

자동차

진화하는 북경기차, 변화하는 역학구도

완성차 선호도 상승, 부품사 선호도 하락

커버리지 내 완성차 선호도를 높이고 부품업체 선호도를 낮춘다. 중국 가동률 회복에 따른 수혜가 당분간 완성차 위주로 나타날 전망이다. 현대차를 섹터 최선호주로 추천한다. 기아차도 중국 수익성 회복으로 단기 트레이딩 매력에 높다. 목표주가를 8% 상향한다. 현대모비스와 만도는 수익성 가정을 낮춰 목표주가를 각각 9%, 14% 하향한다. 그룹 이익의존도가 높은 현대위아와 밸류에이션이 다소 부담되는 한온시스템은 중립의견을 유지한다.

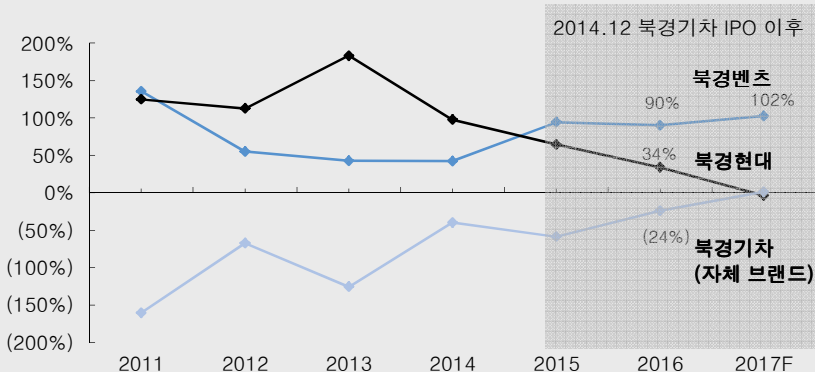
진화하는 북경기차

14년 말 IPO 이후 북경기차가 진화하고 있다. 이는 현대기아의 중국판매가 둔화되고, 북경벤츠의 이익기여도가 커지고, 투자자들의 원가절감요구가 더욱 강해졌기 때문이다. 18년 중국 본토 상장을 앞두고 북경기차가 다시 한번 진화를 준비 중이다. 이는 북경벤츠의 성장지속, 북경현대의 비용절감, 그리고 자체브랜드의 구조조정으로 나타날 전망이다.

현대기아 중국사업 역학구도 변화

현대기아 중국사업은 여전히 비상상태다. 라인업 개편과 가격인하를 동시에 진행해 턴어라운드 이끌어 낼 계획이다. 가격인하를 위해서는 원가절감이 불가피하다. 게다가 중국 합작파트너사인 북경기차도 최근 커진 영향력을 바탕으로 부품사 원가절감에 대한 목소리를 높이고 있다. 이에 따라 과거 높은 상관관계를 보였던 현대기아 중국 가동률과 부품업체들의 수익성 간 괴리가 당분간 이어질 전망이다.

북경기차 내 순이익 비중 - 현대차의 이익기여도 하락, 벤츠의 기여도 상승

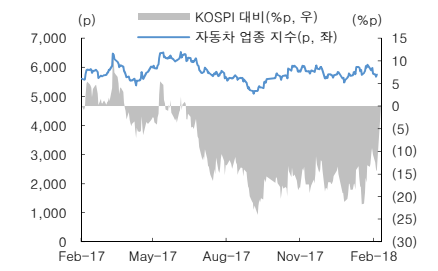


자료: 북경기차, Bloomberg, 한국투자증권

비중확대(유지)

종목	투자의견	목표주가
현대차(005380)	매수	185,000원
기아차(000270)	매수	40,000원(상향)
현대모비스(012330)	매수	290,000원(하향)
현대위아(011210)	중립	-
만도(204320)	매수	300,000원(하향)
한온시스템(018880)	중립	-

12개월 업종 수익률



자료: WISEfn - WICS

김진우, CFA

jinwoo.kim@truefriend.com

Contents

I. 현대기아 중국사업 살리기	6
II. 진화하는 북경기차, 변화하는 역학구도	9
III. 투자전략 – 새로운 균형을 찾아서	12
종목분석	15

현대차(005380)
기아차(000270)
현대모비스(012330)
현대위아(011210)
만도(204320)
한온시스템(018880)

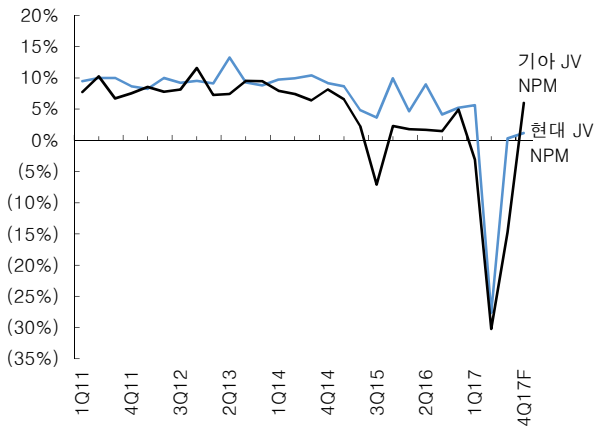
리포트 작성 목적

- 중국 내 현대기아차 영업상황 점검
- 북경기차 전략분석을 통한 현대차그룹 중국사업 전망
- 부품사 원가절감 지속성 점검

사드 1년, 중국사업의
현주소와 방향성 다시 점검

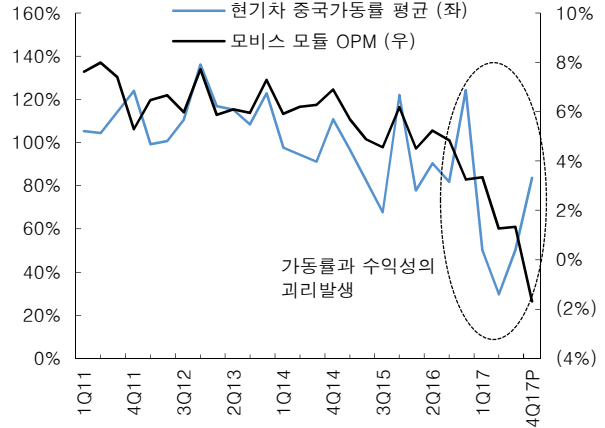
3월이 되면 사드 분쟁이 시작된지 1년이 된다. 그 동안 다양한 사건이 숨가쁘게 전개돼 왔다. 17년 3월 사드 분쟁 시작, 8월 북경기차의 대금결제 거부 분쟁, 9월 북경기차와의 관계 봉합, 10월 이후 가격을 낮춘 전략형 신차 출시, 4분기 부품사 중국 실적부진 등이 이어졌다. 우리는 현대차그룹의 17년 4분기 실적부진에서 중국의 부진에 특히 주목하고 있다. 이러한 중국의 부진은 완성차보다 부품업체들에 집중되는 경향이 있었다. 이는 안정적이던 모비스의 모듈 사업이 사상 최초로 적자로 전환한 것에서도 드러난다. 사드 1주년을 맞아 중국사업의 현주소와 방향성을 다시 점검해야 할 시점이다.

[그림 1] 완성차 중국 수익성은 반등에 성공했으나



자료: 한국투자증권

[그림 2] 부품사 중국 수익성은 하락세 심화



자료: 한국투자증권

〈표 1〉 글로벌 자동차업체 valuation 비교

(단위: x, %)

