2016. 11. 15

자동차/부품 Overweight
타이어 Neutral

이베스트 생각 시리즈 14

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

유지웅`s 생각

문앞의 야만인들

안녕하세요?
이베스트투자증권 자동차/타이어 담당 **유지웅** 입니다.
이베스트투자증권 리서치본부 기업분석팀에서는 전체 Writing 애널리스트 15명
모두가 참여하는 "생각 시리즈" 기획자료 특집을 준비했습니다.
본 자료는 14번째 "생각 시리즈" 자료로서 "유지웅's 생각"입니다.

본 자료는 크게 3가지 파트로 구분되어 있으며,
[I. 생각의 틀] 편에서는 본 연구원이 담당업종을 분석하는 "생각의 틀"에 대해
재점검 해 보았습니다. 특히 급변하고 있는
자동차 공유산업과 관련된 환경의 변화에 대해 분석해 보았습니다.
그리고 대분류, 중분류, 소분류로 구분한 다음 세부 사업카테고리별
Key Indicator 및 커버리지 종목을 정리했습니다.

[II. 유지웅의 판단] 편에서는 최근 적중, 비적중에 대한 원인과 View History를 점검해보았습니다.
종목에 대해서는 17개 커버리지 종목별로 Key Indicator의 적중 여부와 주가와의 상관관계를 비교해보았습니다.
그리고, 업종별, 종목별 Indicator에 대한 현시점에서의 향후 View 조정 및 재정립을 단행했습니다.
자동차 산업에 대한 View는 '비중확대' 관점을 유지합니다.
파업 이후의 국내공장 가동률 회복, 신흥시장의 자동차 수요개선이 2017년 증익요인으로 작용할 전망입니다.
부품업체의 경우 xEV, Autonomous 부품에 대한 exposure가 타OEM향으로 확대 있어 2016년에 이어
2017년도 밸류에이션 확장이 지속될 것으로 예상합니다.
타이어 업종에 대한 View는 올초 상고하저 의견을 제시하였습니다.
금년 상반기 타이어 업종의 상승원인은 스프레드 확대와 우호적 FX환경 이었습니다. 4Q16 들어서부터는
이 요인들이 상대적으로 Negative한 환경을 제공할 것으로 예상하고 있습니다.

[III. 종목별 투자의견] 편에서는 현시점에서 바라보는 "실질적 투자의견"을 재정립했습니다.
[이베스트 생각 시리즈 14] "유지웅's 생각" 편에서 선정한 자동차/타이어 업종
Top Picks 종목은 **현대차, 만도**입니다.

감사합니다.

유지웅's 생각

이베스트 생각 시리즈 14

자동차/부품 Overweight
타이어 Neutral

Part I	생각의 틀	4
Part II	유지웅의 판단	35
Part III	종목별 투자의견	56
종목분석		59
Top Picks	■ 현대차(005380)	60
	■ 만도(204320)	73
목표주가 또는 투자의견 변경		
	■ 에스엘(005850)	82
	■ 평화정공(043370)	86
	■ 우리산업(215360)	90

Part I

자동차/타이어

생각의 틀

자동차 업종, 새로운 View에 입각한 투자가 필요

[Part I. 생각의 틀] 은 크게 두가지 부분으로 구성해 보았습니다. 먼저 자동차 공유산업에 대해 저희가 갖고 있는 고민과 지식을 바탕으로 현재 상황 및 앞으로 전개될 방향성에 대해 예측을 해 보았습니다. 현재 2,400조원에 육박하고 있는 제조/판매 부문에서 공유산업이라는 새로운 카테고리가 생기면서 자동차 산업내 Dynamics는 큰 흐름상 변화가 있을 것으로 예상됩니다.

두번째로는 기존 저희가 가지고 있는 업종에 대한 세부 구분을 해 보았습니다. 완성차, 부품, 타이어로 나눈 구분과, 각 해당 산업의 커버리지 종목에 대한 주요 Key Indicator를 나열해 보았습니다. 각 해당 산업에 대한 자세한 현황과 방향성은 Part II 에서 기술했습니다.

생각의 틀에 들어가며

자동차 산업이 커지고 있다. 다만 제조/판매가 아닌 서비스 분야다

본 파트에서는 자동차 업종에 대한 접근방법에 대해 당사가 가지고 있는 고민과 지식을 활용하여 향후 자동차산업에 대해 전망해 보았다. 기존 자동차 업종의 구분은 크게 3가지 – 완성차, 부품, 타이어로 나눌 수 있는데, 최근 급부상 하고 있는 공유자동차 산업이 4번째 항목으로 추가 하였다. 공유자동차 산업에 대해서는 다음 섹션인 '2030년, 누가 자동차 산업을 지배하는가' 및 그 이후 섹션에서 자세히 기술해 보았다.

자동차 산업에 대한 '생각의 틀'을 재정립하게 된 계기는 이미 상당부분 진행된 글로벌 Motorization 에서 추가적인 산업의 양적성장은 제한된 한편 이종산업과 결합 등 여러 시나리오가 제기되면서 완성차의 밸류에이션 또한 업사이드가 제한되고 있기 때문이다.

거대한 흐름인 자동차의 전장화(Electrification), 자율주행(Autonomous Driving)이 가시화 되며 부품업체들의 기술개발은 지속될 것으로 보인다. 반면 완성차의 부품업체에 대한 의존도는 지속적으로 높아질 것으로 보이기 때문에 부품업체들에 대한 프리미엄은 유지될 것으로 보인다.

최근 들어서는 자동차산업의 근본적인 틀에 대해 변화가 나타나고 있다. 전세계 최대 Ride-Hailing 업체인 Uber 의 2015 년 매출액은 1.5 조원에 달할 정도로 그 성장세가 부각되고 있고, 여러 스타트업 업체들 또한 이 분야에 대해 도전장을 내밀고 있는 상황이다. 궁극적으로 자동차의 공유화가 진행되면 생산량은 감소가 불가피 한데, 이는 결국 산업의 근본적인 틀을 재구성 하게 되는 큰 계기가 될 수 있다는 생각이다.

표1 자동차 산업 분류와 분야별 주요 쟁점 – 운송수단의 발달과 시장의 확대

대분류	중분류	주요 쟁점
완성차	기존 내연기관	▶ 강화되고 있는 CO2 규제 하에 지속 가능성
	친환경	▶ 1회 충전시 주행거리, 충전소 인프라, 가격
	자율주행	▶ 신뢰성, V2X인프라, IT업체와의 영역구분, 가격
부품	모듈	▶ 종속 완성차 생산대수
	샤시	▶ Safety, Comfortability
	파워트레인	▶ Fuel Effiency
	기타 핵심부품	▶ Safety, Comfortability
타이어	Non-UHPT	▶ 전체 자동차산업 수요
	UHPT	▶ Luxury brand, SUV, Pick-up
운송서비스	Ride Sharing	▶ 가격, 접근성, 파킹 스팟 확보
	Ride Hailing	▶ 가격, 독립성, P2P rental
	Taxis	▶ 운임가격 경쟁력, comfortability
	Rental	▶ 가격, 접근성, 반납시 불편함

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

2030년, 누가 자동차 산업을 지배하는가?

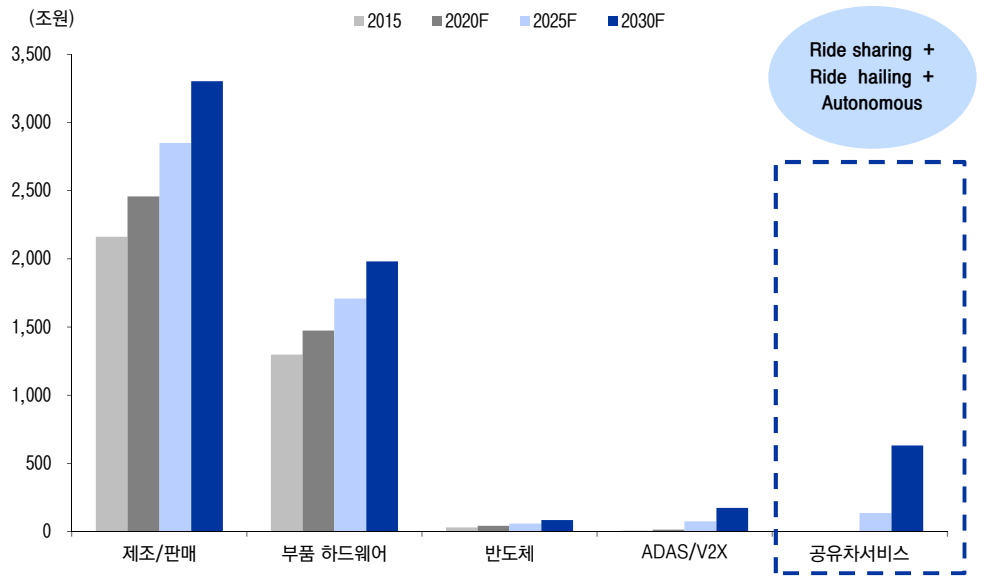
이미 시작된 영역의 파괴 – 중장기 성장동력을 갖춘 업체만 살아남아

2016년에 들어서면서 많은 것이 바뀌었다. xEV와 Autonomous로 대변되는 Technology 측면에서의 진보가 예년에 비해 확실히 부각되었고, 전세계 주요 OEM 들은 각자 자사의 자율주행차량 및 긴 항속거리를 보유한 2세대 전기차의 출시일정 들을 앞다투어 공개하고 있다. 그러나 정작 글로벌 자동차 판매량은 여전히 연간 2~3% 수준에 머물고 있어, 결론적으로는 업체간 경쟁만 더욱 치열해 지고 있다.

최근 자동차 산업 내에 등장한 공유차 산업은 현재 그 매출의 규모가 미미하지만, 사업의 영역이 방대하고, 잠재적으로 자동차 산업이 가지고 있는 제조/판매 매출의 상당부분을 대체할 잠재력을 갖고 있다. 현재 공유차 산업은 우버와 같은 비제조업체의 lead 하에 Drivenow와 같은 완성차 제조업체 계열의 회사들이 같이 시장을 형성하고 있다.

현재 자동차 제조/판매 시장규모는 약 2천조원을 상회하고 있는데, 연평균 2~3%의 저성장 기조가 지속된 다는 가정하에 2030년 경에는 약 3.3천조원에 달할 것으로 예상된다. 이 과정 속에서 중국을 포함한 제조업체들의 출현으로 인해 각 제조업체가 가져갈 수 있는 마진은 구조적으로 축소될 것으로 예상된다. 반면 공유차 산업의 경우 작년 기준 5조원 수준으로 추정되는 시장규모가 2030년에 들어서는 약 600~700조원을 상회할 것으로 예측해 볼 수 있다. 현재 자동차 시장내 technology의 집약체로 스포트라이트를 받고 있는 ADAS/V2X, 자동차용 반도체산업에서 발생할 것으로 예상되고 있는 174조원, 86조원에 비해 터무니 없이 큰 수치다.

그림1 자동차 산업내 새로운 영역의 탄생 : 2030 년, 누가 공유차시장 지배가 관건이 될 것



자료: 국내 주요 OEM/부품업체, 가트너, Delphi, 언론종합, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 자동차시장 내 주요 영역별 시장 규모 및 전망

연도	자동차 판매	제조/판매	부품 하드웨어	반도체	ADAS/V2X	공유차서비스	합계
단위	천대	만원/대	만원/대	$/차 1대	$/차 1대	$/km	
2015	8,648	2,500	1,500	360	80	1.8	
2020F	9,832	2,500	1,500	420	150	1.8	
2025F	11,398	2,500	1,500	510	660	1.8	
2030F	13,213	2,500	1,500	650	1,320	1.8	
시장규모(조원)							
2015		2,162	1,297	31	7	1.3	3,502
2020F		2,458	1,475	42	15	5.7	4,011
2025F		2,849	1,710	58	75	135	5,216
2030F		3,303	1,982	86	174	632	7,991

자료: 국내 주요 OEM/부품업체, 가트너, Delphi, 언론종합, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 ADAS 별 단가 구성 : 2020 년 Level4 차량에 대당 $5,000 규모 탑재

Contents	V2X	Lidar sensor	Radar sensor	Camera sensor	Actuator	기타 Architecture
$ per vehicle	2,300	2,000	330	220	285	100

자료: Delphi, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 공유차 운행거리, 운행시장에 대한 전망 : 2030 년 2 천조 이상으로 성장해 자동차 제조사업에 육박하는 시장규모로 커질 것

구분	2015	2020F	2025F	2030F
공유차 운행시장 전망				
전세계 (bn mile)	7,200	9,000	11,000	14,000
전세계 (bn km)	11,520	14,400	17,600	22,400
공유차 침투율 (%)	0.008	0.028	0.545	2
utilization multiplier (배)	3.0	3.0	3.0	3.0
공유차 운행거리 (bn km)	2.8	12.1	288	1,344
공유차 운행시장 ($ bn)	1.3	5.7	135	632
공유차 운행비용 추정				
Fare $/h	8	8	8	8
일평균 주행속도 km/h	25	25	25	25
연평균 주행거리 km	10,000	10,000	10,000	10,000
운행시간 hr	400	400	400	400
km 당 1.5$ 유류비	0.15	0.15	0.15	0.15
km 당 주행비용 ($)	0.3	0.3	0.3	0.3
km 당 총 주행비용($)	0.5	0.5	0.5	0.5

자료: FHWA, google, Zipcar, 쏘카, 이베스트투자증권 리서치센터

I. 소유(Ownership)에서 공유(Sharing)으로 바뀐다

자동차의 Total Cost of Ownership

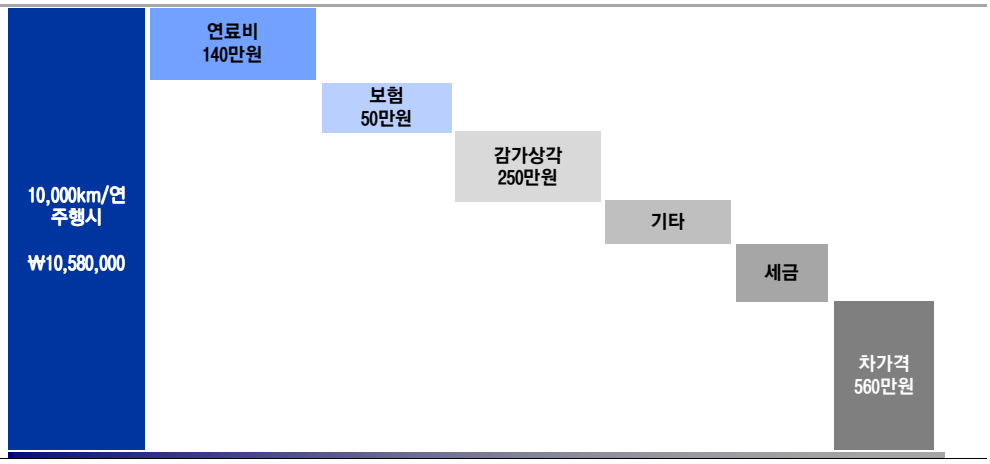
먼저, 자동차 공유산업이 커지고 있는 근간에는 자동차를 소유함으로써 소유자에게 부과되는 총 비용(Total Cost of Ownership)에 대한 부담이 가장 크게 작용하고 있다. Mckinsey 리포트에 따르면 일상적으로 자동차의 소유자가 평균적으로 하루에 자동차를 사용하는 시간은 약 50분에 불과한데, 이를 위해 소비자가 높은 가격을 지불할 개인은 더 이상 많지 않다는 것이다. 따라서 일반적인 중소형 볼륨카는 갈수록 개인의 입장에서는 소유에 대한 메리트가 떨어질 것이고, 럭셔리 차종의 경우 ownership에 대한 니즈는 존재해 장기간 높은 구매율을 보이는 등 차종별 큰 차별화가 될 것으로 보인다.

자동차의 Total Cost of Ownership은 일반적으로 5년간 개인이 자동차를 소유하면서 발생하는 비용이다. 평균적으로 연간 1만 km를 운행 한다는 가정하에, 개인은 총 연간 1천만원 이상을 지불하게 된다. 이중 가장 큰 비중을 차지하는 것은 차값(총 차 가격을 5년치로 심플하게 나눈 값)인데, 이 외에 흔히들 간과하는 부분이 바로 감가상각비다.

연간 지불 비용 1천만원 중 일반적으로 25%가 감가상각비에 해당하는데, 이는 공유차를 사용할 경우 전혀 지불하지 않는 비용인 한편, 일반 오너 입장에서는 sunk cost에 가까운 성격을 지니고 있다. 이외에도 5년간 자동차를 소유하면서 필수적으로 지불해야 하는 maintenance 성격의 비용들(ex. 엔진오일 교체, 에어컨 필터, 타이어)등의 가격을 포함할 경우 고정성 성격의 비용은 전체 연간 비용의 40% 수준까지 육박하게 된다.

다만 연간 주행거리가 증가하게 될 경우 위 비용에 대한 부담은 상대적으로 적어지는데, 전 세계적으로 urbanization이 지속적으로 이뤄지 점을 감안하면 구조적으로 개인이 소유한 자동차의 주행거리가 증가한다고 보기는 어려울 것이다.

그림2 자동차의 5-Yr Total Cost of Ownership 구조



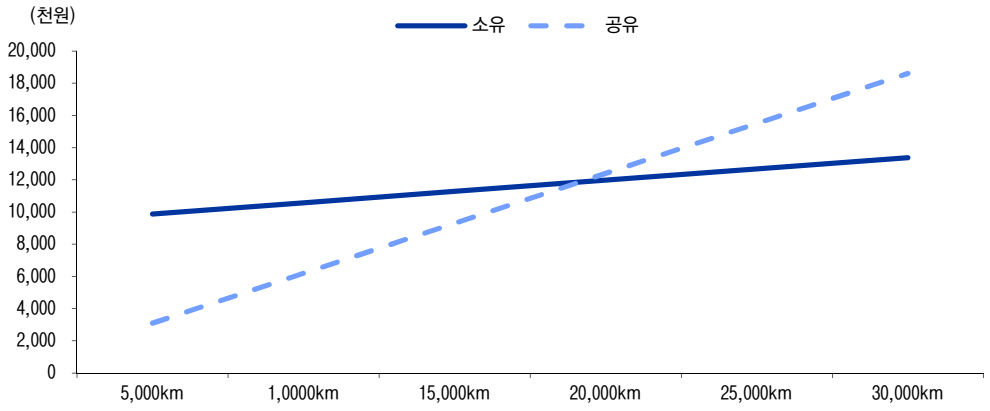
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

소유와 공유 비용의 비교 : 연간 운행거리 2만km 이하에서는 공유가 유리

개인이 자동차를 소유했을 경우와 공유했을 경우를 비교해 보았다. 공유의 경우 카쉐어링을 기준으로 발생하는 비용을 수치화 해 보았다. 결론부터 들어가면, 운행거리가 연간 2만km 수준에서 소유와 공유는 Break-even point에 도달한다. 우리는 운행자의 운행거리별로(5천km~3.5만km) simulation을 해 보았는데, 추정에서 가장 중요한 공유차의 이용 비용은 1시간당 1만원으로 가정했다.

연간 운행거리가 짧을수록 차량공유가 소유에 비해 메리트가 큰 것으로 나타나는데, 개인이 연간 5천 km를 운행시 차량공유의 경우 연간 발생비용은 310만원에 그치지만, 소유의 경우 앞서 언급했듯이 1천만원 가까이 발생한다. 한편 연간 운행 거리가 약 3만km에 달할 경우 차량 공유 비용은 오히려 1,860만원에 달해 소유 비용인 1,338만원에 비해 상대적으로 높게 발생한다.

그림3 자동차 소유와 공유비용 비교: 연간주행 2 만 km 이내에서는 공유의 경우 비용절감효과 높음

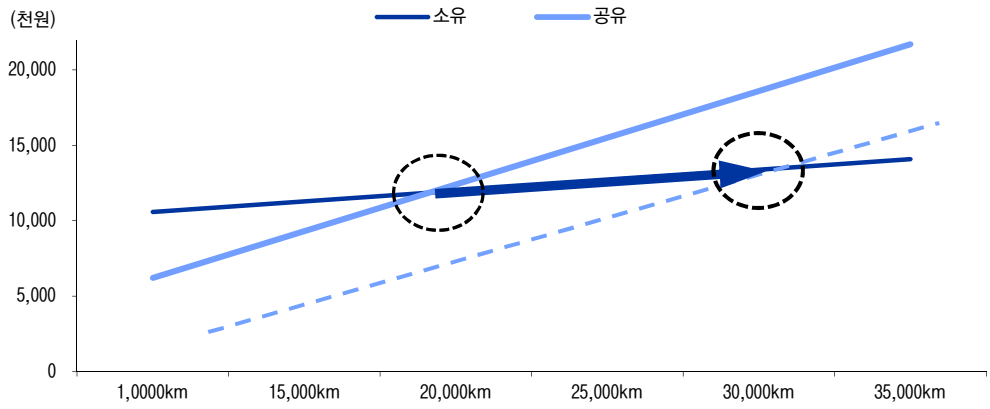


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

문제는 위의 결론과는 다르게 현실에서는 공유 자동차시장이 최근 개화 구간에 들어가고 있어 업체간 경쟁이 치열해지고 있고, 각종 프로모션 및 가격경쟁을 통해 실제 평균적으로 발생하는 운행비용이 1시간에 1만원을 하회한다는 점이다. 이 경우 그림 4에서처럼 공유곡선이 우측으로 이동하며 공유곡선과 소유곡선이 교차하게 되는 BEP시점이 기존 2만km에서 우측 공간으로 이동하게 된다.

우리의 계산에 따르면 시간당 사용료가 5천원으로 하락할 경우 연간 이용거리가 5천km이면 발생비용이 210만원에 불과하고, 3만km를 운행한다 하더라도 약 1,260만원에 불과해 소유시 발생하는 비용보다 저렴한 수치가 발생하는 것으로 추정된다.

그림4 공유업체 활성화로 인한 가격 하락시 소유와 공유의 교차점은 장거리로 이동



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표5 5 년간 자동차 소유하는데 드는 연간 비용

구분	수치	단위	비고
거리	5,000	km	
연료비	700,000	원	1,400원/L, 연비 10km/L 가정
보험	500,000	원	
감가상각비	2,500,000	원	
기타유지비	200,000	원	타이어 40만원/5년(=8만원/년), 엔진오일 5만원/년
세금	380,000	원	
차가격	5,600,000	원	2,800만원 /5년
총 계	**9,880,000**	원	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표6 공유자동차를 사용할 경우 연간 드는 비용

구분	수치	단위	비고
거리	5,000	km	
평균 주행속도	25	km/h	
총 주행시간	200	시간	
시간당 사용료	10,000	원	
총 시간 사용료	2,000,000	원	주행시간 x 사용료
총 유류 사용료	900,000	원	km당 180원
보험료	400,000	원	일회 사용시 4시간으로 계산 (천원/시간)
총 계	**3,300,000**	원	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표7 이용거리별 Ownership 과 Sharing 의 비용 비교

단위(천원) 이용거리(km)	5,000	10,000	15,000	20,000	25,000	30,000	35,000
※소유시 5년간 연간발생 비용							
유류비	700	1,400	2,100	2,800	3,500	4,200	4,900
보험	500	500	500	500	500	500	500
감가상각비	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
기타유지비	200	200	300	300	300	300	300
세금	380	380	380	380	380	380	380
차가격	5,600	5,600	5,600	5,600	5,600	5,600	5,600
총 비용	**9,880**	**10,580**	**11,380**	**12,080**	**12,780**	**13,480**	**14,180**
※공유할 경우 연간 발생 비용							
I. 시간당 사용료가 1만원							
평균 주행속도 가정(km/h)	25	25	25	25	25	25	25
총 주행시간	200	400	600	800	1,000	1,200	1,400
시간당 사용료	10	10	10	10	10	10	10
총 시간사용료	2,000	4,000	6,000	8,000	10,000	12,000	14,000
유류 (원/km)	180	180	180	180	180	180	180
총 유류 사용료	900	1,800	2,700	3,600	4,500	5,400	6,300
보험료	200	400	600	800	1,000	1,200	1,400
총 계	**3,100**	**6,200**	**9,300**	**12,400**	**15,500**	**18,600**	**21,700**
II. 시간당 사용료가 8,000원							
평균 주행속도 가정(km/h)	25	25	25	25	25	25	25
총 주행시간	200	400	600	800	1,000	1,200	1,400
시간당 사용료	8	8	8	8	8	8	8
총 시간사용료	1,600	3,200	4,800	6,400	8,000	9,600	11,200
유류 (원/km)	180	180	180	180	180	180	180
총 유류 사용료	900	1,800	2,700	3,600	4,500	5,400	6,300
보험료	200	400	600	800	1,000	1,200	1,400
총 계	**2,700**	**5,400**	**8,100**	**10,800**	**13,500**	**16,200**	**18,900**
III. 시간당 사용료가 5,000원							
평균 주행속도 가정(km/h)	25	25	25	25	25	25	25
총 주행시간	200	400	600	800	1,000	1,200	1,400
시간당 사용료	5	5	5	5	5	5	5
총 시간사용료	1,000	2,000	3,000	4,000	5,000	6,000	7,000
유류 (원/km)	180	180	180	180	180	180	180
총 유류 사용료	900	1,800	2,700	3,600	4,500	5,400	6,300
보험료	200	400	600	800	1,000	1,200	1,400
총 계	**2,100**	**4,200**	**6,300**	**8,400**	**10,500**	**12,600**	**14,700**

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

II. 문앞의 야만인들

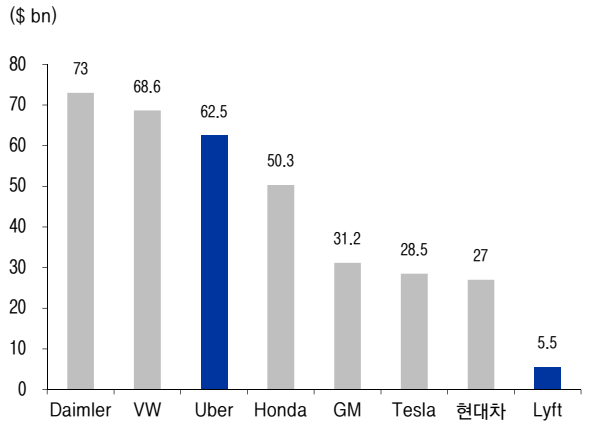
제조업체를 능가하는 택시회사의 시장가치

자동차의 소유(Ownership)보다 공유(Sharing)이 향후 mainstream으로 자리잡게 될 가능성은 이미 언론을 통해 밝혀진 몇몇 회사의 기업가치에서도 나타난다. 지난해 매출액이 약 1.5조원을 기록한 것으로 알려진 우버에 대해 Forbes는 기업가치가 약 63조원에 달한다고 밝혔다. 우버와 함께 미국의 Ride-Hailing 시장 대부분을 차지하고 있는 Lyft의 기업가치 역시 5.5조원에 달하는 것으로 알려졌다. 같은 공유산업인 car-sharing의 경우 아직까지 Uber와 같은 규모의 사이즈의 회사는 없지만 전세계 최대 car-sharing 업체중 하나인 ZipCar가 2013년 Avis Budget Group에 약 5천억원에 인수되었음을 감안하면 대략 그 규모를 가늠해 볼 수 있다.

어째서 이런일이 발생한 것인가? 공유업체의 매출발생구조를 보자. 먼저 우리나라 최대 카쉐어링 업체인 쏘카의 경우 지난해 약 447억원의 매출이 발생했는데, 이를 위해 운영된 차량이 3천대 였음을을 감안하면 대당 발생 매출액이 약 1,490만원을 기록한 것으로 추정된다. 쏘카는 2013년부터 3년간 대당 발생 매출액이 2배 이상 증가했는데, 이는 제조업체에서만 발생하는 높은 수준의 고정자산 투자가 아닌 파킹 스팟 확보만을 통해서도 사업영역 확대가 가능했기 때문이다.

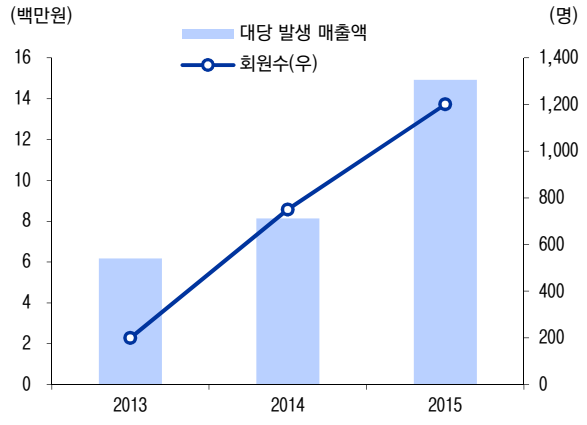
이와 같은 확장 속도는 제조업체로서는 불가능하다. 특히 전자기기의 발달로 카쉐어링을 택하는데에는 5분도 채 걸리지 않기 때문에 자동차를 직접 판매하는 경우보다 비교도 할 수 없는 빠른 속도로 매출이 발생하기 때문이다. 이를 반영하여 실제로 Zipcar가 당시 Avis Budget Group에 인수된 가격은 당시 순이익의 34배에 달하는 수치에 거래된 것이다. 한편 2000년도에 설립된 Zipca는 2012년 대당매출액이 약 3천만원에 도달하면서 영업흑자를 기록한 상태였다.

그림5 전세계 주요 OEM 및 공유업체의 기업가치 비교



자료: Forbs, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 쏘카의 보유 회원수 및 대당 발생 매출액 흐름



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표8 쏘카의 손익구조 및 대당 발생하는 매출액

(백만원)	2013	2014	2015
매출액	2,468	14,651	44,765
영업이익	-1,477	-1,490	-5,977
운영차량	400	1800	3000
회원수(우)	200	750	1200
대당 발생 매출액	6.17	8.14	14.92
Fare 가정			
10분당 요금(원)	1,000	1,000	1,000
풀 가동시 발생가능 매출액(원)			
시간당	6,000	6,000	6,000
24시간	144,000	144,000	144,000
365일	52,560,000	52,560,000	52,560,000

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표9 Zipcar 의 Avis Budget Group 인수 전 재무제표 및 대당 발생매출액

(백만달러)	2009	2010	2011	2012
매출액	131.18	186.1	241.65	278.87
영업이익	-5.88	-7.4	-1.95	6.1
세전이익	-4.58	-13.81	-7.42	3.25
세후이익	-4.67	-14.12	-7.15	14.19
순이익	-4.64	-14.12	-7.15	14.68
차량 대수	6500	8,000	8,900	9,700
대당매출	20.2	23.3	27.2	28.7

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

완성차, 공유차의 영역에 진출하다

카쉐어링 업체의 경우 크게 두가지로 나뉜다. Zipcar와 같이 제조업을 영위하지 않고 있는 경우와, Car2go 와 같이 완성차 제조업체가 직간접적으로 진출한 경우로 나뉜다. Zipcar의 경우 현재 전세계 9개 국가의 500개의 도시에 걸쳐 운영을 하고 있고, 약 1만대의 자동차를 운영하고 있다.

한편 Car2go의 경우 전세계 1백만 유저를 바탕으로 총 14,000대에 달하는 공유차를 운영하고 있다. 다임러는 Car2go 사업을 2008년에 처음 출범시켜 현재 자사 모델인 Smart Fortwo와 벤츠만 공유차로 사용하고 있다.

그림7 세계 최대 독립 카쉐어링 업체 Zipcar

자료:언론, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 전세계 최대 카쉐어링 업체 Daimler 의 Car2go

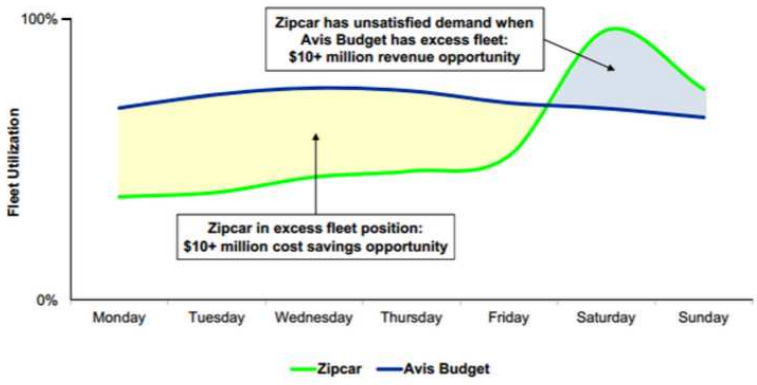
자료:언론, 이베스트투자증권 리서치센터

현재 공유자동차 산업의 영역은 크게 1)카쉐어링 2)렌터카 3)Ride- Hailing 4)Taxi 등 4가지로 구분 할 수 있다. 중장기적으로 기존 렌터카와 Taxi 비지니스는 각각 카쉐어링과 Ride-Hailing으로 흡수될 가능성이 크다.

렌터카 업체의 경우 그림 9에서와 같이 주중-주말간의 utilization 등락이 큰데, 단지 이를 올리기 위해 대량의 인건비/고정비가 포함되는 station 수를 늘릴 수 없는 단점을 갖고 있다. 반면 카쉐어링 업체의 경우 반대로 utilization을 올리기 위해서 필요한 건 파킹 스팟일 뿐이다. 대표적으로, Zipcar는 미국내 대학교 500개 캠퍼스마다 수십개의 파킹 스팟을 보유하고 있는데 이는 레터카 업체로서는 진입이 매우 어려운 영역이다.

한편 Ride-Hailing은 기존 conventional taxi service에서 한단계 진보한 형태로, 일반적으로 다음 3가지 기술 - GPS, 스마트폰, 소셜 네트워크 를 활용해 ride를 공유하는 서비스를 칭한다. Ride-Hailing은 승객과의 접근성이 일반 taxi에 비해 월등히 높고, P2P 렌탈등 다양한 형태의 파생이 가능하기 때문에 파급력이 매우 크다.

그림9 Avis Budget Group 이 설명하는 기존 렌터카 비즈니스와 카쉐어링의 기능이 합칠 경우 발생할 수 있는 시너지 : 주말의 경우 Zipcar 의 utilization 은 현격히 상승

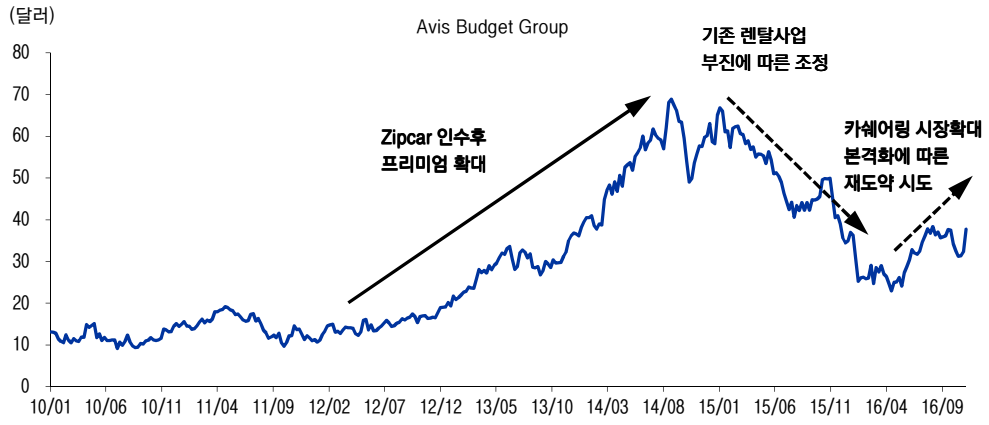


자료: Avis Budget Group, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 미국의 한 주립대 캠퍼스에만 20 여개의 Zipcar 스팟이 존재 : 전국 500 개 캠퍼스에 존재

자료: Zipcar, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 Zipcar 인수후 Avis Budget Group 의 주가흐름



자료: Thomson Reuters, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 BMW 카쉐어링 서비스 DriveNow 의 운행요금 : short distance 에 있어서 월등히 저렴

	MINI 3/5-door 29p/min	BMW 1 Series 31p/min	BMW i3 MINI Convertible 34p/min	Typical on-demand private hire cab[1]
10 minute trip e.g. Walthamstow - Leyton	£2.90	£3.10	£3.40	£6.50
15 minute trip e.g. Stoke Newington - Archway	£4.35	£4.65	£5.10	£8.50
20 minute trip e.g. Muswell Hill - Angel	£5.80	£6.20	£6.80	£10.50
30 minute trip e.g. Wood Green - Hackney	£8.70	£9.30	£10.20	£13.25
40 minute trip e.g. Finsbury Park - London City Airport	£11.60	£12.40	£13.60	£23.00

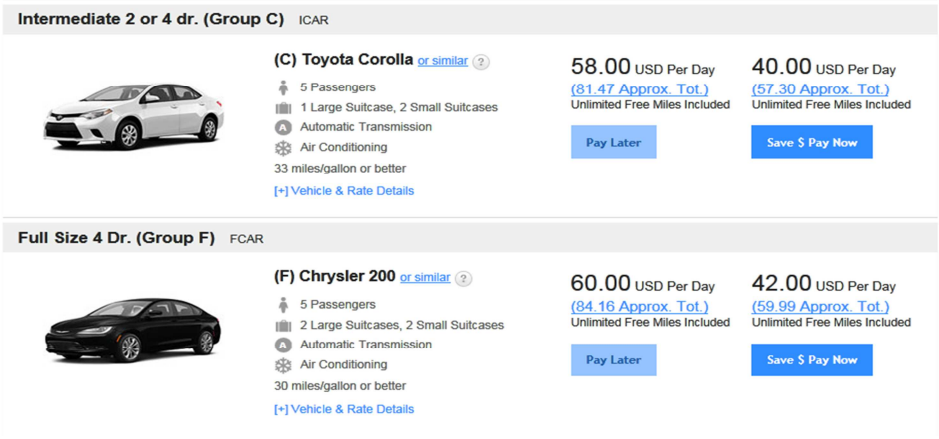
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 Ride Hailing 업체인 Uber 의 요금 : 일반 taxi fair 에 비해 월등히 저렴한 요금

	uberX	uberPLUS	UberBLACK
BASE FARE	$0.80	$5.00	$8.00
PER MINUTE	$0.21	$0.40	$0.45
PER MILE	$1.10	$2.35	$3.55
MINIMUM FARE	$4.00	$10.00	$15.00
CANCELLATION FEE	$5.00	$10.00	$10.00
SAFE RIDE FEE	$1.00	$1.00	NA

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 일반적인 렌터카 업체의 요금 : Short distance 운영은 불가능한 금액



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

공유차가 증가하면 자동차 판매가 증가한다

다음으로 중요한 이슈는 결국 공유차의 확산으로 완성차 생산량이 유지될 수 있는지에 대한 여부이다. 결론부터 들어가면, 자동차 회사의 신차 판매량은 증가할 것으로 판단된다. 차량 1대가 신차기간, 또는 scrap 되기전 까지의 운행거리가 증가해 교체율이 증가할 것으로 보기 때문이다.

