

자동차/부품

1분기가 가장 괴로운 시점

비중확대 (유지)

정용진 ☎ 02) 3772-1591
 ✉ yjjung86@shinhan.com

강수연 ☎ 02) 3772-1552
 ✉ sykang@shinhan.com

- ◆ 완성차 판매 부진과 환율 하락으로 실적에 대한 우려 확산
- ◆ 1Q17 프리뷰: 리콜 비용과 중국 부진에 노출된 업체는 컨센서스 하회
- ◆ 투자의견 '비중확대' 유지, 최선호주 만도/기아차

완성차 판매 부진과 환율 하락으로 실적에 대한 우려 확산

1분기 완성차 판매 실적은 시장 기대치를 크게 하회했다. 소매 판매 기준으로 현대차 105.9만대(-2.9%, 이하 YoY), 기아차 64.0만대(-6.4%)를 기록했다. 최대 자동차 시장인 미국과 중국 부진이 문제다. 원화 강세의 영향으로 주요 통화도 큰 폭으로 하락했다.

1Q17 프리뷰: 리콜 비용과 중국 부진에 노출된 업체는 컨센서스 하회

세타2 엔진의 리콜 총당금을 2천억원씩 반영해 현대차 영업이익 1.02조원(-24.1%), 기아차 3,549억원(-44.0%)으로 컨센서스를 하회하겠다. 부품 업체들은 중국에 대한 노출도가 실적을 좌우하겠다. 중국 비중이 크고, 고객사가 그룹사로 한정적인 모비스와 위아는 각각 영업이익 6,557억원(-8.7%)/498억원(-37.8%)으로 컨센서스를 하회하겠다. 고객이 다각화되거나(만도, 한온시스템) 중국 비중이 낮은 업체(S&T모티브)는 컨센서스에 부합할 전망이다.

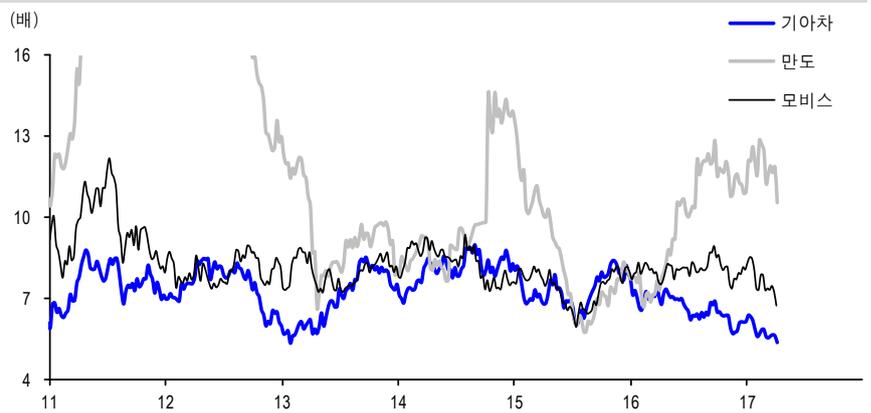
투자의견 '비중확대' 유지, 최선호주 기아차/만도

1분기 실적은 전반적으로 부진하다. 하지만 1) 우려가 주가에 기반영했다. 실적을 하향 조정 하더라도 완성차 평균 17F PER은 6.5배로 저평가다. 2) 전년도 과업에 따른 기저효과와 신흥국향 수출 회복으로 하반기에는 신차 판매 고성장(+7.0% YoY)이 기대된다. 완성차 중에서는 밸류에이션 매력(17F PER 5.3배)을 갖춘 기아차, 부품사 중에서는 상반기 실적도 견조한 만도를 선호한다.

Top Picks

종목명	투자 의견	현재주가 (4월 10 일, 원)	목표 주가 (원)	상승 여력 (%)
기아차 (000270)	매수	35,550	48,000	35.0
만도 (204320)	매수	229,000	320,000	39.7

주요 업체의 12MF PER 추이



자료: Quantwise, 신한금융투자

1분기 소매 판매:

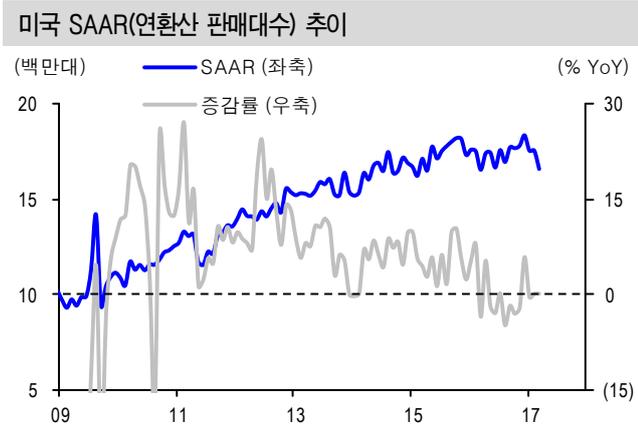
현대차 -2.9%, 기아차 -6.4%

미국과 중국에서 촉발된 1분기 완성차 판매 부진

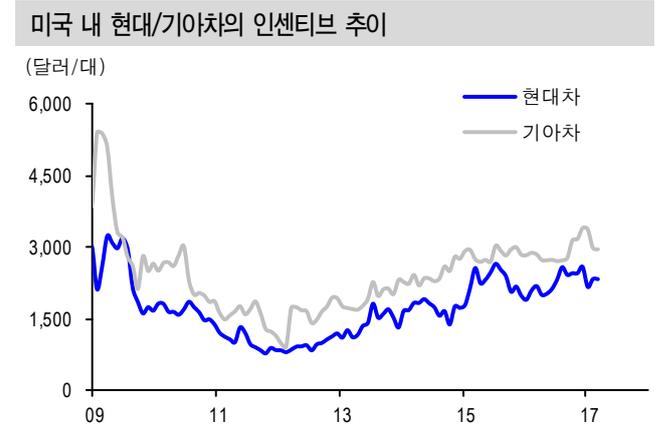
1분기 완성차 판매 실적은 시장 기대치를 크게 하회했다. 소매 판매 기준으로 현대차 105.9만대(-2.9%, 이하 YoY), 기아차 64.0만대(-6.4%)를 기록했다. 최대 자동차 시장인 미국과 중국 부진이 문제다. 미국 소매 판매는 현대차 16.9만대(-2.6%), 기아차 12.8만대(-12.7%)에 그쳤다. 중국 소매 판매는 현대차 20.6만대(-14.4%), 기아차 8.9만대(-35.6%)로 한층 더 부진하다.

미국 신차 수요는 2016년 1,756만대를 정점으로 하향 안정화될 전망이다. 금리 인상과 수입 관세 이슈로 수요가 둔화될 가능성이 커지고 있다. 1분기 미국 신차 판매는 403만대(-1.6% YoY)로 금융위기 이후 처음으로 분기 기준 역성장을 기록했다. 수요 둔화로 업체간 경쟁은 치열해졌다. 산업 평균 인센티브는 대당 3,523달러(+15.9% YoY, -2.3% QoQ)로 높아졌다. 업체별 대당 인센티브는 현대차 2,286달러(+10.7% YoY, -9.0% QoQ), 기아차 3,096달러(+8.9% YoY, -4.1% QoQ)를 기록했다. 산업 평균 상승률보다는 낮지만 부담스러운 상승세를 이어가고 있다.