	TOYOTA	HONDA	NISSAN	FORD	GM	VW	SAIC	FCA	현대차	기아차	평균
PER											
2015	12.2	13.8	11.2	7.3	6.6	8.2	8.5	12.6	6.2	8.0	9.5
2016	8.0	16.1	8.3	7.0	5.5	n/a	7.9	5.1	7.3	5.7	7.9
2017F	10.0	9.8	6.5	7.9	7.0	13.4	8.1	6.2	7.3	5.7	8.1
2018F	11.4	10.7	8.1	7.3	7.3	7.8	11.6	6.6	8.3	6.7	8.5
PBR											
2015	1.6	1.0	1.1	2.0	1.3	0.9	1.3	1.3	0.5	0.9	1.2
2016	1.1	0.8	0.9	1.7	1.2	0.8	1.3	0.9	0.5	0.6	1.0
2017F	1.0	0.8	0.9	1.4	1.5	1.0	1.9	0.9	0.5	0.6	1.0
2018F	1.2	0.9	0.9	1.2	1.3	0.8	1.8	1.2	0.6	0.5	1.0
ROE											
2015	13.9	7.6	10.0	27.8	25.7	(1.5)	17.9	2.2	10.7	11.3	12.5
2016	13.6	5.0	11.0	15.9	22.5	5.9	17.4	10.0	8.4	10.8	12.1
2017F	10.4	8.8	13.8	23.7	18.3	12.0	16.9	16.6	6.0	4.9	13.1
2018F	10.9	9.0	11.6	18.4	19.7	12.7	16.6	18.3	6.7	7.3	13.1
EV/EBITDA											
2015	9.9	9.8	3.0	2.9	3.2	2.6	14.2	3.5	8.1	5.2	6.2
2016	7.2	9.2	2.0	2.9	2.1	3.6	15.4	2.0	9.2	3.6	5.7
2017F	9.0	7.3	1.8	3.0	3.2	1.6	13.0	2.0	9.2	3.6	5.4
2018F	13.0	9.2	9.8	2.9	3.2	2.3	9.1	2.1	9.5	3.6	6.4
OPM											
2015	10.1	5.0	5.2	5.1	1.0	6.3	2.0	2.4	6.9	4.8	4.9
2016	10.0	3.4	6.5	2.7	3.2	(1.9)	2.1	4.6	5.5	4.7	4.1
2017F	7.2	6.0	6.3	3.1	5.7	3.3	2.3	4.6	4.7	1.2	4.5
2018F	7.3	5.3	5.5	3.7	6.7	7.2	4.7	6.7	5.3	3.3	5.6
EBITDA margin											
2015	15.3	9.7	12.1	10.4	5.6	14.6	2.7	7.3	10.0	7.6	9.5
2016	15.8	8.0	13.4	8.5	8.5	7.3	2.9	10.0	9.1	7.9	9.1
2017F	13.1	10.8	13.5	8.5	12.0	12.8	3.3	10.0	8.9	7.8	10.1
2018F	11.2	8.8	10.3	8.4	12.6	14.9	5.0	12.3	9.0	6.8	9.9
EPS growth											
2015	19.6	n/a	17.6	66.4	(4.1)	17.2	12.8	80.1	(12.7)	(12.1)	20.5
2016	7.8	n/a	14.5	(8.8)	64.6	(9.1)	6.5	25.0	(15.8)	4.7	9.9
2017F	(18.3)	79.0	32.8	1.1	21.9	4.6	7.4	46.9	(25.4)	(64.9)	8.5
2018F	10.8	8.4	(11.6)	(10.1)	3.6	13.3	3.3	26.4	1.9	110.5	15.5
Dividend yield											
2015	2.4	2.3	2.7	4.3	3.4	2.7	6.1	0.0	2.7	2.1	2.9
2016	3.5	2.9	4.0	7.0	4.1	0.1	6.4	0.0	2.7	2.8	3.4
2017F	3.5	2.7	4.5	5.2	4.4	1.5	7.5	0.0	2.7	2.8	3.5
2018F	2.8	2.6	4.4	5.5	3.5	1.9	5.1	0.5	2.8	3.1	3.3
Dividend payout											
2015	29.0	31.1	30.2	32.3	68.8	21.1	51.2	0.0	16.8	16.8	29.7
2016	28.0	46.0	33.5	73.5	22.4	n/a	50.3	0.0	19.9	16.0	32.2
2017F	34.5	26.9	28.5	34.0	24.8	19.7	60.2	0.0	19.9	16.0	26.4
2018F	37.0	27.3	36.1	34.1	24.2	14.8	59.3	1.0	25.1	30.7	29.0

주: 2018년 2월 16일 기준
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 2〉 중국로컬 자동차업체 valuation 비교

(단위: x, %)

	BAIC	Geely	Great Wall	Dongfeng	GAC	SAIC	Changan	평균
PER								
2015	14.8	13.5	8.6	51.5	8.9	7.9	6.7	16.0
2016	7.4	11.4	5.6	62.9	8.6	8.1	4.5	15.5
2017F	17.9	16.7	12.4	16.6	8.7	11.1	6.6	12.9
2018F	9.5	12.2	8.2	11.4	7.2	10.0	6.2	9.3
PBR								
2015	1.4	1.6	1.8	2.8	1.0	1.3	1.9	1.7
2016	1.2	2.4	1.3	2.1	1.2	1.3	1.1	1.5
2017F	1.6	5.0	1.3	1.4	1.6	1.8	1.2	2.0
2018F	1.4	3.8	1.1	1.2	1.4	1.7	1.0	1.7
ROE								
2015	9.7	12.3	22.5	5.5	11.4	17.9	33.2	16.1
2016	16.9	23.3	24.6	3.4	15.2	17.4	26.4	18.2
2017F	10.1	33.4	10.7	5.7	20.8	16.8	18.2	16.5
2018F	15.4	34.4	14.9	9.7	21.0	16.6	17.3	18.5
EV/EBITDA								
2015	8.3	5.4	8.7	83.5	73.8	15.4	37.8	33.3
2016	3.9	6.3	6.0	81.2	13.1	13.0	29.1	21.8
2017F	3.2	10.8	10.3	n/a	17.3	8.6	6.6	9.5
2018F	2.3	7.8	7.3	n/a	13.4	7.4	12.1	8.4
OPM								
2015	5.2	10.6	12.7	(1.2)	(0.8)	2.1	(0.1)	4.1
2016	10.0	10.5	12.9	(1.6)	2.9	2.3	(0.6)	5.2
2017F	12.5	12.6	6.4	2.2	6.5	4.7	3.9	7.0
2018F	13.9	13.2	8.2	2.9	7.1	4.8	3.9	7.7
EBITDA margin								
2015	9.7	14.4	15.5	1.6	4.8	2.9	2.9	7.4
2016	14.2	13.6	15.6	1.3	7.4	3.3	2.2	8.2
2017F	16.9	14.4	9.0	2.5	10.2	5.0	5.9	9.1
2018F	17.9	14.5	10.7	3.0	10.3	5.2	2.7	9.2
EPS growth								
2015	(22.8)	58.5	0.0	145.7	32.0	6.5	31.5	35.9
2016	90.9	125.7	31.4	(36.6)	48.5	7.4	2.8	38.6
2017F	(41.3)	90.3	(51.0)	179.8	60.2	3.1	(19.1)	31.7
2018F	87.6	36.6	51.9	45.9	21.0	10.4	5.9	37.0
Dividend yield								
2015	2.3	0.9	3.6	0.6	3.5	6.4	4.5	3.1
2016	4.7	1.6	5.4	0.5	3.6	7.5	6.5	4.2
2017F	2.1	1.3	2.6	n/a	3.2	5.3	4.8	3.2
2018F	3.4	2.0	3.7	n/a	4.1	5.9	5.2	4.0
Dividend payout								
2015	34.3	12.4	31.0	30.2	30.6	50.3	30.0	31.3
2016	34.6	18.0	30.3	30.2	30.8	60.2	30.0	33.4
2017F	36.7	21.6	32.1	n/a	28.1	58.8	31.8	34.8
2018F	32.9	24.2	30.2	n/a	29.2	59.1	32.1	34.6

주: 2018년 2월 16일 기준
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 3〉 글로벌 자동차부품업체 valuation 비교

(단위: x, %)