표 10에서와 같이 카쉐어링 차량은 utilization이 일반 소유차량에 비해 약 8배 가량 높다. 따라서 Lifecycle 자체가 3~4년으로 짧아지면서 평균적으로 신차를 10년 이상 보유하고 있는 경우보다 구매주기 자체가 빨라진다. 그러나 그만큼 공유차 1대를 사용하는 인원수가 많아지기 때문에, 결국 이론적으로는 대체 자체의 의미가 크지는 않다.

표10 카쉐어링 차와 일반 소유 차의 교체비율: 공유차가 일반 차량을 최대 9 대를 대체할수 있어

	카쉐어링	일반 오너
utilization (%)	30	4
하루 운행시간 (분)	420	50
연간 운행시간 (시간) – ⓐ	2,555	303
평균 운행속도(km/h) – ⓑ	25	25
연간 운행거리(km) – ⓐ *ⓑ	63,875	7,574
교체비율	9	1

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표11 일반 자동차 오너들의 평균 소유기간별 비중

소유기간	비중
10년 이상	78%
8~10년	15%
6~7년	4%
3~5년	3%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그러나 다음 두가지의 이유에서 공유차의 확산이 왜 자동차 신차판매의 증가를 불러 일으키는지 확인해 볼 수 있다.

첫째, 공유차는 이용객과 이용객 사이를 이동하며 추가 운행거리가 발생한다. 먼저 hailing의 증가로 이용객이 원하는 장소까지 이동하면서 운행거리가 증가한다. 우버 와 같은 전용 ride-hailing 업체의 경우 당연히 적용될 수 밖에 없는 경우고, 최근 쏘카의 경우에도 이용객이 원하는 장소까지 차량을 가져다 주는 D2D 프로그램이 애드되었다. D2D는 자율주행이 진행될 경우 더더욱이 활성화 될 것이기 때문에 주행거리는 장기적으로 증가할 수 밖에 없다.

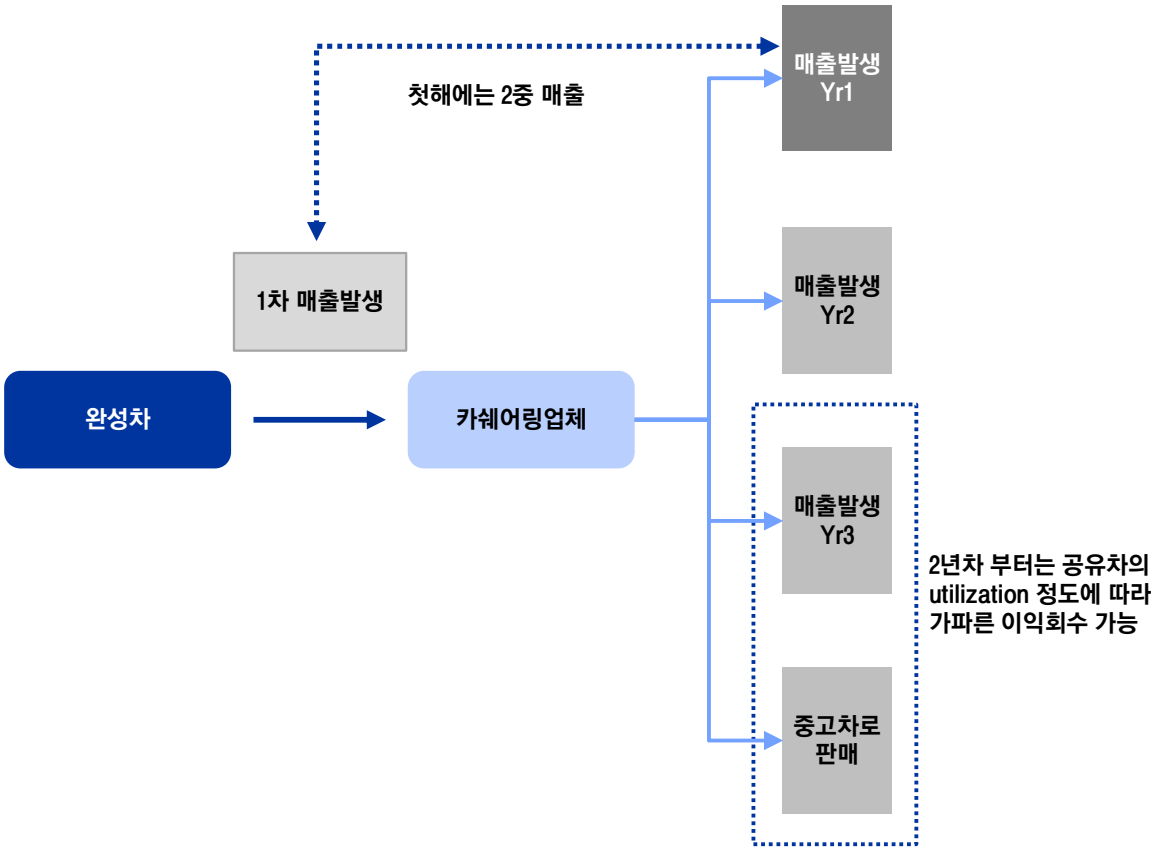
둘째, 공유차의 활성화는 결국 이용가격을 일정부분 다운시킬 것인데, 이는 나날히 증가하고 있는 대중교통 비용에 비해 갈수록 매력적인 사용동기를 제공할 것이다. 시내버스 요금도 1,200원에 달하는데, 10분간 탑승할 예정이면 소형차의 경우 이보다 저렴한 가격에 쏘카를 이용할 수도 있다.

완성차가 공유차 사업을 해야 하는 이유

최근들어 나타나고 있는 흥미로운 점은 자동차 회사들이 직접 이 두개의 시장 – car sharing, ride hailing 시장에 진출하고 있다는 점이다. 주로 독일 업체들 위주로 진출이 이뤄지고 있는데, 이들의 해당사업들의 진출 목적은 단순히 차량을 해당 공유브랜드로 공급하면서 발생할 수 있는 매출액 보다도, 공급된 공유 차량이 발생 시킬 수 있는 최종 매출액에 집중하고 있는 것으로 보인다. 이 경우, 완성차 업체는 구조적으로 두번의 매출을 발생시킬 수 있으며, 앞서 Zipcar의 경우에서 점검해 보았듯 대당매출액이 연간 적정수준까지 올라오면 이익을 발생 시킬 수 있다.

완성차 업체가 공유사업을 해야만 하는 이유가 여기서 뚜렷하게 나타나는데, 바로 공유 업체가 보유한 자동차의 내용연한이 1년이 아니라는 점이다. 공유차 업체는 통상적으로 최소 3년은 자동차를 공유하면서 매출을 발생시킨 후 중고차로 매각을 하며 다시한번 매출을 발생시키는데, 이 비지니스를 완성차가 직접 진출한다면 단순한 제조 및 판매보다 위력적인 수익력을 낼 수 있을 것으로 예상된다. 현재 자동차 업체 중에서는 Car2Go와 DriveNow를 앞세운 Daimler와 BMW가 가장 선두권에 진출해 있다.

그림15 기존 완성차의 비지니스 → 완성차가 직접 진출시의 비즈니스 형태

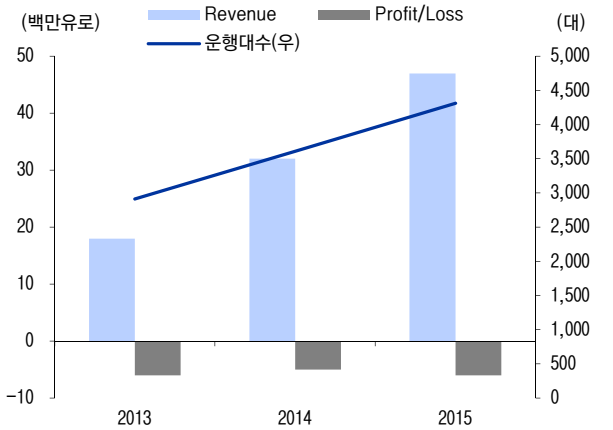


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 BMW 의 In-house 카쉐어링 서비스: DriveNow

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 DriveNow 의 손익흐름 및 운행대수 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표12 주요 OEM 별 보유한 카쉐어링 브랜드 현황

제조사	브랜드	운행차종	회원수(명)	차량 보유대수(대)
Daimler	Car2Go	2 (Smart Fortwo: gasoline powered, and electric-powered)	2,000,000	14,000
BMW	DriveNow	12 BMW Cars (i3, i3 Rex, 1 Series, X1, Active Tourer, 2 Series Convertible, Mini Clubman, Mini Cooper 3 Door, Mini Cooper 5 Door, Mini Convertible, Mini Convertible New, X1 New)	500,000	4,000
BMW	ReachNow	5 BMW Cars (i3, Mini Clubman, Mini Cooper 2 Door, Mini Cooper 4 Door, BMW 328xi)	13,000	520
GM	Maven	Volt, Cruze, Spark, Malibu, Buik Regal, Cadillac ATS, Tahoe, GMC Yukon, Cadillac Escalade	11,000	N/A
VW	Greenwheels	3 VW cars (Up!, Golf Variant, Caddy)	N/A	N/A

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

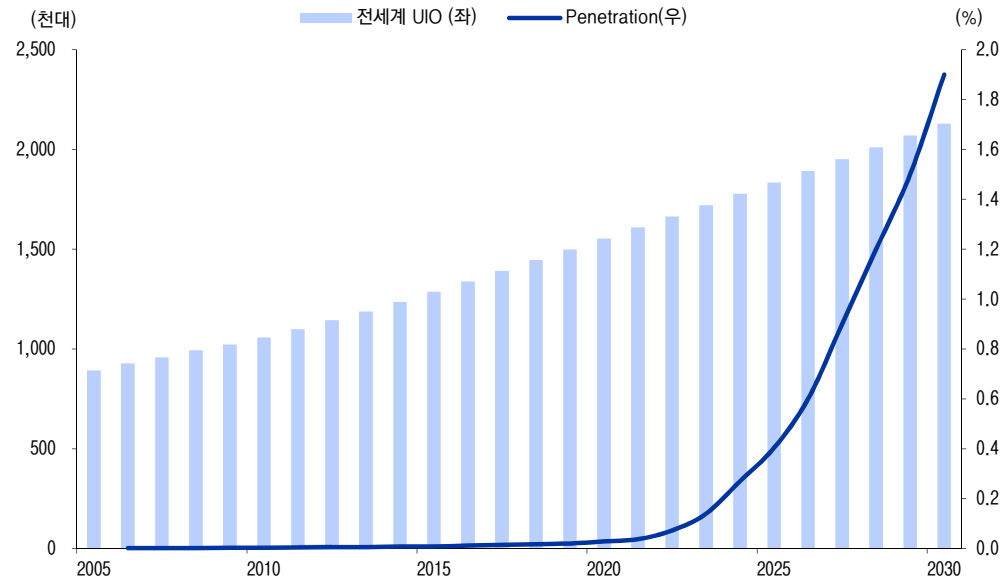
공유자동차의 자동차산업 침투율

자동차 OEM 업체들이 직접 공유차 사업에 참가하는 속도가 빨라지기 시작하면서 공유자동차의 전체 자동차 운행대수에서 차지하는 penetration rate은 기하급수적으로 증가할 것이다. 앞으로 언급될 수치는 ride-hailing을 감안하지 않은 카쉐어링 만을 기반으로 가정한 수치이기 때문에 공유차 사업의 잠재적인 침투율은 더욱 위력적일 수 있다는 생각이다.

2016년 기준으로 전세계 공유차의 운행대수는 약 15만대 수준으로 추정된다. 주요 업체들 - Zipcar, Car2Go, Drivenow 등이 각 1만대~1.5만대의 차량을 보유하고 있고, 국내의 공유차량 대수는 약 5~6천대 가량이 될 것으로 추정된다. 2016년 현재 전세계 UIO(Units In Operation) 차량대수는 총 12억 8천6백만대로 이중 공유차 침투율은 0.01%를 돌파할 것으로 예상된다.

우리는 전세계 공유차량 운행대수가 2025년 들어서는 740만대, 2030년에는 4천만대까지도 증가할 것으로 예상한다. 2020년의 전망치는 44만대이기 때문에 2020~2025년 기간에는 매년 공유차 판매대수가 평균 40~50만대씩 증가할 것으로 예상되는데, 이는 전체 UIO에 비해서는 그리 위력적이지 않을 수 있다. 문제는 2025년 이후인데, 이때부터는 Level4~5의 자율주행차량들이 본격적으로 양산되기 시작해 공유차 시장이 급격하게 증가할 것으로 예상된다. 특히 Ride-hailing과 car-sharing간의 구분도 사라질 것으로 전망된다.

그림18 전세계 공유 자동차의 예상 침투율 예상도: 2030년 전체 자동차 운행대수의 1.9%가 공유차량으로 운행될 것으로 가정



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표13 공유자동차의 전세계 자동차 운행시장 침투율

(천대)	공유차량 수	Penetration(%)	전세계 UIO	전세계 생산	폐차	폐차율(%)
2005			892,789	55,291	-21,027.6	-2.4
2006	11.5	0.001	927,052	57,629	-26,749.8	-2.9
2007	15.0	0.002	957,931	59,981	-24,589.3	-2.6
2008	19.4	0.002	993,324	65,501	-37,369.4	-3.8
2009	25.0	0.002	1,021,455	63,158	-26,414.6	-2.6
2010	32.0	0.003	1,058,198	61,617	-20,140.8	-1.9
2011	40.0	0.004	1,099,675	71,806	-27,116.0	-2.5
2012	55.4	0.005	1,144,365	75,126	-31,407.0	-2.7
2013	69.1	0.006	1,188,084	79,352	-31,162.9	-2.6
2014	92.2	0.007	1,236,273	82,535	-32,143	-2.6
2015	100	0.008	1,286,665	85,343	-33,453	-2.6
2016	150	0.011	1,338,555	87,398	-34,802	-2.6
2017	200	0.014	1,391,151	90,020	-36,170	-2.6
2018	250	0.017	1,445,001	91,820	-37,570	-2.6
2019	300	0.020	1,499,251	93,657	-38,981	-2.6
2020	440	0.028	1,553,927	95,530	-40,402	-2.6
2021	600	0.037	1,609,055	97,441	-41,835	-2.6
2022	1,200	0.072	1,664,660	99,389	-43,281	-2.6
2023	2,400	0.139	1,720,769	101,377	-44,740	-2.6
2024	4,800	0.270	1,777,406	103,405	-46,213	-2.6
2025	7,400	0.403	1,834,598	105,473	-47,700	-2.6
2026	11,354	0.600	1,892,371	107,582	-49,202	-2.6
2027	17,557	0.900	1,950,752	109,734	-50,720	-2.6
2028	24,117	1.200	2,009,766	111,929	-52,254	-2.6
2029	31,042	1.500	2,069,441	114,167	-53,805	-2.6
2030	40,466	1.900	2,129,803	116,450	-55,375	-2.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

III. 완성차를 둘러싼 공유시장의 전쟁

2030년, 공유사업의 수익성은 자동차제조 수준을 넘어설 전망

중장기적으로 기존 자동차업체들의 비지니스모델인 제조/판매 기능은 수익성이 둔화될 것으로 예상된다. 한국, 유럽, 미국, 일본의 업체들로 이루어진 주요 자동차업체별 시장은 중국업체들의 진입이 본격화 되며 경쟁이 치열해 질 것으로 예상되기 때문이다. 반면 시장내 다양한 참여자들의 portion이 커지면서 산업 내 이익의 배분 역시 다양한 업체들로 돌아갈 것으로 예상된다.

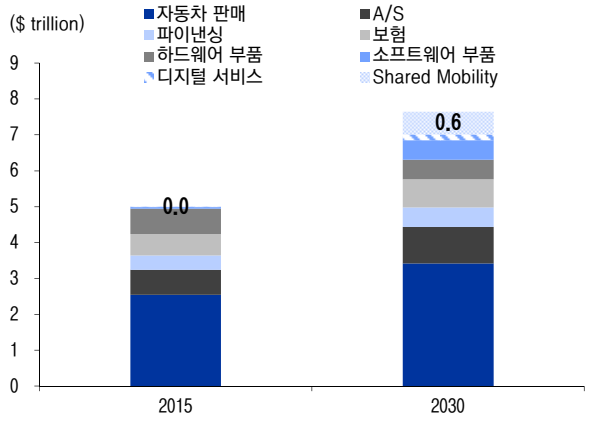
산업내 주요 참여자들로 전망을 해 보면, 자동차 제조/판매는 2015년 2,600조원에서 2030년 3,400조원까지 증가할 것으로 전망된다. 반면 산업내에서 차지하는 비중은 51%에서 45%로 감소한다. 이익의 배분 역시 41%에서 33%로 하락할 것으로 추정된다. 한편 공유차사업의 경우 현재 2015년 매출액 규모가 1.3조원 수준을 기록한 것으로 추정되나, 2030년에 들어서는 약 632조원 수준까지 증가할 것으로 예상된다. 공유차사업의 경우 이익비중이 2015년에는 0% 수준이나 2030년 들어서는 13%에 달할 것으로 추정된다.

카쉐어링 사업은 아직 그 초기 단계이기 때문에 직접 비교대상을 찾기는 쉽지 않으나, 비지니스 모델 상 유사한 점을 갖추고 있으며 maturity 국면에 접어들어 정상이익이 발생하고 있는 렌터카 업체와 비교해 볼 수 있다. 미국의 대표 렌터카 업체인 Avis Budget Group과 Hertz의 경우 이미 카쉐어링 사업도 시작한 상태인데, 이들 모두 10% 내외의 영업이익률이 꾸준히 발생하고 있는 점을 감안시 카쉐어링-only 사업은 궁극적으로 두자릿수 마진이 보장될 것으로 볼 수 있다.

한편 위 공유차 사업의 경우에는 카쉐어링의 경우만 추정된 수치인데, 또 하나의 거대한 공유차 영역인 카-hailing(ex Uber, Lyft)를 추가시킬 경우 더욱 커질 것으로 예상된다. 우버의 경우만 하더라도 전년도 매출액이 1.5조원 수준에 달하는 것으로 보이고, 디디추싱 등 중국에서도 대규모 매출이 발생하고 있기 때문이다.

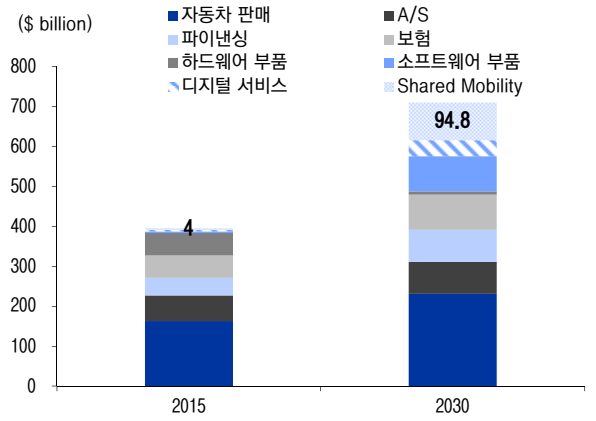
한편 일반 하드웨어 부품은 2015년 약 700조원 수준에서 2030년에는 오히려 500조원 수준까지 감소할 것으로 보인는데, 이는 전기차 등 파워트레인의 단순화에 영향을 받기 때문이다. 반면 ADAS 등 소프트웨어 관련 부품매출은 2015년 약 100조원 내외에서 2030년 500조원 수준까지 성장할 것으로 전망된다.

그림19 자동차산업 내 분야별 매출액 전망



자료: PWC, Frost & Sullivan, NHTSA, 기타 언론 종합, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 자동차산업 내 분야별 발생 이익 전망



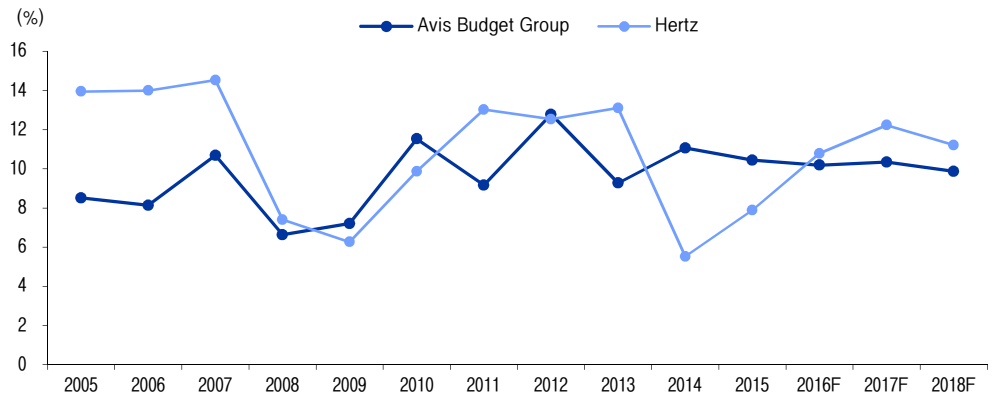
자료: PWC, Frost & Sullivan, NHTSA, 기타 언론 종합, 이베스트투자증권 리서치센터

표14 자동차 산업내 분야별 예상 매출액 및 이익

구분	매출액 ($trillion)		이익($billion)	
	2015	2030	2015	2030
자동차판매	2.6	3.4	164	232
A/S	0.7	1.0	64	80
파이낸싱	0.4	0.5	44	80
보험	0.6	0.8	56	88
부품-하드웨어	0.7	0.5	56	8
부품-소프트웨어/IT	0.1	0.5	4	88
디지털 서비스	0.0	0.2	4	40
공유사업	0.0	0.6	4	94.8
총 계	**5.0**	**7.7**	**396**	**710.8**
(%)				
자동차판매	50.9	44.9	41.4	32.6
A/S	14.0	13.3	16.2	11.3
파이낸싱	8.0	7.1	11.1	11.3
보험	12.0	10.2	14.1	12.4
부품-하드웨어	14.0	7.1	14.1	1.1
부품-소프트웨어/IT	1.0	7.1	1.0	12.4
디지털 서비스	0.1	2.0	1.0	5.6
공유사업	0.1	8.3	1.0	13.3
총 계	**100**	**100**	**100**	**100**

자료: PWC, Frost & Sullivan, NHTSA, 기타 언론 종합, 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 전통적인 렌터카 시장에서 10% 마진을 넘기고 있는 미국의 주요 렌터카 업체들



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

제조업 Only → 제조업 + 서비스업 형태로 변화

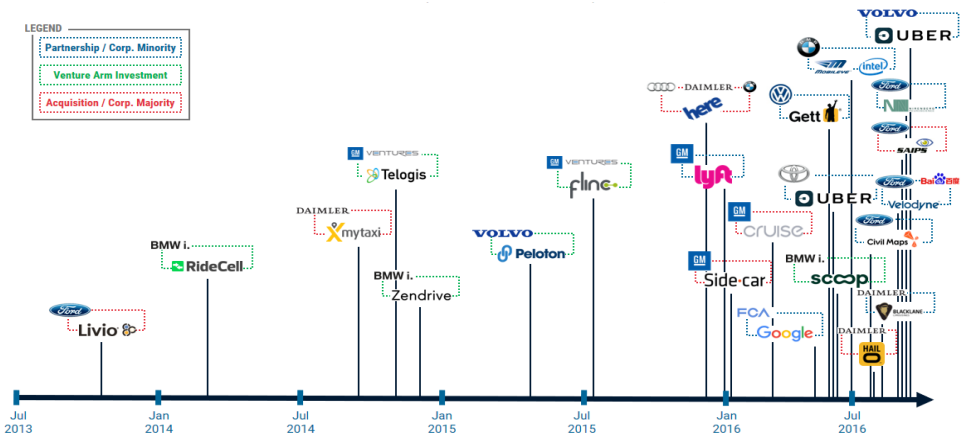
궁극적으로, OEM들의 미래 비지니스 모델은 그동안 개인을 상대로만 판매해 왔던 형태에서 공유회사, 즉 운송서비스 회사로 판매하게 되는 형태로 진화할 것으로 보인다. 구체적으로 이 형태의 사업을 가장 먼저 시작한 업체는 Daimler인데, 이후 BMW가 Drivenow를 선보이며 뒤따르고 있다.

한편 2015년 이후부터는 OEM들의 공유관련 업체들과의 파트너십을 결성 또는 직접 진출하는 현상이 가속화 되고 있다. 유럽업체들에 이어 올해 초에는 GM이 미국 제 2위의 카-hailing 업체인 Lyft로 $500million 가량 투자를 했고, Maven 이라는 자체 카쉐어링 브랜드를 출시했다. 한편 세계 최대 카-hailing 업체인 Uber의 경우 도요타에 이어 볼보와도 파트너십을 맺었다. 모두 최근 몇 개월 안에 이뤄진 일이며, 미국과 유럽에 이어 세계 최대 자동차 시장인 중국에서 역시 엄청난 속도로 투자들이 이뤄지고 있다.

그림22 자동차 판매의 변화: 공유차량의 확대로 자동차 제조사는 기존 개인 위주의 고객군이 공유업체로 확대될 것. 이 변화는 OEM 의 공유사업 직접진출을 요구

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 2016 년 이후 급속도로 빨라지고 있는 완성차 : 운송업체들 간의 주요 파트너십



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표15 지역별 각 OEM 들의 공유자동차 사업 진출 현황

완성차업체	카쉐어링	Ride Hailing	P2P Rental	주차관리	EV charging	기타/ Connected mobility
유럽						
Daimler	Car2Go Moovel	MyTaxi Blacklane	Carpooling.com (sold)	Gottapark	WEVC (with Qualcomm)	Moovel
BMW	ReachNow (미국) DriveNow (유럽)	Ola	ReachNow	ParkNow JustPark	ChargeNow ChargePoint Chargemaster EvGo	Scoop BMW on Demand
Renault	Renault Mobility	Sylpheo			LomboXnet	MS Azure Sylpheo
PSA	Mu by Peugeot Wedrive		Koolicar TravelerCar	TravelerCar		Autobutler
VW	Quicar GreenWheels	Gett	car-net	car-net	ChargePoint	car-net
Audi	Audi on demand Shared Fleet Audi unite			Inrix Park		Silvercar Audi unite Cubic Telecom
Volvo		Uber				RidePal
북미						
GM	Maven Feezu Flinc	Lyft Uber	Turo CarUnity		charging stations	Cruise SideCar Telgois
FORD	Ford Credit Link Zipcar	Uber	Getaround			nuTonomy Livio Connect
FCA		Uber				
Tesla	Tesla Network	Tesla Network	Tesla Network		Supercharger	
일본						
Toyota		Uber	Getaround			
Nissan	Get & Go	Sylpheo				Get & Go MS Azure
Honda						
중국						
SAIC	E-sharing car					Savari
BAIC	GreenGo	DiDi Chuxing				
Geely	Weigongjiao	Lynk & Co	Lynk & Co			

자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

표16 자동차 공유, 또는 유관업체로 진출한 OEM 및 진출형태의 구분

회사명	진출회사	진출형태
Audi on demand	Audi	신규출자
Audi unite	Audi	신규출자
Cubic Telecom	Audi	투자
Shared Fleet	Audi	신규출자
Silvercar	Audi	투자
Didi Chuxing	BAIC	투자
Greengo	BAIC	신규출자
Chargenow	BMW	신규출자
Evgo	BMW	파트너십
Ola	BMW	파트너십
Parkmobile	BMW	인수
Ride Cell	BMW	파트너십
Scoop	BMW	투자
Zendrive	BMW	투자
Chargepoint	BMW VW	파트너십 and 투자
Uber	FCA	파트너십
Livio Connect	Ford	인수
nuTonomy	Ford	투자
Getaround	Ford Toyota	투자
Lynk & Co	Geely	신규출자
Wegiongjiao	Geely	JV
Feezu (Yi Wei Xing)	GM	투자
Flinc	GM	투자
Lyft	GM	투자
Maven	GM	신규출자
Sidecar	GM	인수
Telogis	GM	투자
Turo	GM	투자
Get & Go	Nissan	신규출자
Autobutler	PSA	인수
Koolicar	PSA	투자
Koolicar	PSA	투자
TravelerCar	PSA	투자
Halo WEVC	Qualcomm	파트너십
LomboXnet	Renault	파트너십
Sylpheo	Renault - Nissan	인수
Savari	SAIC	투자
Uber	Toyota	투자
RidePal	Volvo	투자
Uber	Volvo	투자
car-net	VW	파트너십
Gett	VW	투자
Greenwheels	VW	인수
Blacklane	다임러	투자
Car2Go	다임러	신규출자
GottaPark	다임러	파트너십
Moovel	다임러	신규출자
MyTaxi	다임러	인수

자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

IV. 2025년 이후가 진짜 무서워 지는 이유

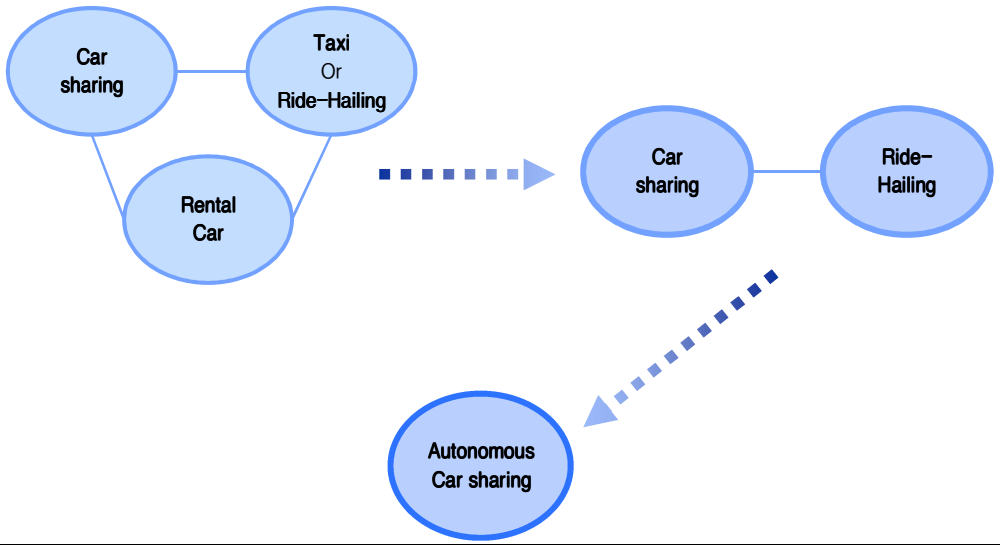
Full Autonomous & Electric의 시대가 열리는 구간: 2025년 이후

현재 까지 OEM들 및 독립업체들의 공유사업 참여 속도를 감안하면 2025년 경에 공유사업은 이미 자동차 산업 내에서 상당히 위협적인 위치를 차지할 것으로 보인다. 한편 2025년 이후부터는 일반 자동차가 아닌 Full-Automation의 형태가 대중화 되면서 OEM의 입장에서는 공유차사업의 영위여부가 아주 중요해 질 것으로 예상된다.

현재 Fleet market은 카쉐어링, Ride-Hailing, 렌터카 등 크게 3가지로 나뉘는데 이중 일반 형태의 Taxi와 렌터카 비즈니스는 각각 Ride-Hailing, 카쉐어링의 형태로 흡수될 것으로 보인다. Avis Budget Group의 Zipcar 인수, 중국내 일반 택시를 찾아볼 수 없게 만든 DiDi Chuxing이 그 대표적 예이다. 따라서 결국 공유형태는 카쉐어링, Ride-Hailing 두가지 형태로 남게 되는데, Automation 기능이 추가되면서 결국 이 두가지 카테고리는 같은 형태의 비즈니스가 될 것이다.

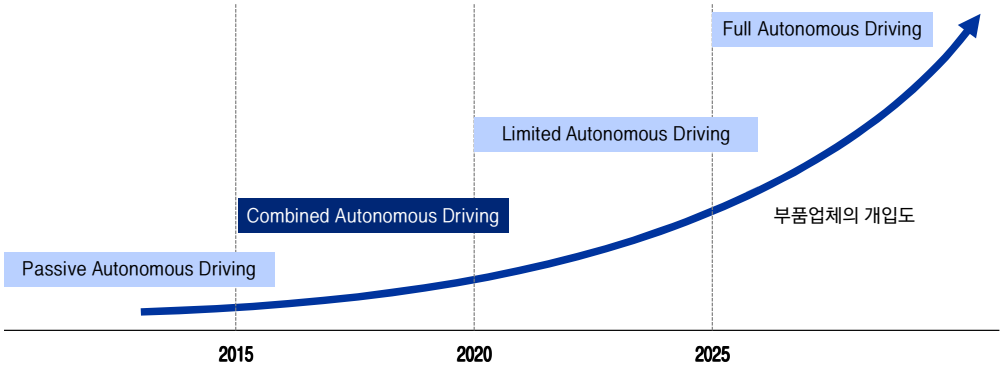
이미 Full-autonomous car sharing에 대한 비즈니스 모델은 곳곳에서 그 흔적이 나타나고 있는데, 대표적인 예가 우버이다. 우버는 현재 전세계 주요 오토메이커들과의 파트너십 하에 autonomous driving을 가장 적극적으로 진행하고 있는 업체중 하나이다. 최근 우버는 Pittsburgh의 카네기멜론 대학에서 대형 lidar를 탑재한 Ford 퓨전과 Volvo XC90을 갖고 공개주행을 했다. 불과 1년전에는 OEM인 Ford가 직접 주도했던 형태의 실험을 Ride-hailing 업체가 이제는 직접 하고 있는 것이다. 문제는 대부분의 대형 오토메이커들이 2020년 경에는 self driving 자동차를 양산하겠다고 하고 있다는 점인데, 이럴 경우 2025년보다도 자율주행의 대중화가 빠르게 이뤄질 가능성이 높다는 것이다.

