



산업분석 | 자동차

Analyst  
**유지웅**

02 3779 8886

jwyoo@ebestsec.co.kr

**Overweight****자동차 (Overweight)****Top Pick****현대차**투자의견 **Buy** (유지)목표주가 **160,000** 원 (유지)**기아차**투자의견 **Buy** (유지)목표주가 **44,000** 원 (유지)**현대모비스**투자의견 **Buy** (유지)목표주가 **280,000** 원 (유지)**현대글로비스**투자의견 **Buy** (유지)목표주가 **180,000** 원 (상향)**S&T 모터브**투자의견 **Buy** (유지)목표주가 **43,000** 원 (유지)**넥센타이어**투자의견 **Buy** (유지)목표주가 **14,000** 원 (유지)**한국타이어**투자의견 **Buy** (상향)목표주가 **39,000** 원 (유지)**한온시스템**투자의견 **Hold** (유지)목표주가 **13,000** 원 (유지)**만도**투자의견 **Hold** (하향)목표주가 **33,000** 원 (하향)**현대위아**투자의견 **Hold** (유지)목표주가 **38,000** 원 (유지)

# 자동차

## 볼륨성장 Cycle 의 시작

### 4년만에 돌아오는 외형성장과 자동차 업종의 투자환경 개선

현대차와 기아차는 2015년을 정점으로 3년간 가동을 하락으로 이익 훼손이 이뤄져 왔으나, 2019년부터는 볼륨성장이 cycle 이 도래하며 구조적 이익개선세가 나타날 것으로 판단된다. 양사 영업이익의 핵심인 한국/미국공장의 출고판매 대수는 2019년 655만대(YoY +6.3%)를 기록할 것으로 예상하며, 특히 1H19에 집중되며 그 동안 고질적으로 발생해 왔던 고정비 부담현상이 크게 완화될 것으로 예상된다.

### 볼륨차종 Full-Year 효과로 인한 개발비용 감소효과 발생

2H19 이후로는 현대기아차의 대형 SUV 차종(펠리세이드, 텔룰라이드)의 양산 극대화가 예상된다. 이에 따라 매출액 대비 개발비 비중의 감소현상이 나타날 것으로 예상되고, 따라서 2014년 이후 나타나기 시작한 개발비 부담이 완화될 것으로 예상된다. 2020년부터는 소나타와 K5의 FMC(Full Model Change, 완전변경모델)의 Full Year 효과가 나타날 것으로 예상되고 있어 이익은 추가적으로 개선될 것으로 전망한다.

### 제네시스 브랜드 효과, 2019년부터 본격화 되다

2019년부터는 제네시스 효과가 본격화 될 것으로 예상된다. 2018년에 브랜드 분할 과정에서 나타난 미국 달러 이슈는 마무리 되었고, 1Q19 내에 350개의 제네시스 딜러 네트워크 구축이 완성되어 판매볼륨이 증가할 것으로 예상된다. 미국내 제네시스 판매량은 2018년 1만대까지 하락하는 현상이 나타나 현대차의 전체 미국 판매에 타격을 줬으나, 2019년부터 반등이 시작될 예정이다. 제네시스 브랜드는 올 하반기 G80 FMC, GV80 신차 발표가 예정되어 있고, 2020년부터는 미국시장에 판매가 시작되어 2020년 미국내 제네시스 브랜드 판매량은 4.3만대를 기록할 것으로 예상된다.

### 최선호주 현대차, 투자의견 Buy, 목표주가 160,000원

기존 섹터내 최선호주를 기아차에서 현대차로 변경하고, 목표주가는 160,000원을 제시한다. 우리는 볼륨상승 Cycle 이 이미 4Q18에 시작된 것으로 판단하고 있으며, 이에 대한 이익이 1Q19부터 실현될 것으로 예상하고 있다. 특히 현대차의 신차 Cycle 은 1H19 내수시장에서 발현된 이후 2H19부터는 미국에서 M/S 확대로 이어질 것으로 보여진다. 동사는 순자산 가치 대비 현저한 저평가 상태로 판단되며(P/B 0.45 배), 최근 미국 무역확장법 232 조의 관세부과에 대한 우려로 조정이 나타나 비중확대에 적절한 구간에 도달했다고 판단된다. 한편 자동차 부품주에 대해서는 1H19 중국시장에서의 우려가 여전히 존재하고 있어 전반적으로 2H19로 모멘텀이 이전된 것으로 보여 만도, 한온시스템, 현대위아에 대해서는 보수적 관점에서의 대응을 추천한다.



# 자동차 Overweight

## 불륨성장 Cycle 의 시작

### Contents

---

Part I	투자요약 및 Valuation	4
Part II	재가동이 시작된 자동차 공장	13
Part III	신차 Cycle, 매분기 모멘텀 강화	22

#### 기업분석

현대차 (005380)	32
기아차 (000270)	36
현대모비스 (012330)	39
현대글로비스 (086280)	42
S&T 모티브 (064960)	46
넥센타이어 (002350)	49
한국타이어 (161390)	53
한온시스템 (018880)	56
만도 (204320)	59
현대위아 (011210)	63

## Part I 투자요약 및 Valuation

### 4 년만에 돌아오는 Volume cycle, 이익개선의 모멘텀 회귀

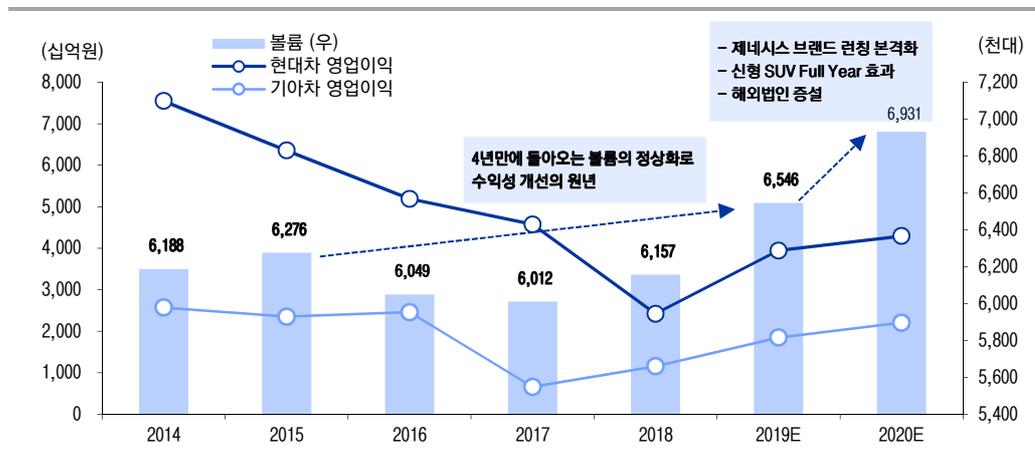
#### 기대와 우려가 공존, 그러나 볼륨상승 사이클은 시작되었다!

당사는 2019 년 자동차 업종이 볼륨 증가 국면에 진입한 것으로 판단하고 있으며, 전반적인 모멘텀이 2018 년 대비 눈에 띄게 개선될 것으로 예상하고 있다. 무역분쟁 이슈와 노사 이슈, 리콜 등 여러 이슈들이 아직 해결되지 않은 채 존재하고 있지만, 현대차그룹 본연의 문제인 악성재고는 해결되었고, 볼륨차중 위주의 신차출시가 가속화 되고 있기 때문이다. 이는 공장 가동률의 회복으로 나타나고 있으며, 따라서 2018 년을 저점으로 한 이익개선 트렌드가 나타날 것으로 예상된다.

현대차그룹은 2014 년 이후 대대적으로 친환경차 및 고성능 차량, 그리고 제네시스 등 각종 개발비가 크게 증가하기 시작하는데, 이후 4 년간 현대차와 기아차 합산기준 1.8 조원 가량의 비용이 증가했다. 반면 2019 년부터는 쉐리세이드, 소나타/K5, 제네시스 G70/80 의 Full-Year 효과를 통해 개발비/매출액 비율이 크게 개선되기 시작할 것으로 추정된다. 4Q18 에는 이미 국내/미국공장의 합산 출고판매가 YoY+22% 증가했기 때문에 우리는 이러한 효과가 1Q19 부터 두드러질 것으로 예상된다.

영업이익에 포함되지 않는 중국을 제외한 현대기아차의 총 합산 볼륨은 약 655 만대를 기록할 것으로 예상된다. 주요 볼륨차종의 상품성 결함과 SUV 라인업의 미비로 현대기아차의 판매볼륨은 2015 년 정점을 기록한 이후 3 년간 상당한 정체기간을 보냈다. 반면 2018 년 하반기부터는 악성재고의 소진과 함께 한국/ 미국 공장 가동률이 회복되었고, 이러한 모멘텀은 대형 RV, 스마트 스트림을 탑재한 소나타/K5 완전변경차종, 제네시스 라인업 확대 등을 통해 2020 년까지는 총 693 만대까지 가파르게 상승할 것으로 전망한다.

그림1 4 년만에 돌아오는 볼륨의 정상화로 큰 궤적의 이익개선이 시작될 것



주: 볼륨은 중국을 제외한 현대, 기아차의 출고판매대수

자료: 현대차, 기아차, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 현대차와 기아차의 공장 출고대수 추이: 기저효과 이상으로 상승, 원가율 하락으로 이어질 것

		4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E
<b>출고판매량 (천대)</b>								
<b>현대차</b>	국내공장	484	393	395	387	435	410	504
	미국공장	96	75	65	65	79	83	94
<b>기아차</b>	국내공장	377	385	352	339	388	336	407
	미국공장	75	84	57	50	63	63	62
<b>증가율 (% , YoY)</b>								
<b>현대차</b>	국내공장	5%	24%	-20%	2%	-10%	4%	28%
	미국공장	-8%	-27%	-24%	-31%	-17%	11%	45%
<b>기아차</b>	국내공장	-5%	18%	-19%	-10%	1%	-14%	16%
	미국공장	-15%	-19%	-33%	-33%	-25%	-17%	8%

자료: 현대차, 기아차, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 현대차와 기아차의 연간 영업이익 및 볼륨(국내공장 + 미국) 추이 및 예상 경로: 2019년부터 구조적 성장세 본격화 전망

(십억원, 천대)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
현대차 영업이익	7,550	6,358	5,193	4,575	2,422	3,944	4,294
기아차 영업이익	2,572	2,354	2,461	662	1,157	1,849	2,208
합산	10,122	8,712	7,654	5,237	3,579	5,793	6,502
YoY (%)		-13.9	-12.1	-31.6	-31.7	61.9	12.3
<b>Ex-Factory 판매</b>							
현대차 E	3,793	3,842	3,680	3,682	3,808	4,044	4,254
기아차 출하량	2,395	2,434	2,369	2,330	2,349	2,502	2,677
합산 볼륨	6,188	6,276	6,049	6,012	6,157	6,546	6,931
YoY (%)		1.4	-3.6	-0.6	2.4	6.3	5.9

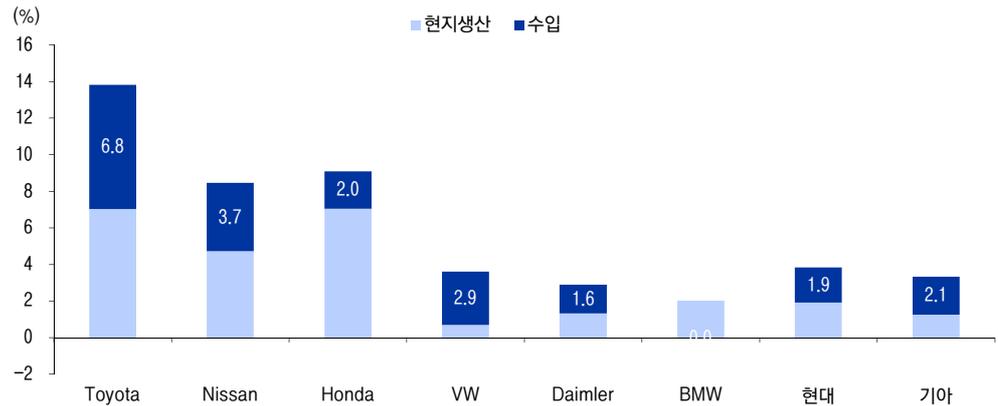
자료: 현대차, 기아차, 이베스트투자증권 리서치센터

### 무역확장법 232 조, 90 일간의 불안? 현실화 가능성은 낮다

미국 상무부 장관 Wilbur Ross 는 지난 9 개월간의 조사를 마치고 트럼프 대통령에게 수입 자동차로 인한 피해가 발생하고 있음을 최근 보고했고, 시장은 이에 대해 부정적으로 움직여 왔다. 반면 당사는 미국의 무역확장법 232 조으로 인해 한국 업체에 대한 관세 부과 가능성은 높지 않은 것으로 판단한다

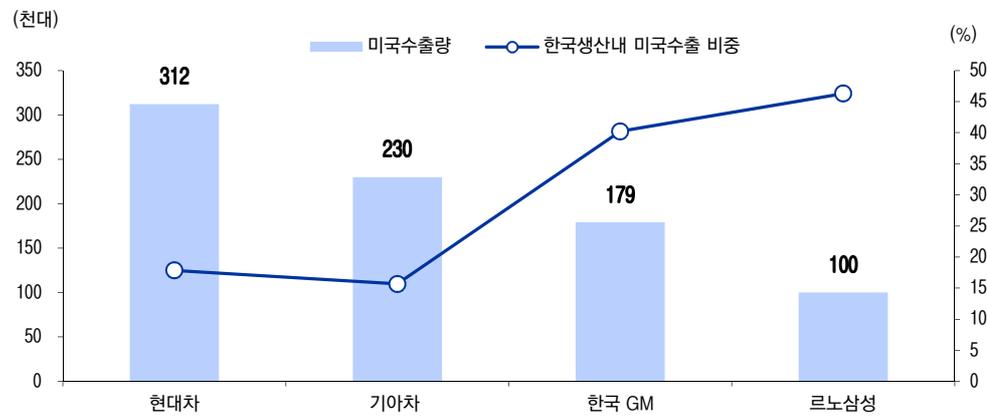
먼저, 한국은 지난해 3 월 한미 FTA 재협상이 완료된 상태다. 따라서 추가적으로 관세를 부과할 필요가 없는 상황이며, 둘째로 미국내 수입되는 차종의 비중(M/S)은 현대차와 기아차는 합산 기준 4% 수준에 불과하다. 반면 일본 3 사의 경우 그동안 현지화 작업을 해 왔음에도 불구하고 12.5%에 육박하고 있고 유럽업체들 역시 4.5% 수준을 넘어서고 있다. 또한, 한국 GM 역시 연간 18 만대 가량의 차량을 미국으로 역수출 하고 있는 구조여서 한국에 대한 관세부과를 예상하기는 어렵다.

그림2 미국 M/S 내 수입 비중: 주요 업체별 한국업체 비중이 가장 낮음. 미국 무역확장법 232 조의 결론은 결국 일본/유럽 업체들의 burden 이 상대적으로 큼. 이로인한 추가하락은 완성차 비중확대 기회로 삼아야 할 것



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 국내 자동차 업체들의 미국 수출물량: 한국 GM 의 영향까지 감안시 현실화 가능성 낮음



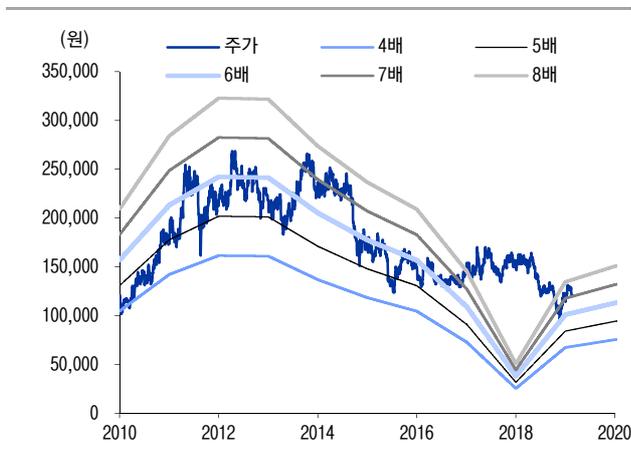
자료: KAMA, 이베스트투자증권 리서치센터

### 저평가 된 자동차 주식을 싸게 매입할 수 있는 기회

지난해 말부터 이어져 온 엔진 리콜 재발 및 최근 관세부과에 대한 우려로 완성차의 주가는 재평가 국면에 상당한 저항을 받아왔으나, 현재는 이로인한 저평가 메리트가 발생한 것으로 판단한다. 현대모비스 역시 완성차의 볼륨 증가에 따른 손해가 가능하기 때문에 2019년에는 3社에 대한 주가 재평가가 이뤄질 것으로 예상된다.

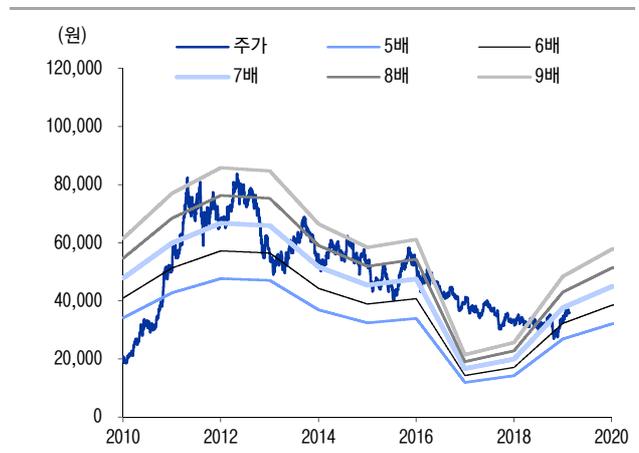
현재 현대차와 기아차의 P/B는 0.45 배/0.5 배에서 거래되고 있어 순자산 가치에 비해 상당히 저평가 된 것으로 판단한다. 현대차의 경우 최근 관세부과에 대한 우려로 기아차와 밸류에이션이 역전되는 상황이 나타났는데, 펠리세이드 효과 및 소나타 폴체인지로 인한 볼륨효과를 겨냥한 비중확대전략이 유효하다고 판단된다.

그림4 현대차의 P/E 밴드: 7 배 수준으로 회귀 중인 주가



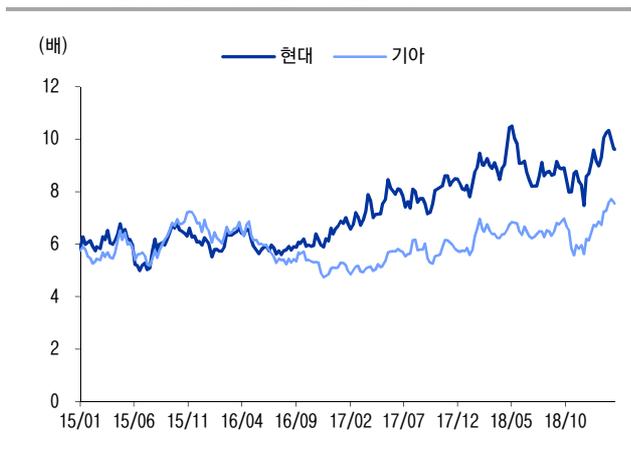
자료: Wisefn, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 기아차의 P/E 밴드 차트: 역사적 평균인 7 배 미만



자료: Wisefn, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 현대기아차의 P/E: 사실상 과거 감익을 설명하고 있을 뿐, 향후 턴어라운드에 대한 설명은 부족



자료: Wisefn, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 반면 완성차 P/B는 기업가치의 저평가가 현격하게 이뤄져 있는 상태임을 입증



자료: Wisefn, 이베스트투자증권 리서치센터

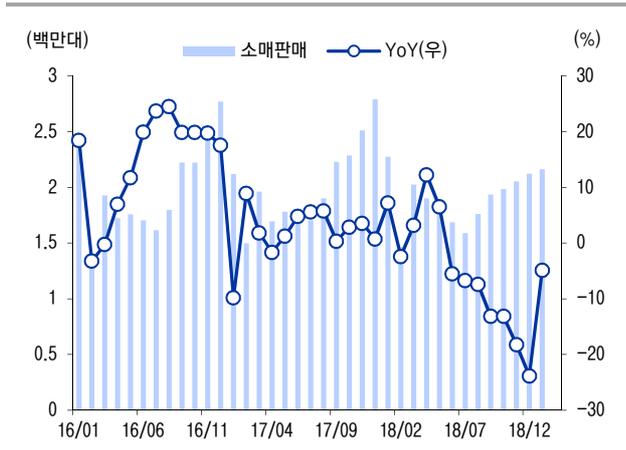
### 중국 자동차 보조금 폐지 가능성 확대로 산업수요 회복 불투명

중국의 경우, 1Q19까지는 우려요인이 존재한다. 1.6L 이하 엔진 차종에 대한 보조금 폐지 가능성, 산업수요 회복 지연 및 딜러재고 소진 등이 주요 부정적 이슈다.

중국은 전년도 하반기에 미-중 무역분쟁의 심화로 인해 자동차 구매수요가 크게 감소한 상황이라, 올해 하반기로 갈수록 기저효과가 나타날 것으로 예상된다. 또한, NEV Credit 제도로 인해 하반기부터는 기존 OEM 들의 전기차 생산량이 크게 증가하기 시작할 예정인데, 이로 인해 차별적으로 부품업체들의 수혜가 기대된다.

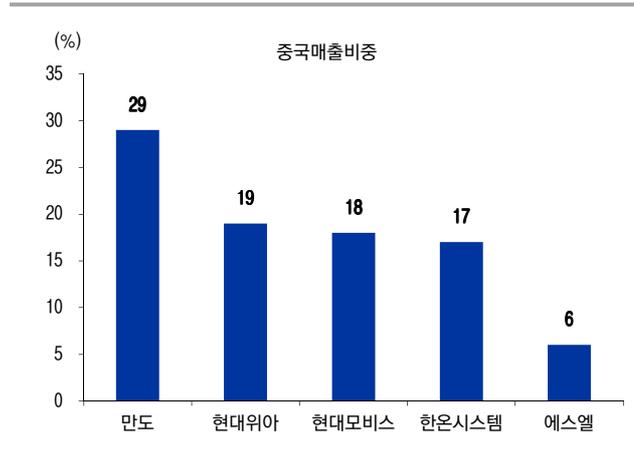
업체별로는, 한온시스템의 경우 특히 하반기부터 VW MEB 플랫폼으로 공급되는 컴프레서 공장이 완공됨에 따라 중국 매출의 구조적 상승이 예상되어 하반기 비중확대 전략이 유효해 보인다. 에스엘은 중국에 대한 exposure 자체가 6%에 불과해 미국 가동률이 개선되고 있는 현 상황에서 이익 가시성이 높아질 것으로 예상된다.

그림8 중국에 대해서는 다만 아직까지 보수적일 필요 존재. 산업수요 회복 확인은 시간이 필요



자료: CPCA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 다만 부품업체는 중국 exposure에 따라 상반기 부진할 가능성 높아짐



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 자동차 업종 커버리지 밸류에이션 테이블

종목	투자의견/TP		매출액	영업이익	순이익 (지배)	EPS	OPM	P/E	P/B	D/Y
			십억원	십억원	십억원	원	(%)	(x)	(x)	(%)
현대차	BUY 160,000 원	2017	96,376	4,575	4,033	18,263	4.7	8.5	0.6	2.6
		2018P	97,252	2,423	1,509	6,313	2.5	18.8	0.5	3.4
		2019E	100,474	3,962	3,617	16,805	3.9	7.2	0.5	4.1
기아차	BUY 44,000 원	2017	53,536	662	968	2,388	1.2	14.0	0.5	3.3
		2018P	54,170	1,157	1,156	2,851	2.1	11.8	0.5	2.7
		2019E	56,703	1,720	2,180	5,379	3.0	6.6	0.5	2.8
현대모비스	BUY 280,000 원	2017	35,145	2,025	1,558	16,109	5.8	16.3	0.9	1.3
		2018P	34,879	2,025	1,888	19,396	5.8	9.8	0.6	1.8
		2019E	37,301	2,400	2,608	26,791	6.4	8.0	0.6	1.6
현대위아	Hold 38,000 원	2017	7,487	17	-63	-2,317	0.2	-28.1	0.5	1.5
		2018P	7,994	71	41	1,515	0.9	26.9	0.3	2.5
		2019E	8,220	233	198	7,282	2.8	5.6	0.3	2.5
현대글로비스	BUY 180,000 원	2017	16,358	727	680	18,147	4.4	7.5	1.3	2.2
		2018P	16,700	703	459	12,230	4.2	10.5	1.1	2.3
		2019E	17,492	779	648	17,273	4.5	8.4	1.1	2.3
한온시스템	Hold 13,000 원	2017	5,586	468	289	541	8.4	25.7	3.7	2.2
		2018E	5,927	412	277	520	7.0	20.8	2.7	3.1
		2019E	7,212	464	300	578	6.4	21.6	3.0	3.0
만도	Hold 33,000 원	2017	5,685	84	5	102	1.5	604.9	2.1	1.6
		2018P	5,825	231	127	2,702	4.0	10.7	0.9	2.8
		2019E	6,232	284	190	4,047	4.6	7.8	0.9	3.2
평화정공	BUY 11,000 원	2017	1,001	116	75	6,975	11.6	1.5	0.1	1.5
		2018E	922	63	44	4,034	6.8	1.7	0.1	2.4
		2019E	1,010	112	70	6,249	11.1	1.3	0.1	2.2
에스엘	BUY 25,000 원	2017	1,485	55	95	2,810	3.7	8.7	0.9	1.6
		2018E	1,562	38	56	1,657	2.4	12.0	0.7	2.3
		2019E	2,486	116	124	2,771	4.7	7.1	0.8	2.3
S&T 모터브	BUY 43,000 원	2017	1,137	97	57	3,888	8.5	12.1	1.0	2.1
		2018P	1,058	56	53	3,654	5.3	7.4	0.5	4.4
		2019E	1,156	75	56	3,821	6.5	9.0	0.6	3.8
한국타이어	Hold 37,000 원	2017	6,813	793	599	4,836	11.6	11.3	1.1	0.7
		2018P	6,652	694	596	4,353	10.4	9.2	0.7	1.0
		2019E	6,595	650	615	4,122	9.9	10.2	0.7	1.0
넥센타이어	BUY 14,000 원	2017	1,965	185	125	1,290	9.4	9.1	0.9	0.8
		2018P	1,984	181	105	1,071	9.1	8.6	0.7	1.1
		2019E	2,047	199	140	1,427	9.7	6.8	0.7	1.1

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 글로벌 주요 완성차 업체들의 밸류에이션

업체명	도요타	혼다	닛산	폭스바겐	BMW	다임러	FORD	GM
시가총액(백만\$)	198,224	50,730	36,135	84,350	53,606	62,734	34,653	55,844
증가(\$)	60.7	28.0	8.6	166.1	82.4	58.6	8.7	39.6
<b>매출액(백만\$)</b>								
17	265,175	138,647	107,869	260,606	111,479	185,448	156,776	145,588
18P	276,393	145,917	108,076	268,966	110,092	197,675	160,338	147,049
19E	282,630	149,292	110,482	278,046	112,854	193,870	148,694	146,595
<b>영업이익(백만\$)</b>								
17	21,661	7,524	5,188	15,610	11,121	14,754	4,813	8,661
18P	24,299	7,877	4,866	19,075	10,170	12,125	3,203	4,445
19E	25,772	8,384	5,400	21,127	9,914	14,721	4,905	8,417
<b>영업이익률(%)</b>								
17	8.2	5.4	4.8	6.0	10.0	8.0	3.1	5.9
18P	8.8	5.4	4.5	7.1	9.2	6.1	2.0	3.0
19E	9.1	5.6	4.9	7.6	8.8	7.6	3.3	5.7
<b>ROE(%)</b>								
17	13.7	13.9	14.6	12.4	17.0	16.9	23.7	-9.8
18P	11.8	8.7	9.3	11.3	12.3	11.3	10.4	21.4
19E	11.6	8.8	9.6	11.7	11.7	12.4	11.8	21.8
<b>PER(x)</b>								
17	8.1	6.2	5.8	7.5	6.6	7.4	7.9	5.8
18P	8.0	7.1	7.0	5.8	6.8	6.8	6.1	4.9
19E	7.5	6.6	6.3	5.1	6.8	6.5	7.4	6.0
<b>PBR(x)</b>								
17	1.1	0.8	0.8	0.9	1.1	1.2	1.4	1.6
18P	0.9	0.6	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8	1.2
19E	0.8	0.6	0.6	0.6	0.8	0.8	0.9	1.2
<b>EPS(%)</b>								
17	35.7	68.5	12.3	흑전	28.1	23.1	64.7	적전
18P	-8.7	-29.7	-34.0	10.1	-19.1	-26.2	-51.3	흑전
19E	17.7	10.5	19.3	12.0	-0.9	10.6	28.3	16.8

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 글로벌 주요 OEM의 분기별 실적: 4Q18에는 대부분 부진한 실적 기록

단위:백만달러		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
TOYOTA	매출	65,529	63,426	64,370	67,380	70,002	67,513	65,584	69,176
	영업이익	3,865	5,168	4,706	5,968	5,813	6,260	5,195	5,995
	순이익	3,508	5,517	4,129	8,344	4,439	6,027	5,248	1,604
	OPM	6%	8%	7%	9%	8%	9%	8%	9%
YoY, %	매출	8%	4%	2%	4%	7%	6%	2%	3%
	영업이익	-19%	-13%	1%	49%	50%	21%	10%	0%
Honda	매출	33,136	33,417	34,027	35,056	36,141	36,899	34,461	35,234
	영업이익	1,216	2,423	1,378	2,521	1,171	2,745	1,924	1,509
	순이익	845	1,866	1,568	5,052	995	2,240	1,891	1,492
	OPM	4%	7%	4%	7%	3%	7%	6%	4%
YoY, %	매출	4%	4%	7%	9%	9%	10%	1%	1%
	영업이익	-319%	-2%	-38%	33%	-4%	13%	40%	-40%
Nissan	매출	30,423	24,843	26,060	25,474	31,603	24,910	25,262	27,006
	영업이익	2,104	1,380	1,158	730	1,944	1,001	908	916
	순이익	2,195	1,214	1,276	2,672	1,558	1,062	1,170	624
	OPM	7%	6%	4%	3%	6%	4%	4%	3%
YoY, %	매출	8%	1%	0%	-5%	4%	0%	-3%	6%
	영업이익	18%	-15%	-28%	-51%	-8%	-27%	-22%	26%
GM	매출	37,266	36,984	33,623	37,715	36,099	36,760	35,791	38,399
	영업이익	2,583	2,297	1,576	2,205	529	1,477	1,610	829
	순이익	2,608	1,660	-2,981	-5,151	1,046	2,390	2,534	2,044
	OPM	7%	6%	5%	6%	1%	4%	4%	2%
YoY, %	매출	0%	-1%	-14%	-5%	-3%	-1%	6%	2%
	영업이익	31%	-23%	-50%	364%	-80%	-36%	2%	-62%
FORD	매출	39,146	39,853	36,451	41,326	41,959	38,920	37,666	41,793
	영업이익	1,464	1,552	998	869	1,121	586	864	632
	순이익	1,592	2,047	1,572	2,409	1,736	1,066	991	-116
	OPM	4%	4%	3%	2%	3%	2%	2%	2%
YoY, %	매출	4%	1%	1%	7%	7%	-2%	3%	1%
	영업이익	-40%	-30%	31%	-9%	-23%	-62%	-13%	-27%
FCA	매출	29,526	30,746	29,586	34,008	33,214	34,583	32,090	34,939
	영업이익	1,603	2,946	1,915	1,988	1,912	1,721	1,209	1,209
	순이익	679	1,261	1,070	940	1,249	892	648	1,475
	OPM	5%	10%	6%	6%	6%	5%	4%	3%
YoY, %	매출	1%	-2%	-1%	6%	12%	12%	8%	3%
	영업이익	11%	146%	28%	30%	19%	-42%	-37%	-39%
Daimler	매출	41,097	45,378	47,852	51,365	48,892	48,614	46,763	53,183
	영업이익	3,290	3,810	3,881	3,776	3,548	3,197	2,284	3,121
	순이익	2,724	2,691	2,520	3,687	2,793	2,059	1,964	1,781
	OPM	8%	8%	8%	7%	7%	7%	5%	6%
YoY, %	매출	6%	4%	11%	16%	19%	7%	-2%	4%
	영업이익	22%	32%	-14%	13%	8%	-16%	-41%	-17%

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

**1H19 투자전략: 완성차는 비중확대, 부품업체는 보수적 대응 필요**

1H19 자동차 업종 투자전략은 완성차(현대차, 기아차) 및 현대모비스에 대한 비중확대 전략을 제시한다. 현재 완성차 주식은 순자산 가치 대비 약 0.5 배 수준으로 소외되어 있는 반면에 기저효과 이상으로 이익개선이 2019 년 시작되기 때문이다. 이에 대한 근거는 다음 본문에서 자세히 기술되어 있다. Top Pick 은 현대차이며, 목표주가 160,000 원은 2019 년 EPS 에 Target P/E 9.5 배가 반영된 수치이다.