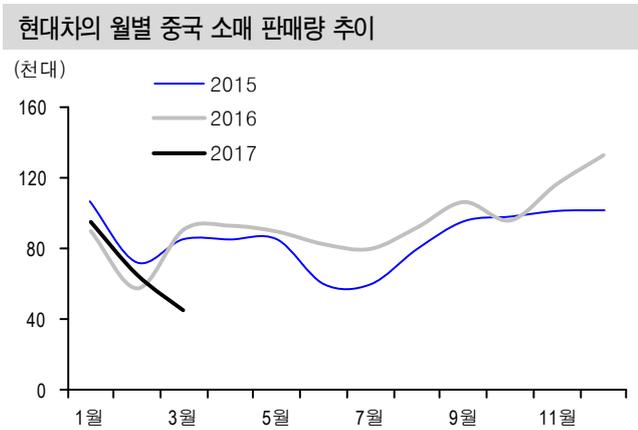
중국은 예상치 못했던 복병이다. 1분기 현대/기아차 합산 소매 판매는 29만대(-22.1%)로 급감했다. 1.6리터 이하급 차량 구매시 소비세 인하 혜택이 축소된 상황에서 업체간 과도한 경쟁이 수요를 억지로 지탱하는 상황이다. 한국산 제품에 대한 중국 소비자들의 심리도 급랭했다. 판매 부진을 틈타 중국 자동차 딜러상들의 고질적인 문제도 불거졌다. 기아차 딜러들은 늘어난 재고를 빌미로 추가 인센티브 지급을 요구하며 연초부터 판매 불응에 나서고 있다. 단기간 내 문제가 해결되기는 어려워 보인다.



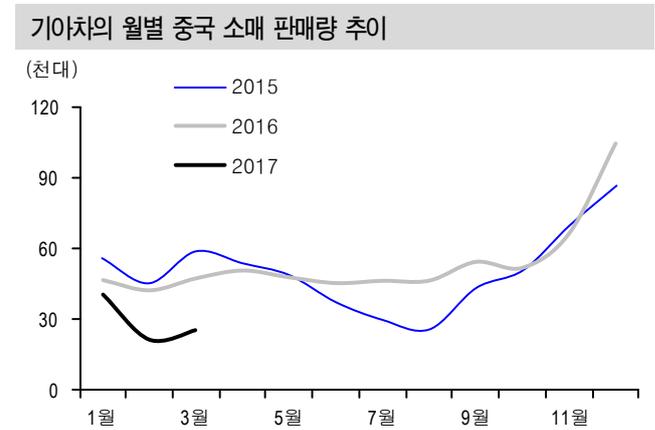
자료: Bloomberg, 신한금융투자



자료: TrueCar, 신한금융투자



자료: CAAM, 신한금융투자



자료: CAAM, 신한금융투자

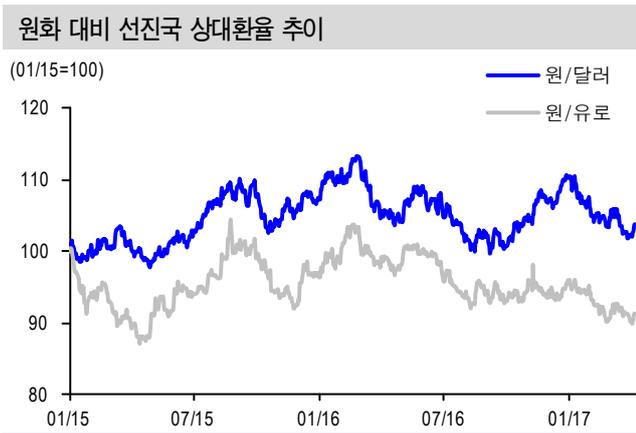
부정적: 원/달러 -7.5%, 원/유로 -6.0%
vs
긍정적: 원/루블 +21.7%, 원/헤알 +18.9%

원화 강세도 부정적이거나 신흥국 통화 강세로 일부 상쇄

원화 강세의 영향으로 가장 중요한 3가지 통화가 전부 큰 폭으로 하락했다. 전년 동기 대비 평균환율은 원/달러 -4.0%, 원/유로 -7.3%, 원/위안 -8.9%를 각각 기록했다. 원화 강세가 가파르게 진행됐기 때문에 기말환율도 큰 폭으로 하락했다. 직전 분기와 비교한 기말환율은 원/달러 -7.5%, 원/유로 -6.0%, 원/위안 -6.5%에 달한다.

완성차 업체의 1분기 출하량 중 달러/유로/위안에 노출된 비중은 현대차 50.6%, 기아차 53.3%에 이른다(북미/유럽/중국 리테일 판매 비중). 이를 감안하면 환율 변화에 따라 양사 매출은 현대차 -1.1%, 기아차 -2.4% 하락한 것으로 추정된다.

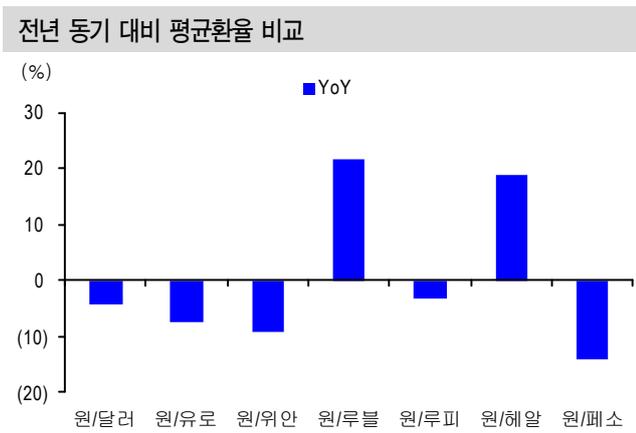
신흥국 통화의 강세는 원화 강세의 영향을 일부 상쇄할 수 있다. 전년 동기 대비 평균 환율로 원/루블 +21.7%, 원/헤알 +18.9%를 기록했다. 현대차의 러시아/브라질 판매량 비중은 10.4%에 이른다. 인도/중동/동남아 등을 포함하면 33.2%까지 올라간다. 신흥국 통화의 전반적인 강세가 주요 통화의 약세를 상쇄하겠다. 신흥국 비중이 높은 현대차가 기아차 대비 환율 영향에서 상대적으로 자유로울 전망이다.