그림24 공유자동차의 최종 종착지는 자율주행



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 2025 년부터 Full-Automation 이 가능해 질 것

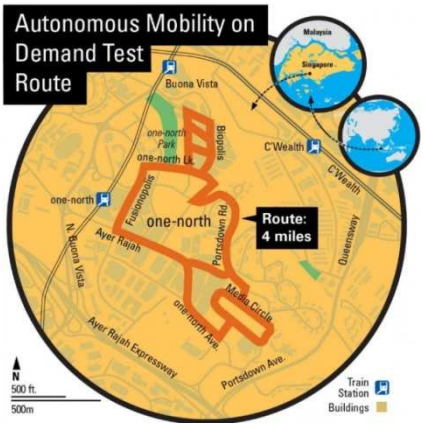


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 유수 OEM 들과 파트너십을 체결한 Uber

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 nuTonomoy 와 Delphi 가 공급하게 될 싱가포르의 자율주행 Taxi Route



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표17 자율주행차 자동차관리 및 도로교통법상 주요 규제 및 현황

세부 규제사항	주별, 국가별	내 용
테스트를 위한 보험사항	캘리포니아, 네바다, 플로리다	- 제조사는 오백만 달러의 보험을 필요로 함 - DWM(자동차 관리국)에 보유 및 유치
	미시간	- 최소로 요구하는 보유액 기준 없음 - 자동차가 보험에 들었음을 입증하는 자료 제출
	대한민국	-
운전석, 운전대 등 응급상황의 경우 재시작 요구	캘리포니아, 네바다, 미시간, 플로리다	- 운전대와 페달이 있는 운전석 - 운전자는 운전석에 있으며, 항시 안전 운행시스템 감시
	대한민국	- 자율주행기능에 문제가 있을 경우 경고하는 장치 - 자율주행기능을 해제할 수 있는 장치
충돌이나 오작동에 대한 보고	캘리포니아	- 제조사로 하여금 자율주행상태에서 종료되는 것에 대한 데이터 수집 보고 의무
	네바다	- 자율주행차의 주행 중 사고나 교통질서 위반 보고
	대한민국	-
시험운행의 지리적, 환경적 제한	캘리포니아, 미시간, 플로리다	- 시험운행에 제한 없음
	네바다	- 지리적으로 시험운행을 위한 무제한 또는 유제한 허가를 함
	우리나라	- 시험운행구간 지정
공공도로 주행 전 허가 요구사항	캘리포니아	- 허가를 필요, 시뮬레이션 테스트 완수
	네바다	- 10,000마일 이상 자율주행 상태로 운행
	대한민국	- 고장감지 및 경고장치, 기능해제장치, 운행구역, 운전자 준수사항 등과 관련하여 국토교통부령으로 정하는 안전운행요건을 갖추어 국토교통부 임시운행허가를 받아야 함
시험 운행 운전자 허가 및 교육	캘리포니아	- 주 당국으로부터 허가 필요 - 자율주행자동차 시험 운행 운전자 프로그램 완수
	플로리다, 미시간	- 일반적인 운전면허만 요구
	대한민국	-
시험 주행차의 법률 적용	캘리포니아	- 자동차법, 지역의 고속도로법
특별 번호판 요구 (시험운행 및 배치)	워싱턴DC, 네바다	- 시험운행(붉은색), 배치(초록색)
	미시간	- 시험운행만 허가 및 부착
	대한민국	-
배치된 자율주행차의 법률 적용	네바다	- 연방의 기준과 규정 및 주의 교통법규
자율주행차 운전면허	네바다	- DMW(자동차 관리국)를 통한 운전자 면허 보증 시스템
	워싱턴DC	- 교육을 받았음을 증명하는 보증 요구
	플로리다, 미시간	- 일반적인 운전면허만 요구
	대한민국	-
불법행위의 법적책임	네바다, 플로리다, 미시간	- 제 3자의 자동차 개조로 인한 손해의 경우 제조사는 책임을 지지 않음
	대한민국	-

자료: 교통과학연구원, 이베스트투자증권 리서치센터

표18 범세계적으로 활용되고 있는 미국 NHTSA 의 자율주행 구분 – 현재 Level2 까지 상용화

LEVEL	구분	설명
Level 0	비자동 (No-Automation)	▪ 운전자가 항상 브레이크, 속도조절, 조향 등 안전에 민감한 기능을 제어하고 교통 모니터링 및 안전조작에 책임
Level 1	기능 제한 자동 (Function-Specific Automation)	▪ 운전자가 정상적인 주행 및 충돌 임박 상황에서 일부 기능을 제외한 자동차 제어권을 소유 ▪ 스마트크루즈컨트롤, 차량자세제어, 자동브레이킹 등 특정기능 탑재
Level 2	조합 기능 자동 (Combined Function Automation)	▪ 어떤 주행환경에서 두개 이상의 제어 기능이 조화롭게 작동. ▪ 단 운전자가 여전히 모니터링 및 안전에 책임을 지고 자동차 제어권을 소유
Level 3	제한된 자율주행 (Limited Self-Driving Automation)	▪ 특정 교통 환경에서 자동차가 모든 안전 기능을 제어 ▪ 자동차가 모니터링 권한을 갖되 운전자 제어가 필요한 경우 경보신호 제공 ▪ 레이저와 레이더 등 복합적인 센서를 활용해 주위의 교통상황을 모니터링하며 주행 ▪ 운전자는 간헐적으로 제어
Level 4	완전 자율주행 (Full Self-Driving Automation)	▪ 자동차가 모든 안전 기능을 제어하고 상태를 모니터링 ▪ 운전자는 목적지 혹은 운행을 입력 ▪ 자율주행시스템이 안전 운행에 대해 책임

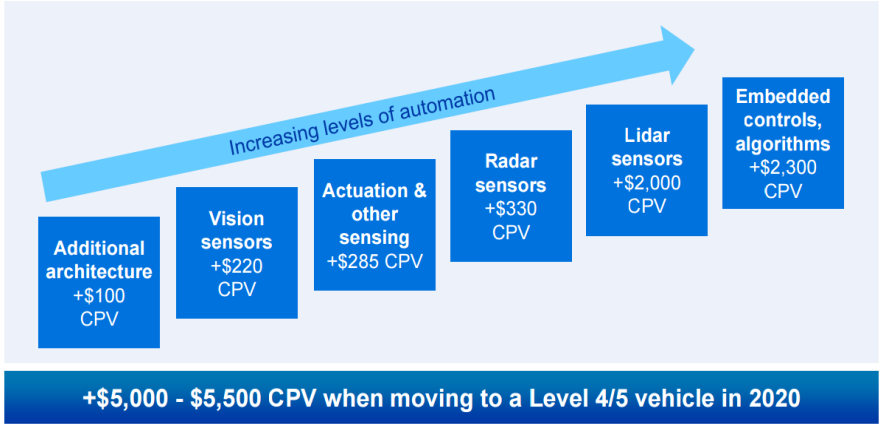
자료: NHTSA, 이베스트투자증권 리서치센터

I. Auto Hailing에 들어가기 앞서 증가하게 되는 ADAS

Auto hailing을 구성하게 되는 상황에 다다르기 까지 ADAS(Advanced Driving Assitant System)의 시장은 빠르게 증가할 것으로 예측된다. ADAS의 일정부분은 현재 NHTSA, EURO NCAP등의 Regulation에 따르고 있지만, 실제로 오토메이커간 경쟁에서 촉발되어 발생하는 매출성장이 더 크다. 결론적으로, 부품업체들은 자동차 공유사업의 진행에 따른 1차적인 수혜를 받을 전망이다.

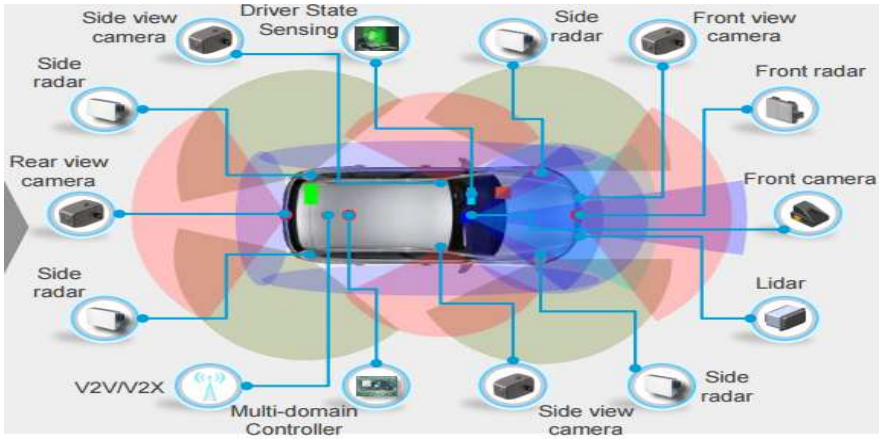
전세계에서 ADAS 기술이 가장 앞서 있는 업체인 하나인 Delphi에 따르면 Level 4~5 contents에 필요한 부품구성이 대당 500만원~600만원으로 예상된다. 이를 바탕으로, Full-automation이 이뤄질 경우 부품업체들의 ADAS관련 시장은 대략 1억대 X 500만원/대 = 500조원 가량까지 성장할 수 있다.

그림28 델파이가 제시하고 있는 2020 년까지 ADAS 로드맵



자료: Delphi, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 Full- Automation에 근접한 형태의 관련 자동차 부품구성

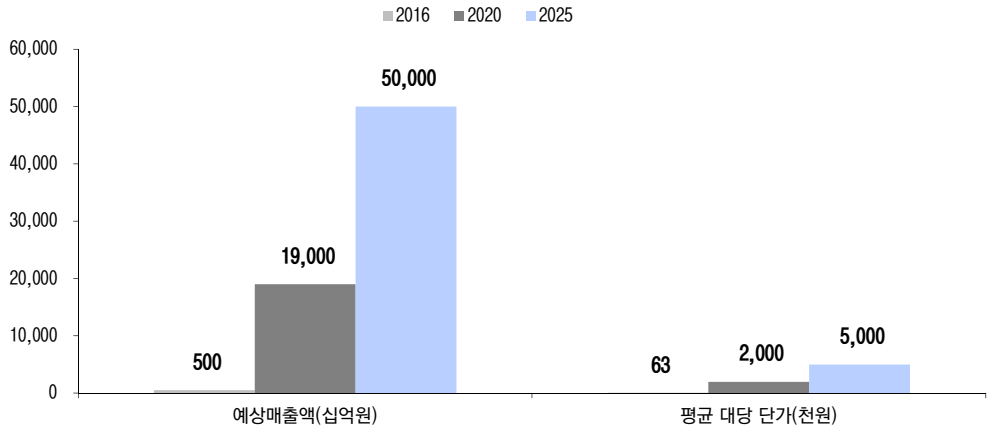


자료: Delphi, 이베스트투자증권 리서치센터

한편 현대차그룹의 경우 역시 Full-automation이 될 경우를 생각해 볼 수 있다. 닛산, 혼다와 함께 공유차 사업에 대해서는 아직 적극적인 스탠스를 보이고 있지는 않으나 자체사업을 하던 독립 공유차업체로 fleet 판매를 하던간에 결국 full automation 차량을 판매해야 한다는 점에서는 다른 업체들과 다르지 않기 때문이다.

현재 현대차그룹의 ADAS는 현대모비스와 만도가 양분하여 공급하고 있다. 2016년을 기준으로 양사가 현대차그룹으로 공급하게 될 ADAS 관련 매출액은 총 5천억원 수준이 될 예정인데, 현대차그룹의 자동차 공급량을 약 800만대로 가정할 시 대당 단가는 약 6.3만원 수준이다. 앞서 Delphi의 경우에 맞춰 생각해보면 2025년 대당 단가는 약 5백만원으로 증가할 수 있으며, 현대차 그룹이 2025년 1천만대 판매 달성에 성공할 시 예상되는 ADAS관련 매출액은 약 50조원까지 증가할 수 있다.

그림30 현대차그룹의 ADAS 수요의 예상 증가 경로



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

II. All-electric, All-shared 시장의 시작

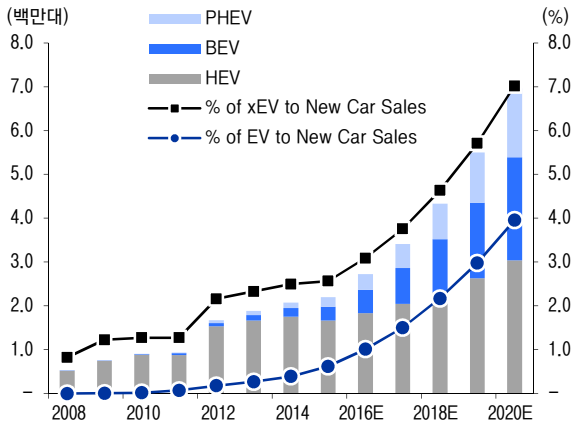
한편, 공유차사업의 확장은 결국 전기차 시장의 확산으로 이어질 것이다. 공유차사업 특성상 station-based, 즉 utilization이 이뤄지지 않는 시간에는 파킹스팟에 정차해 있는 시간이 크다는 점을 감안시 전기차는 최적의 조건을 제공하기 때문이다. GM은 최근 Ride-Hailing 업체인 Lyft와 자체 카쉐어링 업체인 Maven에 투자하는 과정에서 자사 전기차 모델인 Bolt를 활용할 예정임을 발표했다 .

먼저 전세계 전기차의 침투율은 2020년 약 4%에 달할 것으로 전망된다. 올해 이미 100만대의 hurdle을 넘길 것으로 예상되는 가운데, VW, Daimler 등 아직 전기차 시장에 참여하지 않은 업체들이 대거 참가하기 시작하면서 2018~2019년에는 개화의 단계에 이를 것이기 때문이다. 여기에 당사가 예상하고 있는 공유차 UIO를 적용하게 되면 공유차로만 EV가 연간 900만대 시장이 이뤄지게 된다. 이 경우 자동차 시장 내에서 공유 EV의 Penetration은 7%를 넘길 것으로 계산된다.

그림31 주요 OEM 업체, 이미 공유차는 EV 를 사용하거나 추진

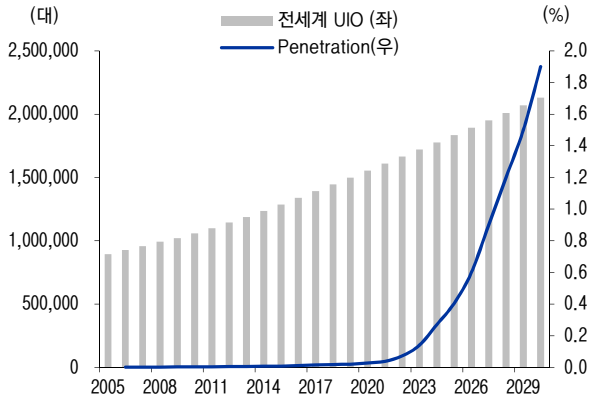
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 전기차 Penetration 전망: 2020 년 4% 수준 예상



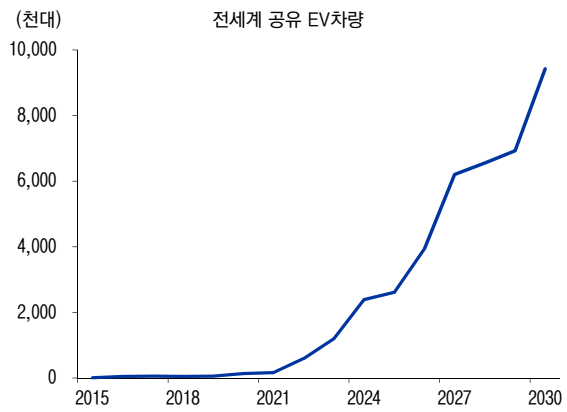
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 전세계 공유차 penetration rate 예상도



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 전세계 공유 EV 예상 방향: 2030 년 9 백만대



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표19 2020년까지의 전기차 Penetration: 전체 Market의 4% 수준까지 확대 예상

(천대)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Total xEV	2,077	2,196	2,723	3,410	4,332	5,498	6,963
HEV	1,754	1,666	1,832	2,044	2,304	2,629	3,039
BEV	194	318	535	819	1,217	1,721	2,355
PHEV	130	212	357	546	811	1,148	1,570
전세계 판매대수	83,253	85,584	88,152	90,796	93,520	96,326	99,215
xEV Penetration	2.5%	2.6%	3.1%	3.8%	4.6%	5.7%	7.0%
EV Penetration	0.4%	0.6%	1.0%	1.5%	2.2%	3.0%	4.0%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표20 공유 자동차 침투율 전개 예상치

(천대)	2014	2015	2016F	2017F	2020F	2025F	2030F
총 공유차량 침투율							
전세계 UIO	1,236,273	1,286,665	1,338,555	1,391,151	1,553,927	1,834,598	2,129,803
공유차량	92.2	101	149	203	440	7,417	40,466
Penetration	0.0075	0.0078	0.0111	0.0146	0.0283	0.4043	1.9000
공유 EV 침투율							
전세계 차 판매	83,253	85,584	88,152	90,796	99,215	109,542	120,943
공유EV 판매	2	4	19	54	136	2611	9425
Penetration	0.00	0.00	0.02	0.06	0.14	2.38	7.79

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

자동차/타이어

유지웅의 판단

업종별 종목별 View History 점검 & 조정

[Part II. 유지웅의 판단] 편에서는

최근까지 제시했던 업종의 View에 대해 재정립해 보았습니다.
연초이후의 투자의견과 실제 주가흐름에 대한 판단을 해 보았고,
주요 indicator에 대한 재점검 을 해 보았습니다.

한편 종목별로 향후 전망에 대해서도 재정립해 보았습니다.
4Q16 및 그 이후 주요 투자포인트를 재점검하고
투자의견 및 목표주가 조정을 하였습니다.

업종별 View History 점검 & 조정

표1 자동차 업종, 세부 카테고리별 1Q16~3Q16 View History 점검

분류	Key Indicator	1Q16 – 3Q16		
		View	결과	동향 & 적중/비적중 원인
완성차	- 내수시장 M/S, 국내공장 가동률 - 글로벌 재고소진 및 인센티브 하락 - 신흥국 경기 회복에 따른 해외공장 가동률 증가 - SUV 등 수요에 따른 신차공급 현황 - 글로벌 자동차 수요			- 완성차 파업 장기화 - 미국 재고소진 지연 - 신차 모멘텀 부진 - 신흥국 회복세 지연
부품	- ADAS/xEV 시장에 대한 노출 및 매출 규모 - OEM으로의 매출 집중도/해외 OEM 공급 비중 - 중국 매출규모, 로컬업체들로의 공급 여부			- ADAS/xEV 프리미엄 - 중국 산업수요 회복
타이어	- 글로벌 타이어 수요 - 천연고무가격, 합성고무가격 - 중국 OE타이어 시장 - 유로화 환율 흐름 - UHPT 믹스증가, 신규 OE타이어 수주			- 스프레드 확대 - 중국, 북미 매출 확대

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 업종, 세부 카테고리별 향후 View 조정 & 재정립 4Q16 ~ 2017

분류	4Q16 이후	
	View 조정/재정립	View 조정/유지 근거
완성차		- 내수 시장에서의 회복세 기대 (현대>기아) - 신흥시장의 회복세 (1Q17에 기저효과 강할 것으로 예상) - 신흥시장 개선에 따른 북미수출의존도 부담 완화 예상 - 글로벌 자동차산업 저성장에 대한 우려 공존(2018년 선진국, 중국수요 하락)
부품		- 자율주행 시장 확대에 따른 ADAS부품수요 더욱 커질 것 - xEV 시장의 확대에 따른 친환경차 부품매출이 더욱 중요해질 것 - 공급선 확보로 인한 신규매출 확대 - 현대차그룹의 '16년 기저효과
타이어		- 글로벌 타이어 수요에 대한 전망 변한 없음. 중국에서 소폭 하방가능성 존재 - 고무가격 상승에 따른 원료투입가격 압박 지속 - 글로벌 타이어 업체들간 경쟁 심화로 판가 인상 유도 어려울 것 - 3Q16 이후로 중국수요, 스프레드, 환율등 대부분 상대적 부정적인 환경으로 전환

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 커버리지 분류 및 주요 Key Indicator

종목	업종	Key Indicator
현대차(005380)	완성차	▶ 한국, 북미, 신흥국에서의 판매 증가율, M/S ▶ 인센티브, 재고, 환율 ▶ 신차효과(그랜저IG)
기아차(000270)	완성차	▶ 주요 시장에서의 판매 증가율, M/S ▶ NAFTA 지속 가능여부에 따른 무역환경 변화 ▶ 통상임금 1심 소송 판결 여부
현대모비스(012330)	자동차 부품	▶ 현대기아차 전체 출고판매 증가율 및 중국JV의 성장 ▶ 현대차그룹의 xEV, ADAS 관련 핵심 역량 확보 ▶ 글로벌 UIO 상승, 환율 변화에 따른 A/S 이익 변화
현대위아(011210)	자동차 부품	▶ 중국 1,600cc 차종 구매세 인하 지속 여부 ▶ 서산 디젤엔진 공장 이익수준 및 매출발생 여부 ▶ 기계사업부문 수주 회복
만도(204320)	자동차 부품	▶ 신규 고수익 제품 수주에 따른 OPM 개선 ▶ 현대기아차그룹 외 타 OEM으로의 수주 확대 ▶ Next Level Autonomous 시장 대응을 위한 기술력 확보
한온시스템(018880)	자동차 부품	▶ 대형 OEM향 신규수주를 통한 매출 성장성 확보 ▶ Heat pump, E-comp등 핵심부품의 확장성 ▶ 중국 및 유럽의 자동차 산업수요
한라홀딩스(060980)	자동차 부품	▶ 만도의 외형 성장에 따른 로열티 수익 ▶ 만도헬라 ECU 매출액의 구조적 증가 가능성 ▶ 기타 자회사 지분가치
쌍용차(003620)	완성차	▶ 신차출시(Y400)를 통한 국내 공장 가동률 증가 ▶ 중국 및 미국의 현지생산공장 증설 ▶ 러시아 등 유가하락 이전의 수출지역에서 판매 정상화
S&T모티브(064960)	자동차 부품	▶ 타 OEM향 친환경차 부품관련 모터 수주 및 매출 ▶ 타 OEM향 부품 수주 확대(파워트레인, 전장관련) ▶ 방산관련 리스크 축소
화신(010690)	자동차 부품	▶ 헤알화 환율 변동성 ▶ 중국내 현대기아차 판매량 증가율 ▶ 멀티링크/토션빔 등 서스펜션 관련 매출
에스엘(005850)	자동차 부품	▶ 헤드램프 부분 해외 OEM 수주 ▶ 중국 자동차 산업수요
우리산업(215360)	자동차 부품	▶ EV용 PTC Heater 신규 수주 ▶ 내연기관용 기존 수주분에 대한 수익성 발생여부
삼기오토모티브(122350)	자동차 부품	▶ 현대기아차 국내공장, 중국공장 출고물량 흐름 ▶ 폭스바겐 중국매출, 신규 수주
평화정공(043370)	자동차 부품	▶ 中 태창법인의 외형서장 속도 ▶ Active Hood 등 신규사업부문의 매출증가
한국타이어(161390)	타이어	▶ 천연고무가격, 합성고무가격 흐름 ▶ 판가-원가간 스프레드 ▶ 환율, 중국공장 가동률
넥센타이어(002350)	타이어	▶ 판가-원가간 스프레드 ▶ 환율 ▶ 체코공장 증설, 신규 OE 타이어 수주 가능성
금호타이어(073240)	타이어	▶ 천연고무가격, 합성고무가격 흐름 ▶ 판가-원가간 스프레드 ▶ 환율, 중국공장 가동률

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

완성차 View: 비중확대 전략, 적중시점 지연

1. 재고소진, 신흥시장 개선 기대에 비해 미습

1) 연초의 재고수준 하락 기대: 북미업황 개선세 지연으로 판매성과 미흡

연초 현대차와 기아차에 대한 투자포인트로 북미 재고소진 cycle로 북미에서의 판매성과 회복을 제시. 실제로 현대차의 북미 재고수준은 연초 4개월에서 5월 들어서는 3.3개월 수준까지 하락하면서 재고수준은 하락.

그러나 북미시장에서 진행된 Passenger car 시장의 부진과 그동안 버팀목으로 작용해왔던 SUV 시장 마저도 하방압력이 작용하기 시작하며 현대기아 모두 현지판매 실적을 끌어올리는데 시간이 지연.

2) 신흥시장의 turnaround 스토리: 기대에 비해 slow하게 진행

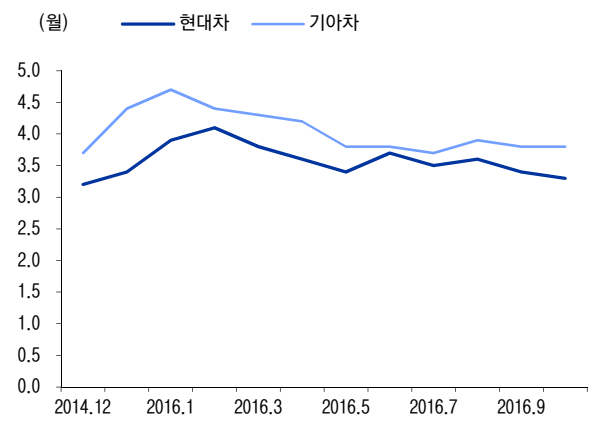
북미시장과는 다르게 러시아, 브라질, 아중동 시장의 개화는 5~6월 들어서 기대감이 확대. 당사 업종의 View 또한 신흥시장 회복에 따른 완성차의 re-rating 가능성 확대로 선회.

러시아와 브라질의 잇따른 금리인하 등 경기 부양책이 지속되는 가운데 실제 자동차 판매대수는 기대치에 비해 완만한 성장세를 띔. 전년 동기 대비로는 뚜렷한 (+) 성장세를 보이기는 했으나, 미국과 한국시장에서의 부진이 전반적인 신흥시장의 성장폭을 상쇄시킴.

2. 강성 파업으로 내수 영업환경 크게 훼손

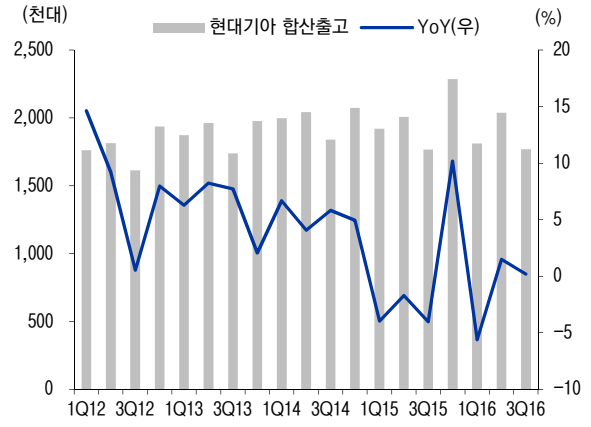
7월말부터 진행된 파업이 9월들어서는 전면 파업으로까지 번짐. 따라서 3Q16 내수출고가 현대차는와 기아차가 각각 YoY -19%, -11%로 하락. 해외시장에서의 판매는 양호했으나, 내수발생 영업이익 비중이 높은 관계로 실적은 기대치를 크게 하회.

그림35 현대차와 기아차의 미국 재고수준 흐름



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 현대차와 기아차의 합산출고 흐름



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

부품업종 View: 비중확대 전략과 In-line 하게 진행중

1. 고객사 다변화로 인한 안정적 실적 달성

1) 현대차그룹내 핵심부품 비중 확대에 따른 역할 확대

당사는 연초 현대모비스에 대해 현대차그룹 내에 역할 확대론에 대한 의견 제시. xEV, Autonomous driving 기술에 대한 핵심기술 투자로 인해 현대모비스의 핵심부품 매출액이 구조적인 상승세에 진입할 것으로 기대.

올해 현대차그룹의 친환경차 판매대수가 빠르게 증가하며 현대모비스의 핵심부품 매출도 의미있게 증가. 2015년도 기준으로 xEV관련 매출액은 4천억원. 현대차그룹의 친환경차 판매가 지난해 대비 2배 이상 증가할 전망이어서 이에 따른 동반매출상승을 기대.

2) 글로벌 OEM 으로 공급처를 다변화중

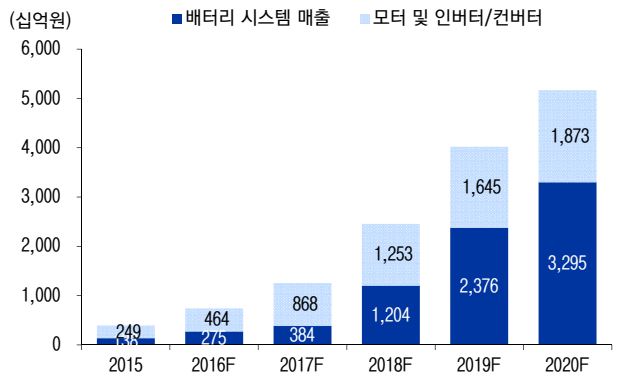
국내 부품업체들의 공급처 다변화로 인한 빠른 매출성장 전망을 제시. 대표적으로 만도와 한온시스템이 매출처 다변화를 가장 빠르게 진행. 만도의 경우 Ford 및 중국 로컬업체 향으로 빠르게 확산.

만도의 빠른 중국로컬업체향 매출 성장으로 인해 자사 ECU 칩메이커인 만도헬라의 실적도 동반 호조세. 만도헬라의 지분 50%를 지니고 있는 한라홀딩스는 구조적으로 기업가치 향상이 만도보다 빠르게 이뤄질 것으로 제시.

2. 중국 Tax-cut 효과, 유지될 것인가, 소멸할 것인가?

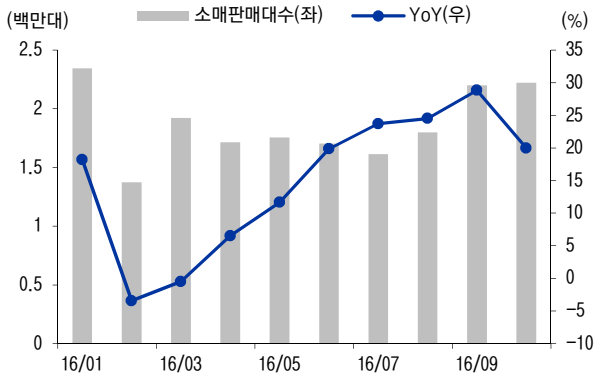
중국 정부는 지난해 9월이후 1,600cc이하 차종에 대해 구매세를 인하. 이 정책으로 중국 자동차 판매는 올해 20%에 가까운 성장세를 보이고 있으나, 2017년에는 인하가 종료됨에 따라 이에 볼륨성장이 줄어들 것으로 예상. 3Q16까지는 구매세 인하 정책에 따른 부품업체들의 볼륨성장, 구조적 마진 개선이 유효해 왔음. 따라서 4Q16 이후부터는 tax-cut효과가 소멸될 예정이므로 이에 따른 선별적인 부품업체 선택이 필요.

그림37 현대모비스의 xEV 관련 매출 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 중국 자동차 판매대수 흐름



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

타이어 업종 View: 상고하저 전략 적중

1. 2016년은 상반기 스프레드 회복이 핵심으로 작용

1) 원료투입가격 하락과 우호적인 FX환경 공존으로 상반기 실적 호조세 기록

당사는 올 초 원료투입가격 하락에 따른 스프레드 개선과 함께 유로화 강세 영향에 힘입은 우호적 FX 환경을 바탕으로 타이어 업종에 대한 비중확대의견 제시. 지난해 말 commodities 가격의 전반적인 약세로 인해 타이어 업종의 스프레드는 실제로 확대되었음.

한편 상반기 유로화 대비 원화의 상대적 약세가 지속되며 스프레드 개선 외에도 우호적인 환경이 추가로 전개되었고, 결론적으로 3Q16까지도 실적 서프라이즈가 지속됨.

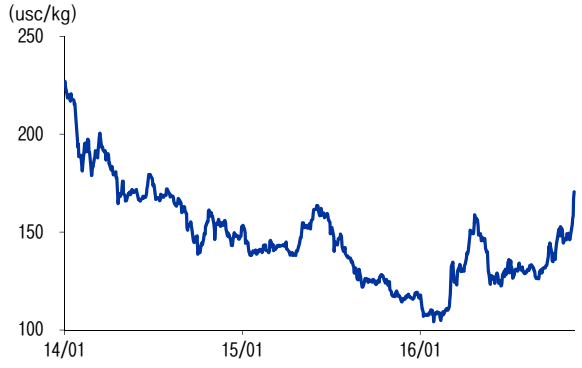
2) 선진국 매출 증가 역시 전체 volume 성장에 기여

지역별로는 북미와 유럽 등 선진국의 volume 성장이 이뤄짐. 선진국 시장은 타지역 대비 UHPT 비중이 높아 상대적으로 고수익을 발생시킬 수 있는 구조. 유럽은 양적완화 효과 지속에 따른 타이어 수요 호조세가 있었고, 미국은 중국산 반덤핑 효과가 지속. 한편 중국의 경우 OE타이어용 가동률이 전년대비 뚜렷하게 상승하며 추가로 마진 개선폭을 확대시킬 수 있었음.