현대모비스를 제외한 부품업체들은 반면 중국시장에서의 회복 지연으로 1H19 까지는 보수적인 스탠스를 유지하고, 만도의 경우 목표주가를 기존 40,000 원에서 33,000 원으로 하향조정 한다.

표6 현대차 밸류에이션: 목표주가 160,000 원 유지

구분	단위	가치	비고
수정 EPS	(원)	16,692	(지배주주순익-우선주 배당금)/유효주식수
지배주주순익	(십억원)	3,597	2019 년 기준
우선주 배당금	(십억원)	251	2019 년 기준
유효주식수	(주)	200,459	보통주 213,688 주 - 자기주식수
Target P/E	(배)	9.5	글로벌 Peer 평균 6.5 배 대비 55% 할증
<b>목표주가</b>	<b>(원)</b>	<b>160,000</b>	
현재주가	(원)	120,000	
Upside	(%)	33.3	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표7 기아차 밸류에이션: 목표주가 44,000 원 유지

구분	단위	값	비고
순이익	(십억원)	2,291	2019 년 기준
EPS	(원)	5,627	2019 년 기준
Target P/E	(배)	7.8	Global Peer 평균 6.5 배 20% 할증
<b>목표주가</b>	<b>(원)</b>	<b>44,000</b>	
현재주가	(원)	35,750	
Upside	(%)	23.1	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표8 만도 밸류에이션: 목표주가 33,000 원으로 하향조정

(원, 배)	단위	값	비고
순이익	(십억원)	131	
EPS	(원)	2,791	
Target P/E	(배)	12	글로벌 Parts 업체 6 개사의 2014~2017 평균 P/E
<b>목표주가</b>	<b>(원)</b>	<b>33,000</b>	
현재주가	(원)	31,500	
Upside	(%)	4.8	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## Part II 재가동이 시작된 자동차 공장

### 회복을 알리는 몇가지 신호들: 볼륨 증가로 인한 수익성 개선

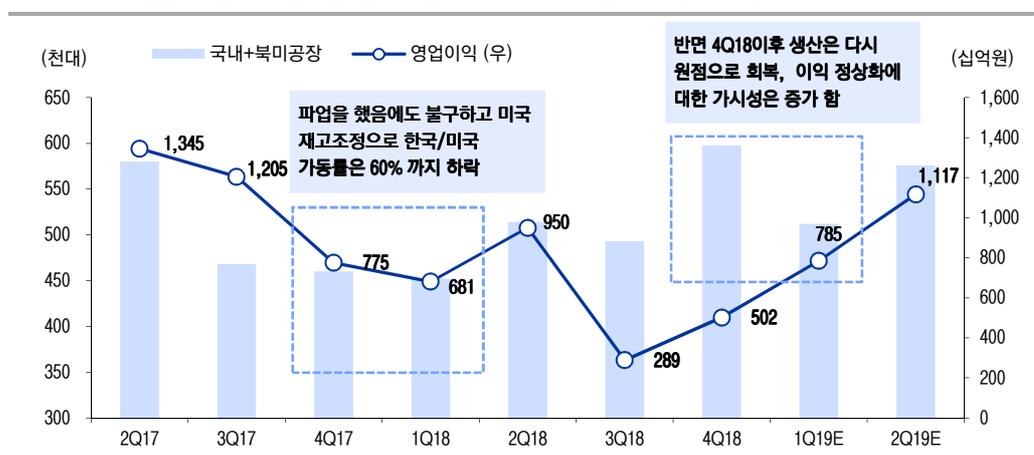
#### 가동률 개선으로 대당 원가부담 완화될 것

2019 년은 절대적으로 2018 년 대비 완성차 주요공장에서의 가동률 개선이 이뤄질 것으로 보인다. 당사는 4Q18 에 증가하기 시작한 완성차의 출하량에 근거해 대당 원가부담이 감소한 것으로 판단하며, 1Q19 에는 개선된 실적을 기대하고 있다. 지난 4Q17 과 1Q18 을 보면, 출하량 감소로 인한 완성차의 실적은 시장의 기대치에 크게 하회했었다. 특히 1Q18 의 경우 전분기 파업으로 인해 높아진 고정비를 수반하는 차종들이 판매되며 현대차 영업이익은 당시 시장 기대치 대비로도 약 2 천억원 가량 하회했다. 출고-판매 시점의 미스매치로 인한 완성차 실적의 스윙은 매우 크다.

이러한 불균형은 1Q19 부터 실적의 정상화로 이어질 전망이다, 현대차의 경우 이미 4Q18 에 국내공장 및 알라바마공장의 출하량이 각각 YoY +28%, +45% 증가했다. 기아차의 경우, 4Q18 에 국내공장과 조지아공장 출하량이 각각 YoY +16%, +8% 증가했는데, 1Q19 조지아공장에서는 YoY +28% 수준까지 올라가 지난해 2Q18 까지 고질적으로 작용해 오던 고정비 부담은 양사 모두 해소될 것으로 예상된다.

현대차의 경우 따라서 1Q19 영업이익은 7,852 억원(YoY +15%)을 기록할 것으로 판단된다. 현대차의 경우 4Q18 에 이미 매출원가율은 3Q18 대비 약 0.6% 가량 개선되어 사실상 회복세를 띄었으나, 자회사의 대규모 충당금 반영 등 판관비 급등으로 인한 이익 훼손이 컸다. 기아차는 미국 신형소울 및 K3 로 볼륨 확대가 1Q19 에 나타나고 있고, 신차 위주로의 믹스개선을 통해 인센티브가 크게 내려간다. 기아차의 1Q19 영업이익은 약 3,840 억원(YoY +26.5%)를 보일 것으로 추정된다.

그림10 국내공장 출고판매 vs 현대차 영업이익 흐름: 원가부담 완화로 대당 마진 확보되기 시작. 1Q18 쇼크의 원인 파업으로 높아진 원가부담. 구조적 이익개선에 대한 가능성 확대



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 출고판매 개선 흐름이 더욱 뚜렷해진 기아차: 조지아공장의 가동률 정상화로 원가율의 급격한 개선 예상

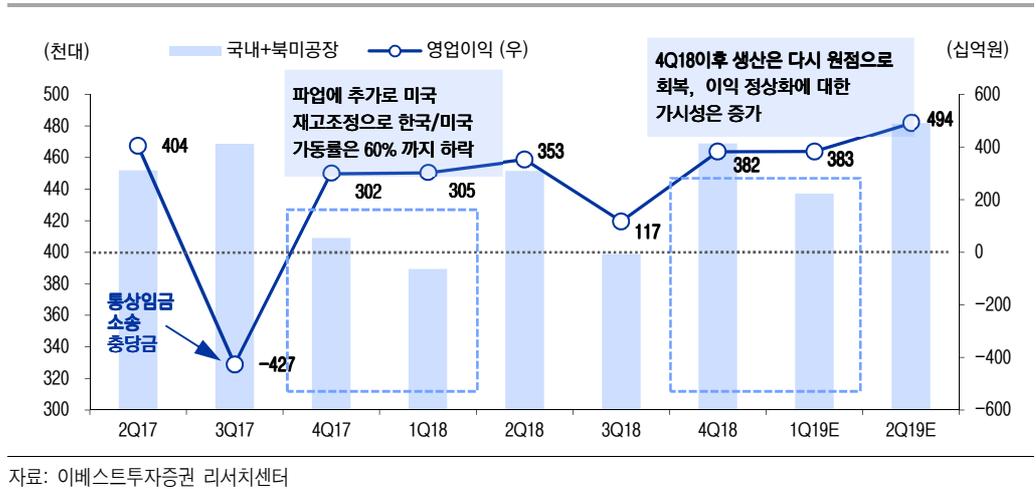


그림12 현대차 국내공장 출고판매

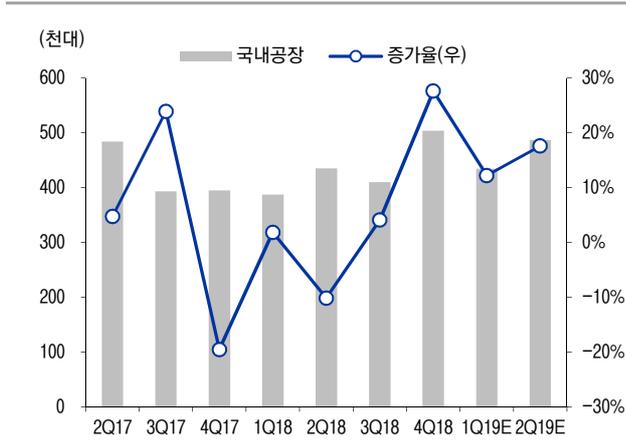


그림13 기아차 국내공장 출고판매

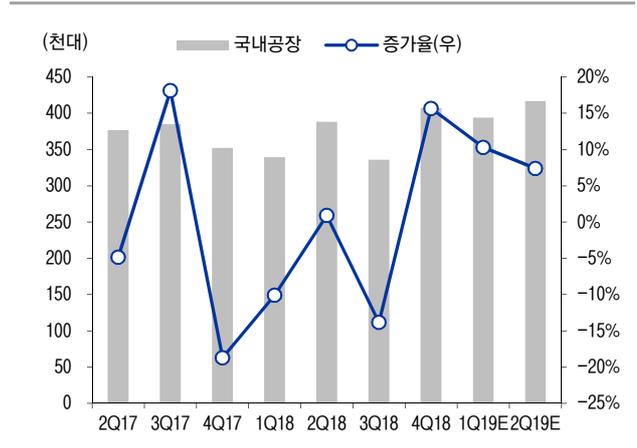


그림14 현대차 미국공장 출고판매

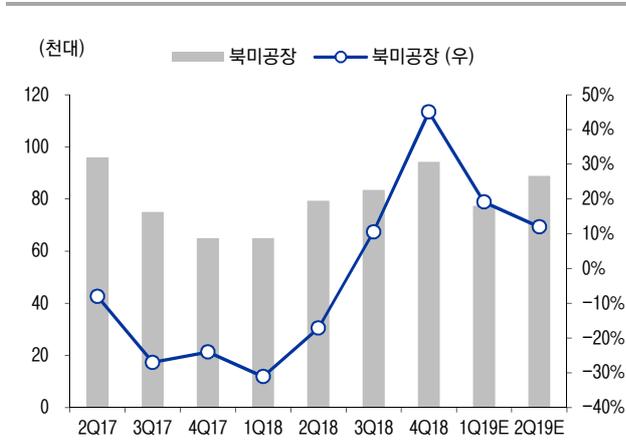
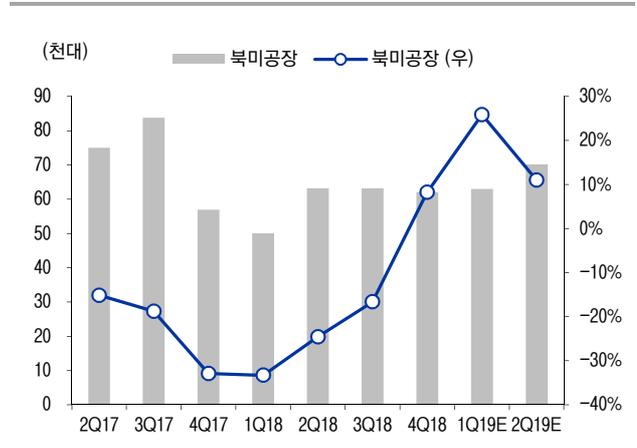


그림15 기아차 미국공장 출고판매



### 개발비 부담 완화: 2018 년 VS 2019 년, 시작이 좋다

현대차그룹에서 최근 출시된 펠리세이드는 수출이 시작되는 2Q19 부터 손익이 개선된다. 현재 약 5 천대 수준에서 국내출하가 이뤄지고 있으나, 신차 개발시 자산화 되었던 개발비는 첫 출시시점부터 같은 금액으로 약 5 년간(또는 펠리세이드의 life cycle) 비용으로 인식되기 때문이다. 4 월부터는 개별손익으로 증가되는 물량이 반영되나, HMA(현대차미국 판매법인)의 연결기준 실적으로 반영되는 시점은 6 월정도가 될 것으로 예상된다.

싼타페 역시 2018 년 2 월에 국내출시가 이뤄졌지만, 현재물량의 절반을 차지하고 있는 미국생산은 7 월부터 이뤄졌다. 따라서 올해에는 Full-Year 효과가 기대된다.

현대차와 기아차의 개발비 Cycle 을 보면, 2013 년을 기점으로 증가하기 시작한다. 표 8 에서 현대차의 감가상각비 및 무형자산상각비는 2013 년 1.5 조원에서 2019 년 2.5 조원까지 증가했음을 알 수 있다. 기아차의 경우에도 같은구간 8 천억원에서 약 1.5 조원 수준까지 증가했다.

이와 같은 투자금액에 대한 부담은 현대차그룹은 대대적으로 2014 년부터 고성능 브랜드와 친환경차, 자율주행 등 주요 분야에 투자하며 나타났는데, 2018 년의 경우 전체 볼륨이 크게 감소하며 고정비 부담이 심화되었다. 특히 4Q18 에는 펠리세이드 및 G90 의 개발비 상각이 시작되었고(반면 판매는 내수 1 개월 미만에 그침) 미국의 신차효과가 미미해 실적개선이 delay 된 것으로 볼 수 있다.

당사는 국내공장(별도) 기준 매출액이 현대차와 기아차가 각각 YoY +8.6%, +9.9% 증가세를 기록할 것으로 예상하고, 2019 년에도 증가할 것으로 예상되는 개발비 부담에서 완화될 것으로 판단한다. 상반기에 볼륨성장이 클 것으로 예상하는데, 전년도 기저효과에 추가로 펠리세이드 및 텔룰라이드 투입으로 볼륨 및 ASP 상승효과도 기대된다.

그림16 일반적인 모델 Cycle 트렌드와 개발비 상각 비교: 싘타페는 올해 Full-Year 효과 기대, 펠리세이드는 3Q18부터 Full-Quarter 효과 기대

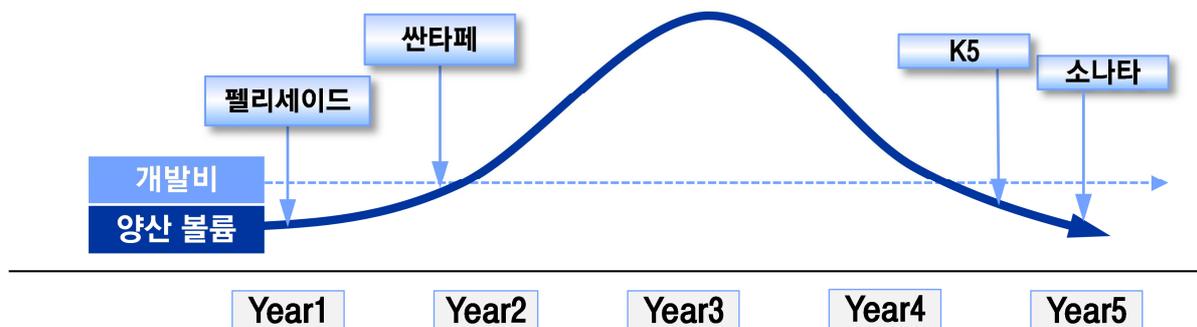
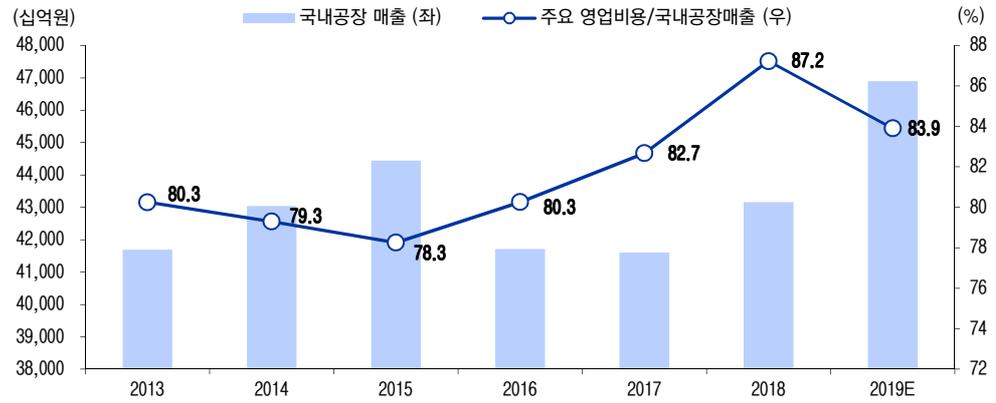


그림17 현대차 개발비 VS 한국공장 매출 추이: 국내공장 매출 증가로 19년에는 개발비 부담 완화



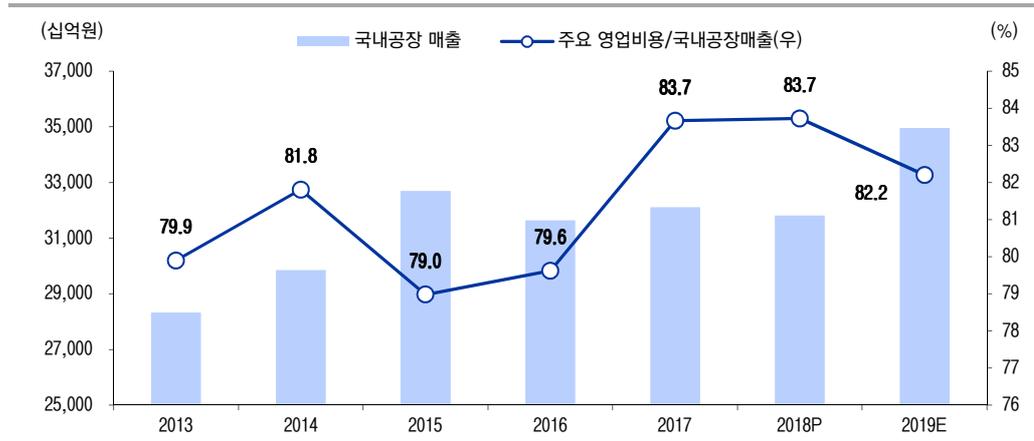
자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 현대차의 한국공장 매출액 및 별도기준 주요 영업비용 추이: 2019년 비용감소효과 기대

구분 (십억원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019F
별도 매출액	41,691	43,046	44,440	41,714	41,607	43,161	46,895
국내출하 (천대)	1,821	1,855	1,874	1,671	1,652	1,735	1,805
내수	642	671	720	659	687	737	760
수출	1,179	1,185	1,154	1,012	964	998	1,045
원재료 및 상품 사용액	25,844	26,311	26,740	25,001	25,828	29,002	30,415
per 출하대수(백만원)	14.2	14.2	14.3	15.0	15.6	16.7	16.8
급여	5,994	6,211	6,259	6,265	6,266	6,136	6,199
감가상각비	957	1,027	1,092	1,177	1,218	1,281	1,346
무형자산 상각비	662	587	688	1,037	1,086	1,228	1,388
성격별 주요 영업비용 계 (십억원)	33,458	34,136	34,778	33,480	34,397	37,648	39,347
주요 영업비용/매출액(%)	80.3	79.3	78.3	80.3	82.7	87.2	83.9
별도매출원가(%)	76.7	76.8	75.1	76.3	78.4	84.1	79.2

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 기아차 개발비 VS 한국공장 매출 추이: 개발비 부담 완화되는 2019년



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

표10 기아차의 한국공장 매출액 및 별도기준 주요 영업비용 추이: 2019년 비용감소효과 기대

구분 (십억원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F
<b>별도 매출액</b>	28,333	29,850	32,700	31,642	32,110	31,820	34,956
<b>국내출하 (천대)</b>	1,598	1,706	1,725	1,550	1,506	1,471	1,626
<b>내수</b>	458	464	527	532	521	532	592
<b>수출</b>	1,140	1,241	1,198	1,018	985	939	1,034
<b>별도 비용의 성격별 분류 (십억원)</b>	22,637	24,420	25,827	25,193	26,865	26,642	28,735
<b>원재료 및 상품</b>	17,888	19,399	20,622	19,934	20,945	21,155	23,091
<b>per 출하대수(백만원)</b>	11.2	11.4	12.0	12.9	13.9	14.4	14.2
<b>급여</b>	3,909	4,097	4,146	4,034	4,585	4,012	4,092
<b>감가상각비</b>	503	540	620	692	770	875	925
<b>무형자산상각비</b>	338	384	438	533	564	601	627
<b>실질 국내공장 원가율(%)</b>	79.9	81.8	79.0	79.6	83.7	83.7	82.2
<b>별도매출원가율(%)</b>	78.8	80.2	80.1	80.2	83.3	85.2	85.0

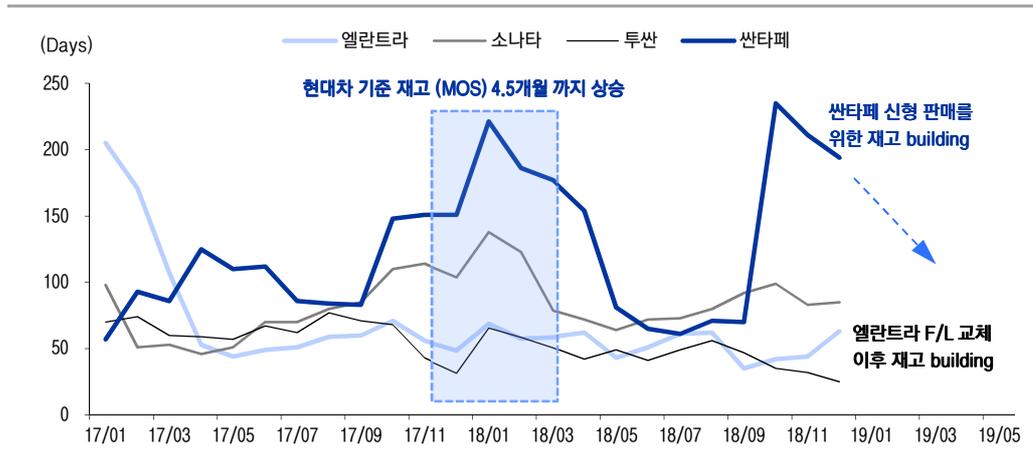
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

### 미국재고: 양과 질의 변화. 신차를 중심으로 한 재고 building 시작

지난 1H18 에 나타난 현대차와 기아차 한국/미국 공장의 가동률 급감의 원인은 미국 내 악성재고 소진 과정에서 나타났다. 2018 년 말부터는 기존의 악성재고가 상당부분 소진되기 시작했고, 2019 년 1 월 들어서는 현대차는 엘란트라 F/L, 제네시스 G70, 신형 소울, K3 등 주요 모델들의 딜러 distribution 이 시작되었다.

그림 19 번을 보면, 이러한 수치는 지난 2018 년 초반과 비교해 명확하게 비교됨을 알 수 있다. 구형모델인 소나타와 투싼의 경우 재고소진이 충분히 이뤄졌으며, 신형 모델인 엘란트라와 싼타페만 증가한 것으로 나타난다. 그 중 싼타페의 경우 최근 distribution 에서 retail sales 로 넘어가며 재고는 감소하고 있는 모습이다. 한편 재고 부담에서 나타나는 지표인 인센티브 금액 역시 지난해 말을 정점으로 하락하고 있다. 기아차의 경우 1 월 인센티브는 약 YoY -12% 가량 감소했음을 알 수 있고, 현대차 역시 연간 base 로는 감소하는 추이다. 현대기아차의 인센티브는 약 2012 년부터 증가하기 시작했는데, 7 년만에 감소세로 돌아선 것이다.

그림19 2018 년, 권역별 경영체제로 전환이후 차종별 재고수준 감소에 성공



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 현대차 재고 rebuilding - 엘란트라 F/L 의 출시



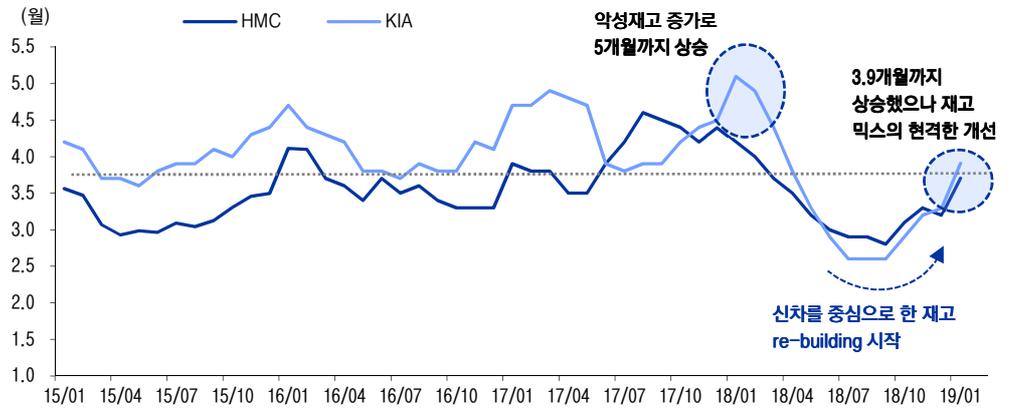
자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 기아차 재고 rebuilding - 소울 완전변경모델 출시



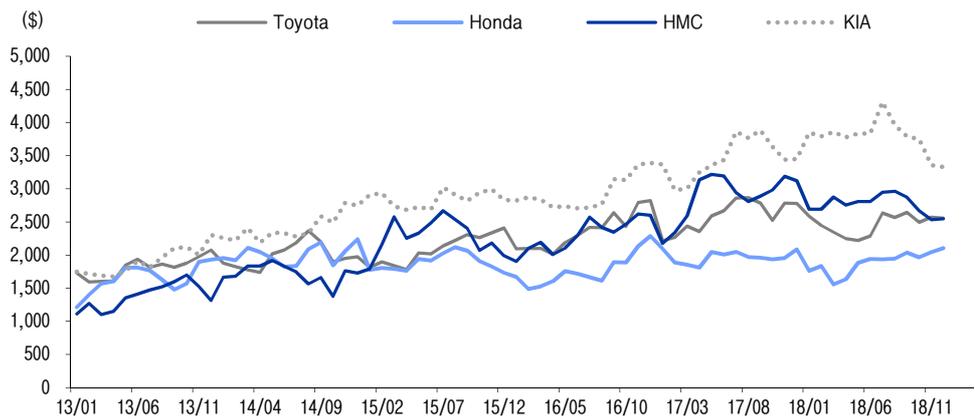
자료: 기아차, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 완성차 미국 재고(MOS, Month of Sales)의 변화: 최근의 반등은 악성재고 소진 이후 신차 판매를 위한 재고 re-building 과정



자료: 현대차, 기아차, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 미국내 인센티브 추이: 기아차의 2018 년말 이후 가파른 하락세 부각



자료: Automotive News, 이베스트투자증권 리서치센터

## 중국: 어쨌든 재고는 숨가쁘게 내려가고 있다

### 1월부터 산업 전반으로 재고조정. 부품업체들은 1Q19 까지 부정적일 수 있음

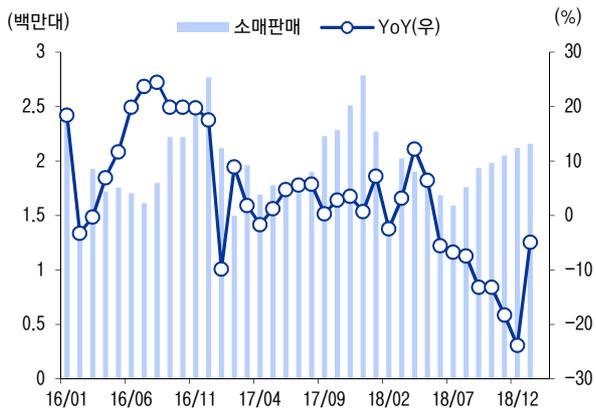
중국 자동차 시장은 2019 년은 전년대비로는 회복될 전망이나, 업계 전반적으로 재고소진 activity 가 상반기에 뚜렷하게 나타날 것으로 예상된다. OEM 들은 재고소진 자체가 주는 의미가 있겠지만, 부품업체들은 가동률 회복의 지연으로 고통스러운 3~4 개월이 연초 나타날 것으로 예상된다.