	Denso	Conti	Magna	Aisin	Johnson	Faurecia	LEAR	Delphi	Valeo	Mobis	Wia	Hanon	Mando	평균
PER														
2015	14.7	16.5	9.0	12.4	17.7	11.2	9.4	n/a	15.3	8.2	14.8	18.8	11.0	13.3
2016	15.0	13.1	8.3	12.3	15.5	14.9	10.6	n/a	14.0	8.2	14.8	18.8	11.0	13.1
2017F	15.8	14.7	9.1	12.8	13.7	13.2	9.8	11.3	14.2	8.1	10.1	18.7	11.7	12.5
2018F	14.7	13.1	8.1	11.6	12.7	11.9	9.1	10.8	12.4	7.3	7.6	16.8	10.0	11.2
PBR														
2015	1.1	3.5	1.8	1.1	1.8	1.7	3.0	n/a	3.2	0.9	0.6	3.0	1.5	1.9
2016	1.2	2.6	1.7	1.2	1.8	1.7	2.8	n/a	3.2	0.9	0.6	3.0	1.5	1.9
2017F	1.4	2.8	1.5	1.3	1.8	2.4	3.4	299.2	3.1	0.7	0.4	3.0	1.5	24.8
2018F	1.3	2.5	1.4	1.2	1.7	2.0	2.8	14.3	2.6	0.6	0.4	2.8	1.3	2.7
ROE														
2015	7.6	23.3	22.8	8.6	(5.0)	23.9	32.6	n/a	23.5	11.2	4.1	16.4	14.3	15.3
2016	8.0	20.7	21.7	10.8	7.2	23.9	36.4	21.4	24.4	11.2	4.1	16.4	14.3	17.0
2017F	9.1	20.1	21.3	10.4	10.8	18.4	31.3	(64.0)	22.0	8.8	4.5	16.8	13.0	9.4
2018F	9.2	19.6	21.8	10.7	12.7	17.4	37.4	111.7	22.5	9.0	5.8	17.2	13.6	23.7
EV/EBITDA														
2015	6.0	8.0	5.0	4.4	26.7	3.4	5.5	n/a	6.7	5.7	4.8	9.5	6.2	7.7
2016	6.0	6.6	5.0	4.6	12.9	3.4	6.2	n/a	6.4	5.7	4.8	9.5	6.2	6.4
2017F	7.1	7.2	5.5	4.8	9.6	4.8	5.7	7.6	6.8	4.9	5.0	9.2	6.2	6.5
2018F	6.6	6.4	5.2	4.4	8.9	4.4	5.3	7.1	5.8	4.3	4.3	8.4	5.6	5.9
OPM														
2015	7.0	10.6	7.2	5.4	5.6	5.2	7.7	9.1	6.5	7.6	3.5	7.4	5.2	6.8
2016	7.3	10.1	7.3	6.4	9.3	4.8	7.9	7.1	7.5	5.8	0.2	8.4	1.5	6.4
2017F	8.0	10.6	7.7	6.6	11.9	6.6	8.3	12.3	7.9	6.8	2.6	8.3	4.9	7.9
2018F	8.1	11.1	7.4	6.8	12.7	6.8	8.1	12.3	8.1	7.1	3.3	8.5	5.2	8.1
EBITDA margin														
2015	12.2	15.5	10.1	11.2	10.2	8.8	9.7	13.4	11.7	9.3	6.4	10.7	9.1	10.6
2016	12.6	14.9	10.6	12.0	13.3	8.1	9.9	11.8	12.9	10.1	6.4	10.9	9.4	11.0
2017F	13.4	15.4	10.7	12.3	16.1	10.5	10.4	16.5	12.8	9.0	5.8	11.9	9.0	11.8
2018F	13.3	15.8	10.7	12.7	16.7	10.9	10.3	16.5	13.3	9.2	6.3	11.9	9.1	12.1
EPS growth														
2015	n/a	7.0	0.4	25.1	69.7	9.3	29.3	n/a	25.0	(3.2)	(60.9)	26.7	n/a	12.8
2016	n/a	0.2	16.6	29.7	(34.7)	35.1	21.2	n/a	27.0	(47.8)	(148.2)	(1.2)	(96.9)	(18.1)
2017F	22.2	5.3	13.7	8.2	7.7	8.3	13.4	n/a	7.6	72.7	(337.2)	21.4	2998.0	236.8
2018F	7.0	11.9	13.2	10.6	8.5	10.3	7.5	5.0	14.1	10.4	33.2	11.1	16.8	12.3
Dividend yield														
2015	2.7	1.7	2.2	2.4	5.0	2.4	0.9	n/a	1.5	1.3	1.5	2.2	2.1	2.2
2016	2.5	2.3	2.3	2.3	2.5	2.4	1.1	n/a	5.5	1.3	1.5	2.2	2.1	2.3
2017F	2.1	2.0	2.0	2.2	2.7	1.8	1.0	0.0	2.2	1.8	2.0	2.6	2.1	1.9
2018F	2.2	2.3	2.1	2.4	3.0	2.0	1.1	0.9	2.6	2.0	2.2	2.9	2.4	2.2
Dividend payout														
2015	39.0	27.5	18.2	29.2	238.9	27.6	8.9	n/a	23.6	10.9	22.3	41.1	23.5	42.6
2016	36.7	30.3	19.0	27.8	n/a	27.6	10.6	n/a	77.2	10.9	22.3	41.1	23.5	29.7
2017F	32.9	30.0	17.9	28.2	n/a	23.7	10.1	0.0	31.9	14.6	20.0	47.8	24.3	23.4
2018F	32.8	29.9	16.9	28.1	n/a	24.0	9.9	9.3	32.1	14.4	16.5	48.8	23.9	23.9

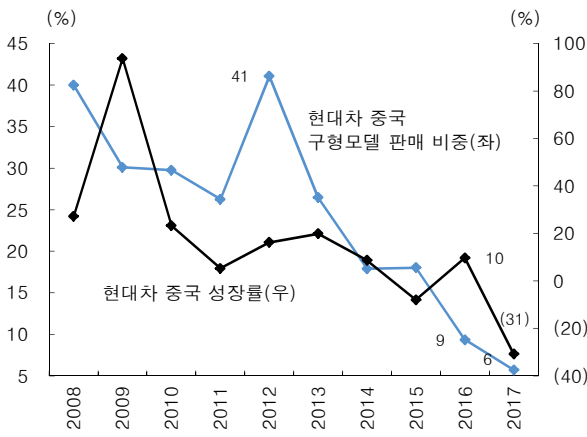
주: 2018년 2월 16일 기준
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

I. 현대기아차 중국사업 살리기

여전히 어려운 현대기아차 중국, 라인업 전면 개편 필요

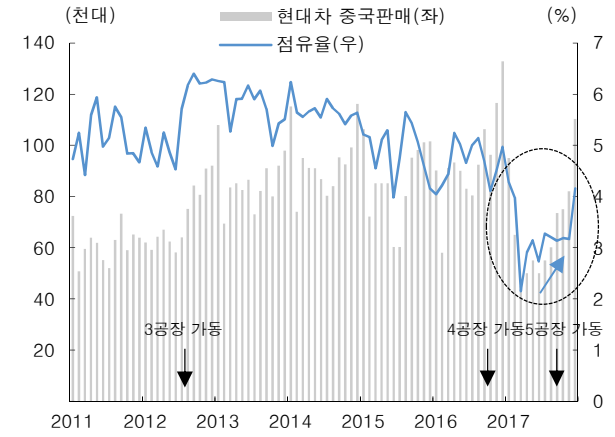
현대기아 중국사업은 여전히 비상상태다. 한중관계 회복기조에도 불구하고 중국 판매량 회복이 더디다. 이는 그 동안 누적된 경쟁력 약화요인이 사드를 기점으로 터져나왔기 때문이다. 중국에서 현대기아차는 이미 단종된 모델들을 비교적 고가에 판매하는 전략을 구사해왔다. 이러한 전세대, 전전세대 모델들의 판매는 수익성 측면에서는 긍정적이나 로컬업체들에게 손쉬운 공략대상이 돼왔다. 결국 현대기아차의 중국 내 판매량 회복을 위해서는 기존 라인업의 전면 개편이 불가피하다.

[그림 3] 중국 내 높은 구형모델 의존도, 손쉬운 공략대상



자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 4] 판매량 반등에는 성공했으나 아직 갈 길이 멀다



자료: 현대차, 한국투자증권

가격대를 낮추는 작업은 향후 1~2년간 지속

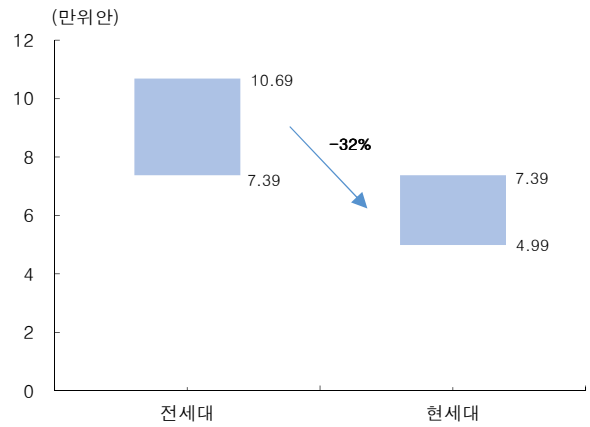
라인업 전면 개편은 시간이 오래 걸리는 작업이다. 가격을 동시에 전면 인하하면 손쉽게 판매량을 늘릴 수 있지만 이는 단기적 이익보다 장기적 손실이 크다. 기존 모델의 가격을 이유 없이 크게 떨어뜨릴 경우 브랜드 가치와 중고차 가격에 지대한 타격을 주기 때문이다. 결국 차종 별로 현지전략형 신차를 출시하면서 기존 모델 대비 가격대를 낮추는 전략을 구사할 수 밖에 없다. 현재 현대차가 중국에서 실질적으로 판매 중인 차종은 14개에 달한다. 이 중 사드 사태 이후 가격을 낮춰 새롭게 출시된 차는 아직 2개 차종이 전부다. 17년 9월 출시된 레이나(RB)는 전세대 대비 가격을 32%나 인하했고, 11월에 출시된 ix35(NU)는 전세대 대비해 24% 가격인하를 단행했다. 이는 거의 쏘나타 신형을 출시하면서 아반떼 가격에 책정한 것이나 다름없는 수준이다. 과격적인 가격정책에 힘입어 이 두 차종은 시장에서 좋은 반응을 얻고 있다. 나머지 차종들까지 신차로 바꾸면서 가격대를 낮추는 라인업 개편 작업은 향후 1~2년이 소요될 전망이다.