2. 하반기부터 Neutral로 하향 – 우호적 환경 종료

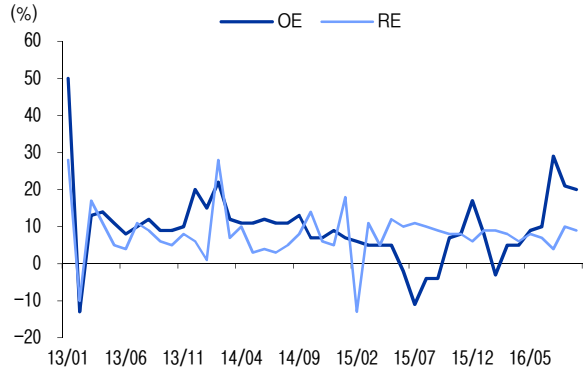
하반기부터는 섹터비중에 대한 의견을 Neutral로 하향. 첫째로는 다시 원가 상승분이 투입될 뿐만 아니라 원자재 현물가격이 지속적으로 상승세를 띄고 있고, 둘째로는 중국의 전년동기대비 기저효과가 3Q16 이후로 소멸되기 때문. 중국의 자동차 tax-cut 정책이 유지된다 하더라도 2016년 수준의 demand를 이어가기는 어려울 것으로 판단. 미국 대선결과로 인한 macro 변동성이 급변하고 있어 연말까지는 방향성을 찾기 어려울 것으로 예상함. 향후 원화 약세, 천연고무 가격 안정화가 수반되며 스프레드 개선이 가능해 질 경우 다시 Overweight로 상향 조정 가능할 것

그림39 천연고무 가격 : 상반기 강한 상승세



자료: Thomson Reuters, 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 중국 OE/RE 타이어 YoY 성장세 흐름



자료: Michellin, 이베스트투자증권 리서치센터

종목별 View History 점검 & 조정

표4 커버리지 종목별 View History 점검

종목	펀더멘털 (3Q16까지)			주가 (3Q16까지)			원인 진단
	View	결과	평가	View	결과	평가	
현대차 (005380)			비적중			비적중	▶ 주가흐름, 투자의견 방향성 비적중 ▷ 실적 전망 비적중 ▷ 완성차 파업 장기화로 인해 추정치 하회
기아차 (000270)			비적중			비적중	▶ 주가흐름, 투자의견 방향성 비적중 ▷ 실적 전망 비적중 ▷ 완성차 파업 장기화로 인해 추정치 하회
현대모비스 (012330)			적중			적중	▶ 주가흐름, 투자의견 방향성 적중 ▷ 실적 전망치의 지속적인 상회 ▷ 밸류에이션 상승 전망 적중
현대위아 (011210)			적중			적중	▶ 주가흐름, 투자의견 방향성 비적중 ▷ 실적 전망치가 실제치를 지속해서 하회 ▷ 과도한 투자에 따른 고정비 상승
만도 (204320)			적중			적중	▶ 주가흐름, 투자의견 방향성 적중 ▷ 기대이상의 수주 흐름 ▷ 기대이상의 실적호조세 시현
한온시스템 (018880)			적중			적중	▶ 주가흐름, 투자의견 방향성 적중 ▷ 기대 이상의 실적호조세 시현 ▷ 경영진 교체 이후 차별화된 비용 효율화
한라홀딩스 (060980)			적중			적중	▶ 주가흐름, 투자의견 방향성 적중 ▷ 예상을 뛰어넘는 실적 호조세 지속 ▷ 그룹사 리스크 안정화
쌍용차 (003620)			적중			적중	▶ 주가흐름, 투자의견 방향성 적중 ▷ 개소세 인하 종료에 따른 불확실성 지속 ▷ 향후 중국 및 미국 증설로 불확실성 요인 지속
S&T모티브 (064960)			비적중			비적중	▶ 주가흐름, 투자의견 방향성 비적중 ▷ 방산부문 리스크 확대로 투심 악화 ▷ 일회성 모터부문 매출 감소에 따른 실적예상 하회
화신 (010690)			적중			적중	▶ 주가흐름, 투자의견 방향성 적중 ▷ 헤알화 강세로 인해 실적 전망치 상회 ▷ 신흥국 턴어라운드로 투심 집중반영
에스엘 (005850)			적중			적중	▶ 주가흐름, 투자의견 방향성 적중 ▷ 실적 전망 적중 ▷ 저평가 매력 부각 적중
우리산업 (215360)			적중			빅적중	▶ 주가흐름, 투자의견 방향성 비적중 ▷ 실적 전망 비적중 ▷ 중소형주 투심 악화에 따른 대형호재건 미반영
삼기오토모티브 (122350)			적중			비적중	▶ 주가흐름, 투자의견 방향성 비적중 ▷ 현대차그룹의 파업강도 예상치 상회 ▷ 내연기관 관련 종목에 대한 투심 악화

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표5 커버리지 종목별 View History 점검

종목	펀더멘털 (3Q16까지)			주가 (3Q16까지)			원인 진단
	View	결과	평가	View	결과	평가	
평화정공 (043370)			적중			적중	▶ 주가흐름, 투자의견 방향성 비적중 ▷ 현대차그룹의 파업강도 예상치 상회 ▷ 내연기관 관련 종목에 대한 투심 악화
한국타이어 (161390)			적중			적중	▶ 주가흐름, 투자의견 방향성 적중 ▷ 실적 전망 적중 ▷ 스프레드 및 환율 반영에 따른 모멘텀 포착 적중
넥센타이어 (002350)			적중			적중	▶ 주가흐름, 투자의견 방향성 적중 ▷ 실적 전망 적중 ▷ 스프레드 및 환율 반영에 따른 모멘텀 포착 적중
금호타이어 (073240)			적중			적중	▶ 주가흐름, 투자의견 방향성 적중 ▷ 실적 전망 비적중(예상치 하회) ▷ M&A 모멘텀 확대

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표6 커버리지 종목별 향후 View 조정 & 재정립

종목	View 조정/재정립		View 조정 근거
	펀더멘털 (4Q16 이후)	주가흐름 (4Q16 이후)	
현대차 (005380)			▶ 고마진 발생지역인 내수시장에서의 M/S gain 예상 ▶ 4Q16 및 1Q17까지 이어지는 이익 모멘텀 ▶ 친환경차 관련 규제 완화에 따른 투자심리 회복
기아차 (000270)			▶ 멕시코 관련 리스크에 대해서는 실현 가능성 적음 ▶ 신흥국 시장 개선시 가속화될 턴어라운드 속도 ▶ 통상임금 소송 불확실성 해소 직전 단계
현대모비스 (012330)			▶ 현대차그룹의 해외공장 가동률 회복 가능성 확대 ▶ 타 OEM 수주에 대해 적극적인 스탠스로 전환중 ▶ 지배구조 이슈 부각시 주가상승 가능
현대위아 (011210)			▶ CKD 엔진관련 불확실성 해소가 주가상승의 선결조건 ▶ 엔진 증설로 인한 고정비 부담 지속 ▶ 타 OEM의 노출 부재로 실적 불확실성 지속
만도 (204320)			▶ 공유산업 등 ADAS부품의 성장 가능성이 지속적으로 부각 ▶ 중국 로컬 자동차 업체 향으로 매출 지속 상승 ▶ ADAS의 BEP 도달로 이익기여 구간 진입
한온시스템 (018880)			▶ 파리기후협약 발효되면서 중장기 성장 확보 ▶ 2017년부터 타OEM향 수주분의 매출현실화로 Top line 증가 시작
한라홀딩스 (060980)			▶ 만도차이나의 실적 호조에 따른 만도헬라의 동반호조 ▶ 만도의 지속적인 외형성장으로 인해 로열티 수익 상승
쌍용차 (003620)			▶ 개소세 인하 종료 이후 추가 SUV M/S Gain의 차질 ▶ 중국 및 미국 해외 신공장 진출 관련 불확실성 지속
S&T모티브 (064960)			▶ 해외 OEM향으로 전기차용 구동모터 공급 가능성 지속 ▶ 중국 정책 변경에 따른 현대차그룹향 친환경차 모터공급량 지속 ▶ 방산관련 리스크 축소
화신 (010690)			▶ 브라질 시장 및 헤알화의 턴어라운드로 투심 개선 ▶ 인도 시황 개선 및 완성차의 증설 가능성
에스엘 (005850)			▶ 완성차의 중국 및 국내공장 가동률 개선 필요 ▶ 중장기 저평가 매력 부각될 전망
우리산업 (215360)			▶ 완성차의 중국 및 국내공장 가동률 개선 필요 ▶ 고평가 논란 지속
삼기오토모티브 (122350)			▶ 완성차의 중국 및 국내공장 가동률 개선 필요 ▶ 중장기 저평가 매력 부각될 전망
평화정공 (043370)			▶ 中 태창법인의 외형서장 속도 ▶ Active Hood 등 신규사업부문의 매출증가
한국타이어 (161390)			▶ 스프레드 축소 ▶ 중국 OE 가동률 개선세 둔화
넥센타이어 (002350)			▶ 스프레드 축소 ▶ 북미매출 등 추가 외형성장 가능성 존재
금호타이어 (073240)			▶ M&A 모멘텀 ▶ 경영 정상화까지 시간 소요

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표7 커버리지 종목별 목표주가, 투자의견 변경 내역

업종	종목	목표주가			투자의견		
		종전	신규	조정 내역	종전	신규	조정 내역
자동차	현대차 (005380)	180,000원	180,000원	-	Buy	Buy	-
	기아차 (000270)	57,000원	57,000원	-	Buy	Buy	-
	쌍용차 (003620)	7,900원	7,900원	-	Hold	Hold	-
부품	현대모비스 (012330)	360,000원	360,000원	-	Buy	Buy	-
	현대위아 (011210)	84,000원	84,000원	-	Hold	Hold	-
	만도 (204320)	330,000원	330,000원	-	Buy	Buy	-
	한온시스템 (018880)	15,000원	15,000원	-	Buy	Buy	-
	한라홀딩스 (060980)	100,000원	100,000원	-	Buy	Buy	-
	S&T모티브 (064960)	79,000원	79,000원	-	Buy	Buy	-
	화신 (010690)	10,000원	10,000원	-	Buy	Buy	-
	에스엘 (005850)	19,600원	24,000원	↑	Buy	Buy	-
	우리산업 (215360)	46,000원	30,000원	↓	Buy	Buy	-
	삼기오토모티브 (122350)	5,500원	5,500원	-	Buy	Buy	-
	평화정공 (043370)	18,000원	16,000원	↓	Buy	Buy	-
타이어	한국타이어 (161390)	56,000원	56,000원	-	Hold	Hold	-
	넥센타이어 (002350)	17,000원	17,000원	-	Buy	Buy	-
	금호타이어 (073240)	11,000원	11,000원	-	Hold	Hold	-

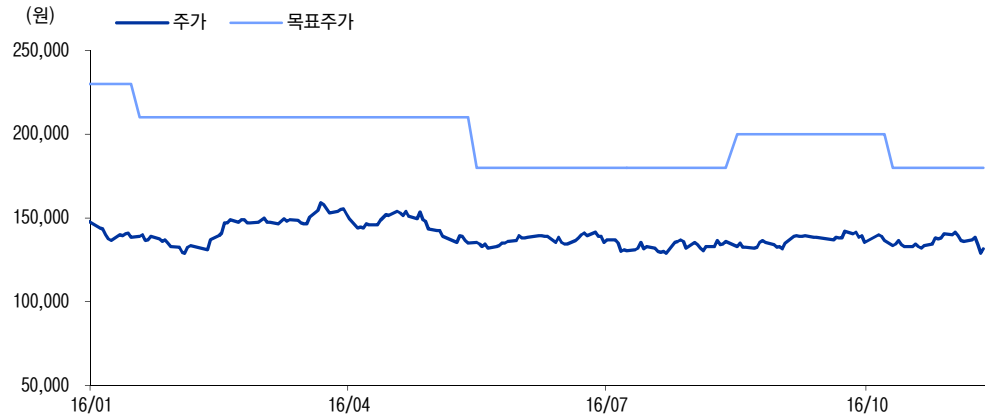
*최근 Review 자료를 통해 주요 기업에 대해서는 이미 투자의견 및 목표주가 조정을 마친 상태임
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

현대차(005380)

현대차의 올해 주가흐름은 상반기 이후 지속적인 하방압력을 받아옴. 당사는 상반기에는 cautious한 view를 제시하였으며, 하반기에 접어들며 신흥국 턴어라운드 효과를 감안해 비중확대 의견을 제시. 상반기 주요 트리거는 환율 및 개별소비세인하 연장에 따른 내수 매출 증가 였으며, 전망과 일치했음. 반면 하반기 들어서는 파업강도가 예상보다 강하게 나타나며 기대치를 하회.

4Q16 및 2017년에 대해서는 비중확대 의견을 추천. 신차모멘텀이 가시권에 들어와 있으며, 해외 신흥시장에서의 자동차 수요가 기대치를 상회할 가능성이 있기 때문. 투자의견 Buy와 목표주가 180,000원을 유지.

그림41 현대차 주가 VS 목표주가



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

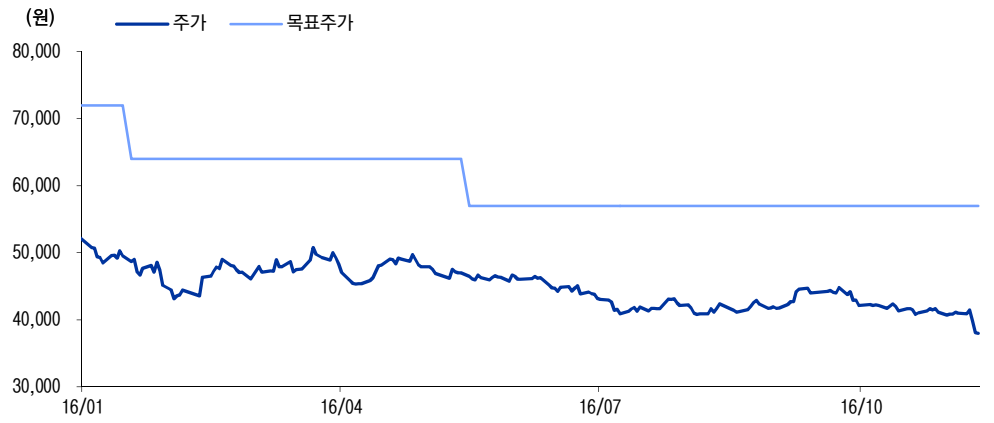
기아차(000270)

기아차는 올해 2분기까지 4개분기 연속 당사 기대치를 상회하는 실적을 기록. 당사는 보수적인 view를 밝혀왔으나, 환율효과 및 내수시장의 개별소비세 인하로 K7 등의 신차효과가 주요 실적 개선요인으로 작용해옴.

하반기에는 개별소비세 인하 종료, 상반기 대비 낮은 환율수준으로 인해 환경은 녹록치 않으나 이는 일시적으로 3Q16에만 작용하고 이후부터는 멕시코공장 가동 및 인도공장 증설 가능성 등 여러가지 기대요인이 있는 상태.

멕시코의 NAFTA 재협상관련해서는 현실화 가능성에 대해선 아직까지 지켜볼 필요가 있다는 생각. 멕시코 내 미국 BIG3 업체들의 생산기지가 기아차 보다 큰 규모로 있고, 대부분 미국으로 역수입 하는 물량들이기 때문.

그림42 기아차 주가 VS 목표주가



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

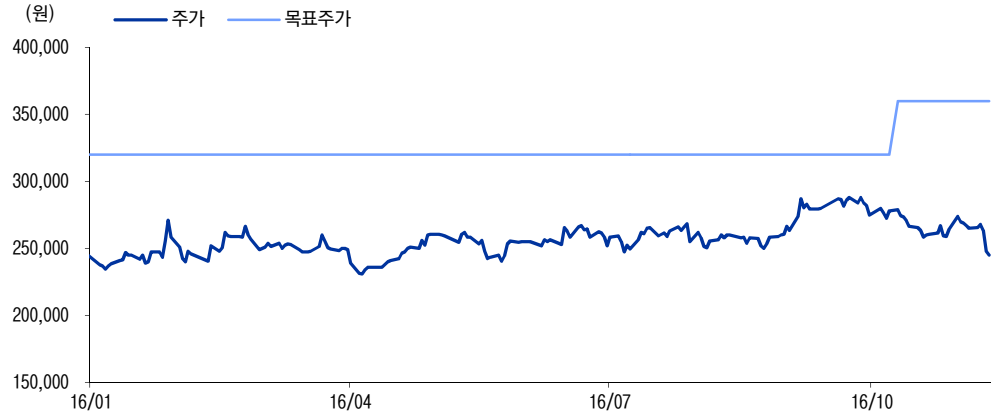
현대모비스(012330)

현대모비스에 대해서는 연초이후 업종 내 Top Pick 의견을 제시. 근거로는 1) 현대차 그룹의 xEV 및 ADAS 관련 기술에 있어서 핵심 역할을 하고 있고 2)중국의 tax-cut 정책효과가 영업이익을 강하게 드라이브 할 것 이기 때문.

하반기 들어서는 목표주가를 상향했는데, EPS를 2017년 기준으로 변경, Target P/E는 10배로 적용. 파업영향은 이미 주가에 상당부분 반영되었고, 실제로 국내공장 현황에 무관하게 견고한 실적발생이 가능하다는 것을 다시한번 입증하고 있는 상태임.

2017년 들어서는 중국의 자동차 구매세 인하 여부가 중요한 상황. 이는 현대기아차의 현지 증설로 인해 상당부분 희석이 가능한 상태이고, 멕시코 공장 증설 및 현대기아차의 xEV차량 및 스마트센스 도입 확대 등 여러 기대요인이 산재.

그림43 현대모비스 주가 VS 목표주가



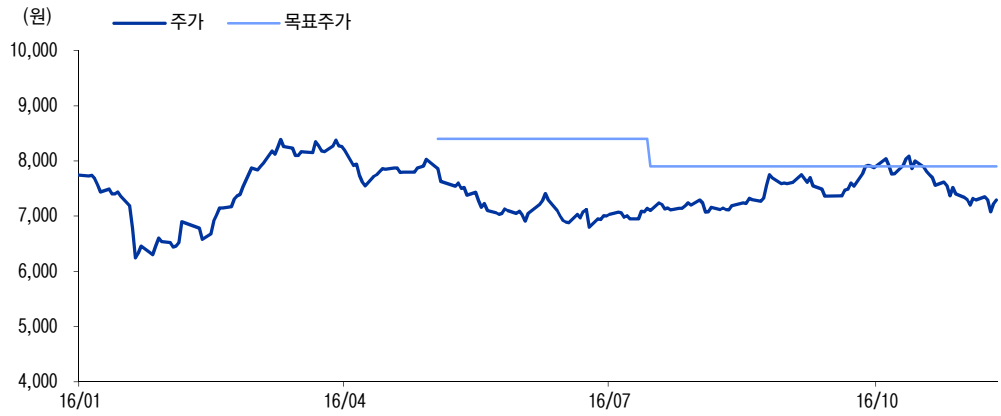
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

쌍용차(003620)

쌍용차에 대해서는 커버리지 개시 이후 Hold의견을 제시해옴. 상반기 개별소비세 인하 효과로 흑자기조가 유지되고 있으나 다시 하반기에 개별소비세 인하 종료로 불확실성이 존재함.

회사는 2017년 Y400 신모델 출시와 중국, 미국의 장기 진출에 대한 계획을 밝힌 상태. Y400 출시는 기존 모델 노후화에 대한 부담을 한층 줄여줄 수 있으나 새 지역으로의 출시는 지속적으로 밸류에이션 부담 요인으로 작용할 것으로 예상.

그림44 쌍용차 주가 VS 목표주가



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

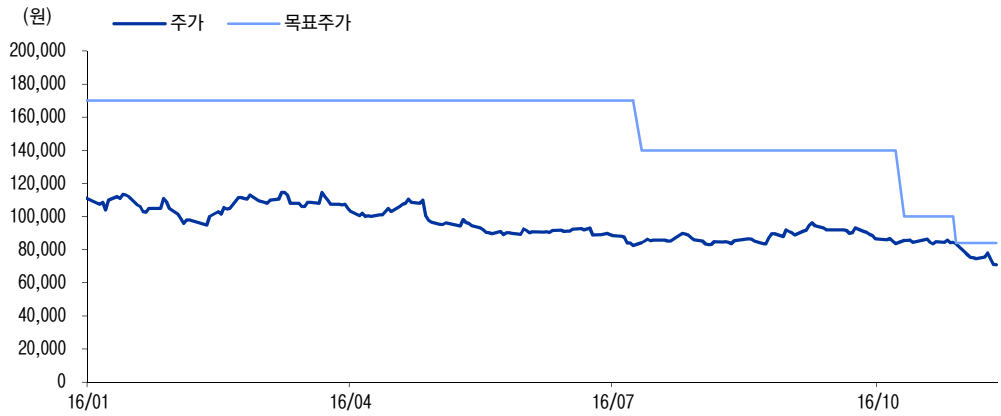
현대위아(011210)

중국의 1,600cc 이하 차종에 국한된 구매세 인하 정책은 현대위아의 엔진부문 실적 훼손 요인으로 작용. 당사는 연초이후 중국 정책에 있어 현대위아에 대해 cautious 한 view를 제시해옴.

중국의 정책리스크는 주가에 선 반영된 가운데, 멕시코공장/서산 카파엔진 가동에 따른 고정비 부담과 3Q16 완성차 파업 영향으로 인해 전반적인 실적이 부진한 상태. 4Q16 들어서는 멕시코공장의 고정비 부담이 YoY 영향이 완화되며 소폭 개선될 전망이나 여전히 중국 정책 리스크에 노출되어 있는 상태.

결론적으로, 현대차의 방향성에 있어 현대위아의 실적은 상당부분 correlation이 높게 작용하고 있음. 2017년부터는 디젤엔진 생산이 본격화 되고, 완성차의 인도공장 증설 본격화 시 동반 진출 가능성도 있음. 따라서 중장기적으로는 리스크 뿐만 아니라 기회 요인도 공존하고 있어 지속적인 모니터링이 필요.

그림45 현대위아 주가 VS 목표주가



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

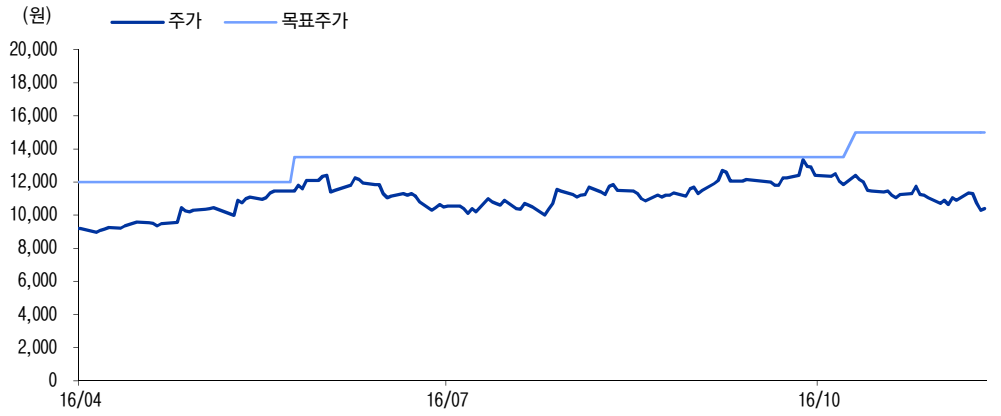
한온시스템(018880)

한온시스템에 대해 연초 Hold의견을 제시. 이후 파리기후협약 등 전반적인 친환경차 우호적 환경이 제시되기 시작해 동사에 Buy의견으로 상향조정. 한편 경영진의 교체이후 cost-management가 이전 대비 한층 뚜렷해 지고 있으며, 타OEM에 대한 수주 flow 역시 개선되고 있음.

기존 현대차 및 Ford에 의존적이었던 매출구조는 타 프리미엄 및 대형 메이커들로 확산중. 한편 친환경차에 필수적인 Heat pump system 및 E-comp에 대해 집약된 기술력이 타 부품업체들 대비 차별화 되고 있어 중장기 적으로는 성장동력을 확보.

또한 중국의 친환경차에 대한 정책이 최근 기존 일반 HEV으로도 보조금 정책을 확산시킬 가능성이 높아져 현대차그룹향 친환경차 시스템 공급 비중도 더욱 높아질 수 있어 여러가지 긍정적 전망이 가능해 지고 있음.

그림46 한온시스템 주가 VS 목표주가



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

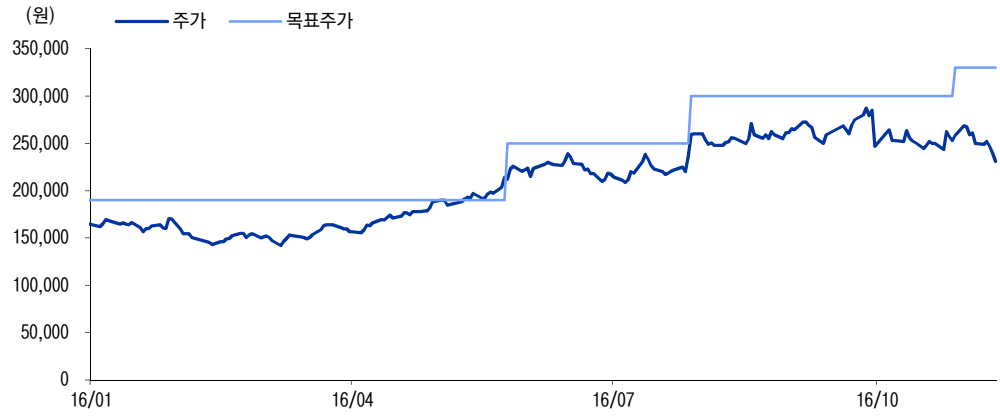
만도(204320)

연초이후로는 상대적 비중확대→ 5월 이후로는 적극적 비중확대 의견을 제시해 옴. 타 OEM으로의 ADAS 공급 확대가 주가상승의 주요 trigger 였음. 실적 측면에서는 2~3분기에 걸쳐 나타난 중국의 기저효과가 긍정적으로 작용해왔음.

장기적으로는 ADAS에 대한 중요도가 더욱 부각될 것으로 예상. 만도는 현대차 그룹향으로만으로도 이미 연간 3천억원에 육박하는 ADAS매출이 발생하고 있고, 이수치는 당분간 매우 가파르게 상승할 전망. 만도의 ADAS부분에 대한 BEP는 지난 2Q16에 이미 도달한 상태여서 매출상승은 수익성 개선에도 기여하게 됨.

문제는 ADAS부분 매출을 타 OEM으로 공급하게 되면서 이익 레버리지가 더욱 커졌다는 점. 만도는 이미 샤시부분에 있어 글로벌 Tier-1업체들과 동등한 지위를 갖고 있고, 여기에 모빌아이, 헬라 등과 협력해 개발해낸 ADAS 시스템 integration이 가능한 상태임. 특히 중국 로컬업체들로부터의 수주가 진행되고 있어 파급력이 커질 전망.

그림47 만도 주가 VS 목표주가



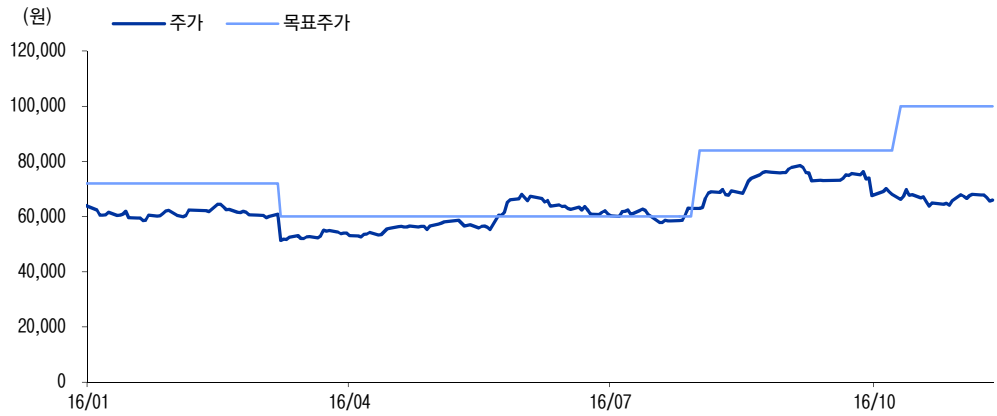
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

한라홀딩스(060980)

자회사 만도헬라(지분 50%)는 만도에 필요한 ECU 공급을 담당하고 있어 만도의 전장화에 대한 직접적인 수혜를 받고 있음. 특히 만도 중국 고객사들이 기존 CSS(Conventional Steering System)에서 EPS(Electronic Power Steering System)로 전환하는 과정에서 ECU매출이 급격하게 증가하고 있음.

배곧신도시 투자로 ㈜한라에 대한 노이즈가 연초 발생했으나, 큰 이상 없이 마무리. Hold 의견에서 Buy로 전환하였으며, 만도 전장화의 수혜폭이 큰 점을 감안하면 앞으로도 주가 upside가 클 것으로 예상.

그림48 한라홀딩스 주가 VS 목표주가



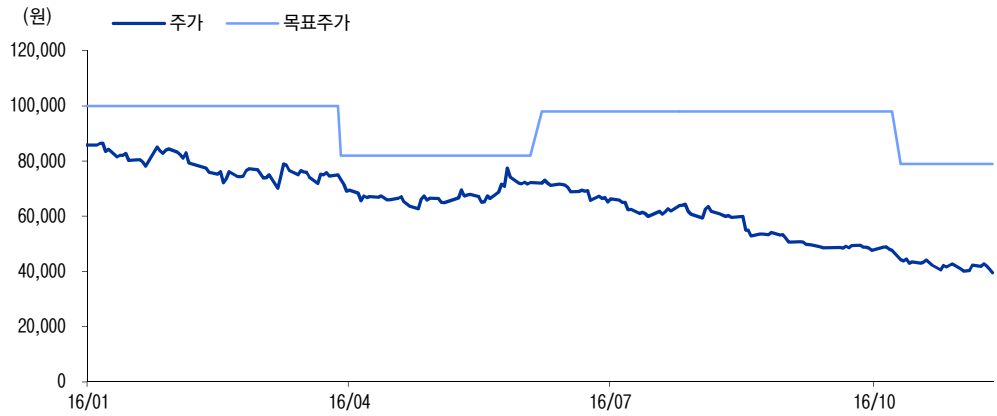
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

S&T모티브(064960)

S&T모티브 주가흐름은 방산관련 리스크가 확산되며 당초 동사가 제시했던 view와 괴리감이 확대. 2017년 K2 예산 삭감 → 기존 독점구조에서 방위사업청의 경쟁업체 선정 → K2C 총열 관련 회수 순서로 진행된 방산 리스크는 사실상 현재주가에 과도하게 반영되어 있고, 2018년부터 오히려 신규수주물량으로 인해 매출액이 올라오는 점을 감안하면 현재주가는 오히려 매수기회가 될 수 있다는 생각.

중장기적으로는 현대차그룹의 xEV 물량 확대, 타OEM향 xEV 핵심부품 추가공급으로 인해 re-rating의 여지가 크다고 생각됨. 3Q16의 경우 완성차 파업 및 K2C 물량이전을 제외하고는 큰 이상이 없던 점을 감안히 4Q16에는 실적 정상화에 따른 모멘텀 기대.

그림49 S&T 모티브 주가 VS 목표주가



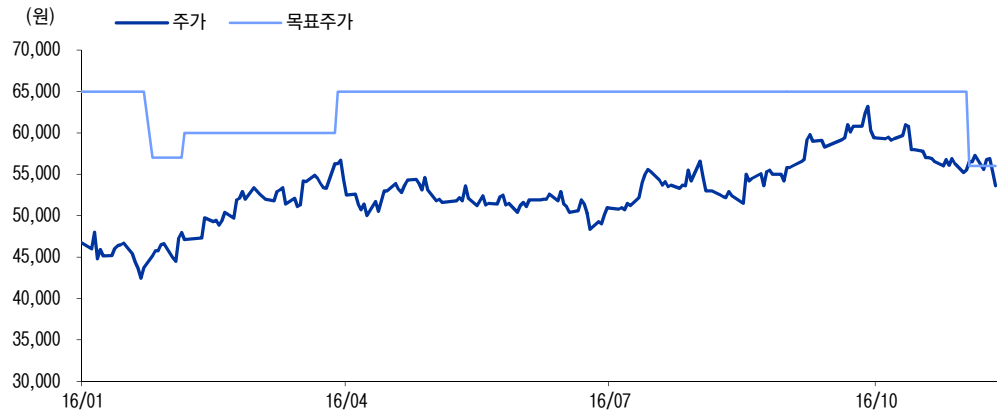
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

한국타이어(161390)

한국타이어에 대해서는 연초이후 적극적인 비중확대 의견을 제시해옴. 주가흐름은 대체로 당사 view와 부합. 비중확대의 근거는 원료투입가격의 하락 및 우호적인 FX환경 이었으며, 상고하저의 패턴을 제시.

상반기 이후로도 원료투입 관리가 원활했던 점과 중국의 YoY 기저효과에 기반한 OE타이어의 가동률 급증으로 인해 3Q16은 2Q16에 육박하는 대실적을 기록. 반면 4Q16부터는 원료투입가격의 추가상승이 불가피하고, 원화가 강세로 급반전한 점, 중국의 YoY 기저효과가 소멸된 점을 감안해 투자의견은 Hold로 하향조정.

그림50 한국타이어 주가 VS 목표주가



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

넥센타이어(002350)

연초이후 한국타이어와 마찬가지로 적극적 매수를 권고. 2016년 전반적으로 마케팅비용 증가에 대한 부담이 있었으나, 원료투입가격 하락과 우호적 환율환경이 고마진 유지를 지속시킴.

한편 동사는 중국의 매출 exposure가 미미해 중국의 가동률개선 효과는 실적에 미치지 않고 있음. 반면 미국의 중국산 타이어 반덤핑에 대한 반사이익이 여전히 지속되고 있으며, 양산공장 가동률이 여전히 90% 수준에 불과해 추가적으로 북미향 매출이 증가하면서 이익모멘텀이 유지될 것으로 기대됨.

OE타이어 부문에서는 최근 럭셔리 완성차메이커로 수주에 성공하며 기존 Tier-3에 대한 인식은 점진적으로 희석중. 추가적으로 럭셔리 메이커에 대한 수주를 진행하고 있어 기대감은 지속될 것.

그림51 넥센타이어 주가 VS 목표주가

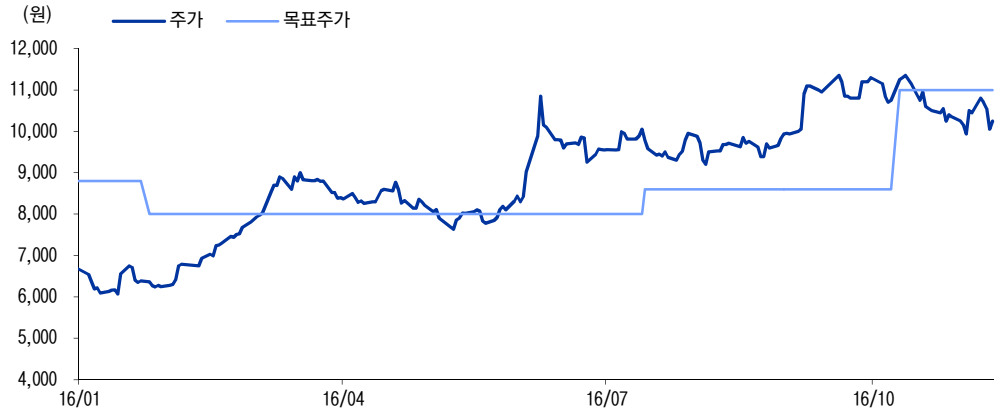
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

금호타이어(073240)

M&A 모멘텀이 현재 주가상승세를 견인하고 있음. 당사는 지속적을 Hold 의견을 제시해 왔으며, 주가흐름은 대체로 당사 View와 유사. 현재 실적은 한편 주가수준을 설명하지 못하고 있는데, 중국 및 미국 등 워크아웃 이전 동사가 강점을 보였던 지역에서 더 이상 경쟁업체 대비 우위에 있는 실적을 보이지 못하고 있기 때문.

M&A가 마무리 되며 경영권에 대한 정리가 끝나게 될 경우 경영 정상화 가능성이 큰데, 이 부분을 감안하면 현재주가가 아직 반영치 못하고 있는 영역이 존재. 따라서 M&A가 진행되는 과정에서 경영권에 대한 프리미엄 반영시 주가상승이 이뤄질 가능성이 있음.

그림52 금호타이어 주가 VS 목표주가

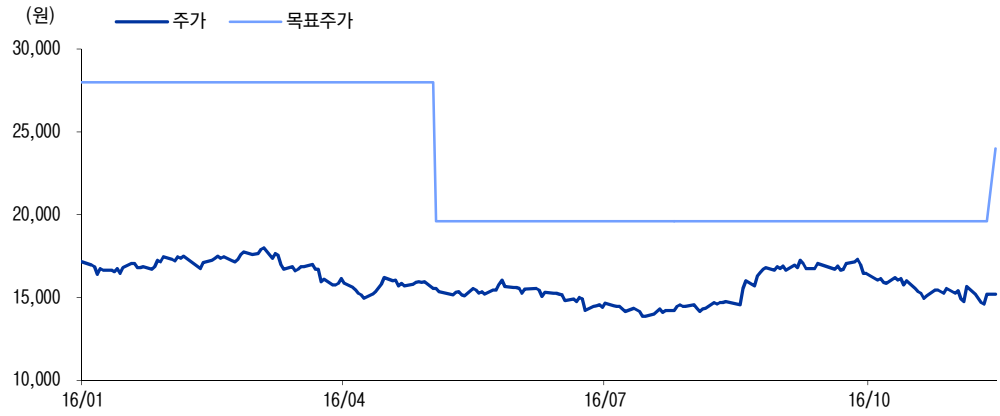


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

에스엘(005850)

2Q16부터 커버리지 개시. 전세계적으로 헤드램프 부문의 M/S 에서 상위권을 차지하고 있는 점을 감안시 지속적으로 타 부품업체 대비 밸류체이션 차별화가 가능할 것으로 예상. 한편 이익구조상 동사는 중국의 자동차 판매에 영향을 받는 구조인데, 최근 로컬업체 위주로 수주가 증가하고 있어 지속적인 우상향을 기대할 수 있음.

그림53 에스엘 주가 VS 목표주가

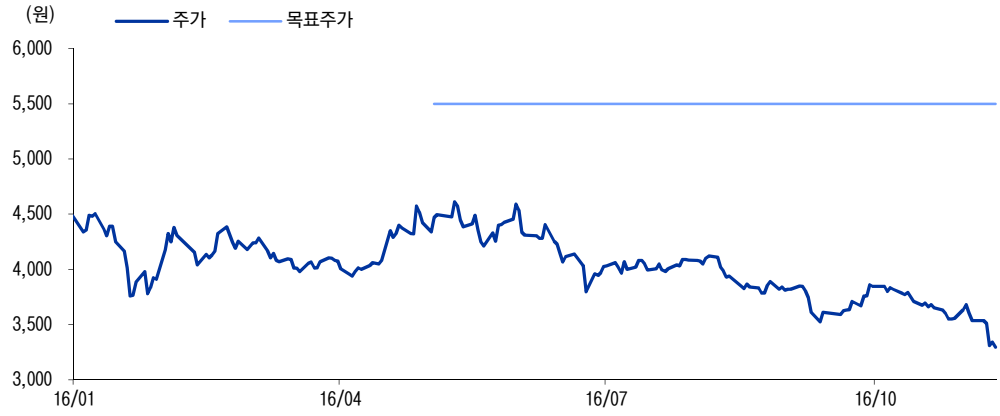


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

삼기오토모티브(122350)

2Q16부터 커버리지 개시. 매출 대부분이 국내공장과 중국 일부로 로컬수출이 이뤄지는 점 때문에 파업영향이 불가피 했음. 3Q16을 저점으로 반등 기대. 현대차 외 글로벌 OEM으로 공급처가 다양화 되는 점이 주요 투자포인트임. 특히 최근 중국의 HEV에 대한 보조금 확산 정책은 동사의 변속기 매출을 크게 증가시킬 수 있는 요인으로 부각중.

그림54 삼기오토모티브 주가 VS 목표주가

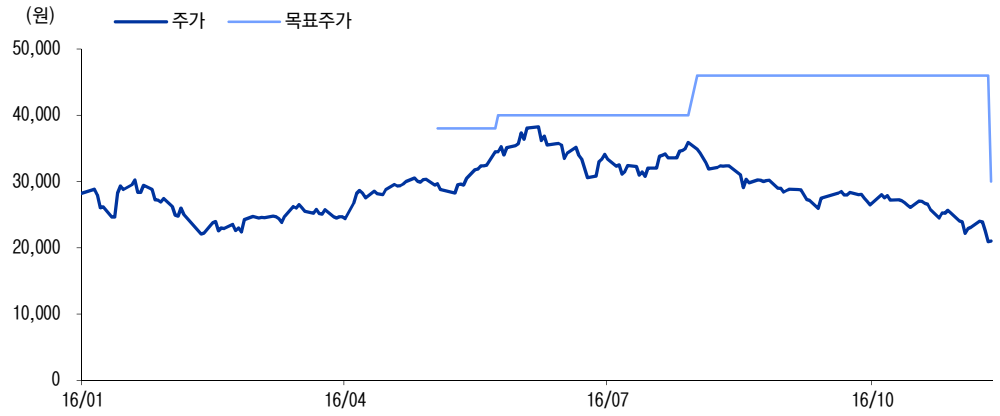


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

우리산업(215360)

동사의 view와 다르게 주가흐름 진행. 중국 로컬업체들로의 PTC 히터부문 대형 수주가 있었으나, 고밸류에이션에 대한 부담 및 중소형주 전반에 대한 수급 불확실성으로 인해 주가하락폭 확대. 향후 히트펌프 시스템으로 인해 PTC히터의 종속여부에 대한 우려가 있으나, 중국 로컬업체들로의 수주 확대로 중장기 성장동력 확보.