최근 발표된 중국의 1 월 산업 지표에서 보면, 현지판매(소매판매)의 경우 216 만대를 기록해 YoY -5%로 전월대비 판매흐름이 크게 개선되었다. 이는 지난 2H18 동안 크게 build-up 된 재고소진 차원 뿐만 아니라, 춘절 및 연간으로 예상되는 업황부진을 앞두고 딜러들이 재고수준을 낮추는 과정에서 나타난 현상으로 보인다.

반면 제조사들, 즉 OEM 들의 경우 판매량 감소가 여전히 나타났다(그림 25). 특히 현대차의 경우 도매판매 실적이 YoY -46%로 하락세를 보였는데, 역시 기존 재고가 약 3 개월 이상의 영역에 위치해 있었음을 의미하고 이러한 현상은 2~3 월에 걸쳐서도 나타날 것으로 예상된다. 기아차의 경우 사드사태 이전부터 딜러소송 등 여러 난제들을 거치며 재고를 탄력적으로 운영해 온 상태로, 부진한 시장에 비해 상대적으로 호실적을 기록한 것으로 나타났다.

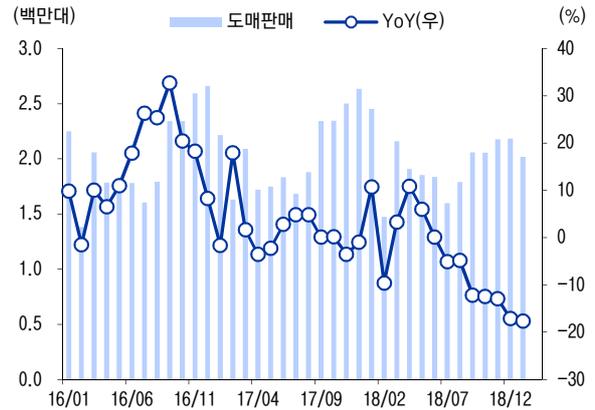
국내 부품업체 중에서는 만도와 현대위아가 중국에 대한 exposure 가 각각 29%, 19%로 가장 높아 이러한 환경에서는 타 부품업체 대비 상대적으로 불리한 영업환경이 조성될 것으로 판단된다. 다만 재고조정이 일정기간 이뤄진 후인 2H19 에 들어서는 현대기아의 중국내 로컬 전략차종의 신차출시로 모멘텀이 회복될 것으로 예상된다.

그림24 1 월 이후 중국내 현지판매: 딜러들의 재고소진



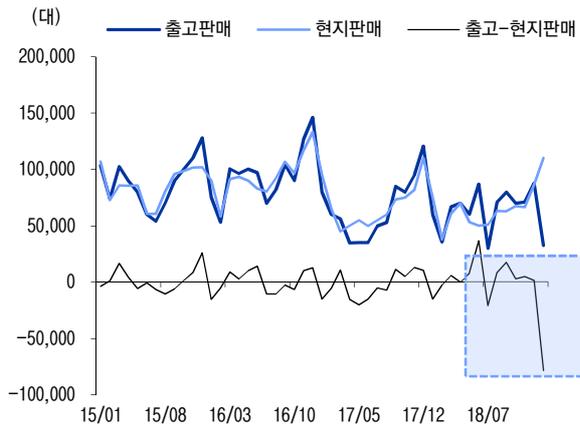
자료: CPCA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 1 월 이후 중국내 도매판매: 제조사 판매는 회복 전



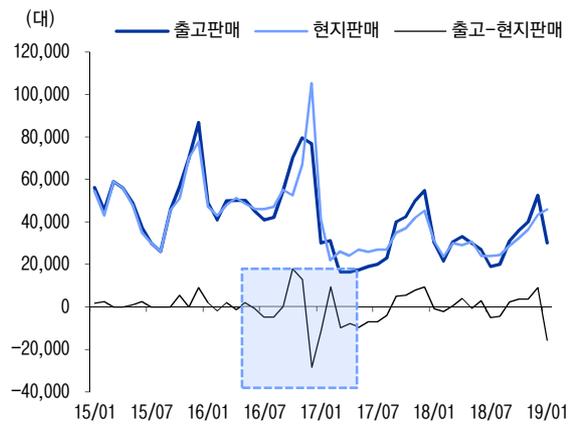
자료: CPCA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 북경현대 현지판매-도매판매 차이 흐름



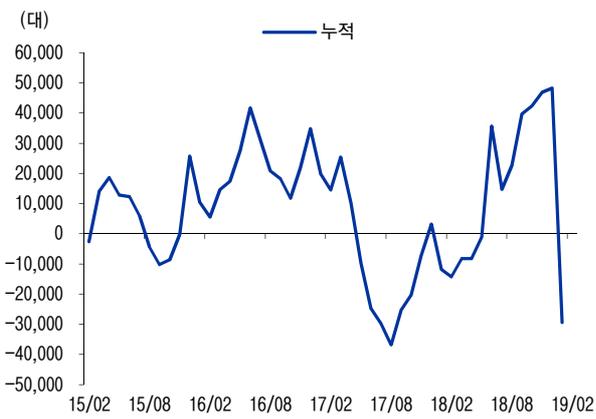
자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 동풍열달기아 현지판매-도매판매 차이 흐름



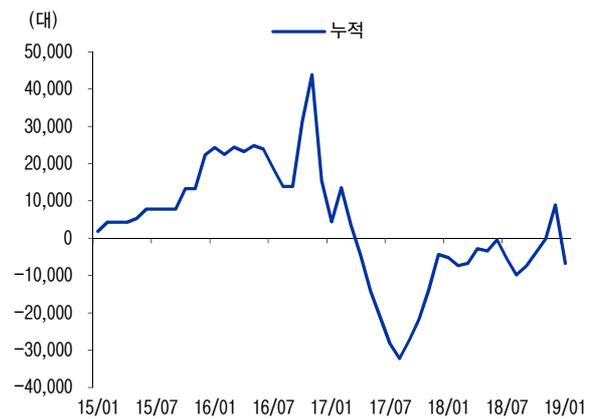
자료: 기아차, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 '15년을 '0'으로 가정한 현대차 재고흐름



자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 '15년을 '0'으로 가정한 기아차 재고흐름



자료: 기아차, 이베스트투자증권 리서치센터

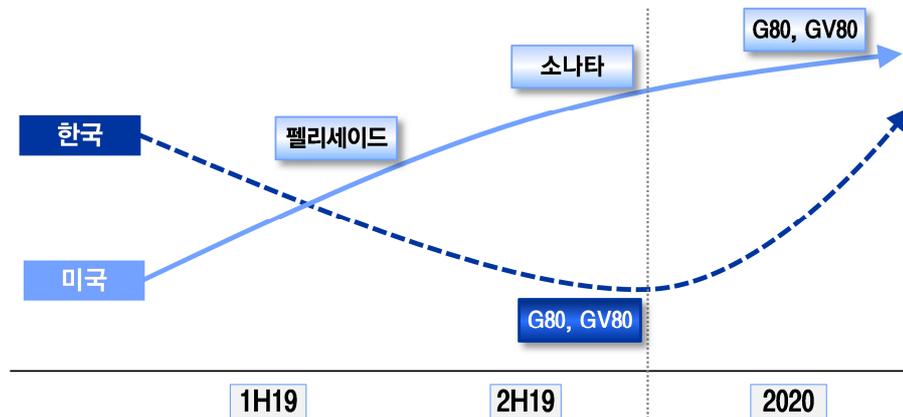
## Part III 신차 Cycle, 매분기 모멘텀 강화

### 2019 년, 신차 모멘텀의 재점화

#### 신차 Cycle 과 새로운 세그먼트로의 진입

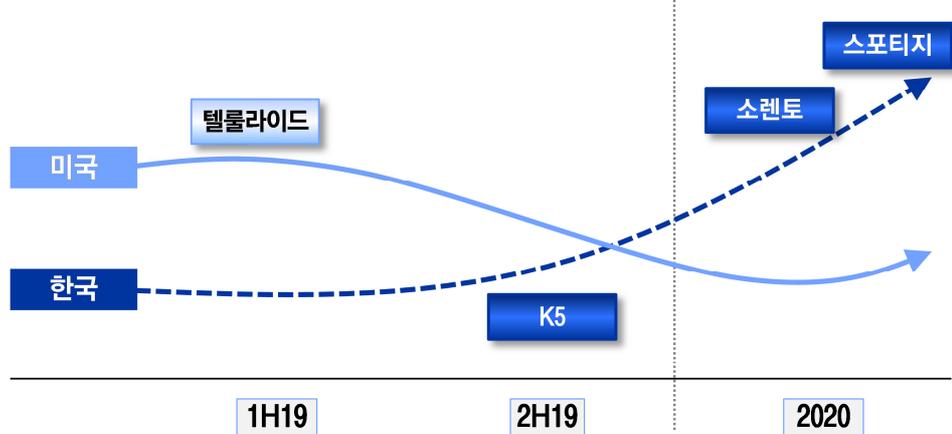
2019 년부터는 최대 볼륨모델인 소나타, K5 의 완전변경모델 투입으로 새로운 신차 Cycle 이 시작된다. 여기에 추가로 현대차는 하반기부터 체네시스, 기아차는 RV 라인업의 추가 강화가 시작된다. 구간으로 나눠서 보면, 2019 년 상반기까지는 대부분 가동률 회복으로 인한 고정비 완화, 이후부터는 주요 시장에서 신차투입을 통해 M/S 확대가 예상된다.

그림30 현대차의 연간 신차 모멘텀 경로: 올해 하반기 미국의 M/S 확대 기대



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 기아차의 연간 신차 모멘텀 예상 경로: 올해 하반기 저점으로 신차 Cycle 전개

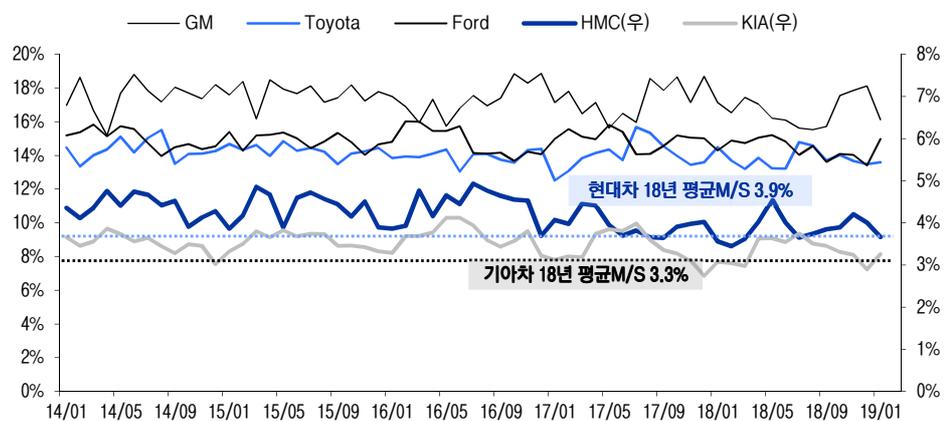


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

현대차의 경우, 전반적으로 올해 하반기에 모멘텀이 나타나기 시작한다. 그림 28 에서처럼, 소나타 플채인지모델의 미국 투입이 하반기로 예정되어 있기 때문이다. 국내의 경우 하반기에는 개별소비세인하 효과 소멸 등 상반기 대비 모멘텀이 약화되나, 제네시스 모델의 대대적인 신차투입 및 그랜저 F/L 등 ASP 상승효과가 지속될 것이다.

기아차의 경우, 올해 상반기까지는 상대적으로 텔룰라이드 및 소울 신차효과로 미국에서의 판매가 강세를 보일 것으로 예상되고 전반적으로 M/S 확대가 예상된다. 기아차의 경우 한국 모멘텀이 2H19 부터 새롭게 시작된다. 내수는 현대차 쏘타페/펠리세이드 효과로 1H19 는 다소 M/S 감소가 예상되나, 이후부터 모하비, SP2, K5 이 출시되고 2020 에는 쏘렌토 및 스포티지의 완전변경모델 출시가 예정되어 있다.

그림32 현대차와 기아차의 미국내 M/S 추이: 연초는 소울/텔룰라이드 기반으로 기아차 확대, 하반기는 펠리세이드 효과로 현대차 M/S 확대 기대



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

표11 미국내 주요 업체별 연간 M/S 변화: 현대기아 합산으로는 지난 4년간 70bp 축소

M/S(%)	GM	Toyota	Ford	HMC	KIA	HMG	Honda	Nissan	FCA	VW	BMW	Daimler
2014	17.5	14.4	15.0	4.4	3.5	7.9	9.3	8.4	12.7	3.6	2.4	2.2
2015	17.7	14.3	14.9	4.4	3.6	8.0	9.1	8.5	12.9	3.4	2.3	2.2
2016	17.3	14.0	14.8	4.4	3.7	8.1	9.3	8.9	12.9	3.3	2.1	2.2
2017	17.3	14.1	15.0	4.0	3.4	7.4	9.5	8.9	12.0	3.6	2.0	2.4
2018	16.7	13.8	14.4	3.9	3.3	7.2	9.1	7.8	12.8	3.0	1.6	2.3

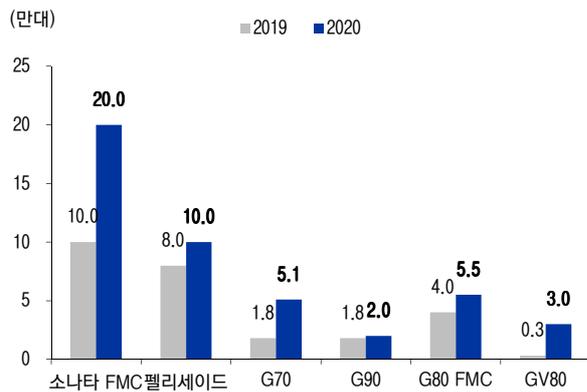
자료: Automotive News, 이베스트투자증권 리서치센터

표12 현대차와 기아차의 2019/2020년 주요 모델별 판매 예상치

(만대)	현대		기아		비고
	2019	2020	2019	2020	
소나타 FMC	10.0	20.0			19년 하반기 미국생산
펠리세이드	8.0	10.0			19년 6월 미국출시
G70	4.7	5.1			
G90	1.8	2.0			
G80 FMC	4.0	5.5			
GV80	0.3	3.0			
K5 FMC			3.0	20.0	19년 하반기 한국생산
소울 FMC			15.0	17.0	
텔룰라이드			4.5	7.0	19년 4월 미국출시
모하비			0.6	2.0	

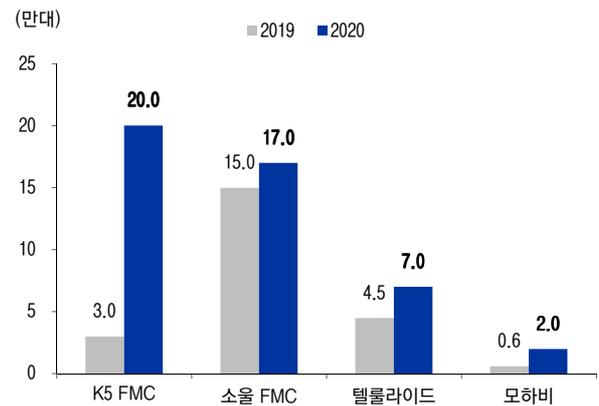
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 현대차 주요 모델별 Full-Year 판매 비교



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 기아차 주요 모델별 Full-Year 판매 비교



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표13 현대차 신차 출시 스케줄

지역별 구분	구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1H19	2H19
한국	현대	싼타페 FMC, 벨로스터	투싼 F/L	아반떼 F/L	펠리세이드	쏘나타 FMC	A SUV, i30, 그랜저 F/L
	친환경	NEXO	코나 EV			아이오닉 F/L	쏘나타 HEV/PHEV
	제네시스				G90		G80, GV80
미국	현대	코나	벨로스터	투싼 F/L, 싼타페		엘란트라 F/L, 펠리세이드 SUV(2Q)	쏘나타 FMC, A SUV
	친환경					코나 EV	
	제네시스			G70		G90 F/L	G80
중국	승용			C2 세단(4Q)		엘란트라 F/L	쏘나타 FMC
	RV	코나(엔시노)		투싼 F/L, 싼타페(4Q)		엘란트라 PHEV	ix25, 중국 전용 MPV
	친환경			PHEV 두개차종		싼타페 FMC	엔시노 EV
유럽			싼타페	NEXO, 코나 EV			i10, A SUV
인도		크레타 F/L (2월)				소형 SUV	신형 i10, 엘란트라
브라질				크레타 F/L(3Q)			신형 HB20

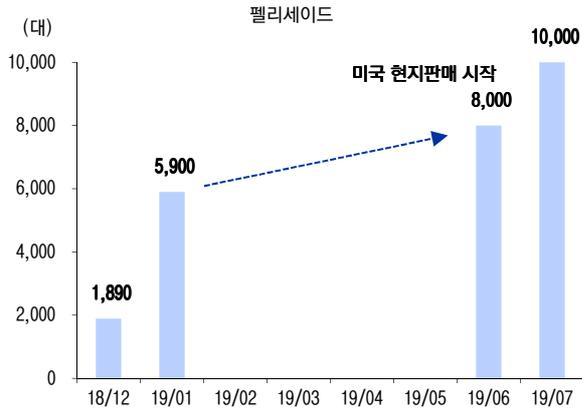
자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터

표14 기아차 신차 출시 스케줄

지역별 구분	구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1H19	2H19
국내	승용	K3, K5 F/L	K9	K3 GT		K7 F/L	K5 FMC
	RV	카니발 F/L		스포티지 F/L(3Q)	소울 FMC	니로 F/L	SP2, 모하비 F/L
	친환경			니로 EV		소울 EV	
미국	승용			K5 F/L, 포르테, K9			K7 F/L
	RV		쏘렌토, 카니발 F/L		소울 FMC	텔루라이드, 스포티지	SP2, 니로 F/L
	친환경					니로 EV	
유럽		씨드 3 차종		니로 EV, 소울 EV		니로 F/L	K5 FMC, 씨드
중국	승용	K3				K3	
	RV		NP(쯔파오)	Yi pao(이파오)			SP2
	친환경			K5 PHEV, KX3 EV			K3 PHEV

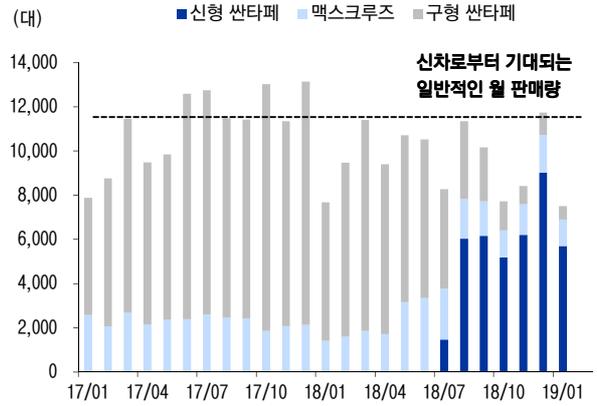
자료: 기아차, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 펠리세이드 판매량 추이



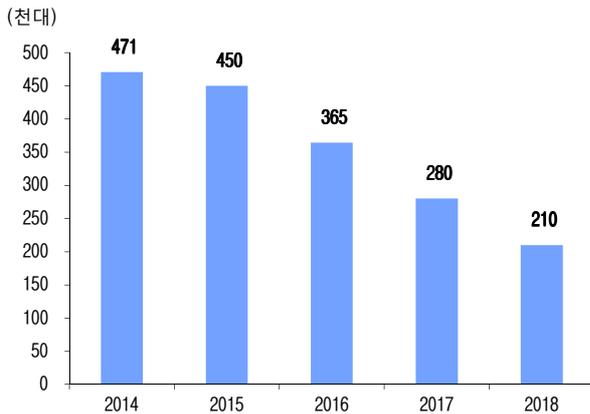
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 미국 신타페 판매량: 미국에서는 추가모멘텀 필요



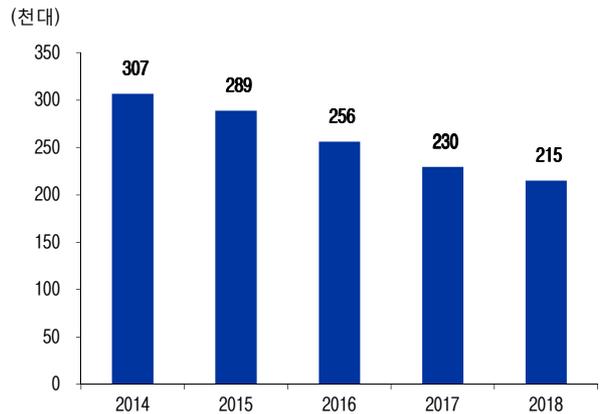
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 현대차 소나타 판매량 추이



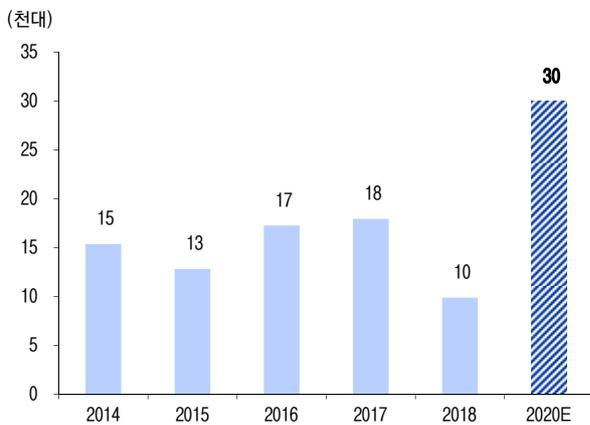
자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 기아차 K5 판매량 추이



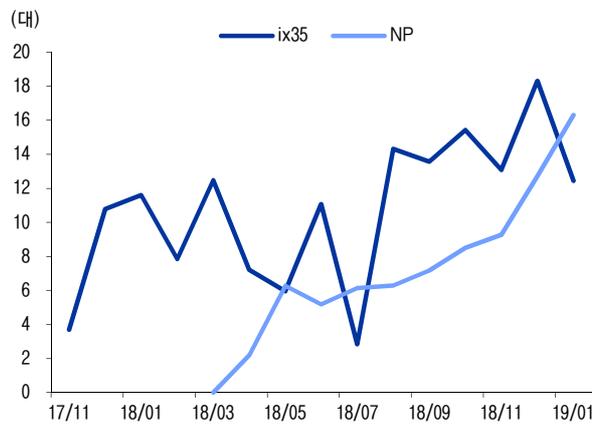
자료: 기아차, 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 기아차 모하비 판매량 추이: 최근의 펠리세이드 효과를 감안시 연 3만대 이상 달성도 가능해 보임



자료: 기아차, 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 현대차와 기아차의 중국내 각각 대표 볼륨모델 판매대수 추이: 1월은 NP가 ix35 추월



자료: 현대차, 기아차, 이베스트투자증권 리서치센터

### 제네시스 브랜드: 딜러 네트워크의 완성으로 볼륨증가 시작

2019 년은 현대차가 제네시스 브랜드 독립을 통해 볼륨증가가 직접 구현되는 한 해가 될 것으로 전망된다. 국내를 제외한 제네시스 판매량은 주로 미국에서 대부분 발생하는데, 1Q19 를 기점으로 미국내 제네시스 딜러구축 목표치인 350 개가 완성된다.

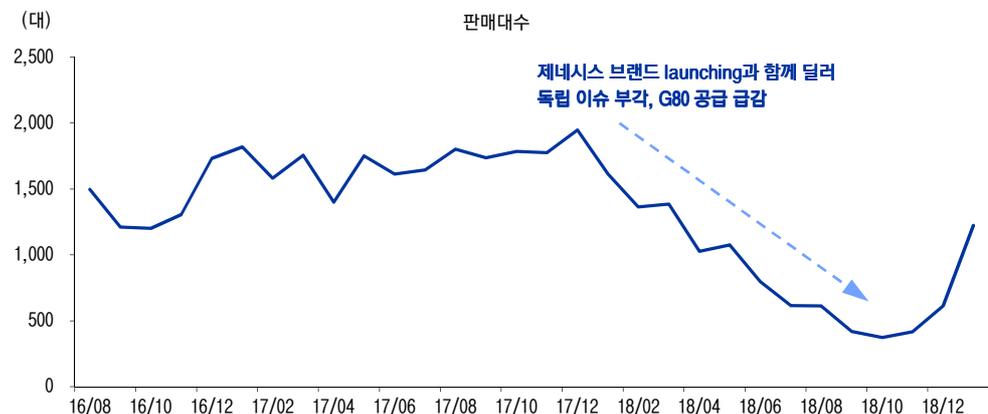
현대차는 2018 년의 경우 초반부터 과도한 독립 딜러십(Independent Dealership) 구축을 시도해 왔으나, 기존 딜러들의 반발로 중간에 판매가 급감하게 되었다. 이후 제네시스 판매법인(Genesis Motor America)의 설립과 함께 각 주별 라이선스 확보를 위해 기존 현대차 딜러중에서 제네시스 딜러를 운영하는 방법을 택했다.

전용 딜러십의 구축은 자연스럽게 볼륨증가를 의미한다. 뿐만 아니라 라인업 구축이 대대적으로 이뤄지고 있어 2018 년을 저점으로 제네시스 브랜드의 볼륨 크게 향상될 것으로 예상된다. 연도별로 보면, 미국 시장에는 2019 년에는 G70 이 본격적으로 투입될 전망이고, 2020 년에는 G80 FMC(Full Model Change) 및 GV80(SUV)의 투입이 예정되어 있다. 2020 년 미국 내 제네시스 브랜드의 연간 총 볼륨은 약 4.3 만대 수준으로 증가하게 된다. 다만 우리는 GV80 생산을 위한 국내공장 내 라인조정 등의 이슈가 남아있어 2020 년 GV80 의 생산은 보수적으로 가정했다.

렉서스와 인피니티, 아큐라 등에서 그동안 관찰되어 왔듯이 럭셔리 브랜드의 구축은 성공확률이 그리 높지 않다. 특히 혼다의 아큐라 같은 경우 렉서스보다 먼저 미국에 설립되었으나 실패로 돌아갔고, 현재 사실상 독일 메이커들과 직접 경쟁하는 브랜드는 렉서스가 유일하다. 브랜드 독립은 소비자들 간에서의 인지도를 격상시키는 작업이 아주 중요한데, 제네시스의 경우 GMA 의 설립 이후 럭셔리 브랜드의 전용 서비스 제공 등을 시작으로 변화가 본격화 되고 있고, 그룹사 내 전폭적인 지지를 통해 브랜드 조기안착 가능성이 높아진 것으로 판단된다.

한편 럭셔리 브랜드 시장에서 가장 경쟁이 치열한 스포츠 세단 세그먼트인 G70 의 판매량은 일단 성공적인 수치를 나타내고 있어, 1H19 에는 이를 통해 제네시스 브랜드 성공에 대한 기대감이 형성될 것으로 예상된다.