[그림 5] 레이나 - 17년 9월 중국 출시



자료: Bit Auto, 한국투자증권

[그림 6] 레이나 가격대 변화 - 전 세대 대비 32% 인하



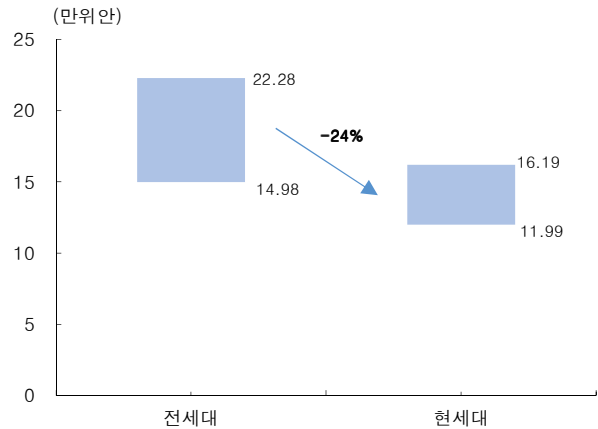
자료: Bit Auto, BHMC, 한국투자증권

[그림 7] ix35 - 17년 11월 중국 출시



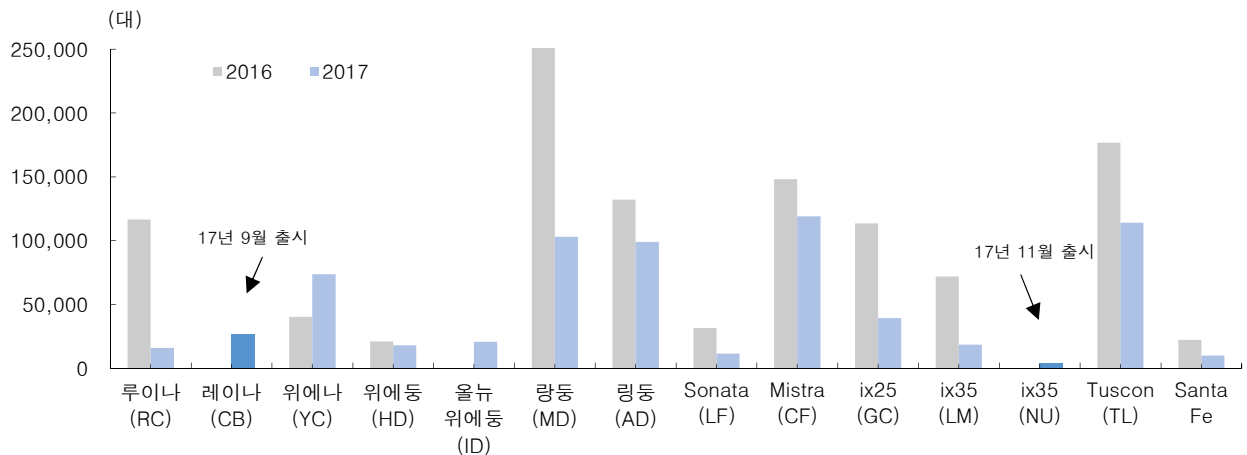
자료: Bit Auto, 한국투자증권

[그림 8] ix35 가격대 변화 - 전 세대 대비 24% 인하



자료: Bit Auto, BHMC, 한국투자증권

[그림 9] 14개에 달하는 현대차 중국 라인업 및 차종별 판매량



자료: 현대차, 한국투자증권

〈표 4〉 현대기아차 중국 공장현황

위치	생산 개시	생산모델	생산능력(년)
베이징	1 공장	02년 12월	ix25, 링둥(아반떼 AD)
	2 공장	08년 4월	투싼, 쏘나타
	3 공장	12년 9월	밍투(미스트라), 랑둥(아반떼 MD), 싼타페, 위에둥(아반떼 HD/ID)
창저우	4 공장	16년 11월	위에나(베르나, YC, 16년 10월), 중형 SUV(NU, 17년 11월)
충칭	5 공장	17년 9월	루이나(베르나, CB, 17년 9월), 소형 SUV(코나, OSc, 18년 2월)
현대차 합계			155만대
엔청	1 공장	02년 9월	프라이드(리오), 스포티지, 쎬라토
	2 공장	07년 12월	K3s, K2, K5, 포르테, K2 크로스(SC, 17년 7월)
	3 공장	14년 1월	K4, 페가스(HC, 17년 9월), K3(BDc, 18년 9월), 소형 SUV(스포티지 R, NP, 18년 5월)
기아차 합계			74만대

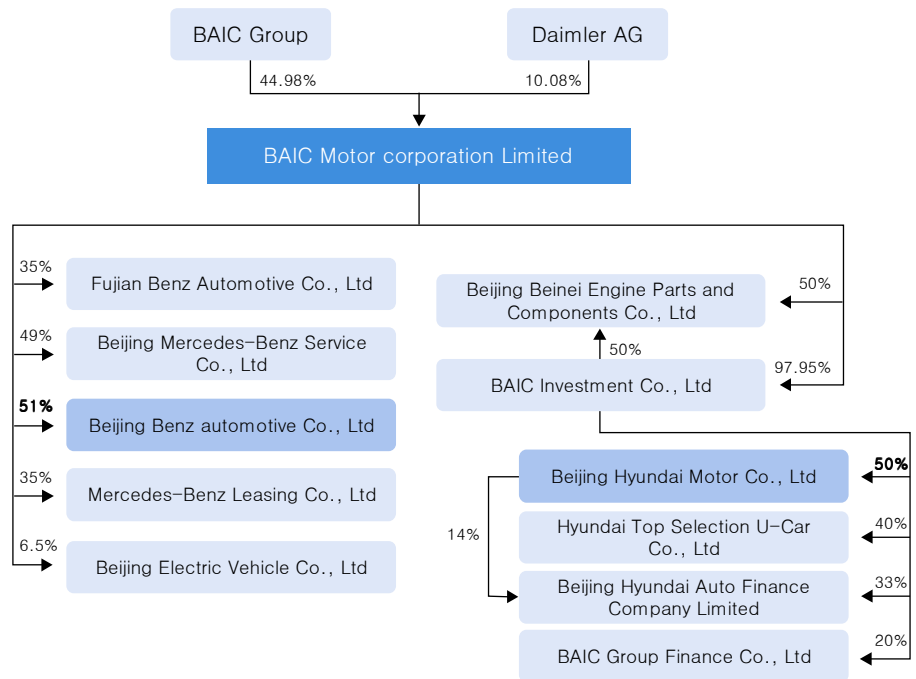
주: 출시에정 차량의 생산시기와 생산공장은 한투증권 추정
 자료: 한국투자증권

II. 진화하는 북경기차, 변화하는 역학구조

북경기차는 벤츠와 현대차와 합작 중

북경기차는 메르세데스 벤츠와 현대차를 합작파트너로 가진 자동차그룹이다. 벤츠와의 관계는 1983년으로 거슬러 올라간다¹. 2013년 1월에 북경기차가 지배기업인 북경기차그룹으로부터 베이징벤츠 지분을 50% 인수했고, 2013년 11월에 51%로 확대함으로써 북경벤츠를 연결자회사로 편입했다. 한편 현대차와는 2002년부터 합작관계를 맺어왔다. 북경현대는 북경기차의 지분율이 50%이기 때문에 연결대상에서는 제외되나 2014년 이전까지는 북경기차 순이익의 대부분을 차지해왔다.

[그림 10] 북경기차 지배구조



주: 2016년 BAIC Annual Report 기준
자료: 북경기차, 한국투자증권

<표 5> 북경기차의 합작관계 현황

	합작관계 시작	기간	운영방식
Mercedes Benz	1983	50년	12명의 이사회를 50:50으로 구성
Hyundai	2002	30년	4명의 운영위원회를 50:50으로 구성

자료: 북경기차, 한국투자증권

¹ 북경기차는 1983년 Jeep와 합작을 시작했으나 이후 Jeep가 크라이슬러에, 크라이슬러가 다임러-벤츠에 인수되면서 북경기차가 벤츠와 관계를 맺게 됨

[그림 11] 북경기차 브랜드별 세그먼트별 모델별 라인업

		Sedan		SUV	MPV/ Minivan
Beijing Benz	Premium Brand	C-class E-class		GLA GLC	
Beijing Hyundai	Mid-to-high end Vehicle	Ruina All new Ruina (Reina) Yuena Yuedong All new Yuedong	Langdong Lingdong Sonata Mistra	ix25 ix35 (LM) ix35 (NU) Tuscon Santa Fe	
Beijing Motor	Mass Market	Senova (D20, D50, D70, D80)		Senova (X25, X35, X55, X65) BJ (BJ20, BJ40, BJ80)	Weiwang (Wevan) (M20/M30, M50)

자료: 북경기차, 한국투자증권

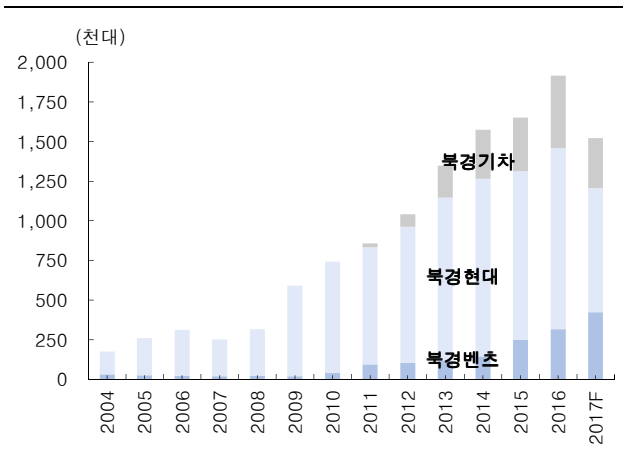
현대차 이익 의존도가 높았던 북경기차

2000년대 이후 현대기아차의 고도성장기에는 한국업체 위주의 부품조달구조, 이들의 높은 마진에 대해 북경기차와 현대차 간에 이견이 표면적으로 드러나지 않았다. 북경기차의 이익에서 북경현대가 차지하는 비중이 압도적이었기 때문이다. 실제로 북경기차의 2014년 12월 IPO 당시만 해도 북경현대의 성장성이 주요 투자포인트 중 하나였다. 오랫동안 검토된 북경현대의 4, 5공장 발표도 이 시기에 이루어졌다.