그림55 우리산업 주가 VS 목표주가

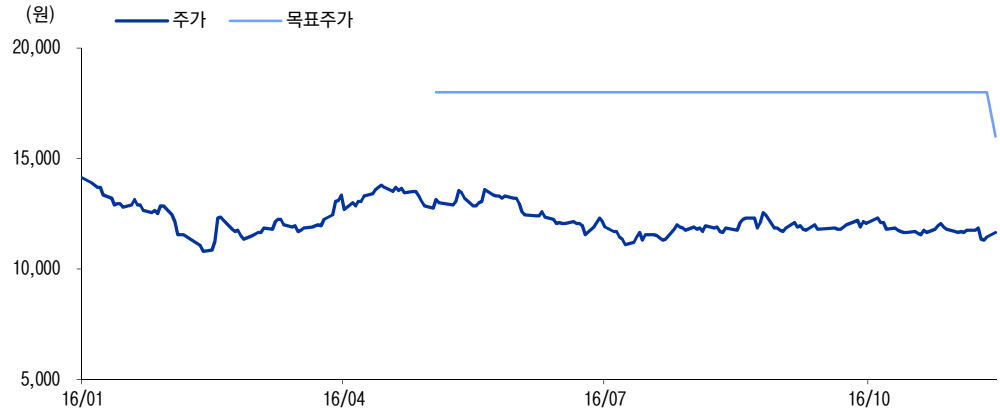


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

평화정공(043370)

중국 태창법인의 증설에도 불구하고 외형성장세가 높지 않은 상황. 당사는 동사의 중국 내 입지와 함께 현대차기아차의 중국 증설, 인도 증설이 궁극적으로 동사의 외형확대에 일조할 것으로 전망. 특히 Active Hood 및 파워트렁크등 전장 부문도 적용확대에 따른 수혜 기대. 3Q16는 중국의 구매세 인하에도 불구하고 원화강세, 완성차 파업영향이 존재해 수익성 훼손이 불가피.

그림56 평화정공 주가 VS 목표주가



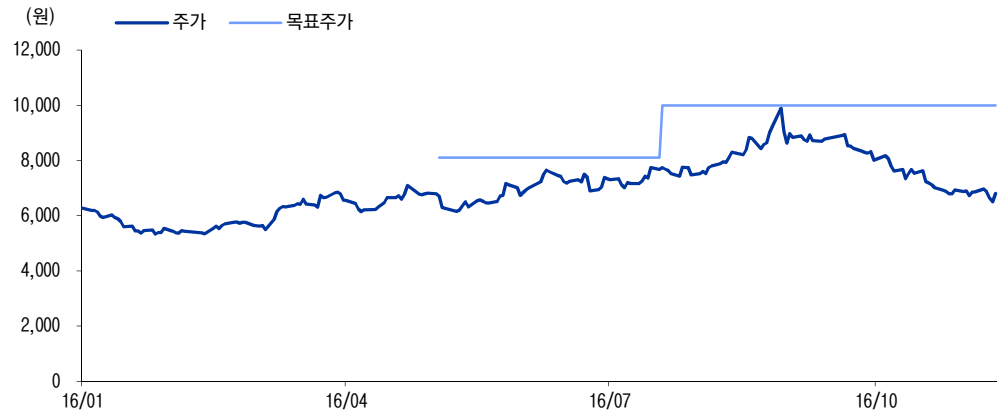
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

화신(010690)

화신에 대해 커버리지 이후 적극매수 의견 제시. 중국, 한국, 미국, 인도를 바탕으로 매출이 발생하고 있으며, 1)중국에서의 가동률 증가 2)멕시코 법인에서의 헤알화 강세로 인한 턴어라운드가 주요 투자 포인트.

동사는 한편 브라질에서 유휴 캐파를 활용해 VW 등 타OEM으로 수주를 확대중. 추가로, 헤알화 약세에 대한 단가인하 부분은 완성차에서 올해초부터 보존해주는 정책을 시행중이어서, 브라질 법인은 15년을 저점으로 지속적인 외형 및 수익성 개선이 이뤄질 것으로 전망됨.

그림57 화신 주가 VS 목표주가



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

종목별 투자의견

종목별 실질적 투자의견 강도 구분

[Part III. 종목별 투자의견] 편에서는 [Part II. 유지웅의 판단] 편에서 단행한 종목별 Indicator에 대한 조정된 View를 바탕으로 현시점에서 바라보는 '실질적 투자의견'을 재정립 했습니다.

이베스트투자증권 리서치본부 기업분석팀의 공식적인 종목 투자의견은 Buy(매수), Hold(보유), Sell(매도) 등 3단계입니다. 그러나, 본 "생각 시리즈" 기획자료에서는 종목에 대한 투자의견 강도를 Top Picks(장단기 모두 포함한 실질적 Buy 추천 종목군), Dark Horse(현 시점 단기 실질적 Buy 추천은 어려우나 몇 가지 Indicator에 대한 전제조건만 해결되면 극적인 반전이 가능한 종목군), Long Term Buy, Hold & Sell 등 4단계로 구분했습니다.

Top picks
현대차(005380), 만도(204320)

Dark Horse
기아차(000270), 현대모비스(012330), 한온시스템(018880), S&T모티브(064960)

Long Term Buy / Short Term Trading Buy
기타중소형 업체들

Hold
현대위아(011210), 한국타이어(161390), 금호타이어(002350), 쌍용차(003620)

종목별 투자의견

Top Picks

현대차, 만도

업종 최선호 종목을 현대차와 만도로 변경. EPA CAFE스탠다드의 완화가 기정사실화 되는 분위기 속에서 완성차 업체들의 부담 완화 가능성 확대. 높은 북미 현지화율을 통해 FTA 영향은 제한될 것으로 보이는 가운데, 그랜저IG를 통한 신차효과 부각. 만도의 경우 높은 ADAS 성장과 타OEM향 매출비중이 빠르게 증가하고 있으며, 밸류에이션 메리트 또한 부각되고 있음.

Dark Horse

기아차

기아차를 최선호 종목에서 새로운 category인 Dark Horse 종목으로 변경. 멕시코 장증설에 이은 인도공장 증설 등 capa증설에 따른 외형확대가 가시화 되고 있고, 신흥시장의 턴어라운드에 있어서 그 benefit이 매우 클 수 있음.

하지만 아직까지 통상임금 이슈가 존재하고 있어 이에 따른 재무적 리스크가 일부 존재하고 있고, 2017년 상반기에는 개별소비세 인하의 높은 기고효과가 상존하고 있음.

Long Term Buy

기타 중소형 업체들

중소형 부품업체들은 국내공장의 외형성장과 중국공장의 capa 증설에 따른 레버리지가 매우큼. 따라서 중국의 tax-cut 연장여부가 일단 중요하게 작용할 것으로 보이고, 이후 내년 상반기 까지 국내공장의 가동률 향상이 주가상승의 선결조건으로 판단.

표8 커버리지 종목별 투자 포인트

투자의견 강도	종목	목표주가	투자의견	투자포인트
Top Picks	현대차	180,000원	Buy	▶ 국내공장 가동률 개선, 그랜저IG 판매대수 ▶ 러시아, 브라질 등 신흥시장의 판매회복 ▶ 픽업트럭 관련 증설 가능성
	만도	330,000원	Buy	▶ 타 OEM 수주를 통한 외형 확대 ▶ ADAS 빠른 매출성장동력 확보 ▶ 밸류에이션 매력
	한라홀딩스	100,000원	Buy	▶ 만도헬라의 구조적 매출성장 ▶ 외형성장이 담보된 만도로부터의 로열티 수익 ▶ 그룹사 리스크 소멸
Dark Horse	기아차	57,000원	Buy	▶ 멕시코 외 신흥국지역의 추가증설 가능성 ▶ 신흥국 지역 회복시 국내공장 가동률 상승 ▶ K8등을 통한 세단형 비중 확대
	현대모비스	360,000원	Buy	▶ A/S부품 고마진 지속 ▶ 완성차그룹 내 xEV 및 ADAS부문의 핵심역할 ▶ 고마진의 중국내 핵심부품매출 성장
	한온시스템	15,000원	Buy	▶ 친환경차 부품 공급 확대에 따른 ASP 상승 ▶ 경영진 교체 이후 원가절감에 따른 수익성 개선 ▶ 타 OEM 공급선 확대속도 증가
	S&T모티브	79,000원	Buy	▶ 현대차 및 GM의 친환경차 대응 속도 ▶ 타OEM향 전기차 구동모터 공급 ▶ 방산 관련 리스크 축소
Long Term Buy	삼기오토모티브	5,500원	Buy	▶ 현대차의 DCT 물량 증가 ▶ 폭스바겐 등 타 OEM 공급증가 속도
	에스엘	24,000원	Buy	▶ GM 크루즈 향 매출 증가 ▶ 미국 대형 OEM으로의 추가 수주 가능성
	평화정공	16,000원	Buy	▶ 中 태창법인의 외형서장 속도 ▶ Active Hood 등 신규사업부문의 매출증가
	우리산업	30,000원	Buy	▶ 중국 PTC 히터 매출증가 ▶ 현대차 및 테슬라 등 기존 공급사향 물량 확대
	넥센타이어	17,000원	Buy	▶ 원가-판가 스프레드 흐름 ▶ 럭셔리 메이커로의 OE타이어 추가 수주
	화신	10,000원	Buy	▶ 브라질 법인의 이익 안정성 ▶ 국내공장 가동률 회복
Hold	현대위아	84,000원	Hold	▶ 현대차기아차의 국내공장 생산 가동률 개선 지연 ▶ 중국 CKD사업부문 마진 확보 불확실성
	쌍용차	7,900원	Hold	▶ 내수 M/S 확대속도의 slow-down 가능성 ▶ 중국 및 미국 진출에 따른 불확실성 산재
	한국타이어	56,000원	Hold	▶ 중국 OE타이어 가동률 증가세 둔화 ▶ 원료투입가격 급등에 따른 스프레드 축소
	금호타이어	11,000원	Hold	▶ 경쟁업체 대비 영업이익률 회복세 지연 ▶ M&A 모멘텀 약화
커버리지 제외	한국타이어월드와이드	-	-	▶ 실적 부진 지속
	S&T홀딩스	-	-	▶ 실적 부진 지속

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

종목분석

Top Picks

현대차 (005380) 60

만도 (204320) 73

목표주가 또는 투자의견 변경

에스엘 (005850) 82

평화정공 (043370) 86

우리산업 (215360) 90

Universe

종목명	투자판단	목표주가
현대차	Buy (유지)	180,000원(유지)
기아차	Buy (유지)	57,000원(유지)
쌍용차	Hold (유지)	7,900원(유지)
현대모비스	Buy (유지)	360,000원(유지)
현대위아	Hold (유지)	84,000원(유지)
만도	Buy (유지)	330,000원(유지)
한온시스템	Buy (유지)	15,000원(유지)
한라홀딩스	Buy (유지)	100,000원(유지)
S&T모티브	Buy (유지)	79,000원(유지)
화신	Buy (유지)	10,000원(유지)
에스엘	Buy (유지)	24,000원(상향)
우리산업	Buy (유지)	30,000원(하향)
삼기오토모티브	Buy (유지)	5,500원(유지)
평화정공	Buy (유지)	16,000원(하향)
한국타이어	Hold (유지)	56,000원(유지)
넥센타이어	Buy (유지)	17,000원(유지)
금호타이어	Hold (유지)	11,000원(유지)

현대차 (005380)

2016. 11. 15 | 자동차/타이어

Analyst 유지웅
02. 3779-8886
jwyoo@ebestsec.co.kr

Auto의 시대 - 트럼프는 자동차를 좋아해

Buy (maintain)

목표주가 180,000 원
현재주가 132,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

악몽은 끝났다. 미국 정책 리스크 역시 제한적

현대차를 업종내 Top Pick으로 제시한다. 이유는 1)최근 트럼프 당선이후 정책 리스크로 인한 주가하락이 매수 기회를 마련하고 있다는 생각이며 2)오히려 트럼프의 당선으로 EPA가 CAFE스탠다드를 완화시 내연기관 자동차에게는 우호적인 landscape를 마련할 수 있고 3)파업이후 주말특근을 동반한 가동률 상승으로 인해 1Q17까지 어닝모멘텀이 발생할 것으로 예상되기 때문이다.

시장에서 가장 우려하고 있는 한미FTA의 재협상에 대한 리스크는 제한적일 것으로 생각된다. FTA 발효 전으로 돌아가면, 현대차는 북미에 2.5%의 관세를 내고 수출을 했지만, 반대로 미국생산 차량이 국내 수입시 받는 관세는 8%에 달했기 때문이다. 각각의 관세가 0%, 4%로 각각 하향조정된 현재, 과거의 관세로 돌아갈 경우 이는 오히려 최근 빠르게 증가하고 있는 미국산 차량의 수입을 견제하게 될 수 도 있게된다.

Auto의 시대 – EPA CO2 배출 허용량 완화 가능성으로 내연기관 수혜 확대

트럼프 진영의 기후정책 담당자였던 Myron Ebell이 EPA의 수장으로 지목되며 EPA의 CAFE스탠다드가 오히려 완화될 것으로 보여진다. 이는 완성차들로 하여금 일말의 연비개선을 위한 엄청난 투자와 기술개발에 대한 부담을 줄여주는 한편 고마진의 대형 차종을 공급하는데에서의 부담도 상쇄시켜 주기 때문이다.

CAFE스탠다드는 오바마 행정부가 집권하기 시작하면서부터 CO2배출량을 강하게 규제하기 시작했는데, 현재 스케쥴 대로라면 2025년에 모든 메이커들은 89g/km를 맞춰야만 하는 상황이다.

투자의견 BUY, 목표주가 180,000원 유지 – Top Pick으로 제시

3Q16의 장기파업, 미국 대선결과 등으로 상당부분 악재가 현재 주가에 반영되어 있는 것으로 판단된다. 4Q16부터는 그랜저IG를 앞세운 신차효과가 뚜렷하게 나타날 것으로 예상되는 한편 시장에서 우려하고 있는 관세에 대한 이슈는 현대차에게 제한적으로 발생할 것으로 기대된다. 오히려 한미 FTA발효 이전 현대차의 주가가 지금보다 높았음을 감안하면 최근의 주가하락은 매수 기회를 마련하고 있다는 생각이다.

Stock Data

KOSPI(11/14)		1,974.4pt
시가총액		290,765억원
발행주식수		220,276천주
52주 최고가 / 최저가		163,000 /
90일 일평균거래대금		713.99억원
외국인 지분율		43.1%
배당수익률(16.12E)		3.0%
BPS(16.12E)		233,749원
KOSPI대비 상대수익률	1개월	1.6%
	6개월	-2.6%
	12개월	-15.7%
주주구성	현대모비스외 5인	28.2%
	국민연금공단	7.5%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	89,256	7,550	9,951	7,649	25,735	-14.0	10,100	6.6	5.1	0.8	13.4
2015	91,959	6,358	8,459	6,509	22,479	-12.7	9,152	6.6	6.2	0.7	10.7
2016E	92,645	5,780	8,330	6,348	21,060	-6.3	9,058	6.2	6.5	0.6	9.3
2017E	93,749	6,448	8,867	6,836	23,490	11.5	10,071	5.6	6.0	0.5	9.7
2018E	96,748	6,786	9,438	7,362	25,529	8.7	10,643	5.2	5.6	0.5	9.7

자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

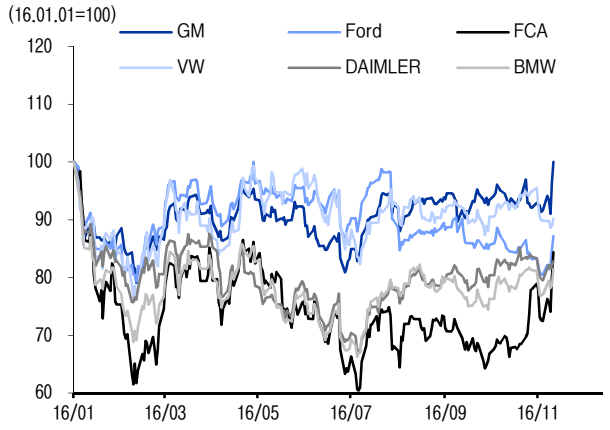
Auto의 시대 - EPA의 CO2 배출량 완화 가능성 대두

트럼프는 자동차를 좋아해?

- 지난주 트럼프의 대선 당선으로 Automaker 전반에 대한 불확실성이 확산. 대선공약에 NAFTA 재협상 및 멕시코의 역수입 차량/부품에 대해서 35%의 관세를 부과하겠다는 항목이 있었기 때문. TPP/FTA 등 타지역과의 무역관계도 재협상 하겠다는 의지도 표현해 왔음을 감안해 전세계 자동차업종 주식은 변동성이 확대됨

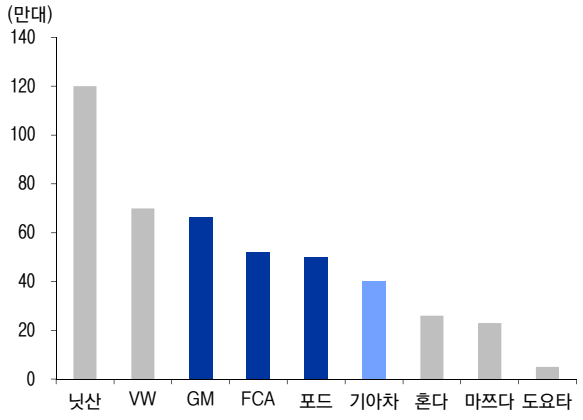
- 그러니 당선 확정 이틀째 보도된 **EPA의 CAFE Standard 완화 가능성**이 알려지며 전세계 완성차 업체들 주가는 바로 반등후 상승세를 이어가고 있음

그림58 미국 주요 OEM 업체의 최근 주가 흐름 : 공화당의 당선을 반기듯 반등세 시현



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 NAFTA 재협상에 대한 위기론이 거론된 미국 BIG3 의 멕시코 공장 CAPA



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- 현재 EPA는 오바마 행정부가 집권하기 시작하며 지난 2009년부터 CAFE(Corporate Average Fuel Economy), 즉 CO2 배출량을 강하게 제한하고 있는 상태이며 2025년에는 승용차 기준으로 61.4mpg를 요구하고 있음

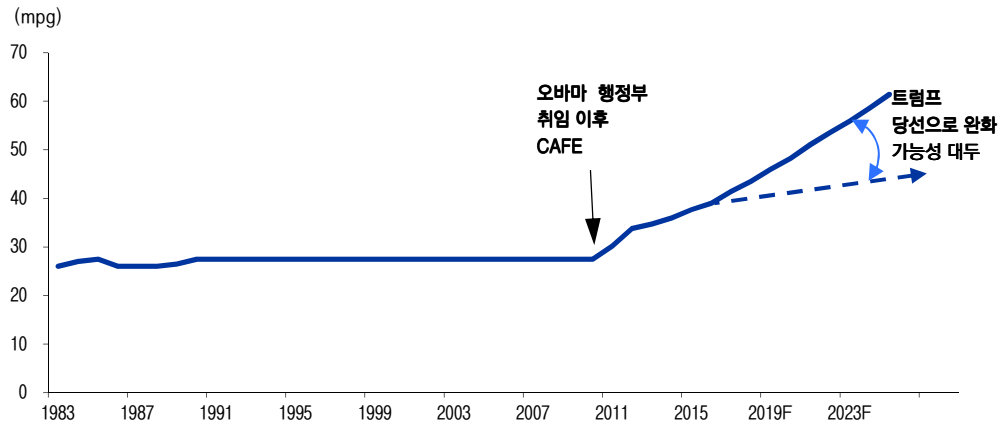
- EPA의 2016년 CAFE 요구치는 39.0mpg. 요구하는 CO2 배출량 단위를 환산시 제조사들은 2016년 평균 140g/km → 2025년 89g/km을 충족시켜야 하는 상황

- 현재 EPA의 차기 수장으로 거론되는 Myron Ebell은 트럼프의 선거활동에서 기후변화 정책에 대해 담당을 해왔던 인물로, EPA의 대표로 임명시 CO2 배출량 규제를 완화시킬 것으로 기대

- CO2 배출량 규제 완화는 즉 OEM들의 연비에 대한 부담을 완화시켜 차후 친환경차 또는 엔진 다운사이징에 대한 부담을 덜고, 고마진의 대형엔진 생산을 가능케 할 수 있음. 이는 OEM 입장에서는 **연비 1km/l 를 늘리기 위해 엄청난 규모의 R&D 투자가 불가피한 근본적인 bottleneck을 해소시킬 수 있는 이벤트**임

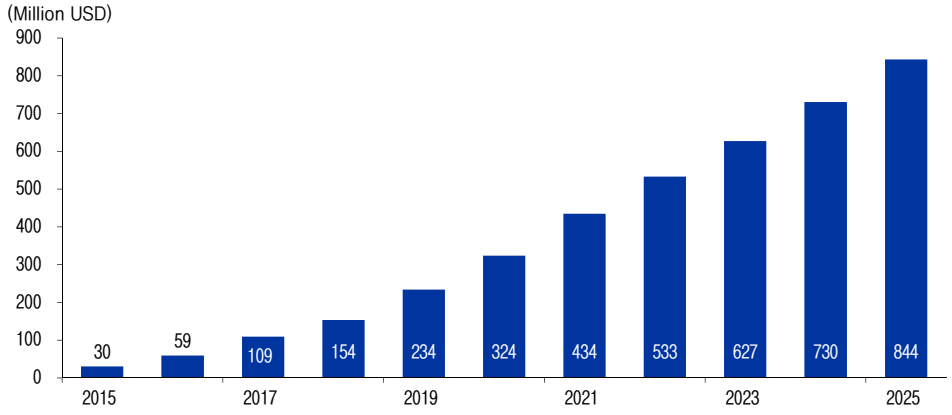
- 따라서 현대차는 연비가 낮은 SUV 및 고가의 고성능 라인업, 또는 Pick-up차량 출시에 대한 부담이 낮아지고, 계속해서 제기되어 왔던 pick-up 등을 위한 현지생산 증설에 대한 전략을 보다 적극적으로 추진해 볼 수 있는 상황임

그림60 EPA 의 CAFE (Corporate Average Fuel Economy) 스탠다드 경로



자료: EPA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 현대차의 미국판매 차종 연비가 그대로 머물경우, 예상되었던 Penalty 금액: 2025 년 1 조원에 육박 (CAFE Standard 완화시 이 금액에 대한 부담이 제거됨)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표9 CAFE 스탠다드 CO2 배출량 허용치

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Passenger car (g/mi)	225	212	202	191	182	172	164	157	150	143
Passenger car (g/km)	140	132	126	119	113	107	102	98	93	89
Passenger car (mpg)	39.0	41.4	43.5	46.0	48.3	51.1	53.5	55.9	58.5	61.4
Light Trucks(g/mi)	298	295	285	277	269	249	237	225	214	203
Combined Cars & Trucks (g/mi)	250	243	232	222	213	199	190	180	171	163
Combined Cars & Trucks (mpg)	35.5	36.6	38.3	40	41.7	44.7	46.8	49.4	52	54.5
Light Trucks(g/km)	185.2	183.3	177.1	172.1	167.1	154.7	147.3	139.8	133.0	126.1
Combined Cars & Trucks (g/km)(Gasoline)	153.7	149.1	142.5	136.4	130.9	124.0	116.6	110.5	104.9	100.1
Combined Cars & Trucks (g/km)(diesel)	175.6	170.3	162.7	155.8	149.5	139.4	133.2	126.2	119.9	114.4
Combined Cars & Trucks (g/km)(avg)	164.6	159.7	152.6	146.1	140.2	131.7	124.9	118.3	112.4	107.2

자료: EPA, 이베스트투자증권 리서치센터

표10 현대차의 미국 판매차종의 CO2 배출량(mpg 기준) 및 규제 부족분 추정(현대차의 2015 년 수치가 지속된다고 가정)

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
mpg	엑센트	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45
	아반떼	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44
	벨로스터	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42
	소나타	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38
	그렌져	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
	제네시스	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27
	에쿠스	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24
	투싼	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34
	산타페	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38
	베라크루즈	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
	CO2 타겟	37	39	41	43	46	48	51	54	56	59	61
shortfall	엑센트	−8	−6	−4	−2	1	3	6	8	10	13	16
	아반떼	−7	−5	−3	−1	2	4	7	9	12	14	17
	벨로스터	−5	−3	−1	1	4	6	9	11	14	16	19
	소나타	0	1	4	6	8	11	13	16	18	21	24
	그렌져	5	7	9	11	14	16	19	21	24	26	29
	제네시스	10	12	15	17	19	21	24	27	29	32	35
	에쿠스	13	15	17	19	22	24	27	29	31	34	37
	투싼	3	5	7	9	12	14	17	19	22	24	27
	산타페	−1	1	3	5	8	10	13	15	18	20	23

자료: EPA, 이베스트투자증권 리서치센터

Auto의 시대 - FTA 우려, 정해진건 없고 정해져도 크지 않다

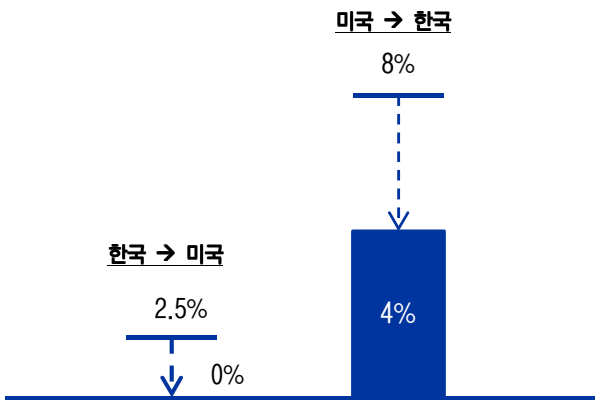
한미 FTA재협상시 타격 크지 않을 것

- 트럼프 당선에 따라 FTA 재협상 우려 확산. 재협상시 국내공장에서 미국으로 수출되는 자동차에 대해 2.5%의 관세가 다시 붙게 될 수 있으나, 우리는 기우에 해당한다고 생각.

- 그 이유로는 FTA 재협상 역으로 미국산 차량에 대해 관세가 재부과 될 수 있기 때문. 우리나라는 2.5% 관세가 FTA로 인해 사라졌으나, 미국산 차량의 경우 기존의 8% 에 달하던 관세가 4%로 줄어듦.

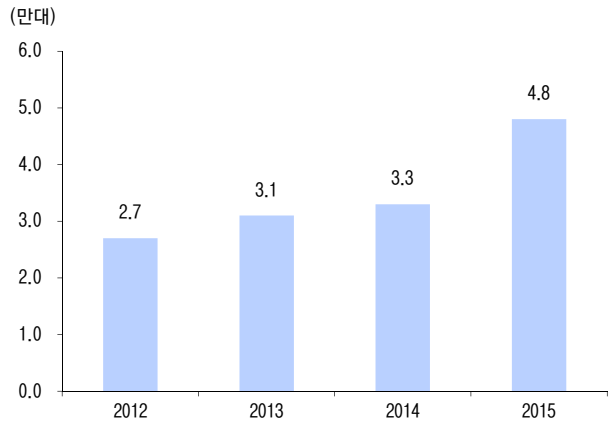
- 한편 2013년 한미 FTA 이후로 내수시장의 미국산 시장은 빠르게 증가하고 있으며, 특히 현지생산과 수입을 병행하고 있는 한국GM의 경우 오히려 타격이 클 수 있고, 이 과정에서 현대차그룹은 오히려 내수시장에서의 M/S 를 늘릴수 있게 됨.

그림62 한국과 미국간 FTA 체결 전후 관세율 변화



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 미국산 수입 대수: '15 년 기준 4.8 만대로 빠르게 증가



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- 한편 트럼프의 선거공약 중 하나인 NAFTA 재협상은 타격요인이 될 수 있음. 그러나 현대차의 경우 현재 멕시코 또는 캐나다에 생산공장이 없는 상태로 현대차와 NAFTA는 관련이 없음.

- 반면 최근 멕시코 몬테레이 공장 증설에 참여한 기아차 및 기타 계열사, 협력사들은 NAFTA 재협상에 노출이 될 수 있음. 그러나 현재 멕시코에는 GM, Ford, FCA등도 상당한 규모의 생산 CAPA를 보유하고 있어 공약 당시 언급된 35% 관세 부과에 대해서는 현실성이 있는지에 대한 파악이 필요.

표11 현대차와 기아차의 미국 수출 매출 및 비중

구분	현대차		기아차	
(십억원)	2015	2016 1H	2015	2016 1H
현지발생매출	17,079	8,921	14,493	7,644
현지판매대수 (만대)	76	37	74	39
ASP(십만원)	224	238	196	197
수입대수 (만대)	33	18	46	19
수입금액	7,496	4,205	8,912	3,685
총 매출액	91,958	47,027	49,521	27,099
미국에 수입되는 비중(%)	8.2	8.9	18.0	13.6

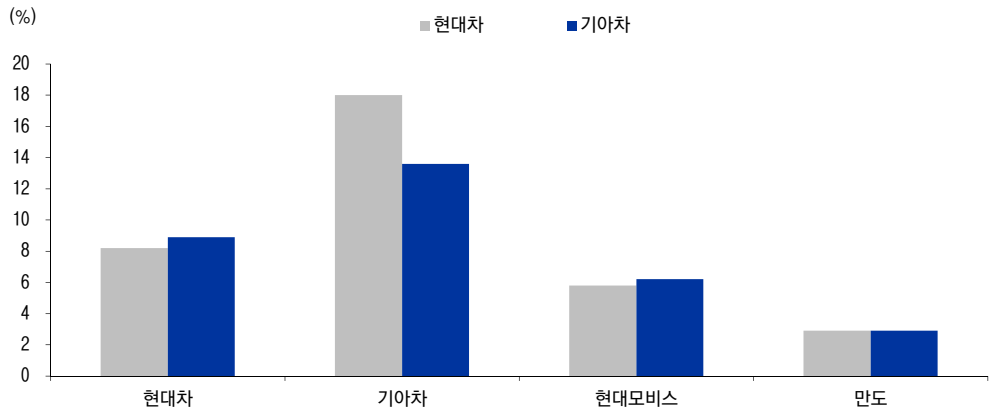
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표12 현대모비스와 만도의 미국 수출 매출 및 비중

구분	현대모비스		만도	
(십억원)	2015	2016 1H	2015	2016 1H
미국 현지매출	8,084	4,561	1,024	546
현지화율(%)	74	74	85	85
비현지화율(%)	26	26	15	15
미국 수입금액	2,102	1,186	154	82
총 매출액	36,019	19,193	5,299	2,807
미국에 수입되는 비중(%)	5.8	6.2	2.9	2.9

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 주요 업체의 전체 매출액에서 북미 수출이 차지하는 비중



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

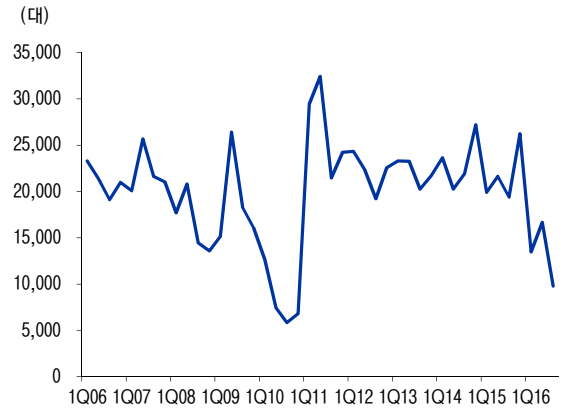
Auto의 시대 - 극심한 파업 그 이후, 신차모멘텀을 기대

성공적인 신차출시로 1Q17까지 이익모멘텀 기대

- 현대차는 역대 최대수준의 파업이 이뤄진 10월 이후 빠르게 판매 회복이 이뤄질 것으로 예상. 11월 중순부터는 신형 그랜저IG의 판매가 본격화 되면서 지난 4개월 간의 부진한 성적을 만회시킬 것으로 예상

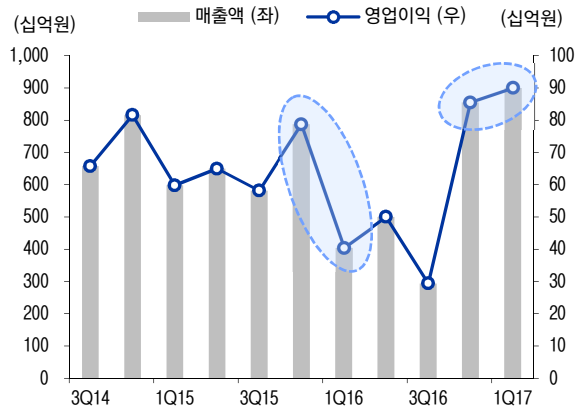
- 그랜저 신차효과는 내년 상반기까지 뚜렷하게 나타날 것으로 기대. 반면 현대차는 신차공백으로 인해 부진했던 2016년 상반기의 기저효과가 커 금번 신차효과가 극대화 될 것으로 전망됨.

그림65 현대차 그랜져 내수 판매흐름: 2014 년 이후 하락세



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 그랜져 OPM 10%를 기준으로한 내수 이익 가정: 4Q16 과 1Q17 에 기저효과 강하게 발생할 것

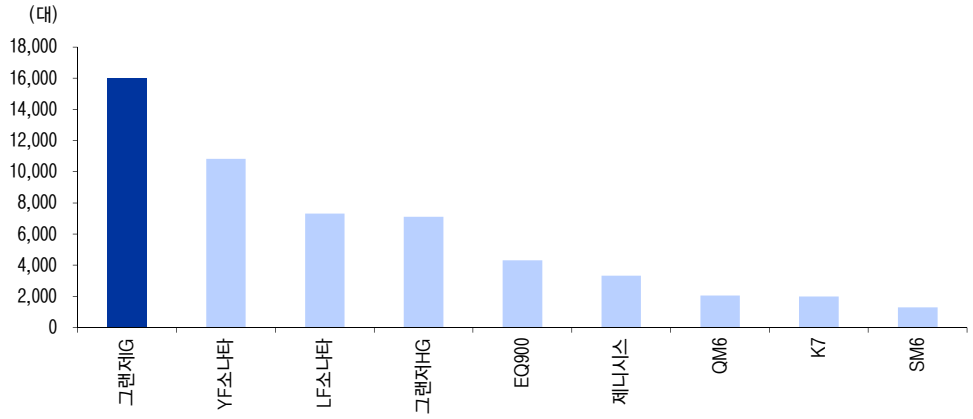


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- 그랜져 신차효과는 내년 상반기까지 뚜렷하게 나타날 것으로 기대. 반면 현대차는 신차공백으로 인해 부진했던 2016년 상반기의 기저효과가 커 금번 신차효과가 극대화 될 것으로 전망됨.

- 그랜저의 대당 마진은 통상적으로 평균 이상에 위치. 대당 마진이 10% 수준임을 감안시, 최근 사전계약 대수에서 보여준 판매흐름이 지속될 경우 4Q16은 YoY +80억, 1Q17은 YoY + 500억원까지 증가하는 것으로 추정됨.