그림41 미국내 제네시스 브랜드 판매량 추이: 딜러이슈 해결, G70 투입



자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터

표15 제네시스 판매대수 및 2020년까지의 예상 판매대수

(단위:대)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
<b>G70</b>			4,389	28,216	45,000	50,000
<b>미국</b>			1,026	409	16,000	18,000
<b>G80</b>	76,658	61,021	56,914	44,937	46,000	40,000
<b>미국</b>	24,917	24,266	16,322	7,663	10,000	15,000
<b>G90</b>	8,875	26,153	17,286	12,236	15,000	16,000
<b>미국</b>	2,332	2,143	4,418	2,240	3,000	5,000
<b>GV80</b>					3,000	20,000
<b>미국</b>						5,000
<b>총계</b>	85,533	87,174	78,589	85,389	109,000	126,000
<b>미국 계</b>	27,249	26,409	21,766	10,312	29,000	43,000

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표16 현대차내 제네시스 비중 및 미국 시장내 제네시스 M/S

(단위:대)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
<b>현대차 판매</b>	4,613,709	4,722,679	4,263,864	4,220,113	4,350,000	4,500,000
<b>제네시스 비중(%)</b>	1.9	1.8	1.8	2.0	2.5	2.8
<b>현대차 미국 판매</b>	761,710	775,005	685,555	677,946	680,000	700,000
<b>현대차 내 제네시스 비중(%)</b>	3.6	3.4	3.2	1.5	4.3	6.1
<b>미국 제네시스 M/S(%)</b>	0.15	0.15	0.12	0.06	0.16	0.24

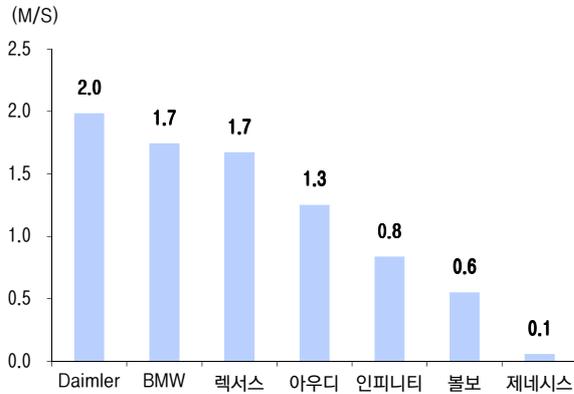
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표17 미국내 프리미엄 메이커의 M/S: 제네시스는 10만대(M/S 0.9% 수준) 허들을 넘을수 있을까?  
2018년에는 딜러이슈로 오히려 크게 위축

(M/S, %)	2015	2016	2017	2018
<b>Daimler</b>	2.1	2.1	2.1	2.0
<b>BMW</b>	1.9	1.7	1.7	1.7
<b>아우디</b>	1.1	1.2	1.3	1.3
<b>렉서스</b>	1.9	1.8	1.7	1.7
<b>인피니티</b>	0.7	0.8	0.9	0.8
<b>볼보</b>	0.4	0.5	0.5	0.6
<b>제네시스</b>	0.15	0.15	0.12	0.06

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 미국내 프리미엄 메이커의 2018년 M/S: 인피니티 수준까지 확대 위해서는 G70, G80의 역할이 절대적



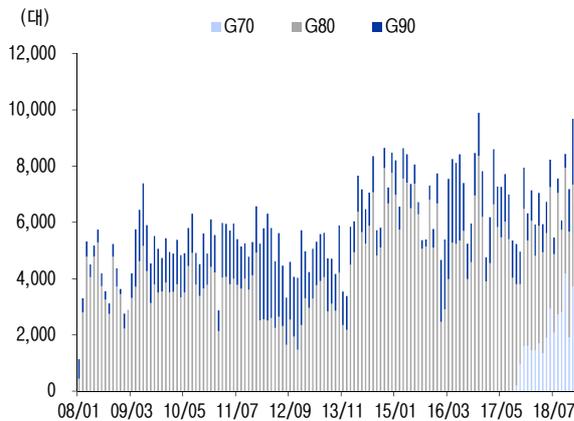
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 미국 제네시스 딜러 구조: GMA(Genesis Motor America)의 설립으로 2019년부터 볼륨증가 기대



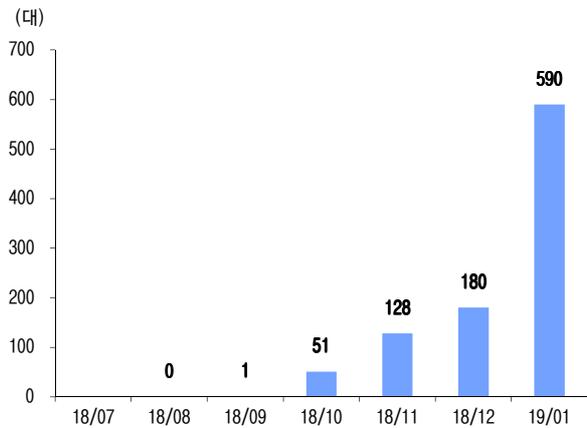
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 딜러 이슈 부각으로 G80 판매는 2018년 미국에서 크게 감소, 따라서 3Q18 G80 신형 출시는 더욱 중요



자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 미국 제네시스 G70 판매대수 추이: 딜러 네트워크 완성과 함께 연간 1.8만대로 확대 예상



자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터



# 기업분석

현대차 (005380)	32
기아차 (000270)	36
현대모비스 (012330)	39
현대글로비스 (086280)	42
S&T 모티브 (064960)	46
넥센타이어 (002350)	49
한국타이어 (161390)	53
한온시스템 (018880)	56
만도 (204320)	59
현대위아 (011210)	63

Universe		
종목명	투자판단	목표주가
현대차	Buy (유지)	160,000 원(유지)
기아차	Buy (유지)	44,000 원(유지)
현대모비스	Buy (유지)	280,000 원(유지)
현대글로비스	Buy (유지)	180,000 원(상향)
S&T 모티브	Buy (유지)	43,000 원(유지)
넥센타이어	Buy (유지)	14,000 원(유지)
한국타이어	Hold (유지)	39,000 원(유지)
한온시스템	Hold (유지)	13,000 원(유지)
만도	Hold (하향)	33,000 원(하향)
현대위아	Hold (유지)	38,000 원(유지)

# 현대차 (005380)

2019. 02. 25

자동차/부품

Analyst 유지웅

02. 3779-8886

jwyyoo@ebestsec.co.kr

## Top Pick 으로 변경. 볼륨 cycle 의 최대 수혜주

**Buy (maintain)**

목표주가 160,000 원

현재주가 121,000 원

### 4Q18 Review: 영업이익 5,021 억원 (YoY -35%)으로 컨센서스 하회

현대차의 4Q18 및 연간실적이 발표되었다. 4Q18 매출액 및 영업이익은 각각 25.6 조원(YoY +4.8%), 5,020 억원(YoY -72.8%)를 기록했다. 영업이익 기준으로는 시장 기대치를 하회했는데, 연결실적 편입 대상인 현대로템이 일회성 비용을 일시적으로 반영하며 약 2 천억원 가량의 영업적자가 발생했기 때문이다. 이를 제외하고는 전분기 대비로 마케팅 비용이 약 1,610 억원, 경상개발비가 1,801 억원 가량 증가해 자동차 부문 영업이익은 약 4,630 억원을 기록했다. 지배주주 순이익은 -1,290 억원의 적자를 기록했는데, 개발비 조기인식 및 일회성 세금비용으로 인해 일시적 부담이 발생했다.

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

### 2019 년 전반적인 그림의 변화: 증익, 신차, 지배구조

2019 년은 1Q19 를 시작으로 해서 증익 cycle 에 들어설 것으로 예상된다. 첫째로 연간 약 9 천억원에 달하는 기저효과가 예상될 뿐만 아니라, 주력 신차출시가 2Q~3Q 에 몰려있어 하반기로 갈수록 실적 모멘텀을 기대할 수 있다는 판단이다. 1Q19 의 경우 영업이익은 7,850 억원을 기록해 YoY +15.3% 성장을 할 것으로 예상되는데, 컨퍼런스콜을 통해 지배구조 개편에 대한 가능성도 시사되어 이에 대한 기대감까지 종합하여 상반기부터 추가모멘텀으로 반영되어 나타날 것으로 판단된다.

### Stock Data

KOSPI (2/22)	2,230.50 pt
시가총액	258,539 억원
발행주식	213,668 천주
52 주 최고가 / 최저가	164,000 / 92,800 원
90 일 일평균거래대금	792.48 억원
외국인 지분율	44.9%
배당이익(18.12E)	3.3%
BPS(18.12E)	253,807 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -10.4%
	6 개월 -2.6%
	12 개월 -16.7%
주주구성	현대모비스(주)외 5 인 29.1%
	국민연금공단 8.3%

### 제네시스 브랜드 효과 본격화, 미국판매량 2020년에는 4만대 넘어설 것

제네시스 브랜드의 딜러 네트워크 구축작업은 1Q19 에 약 350 여개 딜러 확보로 마무리 된다. G70 의 미국 판매가 최근 1 월부터 본격화 되었고, 연간으로 1.8 만대 가량 판매가 예상된다. G80 FMC 와 GV80 의 판매 본격화로 미국 총 판매는 2020 년 4.3 만대로 급증하며 기업 재평가 요인의 핵심으로 떠오를 전망이다.

### Stock Price



### 업종내 최선호주. 최근의 주가조정은 밸류에이션 메리트 제공

동사 목표주가는 160,000 을 유지한다. 2019 년 수정 EPS 16,692 원에 Target P/E 9.5 배를 적용했다. 당사는 최근 무역확장법 232 조 이행 가능성에 따라 이뤄진 주가 조정으로 밸류에이션 메리트가 발생했다고 판단하고 있다. 한국산 차량에 대한 관세부와 가능성은 높지 않다고 판단하고 있으며, 이는 1)저년도 한미 FTA 재협상 완료, 2)3.8%에 그치는 미국내 현대기아 한국산 차종의 M/S 비중 3)한국 GM 의 미국 수출(연 18 만대)에 따른 미국 현지업체의 가격인상 가능성에 근거한다.

### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	93,649	5,194	7,307	5,720	26,110	-11.7	8,552	5.6	6.9	0.6	8.4
2017	96,376	4,575	4,439	4,546	18,263	-30.1	8,104	8.5	7.2	0.6	5.9
2018P	97,252	2,423	2,530	1,645	6,313	-65.4	6,133	19.0	8.4	0.5	2.2
2019E	102,190	3,935	4,962	3,827	16,705	164.6	7,601	7.2	7.2	0.5	5.0
2020E	108,321	4,171	5,236	4,084	17,785	6.5	7,967	6.7	7.1	0.4	5.1

자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표18 현대차 실적추정치 변경 전후 비교: 19년 추정치 조정 없음

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	2018P	2019E	2018P	2019E	2018P	2019E
매출액	97,253	102,190	97,252	100,474	0.0	1.7
영업이익	2,422	3,935	2,423	3,962	0.0	-0.7
영업이익률(%)	2.5	3.9	2.5	3.9		
순이익(지배)	1,509	3,597	1,509	3,617	0.0	-0.5

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표19 밸류에이션: TP 160,000 원 유지. 업종 최선호주로 추천

구분	단위	가치	비고
EPS	(원)	16,792	(지배주주순익-우선주 배당금)/유효주식수
지배주주순익	(십억원)	3,617	2019년 기준
우선주 배당금	(십억원)	251	2019년 기준
보통주	(주)	213,668	
자기주식수	(주)	13,209	
Outstanding	(주)	200,459	
Target P/E	(배)	9.5	글로벌 Peer 평균 6.5x 대비 55% 할증
<b>목표주가</b>	<b>(원)</b>	<b>160,000</b>	<b>EPS x Target P/E</b>
현재주가	(원)	121,000	
Upside	(%)	32.2	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표20 현대차 실적 추이 및 전망: 4Q18 영업이익 5,020 억원 기록

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2018P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
<b>매출액</b>	<b>22,437</b>	<b>24,712</b>	<b>24,434</b>	<b>25,670</b>	<b>97,252</b>	<b>23,064</b>	<b>25,929</b>	<b>24,827</b>	<b>26,654</b>	<b>100,474</b>
자동차	17,389	18,852	18,689	19,636	74,566	17,714	19,726	18,682	20,228	76,350
금융	3,778	4,216	4,041	4,314	16,349	4,042	4,511	4,324	4,616	17,494
기타	1,269	1,643	1,768	1,758	6,438	1,307	1,692	1,821	1,810	6,631
매출원가	18,969	20,786	20,741	21,613	82,109	19,412	21,559	20,767	22,120	83,858
매출원가율(%)	84.5	84.1	84.9	84.2	84.4	84.2	83.1	83.6	83.0	83.5
판관비	2,786	2,976	3,404	3,555	12,721	2,899	3,267	3,103	3,385	12,655
<b>영업이익</b>	<b>681</b>	<b>950</b>	<b>289</b>	<b>502</b>	<b>2,423</b>	<b>753</b>	<b>1,103</b>	<b>956</b>	<b>1,149</b>	<b>3,962</b>
자동차	400	451	-252	463	1,062	530	821	685	846	2,880
금융	173	266	197	110	746	167	208	195	217	786
기타	38	88	88	-109	105	56	74	76	87	294
연결조정	70	145	256	37	508	0	0	0	0	0
영업이익률(%)	3.0	3.8	1.2	2.0	2.5	3.3	4.3	3.9	4.3	3.9
자동차	2.3	2.4	-1.3	2.4	1.4	3.0	4.2	3.7	4.2	3.8
금융	4.6	6.3	4.9	2.5	4.6	4.1	4.6	4.5	4.7	4.5
기타	3.0	5.4	5.0	-6.2	1.6	4.3	4.4	4.2	4.8	4.4
영업외손익	245	178	73	-389	107	215	277	257	278	1,027
금융 및기타손익	2	-58	-21	-222	-298	45	57	57	58	217
지분법 이익	242	236	94	-167	405	170	220	200	220	810
세전이익	926	1,129	362	113	2,530	968	1,380	1,214	1,427	4,989
<b>지배주주순익</b>	<b>668</b>	<b>701</b>	<b>269</b>	<b>-129.2</b>	<b>1,509</b>	<b>701</b>	<b>1,006</b>	<b>878</b>	<b>1,033</b>	<b>3,617</b>
지배주주순익률(%)	3.0	2.8	1.1	-0.5	1.6	3.0	3.9	3.5	3.9	3.6
YoY(%)										
매출액	-4.0	1.7	1.0	4.8	0.9	2.8	4.9	1.6	3.8	3.3
영업이익	-45.5	-29.4	-76.0	-35.2	-47.1	10.5	16.1	230.9	129.0	63.6
세전이익	-47.3	-3.1	-67.1	-72.8	-43.0	4.5	22.3	235.0	1163.0	97.2
지배주주순익	-49.8	-14.2	-68.4	-112.5	-62.6	4.9	43.5	226.2	-899.8	139.8

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 현대차 (005380)

### 재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	72,450	73,976	73,221	73,707	75,544
현금 및 현금성자산	7,890	8,822	9,819	4,872	2,322
매출채권 및 기타채권	7,587	6,809	6,949	9,285	11,035
재고자산	10,524	10,280	10,042	11,254	11,930
기타유동자산	46,448	48,066	46,412	48,296	50,257
<b>비유동자산</b>	106,386	104,224	107,581	111,641	116,093
관계기업투자등	20,379	19,549	19,815	20,620	21,457
유형자산	29,406	29,827	30,063	31,107	32,269
무형자산	4,586	4,809	4,765	4,827	5,044
<b>자산총계</b>	<b>178,836</b>	<b>178,199</b>	<b>180,803</b>	<b>185,348</b>	<b>191,637</b>
<b>유동부채</b>	43,610	43,161	47,693	49,891	52,669
매입채무 및 기타채무	12,252	11,963	12,230	13,405	14,209
단기금융부채	23,736	23,084	26,488	27,330	29,120
기타유동부채	7,622	8,114	8,974	9,155	9,340
<b>비유동부채</b>	62,882	60,281	56,816	56,291	56,786
장기금융부채	49,870	49,380	45,081	44,081	44,081
기타비유동부채	13,012	10,901	11,734	12,210	12,705
<b>부채총계</b>	<b>106,491</b>	<b>103,442</b>	<b>104,509</b>	<b>106,182</b>	<b>109,455</b>
<b>지배주주지분</b>	67,190	69,103	70,289	73,161	76,177
자본금	1,489	1,489	1,489	1,489	1,489
자본잉여금	4,203	4,201	4,201	4,201	4,201
이익잉여금	64,361	67,332	66,914	69,770	72,785
비지배주주지분(연결)	5,155	5,654	6,005	6,005	6,005
<b>자본총계</b>	<b>72,345</b>	<b>74,757</b>	<b>76,294</b>	<b>79,167</b>	<b>82,182</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,619</b>	<b>4,442</b>	<b>8,194</b>	<b>4,853</b>	<b>5,946</b>
당기순이익(손실)	5,720	4,546	1,645	3,827	4,084
비현금수익비용가감	11,165	12,781	5,306	3,332	3,416
유형자산감가상각비	2,165	2,255	2,318	2,328	2,413
무형자산상각비	1,194	1,275	1,392	1,338	1,383
기타현금수익비용	-1,968	9,252	1,596	-334	-380
영업활동 자산부채변동	-12,943	-10,865	1,243	-2,306	-1,555
매출채권 감소(증가)	199	425	314	-2,335	-1,750
재고자산 감소(증가)	-1,324	-726	80	-1,213	-675
매입채무 증가(감소)	300	150	1,153	1,175	804
기타자산, 부채변동	-12,118	-10,714	-304	67	66
<b>투자활동 현금</b>	<b>-6,929</b>	<b>-5,238</b>	<b>-5,088</b>	<b>-8,670</b>	<b>-9,217</b>
유형자산처분(취득)	-2,838	-2,937	-2,939	-3,372	-3,575
무형자산 감소(증가)	-1,396	-1,461	-1,331	-1,400	-1,600
투자자산 감소(증가)	-2,617	-683	2,081	-1,749	-1,805
기타투자활동	-78	-158	-2,900	-2,149	-2,237
<b>재무활동 현금</b>	<b>5,686</b>	<b>2,156</b>	<b>-2,109</b>	<b>-1,130</b>	<b>721</b>
차입금의 증가(감소)	7,119	3,191	-1,588	-158	1,790
자본의 증가(감소)	-1,085	-1,139	-520	-972	-1,069
배당금의 지급	1,085	1,139	1,080	972	1,069
기타재무활동	-349	104	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>559</b>	<b>931</b>	<b>997</b>	<b>-4,946</b>	<b>-2,550</b>
기초현금	7,331	7,890	8,822	9,819	4,872
기말현금	7,890	8,822	9,819	4,872	2,322

자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

### 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>93,649</b>	<b>96,376</b>	<b>97,252</b>	<b>102,190</b>	<b>108,321</b>
매출원가	75,960	78,798	82,109	85,400	90,524
<b>매출총이익</b>	<b>17,689</b>	<b>17,578</b>	<b>15,144</b>	<b>16,790</b>	<b>17,797</b>
판매비 및 관리비	12,496	13,003	12,720	12,855	13,626
<b>영업이익</b>	<b>5,194</b>	<b>4,575</b>	<b>2,423</b>	<b>3,935</b>	<b>4,171</b>
(EBITDA)	8,552	8,104	6,133	7,601	7,967
금융손익	236	35	-167	227	190
이자비용	272	333	298	294	301
관계기업등 투자손익	1,729	225	405	810	875
기타영업외손익	148	-396	-131	-10	0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>7,307</b>	<b>4,439</b>	<b>2,530</b>	<b>4,962</b>	<b>5,236</b>
계속사업법인세비용	1,587	-108	885	1,135	1,152
계속사업이익	5,720	4,546	1,645	3,827	4,084
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>5,720</b>	<b>4,546</b>	<b>1,645</b>	<b>3,827</b>	<b>4,084</b>
지배주주	5,406	4,033	1,509	3,597	3,839
<b>총포괄이익</b>	<b>5,928</b>	<b>4,737</b>	<b>2,689</b>	<b>3,844</b>	<b>4,084</b>
매출총이익률 (%)	18.9	18.2	15.6	16.4	16.4
영업이익률 (%)	5.5	4.7	2.5	3.9	3.9
EBITDA 마진률 (%)	9.1	8.4	6.3	7.4	7.4
당기순이익률 (%)	6.1	4.7	1.7	3.7	3.8
ROA (%)	3.1	2.3	0.8	2.0	2.0
ROE (%)	8.4	5.9	2.2	5.0	5.1
ROIC (%)	5.9	4.6	2.1	3.9	4.0

### 주요 투자지표

	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	5.6	8.5	19.0	7.2	6.7
P/B	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	6.9	7.2	8.4	7.2	7.1
P/CF	2.5	2.6	4.8	4.6	4.4
배당수익률 (%)	2.7	2.6	3.3	3.3	3.3
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	1.8	2.9	0.9	5.1	6.0
영업이익	-18.3	-11.9	-47.0	62.4	6.0
세전이익	-13.6	-39.3	-43.0	96.1	5.5
당기순이익	-12.1	-20.5	-63.8	132.7	6.7
EPS	-11.7	-30.1	-65.4	164.6	6.5
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	147.2	138.4	137.0	134.1	133.2
유동비율	166.1	171.4	153.5	147.7	143.4
순차입금/자기자본(x)	28.7	23.4	23.8	26.7	28.8
영업이익/금융비용(x)	19.1	13.7	8.1	13.4	13.8
총차입금 (십억원)	73,606	72,464	71,570	71,412	73,202
순차입금 (십억원)	20,764	17,474	18,137	21,154	23,651
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	26,110	18,263	6,313	16,705	17,785
BPS	235,358	242,062	253,807	264,179	275,066
CFPS	59,146	60,696	24,786	25,852	27,083
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000

# 기아차 (000270)

2019. 02. 25

자동차/부품

Analyst **유지웅**

02. 3779-8886

jwyo0@ebestsec.co.kr

## 상반기 미국 M/S 개선 이후 하반기 한국신차효과 기대

### 4Q18 Review: 시장 기대치에 근접한 수치 + 증익 추이 확대

기아차의 4Q18 실적이 발표되었다. 매출액은 13.5 조원(YoY +3.6%)를 기록했고, 영업이익은 3,820 억원(YoY +26.5%)를 기록했다. 동사 영업이익은 지난 1Q17 이후 멕시코 공장 가동으로 인한 부담 및 미국시장에서의 시장 악화로 이익이 지속해서 감소 trend 를 보여왔는데, 지난 3Q18 부터 이러한 흐름이 전환되었고, 당분기의 경우에는 한층더 강화된 것으로 판단된다.

### 1Q19 이후의 추이 예상: 미국에서 턴어라운드 먼저 시작될 전망

우리는 4Q18 에 나타난 증익 트렌드가 당분간 지속될 것으로 예상하는데, 미국의 경우 텔룰라이드 및 SP2, 소울 등 주요 신형 RV 로 인한 mix 개선이 확대될 것으로 기대되고, 내수에서는 당분간 개소세 인하 효과 지속으로 전년대비 볼륨성장이 가능해 전반적인 이익이 강화될 것이기 때문이다. 3Q19 부터는 인도공장 가동으로 인한 초기 고정비 부담이 발생할 수 있으나, 인도 시장에서의 Motorization 이 향후 수년간 이뤄질 것임을 감안하면 주가에 부정적으로 반영될 여지는 제한적이다.

### 2H19 와 그 이후: K5 신형, 그리고 이어지는 친환경차 SUV 라인업

2H19 에는 신차 비중이 본격적으로 강화되기 시작할 전망이다. K5 의 완전변경 모델 출시를 시작으로 기아차 최대 볼륨모델 3개 차종의 완전변경이 시작된다. 2020년에는 쏘렌토와 스포티지의 완전변경 모델 투입으로 볼륨/믹스 개선이 이뤄지는데, 특히 친환경차 트림과 함께 출시되며 볼륨상승 효과가 나타날 것으로 예상된다.

### 목표주가 44,000 원 유지: 1Q19 도 증익입니다

최근 1개월간 이뤄진 주가반등에 시장은 피로도를 느끼고 있는 것으로 보이나, 동사의 증익 기초는 여전히 모멘텀을 제시할 것으로 여겨진다. 동사의 미국의 인센티브 비용 하락세가 의미있게 확산되고 있는데, 개선되고 있는 재고 건전성을 감안시 수익성 개선이 1Q19 에는 한층 뚜렷해 질 것으로 판단된다. 투자 의견 Buy 를 유지하며, 목표주가도 2019년 EPS 대비 8.5x 수준인 44,000 원을 유지한다.

**Buy (maintain)**

목표주가 **44,000 원**

현재주가 **35,600 원**

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

### Stock Data

KOSPI (2/22)	2,230.50 pt
시가총액	144,309 억원
발행주식	405,363 천주
52 주 최고가 / 최저가	37,000 / 27,000 원
90 일 일평균거래대금	312.6 억원
외국인 지분율	41.6%
배당익률(18.12E)	2.5%
BPS(18.12E)	68,920 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -4.2%
	6개월 12.2%
	12개월 13.4%
주주구성	현대자동차(주)외 3인 36.5%
	국민연금공단 7.1%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	52,713	2,461	3,442	2,755	6,795	4.7	4,148	5.8	3.7	0.6	10.8
2017	53,536	662	1,140	968	2,388	-64.9	2,518	14.0	5.1	0.5	3.6
2018P	54,170	1,157	1,459	1,156	2,851	19.4	3,041	12.5	4.0	0.5	4.2
2019E	58,055	1,785	2,676	2,087	5,148	80.6	3,636	6.9	3.5	0.5	7.2
2020E	60,081	2,208	3,111	2,427	5,987	16.3	4,050	5.9	3.0	0.5	7.9

자료: 기아차, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표21 실적추정치 변경 내역

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	2018P	2019E	2018P	2019E	2018P	2019E
매출액	54,169	58,055	54,170	56,703	0.0	2.4
영업이익	1,157	1,785	1,157	1,720	0.0	3.8
순이익	1,156	2,087	1,156	2,245	0.0	-7.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표22 기아차 밸류에이션: 목표주가 44,000 원 유지

구분	단위	값	비고
순이익	(십억원)	2,087	2019년 기준
EPS	(원)	5,148	2019년 기준
Target P/E	(배)	8.5	Global Peer 평균 6.5 배 20% 할증
<b>목표주가</b>	<b>(원)</b>	<b>44,000</b>	
현재주가	(원)	35,600	
Upside	(%)	23.6	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표23 기아차 실적 추이 및 전망: 4Q18 영업이익 3,820 억원 기록

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2018P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
<b>매출액</b>	<b>12,562</b>	<b>14,060</b>	<b>14,074</b>	<b>13,473</b>	<b>54,169</b>	<b>13,856</b>	<b>14,772</b>	<b>14,190</b>	<b>15,237</b>	<b>58,055</b>
매출원가	10,629	11,948	11,999	11,602	46,178	11,867	12,509	12,019	12,904	49,300
매출원가율(%)	84.6	85.0	85.3	86.1	85.2	85.6	84.7	84.7	84.7	84.9
판관비	1,628	1,760	1,958	1,489	6,834	1,593	1,802	1,731	1,844	6,971
판관비율(%)	13.0	12.5	13.9	11.1	12.6	11.5	12.2	12.2	12.1	12.0
<b>영업이익</b>	<b>305</b>	<b>353</b>	<b>117.3</b>	<b>382</b>	<b>1,157</b>	<b>395</b>	<b>461</b>	<b>440</b>	<b>489</b>	<b>1,785</b>
영업이익률(%)	2.4	2.5	0.8	2.8	2.1	2.9	3.1	3.1	3.2	3.1
영업외손익	208	92	199	-188	311	228	249	207	206	891
기타손익 + 금융손익	-12	-145	-2	-147	-306	7	7	4	-8	11
관계기업투자손익	220	236	201	-41	617	221	242	203	214	880
세전이익	514	444	316	194	1,469	623	711	647	695	2,676
<b>지배주주지분 순이익</b>	<b>432</b>	<b>332</b>	<b>298</b>	<b>94</b>	<b>1,156</b>	<b>486</b>	<b>554</b>	<b>505</b>	<b>542</b>	<b>2,087</b>
YoY(%)										
매출액	-2.2	3.5	-0.2	3.6	1.2	10.3	5.1	0.8	13.1	7.2
영업이익	-20.3	-12.8	흑전	26.5	74.7	29.4	30.8	275.2	28.0	54.3
세전이익	-33.0	-14.2	흑전	-36.0	28.8	21.3	59.9	104.5	258.2	82.2
지배주주지분 순이익	-43.6	-14.8	흑전	-10.3	19.4	12.5	67.0	69.5	476.6	80.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 기아차 (000270)

### 재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	20,912	21,642	21,649	27,270	32,320
현금 및 현금성자산	3,064	1,562	2,223	4,623	7,973
매출채권 및 기타채권	3,165	3,044	4,429	5,009	5,183
재고자산	8,854	8,544	6,872	9,184	10,367
기타유동자산	5,829	8,493	8,124	8,454	8,797
<b>비유동자산</b>	29,977	30,652	31,890	32,714	33,743
관계기업투자등	13,168	13,386	13,886	14,449	15,036
유형자산	13,493	13,653	14,422	14,893	15,487
무형자산	2,295	2,470	2,384	2,124	1,921
<b>자산총계</b>	<b>50,889</b>	<b>52,294</b>	<b>53,539</b>	<b>59,984</b>	<b>66,063</b>
<b>유동부채</b>	16,247	15,323	14,666	17,045	18,750
매입채무 및 기타채무	8,504	7,590	7,979	9,024	9,338
단기금융부채	4,133	3,856	2,142	3,292	4,492
기타유동부채	3,610	3,877	4,544	4,729	4,921
<b>비유동부채</b>	8,063	10,110	10,936	13,279	15,631
장기금융부채	3,938	4,979	5,437	7,557	9,677
기타비유동부채	4,125	5,132	5,499	5,722	5,954
<b>부채총계</b>	<b>24,310</b>	<b>25,433</b>	<b>25,602</b>	<b>30,324</b>	<b>34,382</b>
<b>지배주주지분</b>	26,579	26,861	27,938	29,660	31,681
자본금	2,139	2,139	2,139	2,139	2,139
자본잉여금	1,716	1,716	1,561	1,561	1,561
이익잉여금	23,466	24,074	24,846	26,568	28,589
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>26,579</b>	<b>26,861</b>	<b>27,938</b>	<b>29,660</b>	<b>31,681</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>3,276</b>	<b>2,594</b>	<b>4,554</b>	<b>1,631</b>	<b>2,745</b>
당기순이익(손실)	2,755	968	1,156	2,087	2,427
비현금수익비용가감	3,323	4,662	4,862	1,224	1,189
유형자산감가상각비	1,129	1,261	1,263	1,278	1,326
무형자산상각비	557	595	620	573	515
기타현금수익비용	-998	2,806	2,978	-626	-653
영업활동 자산부채변동	-2,232	-2,583	-1,463	-1,681	-871
매출채권 감소(증가)	187	101	-1,340	-580	-174
재고자산 감소(증가)	-1,273	151	1,576	-2,311	-1,183
매입채무 증가(감소)	55	-964	541	1,045	313
기타자산, 부채변동	-1,200	-1,871	-2,240	166	173
<b>투자활동 현금</b>	<b>-2,312</b>	<b>-4,795</b>	<b>-2,416</b>	<b>-2,136</b>	<b>-2,309</b>
유형자산처분(취득)	-1,493	-1,590	-1,958	-1,780	-1,953
무형자산 감소(증가)	-811	-702	-622	-313	-313
투자자산 감소(증가)	558	-2,345	220	5	7
기타투자활동	-566	-158	-56	-49	-51
<b>재무활동 현금</b>	<b>945</b>	<b>732</b>	<b>-1,476</b>	<b>2,905</b>	<b>2,915</b>
차입금의 증가(감소)	1,517	1,170	-1,030	3,270	3,320
자본의 증가(감소)	-441	-441	-446	-365	-405
배당금의 지급	441	441	446	365	405
기타재무활동	-130	3	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>1,959</b>	<b>-1,502</b>	<b>661</b>	<b>2,400</b>	<b>3,350</b>
기초현금	1,105	3,064	1,562	2,223	4,623
기말현금	3,064	1,562	2,223	4,623	7,973

