11.08	매수	317,000원
기아차(000270)	2015.11.25	매수	72,000원
	2015.10.11	매수	66,000원
	2015.07.14	매수	58,000원
	2015.04.27	매수	62,000원
	2015.04.09	매수	57,000원
	2015.01.25	매수	60,000원
	2015.01.18	매수	66,000원
	2014.10.13	매수	70,000원
	2014.07.16	Trading Buy	63,000원
	2014.04.15	Trading Buy	67,000원
	2014.01.22	매수	62,000원
	2013.11.08	매수	78,000원
현대모비스(012330)	2015.11.25	매수	310,000원
	2015.10.19	매수	285,000원
	2015.07.26	매수	246,000원
	2015.07.14	매수	254,000원
	2015.04.13	매수	310,000원
	2015.01.20	매수	323,000원
	2014.10.26	매수	304,000원
	2014.07.27	매수	358,000원
	2014.04.28	매수	370,000원
	2013.11.08	매수	355,000원
현대위아(011210)	2015.10.25	매수	162,000원
	2015.07.26	매수	143,000원
	2015.07.14	매수	150,000원
	2015.04.16	매수	195,000원
	2015.01.25	매수	204,000원
	2014.10.26	매수	254,000원
	2014.07.17	매수	237,000원
	2014.01.26	매수	205,000원
	2013.11.08	매수	220,000원
만도(204320)	2015.11.25	Trading Buy	176,000원
	2015.10.25	매수	162,000원
	2015.07.26	Trading Buy	130,000원
	2015.07.14	매수	135,000원
	2015.04.27	매수	190,000원
	2015.02.05	매수	205,000원
	2014.10.26	매수	261,000원
	2014.10.05	매수	266,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12 개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
Trading Buy : 향후 12 개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
중립 : 향후 12 개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
비중축소 : 향후 12 개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상

산업

비중확대: 향후 12 개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12 개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
비중축소: 향후 12 개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
72.77%	13.86%	13.37%	0.00%

* 2015 년 9 월 30 일 기준으로 최근 1 년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.