그림67 국내 주요 차종별 첫날 사전계약 대수 – 사상 최대수준을 기록한 그랜저 IG



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표13 그랜저 및 주요 차종별 Spec 비교

	그랜저	K7	임팔라	맥시마	아발론
차량					
엔진형식	I4 / V6	I4 / V6	I4 / V6	V6	V6 dual VVT-i
배기량	2,359cc / 2,999cc	2,359cc / 3,342cc	2,467cc / 3,564cc	3,498cc	3,456cc
최대출력	n/a	190 hp / 290 hp	199 hp / 309 hp	303 hp	277 hp
연비	n/a	11.1km/l / 10.0km/l	10.5km/l / 9.2km/l	9.9km/l	9.8km/l
가격	3,055 ~ 3,920 만원	3,090 ~ 3,920 만원	3,587 ~ 4,536 만원	4,370 만원	4,800 만원

자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

표14 현대차 판매대수 추이 및 전망

(천대)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16F	2013	2014	2015	2016F
글로벌 현지판매	**1,123**	**1,188**	**1,214**	**1,295**	**1,090**	**1,254**	**1,198**	**1,310**	**4,621**	**4,805**	**4,820**	**4,852**
중국 제외시	857	956	977	993	850	988	918	984	3,594	3,690	3,783	3,739
한국	155	181	163	215	161	190	132	199	641	684	713	682
미국	172	199	207	184	173	201	214	185	721	726	762	774
유럽	109	122	113	113	119	137	121	118	405	418	458	495
기타	421	454	453	481	396	459	451	482	1,828	1,864	1,810	1,788
중국	266	232	237	302	240	267	280	326	1,027	1,115	1,037	1,114
YoY(%)												
글로벌 현지판매	0.4	-4.8	3.0	2.7	-2.9	5.5	-1.3	1.1	5.2	4.0	0.3	0.7
중국 제외시	1.5	-2.3	7.0	4.1	-0.8	3.3	-6.0	-0.9	1.4	2.7	2.5	-1.2
한국	-3.8	-2.4	4.8	17.5	3.9	5.2	-18.8	-7.5	-3.9	6.7	4.2	-4.4
미국	7.5	-2.4	7.3	8.6	0.8	0.9	3.4	1.0	2.6	0.7	4.9	1.6
서유럽	12.6	5.4	7.9	13.3	9.3	12.1	6.8	4.0	-8.8	3.2	9.6	8.1
기타	3.7	-4.2	-1.5	-8.2	-5.9	1.0	-0.5	0.1	5.6	2.0	-2.9	-1.2
중국	-3.0	-13.7	-10.6	-1.6	-9.6	15.0	18.2	8.0	21.3	8.6	-7.0	7.4
글로벌 출하	**1,184**	**1,230**	**1,113**	**1,425**	**1,106**	**1,285**	**1,084**	**1,393**	**4,727**	**4,947**	**4,953**	**4,868**
중국 제외시	900	992	891	1,075	866	980	821	1,054	3,657	3,793	3,858	3,721
현대차 국내공장 계	447	498	404	520	400	462	318	484	1,821	1,855	1,869	1,665
내수	162	181	156	215	161	190	132	199	642	671	714	682
수출	285	318	248	305	239	272	186	285	1,179	1,185	1,155	982
현대차 해외공장 계	738	732	709	905	706	823	766	909	2,905	3,092	3,084	3,204
HMI(인도)	142	156	162	183	145	163	175	195	633	608	643	678
HMMA(미국)	89	91	102	99	94	104	103	97	399	396	380	398
HAOS(터키)	51	60	49	64	61	58	47	62	104	200	224	228
HMMC(체코)	80	84	81	94	90	97	82	102	304	317	339	371
HMMR(러시아)	51	59	54	66	41	56	54	68	229	237	230	218
HMB(브라질)	41	44	40	48	34	40	42	47	167	179	174	163
BHMC(북경)	280	230	214	338	229	294	256	325	1,024	1,120	1,063	1,104
CHMC(사천현대)	4	8	7	12	12	11	7	14	45	35	32	44
YoY(%)												
글로벌 출하	-3.5	-3.0	-1.4	7.7	-6.6	4.5	-2.6	-2.3	7.2	4.7	0.1	-1.7
중국 제외시	-3.5	0.0	3.3	6.9	-3.8	-1.2	-7.9	-1.9	4.7	3.7	1.7	-3.5
현대차 국내공장 계	-5.5	-0.3	4.0	5.0	-10.4	-7.2	-21.2	-6.9	-4.7	1.9	0.7	-10.9
내수	0.6	-2.3	0.3	27.0	-0.5	5.2	-15.4	-7.5	-3.9	4.5	6.4	-4.4
수출	-8.7	0.9	6.5	-6.4	-16.0	-14.4	-24.9	-6.5	-5.2	0.4	-2.5	-14.9
현대차 해외공장 계	-2.2	-4.8	-4.3	9.4	-4.3	12.4	8.0	0.4	16.3	6.4	-0.3	3.9
HMI(인도)	-1.1	2.4	9.5	11.5	2.3	4.4	8.3	6.0	-1.2	-3.9	5.8	5.4
HMMA(미국)	-9.1	-7.4	-2.0	2.7	6.1	14.9	1.2	-2.5	10.5	-0.8	-3.9	4.6
HAOS(터키)	25.2	6.4	-1.6	19.4	21.2	-3.3	-3.5	-3.9	20.6	93.3	11.7	2.0
HMMC(체코)	2.0	3.0	10.4	12.2	13.5	15.3	1.0	8.0	0.3	4.2	6.9	9.4
HMMR(러시아)	-11.4	-0.6	-2.4	1.4	-20.0	-4.6	-0.7	3.2	2.0	3.4	-3.1	-4.9
HMB(브라질)	-3.2	-2.2	-10.4	3.2	-18.0	-9.6	4.6	-0.9	516.1	7.1	-3.1	-5.9
BHMC(북경)	-1.5	-14.3	-17.4	9.9	-18.2	27.6	19.4	-4.0	19.6	9.4	-5.1	3.8
CHMC(사천현대)	-56.9	3.8	3.4	23.9	168.3	37.5	-3.3	13.0	-26.9	-23.4	-8.0	36.4

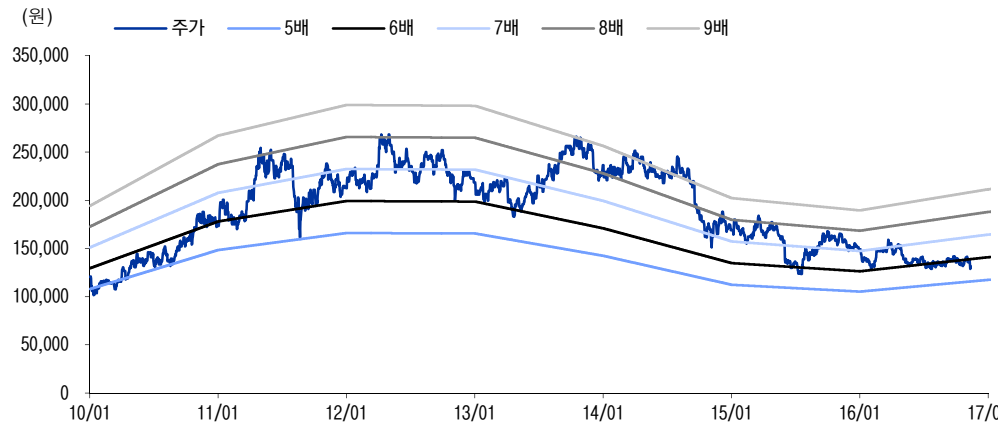
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표15 현대차 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015	1Q16	2Q16	3Q16P	4Q16F	2016F
매출액	**20,943**	**22,821**	**23,430**	**24,765**	**91,959**	**22,351**	**24,677**	**22,084**	**23,533**	**92,645**
자동차	16,535	17,823	18,286	20,036	72,680	17,239	19,421	16,376	18,615	71,650
금융	2,885	3,196	3,370	2,985	12,436	3,529	3,771	3,583	3,104	13,987
기타	1,523	1,802	1,774	1,744	6,843	1,583	1,910	1,815	1,814	7,121
매출원가	16,611	18,179	18,865	20,046	73,701	18,111	19,654	18,190	18,866	74,821
판관비	2,744	2,891	3,061	3,204	11,900	2,897	3,261	2,826	3,059	12,043
영업이익	1,588	1,751	1,504	1,515.1	6,358	1,342	1,762	1,068	1,607	5,780
자동차	1,208	1,427	1,043	1,464	5,142	1,096	1,344	216	1,303	3,959
금융	264	293	213	145	915	199	260	161	145	765
기타	35	64	101	-82	118	96	159	145	160	560
연결조정	81	-33	147	-12	183	-49	-1	547	0	497
영업이익률(%)	7.6	7.7	6.4	6.1	6.9	6.0	7.1	4.8	6.8	6.2
자동차	7.3	8.0	5.7	7.3	7.1	6.4	6.9	1.3	7.0	5.5
금융	9.2	9.2	6.3	4.9	7.4	5.6	6.9	4.5	4.7	5.5
기타	2.3	3.6	5.7	-4.7	1.7	6.1	8.3	8.0	8.8	7.9
영업외손익	733	619	201	548	2,101	821	620	515	668	2,624
금융 및기타손익	117	141	-167	80	171	351	18	53	75	497
지분법 이익	616	478	368	468	1,931	470	602	462	593	2,127
세전이익	2,321	2,370	1,705	2,063	8,459	2,163	2,382	1,495	2,290	8,330
세전이익률(%)	11.1	10.4	7.3	8.3	9.2	9.7	9.7	6.8	9.7	9.0
지배주주순익	1,909	1,703	1,174	1,631	6,417	1,687	1,658	1,055	1,612	6,012
지배주주순익률(%)	9.1	7.5	5.0	6.6	7.0	7.5	6.7	4.8	6.8	6.5
YoY(%)										
매출액	-3.3	0.3	10.1	5.1	3.0	6.7	8.1	-5.7	-5.0	0.7
자동차	-6.7	-3.5	6.7	5.6	0.5	4.3	9.0	-10.4	-7.1	-1.4
금융	10.7	14.9	31.3	6.1	15.5	22.3	18.0	6.3	4.0	12.5
기타	15.1	20.4	12.9	-2.4	10.8	3.9	6.0	2.3	4.0	4.1
영업이익	-18.1	-16.1	-8.8	-19.2	-15.8	-15.5	0.6	-29.0	6.1	-9.1
자동차	-16.8	-14.6	-1.0	-10.2	-11.4	-9.3	-5.8	-79.3	-11.0	-23.0
금융	-16.5	9.7	-29.6	-17.1	-13.7	-24.6	-11.3	-24.5	-0.1	-16.4
기타	-42.6	0.0	119.0	-490.5	-38.7	174.3	148.4	44.0	-294.5	375.3
세전이익	-13.8	-19.0	-22.5	-3.1	-15.0	-6.8	0.5	-12.3	11.0	-1.5
지배주주순익	-1.0	-24.1	-22.5	-1.6	-12.7	-11.6	-2.6	-10.1	-1.2	-6.3

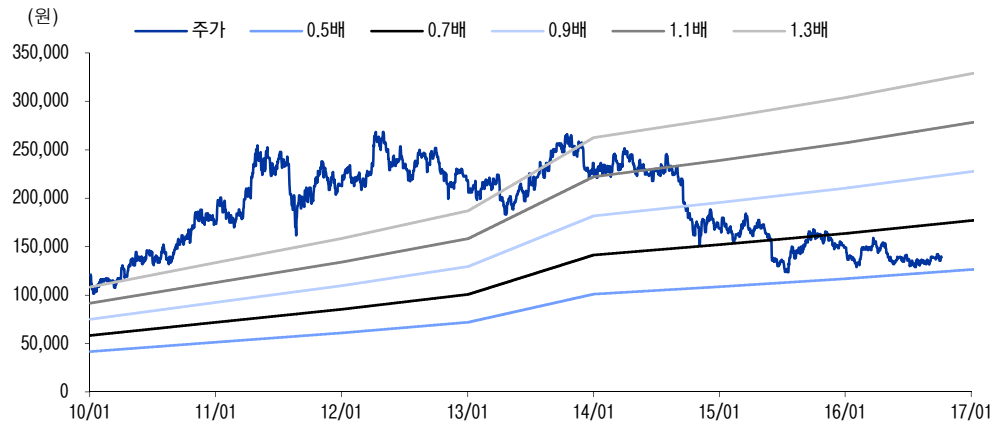
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 현대차 PER 밴드 차트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 현대차 PBR 밴드 차트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표16 글로벌 Auto Peer Valuation Table

업체명	Toyota	Honda	Nissan	VW	BMW	Daimler	FORD	GM	현대차	기아차
시가총액(백만$)	186,482	50,981	38,799	67,538	56,301	75,069	48,797	51,858	24,875	13,228
종가($)	55.9	28.1	9.1	139.6	86.7	70.2	12.3	34.0	112.9	32.6
주가수익률(%)										
5D	4.5	4.5	-4.6	1.5	6.5	5.1	8.3	9.2	-3.3	-7.3
1M	-0.3	-1.7	-2.1	-1.4	5.1	2.1	3.1	8.0	-1.9	-9.5
3M	-0.8	1.5	-3.9	-2.6	0.3	3.2	-0.4	7.8	-3.3	-10.4
6M	9.1	1.4	-6.2	-5.2	8.9	10.1	-7.1	11.5	-2.6	-19.1
12M	-20.9	-25.0	-24.2	9.7	-15.2	-15.0	-9.9	-0.8	-16.0	-33.0
매출액(백만$)										
15	236,786	121,724	101,619	236,756	102,315	165,910	149,558	152,356	81,304	43,784
16F	252,119	130,029	107,895	234,279	103,707	169,569	142,751	161,229	83,035	47,004
17F	257,563	133,675	111,538	239,942	106,469	174,230	143,592	159,393	84,793	48,449
영업이익(백만$)										
15	23,792	4,196	6,613	-4,517	10,635	14,140	7,647	4,897	5,621	2,081
16F	17,811	6,822	6,521	14,789	10,875	15,545	6,584	10,966	5,162	2,267
17F	19,597	7,154	7,166	14,838	10,789	15,449	5,999	10,284	5,481	2,375
영업이익률(%)										
15	10.0	3.4	6.5	-1.9	10.4	8.5	5.1	3.2	6.9	4.8
16F	7.1	5.2	6.0	6.3	10.5	9.2	4.6	6.8	6.2	4.8
17F	7.6	5.4	6.4	6.2	10.1	8.9	4.2	6.5	6.5	4.9
ROE(%)										
15	13.8	5.0	11.0	-1.8	16.0	17.3	27.8	25.7	8.3	11.3
16F	9.6	7.6	11.0	10.2	14.8	15.7	25.4	21.2	9.3	12.0
17F	10.0	8.0	12.0	10.6	13.4	15.3	19.4	18.1	9.0	11.1
PER(x)										
15	8.0	16.1	8.3	N/A	10.1	9.9	7.4	6.6	6.2	8.0
16F	11.0	10.7	7.3	7.3	7.9	7.9	6.8	5.6	5.6	5.1
17F	10.1	10.0	6.6	6.1	8.0	7.6	7.3	5.9	5.4	5.0
PBR(x)										
15	1.1	0.8	0.9	0.8	1.5	1.5	2.0	1.3	0.5	0.9
16F	1.0	0.8	0.8	0.7	1.1	1.2	1.5	1.1	0.5	0.6
17F	1.0	0.8	0.7	0.7	1.0	1.1	1.3	1.0	0.5	0.5
EV/EBITDA(x)										
15	7.2	9.7	2.0	3.1	5.8	3.3	2.8	3.1	8.1	5.2
16F	11.3	6.9	2.5	1.2	6.4	2.6	3.0	2.4	5.6	3.2
17F	10.4	6.6	2.3	1.1	6.4	2.5	3.1	2.5	5.3	3.0
EPS(USD)										
15	6.2	1.6	1.0	-3.6	10.8	8.7	1.9	6.1	21.1	5.8
16F	5.1	2.7	1.3	19.5	11.1	9.1	1.8	6.0	20.8	6.6
17F	5.6	2.9	1.4	23.2	10.9	9.4	1.7	5.7	21.5	6.7
EPS(%)										
15	-1.7	-38.3	4.4	적전	-8.2	1.0	500.0	249.1	-17.9	-17.4
16F	-16.8	67.5	20.0	흑전	3.0	4.3	-2.9	-1.3	-1.5	14.0
17F	9.4	7.3	11.9	19.1	-1.5	3.5	-6.9	-5.1	3.6	1.5

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

현대차 (005380)

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	65,026	67,529	69,294	75,851	77,197
현금 및 현금성자산	7,097	7,331	6,393	8,730	7,294
매출채권 및 기타채권	7,441	8,286	8,237	9,627	9,377
재고자산	7,417	9,199	9,408	10,401	11,520
기타유동자산	43,071	42,712	45,256	47,094	49,006
비유동자산	82,199	97,839	105,052	111,157	116,445
관계기업투자등	18,421	19,509	19,817	20,622	21,460
유형자산	22,542	28,699	31,631	34,517	36,549
무형자산	3,822	4,298	4,592	5,016	5,365
자산총계	**147,225**	**165,368**	**174,346**	**187,008**	**193,642**
유동부채	35,180	41,214	42,068	43,561	45,720
매입채무 및 기타재무	12,019	12,255	10,166	11,240	11,573
단기금융부채	16,749	20,848	22,993	23,233	24,875
기타유동부채	6,412	8,111	8,909	9,089	9,272
비유동부채	49,425	57,273	60,600	66,361	64,902
장기금융부채	37,943	44,905	47,767	53,007	51,007
기타비유동부채	11,482	12,368	12,834	13,354	13,895
부채총계	**84,605**	**98,487**	**102,669**	**109,922**	**110,622**
지배주주지분	57,655	62,024	66,730	72,139	78,073
자본금	1,489	1,489	1,489	1,489	1,489
자본잉여금	4,135	3,520	3,571	3,571	3,571
이익잉여금	54,650	60,035	65,005	70,414	76,348
비지배주주지분(연결)	4,966	4,857	4,947	4,947	4,947
자본총계	**62,621**	**66,881**	**71,677**	**77,086**	**83,020**

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	**89,256**	**91,959**	**92,645**	**93,749**	**96,748**
매출원가	70,126	73,701	74,821	75,055	77,771
매출총이익	**19,130**	**18,257**	**17,823**	**18,694**	**18,976**
판매비 및 관리비	11,580	11,900	12,044	12,246	12,190
영업이익	**7,550**	**6,358**	**5,780**	**6,448**	**6,786**
(EBITDA)	10,100	9,152	9,058	10,071	10,643
금융손익	7	40	240	329	362
이자비용	300	259	282	309	312
관계기업등 투자손익	2,389	1,931	2,018	2,080	2,246
기타영업외손익	5	131	292	10	44
세전계속사업이익	**9,951**	**8,459**	**8,330**	**8,867**	**9,438**
계속사업법인세비용	2,302	1,950	1,982	2,031	2,076
계속사업이익	7,649	6,509	6,348	6,836	7,362
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**7,649**	**6,509**	**6,348**	**6,836**	**7,362**
지배주주	7,347	6,417	6,012	6,706	7,288
총포괄이익	**7,139**	**6,422**	**6,071**	**6,836**	**7,362**
매출총이익률 (%)	21.4	19.9	19.2	19.9	19.6
영업이익률 (%)	8.5	6.9	6.2	6.9	7.0
EBITDA 마진률 (%)	11.3	10.0	9.8	10.7	11.0
당기순이익률 (%)	8.6	7.1	6.9	7.3	7.6
ROA (%)	5.2	4.1	3.5	3.7	3.8
ROE (%)	13.4	10.7	9.3	9.7	9.7
ROIC (%)	12.2	8.5	6.4	6.6	6.5

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	**3,825**	**1,044**	**5,118**	**7,700**	**9,090**
당기순이익(손실)	7,649	6,509	6,348	6,836	7,362
비현금수익비용가감	8,370	9,496	6,242	2,063	2,152
유형자산감가상각비	1,844	1,973	2,268	2,647	2,806
무형자산상각비	706	821	1,009	976	1,051
기타현금수익비용	-2,151	-1,807	2,964	-1,560	-1,705
영업활동 자산부채변동	-10,717	-13,702	-6,538	-1,200	-424
매출채권 감소(증가)	-614	-802	-579	-1,390	250
재고자산 감소(증가)	-804	-1,999	-203	-994	-1,119
매입채무 증가(감소)	657	-3	-1,594	1,074	333
기타자산, 부채변동	-9,955	-10,898	-4,162	110	111
투자활동 현금	**-7,876**	**-7,843**	**-9,892**	**-9,416**	**-8,740**
유형자산처분(취득)	-3,307	-8,079	-5,567	-5,533	-4,837
무형자산 감소(증가)	-1,364	-1,203	-1,282	-1,400	-1,400
투자자산 감소(증가)	-3,539	1,683	-1,953	-493	-431
기타투자활동	333	-244	-1,090	-1,990	-2,071
재무활동 현금	**4,683**	**7,201**	**3,770**	**4,053**	**-1,785**
차입금의 증가(감소)	5,269	8,864	5,133	5,480	-358
자본의 증가(감소)	-587	-1,353	-1,101	-1,427	-1,427
배당금의 지급	587	1,353	1,101	1,427	1,427
기타재무활동	1	-311	-262	0	0
현금의 증가	**224**	**235**	**-938**	**2,336**	**-1,435**
기초현금	6,872	7,097	7,331	6,393	8,730
기말현금	7,097	7,331	6,393	8,730	7,294

주: IFRS 연결 기준

자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
투자지표 (x)					
P/E	6.6	6.6	6.2	5.6	5.2
P/B	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	5.1	6.2	6.5	6.0	5.6
P/CF	3.0	2.7	3.0	4.2	3.9
배당수익률 (%)	1.8	2.7	3.0	3.8	4.9
성장성 (%)					
매출액	2.2	3.0	0.7	1.2	3.2
영업이익	-9.2	-15.8	-9.1	11.6	5.2
세전이익	-14.9	-15.0	-1.5	6.4	6.4
당기순이익	-14.9	-14.9	-2.5	7.7	7.7
EPS	-14.0	-12.7	-6.3	11.5	8.7
안정성(%)					
부채비율	135.1	147.3	143.2	142.6	133.2
유동비율	184.8	163.9	164.7	174.1	168.8
순차입금/자기자본 (x)	9.9	26.0	29.0	28.8	25.8
영업이익/금융비용 (x)	25.1	24.5	20.5	20.9	21.7
총차입금 (십억원)	54,692	65,753	70,760	76,240	75,882
순차입금 (십억원)	6,210	17,405	20,816	22,191	21,428
주당지표 (원)					
EPS	25,735	22,479	21,060	23,490	25,529
BPS	201,958	217,263	233,749	252,696	273,483
CFPS	56,113	56,064	44,101	31,174	33,326
DPS	3,000	4,000	4,000	5,000	6,500

만도 (204320)

2016. 11. 15 | 자동차/타이어

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

근시안 적인 우려를 접고 큰 그림을 보자

Buy (maintain)

목표주가 330,000 원
현재주가 226,000 원

자율주행에 투자하고 싶다면 만도를!

만도를 자동차 부품업체 중 Top Pick으로 제시한다. 최근의 주가급락으로 인해 그동안 신규매수에 대한 부담이 완화되었다. 투자포인트는 크게 1)ADAS 매출이 업종내 가장 빠르게 증가하고 있다는 점 2)타OEM및 신흥국향 매출의 구조적 성장 3)밸류에이션 부담 완화로 정리해 볼 수 있다.

FTA관련 이슈는 기우일뿐, 실질적인 여파는 매우 제한적

최근 FTA 재협상 관련 불확실성으로 인해 주가는 자동차 부품업체중 가장 빠르게 하락하였다. 먼저 동사의 한국→미국 직수출 비중은 전체 매출 중에서 2.9%에 불과하다. 만도의 미국 현지화율 자체가 80% 이상이 되고 있기 때문이다. 멕시코 역시 현재 이슈가 되고 있는데, 멕시코 공장 매출의 절반 가까이가 기아차의 멕시코 현지생산공장으로 공급되고 있어 NAFTA에 대한 노출도 역시 상당히 미미할 것으로 추정된다. 한편, 멕시코 공장은 미국 제조업의 산실이라고 할 수 도 있을 정도로 자동차 산업 관련 업체들이 많이 진출해 있다. 트럼프가 공약에서 언급한 관세인상의 가능성은 좀더 지켜보아야 한다는 생각이다.

자동차 공유 시장의 개화까지 이뤄졌을때, 수혜의 폭은 더욱 커질 것

자동차 시장의 패러다임이 기존의 ownership 형태에서 sharing으로 빠르게 전환되고 있다. 공유자동차의 자동차 운행대수 침투율은 현재 0.001%도 안되는 수준이나, 2025년이 지나게 되면서 1% 수준으로 증가할 전망이다. 최근 완성차들이 공유차 사업에 직접 나서고 있는 모습은 이러한 예상을 반증하고 있다는 생각이다.

동사의 최대 공급처인 현대차그룹을 보면, 2015년을 기준으로 대당 ADAS 관련 매출이 약 6.5만원씩 발생했다. 2025년, Level5 수준의 ADAS 및 V2X가 전 차량에(1천만대) 탑재된다고 가정시 현대차그룹 안에서만 연간 50조원에 달하는 시장이 형성될 수 있는데, 이를 현재 현대모비스와 만도가 양분하고 있음을 감안시 상당한 수혜가 예상된다.

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(11/14)		1,974.4pt
시가총액		21,225억원
발행주식수		9,391천주
52주 최고가 / 최저가		287,000 /
90일 일평균거래대금		157.86억원
외국인 지분율		38.2%
배당수익률(16.12E)		2.2%
BPS(16.12E)		157,104원
KOSPI대비 상대수익률	1개월	-7.6%
	6개월	14.3%
	12개월	54.2%
주주구성	(주)한라홀딩스외	30.3%
	국민연금공단	11.6%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	1,721	79	60	48	5,061	n/a	151	36.3	18.1	1.6	n/a
2015	5,299	266	201	130	13,395	164.6	490	12.4	5.3	1.2	10.6
2016E	5,658	285	249	195	19,990	49.2	522	11.3	6.2	1.4	13.4
2017E	6,042	349	318	247	25,536	27.7	605	8.9	5.3	1.3	15.2
2018E	6,472	379	348	271	27,999	9.6	651	8.1	5.0	1.1	14.7

자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

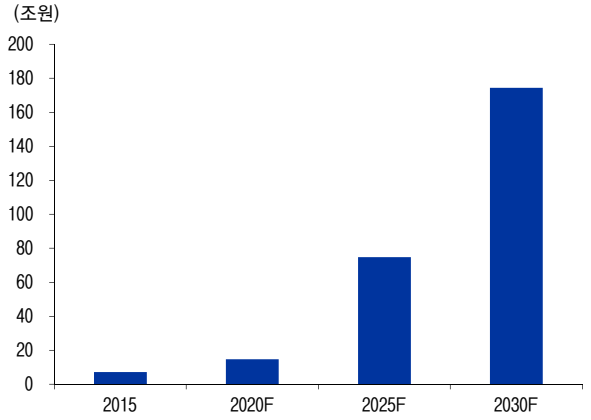
자율주행의 시대 - 국내 부품사중 최대 성장률 보유

ADAS 매출로 중장기 성장 견인할 것

- 전세계 자동차 시장은 regulation이 아닌 자체 경쟁만으로도 빠르게 자율주행 관련 매출이 상승할 것으로 기대. 2015년 7조원 수준의 시장은 2030년 들어서는 170조원에 달하게 될 것으로 예상

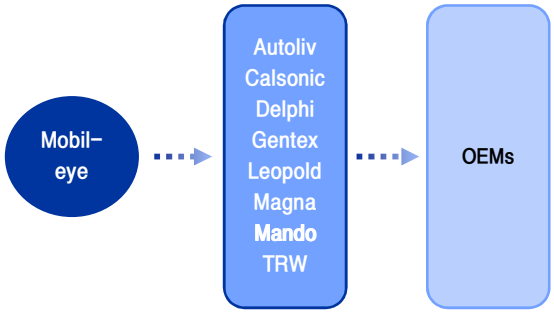
- 만도의 ADAS 매출액은 연간 3천억원 규모 카메라와 레이더 센서를 바탕으로 시스템공급을 하고 있으며, 현대차그룹향은 특히 현대모비스와 양분하여 공급하고 있어 현대차그룹의 ADAS 탑재율은 만도의 매출과 직결되는 구조

그림70 전세계 ADAS 관련 매출전망: 2030 년 170 조원 가량시장으로 크게 증가할 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 현대차그룹에서 발생하는 ADAS 매출액 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

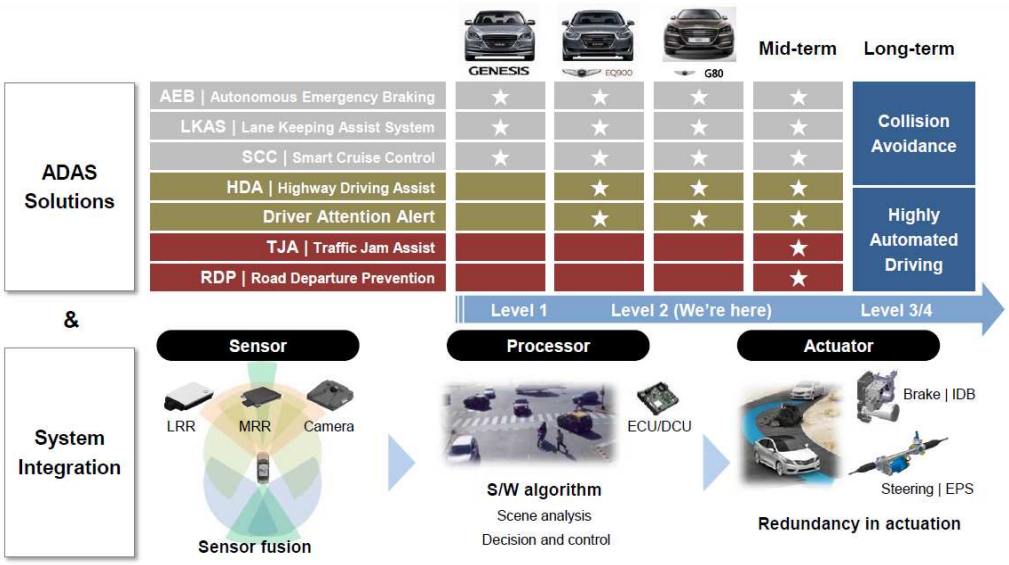
- 현대차가 작년 한해 공급받은 ADAS 매출액에 기반해 차 1대당 ADAS 단가는 6.3만원. 2025년이후, 전차종에 Level 4 이상의 기능이 탑재될 경우 대당 500만원 으로 상승하게 됨. 이 경우 현대차가 공급받게될 ADAS 매출액은 50조원에 육박할 것으로 예상.

- 참고로, 500만원 단가는 다수의 카메라 및 레이더 센서 및 4개의 라이다 센서, 5G V2X관련 시스템 모듈 가격을 포함한 수치.

- 한편, 2025년 이후에는 공유자동차의 일반 자동차운행대수의 침투율이 1%에 달할 것으로 예상되고 있음. 최근 전세계 OEM들의 공유자동차 사업에 대한 투자가 가속화 되고 있으며, 일부 메이커는 이미 자사 공유차 브랜드를 통해 자율주행이 가능한 공유차량을 공급하겠다는 detail한 전략을 발표한 상태.

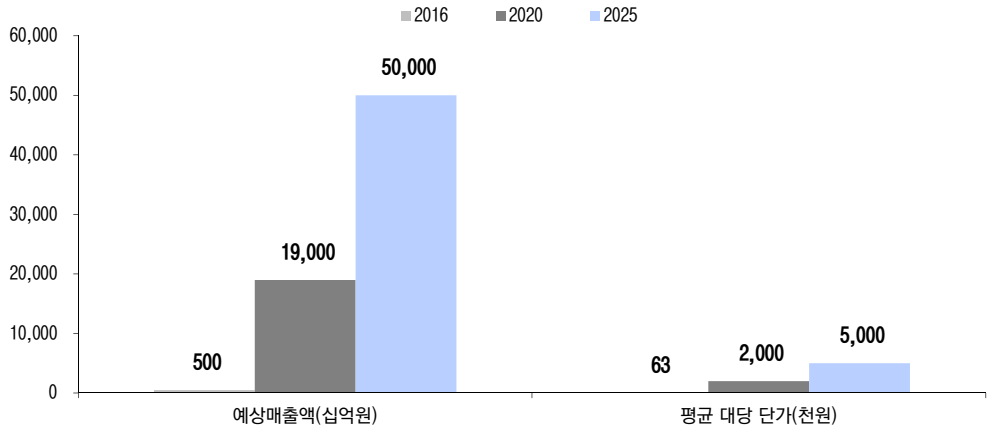
- 만도의 주요 고객사인 GM, Geely, BMW 등은 특히 공유차 사업에서 선두지위를 갖추고 있어 만도 Topline을 sustainable한 growth를 보장.

그림72 만도의 ADAS 시스템 진화 : Level 2 단계 공급중



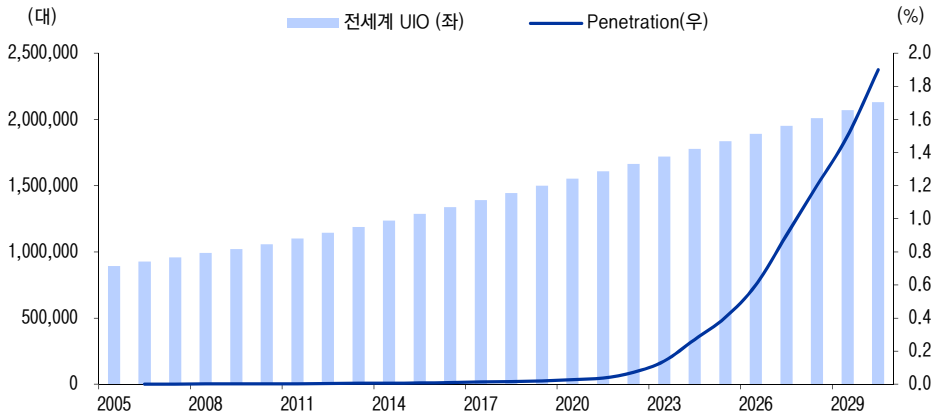
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림73 현대차그룹으로 공급되는 ADAS 매출액 : 만도와 현대모비스가 양분하여 공급



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림74 전세계 자동차 UIO 및 공유자동차의 침투율

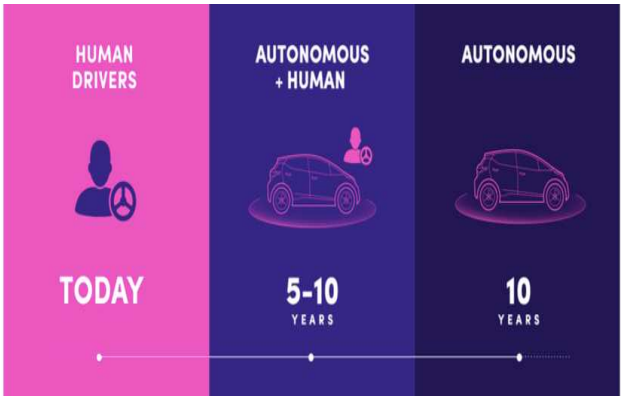


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림75 지리의 럭셔리 공유차 Lynk & Co

자료: Lync&Co, 이베스트투자증권 리서치센터

그림76 5 년후 자율주행차량을 공급하는 Lyft



자료: Lyft, 이베스트투자증권 리서치센터

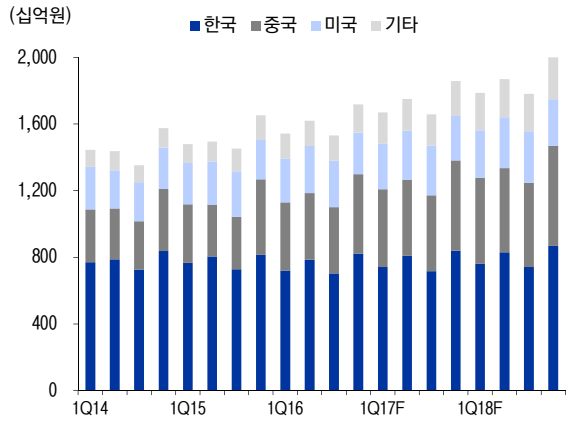
타OEM 공급 증가 및 신흥시장 확대속도에 주목

신흥시장 기회요인의 대폭 증가

- 신흥시장에서의 신규수주 및 증설로 만도는 중장기 호황 국면에 진입할 것으로 기대. 지역별로는 인도와 중국이 그 성장을 주도할 것으로 기대.

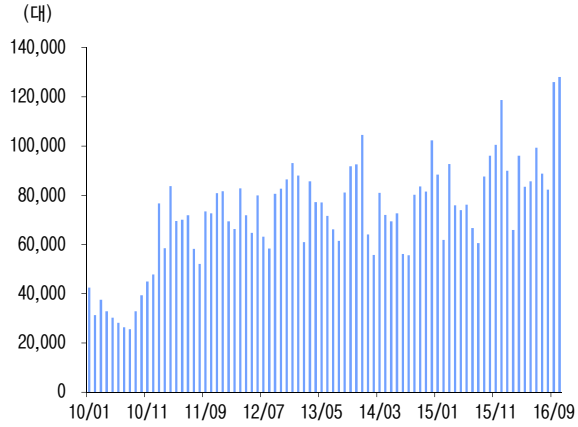
- 먼저 인도의 경우 현대차그룹 비중이 지난해 까지만 하더라도 90%를 상회. 이는 빠른 속도로 내려가고 있으며 현지 타OEM 공급을 늘리면서 나타나고 있는 현상임. 뿐만 아니라 기아차의 현지공장 증설이 확대될 경우 현대차그룹 물량 역시 크게 증가할 전망

그림77 지역별 매출액 흐름:기타지역, 인도 공장 증설로 향후 성장세 이어갈 것으로 예상



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림78 지리자동차 판매대수 흐름



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- 중국은 내년 tax-cut 효과 소멸의 불확실성 우려에도 불구하고 로컬업체들로부터 받고 있는 수주의 매출현실화로 인해 고성장을 이어갈 수 있을 것으로 전망

- 특히 주요 공급업체중 하나인 기리기차는 판매대수가 빠르게 증가하고 있으며, 내년부터는 지리-Volvo간 공용 플랫폼으로의 브레이크 및 서스펜션 매출이 추가될 것으로 기대.