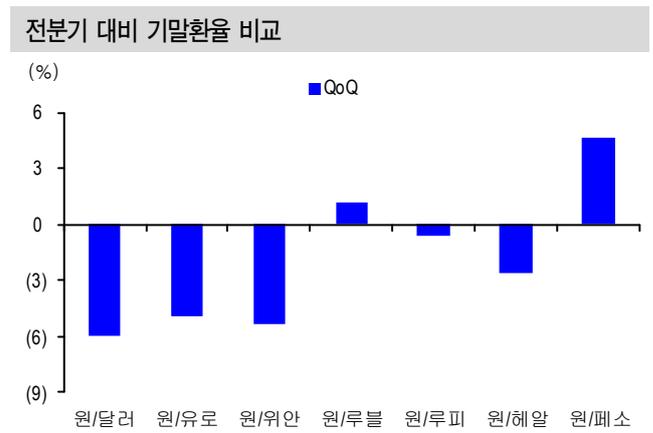
자료: Bloomberg, 신한금융투자



자료: Bloomberg, 신한금융투자



자료: Bloomberg, 신한금융투자 / 주: 외화 노출도 순으로 정렬



자료: Bloomberg, 신한금융투자 / 주: 외화 노출도 순으로 정렬

베이징현대/동풍열달기차의 판매 부진
→ 현대/기아차 외 고객 확보가 실적
안정성을 담보

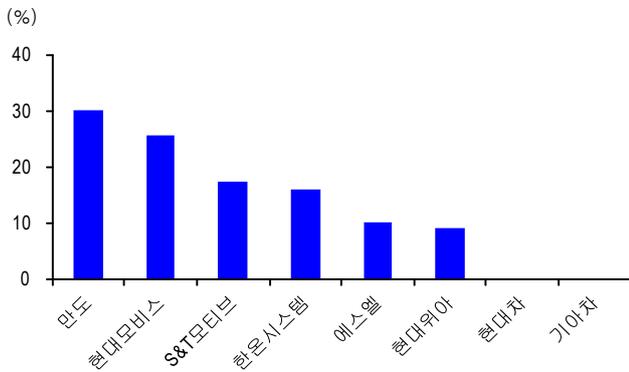
부품사 1분기 실적은 중국에 대한 노출도가 좌우

완성차 판매 둔화는 부품 업체의 전반적인 실적 부진으로 이어지겠다. 가동률이 급감한 중국이 가장 큰 변동성 요인이다. 완성차 업체는 중국 주요 법인들을 합작 형태(JV 지분 50% 보유)로 보유하고 있어 지분법으로 인식한다. 따라서 현대차와 기아차의 중국 매출 기여도는 0%이다. 중국의 순이익 기여도(2016년 실적 기준 중국 지분법손익/전체 당기순손익 비중)도 현대차 10.4%, 기아차 4.8%로 낮다.

반면 부품 업체들은 중국 사업 호조와 고객 다각화를 통해 전체 실적에서 중국이 차지하는 비중이 매우 높다. 만도의 경우 전체 매출에서 중국 비중이 30.2%에 이르고, 영업이익 중 비중은 64.5%로 추정된다. 주요 6개 부품 업체의 평균 중국 매출 비중은 18.0%이고, 영업이익 비중은 25.4% 다. 완성차의 중국 판매 실적 부진은 완성차 실적보다 부품 업체에게 치명적이다.

부품 업체별 실적은 1) 중국에 대한 노출도, 2) 중국 내 다양한 고객사 확보에 따라 차별화 되겠다. 만도의 중국 이익 기여도는 64.5%에 이르지만 중국 매출 중 현대차와 기아차의 비중은 각각 30%, 13%로 경쟁사 대비 낮다. Geely 비중이 18%, GM이 16%를 차지하고 있어 고객 다각화를 통한 수익성 확보가 가능하다. 중국에 대한 노출도가 크고, 현대/기아차 집중도가 높은 현대위아와 현대모비스의 실적이 가장 부진할 전망이다.

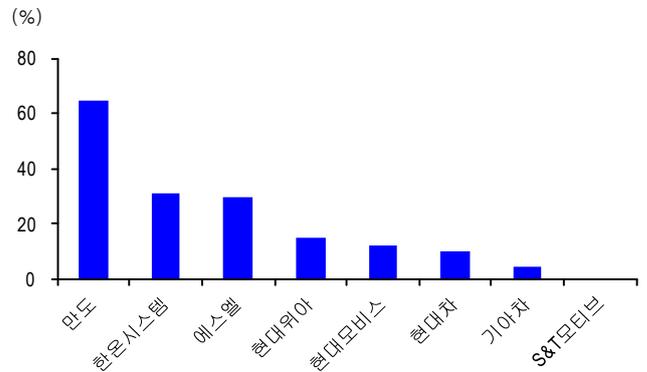
주요 업체들의 전체 매출 중 중국 비중 (2016년 기준)



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 완성차의 경우 중국법인을 지분법 대상으로 인식해 매출 비중 없음

주요 업체들의 전체 이익 중 중국 비중 (2016년 기준)



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주1: 완성차의 경우 중국법인 지분법손익과 당기순손익의 비율

주2: 부품업체들의 경우 중국 영업이익의 비중 추정치

주3: 현대위아는 연결 대상과 지분법 대상 중국 법인이 혼재해 있어 실제 중국 비중은 상기 수치보다 큼

주요 업체별 중국 매출 중 고객 비중

(%)	현대	기아	현대/기아	GM	Ford	Geely	장성	장안	FCA	FAW	기타
현대위아	64	36	100								0
현대모비스	56	34	90							6	4
한온시스템	46	14	60		4	20	4				13
만도	30	13	43		16		18	8	4		11
S&T모터브			0		100						0

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정 / 주: 한온시스템과 현대위아는 당사 추정치

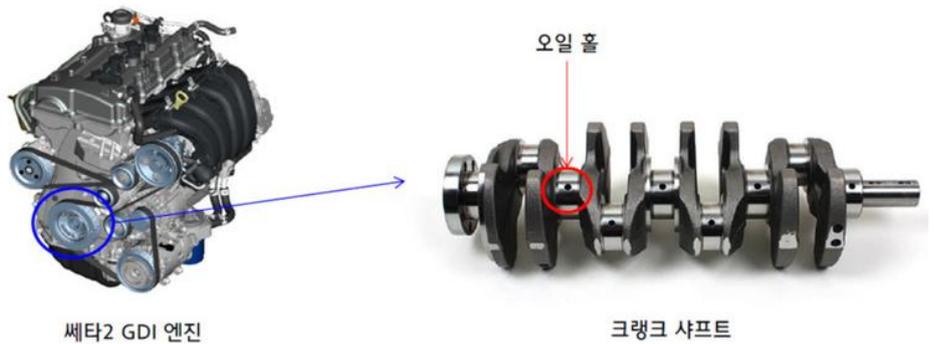
리콜 총당금 추정
현대차 2,003억원, 기아차 1,945억원

세타2 GDI 엔진 리콜 비용은 1분기 중 반영

세타2 GDI 엔진에 대한 리콜이 결정됐다. 국내 17만대, 미국 119만대 규모다. 2015년 9월 북미 쏘나타 리콜부터 시작된 세타2 엔진에 대한 우려가 비로소 일단락됐다. 아쉬운 점은 북미 리콜 이후 1년 반이나 걸려 국내 리콜이 결정된 점이다. 엔진 리콜은 대규모 작업으로 신중한 판단이 필요하지만 국내 역차별 논란이 지속된 점은 기업 이미지에 부정적이다. 아쉽지만 이번 결정을 토대로 대응이 신속해질 것으로 기대한다.

리콜 총당금은 현대차 2,003억원, 기아차 1,945억원으로 추정한다. 현대차의 리콜대수 69만대에 실제 교체율 3%, 엔진 교체 비용 300만원을 적용하면 엔진 교체에 따른 비용은 622억원이다. NHTSA(미국 도로교통청)에 신고한 현대차의 교환 예상 비율은 2%다. 실제 불량률은 0.01~0.1%였다. 교체율 3%는 충분히 보수적인 수치다. 엔진 교체에 필요한 전수조사 비용, 공임비, 렌트 지원비는 차량당 총 20만원으로 가정했다. 리콜 부대비용은 1,382억원(69만대*20만원)으로 추정한다. 기아차도 같은 가정으로 추정했다.

세타2 GDI 엔진 결함 부위



자료: 언론 자료

세타2 GDI 엔진 리콜 개요				
지역	업체	차종	리콜대수	원인
국내	현대차	쏘나타 / 그랜저	118,762	크랭크샤프트 오일홀 가공 공정 불량
	기아차	K5 / K7 / 스포티지	52,586	
미국	현대차	쏘나타 / 싼타페	572,000	크랭크샤프트 핀 표면 가공 불량
	기아차	K5 / 스포티지 / 쏘렌토	618,160	

자료: 국토부, NHTSA, 신한금융투자

1Q17 프리뷰: 리콜 비용과 중국 부진에 노출된 업체는 컨센서스 하회

현대차: 신형 그랜저로 내수 방어
기아차: 판매 부진하나 환보충 환입

1분기 현대차의 영업이익은 1.02조원(-24.1%, 이하 YoY)으로 시장 기대치(1.27조원)를 하회하겠다. 세타2 GDI 엔진 리콜에 따른 충당금 2,003억원을 반영했다. 일회성 이슈를 제외한 영업이익은 1.22조원으로 컨센서스에 부합한다. 신형 그랜저의 양호한 판매가 이어져 내수 판매의 21%를 차지했다. 그랜저 확대를 통한 판매 믹스 개선이 수출 부진(-8.7%)을 상쇄했다.