북경기차의 진화, 중국 내 역학구도 변화 - 부품사 원가절감 요구

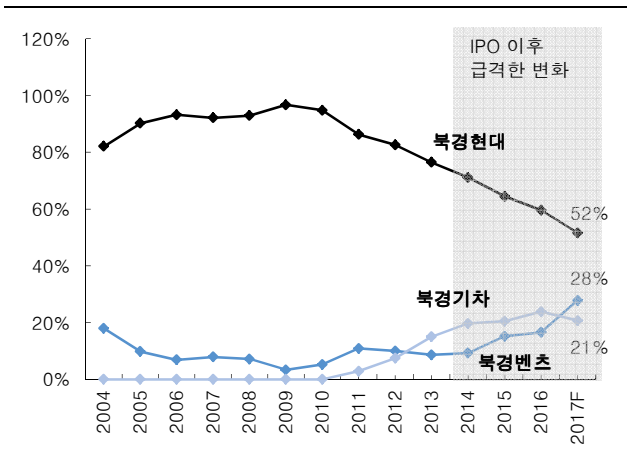
IPO 이후 북경기차가 진화하면서 현대차그룹 중국사업의 역학구도가 바뀌고 있다. 이는 현대기아의 중국판매가 둔화되고, 북경벤츠의 이익기여도가 커지고, 마지막으로 투자자들의 원가절감요구가 더욱 강해졌기 때문이다. 17년의 사드 사태와 한중관계 경색은 북경기차가 목소리를 키우는 결정적인 계기로 작용했다. 기아차는 동풍기차와 열달기차와 협력관계를 맺고 있으나 중국사업의 전반적인 기조와 전략이 북경현대를 따라가는 구조로 보이기 때문에 이 영향에서 자유로울 수 없다.

[그림 12] 북경기차 브랜드별 판매량



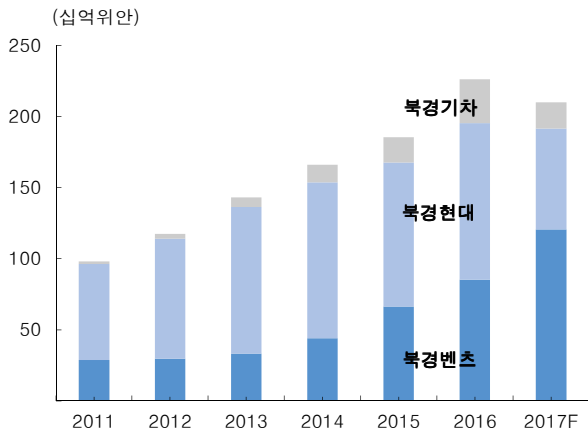
주: 북경기차는 북경기차 자체브랜드를 의미
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 13] IPO 이후 급격하게 변화 중인 판매량 비중



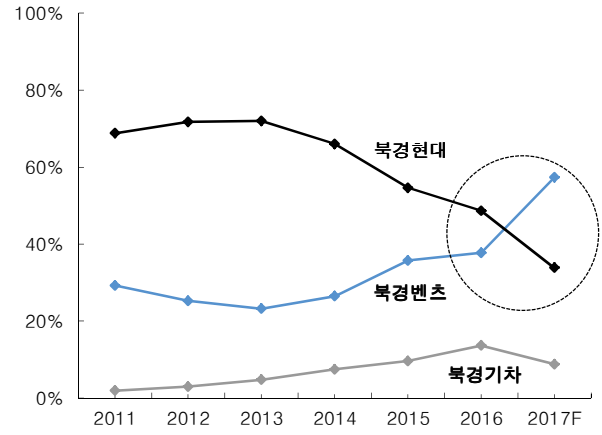
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 14] 북경기차 브랜드별 매출액



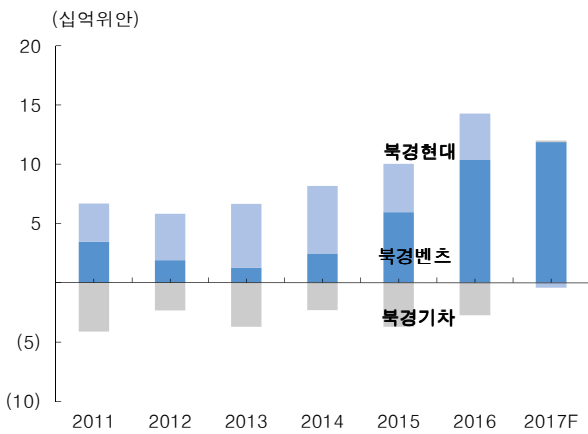
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 15] ASP가 높은 북경벤처의 매출액이 북경현대 추월



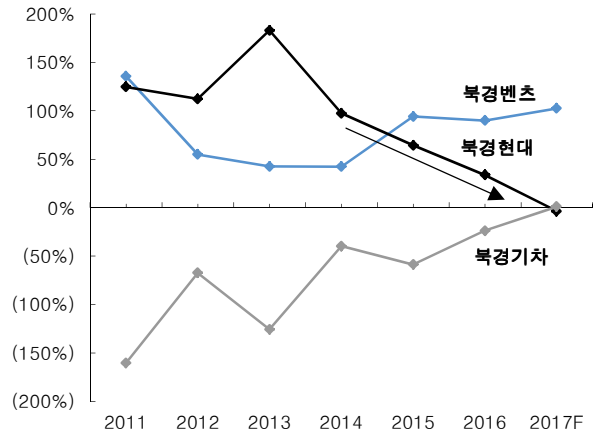
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 16] 북경기차 브랜드별 순이익



자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 17] 북경기차 내 현대차 순이익 기여도 하락



자료: 각 사, 한국투자증권

중국 본토 상장을 앞두고 북경기차의 전략변화 예상 - 북경벤처의 성장지속, 북경현대의 비용절감, 자체브랜드 구조조정

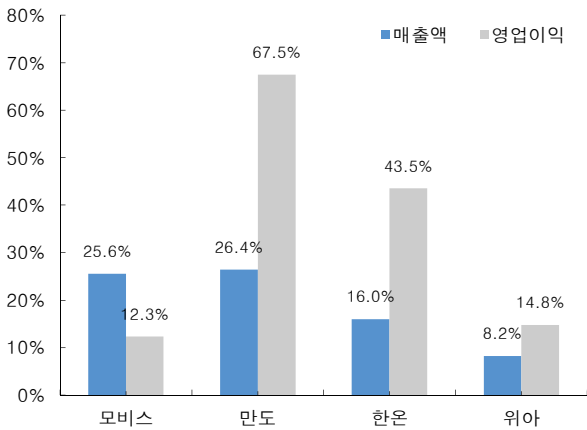
중국 본토 상장을 앞두고 북경기차가 다시 한번 진화를 준비 중이다. 2014년 12월 IPO는 홍콩 증시에서 이루어졌으며 2018년에 상해거래소 A주 상장을 추진 중이다(2017/10/30 공시, 2017/12/5 임시주총 통과). 이는 IPO 이후 가장 큰 변화가 될 전망이다. 이 과정에서 북경기차의 전략변화에 주목할 필요가 있다. 우리는 3가지 변화를 예상한다. 이는 북경벤처의 성장지속, 북경현대의 비용절감, 그리고 자체브랜드의 구조조정이다. 북경현대의 이익비중이 컸던 IPO 시기와 달리, 이익기여도가 커진 북경벤처 위주의 성장전략이 핵심이 될 전망이다. 한편 북경현대는 비용절감을 통한 가격인하와 이에 힘입은 턴어라운드에 치중할 전망이다. 마지막으로 적자가 지속되는 자체브랜드는 구조조정하고, 일부 라인업은 새로 출시 될 현대기아차의 저가모델로 메우는 전략이 유력해 보인다.

III. 투자전략 - 새로운 균형을 찾아서

**현대기아의 라인업 개편 및
가격인하 과정에서 부품업체
중국 수익성 압박 지속**

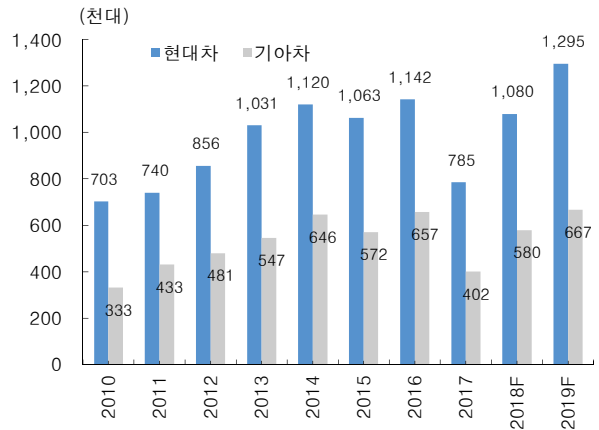
현대기아의 중국 라인업 개편 및 가격인하과정에서 부품업체들의 수익성은 지속적으로 압박을 받을 전망이다. 이는 기본적으로 현대기아의 중국사업이 실패할 경우 부품업체들도 살아남을 수 없다는 전제에서 출발한다. 그 동안 부품업체들이 상대적으로 중국에서 높은 수익성을 기록했기 때문에 이익구조의 변화도 불가피하다. 부품업체 수익성에 숨통이 트이는 시점도 결국 현대기아차 중국 판매 회복 속도에 달려있다. 현대기아차 중국사업은 2018년 라인업 개편과정을 거친 후, 2019년에는 판매량이 사드 이전 수준을 넘어서면서 정상궤도에 재진입할 전망이다.