표17 만도 실적추이 및 전망

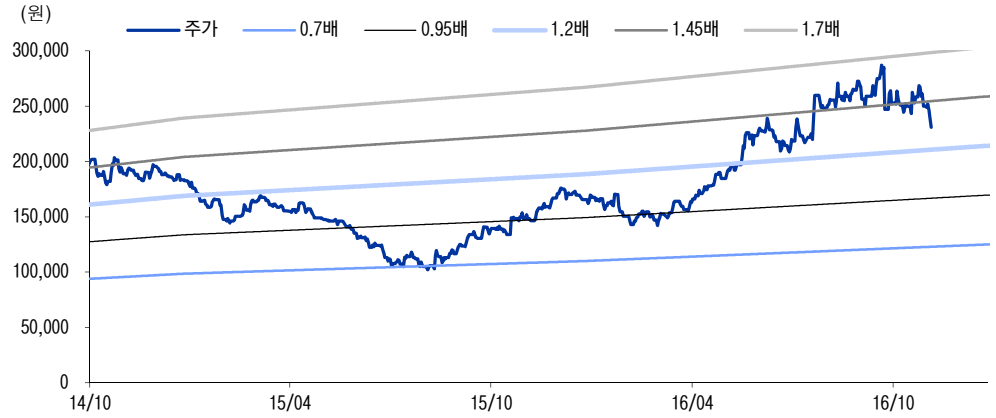
(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015	1Q16	2Q16	3Q16P	4Q16F	2016F	2017F
매출액 계	1,269	1,321	1,278	1,431	5,299	1,366	1,440	1,357	1,494	5,658	6,042
한국	766	805	729	815	3,115	721	786	703	823	3,033	3,108
중국	351	313	314	453	1,430	408	400	399	476	1,682	1,918
미국	249	259	275	237	1,021	263	283	279	249	1,074	1,132
기타	112	118	136	148	513	150	152	152	170	624	776
내부거래	210	173	175	221	779	176	180	175	223	754	893
단순합계	1,479	1,494	1,453	1,653	6,078	1,542	1,621	1,532	1,718	6,412	6,935
영업이익	60	66	63	77	266	55	65	74.9	90	285	349
한국	18	26	5	17	65	-1	8	7	18	31	74
중국	37	33	36	66	172	42	44	47	58	191	211
미국	5	5	20	4	33	7	6	6	5	25	26
기타	-0.4	1	2	2	5	5	5	5	6	22	29
내부거래	1	1	0	-12	-9	3	2	2	2	8	9
영업이익률(%)	4.7	5.0	4.9	5.4	5.0	4.1	4.5	5.5	6.0	5.0	5.8
한국	2.3	3.3	0.7	2.1	2.1	-0.2	1.0	1.0	2.2	1.0	2.4
중국	10.5	10.5	11.4	14.6	12.0	10.4	11.0	11.8	12.2	11.4	11.0
미국	1.9	1.7	7.2	1.7	3.2	2.6	2.3	2.1	2.2	2.3	2.3
기타	-0.4	0.6	1.7	1.4	0.9	3.6	3.6	3.4	3.5	3.5	3.7
내부거래	0.4	0.7	0.2	-5.3	-1.2	1.5	1.0	1.0	1.0	1.1	1.0
영업외손익	-17.9	-9.2	-20.7	-16.7	-64.5	-3.7	-12.4	-13.7	-7.1	-36.8	-30.7
금융 및 기타손익	-14.3	-8.9	-15.5	-17.8	-56.6	-5.3	-15.6	-13.6	-10.2	-44.6	-41.5
지분법 손익	-3.6	-0.3	-5.2	1.1	-7.9	1.5	3.2	-0.1	3.1	7.7	10.9
세전이익	41.7	56.4	42.3	60.7	201	52.2	52.4	61.2	82.7	249	318
지배주주지분 순익	27.2	38.4	25.8	34.5	126	39.7	42.9	43.4	61.8	188	240
YoY(%)											
매출액 계				7.9		7.7	9.1	6.2	4.4	6.8	6.8
한국				-2.6		-6.0	-2.3	-3.6	1.0	-2.6	2.5
중국				21.1		16.3	28.0	27.1	5.0	17.6	14.0
미국				-3.9		5.5	9.0	1.5	5.0	5.2	5.5
기타				25.6		34.3	29.2	11.4	15.0	21.5	24.5
영업이익				37.3		-7.1	-0.4	18.5	15.9	7.4	22.2
한국				81.0		-107.3	-71.2	47.3	7.0	-52.0	135.7
중국				29.0		14.5	33.6	31.1	-12.3	11.3	10.1
미국				-9.4		47.8	43.8	-70.2	39.9	-24.4	6.2
기타				48.1		흑전	679.4	123.7	184.1	366.1	31.3
지배주주지분 순익				5.1		46.0	11.8	68.3	79.2	49.2	27.7

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림79 만도 PER 밴드 차트

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림80 만도 PBR 밴드 차트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표18 글로벌 Parts Peer Valuation Table

업체명	Denso	Continental	Magna	Nidec	Bogwarner	Delphi	Valeo	Autoliv	Mobis	Wia	Hanon
시가총액(백만$)	34,128	35,709	14,849	28,152	7,322	17,667	12,653	8,542	20,481	1,653	4,767
종가($)	43.0	178.5	38.6	94.4	34.4	65.2	53.1	96.8	210.4	60.8	8.9
주가수익률(%)											
5D	3.8	-1.7	-0.6	1.2	0.9	-2.3	-2.0	1.4	-7.5	-5.0	-4.6
1M	5.7	-6.1	-8.3	5.7	-0.5	-1.0	-4.6	-4.3	-9.4	-16.2	-9.6
3M	12.9	-15.2	-4.8	8.4	1.7	2.0	5.8	-9.5	-5.8	-17.0	-9.6
6M	14.6	-13.5	-3.5	22.7	4.3	-4.7	4.5	-21.1	-5.2	-25.1	-6.3
12M	-21.1	-22.9	-11.0	3.4	-13.8	-18.8	6.1	-20.6	-1.0	-44.0	5.6
매출액(백만$)											
15	37,719	43,548	32,134	9,823	8,023	15,165	16,144	9,170	31,846	6,971	4,914
16F	41,976	44,163	36,335	11,114	9,141	16,472	18,081	10,167	33,193	6,691	4,929
17F	43,452	46,297	37,956	12,719	9,480	17,131	19,860	10,730	35,032	7,593	5,186
영업이익(백만$)											
15	2,632	4,635	2,325	1,038	940	1,723	1,047	728	2,597	443	318
16F	2,746	4,518	2,732	1,289	1,116	2,182	1,409	878	2,688	298	363
17F	3,022	5,230	2,890	1,477	1,172	2,309	1,580	942	2,859	389	409
영업이익률(%)											
15	7.0	10.6	7.2	10.6	11.7	11.4	6.5	7.9	8.2	6.4	6.5
16F	6.5	10.2	7.5	11.6	12.2	13.2	7.8	8.6	8.1	4.4	7.4
17F	7.0	11.3	7.6	11.6	12.4	13.5	8.0	8.8	8.2	5.1	7.9
ROE(%)											
15	7.6	23.3	22.8	12.2	17.0	60.9	23.5	13.3	12.5	10.9	13.7
16F	6.9	20.4	21.8	13.0	18.9	60.8	23.0	16.1	12.1	6.8	16.0
17F	7.6	19.7	20.7	13.7	18.4	49.6	22.6	15.6	11.6	9.9	17.8
PER(x)											
15	14.7	16.5	9.0	24.9	14.5	16.5	15.3	17.2	7.6	9.1	24.0
16F	16.7	11.4	7.4	29.0	10.6	10.9	13.1	14.2	7.2	8.7	19.3
17F	14.7	10.1	6.6	25.2	9.7	10.0	11.4	13.5	6.8	5.6	16.1
PBR(x)											
15	1.1	3.5	1.8	3.0	2.7	10.6	3.2	3.2	0.9	0.9	3.2
16F	1.1	2.2	1.2	3.6	2.0	5.9	2.9	2.3	0.8	0.6	2.9
17F	1.1	1.9	1.1	3.3	1.7	4.4	2.4	2.1	0.7	0.5	2.6
EV/EBITDA(x)											
15	6.0	8.0	5.0	12.5	9.2	12.3	6.7	10.7	5.7	4.7	10.4
16F	6.0	6.1	4.9	14.4	6.3	7.6	6.0	7.3	5.2	4.3	9.4
17F	5.6	5.5	4.6	12.6	6.0	7.2	5.3	6.9	4.9	3.5	8.5
EPS(USD)											
15	2.6	15.1	4.9	2.6	2.7	5.1	3.5	5.2	28.3	10.9	0.4
16F	2.6	15.7	5.2	3.2	3.3	6.0	4.1	6.8	29.4	7.1	0.5
17F	2.9	17.7	5.8	3.7	3.6	6.5	4.8	7.2	31.4	11.1	0.6
EPS(%)											
15	-13.5	-4.1	12.0	3.9	-5.9	12.9	7.8	2.0	-16.8	-31.8	-22.1
16F	1.6	3.7	6.1	26.0	19.8	18.0	20.0	31.6	3.7	-34.5	21.2
17F	13.3	12.9	11.3	15.0	9.2	8.7	14.7	5.4	6.9	55.6	19.7

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

만도 (204320)

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,765	1,946	2,060	2,407	2,791
현금 및 현금성자산	160	200	343	555	708
매출채권 및 기타채권	1,018	1,260	1,228	1,329	1,526
재고자산	325	321	329	356	383
기타유동자산	262	166	160	167	174
비유동자산	2,082	2,213	2,303	2,429	2,561
관계기업투자등	56	72	78	81	84
유형자산	1,710	1,784	1,835	1,923	2,022
무형자산	128	157	186	212	234
자산총계	**3,846**	**4,160**	**4,364**	**4,835**	**5,352**
유동부채	1,892	1,936	1,715	1,807	1,915
매입채무 및 기타재무	1,075	1,155	1,084	1,173	1,262
단기금융부채	714	674	564	564	580
기타유동부채	104	107	68	70	73
비유동부채	856	858	1,126	1,306	1,494
장기금융부채	603	575	908	1,080	1,261
기타비유동부채	252	283	218	225	233
부채총계	2,748	2,794	2,841	3,113	3,410
지배주주지분	1,058	1,322	1,475	1,676	1,895
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	962	962	602	602	602
이익잉여금	40	131	643	843	1,063
비지배주주지분(연결)	40	44	47	47	47
자본총계	**1,098**	**1,366**	**1,522**	**1,723**	**1,942**

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	**1,721**	**5,299**	**5,658**	**6,042**	**6,472**
매출원가	1,487	4,548	4,853	5,140	5,511
매출총이익	**234**	**751**	**804**	**902**	**962**
판매비 및 관리비	155	485	519	553	583
영업이익	**79**	**266**	**285**	**349**	**379**
(EBITDA)	151	490	522	605	651
금융손익	-9	-45	-24	-29	-30
이자비용	15	39	26	36	37
관계기업등 투자손익	-6	-8	8	11	11
기타영업외손익	-4	-11	-20	-13	-13
세전계속사업이익	**60**	**201**	**249**	**318**	**348**
계속사업법인세비용	12	72	54	71	76
계속사업이익	48	130	195	247	271
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**48**	**130**	**195**	**247**	**271**
지배주주	48	126	188	240	263
총포괄이익	**56**	**104**	**197**	**247**	**271**
매출총이익률 (%)	13.6	14.2	14.2	14.9	14.9
영업이익률 (%)	4.6	5.0	5.0	5.8	5.9
EBITDA 마진률 (%)	8.8	9.3	9.2	10.0	10.1
당기순이익률 (%)	2.8	2.4	3.4	4.1	4.2
ROA (%)	n/a	3.1	4.4	5.2	5.2
ROE (%)	n/a	10.6	13.4	15.2	14.7
ROIC (%)	n/a	7.8	9.2	10.3	10.4

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	**167**	**218**	**314**	**459**	**402**
당기순이익(손실)	60	201	213	247	271
비현금수익비용가감	119	351	295	253	268
유형자산감가상각비	64	198	206	220	231
무형자산상각비	7	27	30	36	41
기타현금수익비용	14	26	59	-3	-4
영업활동 자산부채변동	22	-216	-141	-42	-137
매출채권 감소(증가)	-93	-237	48	-101	-197
재고자산 감소(증가)	20	4	-8	-27	-27
매입채무 증가(감소)	89	71	-69	89	89
기타자산, 부채변동	5	-53	-112	-3	-3
투자활동 현금	**-189**	**-249**	**-352**	**-372**	**-394**
유형자산처분(취득)	-127	-265	-267	-308	-330
무형자산 감소(증가)	-22	-61	-60	-62	-62
투자자산 감소(증가)	-10	1	1	7	7
기타투자활동	-30	76	-26	-8	-9
재무활동 현금	**2**	**71**	**183**	**125**	**145**
차입금의 증가(감소)	8	-102	233	172	197
자본의 증가(감소)	0	-19	-50	-47	-52
배당금의 지급	0	19	50	47	52
기타재무활동	-6	192	0	0	0
현금의 증가	**-13**	**39**	**143**	**212**	**153**
기초현금	173	160	200	343	555
기말현금	160	200	343	555	708

주: IFRS 연결 기준

자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
투자지표 (x)					
P/E	36.3	12.4	11.3	8.9	8.1
P/B	1.6	1.2	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	18.1	5.3	6.2	5.3	5.0
P/CF	9.6	2.8	4.2	4.2	3.9
배당수익률 (%)	1.1	2.9	2.2	2.4	2.7
성장성 (%)					
매출액	n/a	207.8	6.8	6.8	7.1
영업이익	n/a	235.2	7.4	22.2	8.7
세전이익	n/a	234.7	23.5	28.0	9.2
당기순이익	n/a	170.5	50.5	26.8	9.6
EPS	n/a	164.6	49.2	27.7	9.6
안정성(%)					
부채비율	250.3	204.6	186.6	180.7	175.6
유동비율	93.2	100.5	120.1	133.2	145.7
순차입금/자기자본 (x)	92.1	74.8	72.4	61.6	56.8
영업이익/금융비용 (x)	5.4	6.9	10.9	9.7	10.2
총차입금 (십억원)	1,317	1,249	1,472	1,644	1,841
순차입금 (십억원)	1,011	1,021	1,102	1,061	1,104
주당지표 (원)					
EPS	5,061	13,395	19,990	25,536	27,999
BPS	112,636	140,761	157,104	178,429	201,793
CFPS	19,070	58,770	54,130	53,250	57,377
DPS	2,000	4,800	5,000	5,500	6,000

에스엘 (005850)

2016. 11. 15 | 자동차/타이어

Analyst 유지웅
02. 3779-8886
jwyoo@ebestsec.co.kr

놀라운 실적의 시작

Buy (maintain)

목표주가 24,000 원
현재주가 15,200 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
○		

북미 GM 공급으로 인해 시작된 마진개선

에스엘은 지난 3Q16실적애서 매출액 4,150억원(YoY +23%), 영업이익 382억원(YoY +104%)의 대실적을 기록했다. 주요 실적개선 요인으로는 에스엘 아메리카와 Lumax에서 타 OEM공급 확대를 통해 나타난 외형증가가 주를 이뤘다. 특히 에스엘 아메리카는 테네시공장 가동의 본격화로 GM의 말리부, 크루즈에 대한 헤드램프 및 샤시부품 공급이 증가하며 전분기 및 전년동기 대비로도 모두 호실적을 기록했다는 판단이다. 여기에 덧붙여 최근 자동차 산업이 호황을 띄고 있는 인도시장도 호실적에 기여했다고 판단된다.

4Q16도 현대기아 및 GM공급 확대로 인해 실적호조 예상

한편 동사의 손익구조상 현대기아차에 대한 exposure는 대부분 지분법 손익에서 반영되고 있는데, 연결법인에 비해 지분율이 낮은 만큼 현대기아차의 파업영향은 최소화 된 것으로 판단된다.

4Q16은 또한 지난해 상반기 이후 대응 모델단종으로 인해 매출이 하락하고 있는 중국 연대법인에서 중국GM향으로 크루즈, 말리부등 대응모델이 신규로 증가하기 시작해 매출이 증가하기 시작할 전망이다.

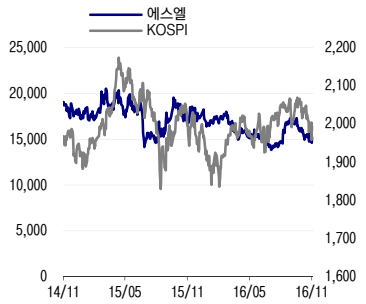
투자의견 BUY 유지, 목표주가는 24,000원으로 상향

기존 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 24,000원으로 상향조정한다. 목표주가 산정은 2017년 EPS 3,522원에 목표 P/E 7배를 적용하였다.

Stock Data

KOSPI(11/14)		1,974.4pt
시가총액		5,147억원
발행주식수		33,865천주
52주 최고가/최저가		18,550 / 13,850원
90일 일평균거래대금		11.41억원
외국인 지분율		18.6%
배당수익률(16.12E)		1.7%
BPS(16.12E)		26,563원
KOSPI대비 상대수익률	1개월	-2.6%
	6개월	0.3%
	12개월	-9.3%
주주구성	이성엽외 7인	60.3%
	국민연금	7.9%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	1,359	60	127	95	2,782	29.0	114	6.3	5.2	0.8	13.5
2015	1,395	63	110	69	1,967	-29.3	121	8.8	4.8	0.7	8.7
2016E	1,567	105	155	116	3,268	66.1	174	4.7	2.7	0.6	13.0
2017E	1,676	114	163	126	3,522	7.8	193	4.3	2.2	0.5	12.4
2018E	1,764	128	181	139	3,908	11.0	215	3.9	1.8	0.4	12.2

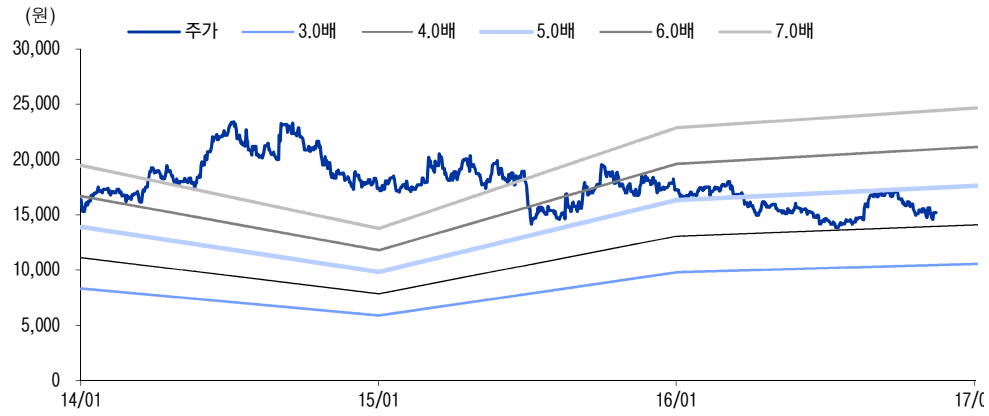
자료: 에스엘, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표19 에스엘 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2014	2015	2016E	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16F
매출액	**1,359**	**1,395**	**1,567**	**340**	**353**	**338**	**365**	**363**	**395**	**415.0**	**394**
㈜ 에스엘	562	594	605	132	151	145	166	140	141	152	173
에스엘 America	468	488	700	116	114	121	137	161	193	198	148
에스엘 Lumax	118	152	171	33	35	43	41	43	40	44	45
에스엘 아시아태평양	176	172	142	51	46	38	37	31	33	38	40
Samlip Gmbh	2	0	0	0	0	0	0				
에스엘 폴란드	85	45	21	21	17	3	5	5	6	5	5
단순합산	1,409	1,451	1,639	352	362	351	386	379	413	436	411
연결조정	-49	-56	-72	-12	-10	-13	-21	-16	-17	-21	-17
조정비율(%)	4	4	5	3	3	4	6	5	4	5	4
매출액 YoY(%)	9.5	3	12	2	8	6	- 4	7	12	23	8
㈜ 에스엘	-3	6	2	-8	12	16	5	6	-7	5	4
에스엘 America	20	4	44	-2	5	11	4	40	69	63	8
에스엘 Lumax	-9	29	13	16	24	47	29	29	15	0	10
에스엘 아시아태평양	61	-2	-17	42	6	-16	-28	-40	-27	-2	8
Samlip Gmbh	-98										
에스엘 폴란드	2,175	-46	-53	-3	-26	-83	-79	-76	-63	61	8
매출원가	1,210	1,219	1,362	299	306	291	323	321	348	355	339
매출원가율(%)	89	87	87	88	87	86	89	88	88	85	86
매출총이익	150	176	205	41	47	46	42	42	47	60	55
매출총이익률(%)	11	13	13	12	13	14	11	12	12	15	14
판관비	90	113	100	22	26	28	37	24	26	22	28
판관비율(%)	7	8	6	6	7	8	10	7	7	5	7
영업이익	60	63	105	19.2	20.4	18.7	5.0	17.8	21.6	38.2	27.6
OPM(%)	4.4	4.5		5.6	5.8	5.5	1.4	4.9	5.5	9.2	7.0
지배 순이익	94.2	66.6	110.7	23.2	26.0	14.9	2.5	20.5	24.3	30.1	30.1
지분법 법인 대상 순이익											
순이익	123.3	71.1	97.8	25.2	34.8	-6.0	17.1	26.3	24.7	20.3	26.4
에스엘라이팅	10.6	-10.5	2.2	-0.9	3.4	-5.5	-7.5	4.1	-1.0	-2.2	1.4
에스엘서봉	11.0	-0.4	14.5	1.8	5.5	-11.0	3.2	1.4	1.2	10.9	1.0
에스엘라이텍	11.4	10.1	8.8	3.4	3.5	0.3	2.8	5.7	4.0	-2.3	1.3
에스에이치비	4.3	4.7	4.9	1.4	-0.1	1.8	1.6	0.7	2.2	0.5	1.5
에이치에스엘 일렉트로닉스	20.2	12.3	14.1	4.8	5.9	-0.8	2.5	3.5	3.2	2.5	5.0
케이디에스	4.3	4.6	2.5	0.9	1.7	1.2	0.9	1.3	0.1	-0.2	1.3
북경삼립	29.6	22.4	20.2	6.1	7.6	2.8	5.9	3.1	6.2	4.7	6.2
상해회중삼립	28.5	26.3	27.4	6.6	6.2	5.6	7.9	6.0	8.1	5.7	7.6
십언동풍삼립차등	2.0	1.8	3.3	0.6	0.5	0.1	0.6	1.0	0.8	0.7	0.8
에스엘슬로박	1.4	-0.2	-0.2	0.5	0.5	-0.5	-0.7	-0.5	-0.2	0.0	0.4
순이익률(%)	5.15	3.01	4.24	4.0	5.8	-1.1	2.8	4.7	4.2	3.9	4.2
에스엘라이팅	2.8	-3.1	0.7	-1.0	4.0	-7.4	-8.6	4.8	-1.2	-3.0	1.5
에스엘서봉	3.7	-0.1	5.1	2.5	7.1	-17.5	5.1	2.0	1.9	13.3	1.5
에스엘라이텍	4.0	3.2	2.8	4.6	4.5	0.4	3.4	7.3	4.9	-3.1	1.5
에스에이치비	0.9	0.9	0.9	1.1	0.0	1.4	1.1	0.5	1.6	0.5	1
에이치에스엘 일렉트로닉스	9.7	6.7	7.8	9.5	13.1	-2.0	5.1	7.6	7.0	6.3	10
케이디에스	4.9	4.9	2.4	3.6	7.4	5.6	3.5	4.8	0.5	-0.9	5
북경삼립	8.9	6.3	6.4	6.0	8.5	4.1	6.4	4.5	7.8	6.7	6.5
상해회중삼립	17.8	16.0	15.5	15.8	15.8	15.6	16.7	17.0	16.5	13.8	15
십언동풍삼립차등	4.2	3.6	6.1	3.9	5.0	0.6	4.3	5.9	6.0	6.5	6
에스엘슬로박	1.2	-0.4	-1.7	1.8	5.5	-3.2	-6.9	-53.5	3630.9	-70.7	4

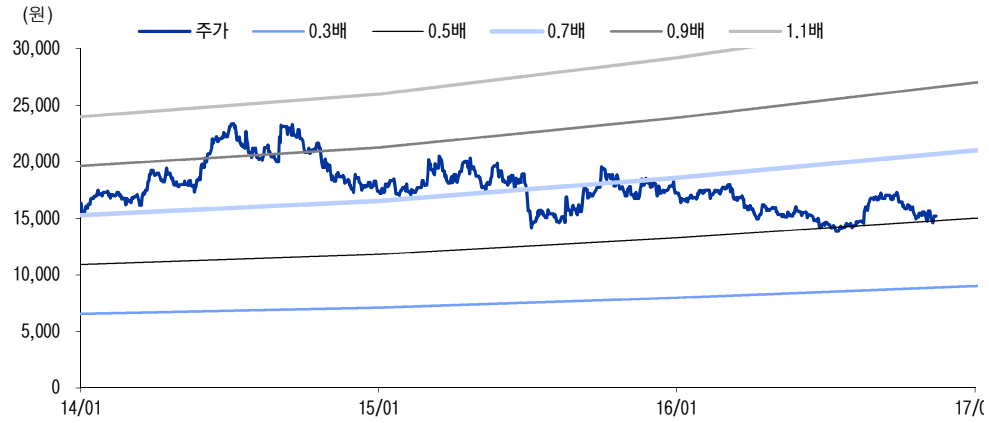
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림81 에스엘 PER 밴드 차트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림82 에스엘 PBR 밴드 차트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

에스엘 (005850)

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	699	767	850	915	998
현금 및 현금성자산	76	133	168	197	246
매출채권 및 기타채권	288	263	276	292	307
재고자산	139	138	158	167	176
기타유동자산	196	233	249	259	269
비유동자산	680	782	814	885	955
관계기업투자등	315	329	319	332	345
유형자산	316	399	440	498	554
무형자산	20	21	20	18	17
자산총계	**1,379**	**1,548**	**1,664**	**1,800**	**1,954**
유동부채	500	556	551	564	579
매입채무 및 기타재무	250	234	206	219	230
단기금융부채	194	223	240	236	236
기타유동부채	56	99	105	109	113
비유동부채	131	180	200	207	215
장기금융부채	11	51	58	59	61
기타비유동부채	120	129	143	149	155
부채총계	631	737	752	771	794
지배주주지분	739	800	900	1,016	1,147
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	144	144	144	144	144
이익잉여금	578	638	738	855	985
비지배주주지분(연결)	9	11	13	13	13
자본총계	**748**	**812**	**912**	**1,029**	**1,159**

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	**1,359**	**1,395**	**1,567**	**1,676**	**1,764**
매출원가	1,210	1,219	1,362	1,441	1,517
매출총이익	**150**	**176**	**205**	**235**	**247**
판매비 및 관리비	90	113	100	121	119
영업이익	**60**	**63**	**105**	**114**	**128**
(EBITDA)	114	121	174	193	215
금융손익	3	-1	-2	-1	-1
이자비용	5	6	8	8	8
관계기업등 투자손익	57	40	48	49	52
기타영업외손익	7	8	4	1	2
세전계속사업이익	**127**	**110**	**155**	**163**	**181**
계속사업법인세비용	32	41	40	37	42
계속사업이익	95	69	116	126	139
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**95**	**69**	**116**	**126**	**139**
지배주주	94	67	111	119	132
총포괄이익	**94**	**70**	**115**	**126**	**139**
매출총이익률 (%)	11.0	12.6	13.1	14.0	14.0
영업이익률 (%)	4.4	4.5	6.7	6.8	7.2
EBITDA 마진률 (%)	8.4	8.7	11.1	11.5	12.2
당기순이익률 (%)	7.0	4.9	7.4	7.5	7.9
ROA (%)	7.3	4.6	6.9	6.9	7.1
ROE (%)	13.5	8.7	13.0	12.4	12.2
ROIC (%)	10.7	8.6	15.2	15.0	15.2

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	**77**	**159**	**145**	**148**	**169**
당기순이익(손실)	95	69	116	126	139
비현금수익비용가감	31	79	52	35	41
유형자산감가상각비	51	55	66	76	85
무형자산상각비	3	3	3	3	3
기타현금수익비용	-63	-42	-17	-43	-46
영업활동 자산부채변동	-55	-1	-16	-12	-11
매출채권 감소(증가)	-72	29	2	-17	-15
재고자산 감소(증가)	-35	4	-21	-9	-9
매입채무 증가(감소)	40	-27	-9	12	11
기타자산, 부채변동	13	-8	12	1	1
투자활동 현금	**-66**	**-153**	**-129**	**-108**	**-113**
유형자산처분(취득)	-59	-123	-109	-134	-141
무형자산 감소(증가)	-3	-5	-1	-2	-2
투자자산 감소(증가)	-8	-13	-18	29	32
기타투자활동	4	-13	-1	-1	-2
재무활동 현금	**-17**	**51**	**19**	**-12**	**-8**
차입금의 증가(감소)	-12	58	28	-3	1
자본의 증가(감소)	-5	-7	-9	-9	-9
배당금의 지급	5	7	9	9	9
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	**-4**	**57**	**34**	**29**	**49**
기초현금	81	76	133	168	197
기말현금	76	133	168	197	246

주: IFRS 연결 기준

자료: 에스엘, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
투자지표 (x)					
P/E	6.3	8.8	4.7	4.3	3.9
P/B	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	5.2	4.8	2.7	2.2	1.8
P/CF	4.7	4.0	3.1	3.2	2.8
배당수익률 (%)	1.1	1.5	1.7	1.7	1.7
성장성 (%)					
매출액	9.5	2.6	12.3	7.0	5.3
영업이익	69.1	6.0	66.1	8.2	12.2
세전이익	26.3	-12.9	40.9	5.0	11.0
당기순이익	28.6	-27.4	68.1	8.5	11.0
EPS	29.0	-29.3	66.1	7.8	11.0
안정성(%)					
부채비율	84.4	90.7	82.4	75.0	68.5
유동비율	139.8	137.8	154.1	162.2	172.4
순차입금/자기자본 (x)	-0.3	0.1	-4.8	-8.0	-11.9
영업이익/금융비용 (x)	12.2	11.5	13.9	15.0	16.8
총차입금 (십억원)	205	275	298	295	296
순차입금 (십억원)	-2	1	-44	-83	-138
주당지표 (원)					
EPS	2,782	1,967	3,268	3,522	3,908
BPS	21,825	23,633	26,563	30,010	33,865
CFPS	3,721	4,361	4,954	4,750	5,334
DPS	200	260	260	260	260

평화정공 (043370)

2016. 11. 15 | 자동차/타이어

Analyst 유지웅
02. 3779-8886
jwyoo@ebestsec.co.kr

전장화 흐름을 놓치지 말자

Buy (maintain)

목표주가 16,000 원
현재주가 11,650 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Active Hood, Power Trunk등 전장화 흐름에 주목

전세계적으로 전자/자동화 시스템이 빠르게 확산되고 있는 가운데, 동사가 제공하고 있는 Active Hood Lift system, Power Trunk, Power Door Latch 등의 신규제품 매출이 빠르게 증가하고 있다. 신규제품은 한편 유럽 등지에서 필수적으로 탑재를 요구하고 있는 만큼 지속적으로 성장을 기대할 수 가 있다는 생각이다. 3Q16 기준으로 해당부문 누적매출액은 878억원에 달하고 있어 이미 전체 매출액의 14%를 차지하는 주요 사업부로 성장한 상태다.

3Q16이 실적의 저점, 현대기아차 가동률 회복의 수혜주

최근 발표한 3Q16의 실적을 보면, 여전히 중국의 매출상승이 크지 않은채 국내공장의 부진이 이어졌다. 즉 현대기아의 가동률과 유사한 패턴을 보이고 있는데, 이는 3Q16을 저점으로 이어질 가능성이 높다. 특히 인도지역의 업황 회복세가 최근 부각되고 있어 완성차의 증설이 가시화 될 경우 동사 역시 동반탄력을 받게될 수 있다는 생각이다.

한편 3Q16에는 원화환율이 강세로 전환되며 마진 압박요인이 존재했는데, 최근의 약세로 재전환되고 있는 환율환경은 4Q16들어 다시 마진회복 요인으로 작용할 수 있어 보인다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가는 16,000원으로 소폭 하향

기존 투자의견 재정립을 위해 투자의견은 BUY를 유지하고, 목표주가는 18,000원에서 16,000원으로 하향조정한다. 새로 산정한 목표주가는 2017년 EPS 2,722원에 목표 P/E 6배를 적용하였다.