기아차의 영업이익은 3,549억원(-44.0%)으로 시장 기대치(5,590억원)을 크게 하회하겠다. 현대차와 마찬가지로 리콜 충당금 1,945억원을 반영했다. 이슈를 제외한 영업이익은 5,494억원으로 컨센서스에 부합한다. 신형 모닝 출시를 제외하면 주력 모델의 노후화가 진행되고 있어 내수 판매(-4.9%)가 부진했다. 수출이 상대적으로 양호(-0.2%)했으나 전체적인 판매 실적은 기대치를 하회했다. 다만 기말환율 하락으로 천억원 규모의 외화충당금 환입을 반영했다.

모비스/위아 컨센서스 하회, 현대기아에 대한 높은 중국 의존도

현대모비스의 영업이익은 6,557억원(-8.7%)으로 시장 기대치(7,141억원)를 하회하겠다. 원화 강세로 AS사업부 마진은 2%p(YoY) 하락한 16.6%를 기록하겠다. 모달사업부 마진은 현대/기아차의 중국 공장 가동률 부진으로 3.2%(-0.6%p)로 하락했을 전망이다.

한온/만도/S&T 컨센서스 부합, 고객 다각화 및 친환경 부품 대응

현대위아의 영업이익은 498억원(-37.8%)으로 시장 기대치(661억원)를 하회하겠다. 중국 매출에서 동풍열달기차 비중이 36%로 주요 부품사 중 가장 높다. 1분기 동풍열달기차의 가동률이 41.2%(-35.7%p)에 그쳐 동사의 중국 가동률에도 부정적이다. 기계 부문도 수주 공백기가 지속되고 있어 영업적자 -4.1%(적자전환)를 이어가겠다.

에스엘 컨센서스 하회, GM의 일시적 판매 둔화

한온시스템의 영업이익은 1,055억원(+0.6%)으로 시장 기대치(1,097억원)에 부합하겠다. 중국 매출 중 동풍열달기차 비중이 14%에 불과하다. 아이오닉/니로의 본격적인 수출 확대로 단가가 2~4배 높은 친환경차 시스템 매출이 늘어나고 있다. 현대/기아차의 1분기 친환경차 판매는 5만대로 전년 동기 대비 3배 이상 늘었다.

만도의 영업이익은 643억원(+14.9%)으로 시장 기대치(651억원)에 부합하겠다. 중국 매출에서 38%를 차지하고 있는 로컬 OEM 중 최중요 고객사인 Geely(로컬 OEM 중 47%)의 판매가 급증하고 있어 실적 안정성을 확보했다. 2월까지 누적 21만대를 판매해 전년 동기 대비 120% 증가했다. 기저효과를 감안하면 올 상반기까지 판매 급증세가 이어질 전망이다.

S&T모티브의 영업이익은 253억원(-4.5%)으로 시장 기대치(263억원)에 부합하겠다. 지난 분기 예정되어 있는 K2 개량형 납품이 올해 상반기까지 지연돼 방산 실적이 견조하다. 다만 달러 순자산을 2,200억원 이상 보유하고 있어 원화 강세에 따른 외환차손이 발생하겠다. 순이익은 118억원으로 시장 기대치(160억원)를 하회하겠다.

에스엘의 영업이익은 212억원(+19.1%)으로 시장 기대치(258억원)를 하회하겠다. 주요 고객 중 한국GM은 신형 크루즈 생산 차질로 예상보다 부진한 3.8만대(+0.3%) 출하를 기록했다. 미국GM의 감산 뉴스와 중국 완성차 업황 부진을 고려해 1분기 실적은 하향 조정했으나 다각화된 고객선(브라질/아르헨티나 등 수주)을 감안하면 하반기까지 실적 개선이 이어지겠다.

주요 업체별 1Q17 실적 요약								
(십억원, %)	1Q17F	4Q16	QoQ	1Q16	YoY	신한기준	컨센서스	
현대차	매출액	22,365	24,538	(8.9)	22,351	0.1	22,895	22,671
	영업이익	1,019	1,021	(0.2)	1,342	(24.1)	1,354	1,265
	세전이익	1,473	1,267	16.2	2,163	(31.9)	1,889	1,796
	순이익	1,065	1,000	6.5	1,687	(36.9)	1,366	1,295
	영업이익률	4.6	4.2		6.0		5.9	5.6
	순이익률	4.8	4.1		7.5		6.0	5.7
기아차	매출액	12,643	12,915	(2.1)	12,649	(0.1)	12,324	12,624
	영업이익	355	532	(33.3)	634	(44.0)	548	559
	세전이익	731	456	60.2	1,047	(30.2)	889	798
	순이익	552	320	72.6	945	(41.5)	672	597
	영업이익률	2.8	4.1		5.0		4.4	4.4
	순이익률	4.4	2.5		7.5		5.5	4.7
현대모비스	매출액	9,098	10,290	(11.6)	9,340	(2.6)	9,952	9,400
	영업이익	656	680	(3.6)	718	(8.7)	780	714
	세전이익	999	890	12.3	1,101	(9.2)	1,121	1,027
	순이익	734	694	5.8	793	(7.4)	821	756
	영업이익률	7.2	6.6		7.7		7.8	7.6
	순이익률	8.1	6.7		8.5		8.3	8.0
현대위아	매출액	1,810	2,058	(12.1)	1,839	(1.6)	1,904	1,925
	영업이익	50	28	78.2	80	(37.8)	62	66
	세전이익	27	51	(47.7)	67	(60.3)	51	58
	순이익	21	23	(9.5)	49	(57.5)	40	45
	영업이익률	2.8	1.4		4.4		3.2	3.4
	순이익률	1.1	1.1		2.6		2.1	2.3
한온시스템	매출액	1,366	1,502	(9.1)	1,428	(4.4)	1,495	1,453
	영업이익	105	116	(9.1)	105	0.6	113	110
	세전이익	104	122	(14.6)	104	(0.3)	118	110
	순이익	73	95	(22.3)	69	7.3	84	78
	영업이익률	7.7	7.7		7.3		7.6	7.6
	순이익률	5.4	6.3		4.8		5.6	5.4
만도	매출액	1,352	1,703	(20.6)	1,366	(1.0)	1,349	1,414
	영업이익	64	109	(41.3)	56	14.9	65	65
	세전이익	52	113	(53.7)	52	0.3	59	58
	순이익	37	75	(50.7)	40	(6.6)	42	43
	영업이익률	4.8	6.4		4.1		4.8	4.6
	순이익률	2.7	4.4		2.9		3.1	3.1
S&T모티브	매출액	308	316	(2.7)	285	7.9	307	305
	영업이익	25	1	2,490.8	26	(4.5)	26	26
	세전이익	18	5	228.1	27	(33.7)	21	23
	순이익	12	(3)	흑전	17	(30.2)	15	16
	영업이익률	8.2	0.3		9.3		8.5	8.6
	순이익률	3.8	(0.9)		5.9		4.8	5.2
에스엘	매출액	384	446	(13.8)	363	5.9	394	411
	영업이익	21	22	(2.8)	18	19.1	24	26
	세전이익	32	39	(18.5)	30	7.5	37	38
	순이익	22	34	(34.2)	20	9.5	27	26
	영업이익률	5.5	4.9		4.9		6.1	6.3
	순이익률	5.8	7.6		5.6		6.9	6.4