[그림 18] 부품업체들의 높은 중국 의존도(2016)



주: 모비스와 위아는 지분법 등 간접적인 영향까지 감안 시 중국비중이 더욱 높아짐
자료: 한국투자증권

[그림 19] 중국 판매량은 19년부터 정상궤도 진입



자료: 각 사, 한국투자증권

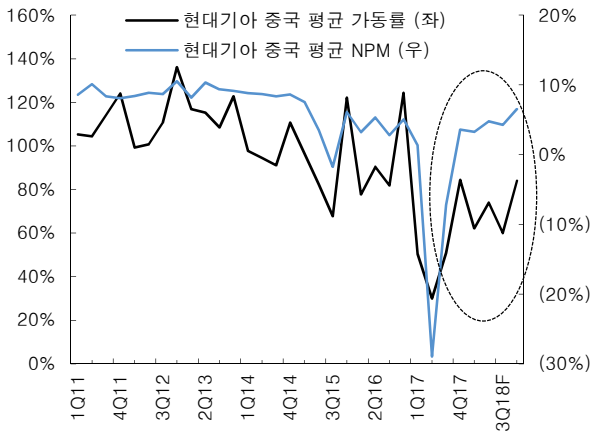
**북경기차 위상강화에 따른
중국 내 역학구도 변화도
부품업체들에게 부담**

북경기차의 위상강화와 이에 따른 중국 내 역학구도 변화도 부품업체들에게는 부담이다. 북경기차는 비용절감을 위해 한국업체 위주로 이루어진 북경현대 부품 밸류체인을 다변화를 추진할 전망이다. 현대차그룹 입장에서도 중국 내 생존을 위해서는 로컬 경쟁업체 공략을 위한 저가 라인업 확충이 절실하기 때문에 선택지가 많지 않은 상황이다. 이에 따라 곧 현지 로컬부품업체 조달과, 기존 부품업체들로부터의 저가부품 위주 조달이 늘어날 전망이다. 이를 통해 가격인하에 따른 수익성 저하를 최소화 할 수 있기 때문이다.

**중국 가동률과 부품업체들의
수익성 괴리가 지속될 전망**

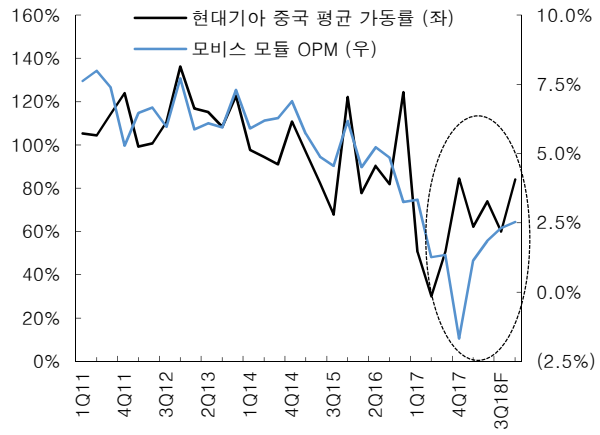
과거 높은 상관관계를 보였던 현대기아차 중국 가동률과 부품업체들의 수익성 간 괴리가 당분간 이어질 전망이다. 실제로 현대기아차의 중국 가동률과 높은 상관관계를 보이던 모비스의 모듈 사업이 17년 4분기에 현대기아 가동률 상승에도 불구하고 최초로 적자로 전환한 바 있다. 이러한 흐름은 현대기아차의 중국판매 정상화 과정까지 지속 된 후 점차 완화될 전망이다.

[그림 20] 완성차는 중국 가동률 회복의 수혜를 누리지만



자료: 한국투자증권

[그림 21] 부품사의 수익성은 가동률과 괴리될 전망



자료: 한국투자증권

<표 6> 북경기차와 동풍열달기아 가동률, NPM 및 모비스 OPM

(단위: %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F
북경기차 가동률	59.2	31.7	56.8	89.3	63.8	77.0	63.8	88.2	123.3	114.1	107.4	106.7	101.2	99.3	59.2	73.2	83.6
동풍열달기아 가동률	41.7	28.3	44.9	79.6	60.5	70.9	56.1	79.6	100.6	109.2	124.3	90.4	83.3	87.8	48.6	66.8	76.8
북경기차 NPM	5.6	(27.7)	0.3	1.2	3.5	4.5	4.0	6.0	9.5	9.3	10.0	9.7	7.2	5.8	(1.2)	4.6	6.0
동풍열달기아 NPM	(3.1)	(30.2)	(14.7)	6.0	3.0	5.0	4.5	7.0	8.0	9.2	8.4	7.5	1.9	2.7	(5.8)	5.0	4.0
모비스 모듈 OPM	3.3	1.3	1.3	(1.7)	1.1	1.9	2.3	2.5	7.0	6.8	6.3	6.3	5.4	4.4	1.1	2.1	3.7

자료: 한국투자증권

완성차업체 선호도 상승

- 현대차 최선호주,
- 기아차 TP 8% 상향

현대기아차 중국사업 변화에 따라 커버리지 내 완성차업체 선호도를 높이고 부품업체 선호도를 낮춘다. 당분간 중국 가동률 회복에 따른 수혜가 부품사가 아닌 완성차 위주로 나타나 중국 수익성이 상승할 전망이다. 섹터 최선호주로 현대차를 추천하고 기아차도 목표주가를 4만원으로 8% 상향한다.

부품업체 선호도 하락

- 모비스 TP 9% 하향,
- 만도 TP 14% 하향

한편 중국 의존도가 높은 부품업체들이 상대적으로 불리한 국면이다. 수익성 가정을 낮춰 모비스 목표주가를 29만원으로 9% 하향하고, 만도 목표주가를 30만원 14% 하향한다. 단 부품업체별로 차별화 포인트는 존재한다. 모비스는 가장 늦게 중국 사업의 영향을 받았기 때문에 회복도 가장 먼저 나타날 전망이다. A/S 사업부의 고마진과 지배구조 개편 수혜에 대한 기대도 각각 이익과 멀티플을 지지하는 요인으로 남아 있을 전망이다. 만도는 예상보다 약한 18년 가이드نس와 통상임금으로 인한 배당감액으로 주가가 급락했다. 수익성에 대한 기대치 하향은 불가피하나 최근의 주가하락은 과도한 수준으로 판단한다. 현대위아는 중국 내 세제혜택이 종료되면서 불리한 요소가 사라졌으나 이익의 그룹 의존도가 높은 점이 여전히 부담이다. 한온시스템은 이익안정성이 유지되는 가운데 중국 내 JV확대가 지속되고 있으나 밸류에이션이 다소 부담이다.

This page is left blank intentionally

종목분석

현대차(005380)

기아차(000270)

현대모비스(012330)

현대위아(011210)

만도(204320)

한온시스템(018880)

현대차(005380)

매수(유지) / TP: 185,000원(유지)

주가(2/19, 원)	155,000
시가총액(십억원)	34,143
발행주식수(백만)	220
52주 최고/최저가(원)	170,000/134,000
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	83,827
유동주식비율(%)	65.8
외국인지분율(%)	46.0
주요주주(%)	현대모비스 외 5인
	국민연금
	8.1

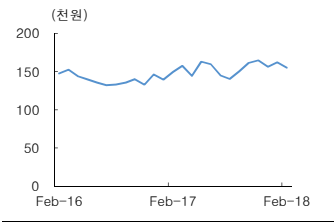
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	91,959	6,358	6,417	23,861	(11.7)	9,152	6.2	9.2	0.7	10.7	2.7
2016A	93,649	5,194	5,406	20,118	(15.7)	8,552	7.3	10.3	0.6	8.4	2.7
2017F	96,376	4,575	4,032	15,086	(25.0)	8,127	10.3	11.0	0.6	5.9	2.6
2018F	97,719	4,966	4,632	17,325	14.8	8,679	8.9	10.2	0.6	6.4	3.6
2019F	106,286	6,157	5,775	21,609	24.7	10,125	7.1	9.3	0.6	7.6	4.2

주: 순이익은 지분법적용 순이익

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.3)	7.3	3.0
상대주가(p)	(1.2)	3.7	(14.4)

주가추이



중국을 살릴 수 있다면야

중국, 가격인하를 통한 턴어라운드: 현대차는 중국에서 라인업 개편과 가격인하를 동시에 진행해 턴어라운드를 이끌어 낼 계획이다. 중국 내 경쟁심화와 수요둔화 속에서 가격인하 없이는 빠른 판매량 회복이 요원하기 때문이다. 가격인하를 위해서는 원가절감이 불가피하다. 게다가 중국 합작파트너사인 북경기차도 최근 커진 영향력을 바탕으로 부품사 원가절감에 대한 목소리를 높이고 있다. 결국 북경기차와 현대차의 이해관계가 일치하면서 공동으로 북경현대 원가절감 전략을 추진하는 형국이다. 이에 따라 당분간 중국 가동률 회복에 따른 수혜가 부품사보다 완성차 위주로 나타날 전망이다.