자료: 기아차, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

### 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>52,713</b>	<b>53,536</b>	<b>54,170</b>	<b>58,055</b>	<b>60,081</b>
매출원가	42,282	44,619	46,178	49,300	50,663
<b>매출총이익</b>	<b>10,431</b>	<b>8,917</b>	<b>7,992</b>	<b>8,756</b>	<b>9,418</b>
판매비 및 관리비	7,970	8,255	6,834	6,971	7,210
<b>영업이익</b>	<b>2,461</b>	<b>662</b>	<b>1,157</b>	<b>1,785</b>	<b>2,208</b>
(EBITDA)	4,148	2,518	3,041	3,636	4,050
금융손익	-28	93	-172	41	-22
이자비용	139	220	186	204	274
관계기업등 투자손익	1,160	564	617	880	917
기타영업외손익	-151	-180	-143	-31	8
<b>세전계속사업이익</b>	<b>3,442</b>	<b>1,140</b>	<b>1,459</b>	<b>2,676</b>	<b>3,111</b>
계속사업법인세비용	687	172	313	589	684
계속사업이익	2,755	968	1,146	2,087	2,427
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>2,755</b>	<b>968</b>	<b>1,156</b>	<b>2,087</b>	<b>2,427</b>
지배주주	2,755	968	1,156	2,087	2,427
<b>총포괄이익</b>	<b>2,703</b>	<b>947</b>	<b>1,155</b>	<b>2,087</b>	<b>2,427</b>
매출총이익률 (%)	19.8	16.7	14.8	15.1	15.7
영업이익률 (%)	4.7	1.2	2.1	3.1	3.7
EBITDA 마진률 (%)	7.9	4.7	5.6	6.3	6.7
당기순이익률 (%)	5.2	1.8	2.1	3.6	4.0
ROA (%)	5.7	1.9	2.2	3.7	3.9
ROE (%)	10.8	3.6	4.2	7.2	7.9
ROIC (%)	16.0	4.4	7.4	11.1	12.3

### 주요 투자지표

	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	5.8	14.0	12.5	6.9	5.9
P/B	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	3.7	5.1	4.0	3.5	3.0
P/CF	2.6	2.4	2.4	4.4	4.0
배당수익률 (%)	2.8	3.3	2.5	2.8	2.8
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	6.4	1.6	1.2	7.2	3.5
영업이익	4.6	-73.1	74.8	54.2	23.7
세전이익	11.0	-66.9	28.0	83.3	16.3
당기순이익	4.7	-64.9	19.4	80.6	16.3
EPS	4.7	-64.9	19.4	80.6	16.3
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	91.5	94.7	91.6	102.2	108.5
유동비율	128.7	141.2	147.6	160.0	172.4
순차입금/자기자본(x)	-2.0	-2.9	-8.3	-5.9	-6.7
영업이익/금융비용(x)	17.7	3.0	6.2	8.7	8.1
총차입금 (십억원)	8,070	8,835	7,579	10,849	14,169
순차입금 (십억원)	-523	-789	-2,314	-1,755	-2,109
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	6,795	2,388	2,851	5,148	5,987
BPS	65,569	66,264	68,920	73,169	78,155
CFPS	14,993	13,888	14,844	8,169	8,919
DPS	1,100	1,100	900	1,000	1,000

# 현대모비스 (012330)

2019. 02. 25

자동차/부품

Analyst 유지웅

02. 3779-8886

jwyyoo@ebestsec.co.kr

## 완성차 불륨효과 + 친환경차 모멘텀

**Buy (maintain)**

목표주가 280,000 원

현재주가 213,000 원

### 4Q18 Review: 영업이익 5,817 억원 기록하며 우려 해소

현대모비스가 4Q18 실적을 발표했다. 매출액은 9.4 조원(YoY +6.3%), 영업이익은 5,817 억원(YoY +74.8%)를 기록했다. 사업부 별로는 모듈사업의 영업이익이 1,447 억원(흑전), 및 OPM 1.9%를 기록했고, A/S의 경우 4,370 억원(YoY -3.3%), OPM 24.5%를 기록했다. 해외 지역 중에서는 아쉽게 중국의 영업이익률이 -10%를 기록했지만(3Q 1.8%), 미주지역에서의 마진이 2.5%까지 향상되며(3Q -1.8%) 이를 상쇄시켰다. 국내에서는 그동안 적자폭이 컸던 전동화 사업부 매출이 7,119 억원(YoY +110.2%)를 기록해 전사마진 개선에 크게 기여한 것으로 판단된다.

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

### 전동화 사업부 매출 증가로 인한 기업가치 확대의 발현

4Q18 매출액은 중국의 부진에도 불구하고 국내사업의 신규매출 증가로 인해 시장 기대치를 증가했다. 이중 전동화 사업부문은 향후 현대차그룹의 친환경차 시스템을 모두 담당하게 될 전망이어서 기업가치 증가의 핵심으로 작용할 전망이며, 2020년부터는 시스템 자체설계가 가능해져 타 OEM으로도 공급이 예상되어 동사 성장의 핵심이 될 것으로 판단된다. 우리는 2020년 동 사업부의 매출액이 3 조원, 2025년에는 수소차 시스템 물량도 급증해 약 9 조원에 달할 것으로 예상하고 있다.

### Stock Data

KOSPI (2/22)	2,230.50 pt
시가총액	207,342 억원
발행주식	97,344 천주
52 주 최고가 / 최저가	264,500 / 167,000
90 일 일평균거래대금	489.83 억원
외국인 지분율	46.9%
배당익률(18.12E)	1.6%
BPS(18.12E)	320,158 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -0.3%
	6개월 -5.3%
	12개월 4.7%
주주구성	기아자동차(주)외 3인 30.2%
	국민연금공단 9.0%

한편 현대기아차는 최근 2020년부터 전 신차에 하이브리드 파워트레인을 적용하고, 전동차 전용 파워트레인을 이용한 세단 차종 출시계획을 발표했다. 2019년까지는 코나, 니로 등 소형 차종에만 도입해 왔던 친환경차 전략이 본격화 되는 것으로 보이며, 따라서 동사의 captive 전동화 사업 전략 역시 탄력받게 될 것으로 보인다.

### 주가 모멘텀 지속될 것. 투자 의견 Buy, 목표주가 280,000 원 유지

현대모비스의 투자 의견 Buy 와 목표주가 280,000 원을 유지하고, 적극 비중확대 전략을 추천한다. 2019년 EPS 는 26,760 원으로, 현재주가는 이에 비해 약 8 배 수준의 주가에서 거래되고 있다. 반면, 동사의 xEV 시스템 관련 매출 상승 가능성과 정부의 친환경차 생태계 개입, 급증 추세에 있는 타 OEM 향 수주(18년 16 억불 → 19년 21 억불 가이던스) 를 감안시 현재 밸류에이션은 저평가 상태인 것으로 판단한다.

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	38,262	2,905	4,111	3,047	31,207	-0.6	3,551	8.5	5.9	0.9	11.2
2017	35,145	2,025	2,734	1,558	16,109	-48.4	2,735	16.3	7.1	0.9	5.4
2018P	34,879	2,025	2,475	1,888	19,396	20.4	2,720	11.1	4.9	0.7	6.2
2019E	37,116	2,396	3,440	2,605	26,760	38.0	3,055	8.0	4.5	0.6	8.1
2020E	40,412	2,544	3,714	2,775	28,504	6.5	3,213	7.5	4.2	0.6	8.0

자료: 현대모비스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표24 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	2018P	2019E	2018P	2019E	2018P	2019E
매출액	34,879	37,116	34,879	37,301	0.0	-0.5
영업이익	2,025	2,396	2,025	2,400	0.0	-0.2
영업이익률(%)	5.8	6.5	5.8	6.4		
순이익(지배)	1,888	2,605	1,888	2,608	0.0	-0.1

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표25 밸류에이션: 목표주가 280,000 원 유지

	단위	2019E	비고
당기순이익	(십억원)	2,608	
EPS	(원)	26,791	
Target P/E	(배)	10.5	글로벌 Peer 7 개사 평균 P/E 9.6 배 10% 할증
<b>Target Price</b>	<b>(원)</b>	<b>280,000</b>	
현재주가	(원)	213,000	
Upside	(%)	31.5	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표26 현대모비스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2018P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
<b>매출액</b>	<b>8,822</b>	<b>35,145</b>	<b>8,194</b>	<b>8,884</b>	<b>8,427</b>	<b>9,374</b>	<b>34,879</b>	<b>8,610</b>	<b>9,347</b>	<b>9,078</b>	<b>10,081</b>	<b>37,116</b>
모듈	7,108	28,261	6,450	7,201	6,677	7,593	27,921	6,840	7,633	7,275	8,264	30,013
전동화	339	1,173	304	362	427	712	1,805	406	521	662	1,025	2,615
부품제조	1,702	6,695	1,535	1,795	1,869	2,052	7,251	1,679	1,947	2,026	2,212	7,864
모듈조립	5,068	20,392	4,612	5,044	4,381	4,829	18,866	4,755	5,165	4,587	5,027	19,534
A/S 부품	1,714	6,884	1,744	1,683	1,750	1,781	6,958	1,770	1,713	1,803	1,817	7,103
판매비	583	2,440	609	619	621	694	2,542	657	663	701	784	2,805
<b>영업이익</b>	<b>332.7</b>	<b>2,038</b>	<b>450</b>	<b>531</b>	<b>462</b>	<b>581.7</b>	<b>2,025</b>	<b>562</b>	<b>627</b>	<b>582</b>	<b>625</b>	<b>2,396</b>
모듈	-119	308	27	116	9	145	297	123	202	138	183	647
A/S 부품	452	1,730	423	416	453	437	1,729	439	425	443	441	1,749
영업이익률	3.8	5.8	5.5	6.0	5.5	6.2	5.8	6.5	6.7	6.4	6.2	6.5
모듈	-1.7	1.1	0.4	1.6	0.1	1.9	1.1	1.8	2.7	1.9	2.2	2.2
A/S 부품	26.4	25.1	24.2	24.7	25.9	24.5	24.8	24.8	24.8	24.6	24.3	24.6
영업외손익	24	709	165	206	111	-31	450	234	245	262	304	1,045
금융손익	16	50	16	7	-8	38	52	55	48	49	50	202
기타손익	-47	-26	5	10	12	-22	5	-5	10	14	10	29
지분법	55	685	144	189	107	-47	393	184	187	199	243	814
<b>지배주주순익</b>	<b>-156</b>	<b>1,568</b>	<b>467</b>	<b>553</b>	<b>449</b>	<b>420</b>	<b>1,888</b>	<b>629</b>	<b>652</b>	<b>630</b>	<b>694</b>	<b>2,605</b>
YoY(%)												
매출액	-14.3	-8.1	-11.6	7.3	-3.9	6.3	-0.8	5.1	5.2	7.7	7.5	6.4
모듈	-16.9	-10.5	-14.1	8.2	-4.4	6.8	-1.2	6.0	6.0	9.0	8.8	7.5
A/S 부품	-1.3	3.2	-0.7	3.6	-2.2	3.9	1.1	1.5	1.8	3.0	2.0	2.1
영업이익	-51.1	-29.8	-32.7	7.9	-15.1	74.8	-0.6	25.0	18.1	25.8	7.4	18.3
모듈	-143.0	-78.0	-89.1	37.8	-90.3	-221.2	-3.8	351.0	75.1	1,435.9	26.8	118.2
A/S 부품	12.5	14.9	1.0	1.7	0.5	-3.3	-0.1	3.9	2.2	-2.2	1.0	1.2
지배주주순익	적전	-48.4	-38.7	14.9	-6.9	흑전	20.4	34.9	17.8	40.4	65.3	38.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 현대모비스 (012330)

### 재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	18,263	18,218	19,338	19,516	21,110
현금 및 현금성자산	2,049	2,408	2,556	1,962	2,149
매출채권 및 기타채권	7,224	6,151	6,369	6,628	7,388
재고자산	2,830	2,690	2,568	2,762	3,078
기타유동자산	6,160	6,969	7,845	8,163	8,495
<b>비유동자산</b>	23,448	23,515	24,300	27,456	29,271
관계기업투자등	13,735	13,997	14,805	17,310	18,013
유형자산	8,516	8,206	8,156	8,390	8,591
무형자산	961	957	913	874	838
<b>자산총계</b>	<b>41,712</b>	<b>41,737</b>	<b>43,638</b>	<b>46,972</b>	<b>50,381</b>
<b>유동부채</b>	8,833	7,893	8,312	9,227	9,795
매입채무 및 기타채무	6,027	4,907	5,136	6,076	6,649
단기금융부채	1,644	1,746	1,673	1,643	1,631
기타유동부채	1,162	1,240	1,503	1,509	1,515
<b>비유동부채</b>	4,320	4,485	4,086	4,240	4,647
장기금융부채	1,676	1,328	952	978	1,253
기타비유동부채	2,645	3,157	3,135	3,262	3,394
<b>부채총계</b>	<b>13,154</b>	<b>12,378</b>	<b>12,398</b>	<b>13,467</b>	<b>14,442</b>
<b>지배주주지분</b>	28,495	29,295	31,167	33,431	35,865
자본금	491	491	491	491	491
자본잉여금	1,405	1,407	1,396	1,396	1,396
이익잉여금	27,521	28,780	30,228	32,493	34,927
비지배주주지분(연결)	63	64	73	73	73
<b>자본총계</b>	<b>28,558</b>	<b>29,359</b>	<b>31,240</b>	<b>33,504</b>	<b>35,938</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>2,854</b>	<b>2,477</b>	<b>3,834</b>	<b>3,056</b>	<b>2,147</b>
당기순이익(손실)	3,047	1,558	1,888	2,605	2,775
비현금수익비용가감	895	1,398	1,428	-28	-117
유형자산감가상각비	577	637	623	594	607
무형자산상각비	69	73	72	65	62
기타현금수익비용	-1,086	689	733	-687	-786
영업활동 자산부채변동	-457	65	518	479	-511
매출채권 감소(증가)	-894	823	-211	-259	-760
재고자산 감소(증가)	-214	38	106	-194	-316
매입채무 증가(감소)	852	-749	420	940	573
기타자산, 부채변동	-202	-48	203	-8	-8
<b>투자활동 현금</b>	<b>-2,961</b>	<b>-1,593</b>	<b>-2,854</b>	<b>-3,306</b>	<b>-1,882</b>
유형자산처분(취득)	-1,281	-661	-627	-828	-808
무형자산 감소(증가)	-32	-45	-27	-26	-26
투자자산 감소(증가)	-1,628	-834	-2,129	-1,996	-101
기타투자활동	-19	-54	-70	-457	-947
<b>재무활동 현금</b>	<b>-336</b>	<b>-396</b>	<b>-832</b>	<b>-344</b>	<b>-77</b>
차입금의 증가(감소)	-5	-79	-481	-4	264
자본의 증가(감소)	-332	-332	-352	-341	-341
배당금의 지급	332	332	341	341	341
기타재무활동	0	16	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-449</b>	<b>359</b>	<b>148</b>	<b>-594</b>	<b>187</b>
기초현금	2,498	2,049	2,408	2,556	1,962
기말현금	2,049	2,408	2,556	1,962	2,149

자료: 현대모비스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

### 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>38,262</b>	<b>35,145</b>	<b>34,879</b>	<b>37,116</b>	<b>40,412</b>
매출원가	32,966	30,679	30,312	31,915	34,713
<b>매출총이익</b>	<b>5,296</b>	<b>4,465</b>	<b>4,567</b>	<b>5,201</b>	<b>5,700</b>
판매비 및 관리비	2,391	2,440	2,542	2,805	3,155
<b>영업이익</b>	<b>2,905</b>	<b>2,025</b>	<b>2,025</b>	<b>2,396</b>	<b>2,544</b>
(EBITDA)	3,551	2,735	2,720	3,055	3,213
금융손익	129	50	52	202	213
이자비용	42	50	62	62	65
관계기업등 투자손익	1,090	685	393	814	919
기타영업외손익	-13	-26	5	29	38
<b>세전계속사업이익</b>	<b>4,111</b>	<b>2,734</b>	<b>2,475</b>	<b>3,440</b>	<b>3,714</b>
계속사업법인세비용	1,064	1,177	587	835	940
계속사업이익	3,047	1,558	1,888	2,605	2,775
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>3,047</b>	<b>1,558</b>	<b>1,888</b>	<b>2,605</b>	<b>2,775</b>
지배주주	3,038	1,568	1,888	2,605	2,775
<b>총포괄이익</b>	<b>3,181</b>	<b>1,557</b>	<b>1,862</b>	<b>2,605</b>	<b>2,775</b>
매출총이익률 (%)	13.8	12.7	13.1	14.0	14.1
영업이익률 (%)	7.6	5.8	5.8	6.5	6.3
EBITDA 마진률 (%)	9.3	7.8	7.8	8.2	8.0
당기순이익률 (%)	8.0	4.4	5.4	7.0	6.9
ROA (%)	7.6	3.8	4.4	5.7	5.7
ROE (%)	11.2	5.4	6.2	8.1	8.0
ROIC (%)	22.0	11.9	16.9	20.1	19.4

### 주요 투자지표

	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	8.5	16.3	11.1	8.0	7.5
P/B	0.9	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	5.9	7.1	4.9	4.5	4.2
P/CF	6.5	8.7	6.3	8.1	7.9
배당수익률 (%)	1.3	1.3	1.6	1.6	1.6
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	6.2	-8.1	-0.8	6.4	8.9
영업이익	-1.0	-30.3	0.0	18.3	6.2
세전이익	-2.4	-33.5	-9.5	39.0	8.0
당기순이익	0.2	-48.9	21.2	38.0	6.5
EPS	-0.6	-48.4	20.4	38.0	6.5
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	46.1	42.2	39.7	40.2	40.2
유동비율	206.8	230.8	232.7	211.5	215.5
순차입금/자기자본(x)	-16.3	-20.6	-23.8	-21.4	-20.6
영업이익/금융비용(x)	69.5	40.4	32.6	38.6	39.1
총차입금 (십억원)	3,320	3,074	2,624	2,621	2,884
순차입금 (십억원)	-4,657	-6,061	-7,443	-7,157	-7,398
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	31,207	16,109	19,396	26,760	28,504
BPS	292,708	300,935	320,158	343,417	368,420
CFPS	40,496	30,368	34,070	26,474	27,299
DPS	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500

# 현대글로비스 (086280)

2019. 02. 25

자동차/부품

Analyst 유지웅

02. 3779-8886

jwyo0@ebestsec.co.kr

## 자동차 출하량 증가에 따른 실적 개선

### 4Q18 Review: 영업이익 1,920 억원(YoY +12.5%)기록

현대글로비스의 4Q18 매출액 및 영업이익은 각각 4.5 조원(YoY +9.6%), 1,920 억원(YoY +12.5%)를 기록했다. 그동안 재고조정을 통해 낮아졌던 완성차의 주요 공장 가동률이 개선되기 시작했고, 이에 따라 CKD 및 해외류 부문에서의 실적이 개선된 것으로 나타난다. 다만 순이익은 외화 평가손실이 발생하며 1,339 억원(YoY -37.4%)를 기록하는데 그쳤다.

### 영업이익 성장, 2019 년에도 이어질 것

동사의 영업이익은 1H18 까지 하락 트렌드를 기록한 후 2H18 부터는 다시 상승 트렌드로 전환했다. 한국공장 및 미국공장에서 신차투입과 함께 Ex-Factory 판매가 증가하기 시작했기 때문이다. 미국의 경우 4Q18 에는 현대차 알라바마 공장의 출고판매가 증가하기 시작했는데(YoY +45%), 1 월 들어서는 기아차 조지아 공장의 출고판매가 증 트렌드를 보이고 있다(YoY +122%). 현대차와 기아차는 2Q18 까지 재고조정이 크게 있었기 때문에 이러한 트렌드는 적어도 2Q19 까지 주요 지역에서 나타날 것으로 예상하고 있고, 이후에는 소나타, K5 를 중심으로 한 신차효과가 발생할 것으로 기대한다.

### 중국의 영향은 제한적

한편 동사 이익의 핵심인 자동차 부품 CKD 및 해외물류 사업은 중국을 제외한 지역에 집중되어 있다. 따라서 아직 우려가 가지지 않은 중국 시장에서의 downside 에 노출되는 리스크는 제한적이어서 2019 년 이익은 안정적인 상태를 유지할 수 있다.

### 투자 의견 Buy, 목표주가는 180,000 원으로 상향

지배구조 개편에 대한 기대감이 지연된 상황이나, 동사는 그룹사내 유일하게 완성차 출하량 회복에 따른 실적 가시성이 높은 것으로 판단된다. 최근 완성차 출하회복 기조는 1H19 에도 이어져 동사 실적 모멘텀으로 작용할 것으로 예상된다. 목표주가는 SOTP 방식을 반영, 180,000 원으로 상향한다.

**Buy (maintain)**

목표주가 180,000 원

현재주가 145,500 원

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

### Stock Data

KOSPI (2/22)		2,230.50 pt
시가총액		54,562 억원
발행주식		37,500 천주
52 주 최고가 / 최저가		188,000 / 105,500
90 일 일평균거래대금		113.86 억원
외국인 지분율		33.3%
배당익률(18.12E)		2.1%
BPS(18.12E)		114,229 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-3.5%
	6 개월	14.7%
	12 개월	18.2%
주주구성	정의선 외 5 인	51.4%
	국민연금공단	10.2%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	15,341	729	704	506	13,483	34.1	885	11.5	7.4	1.7	15.4
2017	16,358	727	889	680	18,147	34.6	894	7.5	6.4	1.3	18.2
2018P	16,866	710	626	437	11,662	-35.7	890	12.4	7.1	1.3	10.6
2019E	17,668	787	865	653	17,425	49.4	969	8.3	6.3	1.1	14.3
2020E	18,298	858	977	737	19,661	12.8	1,060	7.3	5.7	1.0	14.4

자료: 현대글로비스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표27 현대글로벌비스 실적추정치 변경 전후 비교

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	16,866	17,668	16,700	17,492	1.0	1.0
영업이익	714	787	703	779	1.5	1.0
영업이익률(%)	4.2	4.5	4.2	4.5		
순이익(지배)	437	653	459	648	-4.7	0.8

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표28 현대글로벌비스 밸류에이션: 목표주가 180,000 원

가치별 구분	항목	가치	산정 방식
영업가치	I. 물류	4,182	12개월 FW NOPLAT 배수 12 배
	II. CKD	3,293	12개월 FW NOPLAT 배수 12 배
	III. 중고차/기타	179	12개월 FW NOPLAT 배수 12 배
	계	7,654	
투자자산	현대엔지니어링	146.8	순자산가액, 지분율 40%
	Beijing Zhongdu Glovis Logistics	6.5	순자산가액, 지분율 51%
	Sichuan Glovis Logistics	2.0	순자산가액, 지분율 20%
	Jiangsu Yueda Glovis Logistics	0.6	순자산가액, 지분율 40%
	계	155.8	
순현금		-1077.6	순차입금
Fair Value (십억원)		6,701	영업가치 + 투자자산가치(30% 할인) + 순현금
주식수 (천주)		37,500	
Fair Value per Share		178,695	
Target Price		180,000	
Current Price		145,500	
Upside(%)		23.7	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표29 현대글로비스 4Q18 Review: 영업이익 1,920 억원으로 시장 기대치 상회

(십억원)	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
<b>매출액 계</b>	<b>3,966</b>	<b>16,358</b>	<b>3,748</b>	<b>4,231</b>	<b>4,373</b>	<b>4,514</b>	<b>16,866</b>	<b>4,024</b>	<b>4,399</b>	<b>4,553</b>	<b>4,692</b>	<b>17,668</b>
물류	1,990	7,948	1,853	2,002	2,118	2,322	8,294	1,994	2,087	2,213	2,417	8,710
국내물류	316	1,253	312	334	330	379	1,355	330	347	343	394	1,415
해외물류	1,674	6,695	1,541	1,668	1,788	1,943	6,940	1,663	1,739	1,870	2,023	7,295
PCC	348	1,410	337	370	374	447	1,528	364	400	407	474	1,645
BULK	343	1,302	289	297	395	391	1,372	302	309	422	422	1,456
기타해외물류	983	3,983	915	1,000	1,020	1,105	4,039	997	1,030	1,040	1,127	4,194
CKD	1,419	6,199	1,302	1,590	1,666	1,620	6,178	1,419	1,653	1,733	1,685	6,490
중고차	92	387	101	116	110	113	440	109	125	119	122	475
기타유통	465	1,825	492	524	479	458	1,954	502	535	489	467	1,993
중고차 + 기타유통	557	2,212	594	640	589	571	2,394	611	659	608	590	2,468
매출원가	3,701	15,226	3,515	3,935	4,060	4,209	15,718	3,750	4,091	4,239	4,373	16,454
매출원가율(%)	93.3	93.1	93.8	93.0	92.8	93.3	93.2	93.2	93.0	93.1	93.2	93.1
매출총이익	266	1,132	233	296	313	308	1,151	274	308	314	319	1,215
매출총이익률(%)	6.7	6.9	6.2	7.0	7.2	6.8	6.8	6.8	7.0	6.9	6.8	6.9
판매비	95	405	83	115	126	113	437	95	110	106	118	428
판매비율(%)	2.4	2.5	2.2	2.7	2.9	2.5	2.6	2.35	2.5	2.32	2.51	2.4
<b>영업이익</b>	<b>170.7</b>	<b>727.1</b>	<b>150.4</b>	<b>180.6</b>	<b>187.0</b>	<b>192.0</b>	<b>713.5</b>	<b>179.1</b>	<b>198.0</b>	<b>208.5</b>	<b>201.3</b>	<b>786.9</b>
물류	71.9	346.4	80.6	95.0	84.6	100.1	360.3	94.3	98.1	105.5	110.0	407.9
CKD	96.4	353.8	66.1	71.9	95.4	87.5	320.8	79.3	94.7	100.0	91.0	365.0
기타	2.4	26.9	3.8	13.7	7.1	4.0	28.6	5.4	5.3	5.0	4.1	19.8
영업이익률(%)	4.3	4.4	4.0	4.3	4.3	4.3	4.2	4.5	4.5	4.6	4.3	4.5
물류	3.6	4.4	4.4	4.7	4.0	4.3	4.3	4.7	4.7	4.8	4.6	4.7
CKD	6.8	5.7	5.1	4.5	5.7	5.4	5.2	5.6	5.7	5.8	5.4	5.6
기타	0.4	1.2	0.6	2.1	1.2	0.7	1.2	0.9	0.8	0.8	0.7	0.8
총 영업외손익	87.9	162.3	8.9	-94.4	31.2	-29.4	-87.2	18.0	18.0	20.1	22.6	78.6
금융+기타손익	80.0	117.4	-0.3	-108.7	17.5	-42.1	-137.1	6.0	6.0	7.1	9.1	28.1
지분법이익	7.9	44.8	9.2	14.3	13.7	12.7	49.9	12.0	12.0	13.0	13.5	50.5
세전이익	259	889	159	86	218	163	626	197	216	229	224	865
당기순이익	214	680	115	35	154	134	437	149	163	173	169	653
당기순이익(지배)	214	680	115	35	154	134	437	149	163	173	169	653
YoY(%)												
<b>매출액 계</b>	<b>1.2</b>	<b>6.6</b>	<b>-5.8</b>	<b>1.0</b>	<b>3.5</b>	<b>13.8</b>	<b>3.1</b>	<b>7.4</b>	<b>4.0</b>	<b>4.1</b>	<b>4.0</b>	<b>4.8</b>
물류	3.9	6.9	-2.4	-1.9	4.9	16.7	4.4	7.6	4.2	4.5	4.1	5.0
국내물류	-6.0	3.7	0.7	5.2	6.4	20.1	8.1	6.0	4.0	4.0	4.0	4.5
해외물류	6.1	7.5	-3.0	-3.2	4.6	16.0	3.7	7.9	4.3	4.6	4.1	5.1
PCC	8.5	9.8	-1.2	1.3	5.4	28.3	8.4	8.0	8.0	9.0	6.0	7.7
BULK	8.4	11.9	2.0	-11.6	16.1	14.2	5.4	4.5	4.0	7.0	8.0	6.1
기타해외물류	53.3	14.5	-5.1	-2.0	0.5	12.3	1.4	9.0	3.0	2.0	2.0	3.8
CKD	-3.4	3.3	-17.3	1.1	2.0	14.2	-0.3	9.0	4.0	4.0	4.0	5.1
중고차	-5.8	1.1	4.0	14.4	14.2	22.8	13.7	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
기타유통	6.0	19.8	20.7	10.2	0.6	-1.5	7.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
중고차 + 기타유통	3.8	16.0	17.5	10.9	2.9	2.5	8.2	3.0	3.1	3.1	3.2	3.1
<b>영업이익</b>	<b>9.0</b>	<b>-0.2</b>	<b>-21.6</b>	<b>-0.5</b>	<b>2.2</b>	<b>12.5</b>	<b>-1.9</b>	<b>19.0</b>	<b>9.6</b>	<b>11.5</b>	<b>4.8</b>	<b>10.3</b>
당기순이익	4508.1	34.6	-53.5	-63.3	23.2	-37.4	-35.7	29.7	368.6	12.1	26.2	49.4

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 현대글로벌비스 (086280)