자료: 신한금융투자

주요 업체별 실적 추이 및 전망													
(십억원, %)		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F	2019F
현대차	매출	22,351	24,677	22,084	24,538	22,365	24,678	25,366	24,876	93,649	97,286	100,276	104,824
	영업이익	1,342	1,762	1,068	1,021	1,019	1,581	1,485	1,482	5,194	5,566	5,970	6,440
	세전이익	2,163	2,382	1,495	1,267	1,473	2,146	2,033	2,033	7,307	7,686	8,173	8,772
	순이익	1,687	1,658	1,061	1,000	1,065	1,556	1,469	1,475	5,406	5,565	5,904	6,380
	영업이익률	6.0	7.1	4.8	4.2	4.6	6.4	5.9	6.0	5.5	5.7	6.0	6.1
	순이익률	7.5	6.7	4.8	4.1	4.8	6.3	5.8	5.9	5.8	5.7	5.9	6.1
기아차	매출	12,649	14,450	12,699	12,915	12,643	13,673	12,911	13,644	52,713	52,871	54,906	57,456
	영업이익	634	771	525	532	355	552	603	712	2,461	2,222	2,631	2,886
	세전이익	1,047	1,060	879	456	731	821	893	997	3,442	3,442	3,933	4,317
	순이익	945	826	664	320	552	616	667	743	2,755	2,579	2,950	3,193
	영업이익률	5.0	5.3	4.1	4.1	2.8	4.0	4.7	5.2	4.7	4.2	4.8	5.0
	순이익률	7.5	5.7	5.2	2.5	4.4	4.5	5.2	5.4	5.2	4.9	5.4	5.6
현대모비스	매출	9,340	9,854	8,778	10,290	9,098	10,086	10,151	10,128	38,262	39,463	42,231	44,495
	영업이익	718	785	722	680	656	734	778	776	2,905	2,944	3,164	3,533
	세전이익	1,101	1,162	959	890	999	1,092	1,132	1,104	4,111	4,327	4,561	4,978
	순이익	793	846	704	694	734	802	828	807	3,038	3,172	3,362	3,676
	영업이익률	7.7	8.0	8.2	6.6	7.2	7.3	7.7	7.7	7.6	7.5	7.5	7.9
	순이익률	8.5	8.6	8.0	6.7	8.1	8.0	8.2	8.0	7.9	8.0	8.0	8.3
현대위아	매출	1,839	1,949	1,744	2,058	1,810	2,108	1,982	2,042	7,589	7,942	8,959	9,144
	영업이익	80	91	64	28	50	74	78	83	263	285	371	399
	세전이익	67	90	26	51	27	72	73	86	233	257	348	401
	순이익	49	58	1	23	21	56	57	67	131	201	271	313
	영업이익률	4.4	4.7	3.7	1.4	2.8	3.5	4.0	4.1	3.5	3.6	4.1	4.4
	순이익률	2.6	3.0	0.0	1.1	1.1	2.7	2.9	3.3	1.7	2.5	3.0	3.4

자료: 신한금융투자

주요 업체별 실적 추정 변경										
(십억원)		변경 전			변경 후			변경률 (%)		
		2017F	2018F	2019F	2017F	2018F	2019F	2017F	2018F	2019F
현대차	매출액	97,689	99,678		97,286	100,276	104,824	(0.4)	0.6	
	영업이익	5,956	6,332		5,566	5,970	6,440	(6.5)	(5.7)	
	세전이익	8,434	8,906		7,686	8,173	8,772	(8.9)	(8.2)	
	순이익	6,107	6,434		5,565	5,904	6,380	(8.9)	(8.2)	
기아차	매출액	53,037	54,797	56,342	52,871	54,906	57,456	(0.3)	0.2	2.0
	영업이익	2,494	2,699	2,915	2,222	2,631	2,886	(10.9)	(2.5)	(1.0)
	세전이익	3,870	4,140	4,431	3,442	3,933	4,317	(11.1)	(5.0)	(2.6)
	순이익	2,901	3,107	3,278	2,579	2,950	3,193	(11.1)	(5.1)	(2.6)
현대모비스	매출액	39,795	41,546		39,463	42,231	44,495	(0.8)	1.6	
	영업이익	3,103	3,426		2,944	3,164	3,533	(5.1)	(7.7)	
	세전이익	4,537	4,889		4,327	4,561	4,978	(4.6)	(6.7)	
	순이익	3,314	3,583		3,172	3,362	3,676	(4.3)	(6.1)	
현대위아	매출액	8,110	9,009		7,942	8,959	9,144	(2.1)	(0.6)	
	영업이익	357	433		285	371	399	(20.2)	(14.2)	
	세전이익	318	406		257	348	401	(19.0)	(14.4)	
	순이익	248	317		201	271	313	(19.0)	(14.4)	

자료: 각 사 자료, 신한금융투자 추정

주요 업체별 실적 추이 및 전망													
(십억원, %)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F	2019F	
한온시스템	매출	1,428	1,491	1,283	1,502	1,366	1,435	1,529	1,501	5,704	5,830	6,109	6,569
	영업이익	105	95	107	116	105	108	126	110	423	450	485	534
	세전이익	104	88	102	122	104	99	119	112	416	435	478	541
	순이익	69	60	69	95	73	70	84	80	292	308	338	383
	영업이익률	7.3	6.4	8.3	7.7	7.7	7.6	8.2	7.4	7.4	7.7	7.9	8.1
	순이익률	4.8	4.0	5.4	6.3	5.4	4.9	5.5	5.3	5.1	5.3	5.5	5.8
만도	매출	1,366	1,440	1,357	1,703	1,352	1,453	1,471	1,715	5,866	5,991	6,564	7,143
	영업이익	56	65	75	109	64	73	77	97	305	311	360	396
	세전이익	52	52	62	113	52	83	78	81	279	294	334	362
	순이익	40	43	42	75	37	59	55	57	199	208	236	256
	영업이익률	4.1	4.5	5.5	6.4	4.8	5.0	5.2	5.7	5.2	5.2	5.5	5.5
	순이익률	2.9	3.0	3.1	4.4	2.7	4.0	3.7	3.3	3.4	3.5	3.6	3.6
S&T모티브	매출	285	276	276	316	308	302	316	338	1,154	1,263	1,415	1,584
	영업이익	26	20	25	1	25	27	26	30	72	108	122	148
	세전이익	27	22	7	5	18	28	27	33	60	106	130	161
	순이익	17	13	6	(3)	12	19	18	22	34	71	84	101
	영업이익률	9.3	7.1	8.9	0.3	8.2	9.0	8.2	8.9	6.2	8.6	8.6	9.3
	순이익률	5.9	4.7	2.4	(0.9)	3.8	6.3	5.7	6.5	2.9	5.6	6.0	6.4
에스엘	매출	363	395	415	446	384	409	420	461	1,619	1,674	1,757	1,847
	영업이익	18	22	38	22	21	22	26	32	99	101	115	125
	세전이익	30	35	49	39	32	35	39	44	154	150	171	179
	순이익	20	24	30	34	22	24	26	38	109	111	126	132
	영업이익률	4.9	5.5	9.2	4.9	5.5	5.3	6.1	6.9	6.1	6.0	6.5	6.8
	순이익률	5.6	6.2	7.2	7.6	5.8	5.9	6.1	8.3	6.7	6.6	7.2	7.1