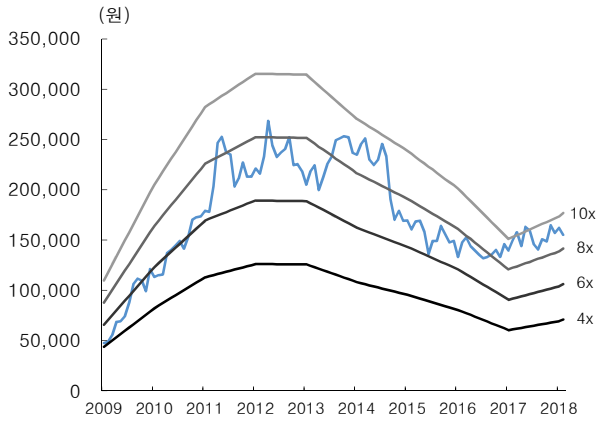
신형 SUV과 신형 엔진이 온다: 현대차는 공격적으로 SUV 라인업을 확장해 비중을 높일 계획이다(SUV 비중 16/17/18F 27/29/35%). SUV 시장진입이 늦었기 때문에 경쟁사를 압도하는 판매실적을 기대하기는 어렵다. 다만 현대차 내에서 과도한 세단 비중을 낮추고 SUV 비중을 높이는 것만으로도 수익성 개선의 의미가 있다. 특히 SUV 부족으로 고전 중인 미국에서 2분기 코나, 3분기 신형 싼타페, 4분기 부분변경 투싼이 투입되면서 판매와 인센티브에 숨통이 트일 전망이다. 여기에 투싼 부분변경(facelift) 모델부터 탑재되는 신형 엔진에도 주목할 필요가 있다. 3세대 엔진, 일명 ‘스마트 스트림’은 2018년부터 2022년까지 주요 모델부터 탑재되면서 연비경쟁력 회복을 이끌 전망이다.

바닥의 깊이보다 방향성을 보자: 현재는 과거 3~4년간 잘못된 시장대응으로 인한 대가를 톡톡히 치르는 중이다. 상반기까지의 부진보다 2019년부터 다시 시작되는 현대차의 신차싸이클에 주목할 필요가 있다. SUV 중심의 믹스개선과 연비경쟁력 회복에 따른 가동률 상승이 동시에 나타나 턴어라운드 효과를 극대화하기 때문이다. 현대차를 섹터 최선호주로 추천한다(PER 8x와 SOPT 병행).

김진우, CFA

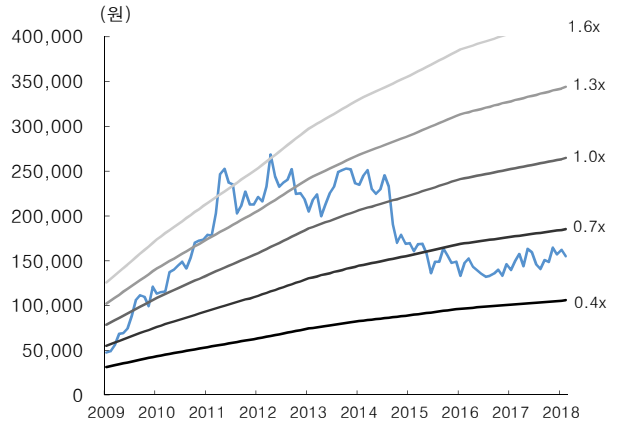
jinwoo.kim@truefriend.com

[그림 22] PER band



자료: 한국투자증권

[그림 23] PBR band



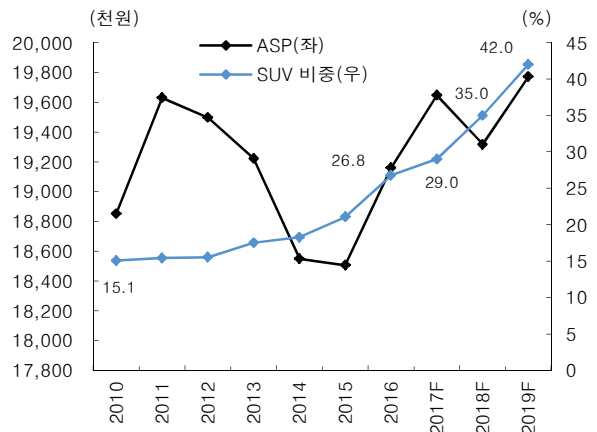
자료: 한국투자증권

<표 7> 현대차 SUV 출시 계획 - 2019년이 되면 라인업이 6개로 증가

차급	모델명	출시 예상 시기
SUV-A	미정	2019년 상반기 신차 출시
SUV-B	코나	2017년 6월 신차 출시, 18년 3월 미국 출시
SUV-C	투싼	2018년 상반기 페이스리프트 출시, 18년 9월 미국 출시
SUV-D	싼타페	2018년 2월 신차 출시, 18년 7월 미국 출시
SUV-E	미정	2018년 하반기 신차 출시
제네시스 SUV	미정	2019년 신차 출시

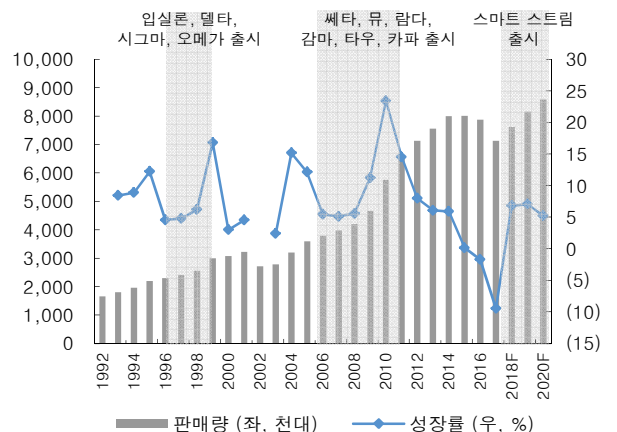
자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 24] SUV 확대에 따른 가격대 상승



자료: 한국투자증권

[그림 25] 신형 엔진이 출시될 때마다 판매량이 회복



주: 2001년 이전은 capa 기준, 이후는 판매량 기준
 자료: 한국투자증권

〈표 8〉 신차 출시 스케줄 - 미국의 SUV 확대가 열쇠

	2017				2018				2019
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	
Korea	Grandeur HEV	Kona (Jun)	G70 (1K, Sep)		Veloster (JS, Jan) SantaFe (TM, Feb) Tucson FCEV (Mar) Tucson - Facelift	Kona EV (Apr) Avante - Facelift i40 - Facelift	Veloster N (JS)	Full SUV (Dec) EQ900 - Facelift	Starex (FQ, 1Q) Entry SUV (QX, 1Q) Genesis SUV (JX, 4Q) Genesis G80 (RG) Genesis G80 FCEV Sonata (DN)
China	Avante (Yuedong, 1Q) Ioniq EV	Sonata PHEV (Reina, Sep)	Verna (NU, Nov)	ix35 (NU, Nov)	Kona (OSc, Feb)	Sedan PHEV Avante (Yuedong) EV	Tucson - Facelift Avante (Yuedong) EV	Avante EV C2 sedan SantaFE (TMc)	SUV EV Full SUV Entry SUV (QXc)
US				ix25 (4Q) G70 (Dec)	Kona (Mar)	Veloster (JS)	SantaFe (TM, Aug) Avante - Facelift (Sep)	Kona EV Tucson - Facelift (Oct)	Full SUV Entry SUV
EU	Ioniq PHEV (2Q) i30 (3Q)		Kona (Oct) i30 N		SantaFe (TM) i40 - Facelift		Kona EV Tucson - Facelift i20 - Facelift	Full SUV Entry SUV	

자료: 한국투자증권

〈표 9〉 현대차 밸류에이션 내역

(단위: 십억원)

항목	내용	비고
영업가치(A=a+b+c)	33,132	조정순이익에 PER 8x
	연결순이익(a)	5,013 12MF
	지분법이익(b)	1,316 12MF
	중국JV이익(c)	445 12MF
순현금(B=d-e)	21,397	
	현금성자산(d)	28,401 3Q17말 기준. 현금 + 단기금융자산
	차입금(e)	7,004 3Q17말 기준. 금융부문 차입금은 제외
비영업자산(C)	9,027	보유 계열사 지분 30% 할인. 비영업부채는 제외
총 기업가치(D=A+B+C)	63,555	
SOTP 기준 주당 기업가치(원)	222,627	
연결순이익 기준 주당 기업가치(원)	150,000	
가중평균 적정주가(원)	186,000	50:50