### 재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	3,936	3,872	4,289	4,644	4,364
현금 및 현금성자산	595	529	861	1,089	985
매출채권 및 기타채권	2,022	2,083	2,176	2,262	2,127
재고자산	690	661	692	720	691
기타유동자산	628	599	559	573	562
<b>비유동자산</b>	4,032	4,314	4,254	4,450	5,292
관계기업투자등	701	725	719	748	779
유형자산	3,109	3,356	3,249	3,443	4,267
무형자산	70	72	120	92	78
<b>자산총계</b>	<b>7,967</b>	<b>8,186</b>	<b>8,543</b>	<b>9,094</b>	<b>9,656</b>
<b>유동부채</b>	2,618	2,539	2,585	2,661	2,592
매입채무 및 기타채무	1,319	1,311	1,464	1,440	1,489
단기금융부채	1,060	908	906	990	854
기타유동부채	238	320	215	231	250
<b>비유동부채</b>	1,872	1,657	1,674	1,609	1,625
장기금융부채	826	708	1,299	1,219	1,219
기타비유동부채	1,046	949	375	391	406
<b>부채총계</b>	<b>4,490</b>	<b>4,196</b>	<b>4,259</b>	<b>4,270</b>	<b>4,218</b>
<b>지배주주지분</b>	3,477	3,989	4,284	4,825	5,438
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	154	154	154	154	154
이익잉여금	3,231	3,804	4,124	4,664	5,278
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>3,477</b>	<b>3,990</b>	<b>4,284</b>	<b>4,825</b>	<b>5,438</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>606</b>	<b>603</b>	<b>630</b>	<b>665</b>	<b>1,083</b>
당기순이익(손실)	506	680	437	653	737
비현금수익비용가감	399	231	388	139	119
유형자산감가상각비	148	159	169	168	190
무형자산상각비	8	8	11	15	12
기타현금수익비용	-7	-210	208	-43	-83
영업활동 자산부채변동	-32	-129	-10	-128	227
매출채권 감소(증가)	-258	-77	-269	-86	136
재고자산 감소(증가)	83	27	126	-27	29
매입채무 증가(감소)	140	-59	258	-24	49
기타자산, 부채변동	3	-20	-125	10	13
<b>투자활동 현금</b>	<b>-518</b>	<b>-341</b>	<b>-133</b>	<b>-328</b>	<b>-928</b>
유형자산처분(취득)	-384	-356	-175	-353	-968
무형자산 감소(증가)	-6	-5	-8	13	2
투자자산 감소(증가)	-109	10	58	13	39
기타투자활동	-19	11	-8	-1	-1
<b>재무활동 현금</b>	<b>-185</b>	<b>-298</b>	<b>-174</b>	<b>-108</b>	<b>-260</b>
차입금의 증가(감소)	-73	-185	-61	4	-136
자본의 증가(감소)	-113	-113	-113	-113	-124
배당금의 지급	113	113	113	113	124
기타재무활동	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-81</b>	<b>-66</b>	<b>332</b>	<b>228</b>	<b>-104</b>
기초현금	676	595	529	861	1,089
기말현금	595	529	861	1,089	985

자료: 현대글로벌비스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

### 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>15,341</b>	<b>16,358</b>	<b>16,866</b>	<b>17,668</b>	<b>18,298</b>
매출원가	14,235	15,226	15,718	16,454	17,007
<b>매출총이익</b>	<b>1,106</b>	<b>1,132</b>	<b>1,147</b>	<b>1,215</b>	<b>1,291</b>
판매비 및 관리비	377	405	437	428	433
<b>영업이익</b>	<b>729</b>	<b>727</b>	<b>710</b>	<b>787</b>	<b>858</b>
(EBITDA)	885	894	890	969	1,060
금융손익	-78	125	-94	20	20
이자비용	59	63	17	0	0
관계기업등 투자손익	54	45	50	51	53
기타영업외손익	-1	-7	-40	8	46
<b>세전계속사업이익</b>	<b>704</b>	<b>889</b>	<b>626</b>	<b>865</b>	<b>977</b>
계속사업법인세비용	198	209	189	212	239
계속사업이익	506	680	437	653	737
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>506</b>	<b>680</b>	<b>437</b>	<b>653</b>	<b>737</b>
지배주주	506	680	437	653	737
<b>총포괄이익</b>	<b>492</b>	<b>620</b>	<b>412</b>	<b>653</b>	<b>737</b>
매출총이익률 (%)	7.2	6.9	6.8	6.9	7.1
영업이익률 (%)	4.8	4.4	4.2	4.5	4.7
EBITDA 마진률 (%)	5.8	5.5	5.3	5.5	5.8
당기순이익률 (%)	3.3	4.2	2.6	3.7	4.0
ROA (%)	6.5	8.4	5.2	7.4	7.9
ROE (%)	15.4	18.2	10.6	14.3	14.4
ROIC (%)	15.5	15.0	11.9	12.8	12.8

### 주요 투자지표

	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	11.5	7.5	12.4	8.3	7.3
P/B	1.7	1.3	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.4	6.4	7.1	6.3	5.7
P/CF	6.4	5.6	6.6	6.8	6.3
배당수익률 (%)	1.9	2.2	2.1	2.3	2.4
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	4.6	6.6	3.1	4.8	3.6
영업이익	4.4	-0.2	-2.4	10.8	9.0
세전이익	18.8	26.4	-29.6	38.2	12.8
당기순이익	34.2	34.6	-35.7	49.4	12.8
EPS	34.1	34.6	-35.7	49.4	12.8
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	129.1	105.2	99.4	88.5	77.6
유동비율	150.3	152.5	165.9	174.6	168.3
순차입금/자기자본(x)	22.6	15.1	21.5	14.2	12.4
영업이익/금융비용(x)	12.4	11.5	42.9	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	1,886	1,616	2,204	2,208	2,072
순차입금 (십억원)	787	604	919	687	672
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	13,483	18,147	11,662	17,425	19,661
BPS	92,725	106,381	114,229	128,654	145,015
CFPS	24,131	24,303	22,007	21,137	22,836
DPS	3,000	3,000	3,000	3,300	3,500

# S&T 모터브 (002350)

2019. 02. 25

자동차/부품

Analyst 유지웅

02. 3779-8886

jwyyoo@ebestsec.co.kr

## 친환경차 시장이 열린다. 갈수록 수혜 폭은 커진다!

### 전동화 시대 진입에 따른 모터수요 급증

동사 포트폴리오는 지난 2년간 사시 및 자품사업부, 그리고 에어백 사업부의 축소로 인해 성장 사업인 오일펌프 및 모터사업부의 매출액 증가분이 상쇄되어 왔다. 그러나 4Q18 부터는 구동모터 출하량이 급증하기 시작하며 동사의 외형확대를 이끌 것으로 전망된다.

### 방산실적 부진 후 2년, 그리고 소외된 밸류에이션

하지만 동사 현재주가는(2018/2019 P/E 7.2/7.1 배) 이러한 모터사업부문의 성장성을 전혀 반영하고 있지 않다. 동사는 지난 2016~2017년에 걸쳐 K11 등 방산사업부에서 일시적으로 일회성 요인들이 집중되어 나타났고, 이후 지속적으로 향후 전망과는 무관하게 저평가 상태가 지속되어 왔다.

### 4Q18 실적에 대한 우려: 영업이익 145억원(YoY +29.5%) 기록

4Q18 실적은 매출액 3,041억원(YoY +3%), 영업이익 145억원(YoY +29.5%)를 기록했다. 자동차 부문에서는 사실상 영업이익은 190억원 가량 발생했으나, 자회사인 S&TC에서 이란 경제 제재 관련 총당금을 약 50억원 가량 설정하면서 손실이 발생했다. 이를 제외하면 자동차 부품 사업부문에서는 전분기 대비 의미있는 개선세가 이뤄진 것으로 판단된다.

### 투자 의견 BUY 유지, 목표주가 43,000원 유지

동사에 대해 투자 의견 Buy와 목표주가 43,000원을 유지한다. 목표주가는 동사의 2019년 EPS 대비 약 12배 수준으로 일반적인 친환경차 관련 기업의 배수에 비해 현격하게 저평가 되어 있는 것으로 판단된다. 리스크요인으로는 역시 방산부문의 실적인데, 일단 4Q18의 방산실적은 예년 대비 소폭 감소하나 앞서 언급했듯이 4Q18부터 모터사업부의 매출급증이 예상되고, 오일펌프 매출 역시 미뤄졌던 CVT 파워트레인용이 재게되어 방산부문에서의 감소분은 상쇄될 것으로 예상된다.

## Buy (maintain)

목표주가 43,000원

현재주가 34,200원

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

### Stock Data

KOSPI (2/22)	2,230.50 pt
시가총액	5,001 억원
발행주식	14,623 천주
52주 최고가 / 최저가	45,100 / 23,450 원
90일 일평균거래대금	13.55 억원
외국인 지분율	17.7%
배당익률(18.12E)	2.9%
BPS(18.12E)	50,301 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -1.1%
	6개월 3.3%
	12개월 -15.3%
주주구성	S&T 홀딩스외 1인 37.3%
	국민연금공단 11.3%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	1,154	72	60	34	2,317	-61.0	97	21.1	5.3	1.0	5.0
2017	1,137	97	72	59	3,888	67.8	126	12.1	3.6	1.0	8.1
2018P	1,058	56	76	57	3,654	-6.0	85	9.4	4.2	0.7	7.3
2019E	1,167	77	84	64	3,943	7.9	104	8.7	3.3	0.6	7.6
2020E	1,242	97	104	79	4,849	23.0	124	7.1	2.5	0.6	8.7

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

표30 실적변경 전후: 한국 GM 물량 감소로 TopLine 축소

(십억원, 원)	New		Old		변동률(%)	
	2018P	2019E	2018P	2019E	2018P	2019E
매출액	1,058	1,167	1,063	1,176	-0.4	-0.8
영업이익	56	77	61	82	-8.6	-5.6
OPM(%)	5.3	6.6	5.8	7.0		
순이익(지배)	53	58	60	61	-11.0	-5.5

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표31 S&T 모티브 실적 추이 및 전망: 모터사업부문의 매출증가에 주목하자

(십억원)	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
<b>매출액</b>	<b>295</b>	<b>1,137</b>	<b>240</b>	<b>257</b>	<b>257</b>	<b>304</b>	<b>1,058</b>	<b>273</b>	<b>279</b>	<b>291</b>	<b>324</b>	<b>1,167</b>
자동차부품	226	894	204	211	214	236	865	236	241	238	268	984
현가장치	26	121	26	24	19	23	92	27	24	19	24	94
전자전장품	25	100	27	29	28	29	112	30	31	28	31	120
모터	77	299	73	76	87	89	325	91	97	101	108	398
에어백	14	73	16	16	14	13	59	16	15	13	12	56
파워트레인	83	302	62	66	67	82	277	73	74	76	93	316
비자동차부품	89	322	49	59	57	82	247	54	56	71	75	256
열교환기	37	184	35	36	39	29	140	37	38	41	30	145
반도체장비	9	40	9	8	6	7	30	10	8	8	8	34
기타(방산)	43	98	5	15	13	46	78	8	10	22	37	77
내부매출	20	79	13	13	15	14	54	18	18	18	19	73
<b>영업이익</b>	<b>20.6</b>	<b>96.7</b>	<b>10.7</b>	<b>16.3</b>	<b>14.7</b>	<b>14.5</b>	<b>56.2</b>	<b>16.9</b>	<b>19.0</b>	<b>19.2</b>	<b>22.2</b>	<b>77.3</b>
OPM(%)	7.0	8.5	4.5	6.3	5.7	4.8	5.3	6.2	6.8	6.6	6.9	6.6
세전이익	-3	72	11	38	13	14	76	19	21	21	24	84
순이익	0.8	56.9	8.6	27.7	10.2	7.0	53.4	13.1	14.2	14.1	16.3	57.7
순이익률(%)	0.3	5.0	3.6	10.8	4.0	2.3	5.0	4.8	5.1	4.8	5.0	4.9
YoY(%)												
매출액	-6.8	-1.4	-16.9	-12.1	-1.4	3.1	-6.9	13.7	8.6	13.2	6.4	10.2
자동차부품	-0.8	8.3	-9.6	-5.7	-2.0	4.6	-3.2	15.7	14.3	11.2	13.6	13.7
현가장치	-25.7	-14.3	-22.6	-26.4	-34.5	-10.3	-23.8	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
전자전장품	-11.3	-11.1	4.2	24.0	7.1	15.5	12.4	11.0	7.0	3.0	7.0	7.0
모터	-1.1	1.6	-3.6	10.2	12.3	15.4	8.6	25.0	27.0	17.0	22.0	22.5
에어백	-36.6	-7.1	-23.6	-24.0	-12.5	-9.0	-18.4	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0
엔진부품	30.4	50.9	-10.7	-15.4	-5.3	-1.6	-8.1	18.0	12.0	13.0	13.0	13.9
비자동차부품	-21.3	-19.8	-41.1	-33.2	-6.0	-8.4	-23.2	10.4	-4.4	23.7	-8.5	3.7
영업이익	2,009	35.0	-61.0	-26.4	-44.6	-29.5	-41.9	57.7	16.5	30.8	52.9	37.5
순이익	흑전	69.4	115.7	-7.0	-54.2	755.1	-6.0	52.5	-48.9	38.1	135.0	7.9

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## S&T 모티브 (064960)

### 재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	716	708	694	749	816
현금 및 현금성자산	196	226	140	160	194
매출채권 및 기타채권	348	319	358	381	403
재고자산	142	131	165	175	185
기타유동자산	31	31	31	33	34
<b>비유동자산</b>	532	519	519	534	552
관계기업투자등	6	6	6	7	7
유형자산	495	486	486	503	521
무형자산	16	20	20	18	17
<b>자산총계</b>	<b>1,248</b>	<b>1,226</b>	<b>1,213</b>	<b>1,283</b>	<b>1,368</b>
<b>유동부채</b>	369	305	282	299	316
매입채무 및 기타채무	251	258	244	260	275
단기금융부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	118	47	38	39	41
<b>비유동부채</b>	91	93	92	95	99
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	91	93	92	95	99
<b>부채총계</b>	<b>459</b>	<b>398</b>	<b>374</b>	<b>394</b>	<b>415</b>
<b>지배주주지분</b>	681	721	736	785	849
자본금	73	73	73	73	73
자본잉여금	53	55	58	58	58
이익잉여금	531	572	612	661	725
비지배주주지분(연결)	108	108	104	104	104
<b>자본총계</b>	<b>789</b>	<b>829</b>	<b>839</b>	<b>889</b>	<b>953</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>106</b>	<b>70</b>	<b>-17</b>	<b>77</b>	<b>93</b>
당기순이익(손실)	34	59	57	64	79
비현금수익비용가감	69	61	-27	30	31
유형자산감가상각비	24	27	25	24	25
무형자산상각비	2	3	3	3	2
기타현금수익비용	-9	31	-56	4	4
영업활동 자산부채변동	43	-3	-47	-18	-17
매출채권 감소(증가)	-18	15	-38	-23	-22
재고자산 감소(증가)	7	11	-34	-11	-10
매입채무 증가(감소)	25	-9	-21	16	15
기타자산, 부채변동	29	-20	46	0	0
<b>투자활동 현금</b>	<b>-35</b>	<b>-21</b>	<b>-28</b>	<b>-42</b>	<b>-45</b>
유형자산처분(취득)	-27	-18	-25	-40	-43
무형자산 감소(증가)	-5	-8	-3	-1	-1
투자자산 감소(증가)	0	0	-1	-1	-1
기타투자활동	-2	6	0	0	0
<b>재무활동 현금</b>	<b>-17</b>	<b>-16</b>	<b>-41</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	-15	-15	-41	-15	-15
배당금의 지급	16	15	15	15	15
기타재무활동	-3	-1	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>54</b>	<b>31</b>	<b>-87</b>	<b>20</b>	<b>34</b>
기초현금	142	196	226	140	160
기말현금	196	226	140	160	194

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

### 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>1,154</b>	<b>1,137</b>	<b>1,058</b>	<b>1,167</b>	<b>1,242</b>
매출원가	978	962	922	997	1,049
<b>매출총이익</b>	<b>175</b>	<b>175</b>	<b>136</b>	<b>169</b>	<b>193</b>
판매비 및 관리비	104	79	80	92	97
<b>영업이익</b>	<b>72</b>	<b>97</b>	<b>56</b>	<b>77</b>	<b>97</b>
(EBITDA)	97	126	85	104	124
금융손익	12	-31	13	1	1
이자비용	0	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-23	6	7	6	6
<b>세전계속사업이익</b>	<b>60</b>	<b>72</b>	<b>76</b>	<b>84</b>	<b>104</b>
계속사업법인세비용	26	13	19	20	25
계속사업이익	34	59	57	64	79
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>34</b>	<b>59</b>	<b>57</b>	<b>64</b>	<b>79</b>
지배주주	34	57	53	58	71
<b>총포괄이익</b>	<b>34</b>	<b>59</b>	<b>57</b>	<b>64</b>	<b>79</b>
매출총이익률 (%)	15.2	15.4	12.9	14.5	15.6
영업이익률 (%)	6.2	8.5	5.3	6.6	7.8
EBITDA 마진률 (%)	8.4	11.1	8.0	8.9	9.9
당기순이익률 (%)	3.0	5.2	5.4	5.5	6.3
ROA (%)	2.8	4.6	4.4	4.6	5.4
ROE (%)	5.0	8.1	7.3	7.6	8.7
ROIC (%)	6.8	13.4	6.6	8.3	10.0

### 주요 투자지표

	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	21.1	12.1	9.4	8.7	7.1
P/B	1.0	1.0	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	5.3	3.6	4.2	3.3	2.5
P/CF	6.9	5.7	16.8	5.3	4.6
배당수익률 (%)	2.0	2.1	2.9	2.9	2.9
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-4.7	-1.4	-6.9	10.2	6.5
영업이익	-41.8	35.0	-41.8	37.4	24.9
세전이익	-54.6	19.5	6.2	10.1	23.0
당기순이익	-64.7	72.0	-3.0	11.9	23.0
EPS	-61.0	67.8	-6.0	7.9	23.0
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	58.2	48.0	44.5	44.4	43.5
유동비율	194.3	232.2	246.0	250.3	258.4
순차입금/자기자본(x)	-24.8	-27.5	-16.9	-18.2	-20.5
영업이익/금융비용(x)	6,567.2	776.2	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	0	0	0	0	0
순차입금 (십억원)	-196	-228	-142	-162	-196
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,317	3,888	3,654	3,943	4,849
BPS	46,542	49,272	50,301	53,682	58,070
CFPS	7,111	8,177	2,042	6,452	7,513
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000

# 넥센타이어 (002350)

2019. 02. 25

자동차/부품

Analyst 유지웅

02. 3779-8886

jwyyoo@ebestsec.co.kr

## 기대치 상회 이후에도 좋다!

### 4Q18 Preview: 영업이익 525 억원으로 시장 기대치 상회

넥센타이어가 4Q18 실적을 공시했다. 연간 손익구조가 15% 이상 변경되며 이르게 실적 변경공시 형태로 발표되었는데, 4Q18 의 실적은 영업이익 기준으로 시장 기대치를 12.9% 상회하였다. 4Q18 매출액은 4,879 억원(YoY +10.3%), 영업이익은 525 억원(YoY +16.1%), 순이익은 306 억원(YoY +23.0%)을 기록했다.

### 무난한 가격인상과 지역별 볼륨성장

손익구조 변경 공시로 인해 지역별 매출 실적은 아직 공개되지 않은 상태이나 매출액 상승분 10.3% 중 약 2%는 가격인상이 반영되었을 것으로 보이고, 볼륨 상승이 8% 가량 영향을 미친 것으로 추정된다. 특히 미국 지역에서 동사의 가격인상과 더불어 re-stocking 수요가 일부 발생했을 것으로 보이고, 내수시장에서의 OE M/S 증가 및 연말 교체수요 영향이 컸을 것으로 보인다.

### 투자 의견 Buy, 목표주가 14,000 원으로 유지. 스프레드 개선세 지속

1Q19 에도 평가인상과 투입원가 하락으로 인한 스프레드 개선세가 지속될 것으로 전망돼, 영업이익은 480 억원(YoY +51.0%)를 기록할 것으로 예상된다. 2Q18~3Q18 에 이르러서는 윈터타이어 수요 감소, 체코공장 가동에 따른 고정비 부담이 존재하는데, 이 또한 한국 및 미국에서의 매출 증가로 대부분 상쇄되어 연간 기준으로는 영업이익이 +9.1% 증가해 전반적으로 실적모멘텀을 기대할 수 있다. 2019년 EPS 에 Target P/E 10 배를 반영해 기존 목표주가 14,000 원을 유지한다.

## Buy (maintain)

목표주가 14,000 원

현재주가 9,720 원

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
○		

### Stock Data

KOSPI (2/22)	2,230.50 pt
시가총액	9,347 억원
발행주식	97,668 천주
52 주 최고가 / 최저가	12,850 / 7,620 원
90 일 일평균거래대금	9.62 억원
외국인 지분율	12.3%
배당익률(18.12E)	1.1%
BPS(18.12E)	14,843 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -5.4%
	6개월 -5.3%
	12개월 -12.3%
주주구성	넥센 외 2인 67.0%
	국민연금공단 7.9%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	1,895	248	217	176	1,802	38.8	393	7.2	4.8	1.1	15.7
2017	1,965	185	167	125	1,290	-28.4	335	9.1	5.4	0.9	9.9
2018P	1,984	181	149	105	1,071	-16.9	339	8.9	5.2	0.7	7.7
2019E	2,047	199	186	140	1,427	33.2	378	6.7	4.1	0.6	9.5
2020E	2,134	219	207	159	1,622	13.7	391	5.9	3.4	0.6	9.8

자료: 넥센타이어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표32 실적추정치 변경 내역

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	2018	2019E	2018	2019E	2018	2019E
매출액	1,984	2,047	1,969	2,041	0.8	0.3
영업이익	183	199	179	201	2.2	-0.8
영업이익률(%)	9.2	9.7	9.1	9.8		
순이익	105	140	106	141	-0.5	-0.9

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표33 목표주가 산정: 기존 14,000 원 유지

구분	단위	2019	비고
EPS	(원)	1,427	글로벌 주요 Peer 6 개社 P/E 평균치
BPS	(원)	14,843	
Target P/E	(배)	10	
<b>Target Price</b>	<b>(원)</b>	<b>14,000</b>	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표34 넥센타이어 실적 추이 및 전망: 북미지역 실적 호조로 영업이익 컨센 상회 예상

(십억원)	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2018P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
<b>매출액</b>	<b>442.1</b>	<b>1,965</b>	<b>474</b>	<b>503</b>	<b>519</b>	<b>487.9</b>	<b>1,984</b>	<b>495</b>	<b>533</b>	<b>537</b>	<b>482</b>	<b>2,047</b>
한국	117	460	109	113	105	*121	448	112	116	108	125	461
북미	127	526	113	141	152	144	549	120	147	156	150	573
유럽	110	509	135	136	160	118	549	133	140	170	123	567
중국	44	143	34	42	40	46	162	37	45	43	48	173
기타	70	358	89	81	74	64	308	93	85	77	66	321
매출원가	284	1,327	347	356	359	333	1,394	346	374	375	323	1,418
매출원가율(%)	64	68	73	71	69	68	70	70	70	70	67	69
판관비	113	452	95	102	108	105	409	101	109	112	109	430
판관비율(%)	25.5	23.0	20.0	20.2	20.8	21.5	20.6	20.4	20.4	20.8	22.6	21.0
<b>영업이익</b>	<b>45.3</b>	<b>185.3</b>	<b>31.8</b>	<b>46.1</b>	<b>52.2</b>	<b>52.5</b>	<b>182.6</b>	<b>48.0</b>	<b>50.7</b>	<b>49.6</b>	<b>50.8</b>	<b>199.2</b>
영업이익률(%)	10.2	9.4	6.7	9.2	10.1	10.8	9.2	9.7	9.5	9.3	10.5	9.7
지배주주순이익	24.9	125.4	25.3	20.7	28.6	30.6	105.2	33.6	36.5	36.7	33.4	140.1
지배주주순이익률(%)	5.6	6.4	5.3	4.1	5.5	6.3	5.3	6.8	6.8	6.8	6.9	6.8
YoY(%)												
매출액	-6.5	3.7	-1.6	-2.1	-1.5	10.3	1.0	4.5	6.0	3.4	-1.2	3.2
영업이익	-18.0	-25.3	-34.8	5.7	9.4	16.1	-1.5	51.0	9.9	-4.9	-3.2	9.1
지배주주순이익	-42.6	-28.7	-14.6	-29.5	-31.0	23.0	-16.1	32.6	76.0	28.3	9.1	33.1
QoQ(%)												
매출액	-16.1		7.2	6.2	3.1	-6.0		1.5	7.7	0.6	-10.1	
영업이익	-5.1		-29.7	45.0	13.2	0.6		-8.5	5.5	-2.0	2.4	
지배주주순이익	-40.0		1.7	-18.1	37.9	7.0		9.7	8.7	0.5	-9.0	
주요가정												
판매량(천본)	9,225	41,609	9,726	10,547	9,940	9,741	42,029	9,690	9,792	9,792	10,094	39,368
단순 ASP(천원)	48,715	50,752	48,715	47,720	52,213	50,085	49,657	50,200	50,700	52,300	49,000	50,550

\*4Q18 지역별 세부실적은 공개 전

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 넥센타이어 (002350)

### 재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	848	913	978	992	1,030
현금 및 현금성자산	126	116	147	161	165
매출채권 및 기타채권	328	358	370	366	381
재고자산	251	271	272	269	279
기타유동자산	143	168	189	197	205
<b>비유동자산</b>	1,770	1,881	2,161	2,090	2,026
관계기업투자등	33	27	20	21	22
유형자산	1,647	1,766	2,043	1,966	1,896
무형자산	15	19	16	17	18
<b>자산총계</b>	<b>2,618</b>	<b>2,794</b>	<b>3,139</b>	<b>3,082</b>	<b>3,056</b>
<b>유동부채</b>	560	648	778	701	635
매입채무 및 기타채무	214	247	227	225	234
단기금융부채	228	307	418	338	258
기타유동부채	118	94	133	138	144
<b>비유동부채</b>	855	807	942	832	723
장기금융부채	614	558	681	561	441
기타비유동부채	242	248	261	272	283
<b>부채총계</b>	<b>1,415</b>	<b>1,455</b>	<b>1,720</b>	<b>1,533</b>	<b>1,358</b>
<b>지배주주지분</b>	1,193	1,335	1,417	1,546	1,694
자본금	53	54	54	54	54
자본잉여금	51	67	67	67	67
이익잉여금	1,068	1,203	1,299	1,428	1,576
비지배주주지분(연결)	10	3	3	3	3
<b>자본총계</b>	<b>1,203</b>	<b>1,339</b>	<b>1,420</b>	<b>1,550</b>	<b>1,697</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>383</b>	<b>255</b>	<b>205</b>	<b>340</b>	<b>332</b>
당기순이익(손실)	176	125	105	140	159
비현금수익비용가감	260	245	245	192	186
유형자산감가상각비	145	150	158	179	172
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	0	4	87	13	13
영업활동 자산부채변동	22	-58	-103	8	-13
매출채권 감소(증가)	3	-50	-12	4	-15
재고자산 감소(증가)	-4	-24	2	3	-11
매입채무 증가(감소)	43	5	-26	-3	9
기타자산, 부채변동	-19	10	-67	4	4
<b>투자활동 현금</b>	<b>-126</b>	<b>-290</b>	<b>-387</b>	<b>-116</b>	<b>-116</b>
유형자산처분(취득)	-103	-278	-405	-103	-103
무형자산 감소(증가)	0	-1	0	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-8	-3	-1	-9	-9
기타투자활동	-16	-8	20	-3	-3
<b>재무활동 현금</b>	<b>-237</b>	<b>26</b>	<b>210</b>	<b>-211</b>	<b>-212</b>
차입금의 증가(감소)	-229	19	221	-200	-200
자본의 증가(감소)	-8	7	-10	-11	-12
배당금의 지급	8	10	10	11	12
기타재무활동	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>21</b>	<b>-10</b>	<b>31</b>	<b>14</b>	<b>4</b>
기초현금	105	126	116	147	161
기말현금	126	116	147	161	165

자료: 넥센타이어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

### 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>1,895</b>	<b>1,965</b>	<b>1,984</b>	<b>2,047</b>	<b>2,134</b>
매출원가	1,208	1,328	1,394	1,418	1,469
<b>매출총이익</b>	<b>687</b>	<b>637</b>	<b>590</b>	<b>630</b>	<b>665</b>
판매비 및 관리비	439	452	410	430	446
<b>영업이익</b>	<b>248</b>	<b>185</b>	<b>181</b>	<b>199</b>	<b>219</b>
(EBITDA)	393	335	339	378	391
금융손익	-28	-21	-23	-7	-6
이자비용	25	20	21	28	29
관계기업등 투자손익	0	1	-2	-2	-2
기타영업외손익	-4	2	-7	-4	-4
<b>세전계속사업이익</b>	<b>217</b>	<b>167</b>	<b>149</b>	<b>186</b>	<b>207</b>
계속사업법인세비용	41	41	43	46	48
계속사업이익	176	125	105	140	159
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>176</b>	<b>125</b>	<b>105</b>	<b>140</b>	<b>159</b>
지배주주	174	125	105	140	159
<b>총포괄이익</b>	<b>174</b>	<b>116</b>	<b>91</b>	<b>140</b>	<b>159</b>
매출총이익률 (%)	36.2	32.4	29.8	30.8	31.1
영업이익률 (%)	13.1	9.4	9.1	9.7	10.3
EBITDA 마진률 (%)	20.7	17.1	17.1	18.5	18.3
당기순이익률 (%)	9.3	6.4	5.3	6.8	7.5
ROA (%)	6.7	4.6	3.5	4.5	5.2
ROE (%)	15.7	9.9	7.7	9.5	9.8
ROIC (%)	11.1	7.6	6.2	7.0	8.1

### 주요 투자지표

	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	7.2	9.1	8.9	6.7	5.9
P/B	1.1	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.8	5.4	5.2	4.1	3.4
P/CF	3.1	3.3	2.8	3.0	2.9
배당수익률 (%)	0.8	0.8	1.0	1.1	1.3
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	3.1	3.7	1.0	3.2	4.2
영업이익	10.3	-25.2	-2.6	10.3	9.9
세전이익	31.4	-23.0	-10.8	25.0	11.3
당기순이익	38.4	-28.7	-16.1	33.1	13.6
EPS	38.8	-28.4	-16.9	33.2	13.7
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	117.7	108.7	121.1	98.9	80.0
유동비율	151.4	140.9	125.7	141.6	162.1
순차입금/자기자본(x)	49.2	45.3	56.8	37.8	22.1
영업이익/금융비용(x)	9.9	9.5	8.4	7.2	7.5
총차입금 (십억원)	841	866	1,099	899	699
순차입금 (십억원)	591	606	806	586	376
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,802	1,290	1,071	1,427	1,622
BPS	11,594	12,821	13,598	14,843	16,261
CFPS	4,233	3,584	3,366	3,185	3,310
DPS	100	100	100	110	120

# 한국타이어 (161390)

2019. 02. 25

자동차/부품

Analyst 유지웅

02. 3779-8886

jwyyoo@ebestsec.co.kr

## 부진의 여파, 아쉬운 실적으로 남다

### 4Q18 Review: 영업이익 1,460 억기록, 낮아진 기대치 수준 부합

한국타이어가 4Q18 실적을 발표했다. 매출액은 1.7 조원(YoY +2.6%), 영업이익 1,461 억원(YoY +4.8%)를 기록했다. 영업이익은 현재 시장 컨센서스인 1,405 억원대비 소폭 상회했다. 4Q18 의 Top Line 은 기존 동사의 예상치에 비해 볼륨성장에 기반한 growth 가 발생한 것으로 나타났다. 다만 이익의 경우 실질적으로는 감익이 이뤄진 것으로 보이는데, 4Q17 에 발생했던 금산공장 가동중단으로 인한 일회성 손실 약 300 억원을 감안시, 당시 실질 발생 영업이익은 약 1,700 억원을 상회했기 때문이다.