Stock Data

KOSDAQ(11/14)		621.23pt
시가총액		2,447억원
발행주식수		21,000천주
52주 최고가/최저가		14,700 / 10,800원
90일 일평균거래대금		4.22억원
외국인 지분율		13.3%
배당수익률(16.12E)		1.3%
BPS(16.12E)		21,982원
KOSDAQ대비 상대수익률	1개월	6.6%
	6개월	0.1%
	12개월	-9.3%
주주구성	피에이치씨(주)외	54.6%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	1,057	51	51	39	1,872	-17.0	97	9.6	5.1	0.9	9.8
2015	1,149	5	9	7	351	-81.3	59	40.6	7.0	0.7	1.8
2016E	1,224	59	59	42	2,023	476.9	119	5.8	2.9	0.5	9.6
2017E	1,292	71	72	57	2,722	34.6	138	4.3	2.4	0.5	11.7
2018E	1,354	82	86	68	3,249	19.3	156	3.6	2.0	0.4	12.4

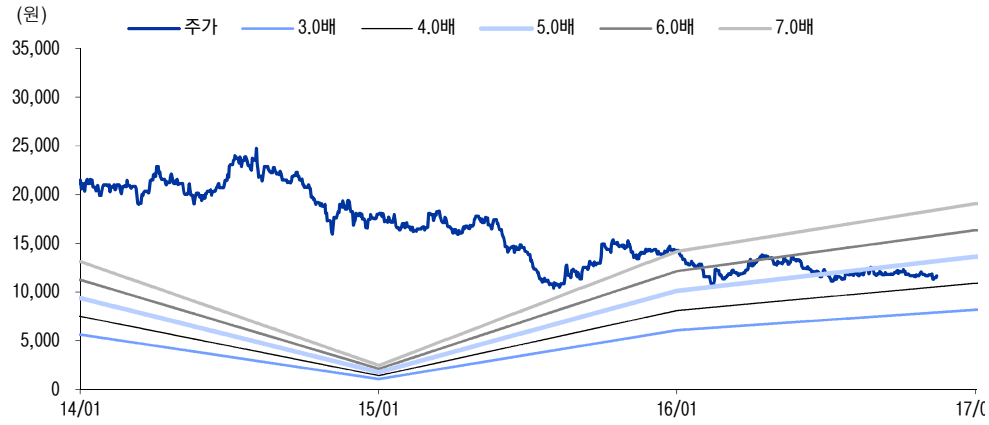
자료: 평화정공, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표20 평화정공 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2014	2015	2016F	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16F
매출액	1,057	1,149	1,224	276	283	264	326	291	313	274	345
평화정공㈜	535	623	672	147	150	147	178	169	167	152	184
(주)에이에스티	58	66	69	16	17	14	18	17	17	16	19
북경평화정공기차부건(유)	224	221	204	58	59	45	58	41	58	46	60
태창평화정공기차배건(유)	88	89	94	22	23	18	26	23	23	20	28
염성평화정공기차배건(유)	51	59	65	15	15	11	19	16	16	13	20
PHA India PVT Ltd	76	84	93	19	19	20	25	22	20	23	28
PHA America INC	107	118	118	28	25	31	34	27	29	27	35
PHA Czech s. r. o	72	87	105	18	19	24	26	27	27	22	28
PHA Slovakia s.r.o	74	72	89	17	17	17	21	24	23	20	22
(주)PHA E&E	26	39	51	7	9	10	12	12	13	13	13
단순합계	1,311	1,457	1,560	349	353	338	417	379	393	351	437
연결제거	-254	-308	-336	-73	-69	-75	-91	-88	-80	-77	-92
연결제거비중(%)	19	21	22	21	20	22	22	23	20	22	21
매출원가	917	990	1,065	239	244	232	274	256	273	241	295
매출원가율(%)	87	86	87	86.8	86.1	88.1	84.1	87.7	87.3	87.8	85.5
매출총이익	140	159	159	36	40	31	52	36	40	34	50
매출총이익률(%)	13.2	13.9	13.0	13.2	13.9	11.9	15.9	12.3	12.7	12.2	14.5
판관비	89	154	100	22	23	25	84	23	23	25	30
판관비율(%)	8.4	13.4	8.2	8.1	8.1	9.5	25.8	7.8	7.3	9.1	8.6
영업이익	51	5	59	14	17	6	-32	13	17	9	20
영업이익률(%)	4.8	0.4	4.8	5.1	5.9	2.4	-9.8	4.5	5.4	3.1	5.9
순이익	39	7	42	12	16	6	-27	9	11	2	17
YoY(%)											
매출액	5.8	8.7	6.5	1.2	10.3	5.5	17.6	5.6	10.4	4.0	5.9
평화정공㈜	5.3	16.4	7.9	11.6	16.2	16.0	21.4	14.8	11.2	3.7	3.0
(주)에이에스티	18.3	13.8	4.9	25.2	26.7	-1.1	7.7	4.4	3.7	9.4	3.0
북경평화정공기차부건(유)	9.9	-1.5	-7.3	-8.7	13.5	-10.2	0.6	-28.8	-2.2	0.5	3.0
태창평화정공기차배건(유)	1.1	1.0	5.4	2.6	6.3	-12.3	6.4	3.1	-0.8	12.4	8.0
염성평화정공기차배건(유)	16.3	17.3	9.2	23.5	31.6	4.7	10.8	6.4	6.2	19.3	8.0
PHA India PVT Ltd	-10.4	11.1	10.4	-6.9	11.6	3.8	39.0	13.1	6.7	11.9	10.0
PHA America INC	19.4	10.1	0.1	15.6	1.7	7.3	15.6	-1.7	13.9	-12.8	3.0
PHA Czech s. r. o	-5.0	19.4	20.8	-10.9	-2.2	45.1	53.9	51.6	46.8	-7.8	8.0
PHA Slovakia s.r.o	3.8	-2.2	23.4	-14.4	-16.1	3.7	23.7	37.8	33.5	17.4	8.0
(주)PHA E&E	-35.8	49.1	32.1	-0.5	37.9	78.5	93.0	68.4	41.6	23.3	10.0
영업이익	-25.8	-90.4	1,099.7	-17.9	-5.1	30.3	-381.4	-6.5	0.9	35.4	-163.4
순이익	-17.0	-81.3	476.9	-10.8	51.3	30.7	-349.9	-26.9	-31.6	-69.3	-163.2

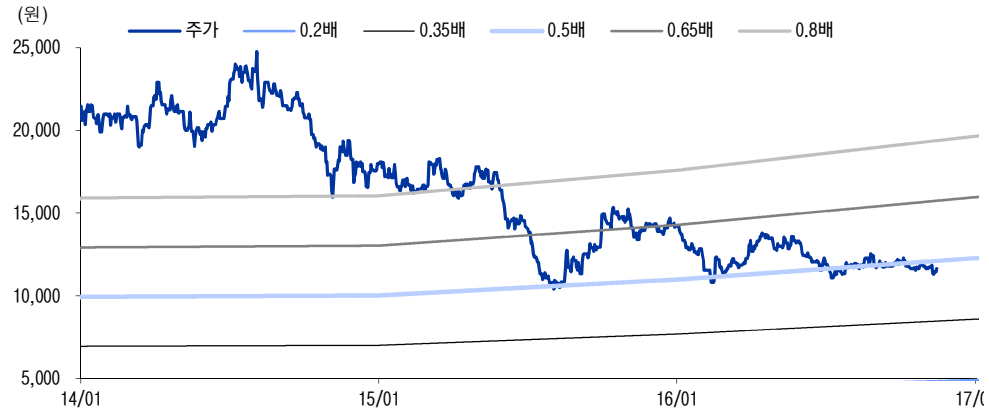
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림83 평화정공 PER 밴드 차트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림84 평화정공 PBR 밴드 차트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

평화정공 (043370)

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	406	459	460	489	530
현금 및 현금성자산	46	64	75	85	107
매출채권 및 기타채권	223	256	224	235	246
재고자산	112	129	145	152	159
기타유동자산	26	12	16	17	17
비유동자산	384	426	439	478	515
관계기업투자등	86	78	81	84	88
유형자산	261	302	312	347	379
무형자산	14	14	14	14	14
자산총계	**790**	**885**	**899**	**966**	**1,045**
유동부채	317	433	399	411	423
매입채무 및 기타재무	162	183	187	196	206
단기금융부채	138	169	161	162	163
기타유동부채	16	80	50	52	54
비유동부채	56	31	39	40	42
장기금융부채	20	12	13	14	15
기타비유동부채	35	19	25	26	27
부채총계	372	464	437	451	465
지배주주지분	418	421	462	516	580
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	41	41	41	41	41
이익잉여금	318	322	363	417	482
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**418**	**421**	**462**	**516**	**580**

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	**1,057**	**1,149**	**1,224**	**1,292**	**1,354**
매출원가	917	990	1,065	1,111	1,157
매출총이익	**140**	**159**	**159**	**181**	**197**
판매비 및 관리비	89	154	100	110	115
영업이익	**51**	**5**	**59**	**71**	**82**
(EBITDA)	97	59	119	138	156
금융손익	-3	-3	-3	-2	-2
이자비용	4	4	4	4	4
관계기업등 투자손익	4	6	5	5	5
기타영업외손익	0	1	-3	-2	1
세전계속사업이익	**51**	**9**	**59**	**72**	**86**
계속사업법인세비용	12	2	16	15	18
계속사업이익	39	7	42	57	68
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**39**	**7**	**42**	**57**	**68**
지배주주	39	7	42	57	68
총포괄이익	**42**	**6**	**42**	**57**	**68**
매출총이익률 (%)	13.2	13.9	13.0	14.0	14.5
영업이익률 (%)	4.8	0.4	4.8	5.5	6.0
EBITDA 마진률 (%)	9.2	5.2	9.7	10.7	11.5
당기순이익률 (%)	3.7	0.6	3.5	4.4	5.0
ROA (%)	5.2	0.9	4.8	6.1	6.8
ROE (%)	9.8	1.8	9.6	11.7	12.4
ROIC (%)	9.4	0.9	9.1	11.2	11.9

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	**37**	**79**	**88**	**113**	**130**
당기순이익(손실)	39	7	42	57	68
비현금수익비용가감	70	130	75	63	70
유형자산감가상각비	45	53	59	66	73
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타현금수익비용	-7	-5	15	-4	-4
영업활동 자산부채변동	-52	-48	-14	-7	-8
매출채권 감소(증가)	-31	-39	26	-11	-11
재고자산 감소(증가)	-4	-17	-16	-7	-7
매입채무 증가(감소)	1	19	4	9	10
기타자산, 부채변동	-17	-10	-28	1	1
투자활동 현금	**-62**	**-83**	**-66**	**-101**	**-106**
유형자산처분(취득)	-60	-88	-67	-101	-106
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	1	-1	31	2	2
기타투자활동	-2	7	-30	-1	-1
재무활동 현금	**28**	**21**	**-8**	**-2**	**-2**
차입금의 증가(감소)	30	24	-7	1	2
자본의 증가(감소)	-3	-3	-2	-3	-3
배당금의 지급	3	3	2	3	3
기타재무활동	1	0	0	0	0
현금의 증가	**4**	**17**	**11**	**10**	**22**
기초현금	42	46	64	75	85
기말현금	46	64	75	85	107

주: IFRS 연결 기준

자료: 평화정공, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
투자지표 (x)					
P/E	9.6	40.6	5.8	4.3	3.6
P/B	0.9	0.7	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	5.1	7.0	2.9	2.4	2.0
P/CF	3.5	2.2	2.1	2.0	1.8
배당수익률 (%)	0.8	1.0	1.3	1.4	1.4
성장성 (%)					
매출액	5.8	8.7	6.5	5.5	4.8
영업이익	-25.8	-90.4	1,099.7	20.7	15.0
세전이익	-17.3	-81.9	537.3	23.6	19.3
당기순이익	-17.0	-81.3	476.9	34.6	19.3
EPS	-17.0	-81.3	476.9	34.6	19.3
안정성(%)					
부채비율	89.2	110.1	94.8	87.4	80.1
유동비율	128.2	106.1	115.4	119.0	125.4
순차입금/자기자본 (x)	26.8	28.0	21.5	17.6	12.0
영업이익/금융비용 (x)	11.5	1.2	14.5	17.9	20.5
총차입금 (십억원)	159	182	175	176	177
순차입금 (십억원)	112	118	99	91	70
주당지표 (원)					
EPS	1,872	351	2,023	2,722	3,249
BPS	19,892	20,056	21,982	24,554	27,643
CFPS	5,207	6,533	5,587	5,736	6,560
DPS	140	140	150	160	160

우리산업 (215360)

2016. 11. 15 | 자동차/타이어

Analyst 유지웅
02. 3779-8886
jwyoo@ebestsec.co.kr

실적으로 증명하고 있다

Buy (maintain)

목표주가 30,000 원
현재주가 21,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

고마진 PTC히터 공급 확대로 예상을 뛰어넘는 실적 기록중

우리산업은 3Q16 실적발표에서 매출액 642억원(YoY -1.5%), 영업이익 44억원(YoY +22.4%)를 기록하였다. 최근의 부진했던 영업이익 흐름에 비해서 상대적으로 호실적을 기록한 것으로 판단된다. 호실적의 배경은 현대기아차 향으로 공급되고 있는 전기차용 고마진 PTC히터가 대량으로 공급된 것으로 보여지고, 타 전기차 업체들로 공급물량이 역시 증가폭이 컸던 것으로 추정된다.

친환경차에 대한 투심 악화와는 다르게 실적개선은 지금부터 전개

동사는 최근 중국 진출에 대한 보도 이후 주가하락폭이 컸는데, 주식시장 전반에 있어서 중소형주에 대한 투자심리가 훼손되며 나타난 현상으로 파악된다. 따라서 현재시점은 밸류에이션상 매력이 생긴 것으로 보여지는 가운데 3Q16의 호실적으로 인해 저점 매수전략이 유효하다는 판단이다.

최근 미국 공화당 대선주자 트럼프의 당선으로 인해 친환경차에 대한 투심이 악화되고 있으나, 동사 전기차 공급물량은 상당부분 국내 및 유럽향으로 공급되고 있어 미국의 정책에 있어서 노출이 제한되어 있는 상태다. 또한 중국업체들 위주로 신규수주가 빠르게 전개되고 있어 중장기 성장동력 또한 확보되어 있다.

Target P/E 조정에 따른 목표주가 하향조정, 투자의견은 Buy 유지

Target P/E를 기존 23배에서 15배로 하향조정했다. 최근 시장의 중소형주 투자에 대한 센티멘트가 하락한 부분을 반영했다. 적용 EPS는 2017년으로 변경하여 목표주가는 30,000원으로 하향조정하였다.

Stock Data

KOSDAQ(11/14)		621.23pt
시가총액		1,918억원
발행주식수		9,132천주
52주 최고가/최저가		38,250 / 16,600원
90일 일평균거래대금		27.55억원
외국인 지분율		12.5%
배당수익률(16.12E)		0.4%
BPS(16.12E)		7,542원
KOSDAQ대비 상대수익률	1개월	-13.0%
	6개월	-19.2%
	12개월	-16.0%
주주구성	우리산업홀딩스	39.5%
	김명준외 1인	39.2%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
2015	197	11	13	10	1,131	n/a	17	24.8	18.9	4.7	n/a
2016E	267	17	19	15	1,600	41.5	27	13.1	8.5	2.8	23.7
2017E	314	21	25	19	2,018	26.1	34	10.4	6.6	2.2	23.6
2018E	380	26	30	24	2,487	23.2	42	8.4	4.9	1.7	22.9

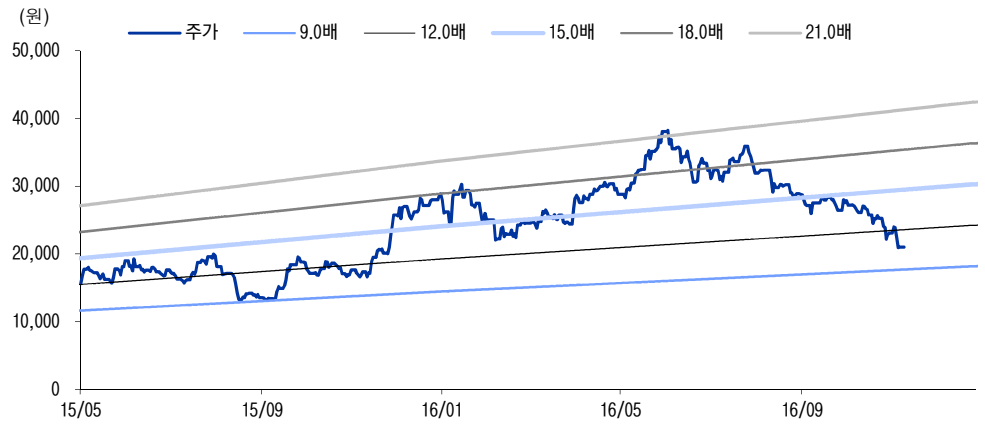
자료: 우리산업, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표21 우리산업 실적 추이 및 전망 (*15 년은 분할 후 기준)

(십억원)	2015	2016F	2017F	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16F
매출액 계	261.9	266.9	313.5	65	64.9	65.2	66.6	62.1	63.4	64.2	77.2
HVAC Actuator	81	78	82	22	20.1	21.7	17.4	18.8	20.3	18.7	20.2
Clutch Coil	33	31	33	8	8.6	7.8	8.2	7.5	7.9	6.9	8.9
Heater Control	56	45	47	16	14.2	13.3	11.7	11.6	11.0	8.8	13.4
기타	69	87	114	14	15.5	16.4	22.7	18.1	17.8	23.0	28.0
상품	24	26	27	5	6.5	6.0	6.5	6.2	6.4	6.7	6.8
중국 JV			11								
매출원가	224	228	266	56	55	56	57.5	53.4	53.9	54.7	65.6
매출원가율(%)	85.6	85.5	85.2	85.6	85.1	85.5	86.2	85.9	85.0	85.2	85
매출총이익	38	39	48	9	10	9	9	9	10	10	12
판관비	23	22	27	5.5	6.2	5.9	5.5	5.8	5.4	5.1	6.2
판관비율(%)	8.8	8.6	8.6	8.4	9.5	9.0	8.2	9.3	8.5	8.0	8
영업이익	14.7	16.9	21	3.9	3.5	3.6	3.7	3.0	4.1	4.4	5.4
영업이익률(%)	5.6	6.3	6.6	6.0	5.4	5.5	5.5	4.8	6.5	6.9	7.0
지배주주순이익		13.2	18.4	0.0	3.6	0.0	0.0	2.8	3.4	2.3	4.7
YoY(%)											
매출액		1.9	17.5					-4.7	-2.4	-1.5	15.9
영업이익		14.8	23.1					-23.9	16.2	22.4	47.1

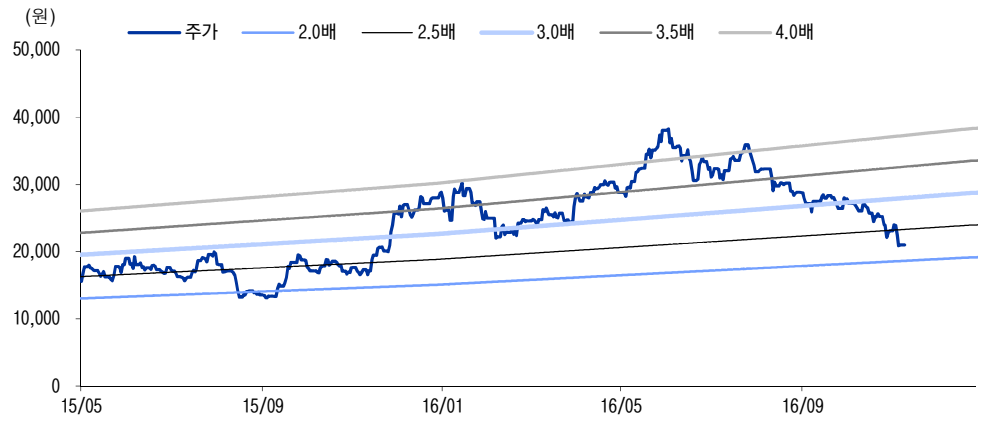
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림85 우리산업 PER 밴드 차트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림86 우리산업 PBR 밴드 차트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

우리산업 (215360)

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	0	126	145	167	194
현금 및 현금성자산	0	6	33	41	67
매출채권 및 기타채권	0	60	59	65	63
재고자산	0	59	51	60	63
기타유동자산	0	2	2	2	2
비유동자산	0	60	67	77	89
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	0	53	57	65	76
무형자산	0	6	8	10	11
자산총계	**0**	**186**	**212**	**244**	**283**
유동부채	0	117	126	139	151
매입채무 및 기타재무	0	54	60	70	80
단기금융부채	0	57	61	63	65
기타유동부채	0	6	5	6	6
비유동부채	0	14	17	18	21
장기금융부채	0	11	13	14	18
기타비유동부채	0	3	3	4	4
부채총계	0	131	143	156	172
지배주주지분	0	55	69	88	111
자본금	0	5	5	5	5
자본잉여금	0	40	40	40	40
이익잉여금	0	10	24	43	66
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**0**	**55**	**69**	**88**	**111**

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	**0**	**197**	**267**	**314**	**380**
매출원가	0	168	228	266	322
매출총이익	**0**	**28**	**39**	**48**	**58**
판매비 및 관리비	0	18	22	27	32
영업이익	**0**	**11**	**17**	**21**	**26**
(EBITDA)	0	17	27	34	42
금융손익	0	0	-2	2	2
이자비용	0	2	3	3	4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	2	4	1	2
세전계속사업이익	**0**	**13**	**19**	**25**	**30**
계속사업법인세비용	0	3	4	5	6
계속사업이익	0	10	15	19	24
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**0**	**10**	**15**	**19**	**24**
지배주주	0	10	15	18	23
총포괄이익	**0**	**10**	**15**	**19**	**24**
매출총이익률 (%)	n/a	14.4	14.7	15.3	15.3
영업이익률 (%)	n/a	5.5	6.3	6.6	6.9
EBITDA 마진률 (%)	n/a	8.6	10.2	11.0	11.0
당기순이익률 (%)	n/a	5.2	5.5	6.2	6.3
ROA (%)	n/a	n/a	7.3	8.1	8.6
ROE (%)	n/a	n/a	23.7	23.6	22.9
ROIC (%)	n/a	n/a	11.8	14.2	16.6

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	**0**	**28**	**38**	**29**	**49**
당기순이익(손실)	0	10	15	19	24
비현금수익비용가감	0	15	14	14	16
유형자산감가상각비	0	5	9	12	14
무형자산상각비	0	1	2	2	2
기타현금수익비용	0	0	4	0	0
영업활동 자산부채변동	0	3	9	-4	9
매출채권 감소(증가)	0	-1	0	-6	2
재고자산 감소(증가)	0	-2	8	-9	-3
매입채무 증가(감소)	0	8	4	10	10
기타자산, 부채변동	0	-1	-2	0	0
투자활동 현금	**0**	**-14**	**-14**	**-24**	**-28**
유형자산처분(취득)	0	-12	-11	-20	-24
무형자산 감소(증가)	0	-2	-3	-4	-4
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타투자활동	0	0	0	0	0
재무활동 현금	**0**	**-10**	**4**	**2**	**5**
차입금의 증가(감소)	0	-8	6	3	6
자본의 증가(감소)	0	0	0	-1	-1
배당금의 지급	0	0	0	1	1
기타재무활동	0	-2	-1	0	0
현금의 증가	**0**	**4**	**28**	**7**	**26**
기초현금	0	1	6	33	41
기말현금	0	6	33	41	67

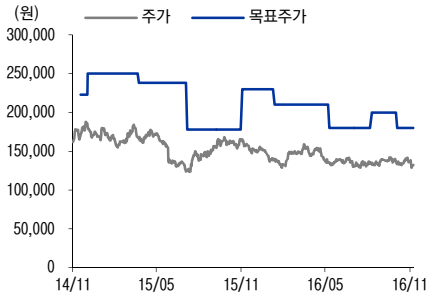
주: IFRS 연결 기준

자료: 우리산업, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
투자지표 (x)					
P/E	n/a	24.8	13.1	10.4	8.4
P/B	n/a	4.7	2.8	2.2	1.7
EV/EBITDA	n/a	18.9	8.5	6.6	4.9
P/CF	n/a	9.9	6.7	5.8	4.8
배당수익률 (%)	n/a	0.2	0.4	0.5	0.6
성장성 (%)					
매출액	n/a	n/a	35.7	17.5	21.3
영업이익	n/a	n/a	56.3	23.1	25.6
세전이익	n/a	n/a	44.6	32.4	23.2
당기순이익	n/a	n/a	41.5	32.9	23.2
EPS	n/a	n/a	41.5	26.1	23.2
안정성(%)					
부채비율	n/a	240.3	207.5	178.5	156.0
유동비율	n/a	107.4	115.0	120.6	128.5
순차입금/자기자본	n/a	113.8	58.3	40.8	13.8
영업이익/금융비용	n/a	5.6	5.0	7.6	7.4
총차입금 (십억원)	0	69	74	77	83
순차입금 (십억원)	0	62	40	36	15
주당지표 (원)					
EPS	n/a	1,131	1,600	2,018	2,487
BPS	n/a	5,985	7,542	9,587	12,104
CFPS	n/a	2,817	3,152	3,642	4,377
DPS	n/a	50	80	100	120

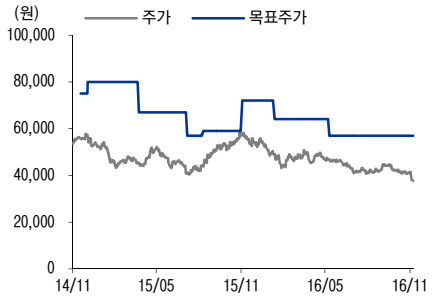
현대차 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격(원)	일시	투자의견	목표가격(원)
2014.11.24	Buy	223,000	2016.07.27	Buy	180,000
2014.12.09	Buy	250,000	2016.08.16	Buy	200,000
2015.03.30	Buy	238,000	2016.09.06	Buy	200,000
2015.04.24	Buy	238,000	2016.10.10	Buy	180,000
2015.07.13	Buy	178,000	2016.10.26	Buy	180,000
2015.07.24	Buy	178,000	2016.11.14	Buy	180,000
2015.11.09	담당자변경	유지웅	2016.11.15	Buy	180,000
2015.11.09	Buy	230,000			
2015.11.26	Buy	230,000			
2016.01.18	Buy	210,000			
2016.01.27	Buy	210,000			
2016.02.12	Buy	210,000			
2016.02.23	Buy	210,000			
2016.03.29	Buy	210,000			
2016.04.27	Buy	210,000			
2016.05.16	Buy	180,000			
2016.07.06	Buy	180,000			
2016.07.11	Buy	180,000			

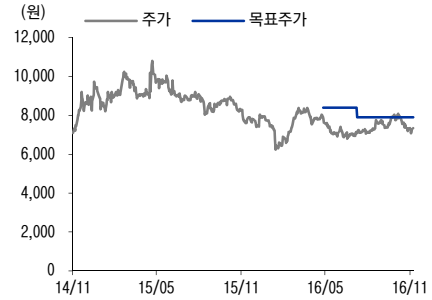
기아차 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격(원)	일시	투자의견	목표가격(원)
2014.11.24	Buy	75,000	2016.07.11	Buy	57,000
2014.12.09	Buy	80,000	2016.07.28	Buy	57,000
2015.03.30	Buy	67,000	2016.09.06	Buy	57,000
2015.04.14	Buy	67,000	2016.10.03	Buy	57,000
2015.04.27	Buy	67,000	2016.10.08	Buy	57,000
2015.07.13	Buy	57,000	2016.10.10	Buy	57,000
2015.07.27	Buy	57,000	2016.10.15	Buy	57,000
2015.08.17	Buy	59,000	2016.10.23	Buy	57,000
2015.08.21	Buy	59,000	2016.10.28	Buy	57,000
2015.11.09	담당자변경	유지웅	2016.11.01	Buy	57,000
2015.11.09	Buy	72,000	2016.11.15	Buy	57,000
2016.01.18	Buy	64,000			
2016.01.28	Buy	64,000			
2016.02.12	Buy	64,000			
2016.02.23	Buy	64,000			
2016.03.29	Buy	64,000			
2016.04.28	Buy	64,000			
2016.05.16	Buy	57,000			

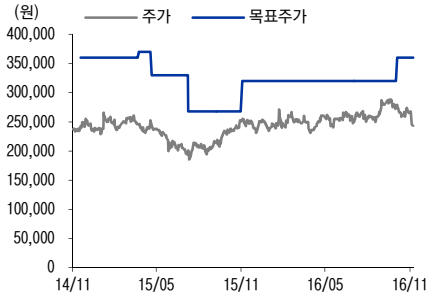
쌍용차 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격(원)	일시	투자의견	목표가격(원)
2016.05.03	담당자변경	유지웅			
2016.05.03	Hold	8,400			
2016.07.15	Hold	7,900			
2016.08.01	Hold	7,900			
2016.10.20	Hold	7,900			
2016.11.15	Hold	7,900			

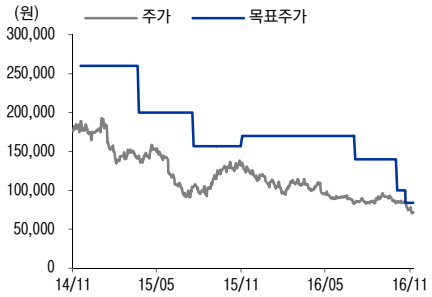
현대모비스 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격(원)	일시	투자의견	목표가격(원)
2014.11.24	Buy	360,000	2016.07.29	Buy	320,000
2014.12.09	Buy	360,000	2016.09.06	Buy	320,000
2015.03.30	Buy	370,000	2016.10.03	Buy	320,000
2015.04.14	Buy	370,000	2016.10.08	Buy	360,000
2015.04.27	Buy	330,000	2016.10.10	Buy	360,000
2015.07.15	Buy	268,000	2016.10.15	Buy	360,000
2015.07.27	Buy	268,000	2016.10.23	Buy	360,000
2015.11.09	담당자변경	유지웅	2016.10.29	Buy	360,000
2015.11.09	Buy	320,000	2016.11.06	Buy	360,000
2016.01.11	Buy	320,000	2016.11.15	Buy	360,000
2016.01.18	Buy	320,000			
2016.01.28	Buy	320,000			
2016.02.23	Buy	320,000			
2016.03.29	Buy	320,000			
2016.04.28	Buy	320,000			
2016.05.16	Buy	320,000			
2016.05.24	Buy	320,000			
2016.07.11	Buy	320,000			

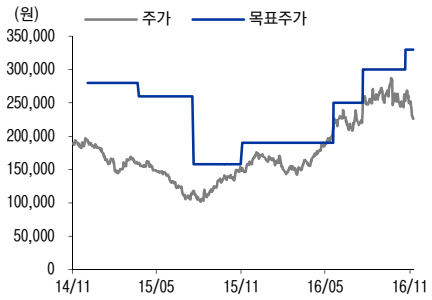
현대위아 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격(원)	일시	투자의견	목표가격(원)
2014.11.24	Buy	260,000	2016.10.28	Hold	84,000
2014.12.09	Buy	260,000	2016.11.15	Hold	84,000
2015.03.30	Buy	200,000			
2015.04.14	Buy	200,000			
2015.04.27	Buy	200,000			
2015.07.27	Buy	157,000			
2015.11.09	담당자변경	유지웅			
2015.11.09	Buy	170,000			
2016.01.18	Buy	170,000			
2016.01.28	Buy	170,000			
2016.02.22	Buy	170,000			
2016.02.23	Buy	170,000			
2016.03.29	Buy	170,000			
2016.04.28	Buy	170,000			
2016.07.11	Buy	140,000			
2016.07.28	Buy	140,000			
2016.09.06	Buy	140,000			
2016.10.10	Hold	100,000			

만도 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격(원)	일시	투자의견	목표가격(원)
2014.12.09	Buy	280,000	2016.10.10	Buy	300,000
2015.03.30	Buy	260,000	2016.10.28	Buy	330,000
2015.04.14	Buy	260,000	2016.10.29	Buy	330,000
2015.07.27	Buy	158,000	2016.11.06	Buy	330,000
2015.08.19	Buy	158,000	2016.11.08	Buy	330,000
2015.11.09	담당자변경	유지웅	2016.11.14	Buy	330,000
2015.11.09	Buy	190,000	2016.11.15	Buy	330,000
2016.01.18	Buy	190,000			
2016.02.05	Buy	190,000			
2016.02.23	Buy	190,000			
2016.03.29	Buy	190,000			
2016.04.29	Buy	190,000			
2016.05.25	Buy	250,000			
2016.07.12	Buy	250,000			
2016.07.28	Buy	300,000			
2016.08.16	Buy	300,000			
2016.10.03	Buy	300,000			
2016.10.04	Buy	300,000			

한온시스템 목표주가 추이

투자의견 변동내역

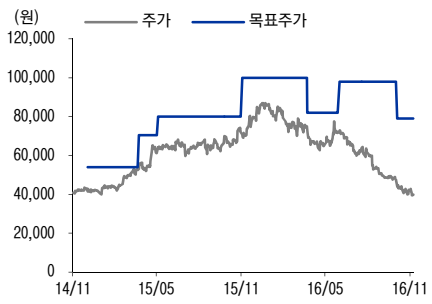
일시	투자의견	목표가격(원)	일시	투자의견	목표가격(원)
2015.03.30	Hold	42,000	2016.10.29	Buy	15,000
2015.04.14	Hold	42,000	2016.11.06	Buy	15,000
2015.10.01	Hold	42,000	2016.11.07	Buy	15,000
2015.11.09	담당자변경	유지웅	2016.11.15	Buy	15,000
2015.11.09	Buy	60,000			
2016.01.18	Hold	60,000			
2016.02.17	Hold	12,000			
2016.03.29	Hold	12,000			
2016.05.11	Hold	12,000			
2016.05.24	Buy	13,500			
2016.07.11	Buy	13,500			
2016.08.11	Buy	13,500			
2016.08.16	Buy	13,500			
2016.10.03	Buy	13,500			
2016.10.08	Buy	15,000			
2016.10.10	Buy	15,000			
2016.10.15	Buy	15,000			
2016.10.23	Buy	15,000			

한라홀딩스 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격(원)	일시	투자의견	목표가격(원)
2014.12.09	Buy	100,000			
2015.05.11	Buy	89,000			
2015.05.18	Buy	89,000			
2015.11.30	담당자변경	유지웅			
2015.11.30	Buy	72,000			
2016.02.05	Buy	72,000			
2016.03.08	Hold	60,000			
2016.03.29	Hold	60,000			
2016.08.01	Buy	84,000			
2016.08.17	Buy	84,000			
2016.10.08	Buy	100,000			
2016.10.10	Buy	100,000			
2016.10.15	Buy	100,000			
2016.10.23	Buy	100,000			
2016.10.29	Buy	100,000			
2016.11.06	Buy	100,000			
2016.11.15	Buy	100,000			

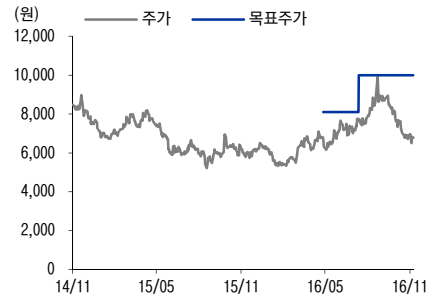
S&T모티브 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격(원)	일시	투자의견	목표가격(원)
2014.12.09	Buy	54,000			
2015.03.30	Buy	70,500			
2015.04.14	Buy	70,500			
2015.04.24	Buy	70,500			
2015.05.11	Buy	80,000			
2015.08.04	Buy	80,000			
2015.11.09	담당자변경	유지웅			
2015.11.09	Buy	100,000			
2016.03.29	Buy	82,000			
2016.04.27	Buy	82,000			
2016.06.07	Buy	98,000			
2016.07.28	Buy	98,000			
2016.08.19	Buy	98,000			
2016.10.10	Buy	79,000			
2016.11.01	Buy	79,000			
2016.11.15	Buy	79,000			

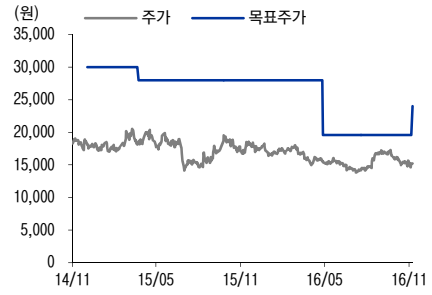
화신 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격(원)	일시	투자의견	목표가격(원)
2016.05.03	담당자변경	유지웅			
2016.05.03	Buy	8,100			
2016.05.17	Buy	8,100			
2016.07.19	Buy	10,000			
2016.08.16	Buy	10,000			
2016.11.15	Buy	10,000			

에스엘 목표주가 추이



투자의견 변동내역

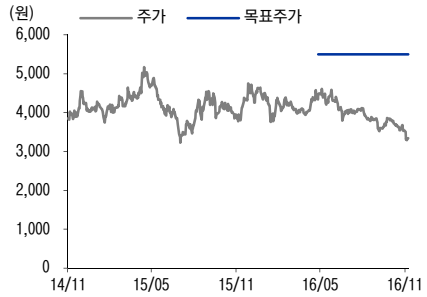
일시	투자의견	목표가격(원)	일시	투자의견	목표가격(원)
2014.12.09	Buy	30,000			
2015.03.30	Buy	28,000			
2015.04.14	Buy	28,000			
2015.10.01	Buy	28,000			
2016.05.03	담당자변경	유지웅			
2016.05.03	Buy	19,600			
2016.05.17	Buy	19,600			
2016.11.15	Buy	24,000			

우리산업 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격(원)	일시	투자의견	목표가격(원)
2016.05.03	담당자변경	유지웅			
2016.05.03	Buy	38,000			
2016.05.17	Buy	38,000			
2016.05.24	Buy	40,000			
2016.07.19	Buy	40,000			
2016.08.01	Buy	46,000			
2016.11.15	Buy	46,000			

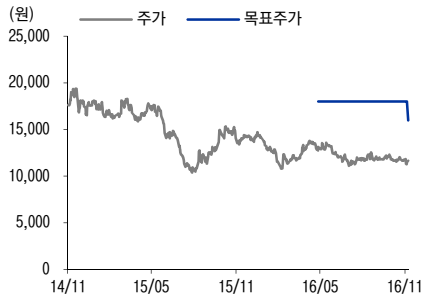
삼기오토모티브 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격(원)	일시	투자의견	목표가격(원)
2016.05.03	담당자변경	유지웅			
2016.05.03	Buy	5,500			
2016.05.17	Buy	5,500			
2016.08.16	Buy	5,500			
2016.11.15	Buy	5,500			

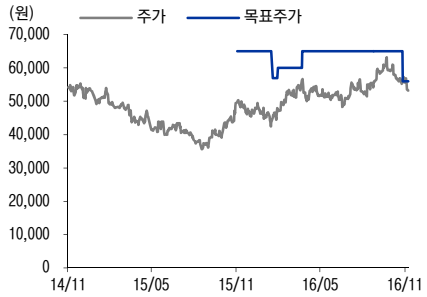
평화정공 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격(원)	일시	투자의견	목표가격(원)
2016.05.03	Buy	18,000			
2016.05.17	Buy	18,000			
2016.11.08	Buy	18,000			
2016.11.15	Buy	16,000			

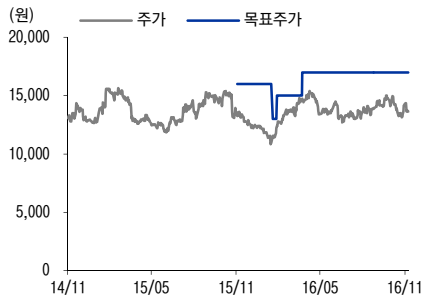
한국타이어 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격(원)	일시	투자의견	목표가격(원)
2015.11.09	담당자변경	유지웅			
2015.11.09	Buy	65,000			
2016.01.25	Buy	57,000			
2016.03.29	Buy	65,000			
2016.05.02	Buy	65,000			
2016.05.20	Buy	65,000			
2016.08.17	Buy	65,000			
2016.09.19	Buy	65,000			
2016.10.10	Hold	65,000			
2016.11.02	Hold	56,000			
2016.11.06	Hold	56,000			
2016.11.15	Hold	56,000			

넥센타이어 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격(원)	일시	투자의견	목표가격(원)
2015.11.09	담당자변경	유지웅			
2015.11.09	Hold	16,000			
2016.01.25	Hold	13,000			
2016.02.03	Buy	15,000			
2016.03.29	Buy	17,000			
2016.05.20	Buy	17,000			
2016.09.19	Buy	17,000			
2016.10.10	Buy	17,000			
2016.11.04	Buy	17,000			
2016.11.06	Buy	17,000			
2016.11.15	Buy	17,000			

금호타이어 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격(원)	일시	투자의견	목표가격(원)
2015.11.09	담당자변경	유지웅			
2015.11.09	Buy	8,800			
2015.11.17	Buy	8,800			
2016.01.25	Buy	8,000			
2016.03.29	Hold	8,000			
2016.05.17	Hold	8,000			
2016.05.20	Hold	8,000			
2016.07.14	Hold	8,600			
2016.09.19	Hold	8,600			
2016.10.10	Hold	11,000			
2016.10.11	Hold	11,000			
2016.11.15	Hold	11,000			

Compliance Notice

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

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 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 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)	+20% 이상 기대 -20% ~ +20% -20% 이하 기대	91.0% 9.0%	2015 년 2 월 2 일부터 당사 투자등급이 기존 4 단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3 단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2015. 10. 1 ~ 2016. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)