자료: 각 사 자료, 신한금융투자 추정

주요 업체별 실적 추정 변경										
(십억원)		변경 전			변경 후			변경률 (%)		
		2017F	2018F	2019F	2017F	2018F	2019F	2017F	2018F	2019F
한온시스템	매출액	5,902	6,168		5,830	6,109	6,569	(1.2)	(1.0)	
	영업이익	462	491		450	485	534	(2.5)	(1.3)	
	세전이익	450	483		435	478	541	(3.4)	(1.0)	
	순이익	318	342		308	338	383	(3.4)	(1.0)	
만도	매출액	5,972	6,491		5,991	6,564	7,143	0.3	1.1	
	영업이익	324	371		311	360	396	(3.9)	(3.2)	
	세전이익	306	354		294	334	362	(3.8)	(5.5)	
	순이익	217	251		208	236	256	(4.4)	(6.1)	
S&T모티브	매출액	1,267	1,430		1,263	1,415	1,584	(0.3)	(1.0)	
	영업이익	115	131		108	122	148	(5.5)	(6.5)	
	세전이익	97	125		106	130	161	9.5	3.6	
	순이익	70	92		71	84	101	1.1	(8.7)	
에스엘	매출액	1,705	1,800		1,674	1,757	1,847	(1.8)	(2.4)	
	영업이익	112	123		101	115	125	(10.1)	(6.4)	
	세전이익	161	174		150	171	179	(6.8)	(1.3)	
	순이익	111	120		111	126	132	(0.5)	5.3	

자료: 각 사 자료, 신한금융투자 추정

1분기 부진이 기반영된 주가를 감안
밸류에이션 저평가(기아차) or 실적 안
정성(만도)을 확인한 업체 선호

투자의견 '비중확대' 유지, 최선호주 기아차/만도

1분기 실적은 전반적으로 부진하다. 하지만 1) 우려가 주가에 기반영됐다. 실적을 하향 조정 하더라도 완성차 평균 17F PER은 6.5배로 저평가다. 2) 전년도 과업에 따른 기저효과와 신흥국향 수출 회복으로 하반기에는 판매 고성장(+7.0% YoY)이 기대된다. 완성차 중에서는 밸류에이션 매력(17F PER 5.3배)을 갖춘 기아차, 부품사 중에서는 상반기 실적도 견조한 만도를 선호한다.

기아차에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가를 48,000원으로 9.4% 하향한다. 목표 PER은 현대차의 목표 PER(=KOSPI PER)에 기존과 같은 20% 할인을 적용했다. 20% 할인은 감익 기간인 과거 3년의 평균이다. 목표주가의 하향은 세타 엔진 충당금 반영에 따른 17년 예상 EPS 추정치 하락을 반영했다.

현대차에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가를 185,000원으로 7.5% 하향한다. 목표 PER은 KOSPI PER을 적용했다. 한전부지 매입 직전의 밸류에이션이다. 목표주가 하향은 17년 예상 EPS 추정치 하락을 반영했다.

만도에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가를 320,000원으로 5.9% 하향한다. 목표 PER은 글로벌 상위 부품사 평균인 13.4배에 10% 할증을 반영해 기존과 같다. 전장 관련 대표 업체들이 업종 평균보다 80% 할증을 받고 있어 충분히 보수적이다. 목표주가 하향은 17년 예상 EPS 추정치 하락을 반영했다.

현대모비스에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가를 310,000원으로 11.4% 하향한다. 목표 PER은 현대차와 같은 수치를 적용했다. 기존의 할증률 10%는 제거했다. 지난 분기부터 2분기 연속 실적 약세가 전망돼 현대차 대비 프리미엄 요인인 실적 안정성이 훼손됐기 때문이다.

한온시스템에 대한 투자의견 매수, 목표주가 12,000원을 유지한다. 목표 PER은 Tesla 납품으로 주목받은 과거 3년의 평균으로 기존과 같다.

S&T모티브에 대한 투자의견 매수, 목표주가 65,000원을 유지한다. 목표 PER은 글로벌 상위 부품사의 평균인 13.4배를 적용했다. 기존에는 방산 사업부의 가치를 반영해 부품 업체와 방산 업체의 가중평균을 사용했으나 올해부터 방산 사업이 축소되는 것을 반영해 밸류에이션 방식을 변경했다.

현대위아에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가를 83,000원으로 7.8% 하향한다. 목표 PER은 현대차의 목표 PER에 기존과 같은 15% 할증을 적용했다. 엔진 증설로 완성차보다 높은 매출 성장을 지속(향후 3년간 CAGR +10% 전망)해 15% 할증을 반영했다. 2011년 상장 이후 완성차 대비 밸류에이션 프리미엄은 평균 30%다.

커버리지 목표주가 산출 테이블

업체명	투자의견	17F EPS (원)	목표 PER (배)	목표주가 (원)	현재주가 (원)	상승여력 (%)	기존 목표주가 (원)	변경률 (%)	KOSPI PER (배)	업종 PER (배)	할증/할인 (%)
기아차	매수	6,362	7.5	48,000	35,550	35.0	53,000	(9.4)	9.7		(20)
현대차	매수	18,513	10.0	185,000	146,000	26.7	200,000	(7.5)	9.7		0
만도	매수	21,305	15.0	320,000	229,000	39.7	340,000	(5.9)		13.4	10
현대모비스	매수	32,587	9.5	310,000	222,000	39.6	350,000	(11.4)	9.7		0
한온시스템	매수	576	20.8	12,000	8,710	37.8	12,000	0.0			
S&T모티브	매수	4,833	13.4	65,000	48,550	33.9	65,000	0.0		13.4	0
현대위아	매수	7,377	11.3	83,000	64,200	29.3	90,000	(7.8)	9.7		15
에스엘	Not Rated	3,263			19,150		NR				

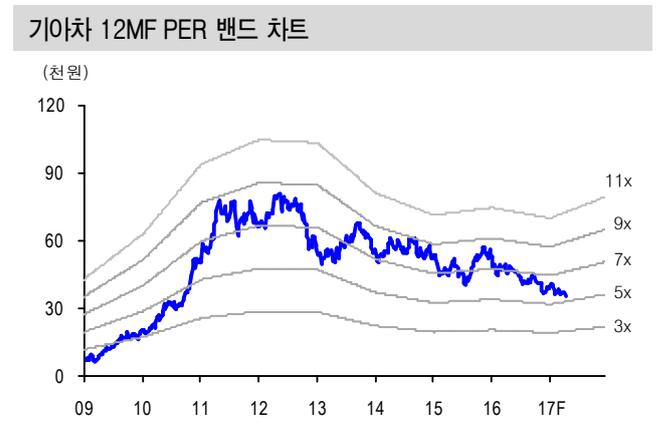
자료: 신한금융투자 추정

글로벌 완성차 밸류에이션 비교										
회사명	시가총액 (십억원)	2017F				2018F				
		PER(x)	PBR(x)	EV/EBITDA(x)	ROE(%)	PER(x)	PBR(x)	EV/EBITDA(x)	ROE(%)	
현대차	32,160	6.8	0.6	9.0	8.2	6.2	0.5	8.4	8.4	
기아차	14,411	5.6	0.5	3.2	9.4	4.9	0.5	3.0	9.9	
Toyota (일본)	198,371	8.8	0.9	10.2	11.2	8.3	0.9	9.7	11.3	
Honda (일본)	59,433	9.3	0.8	8.4	8.4	8.6	0.7	7.9	8.8	
Daimler (독일)	86,793	7.8	1.1	2.5	15.4	7.8	1.0	2.4	14.2	
VW (독일)	82,794	6.3	0.7	1.1	12.2	5.7	0.7	1.1	11.9	
BMW (독일)	65,207	8.1	1.1	6.4	13.5	8.0	1.0	6.2	12.7	
GM (미국)	58,162	5.7	1.0	2.4	19.3	5.7	0.9	2.4	18.5	
Ford (미국)	51,201	7.1	1.3	2.7	21.6	6.7	1.2	2.5	19.0	