### 연간 가이던스 7.4 조원/7,500 억원 발표. 미국 RE 회복이 핵심

동사는 금번 실적발표와 함께 연간 실적 가이던스로 매출액 7.4 조원 및 영업이익 7,500 억원을 발표했다. 볼륨 기준으로는 약 6%의 성장을 의미하고 있는데, 이는 독일 라우펜 효과를 제외시 약 4% 수준이다.

한편 이익의 경우, 우리는 연간 기준으로 한국타이어가 제시한 이익을 하회하는 6,792 억원을 추정한다. 미국의 유통망 이슈 외에도 연간 자동차 수요 감소와 이와 동반되어 RE 수요 감소 등이 여전히 예상되어 실질적인 ASP 인상효과가 더딜 것으로 예상되기 때문이다.

### 투자 의견 Hold, 목표주가 39,000 원 유지

동사에 대한 투자 의견 Hold 및 목표주가는 39,000 원을 유지한다. 2019 년 당기순이익은 약 4.4% 가량 상향조정했는데, 라우펜 및 유럽시장 볼륨에 대한 가정을 일부 상향조정했다. 목표주가는 2019 년 EPS 4,308 원에 Target P/E 9.0 배(글로벌 빅 3 업체 평균 P/E)를 적용했다.

## Hold (maintain)

목표주가 39,000 원

현재주가 42,100 원

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

### Stock Data

KOSPI (2/22)	2,230.50 pt
시가총액	52,151 억원
발행주식	123,875 천주
52 주 최고가 / 최저가	60,100 / 37,000 원
90 일 일평균거래대금	106.98 억원
외국인 지분율	41.3%
배당익률(18.12E)	1.0%
BPS(18.12E)	56,167 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -2.4%
	6 개월 -9.5%
	12 개월 -18.8%
주주구성	한국타이어월드와이드 42.9%
	국민연금공단 8.1%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	6,622	1,103	1,092	879	7,046	33.2	1,606	8.2	5.5	1.2	15.8
2017	6,813	793	743	606	4,836	-31.4	1,343	11.3	6.0	1.1	9.7
2018P	6,795	704	712	525	4,172	-13.7	1,254	10.0	4.7	0.7	7.8
2019E	6,894	679	682	539	4,308	3.3	1,187	9.6	4.7	0.7	7.4
2020E	7,060	724	737	582	4,651	8.0	1,244	8.9	4.2	0.6	7.5

자료: 한국타이어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표35 목표주가 변경내역: 기존 39,000 원 유지

구분	단위	2019	비고
EPS	(원)	4,308	
BPS	(원)	60,074	
Target P/E	(배)	9.0	글로벌 주요 Peer P/E 평균치
<b>Target Price</b>	<b>(원)</b>	<b>39,000</b>	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표36 한국타이어 실적 및 주요 가정

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2018P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
<b>매출액</b>	<b>1,611</b>	<b>1,706</b>	<b>1,756</b>	<b>1,726</b>	<b>6,798</b>	<b>1,647</b>	<b>1,719</b>	<b>1,777</b>	<b>1,751</b>	<b>6,894</b>
한국	197	227	232	255	911	199	232	234	259	923
중국	209	225	210	192	836	205	218	213	194	830
유럽	596	591	625	501	2,313	593	579	632	508	2,311
북미	446	471	506	486	1,909	435	462	511	491	1,898
생산량 (천본)	24,258	25,490	24,466	22,279	96,493	24,015	25,235	24,711	22,502	96,463
단순 ASP (천원)	66	67	72	77	70	66	67	72	67	71
매출원가	1,112	1,160	1,222	1,203	4,697	1,159	1,190	1,215	1,198	4,762
매출원가율(%)	69.0	68	70	70	69	70.4	69.2	68.4	68.4	69
판관비	315	363	349	377	1,403	323	358	380	392	1,453
판관비율(%)	20	21	20	22	21	20	21	21	22	21
<b>영업이익</b>	<b>184.8</b>	<b>185.3</b>	<b>184.6</b>	<b>146.1</b>	<b>701</b>	<b>165</b>	<b>172</b>	<b>181</b>	<b>161</b>	<b>679</b>
영업이익률(%)	11.4	10.7	10.5	8.5	10.3	10.0	10.0	10.2	9.2	9.8
<b>세전이익</b>	<b>185</b>	<b>226</b>	<b>163</b>	<b>138</b>	<b>712</b>	<b>166</b>	<b>165</b>	<b>184</b>	<b>168</b>	<b>682</b>
세전이익률(%)	11.5	13.2	9.3	8.0	10.5	10.1	9.6	10.3	9.6	9.9
지배주주순이익	153	167	131	66	517	129	129	144	131	534
지배순이익률(%)	9.5	9.8	7.5	3.8	7.6	7.9	7.5	8.1	7.5	7.7
YoY(%)										
매출액	-1.7	2.2	-3.8	2.5	-0.2	2.2	0.8	1.2	1.5	1.4
한국	-20.2	-8.5	-2.9	2.0	-7.4	1.0	2.0	1.0	1.4	1.4
중국	-8.3	11.9	-11.0	-19.3	-7.4	-2.0	-3.0	1.2	1.1	-0.8
유럽	14.2	11.1	-1.9	-1.6	5.1	-0.5	-2.0	1.1	1.3	-0.1
북미	-1.3	1.5	1.6	-4.0	-0.6	-2.5	-2.0	1.0	1.0	-0.6
영업이익	-20.2	-10.0	-13.8	4.5	-11.4	-10.7	-6.2	-1.8	10.3	-2.8
세전이익	-10.4	6.1	-27.6	39.8	-4.2	-10.6	-26.8	13.0	21.4	-4.1
지배주주순이익	-8.5	-5.1	-22.9	-23.4	-13.7	-15.5	-22.4	9.3	100.4	3.3
QoQ(%)										
매출액	-4.2	5.8	2.9	-1.7						
영업이익	31.9	-0.6	0.7	-20.9						
지배주주순이익	79.2	8.6	-21.0	-50.2						
주요 가정										
판매량(천본)	24,258	25,490	24,466	22,279	96,493	24,015	25,235	24,711	22,502	96,463
단순 ASP(천원)	66.4	66.9	71.8	68.0	70	66.0	67.0	71.5	67.0	71
투입원가										
N/R(USD/톤)	1,491	1,582	1,516	1,487	1,609	1,500	1,600	1,500	1,500	1,525
S/R(USD/톤)	1,957	2,038	2,062	2,133	1,982	2,100	2,200	2,100	2,100	2,125
Blendid Mix (원/kg)	1,759	1,862	1,902	1,990	1,878	1,990	2,000	1,980	2,000	1,993

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 한국타이어 (161390)

### 재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	3,293	3,534	4,203	4,365	4,753
현금 및 현금성자산	465	694	1,200	1,357	1,651
매출채권 및 기타채권	1,181	1,250	1,280	1,350	1,400
재고자산	1,436	1,494	1,513	1,440	1,474
기타유동자산	210	96	210	218	227
<b>비유동자산</b>	6,329	5,984	6,194	6,353	6,536
관계기업투자등	1,085	1,095	1,143	1,189	1,237
유형자산	4,699	4,317	4,293	4,417	4,560
무형자산	146	196	339	310	283
<b>자산총계</b>	<b>9,622</b>	<b>9,519</b>	<b>10,397</b>	<b>10,718</b>	<b>11,288</b>
<b>유동부채</b>	2,447	2,274	2,322	2,152	2,188
매입채무 및 기타채무	704	630	659	669	685
단기금융부채	1,253	1,237	1,180	980	980
기타유동부채	489	406	483	502	523
<b>비유동부채</b>	1,214	871	1,100	1,107	1,114
장기금융부채	1,075	739	926	926	926
기타비유동부채	138	132	174	181	188
<b>부채총계</b>	<b>3,660</b>	<b>3,145</b>	<b>3,423</b>	<b>3,259</b>	<b>3,303</b>
<b>지배주주지분</b>	5,949	6,359	6,958	7,442	7,968
자본금	62	62	62	62	62
자본잉여금	2,993	2,993	2,973	2,973	2,973
이익잉여금	2,951	3,519	3,985	4,469	4,996
비지배주주지분(연결)	12	15	17	17	17
<b>자본총계</b>	<b>5,961</b>	<b>6,374</b>	<b>6,975</b>	<b>7,459</b>	<b>7,985</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,218</b>	<b>851</b>	<b>1,465</b>	<b>1,039</b>	<b>1,007</b>
당기순이익(손실)	879	606	525	539	582
비현금수익비용가감	798	805	647	470	477
유형자산감가상각비	489	531	529	477	492
무형자산상각비	14	18	22	31	28
기타현금수익비용	-18	256	96	-37	-44
영업활동 자산부채변동	-237	-371	293	29	-52
매출채권 감소(증가)	-44	4	-59	-70	-50
재고자산 감소(증가)	-12	-172	49	73	-35
매입채무 증가(감소)	0	-137	21	10	16
기타자산, 부채변동	-180	-66	282	16	17
<b>투자활동 현금</b>	<b>-740</b>	<b>-343</b>	<b>-549</b>	<b>-632</b>	<b>-663</b>
유형자산처분(취득)	-683	-433	-339	-604	-635
무형자산 감소(증가)	-23	-7	-3	-2	-2
투자자산 감소(증가)	-34	151	-164	-9	-8
기타투자활동	1	-54	-43	-17	-18
<b>재무활동 현금</b>	<b>-650</b>	<b>-282</b>	<b>-410</b>	<b>-250</b>	<b>-50</b>
차입금의 증가(감소)	-600	-228	-340	-200	0
자본의 증가(감소)	-50	-50	-70	-50	-50
배당금의 지급	50	50	50	50	50
기타재무활동	0	-4	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-172</b>	<b>229</b>	<b>506</b>	<b>157</b>	<b>294</b>
기초현금	637	465	694	1,200	1,357
기말현금	465	694	1,200	1,357	1,651

자료: 한국타이어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

### 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>6,622</b>	<b>6,813</b>	<b>6,795</b>	<b>6,894</b>	<b>7,060</b>
매출원가	4,045	4,492	4,691	4,762	4,748
<b>매출총이익</b>	<b>2,577</b>	<b>2,320</b>	<b>2,104</b>	<b>2,132</b>	<b>2,312</b>
판매비 및 관리비	1,474	1,527	1,400	1,453	1,588
<b>영업이익</b>	<b>1,103</b>	<b>793</b>	<b>704</b>	<b>679</b>	<b>724</b>
(EBITDA)	1,606	1,343	1,254	1,187	1,244
금융손익	-82	-74	-34	-57	-41
이자비용	46	59	54	52	47
관계기업등 투자손익	45	36	33	42	45
기타영업외손익	26	-13	9	18	9
<b>세전계속사업이익</b>	<b>1,092</b>	<b>743</b>	<b>712</b>	<b>682</b>	<b>737</b>
계속사업법인세비용	213	137	187	143	155
계속사업이익	879	606	525	539	582
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>879</b>	<b>606</b>	<b>525</b>	<b>539</b>	<b>582</b>
지배주주	873	599	517	534	576
<b>총포괄이익</b>	<b>878</b>	<b>607</b>	<b>518</b>	<b>539</b>	<b>582</b>
매출총이익률 (%)	38.9	34.1	31.0	30.9	32.8
영업이익률 (%)	16.7	11.6	10.4	9.8	10.3
EBITDA 마진률 (%)	24.3	19.7	18.5	17.2	17.6
당기순이익률 (%)	13.3	8.9	7.7	7.8	8.2
ROA (%)	9.1	6.3	5.2	5.1	5.2
ROE (%)	15.8	9.7	7.8	7.4	7.5
ROIC (%)	13.9	9.9	7.9	8.1	8.4

### 주요 투자지표

	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	8.2	11.3	10.0	9.6	8.9
P/B	1.2	1.1	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	5.5	6.0	4.7	4.7	4.2
P/CF	4.3	4.8	4.4	5.1	4.9
배당수익률 (%)	0.7	0.7	1.0	1.0	1.0
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	3.0	2.9	-0.3	1.5	2.4
영업이익	24.7	-28.1	-11.3	-3.5	6.6
세전이익	30.1	-32.0	-4.2	-4.1	8.0
당기순이익	33.9	-31.0	-13.5	2.7	8.0
EPS	33.2	-31.4	-13.7	3.3	8.0
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	61.4	49.3	49.1	43.7	41.4
유동비율	134.6	155.4	181.0	202.8	217.2
순차입금/자기자본(x)	28.5	19.9	11.2	5.6	1.5
영업이익/금융비용(x)	24.2	13.5	13.1	13.1	15.3
총차입금 (십억원)	2,329	1,977	2,107	1,907	1,907
순차입금 (십억원)	1,698	1,269	783	421	122
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	7,046	4,836	4,172	4,308	4,651
BPS	48,027	51,331	56,167	60,074	64,326
CFPS	13,535	11,396	9,461	8,148	8,549
DPS	400	400	400	400	400

# 한온시스템 (018880)

2019. 02. 25

자동차/부품

Analyst 유지웅

02. 3779-8886

jwyyoo@ebestsec.co.kr

## 기존의 보수적 관점 유지

### 4Q18 Review: 시장 컨센서스 상회. 비용감소효과 발생

한온시스템의 4Q18 실적이 발표되었다. 매출액은 1.6 조원(YoY +13.1%), 영업이익은 1,558 억원(YoY +12.9%), 지배주주지분 순이익은 908 억원(YoY +18.3%)를 기록했다. 영업이익은 시장 컨센서스인 1,370 억원을 상회한 것으로 나타났는데, 한국과 북미 지역에서 각각 YoY +26%의 매출성장이 크게 발생했기 때문이다. 반면 고마진 중국시장에서는 매출액이 약 -24% 가량 하락해 총 원가율은 상승했다. 다만, 판관비는 각종 서비스비용이 대폭 감소되며 1,260 억원으로 하락해 전년 동기대비 약 100 억원 가량의 수익성 개선에 기여한 것으로 나타났다.

### 주요 고객사별 매출성장은 양호. 1Q19 에는 기저효과 기대

4Q18 에서 주요 고객사 별로는 HMG 와 T 사가 각각 +22%, +69%로 크게 증가했지만, Ford 와 VW 의 경우 라인업 공백 및 WLTP 영향으로 각각 -13%, -8%에 그쳤는데, 이중 VW 은 2019 년이 전개되며 (+)성장으로 돌아설 것으로 예상된다. HMG 의 경우 2Q18 까지 북미시장 재고조정 영향으로 미국과 한국공장 모두 가동률이 낮았는데, 이에 대한 기저효과가 2Q19 까지 나타날 것으로 예상된다.

### 투자의견 Hold, 목표주가 13,000 원 유지

우리는 2019 년 동사의 마그나 FP&C 사업부 외에도 organic growth 를 통해 EPS 성장률은 약 11%를 보일 것으로 추정한다. 동사의 독점적 사업구조로 인한 고마진이 2019 년에도 견고히 이어질 것으로 보이나 전반적인 자동차 산업은 2019 년에도 전반적으로 cyclical 할 것으로 예상되고, 4Q18 실적 개선에 대한 기대감은 최근의 주가상승에 기반영된 것으로 판단되어 단기적으로 추가적인 밸류에이션 re-rating 은 어렵다고 판단한다. 목표주가는 기존 13,000 원을 유지하고, 투자의견은 Hold 를 유지한다.

## Hold (maintain)

목표주가 13,000 원

현재주가 12,500 원

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

### Stock Data

KOSPI (2/22)	2,230.50 pt
시가총액	66,725 억원
발행주식	533,800 천주
52 주 최고가 / 최저가	13,250 / 9,760 원
90 일 일평균거래대금	130.26 억원
외국인 지분율	18.6%
배당익률(18.12E)	2.7%
BPS(18.12E)	3,960 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -7.7%
	6 개월 5.6%
	12 개월 9.9%
주주구성	한앤코도홀딩스유한 70.0%
	국민연금공단 5.0%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	5,704	423	416	304	547	26.7	609	18.8	9.4	3.0	16.4
2017	5,586	468	422	298	541	-1.2	670	25.7	11.3	3.7	15.2
2018P	5,937	434	380	284	520	-3.8	668	23.7	9.4	3.1	13.6
2019E	7,283	497	431	316	578	11.1	805	21.4	8.5	2.9	14.1
2020E	7,996	607	605	445	808	39.9	933	15.3	7.2	2.6	18.1

자료: 한온시스템, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표37 목표주가 산정: TP 13,000 원 유지. 투자 의견은 Hold 로 전환

구분	단위	가치	비고
2019 년 순이익	십억원	316	
2019 년 EPS	원	578	
Target P/E	배	22	글로벌 주요 Tier1 부품업체* 평균 대비 80% 할증
<b>Target Price</b>	<b>원</b>	<b>13,000</b>	* Denso, Continental, Magna, Autoliv, Valeo, Aptiv
현재주가	원	12,500	
Upside	(%)	5.3	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표38 한온시스템 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2018P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
<b>매출액</b>	<b>1,387</b>	<b>1,518</b>	<b>1,420</b>	<b>1,612</b>	<b>5,937</b>	<b>1,607</b>	<b>1,884</b>	<b>1,837</b>	<b>1,955</b>	<b>7,283</b>
아시아	917	1,048	998	1,136	4,219	1,089	1,181	1,074	1,231	4,622
미주	264	277	284	283	1,107	298	318	383	351	1,350
유럽	716	756	671	688	2,831	730	892	853	929	3,404
연결조정	510	563	565	505	2,142	511	507	473	556	2,047
매출원가	1,176	1,297	1,222	1,330	5,025	1,384	1,606	1,572	1,640	6,202
매출원가율(%)	84.8	85.4	86.1	82.5	84.6	86.1	85.3	85.6	83.9	85
판관비	116	120	116	126	478	127	153	151	154	585
판관비율(%)	8.4	7.9	8.2	7.8	8.1	7.9	8.1	8.2	7.9	8.0
<b>영업이익</b>	<b>95.2</b>	<b>100.8</b>	<b>82.1</b>	<b>155.8</b>	<b>434</b>	<b>96.4</b>	<b>125.2</b>	<b>114.3</b>	<b>160.9</b>	<b>497</b>
영업이익률(%)	6.9	6.6	5.8	9.7	7.3	6.0	6.6	6.2	8.2	6.8
기타손익	-5.2	-3.4	-7.3	-38.5	-54	-3.0	-24.8	-27.7	-10.6	-66
당기순이익	65.6	72.8	55.4	89.8	284	68.6	73.8	63.6	110.5	316
지배순이익	63	70	53.2	91	278	67	72	62	107	308
지배순이익률(%)	4.6	4.6	3.7	5.6	4.7	4.2	3.8	3.4	5.5	4.2
EPS(원)	119	132	100	170	520	126	135	116	201	578
YoY(%)										
매출액	-4.3	10.6	6.1	13.1	6.3	15.9	24.1	29.4	21.3	22.7
영업이익	-25.1	-1.9	-18.5	12.9	-7.4	1.2	24.2	39.2	3.3	14.5
지배순이익	-11.3	4.7	-27.4	18.3	-3.8	6.2	2.8	16.0	18.0	11.1

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 한온시스템 (018880)

### 재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	2,151	2,241	1,917	2,346	2,332
현금 및 현금성자산	425	567	267	317	162
매출채권 및 기타채권	964	936	1,132	1,414	1,514
재고자산	430	469	461	557	596
기타유동자산	332	269	56	58	61
<b>비유동자산</b>	1,709	1,878	2,229	2,527	2,620
관계기업투자등	95	97	96	100	104
유형자산	1,178	1,262	1,544	1,843	1,937
무형자산	350	438	515	507	499
<b>자산총계</b>	<b>3,860</b>	<b>4,120</b>	<b>4,146</b>	<b>4,873</b>	<b>4,952</b>
<b>유동부채</b>	1,463	1,299	1,182	1,628	1,667
매입채무 및 기타채무	865	907	1,092	1,071	1,147
단기금융부채	317	138	-1	463	423
기타유동부채	281	255	90	94	98
<b>비유동부채</b>	511	789	769	911	704
장기금융부채	360	622	1	136	-78
기타비유동부채	152	166	768	775	782
<b>부채총계</b>	<b>1,975</b>	<b>2,088</b>	<b>1,951</b>	<b>2,538</b>	<b>2,370</b>
<b>지배주주지분</b>	1,828	1,979	2,114	2,254	2,501
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-23	-22	-23	-23	-23
이익잉여금	1,937	2,074	2,221	2,361	2,608
비지배주주지분(연결)	57	53	81	81	81
<b>자본총계</b>	<b>1,885</b>	<b>2,031</b>	<b>2,195</b>	<b>2,335</b>	<b>2,582</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>389</b>	<b>567</b>	<b>268</b>	<b>224</b>	<b>703</b>
당기순이익(손실)	304	298	284	316	445
비현금수익비용가감	403	416	310	303	318
유형자산감가상각비	176	181	205	288	306
무형자산상각비	10	21	29	20	20
기타현금수익비용	-16	214	76	-4	-8
영업활동 자산부채변동	-205	-31	-325	-396	-60
매출채권 감소(증가)	59	-24	78	-282	-99
재고자산 감소(증가)	-69	-56	-2	-96	-39
매입채무 증가(감소)	-5	77	-422	-21	75
기타자산, 부채변동	-189	-28	21	3	4
<b>투자활동 현금</b>	<b>-452</b>	<b>-347</b>	<b>-461</b>	<b>-597</b>	<b>-407</b>
유형자산처분(취득)	-231	-293	-363	-587	-400
무형자산 감소(증가)	-85	-105	-97	-12	-12
투자자산 감소(증가)	-10	4	-8	5	8
기타투자활동	-126	47	7	-3	-3
<b>재무활동 현금</b>	<b>48</b>	<b>-56</b>	<b>-107</b>	<b>422</b>	<b>-451</b>
차입금의 증가(감소)	248	115	54	598	-254
자본의 증가(감소)	-203	-171	-162	-176	-198
배당금의 지급	203	171	163	176	198
기타재무활동	4	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-22</b>	<b>142</b>	<b>-300</b>	<b>49</b>	<b>-155</b>
기초현금	447	425	567	267	317
기말현금	425	567	267	317	162

자료: 한온시스템, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

### 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>5,704</b>	<b>5,586</b>	<b>5,937</b>	<b>7,283</b>	<b>7,996</b>
매출원가	4,805	4,639	5,025	6,202	6,758
<b>매출총이익</b>	<b>899</b>	<b>946</b>	<b>913</b>	<b>1,081</b>	<b>1,239</b>
판매비 및 관리비	476	478	479	585	632
<b>영업이익</b>	<b>423</b>	<b>468</b>	<b>434</b>	<b>497</b>	<b>607</b>
(EBITDA)	609	670	668	805	933
금융손익	-18	-38	-51	-45	-8
이자비용	21	20	17	53	30
관계기업등 투자손익	9	9	5	11	14
기타영업외손익	3	-18	-8	-32	-8
<b>세전계속사업이익</b>	<b>416</b>	<b>422</b>	<b>380</b>	<b>431</b>	<b>605</b>
계속사업법인세비용	112	123	96	114	160
계속사업이익	304	298	284	316	445
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>304</b>	<b>298</b>	<b>284</b>	<b>316</b>	<b>445</b>
지배주주	292	289	278	308	431
<b>총포괄이익</b>	<b>280</b>	<b>298</b>	<b>284</b>	<b>316</b>	<b>445</b>
매출총이익률 (%)	15.8	16.9	15.4	14.8	15.5
영업이익률 (%)	7.4	8.4	7.3	6.8	7.6
EBITDA 마진률 (%)	10.7	12.0	11.2	11.0	11.7
당기순이익률 (%)	5.3	5.3	4.8	4.3	5.6
ROA (%)	8.0	7.2	6.7	6.8	8.8
ROE (%)	16.4	15.2	13.6	14.1	18.1
ROIC (%)	16.8	16.2	16.8	17.2	17.6

### 주요 투자지표

	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	18.8	25.7	24.0	21.6	15.5
P/B	3.0	3.7	3.2	3.0	2.7
EV/EBITDA	9.4	11.3	9.5	8.6	7.3
P/CF	7.8	10.4	11.2	10.8	8.7
배당수익률 (%)	2.2	2.2	2.6	3.0	3.4
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	2.6	-2.1	6.3	22.7	9.8
영업이익	17.5	10.9	-7.4	14.5	22.2
세전이익	20.2	1.4	-10.0	13.5	40.5
당기순이익	24.8	-1.8	-4.9	11.6	40.5
EPS	26.7	-1.2	-3.8	11.1	39.9
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	104.8	102.8	88.9	108.7	91.8
유동비율	147.0	172.5	162.2	144.2	139.9
순차입금/자기자본(x)	12.3	6.5	-14.4	9.9	5.0
영업이익/금융비용(x)	20.3	23.7	26.0	9.4	20.1
총차입금 (십억원)	677	760	0	598	344
순차입금 (십억원)	231	132	-316	230	129
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	547	541	520	578	808
BPS	3,424	3,707	3,960	4,223	4,686
CFPS	1,324	1,338	1,112	1,161	1,429
DPS	225	305	330	370	420

# 만도 (204320)

2019. 02. 25

자동차/부품

## 폭풍우가 지나가길 기다리며

Analyst 유지웅

02. 3779-8886

jwyyoo@ebestsec.co.kr

### 4Q18 Review: 영업이익 376 억원 기록하며 시장 기대치 하회

만도의 4Q18 매출액 및 영업이익은 약 1.49 조원(YoY -1.3%), 376 억원(YoY 흑전)을 기록했다. 지역별로는 중국 시장이 약 3,370 억원(YoY -38.4%)를 기록하며 수익성 하락의 주요 원인으로 나타났고, 한국 9,070 억원(YoY +11%), 미국 2,640 억원(YoY +33%)를 기록했다. 즉, 한국과 미국에서는 실적이 개선되었으나, 중국에서의 임팩트가 이를 상쇄시키는 결과가 나왔다.

### 중국 시장의 불확실성, 1H19 까지 지속될 전망

지난해 말 미국과의 무역분쟁이 지속되며 중국내 자동차 딜러들 사이에서 재고수준이 높아졌다. 이에 따라 자동차 제조사들은 연초이후 도매판매 대수를 줄이고 있는 것으로 나타나고 있으며, 현대차의 경우에도 중국에서 1 월 판매가 YoY -47% 급감하였다. 우리는 이러한 트렌드가 2~3 월까지 지속될 수 있으며, 2Q19 이후부터는 다시 전년 대비 기저효과가 나타나기 시작할 것으로 예상된다.

### 어쨌든 올 한해는 자율주행과 관련된 여러 글로벌 기업의 모멘텀 예상

관세, 보조금 등 자동차 산업을 둘러싼 대내외 리스크가 2019 년에도 여전히 존재한다. 그러나 지난해 말 Waymo 의 로보택시 사업 launching 을 필두로 autonomous 시스템에 대한 관심이 재점화 되었고, 올해는 Lyft, Uber, Cruise 등 관련 유사 업체들의 IPO 도 예정되어 있다. 이들 업체들이 자율주행을 구현하는데 있어서 가장 중요한 Active Safety System 공급이 이뤄지는 만도에 주목해 볼 필요가 있다.

### 폭풍우가 지나가길 기다리며: 투자의견 Hold 로 하향, TP 33,000 원 제시

우리는 동사가 1H19 에는 중국사업과 관련한 downside risk 가 존재한다고 판단하고 있으며, 이를 반영해 투자의견 및 목표주가를 Hold 와 33,000 원으로 하향조정 했다. 중국 사업의 경우 최근 지리 자동차 판매량이 다시 반등하기 시작했으나, 전반적인 중국 시장은 재고조정이 시작되어 아직 불안정한 상태로 보여진다.