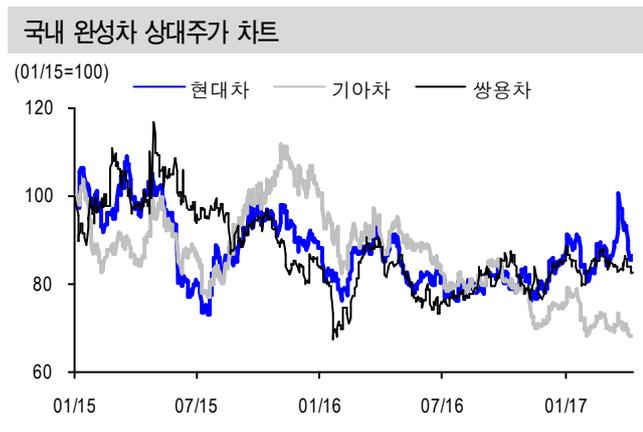
자료: Bloomberg, 신한금융투자 / 주: Bloomberg 컨센서스 기준



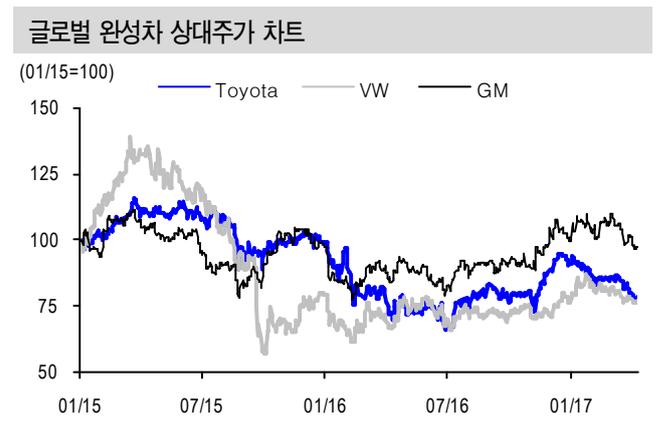
자료: Quantwise, 신한금융투자



자료: Quantwise, 신한금융투자



자료: Bloomberg, 신한금융투자



자료: Bloomberg, 신한금융투자

글로벌 부품사 밸류에이션 비교										
회사명	시가총액 (십억원)	2017F				2018F				
		PER(x)	PBR(x)	EV/EBITDA(x)	ROE(%)	PER(x)	PBR(x)	EV/EBITDA(x)	ROE(%)	
현대모비스	21,610	6.6	0.7	4.5	10.9	6.2	0.6	4.2	10.7	
한온시스템	4,649	14.2	2.2	7.5	16.5	12.8	2.0	6.9	16.6	
만도	2,151	9.7	1.3	5.8	14.4	8.6	1.2	5.3	14.4	
현대위아	1,746	7.1	0.5	3.7	7.2	6.0	0.5	3.3	8.3	
Continental (독일)	48,395	12.4	2.4	6.3	20.1	11.4	2.1	5.8	18.9	
Denso (일본)	38,934	14.0	1.1	5.6	8.0	12.7	1.1	5.2	8.4	
Delphi (미국)	23,249	11.6	5.6	8.1	56.4	10.5	4.4	7.6	44.3	
Valeo (프랑스)	17,756	14.3	3.0	6.3	22.6	12.5	2.6	5.6	22.4	
Magna(캐나다)	17,632	7.1	1.2	4.6	21.0	6.2	1.0	4.3	21.3	

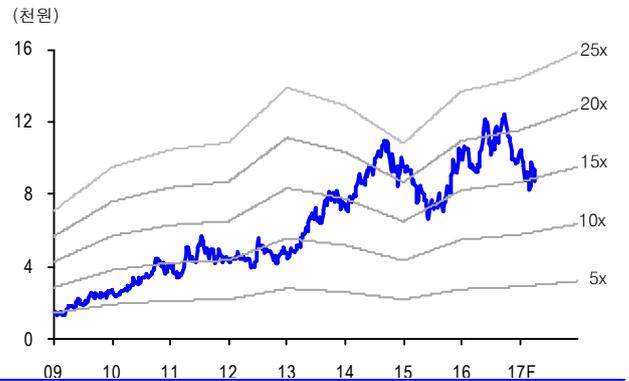
자료: Bloomberg, 신한금융투자, 주: Bloomberg 컨센서스 기준

현대모비스 12MF PER 밴드 차트



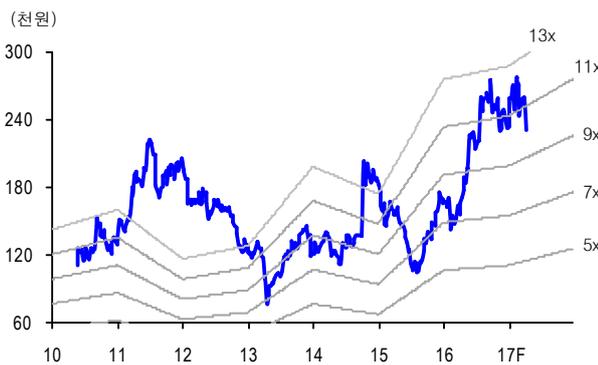
자료: Quantwise, 신한금융투자

한온시스템 12MF PER 밴드 차트



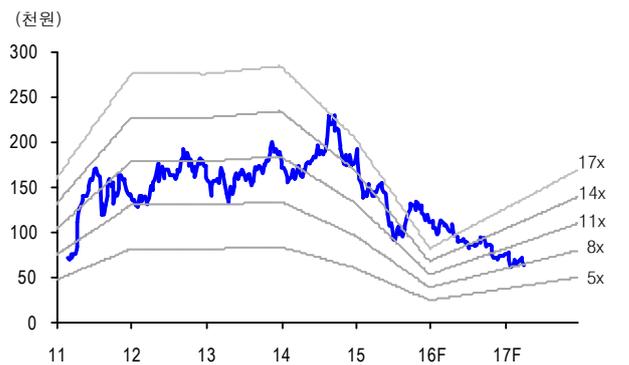
자료: Quantwise, 신한금융투자

만도 12MF PER 밴드 차트



자료: Quantwise, 신한금융투자

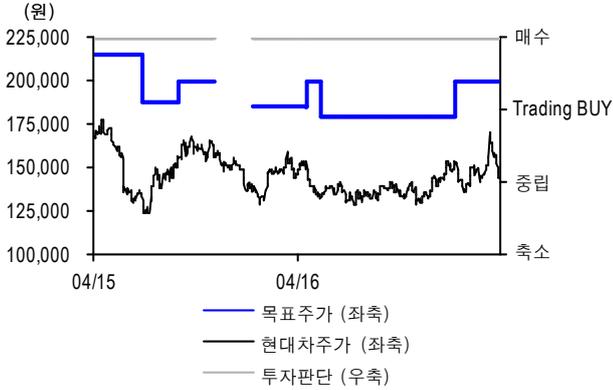
현대위아 12MF PER 밴드 차트



자료: Quantwise, 신한금융투자

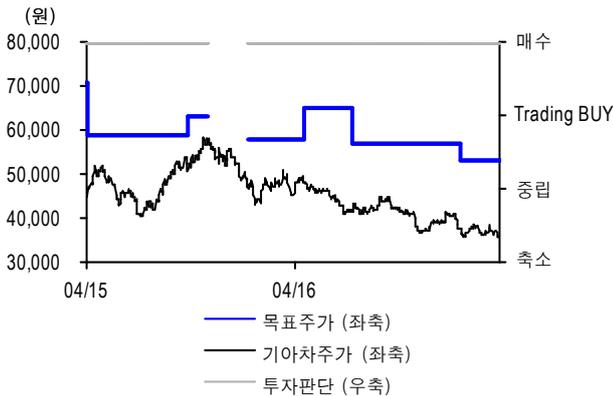
투자의견 및 목표주가 추이

현대차 (005380)