## Hold (downgrade)

목표주가 33,000 원

현재주가 31,450 원

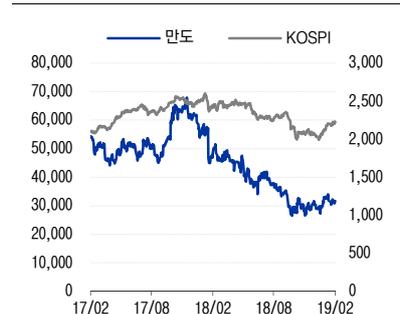
### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
		○

### Stock Data

KOSPI (2/22)	2,230.50 pt
시가총액	14,768 억원
발행주식	46,957 천주
52 주 최고가 / 최저가	51,500 / 26,550 원
90 일 일평균거래대금	149.41 억원
외국인 지분율	21.4%
배당익률(18.12E)	2.5%
BPS(18.12E)	30,662 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -8.7%
	6 개월 -13.1%
	12 개월 -28.9%
주주구성	한라홀딩스외 11 인 30.3%
	국민연금공단 13.4%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	5,866	305	279	210	4,249	58.6	534	11.0	6.2	1.5	14.3
2017	5,685	84	19	18	102	-97.6	329	605.8	12.4	2.1	0.3
2018P	5,668	197	141	114	2,277	2,135.7	462	13.8	5.7	1.0	7.7
2019E	6,079	226	178	135	2,791	22.6	471	11.3	5.3	1.0	8.8
2020E	6,483	234	216	164	3,389	21.4	479	9.3	4.8	0.9	10.0

자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표39 현대차 실적추정치 변경 전후 비교: 중국사업 부진 여파로 인한 19년 실적 조정

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	2018P	2019E	2018P	2019E	2018P	2019E
매출액	5,669	6,079	5,826	6,232	-2.7	-2.5
영업이익	198	226	232	284	-14.8	-20.4
순이익	107	131	127	190	-15.7	-31.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표40 만도 목표주가 산정: Target EPS 는 2019년 하향조정분 감안해 33,000 원으로 조정

(단위: 원, 배)	2019E	비고
EPS	2,791	<b>Target P/E 산정</b> Denso 등 글로벌 Parts 업체 6개사의 2018E 평균 P/E 9.6 배 대비 15% 할증
Target P/E	12.0	
Implied Target Price	33,498	
<b>Target Price</b>	<b>33,000</b>	
현재주가	31,450	
Upside(%)	4.9	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표41 만도 실적 추이 및 전망: 중국시장 불확실성을 감안하여 1H19는 보수적 관점의 수익추정

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2018P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
<b>매출액 계</b>	<b>1,346</b>	<b>1,433</b>	<b>1,399</b>	<b>1,490</b>	<b>5,669</b>	<b>1,455</b>	<b>1,522</b>	<b>1,475</b>	<b>1,627</b>	<b>6,079</b>
한국	703	790	754	907	3,153	752	825	780	939	3,296
중국	395	398	367	337	1,497	419	422	404	370	1,615
글로벌 OE	164	180	178	175	697	195	204	192	189	780
로컬 OE	231	218	189	162	800	258	244	212	181	896
미국	201	219	252	264	937	242	244	244	278	1,007
기타	176	180	185	193	734	204	201	210	222	836
인도	111	107	114	115	448	119	114	127	130	491
유럽 + 기타	65	73	70	77	286	85	86	83	91	346
내부거래	129	153	159	210	651	162	169	164	181	675
단순합계	1,475	1,587	1,558	1,701	6,320	1,616	1,691	1,639	1,808	8,430
ADAS 매출액	94	133	133	162	522	111	166	184	227	688
ADAS 매출액 비중(%)	7.0	9.3	9.5	10.9	9.2	7.6	10.9	12.4	13.9	11.3
<b>영업이익</b>	<b>44</b>	<b>66.3</b>	<b>50.1</b>	<b>37.6</b>	<b>198</b>	<b>46</b>	<b>63</b>	<b>59</b>	<b>57</b>	<b>225.8</b>
영업이익률(%)	3.2	4.6	3.6	2.5	3.5	3.1	4.2	4.0	3.5	3.7
영업외손익	-5.3	-17.3	-16.1	-17.3	-56	-12.1	-12.4	-11.2	-12.4	-48.1
금융 및 기타손익	-6.1	-18.8	-16.7	-7.9	-50	-12.7	-13.2	-12.0	-13.4	-51.3
지분법 손익	0.8	1.5	0.6	-9.4	-6.5	0.6	0.8	0.8	1.0	3.2
세전이익	38.0	49.0	33.9	20.3	141	33.8	51.1	48.2	44.7	177.8
당기순이익	24.7	39.1	26.9	23.7	114.3	25.7	38.8	36.6	34.0	135.1
지배주주지분 손익	22.9	36.5	24.3	23.2	107	24.9	37.6	35.5	33.0	131.0
YoY(%)										
매출액 계	-5.9	2.9	3.6	-1.3	-0.3	8.1	6.2	5.4	9.2	7.2
한국	-7.6	-1.6	-3.2	11.0	-0.2	7.0	4.5	3.5	3.5	4.5
중국	-5.7	28.1	-1.5	-38.4	-9.2	6.0	6.0	10.1	9.9	7.9
미국	-23.6	-17.2	23.0	33.1	0.6	20.3	11.2	-3.3	5.0	7.5
기타	11.3	14.1	7.6	5.8	9.5	15.9	11.5	13.7	15.0	14.0
ADAS	11.7	42.5	44.8	82.8	45.8	18.0	25.0	38.0	40.0	31.7
영업이익	-27.6	19.0	흑전	-40.8	135.5	4.9	-4.4	18.6	52.0	14.2
지배주주지분 손익	-29.8	9.9	흑전	-31.5	2,135.7	8.5	3.0	46.5	42.2	22.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 만도 (204320)

### 재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	2,101	2,021	2,148	2,379	2,773
현금 및 현금성자산	185	119	306	474	783
매출채권 및 기타채권	1,418	1,435	1,225	1,248	1,305
재고자산	336	313	294	321	336
기타유동자산	162	154	323	336	349
<b>비유동자산</b>	2,363	2,430	2,431	2,459	2,455
관계기업투자등	82	84	87	91	94
유형자산	1,900	1,905	1,901	1,917	1,900
무형자산	197	223	216	215	215
<b>자산총계</b>	<b>4,464</b>	<b>4,451</b>	<b>4,578</b>	<b>4,838</b>	<b>5,228</b>
<b>유동부채</b>	1,753	1,954	1,959	2,031	2,197
매입채무 및 기타채무	1,280	1,220	1,062	1,159	1,305
단기금융부채	315	565	787	757	772
기타유동부채	158	169	111	115	120
<b>비유동부채</b>	1,196	1,085	1,115	1,206	1,312
장기금융부채	984	775	853	933	1,028
기타비유동부채	213	310	262	272	283
<b>부채총계</b>	<b>2,949</b>	<b>3,039</b>	<b>3,074</b>	<b>3,236</b>	<b>3,509</b>
<b>지배주주지분</b>	1,465	1,352	1,440	1,537	1,654
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	602	602	602	602	602
이익잉여금	654	604	695	793	910
비지배주주지분(연결)	50	61	64	64	64
<b>자본총계</b>	<b>1,515</b>	<b>1,412</b>	<b>1,504</b>	<b>1,602</b>	<b>1,719</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>350</b>	<b>277</b>	<b>487</b>	<b>434</b>	<b>490</b>
당기순이익(손실)	279	19	145	135	164
비현금수익비용가감	342	522	378	252	252
유형자산감가상각비	201	210	218	215	215
무형자산상각비	28	35	47	29	29
기타현금수익비용	-13	-5	113	7	8
영업활동 자산부채변동	-170	-193	15	46	74
매출채권 감소(증가)	-171	-22	86	-23	-57
재고자산 감소(증가)	-20	23	19	-27	-15
매입채무 증가(감소)	94	-14	25	97	146
기타자산, 부채변동	-74	-180	-116	-1	-1
<b>투자활동 현금</b>	<b>-366</b>	<b>-377</b>	<b>-361</b>	<b>-278</b>	<b>-245</b>
유형자산처분(취득)	-329	-283	-216	-232	-198
무형자산 감소(증가)	-70	-66	-40	-29	-29
투자자산 감소(증가)	1	0	-15	-8	-8
기타투자활동	32	-29	-90	-9	-10
<b>재무활동 현금</b>	<b>4</b>	<b>41</b>	<b>64</b>	<b>12</b>	<b>64</b>
차입금의 증가(감소)	58	95	82	50	111
자본의 증가(감소)	-55	-54	-17	-38	-47
배당금의 지급	55	54	17	38	47
기타재무활동	1	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-15</b>	<b>-66</b>	<b>187</b>	<b>168</b>	<b>309</b>
기초현금	200	185	119	306	474
기말현금	185	119	306	474	783

자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

### 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>5,866</b>	<b>5,685</b>	<b>5,668</b>	<b>6,079</b>	<b>6,483</b>
매출원가	5,005	5,012	4,978	5,306	5,665
<b>매출총이익</b>	<b>861</b>	<b>673</b>	<b>690</b>	<b>773</b>	<b>818</b>
판매비 및 관리비	556	589	493	547	583
<b>영업이익</b>	<b>305</b>	<b>84</b>	<b>197</b>	<b>226</b>	<b>234</b>
(EBITDA)	534	329	462	471	479
금융손익	-25	-43	5	-43	-37
이자비용	38	35	10	40	41
관계기업등 투자손익	5	3	-6	3	3
기타영업외손익	-6	-24	-54	-8	15
<b>세전계속사업이익</b>	<b>279</b>	<b>19</b>	<b>141</b>	<b>178</b>	<b>216</b>
계속사업법인세비용	69	1	27	43	52
계속사업이익	210	18	114	135	164
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>210</b>	<b>18</b>	<b>114</b>	<b>135</b>	<b>164</b>
지배주주	199	5	107	131	159
<b>총포괄이익</b>	<b>190</b>	<b>-45</b>	<b>111</b>	<b>135</b>	<b>164</b>
매출총이익률 (%)	14.7	11.8	12.2	12.7	12.6
영업이익률 (%)	5.2	1.5	3.5	3.7	3.6
EBITDA 마진률 (%)	9.1	5.8	8.2	7.7	7.4
당기순이익률 (%)	3.6	0.3	2.0	2.2	2.5
ROA (%)	4.6	0.1	2.4	2.8	3.2
ROE (%)	14.3	0.3	7.7	8.8	10.0
ROIC (%)	9.5	3.1	6.3	6.7	7.2

### 주요 투자지표

	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	11.0	605.8	13.8	11.3	9.3
P/B	1.5	2.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.2	12.4	5.7	5.3	4.8
P/CF	3.5	5.4	2.8	3.8	3.5
배당수익률 (%)	10.7	1.6	2.5	3.2	3.5
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	10.7	-3.1	-0.3	7.2	6.6
영업이익	14.8	-72.6	136.1	14.5	3.8
세전이익	38.7	-93.1	632.7	25.9	21.4
당기순이익	62.1	-91.3	526.3	18.2	21.4
EPS	58.6	-97.6	2,135.7	22.6	21.4
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	194.7	215.2	204.4	202.1	204.1
유동비율	119.8	103.5	109.6	117.1	126.2
순차입금/자기자본(x)	72.4	83.7	76.0	63.5	47.2
영업이익/금융비용(x)	8.0	2.4	20.8	5.7	5.8
총차입금 (십억원)	1,298	1,340	1,640	1,690	1,801
순차입금 (십억원)	1,097	1,183	1,143	1,017	811
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	4,249	102	2,277	2,791	3,389
BPS	31,191	28,786	30,662	32,739	35,233
CFPS	13,219	11,524	11,125	8,250	8,862
DPS	5,000	1,000	800	1,000	1,100

# 현대위아 (011210)

2019. 02. 25

자동차/부품

## 기계의와 중국의 이중 부진

Analyst 유지웅

02. 3779-8886

jwyyoo@ebestsec.co.kr

### 4Q18 Review: 기계사업 부진으로 시장 기대치 하회

현대위아의 실적이 발표되었다. 4Q18 매출액은 2.2 조원(YoY +16.8%), 영업이익은 49 억원(YoY 흑전)을 기록했고, 지배주주 순이익은 -242 억원(적지)을 기록했다. 자동차 부품 사업은 세타엔진 및 카파엔진 볼륨이 증가하며 매출액이 무려 YoY +20%나 증가하며 영업이익률은 2.6% 수준까지 확대되었으나, 공작기계 사업부문에 있어서 합리화비용이 증가하며 적자폭이 크게 확대되었다. 한편 동사의 중국내 엔진법인인 산동법인 역시 손익이 악화되며 지분법 이익은 162 억원의 손실을 기록했다.

## Hold (maintain)

목표주가 38,000 원

현재주가 40,800 원

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

### 어찌되었든 기계사업부의 턴어라운드기 시급

공작기계 사업의 손실이 악화되며 자동차 사업부문의 회복을 상쇄시키고 있는 형국이다. 2019년에는 그동안 기계사업부의 실적을 견인해왔던 그룹사의 신형 파워트레인 물량과 인도공장향 수요가 감소할 것으로 예상되는데 가운데, 범용기 부문에서의 회복이 여전히 어려운 상황이다.

다만 동사는 금번 실적발표 컨퍼런스 콜을 통해 영업망 강화, 근무지 통합 등 전반적인 사업 재분배와 사업구조 합리화 마무리를 통해 2019년 내 손익분기점 도달에 대한 강한 의지를 내비쳤기 때문에 추후 사업 결과에 대해선 주목해 볼 필요가 있다.

### 투자 의견 Hold, 목표주가 38,000 원 유지

동사에 대해 투자 의견을 Hold 로, 목표주가는 38,000 원을 유지한다. 동사 자동차부품 부문에서는 4 룬구동 시스템뿐만 아니라 열관리 시스템 등 향후 친환경차 부품에 대한 투자가 시작되었으나, 현재로서는 중국내 내연기관 사업의 exposure 가 상당히 크고 기계사업부문의 불확실성이 커져 주가 변동성이 확대될 가능성이 높아 보인다. 목표주가는 2020년 EPS 5,759 원에 Target P/E 6.6x 를 적용하여 산출했다.

### Stock Data

KOSPI (2/22)	2,230.50 pt
시가총액	11,096 억원
발행주식	27,195 천주
52 주 최고가 / 최저가	58,100 / 29,550 원
90 일 일평균거래대금	51.63 억원
외국인 지분율	9.9%
배당익률(18.12E)	1.5%
BPS(18.12E)	113,575 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -5.6%
	6개월 -5.8%
	12개월 -20.6%
주주구성	현대자동차(주)외 3인 40.8%
	국민연금공단 12.6%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	7,589	263	233	131	4,807	-60.0	483	15.2	5.1	0.6	4.1
2017	7,487	17	-97	-63	-2,317	적전	265	-28.1	9.5	0.6	-2.0
2018P	7,879	5	-71	-56	-2,045	적지	262	-19.9	10.0	0.4	-1.8
2019E	8,044	116	138	105	3,843	흑전	381	10.6	7.4	0.3	3.3
2020E	8,312	185	206	157	5,759	49.8	469	7.1	6.4	0.3	4.8

자료: 현대위아, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표42 밸류에이션: TP 38,000 원 유지. 기계부문 사업가치 회복 필요

구분	단위	가치	비고
2020 순이익	십억원	157	
2020 EPS	원	5,759	
Target P/E	배	6.6	기계사업부진 반영, Target P/E 6.6x
<b>Target Price</b>	<b>원</b>	<b>38,000</b>	
현재주가	원	40,600	
Upside	(%)	-6.4	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표43 현대위아 실적추이 및 전망: 기계사업 부진으로 손익 개선세 지연

(십억원, %)	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2018P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
<b>매출액</b>	<b>1,877</b>	<b>7,487</b>	<b>1,741</b>	<b>2,057</b>	<b>1,922</b>	<b>2,159</b>	<b>7,880</b>	<b>1,761</b>	<b>2,089</b>	<b>2,005</b>	<b>2,189</b>	<b>8,044</b>
자동차부품	1,616	6,442	1,480	1,759	1,670	1,941	6,850	1,514	1,825	1,747	1,927	7,014
모듈	517	2,173	504	566	509	537	2,116	519	580	521	551	2,171
핵심부품	1,099	4,269	976	1,193	1,162	1,403	4,734	995	1,246	1,226	1,376	4,843
기계	261	1,045	261	298	252	218	1,029	247	264	258	262	1,030
공작기계	213	854	213	245	199	230	887	196	208	202	208	814
산업기계	49	191	48	53	53	51	206	50	56	56	54	216
<b>영업이익</b>	<b>-71</b>	<b>17</b>	<b>-30</b>	<b>20.0</b>	<b>9.6</b>	<b>4.86</b>	<b>4.7</b>	<b>29.1</b>	<b>32.4</b>	<b>41.0</b>	<b>35.7</b>	<b>138</b>
자동차부품	-67	48	-3	46	27	50	120	27	38	35	46	147
기계	-25	-52	-27	-26	-17	-45	-115	-14	-9	-3	-5	-31
영업이익률(%)	-3.8	0.2	-1.7	1.0	0.5	0.2	0.1	1.7	1.5	2.0	1.6	1.7
자동차부품	-4.1	0.7	-0.2	2.6	1.6	2.6	1.8	1.8	2.1	2.0	2.4	2.1
기계	-9.6	-5.0	-10.3	-8.7	-6.8	-17.9	-10.8	-5.5	-3.5	-1.0	-2.0	-3.0
영업외손익	-85.4	-113.8	6.4	-25.3	-20.9	-36.0	-75.8	-1.6	10.9	5.7	6.4	21
금융 및 기타손익	-77.9	-108.6	-0.6	-21.3	-17.1	-19.7	-58.8	-12.1	4.3	-0.4	-0.7	-9
지분법 이익	-7.5	-5.2	7.1	-3.9	-3.9	-16.2	-17.0	10.4	6.6	6.1	7.1	30
<b>지배주주순이익</b>	<b>-118.7</b>	<b>-63.0</b>	<b>-17.2</b>	<b>-5.8</b>	<b>-8.3</b>	<b>-24.2</b>	<b>-55.6</b>	<b>9.2</b>	<b>30.4</b>	<b>28.9</b>	<b>36.0</b>	<b>105</b>
YoY(%)												
매출액	-9	-1	-7.0	13.5	-1.1	16.8	5.4	1.1	1.6	5.3	-0.2	1.9
자동차부품	-11	0	-8.1	14.1	-0.2	20.1	6.3	2.3	3.8	4.6	-0.7	2.4
모듈	-12	0	-8.1	3.0	-9.1	4.0	-2.7	3.0	2.5	2.5	2.5	2.6
핵심부품	-11	0	-8.1	20.2	4.2	27.6	10.9	1.9	4.4	5.5	-1.9	2.3
기계	7	-10	-0.4	10.0	0.3	-3.4	1.7	-5.5	-11.4	2.4	3.9	-3.1
공작기계	4	-8	2.3	2.7	2.1	8.0	3.8	-8.0	-15.2	1.7	-9.4	-8.2
산업기계	23	-15	-9.3	63.6	-6.1	5.0	7.8	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
영업이익	적전	-94	-169	-33	-36	-107	-72	흑전	62	327	635	2,860
자동차부품	적전	-81	-106	21	-4	-175	150	흑전	-17	29	-8	22
기계	적지	적전	347	225	31	80	121	적지	적지	적지	적지	적지
지배주주순이익	적전	적전	적전	-115	-162	흑전						

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 현대위아 (011210)

### 재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	3,743	3,859	3,838	3,936	4,122
현금 및 현금성자산	799	931	173	196	250
매출채권 및 기타채권	1,438	1,391	1,987	2,015	2,083
재고자산	772	891	781	792	818
기타유동자산	735	646	897	934	972
<b>비유동자산</b>	3,279	3,334	3,385	3,692	3,968
관계기업투자등	442	419	412	429	446
유형자산	2,548	2,600	2,616	2,914	3,179
무형자산	246	244	215	200	189
<b>자산총계</b>	<b>7,022</b>	<b>7,194</b>	<b>7,223</b>	<b>7,628</b>	<b>8,091</b>
<b>유동부채</b>	1,699	1,728	1,691	1,732	1,803
매입채무 및 기타채무	1,419	1,423	1,183	1,199	1,240
단기금융부채	155	198	393	393	393
기타유동부채	124	107	115	140	170
<b>비유동부채</b>	2,065	2,326	2,444	2,719	2,981
장기금융부채	1,807	2,055	2,146	2,409	2,659
기타비유동부채	258	270	297	309	322
<b>부채총계</b>	<b>3,763</b>	<b>4,054</b>	<b>4,135</b>	<b>4,451</b>	<b>4,784</b>
<b>지배주주지분</b>	3,259	3,140	3,089	3,177	3,306
자본금	136	136	136	136	136
자본잉여금	501	501	501	501	501
이익잉여금	2,690	2,607	2,533	2,622	2,751
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>3,259</b>	<b>3,140</b>	<b>3,089</b>	<b>3,177</b>	<b>3,306</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>355</b>	<b>73</b>	<b>-402</b>	<b>352</b>	<b>384</b>
당기순이익(손실)	131	-63	-56	105	157
비현금수익비용가감	374	351	390	247	254
유형자산감가상각비	176	198	203	220	242
무형자산상각비	44	50	54	45	42
기타현금수익비용	-23	38	132	-18	-31
영업활동 자산부채변동	56	-140	-713	1	-26
매출채권 감소(증가)	142	-9	-563	-28	-68
재고자산 감소(증가)	10	-133	113	-11	-27
매입채무 증가(감소)	5	-44	-191	17	40
기타자산, 부채변동	-101	46	-71	23	28
<b>투자활동 현금</b>	<b>-470</b>	<b>-234</b>	<b>-592</b>	<b>-575</b>	<b>-554</b>
유형자산처분(취득)	-394	-307	-200	-518	-507
무형자산 감소(증가)	-46	-42	-29	-31	-31
투자자산 감소(증가)	-25	115	-288	-21	-10
기타투자활동	-5	0	-75	-6	-6
<b>재무활동 현금</b>	<b>331</b>	<b>311</b>	<b>235</b>	<b>247</b>	<b>223</b>
차입금의 증가(감소)	363	340	251	263	250
자본의 증가(감소)	-29	-29	-16	-16	-27
배당금의 지급	29	29	16	16	27
기타재무활동	-3	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>215</b>	<b>132</b>	<b>-758</b>	<b>23</b>	<b>53</b>
기초현금	585	799	931	173	196
기말현금	799	931	173	196	250

자료: 현대위아, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

### 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>7,589</b>	<b>7,487</b>	<b>7,879</b>	<b>8,044</b>	<b>8,312</b>
매출원가	7,013	7,193	7,556	7,582	7,770
<b>매출총이익</b>	<b>577</b>	<b>294</b>	<b>323</b>	<b>462</b>	<b>542</b>
판매비 및 관리비	314	277	318	346	357
<b>영업이익</b>	<b>263</b>	<b>17</b>	<b>5</b>	<b>116</b>	<b>185</b>
(EBITDA)	483	265	262	381	469
금융손익	-34	-101	-40	-6	-22
이자비용	45	53	60	54	59
관계기업등 투자손익	15	-5	-17	30	43
기타영업외손익	-11	-8	-18	-3	0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>233</b>	<b>-97</b>	<b>-71</b>	<b>138</b>	<b>206</b>
계속사업법인세비용	102	-34	-15	33	49
계속사업이익	131	-63	-56	105	157
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>131</b>	<b>-63</b>	<b>-56</b>	<b>105</b>	<b>157</b>
지배주주	131	-63	-56	105	157
<b>총포괄이익</b>	<b>121</b>	<b>-99</b>	<b>-34</b>	<b>105</b>	<b>157</b>
매출총이익률 (%)	7.6	3.9	4.1	5.7	6.5
영업이익률 (%)	3.5	0.2	0.1	1.4	2.2
EBITDA 마진률 (%)	6.4	3.5	3.3	4.7	5.6
당기순이익률 (%)	1.7	-0.8	-0.7	1.3	1.9
ROA (%)	1.9	-0.9	-0.8	1.4	2.0
ROE (%)	4.1	-2.0	-1.8	3.3	4.8
ROIC (%)	4.6	0.4	0.1	2.0	3.0

### 주요 투자지표

	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	15.2	-28.1	-19.9	10.6	7.1
P/B	0.6	0.6	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	5.1	9.5	10.0	7.4	6.4
P/CF	3.9	6.1	3.3	3.2	2.7
배당수익률 (%)	1.5	0.9	1.5	2.5	2.7
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-3.7	-1.3	5.2	2.1	3.3
영업이익	-47.6	-93.6	-69.9	2,209.1	59.2
세전이익	-47.5	적전	적지	흑전	49.8
당기순이익	-60.0	적전	적지	흑전	49.8
EPS	-60.0	적전	적지	흑전	49.8
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	115.5	129.1	133.9	140.1	144.7
유동비율	220.3	223.4	227.0	227.2	228.6
순차입금/자기자본(x)	14.5	23.7	49.3	54.4	57.1
영업이익/금융비용(x)	5.8	0.3	0.1	2.2	3.2
총차입금 (십억원)	1,962	2,253	2,539	2,802	3,052
순차입금 (십억원)	471	745	1,521	1,727	1,888
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	4,807	-2,317	-2,045	3,843	5,759
BPS	119,823	115,466	113,575	116,819	121,578
CFPS	18,544	10,587	12,279	12,908	15,087
DPS	1,100	600	600	1,000	1,100

현대차 목표주가 추이		투자이견 변동내역											
		일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)		
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
		2015.11.09	변경	유지음									
		2017.02.27	Buy	180,000	-5.6	-17.1							
		2017.03.22	Buy	220,000	-22.7	-29.3							
		2017.07.27	Buy	200,000	-17.8	-25.7							
		2018.07.28	Buy	200,000	-33.0	-36.6							
		2018.10.11	Buy	175,000	-32.3	-33.9							
		2018.10.26	Buy	140,000	-21.4	-23.6							
		2018.11.12	Buy	130,000	-5.4	-15.8							
		2019.01.07	Buy	145,000	-9.7	-13.5							
		2019.01.24	Buy	160,000									

기아차 목표주가 추이		투자이견 변동내역											
		일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)		
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
		2015.11.09	변경	유지음									
		2017.03.17	Buy	48,000	-20.2	-22.8							
		2017.04.03	Buy	45,000	-10.9	-22.0							
		2018.01.18	Buy	42,000	-16.1	-20.6							
		2018.03.26	Buy	40,000	-17.3	-20.5							
		2018.05.03	Buy	42,000	-16.1	-23.2							
		2018.10.29	Buy	38,000	-8.3	-19.5							
		2019.01.07	Buy	44,000									

현대모비스 목표주가 추이		투자이견 변동내역											
		일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)		
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
		2015.11.09	변경	유지음									
		2017.04.03	Buy	280,000	-7.1	-17.3							
		2017.05.19	Buy	330,000	-14.2	-20.8							
		2017.07.18	Buy	300,000	-14.2	-19.7							
		2017.10.31	Buy	330,000	-17.1	-24.3							
		2018.03.26	Buy	300,000	-11.8	-22.3							
		2018.07.13	Buy	280,000									

현대글로비스 목표주가 추이		투자이견 변동내역											
		일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)		
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
		2018.08.13	변경	유지음									
		2018.08.13	Buy	170,000	-21.2	-28.7							
		2018.10.30	Buy	150,000	-6.3	-16.9							
		2019.01.17	Buy	170,000	-13.8	-16.9							
		2019.02.25	Buy	180,000									

S&T모티브 목표주가 추이		투자 의견 변동내역											
(원)		일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)		
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
		2015.11.09	변경	유지음									
		2017.04.10	Buy	79,000	-31.6		-39.7						
		2017.07.18	Buy	64,000	-11.4		-13.7						
		2017.07.31	Buy	70,000	-21.9		-39.5						
		2018.07.30	Buy	43,000									

넥센타이어 목표주가 추이		투자 의견 변동내역											
(원)		일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)		
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
		2015.11.09	변경	유지음									
		2017.03.16	Hold	13,000		1.2	5.2						
		2017.06.05	Buy	16,000	-12.8		-21.0						
		2018.06.06	Buy	16,000	-29.1		-33.5						
		2018.07.23	Buy	14,000									

한국타이어 목표주가 추이		투자 의견 변동내역											
(원)		일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)		
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
		2015.11.09	변경	유지음									
		2017.03.16	Hold	48,000		10.2	17.1						
		2017.05.02	Hold	52,000		13.3	17.3						
		2017.06.05	Buy	78,000	-14.5		-25.7						
		2018.04.11	Buy	64,000	-19.7		-28.0						
		2018.07.23	Buy	58,000	-13.3		-20.9						
		2018.11.01	Hold	44,000	-0.2		-5.2						
		2019.01.08	Hold	37,000		0.0	9.2						
		2019.02.14	Hold	39,000									

한온시스템 목표주가 추이		투자 의견 변동내역											
(원)		일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)		
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
		2015.11.09	변경	유지음									
		2017.03.06	Buy	13,000	-11.9		-24.4						
		2017.08.17	Buy	15,000	-3.0		-19.9						
		2018.08.18	Buy	15,000	-11.7		-18.2						
		2018.10.08	Buy	18,000	-30.8		-34.4						
		2018.10.22	Buy	15,000	-21.3		-28.1						
		2018.11.14	Buy	13,000	-1.5		-14.1						
		2019.02.14	Hold	13,000									

만도 목표주가 추이		투자이견 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2015.11.09	변경	유지음										
		2017.02.27	Buy	350,000	-24.1		-27.5							
		2017.04.03	Buy	330,000	-21.7		-29.2							
		2017.04.28	Buy	300,000	-9.7		-17.1							
		2017.10.13	Buy	330,000	-2.1		-10.5							
		2017.10.30	Buy	380,000	-14.1		-16.2							
		2017.11.09	Buy	360,000	-5.7		-14.2							
		2018.01.18	Buy	340,000	-13.8		-28.5							
		2018.05.08	Buy	61,000	-22.0		-37.6							
		2018.10.16	Buy	50,000	-40.7		-42.6							
		2018.10.29	Buy	45,000	-27.6		-33.8							
		2019.01.07	Buy	40,000	-15.1		-21.2							
		2019.02.25	Hold	33,000										

현대위아 목표주가 추이		투자이견 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2015.11.09	변경	유지음										
		2017.04.03	Buy	83,000	-18.9		-23.2							
		2017.04.28	Hold	66,000	11.8		4.7							
		2017.06.27	Hold	70,000		-29.3	-10.7							
		2018.05.28	Buy	65,000	-21.4		-33.1							
		2018.10.22	Buy	50,000	-14.2		-30.1							
		2019.01.28	Hold	38,000										

**Compliance Notice**

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

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

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

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3자에게 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 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자이견 비율	비고
<b>Sector</b> (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
<b>Company</b> (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) <b>합계</b>	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	96.4% 3.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
				<b>100.0%</b>	투자이견 비율은 2018. 1. 1 ~ 2018. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)