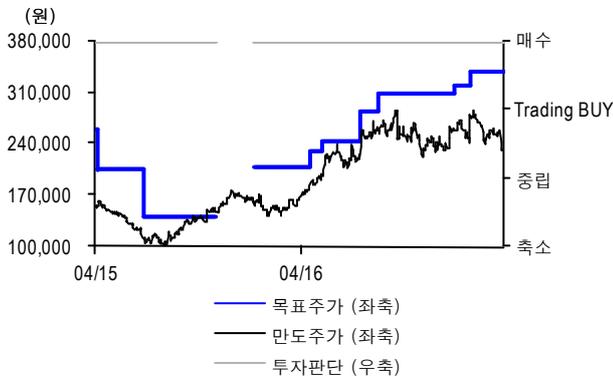
일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 04월 11일	매수	215,000
2015년 07월 06일	매수	188,000
2015년 09월 09일	매수	200,000
2016년 01월 20일	매수	185,000
2016년 04월 27일	매수	200,000
2016년 05월 22일	매수	180,000
2017년 01월 18일	매수	200,000

기아차 (000270)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 04월 11일	매수	71,000
2015년 04월 14일	매수	59,000
2015년 10월 06일	매수	63,000
2016년 01월 20일	매수	58,000
2016년 04월 28일	매수	65,000
2016년 07월 22일	매수	57,000
2017년 01월 30일	매수	53,000

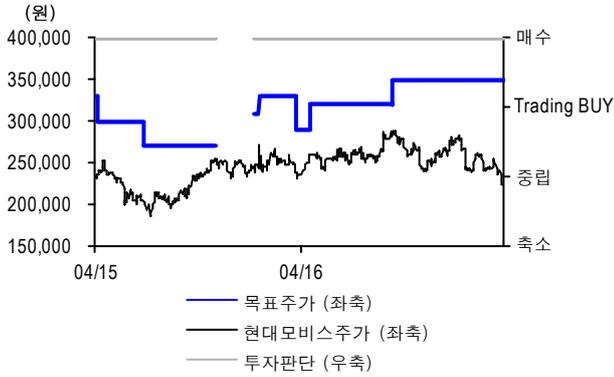
만도 (204320)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 04월 11일	매수	260,000
2015년 04월 14일	매수	205,000
2015년 07월 06일	매수	140,000
2016년 01월 20일	매수	210,000
2016년 04월 29일	매수	230,000
2016년 05월 19일	매수	245,000
2016년 07월 28일	매수	285,000
2016년 08월 28일	매수	310,000
2017년 01월 10일	매수	320,000
2017년 02월 08일	매수	340,000

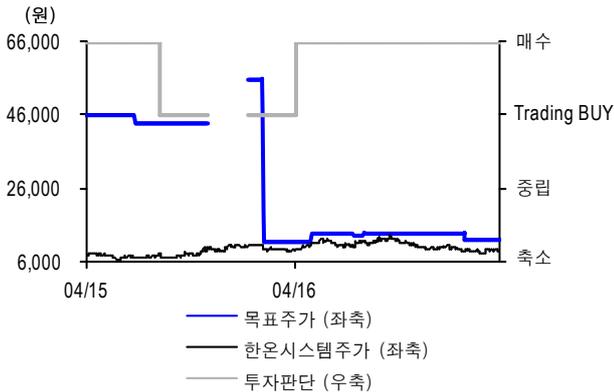
투자의견 및 목표주가 추이

현대모비스 (012330)



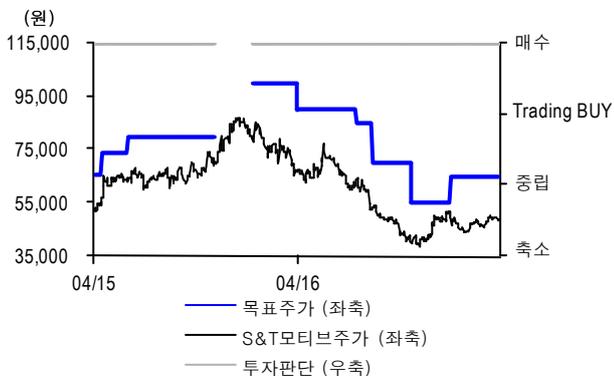
일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 04월 11일	매수	330,000
2015년 04월 14일	매수	300,000
2015년 07월 06일	매수	270,000
2016년 01월 20일	매수	310,000
2016년 01월 28일	매수	330,000
2016년 04월 03일	매수	290,000
2016년 04월 28일	매수	320,000
2016년 09월 22일	매수	350,000

한온시스템 (018880)



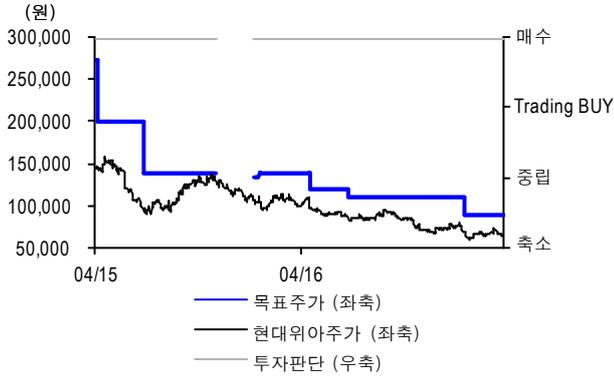
일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 04월 11일	매수	46,000
2015년 07월 06일	매수	44,000
2015년 08월 18일	Trading BUY	44,000
2016년 01월 20일	Trading BUY	56,000
2016년 02월 17일	Trading BUY	11,500
2016년 04월 14일	매수	11,500
2016년 05월 11일	매수	13,500
2016년 07월 25일	매수	13,000
2016년 08월 11일	매수	14,000
2017년 02월 06일	매수	12,000

S&T모티브 (064960)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 04월 11일	매수	66,000
2015년 04월 24일	매수	74,000
2015년 06월 10일	매수	80,000
2016년 01월 20일	매수	100,000
2016년 04월 10일	매수	90,000
2016년 07월 25일	매수	85,000
2016년 08월 23일	매수	70,000
2016년 11월 01일	매수	55,000
2017년 01월 10일	매수	65,000

현대위아 (011210)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 04월 11일	매수	274,000
2015년 04월 14일	매수	200,000
2015년 07월 06일	매수	140,000
2016년 01월 20일	매수	135,000
2016년 01월 28일	매수	140,000
2016년 04월 28일	매수	120,000
2016년 07월 05일	매수	110,000
2017년 01월 30일	매수	90,000

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 정용진, 강수연)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사(현대차, 현대모비스, 만도)를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 당사는 상기회사(현대위아, 만도)를 기초자산으로 한 주식선물의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 당사는 상기회사(현대차, 기아차)를 기초자산으로 한 주식옵션의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다.
- ◆ 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	섹터	기준
◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우	
◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%	◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우	
◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%	◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우	
◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2017년 04월 07일 기준)

매수 (매수)	92.89%	Trading BUY (중립)	4.06%	중립 (중립)	3.05%	축소 (매도)	0%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	----