자료: 한국투자증권

〈표 10〉 현대차 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	기존전망		수정전망		차이	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	97,719	106,286	97,719	106,286	-	-
영업이익	4,966	6,157	4,966	6,157	-	-
영업이익률	5.1	5.8	5.1	5.8	-	-
지분법이익	1,072	1,421	1,185	1,579	10.5	11.1
순이익	4,548	5,660	4,632	5,775	1.8	2.0

자료: 한국투자증권

〈표 11〉 분기실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2015	2016	2017P	2018F	2019F
매출	23,366	24,308	24,201	24,501	23,624	24,547	24,829	24,720	91,959	93,649	96,376	97,719	106,286
- 자동차	17,823	19,187	18,824	18,656	17,775	19,217	19,369	19,559	72,680	72,684	74,490	75,919	82,678
- 금융	4,097	3,571	3,714	4,033	4,179	3,642	3,788	3,324	12,436	14,052	15,415	14,964	16,481
- 기타	1,445	1,550	1,664	1,812	1,670	1,687	1,671	1,838	6,843	6,914	6,471	6,866	7,126
영업이익	1,251	1,344	1,204	775	988	1,292	1,318	1,368	6,358	5,194	4,574	4,966	6,157
- 자동차	1,083	877	555	70	617	852	701	1,024	5,142	3,481	2,585	3,194	4,426
- 금융	179	213	179	147	188	255	208	150	915	703	718	801	989
- 기타	112	76	83	68	109	110	109	119	118	575	339	446	442
영업이익률	5.4	5.5	5.0	3.2	4.2	5.3	5.3	5.5	6.9	5.5	4.7	5.1	5.8
- 자동차	6.1	4.6	2.9	0.4	3.5	4.4	3.6	5.2	7.1	4.8	3.5	4.2	5.4
- 금융	4.4	6.0	4.8	3.6	4.5	7.0	5.5	4.5	7.4	5.0	4.7	5.4	6.0
- 기타	7.8	4.9	5.0	3.8	6.5	6.5	6.5	6.5	1.7	8.3	5.2	6.5	6.2
지분법이익	402	143	(32)	(289)	216	275	266	329	1,931	1,729	225	1,185	1,579
세전이익	1,757	1,165	1,100	416	1,258	1,620	1,638	1,751	8,459	7,307	4,438	6,366	7,937
지배주주순이익	1,331	817	852	1,033	915	1,179	1,192	1,274	6,417	5,406	4,032	4,632	5,775
글로벌 판매 (천대)	1,090	1,110	1,020	1,205	1,110	1,281	1,091	1,304	4,966	4,860	4,425	4,787	5,178
- 국내공장	380	484	334	389	382	484	342	427	1,871	1,669	1,587	1,635	1,736
- 해외공장	710	626	686	816	728	797	749	877	3,095	3,191	2,838	3,152	3,443
ASP(천원)	20,960	19,315	20,597	22,330	21,446	19,815	20,518	21,776	18,780	19,840	20,731	20,853	21,729
대당 영업이익(천원)	1,274	883	607	84	744	879	742	1,140	1,329	950	719	877	1,163
YoY													
매출	4.5	(1.5)	9.6	(0.2)	1.1	1.0	2.6	0.9	3.0	1.8	2.9	1.4	8.8
영업이익	(6.8)	(23.7)	12.7	(24.1)	(21.0)	(3.9)	9.4	76.5	(15.8)	(18.3)	(11.9)	8.6	24.0
지분법이익	(14.4)	(76.2)	적전	적전	(46.4)	91.5	흑전	흑전	(19.2)	(10.4)	(87.0)	426.6	33.3
세전이익	(18.8)	(51.1)	(26.4)	(67.2)	(28.4)	39.1	48.8	320.8	(15.0)	(13.6)	(39.3)	43.4	24.7
지배주주순이익	(21.1)	(50.7)	(19.7)	3.3	(31.2)	44.3	39.8	23.3	(12.7)	(15.8)	(25.4)	14.9	24.7
글로벌판매	(1.6)	(13.7)	(6.0)	(12.7)	1.9	15.4	7.0	8.2	0.1	(2.1)	(8.9)	8.2	8.2
ASP	3.3	(5.6)	15.7	7.1	2.3	2.6	(0.4)	(2.5)	(0.9)	5.6	4.5	0.6	4.2
대당 영업이익	(1.3)	(37.6)	162.4	(90.5)	(41.6)	(0.5)	22.3	1260.9	(12.7)	(28.5)	(24.3)	21.9	32.6

자료: 한국투자증권

기업개요

현대차는 1967년 설립된 국내 최대, 세계 5위(기아차 합산)의 자동차 회사다. 2015년에는 판매량 800만대를 돌파했으며 주요 모델은 아반떼(19%), 엑센트(14%), 투싼(11%), 쏘나타(10%), i10(7%), 그리고 싼타페(6%) 등이다. 자동차가 전체 매출의 79%를 담당하고 금융이 13%, 기타(로템 등)가 8%를 차지하고 있다(2016년 기준). 최대주주는 20.78%를 보유한 모비스이며 정몽구 회장 또한 5.17%를 보유하고 있다. 현대차는 기아차 지분 33.9%를 비롯해 현대위아(25.4%), 현대다이모스(47.3%), 현대건설(21%) 등 여러 계열사의 지분을 들고 있다. 2016년 기준 내수 점유율은 36.1%(기아차 합산 65.3%), 미국 점유율은 4.4%(기아차 합산 8.1%), 중국 점유율은 4.6%(기아차 합산 7.2%)를 기록했다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	43,752	47,584	48,970	49,652	50,951
현금성자산	7,331	7,890	8,120	8,233	7,440
매출채권및기타채권	8,615	7,934	8,165	8,279	9,004
재고자산	9,199	10,524	10,830	10,981	11,944
비유동자산	73,280	79,468	81,651	83,376	88,940
투자자산	19,786	20,730	21,049	21,342	23,213
유형자산	28,699	29,406	30,416	31,426	32,436
무형자산	4,298	4,586	4,720	4,786	5,205
자산총계	165,368	178,836	183,912	187,062	198,662
유동부채	41,214	43,610	44,269	43,815	47,618
매입채무및기타채무	16,460	16,245	16,718	16,951	18,437
단기차입금및단기사채	9,384	8,761	8,761	8,761	11,294
유동성장기부채	10,788	14,837	14,837	14,837	14,837
비유동부채	57,273	62,882	63,833	64,020	67,457
사채	36,208	36,456	37,029	37,029	38,302
장기차입금및금융부채	8,698	13,413	13,413	13,413	14,387
부채총계	98,487	106,491	108,103	107,835	115,076
지배주주지분	62,024	67,190	70,406	73,555	77,579
자본금	1,489	1,489	1,489	1,489	1,489
자본잉여금	3,520	4,203	4,203	4,203	4,203
기타자본	(1,589)	(1,640)	(1,640)	(1,640)	(1,640)
이익잉여금	60,035	64,361	67,578	70,727	74,751
비지배주주지분	4,857	5,155	5,404	5,672	6,007
자본총계	66,881	72,345	75,810	79,227	83,586

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	1,248	997	8,444	7,077	9,041
당기순이익	6,509	5,720	4,546	4,902	6,111
유형자산감가상각비	1,973	2,165	2,285	2,427	2,570
무형자산상각비	821	1,194	1,269	1,287	1,399
자산부채변동	(13,497)	(13,565)	159	(701)	(301)
기타	5,442	5,483	185	(838)	(738)
투자활동현금흐름	(8,060)	(6,312)	(7,457)	(5,212)	(12,527)
유형자산투자	(8,142)	(2,971)	(3,295)	(3,437)	(3,580)
유형자산매각	63	133	0	0	0
투자자산순증	1,293	(2,079)	(94)	891	(292)
무형자산순증	(1,203)	(1,396)	(1,402)	(1,352)	(1,819)
기타	(71)	1	(2,666)	(1,314)	(6,836)
재무활동현금흐름	7,214	5,691	(757)	(1,752)	2,693
자본의증가	54	60	0	0	0
차입금의순증	8,877	7,125	573	0	4,780
배당금지급	(1,353)	(1,085)	(1,080)	(1,081)	(1,484)
기타	(364)	(409)	(250)	(671)	(603)
기타현금흐름	(167)	182	0	0	0
현금의증가	235	559	230	113	(793)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	91,959	93,649	96,376	97,719	106,286
매출원가	73,701	75,960	78,860	78,975	85,037
매출총이익	18,257	17,689	17,516	18,744	21,249
판매관리비	11,900	12,496	12,941	13,778	15,093
영업이익	6,358	5,194	4,575	4,966	6,157
금융수익	831	1,111	866	962	962
이자수익	491	378	426	522	521
금융비용	713	678	944	696	705
이자비용	259	272	289	290	299
기타영업외손익	53	(49)	(51)	(51)	(56)
관계기업관련손익	1,931	1,729	225	1,185	1,579
세전계속사업이익	8,459	7,307	4,438	6,366	7,937
법인세비용	1,950	1,587	964	1,383	1,724
연결당기순이익	6,509	5,720	4,546	4,902	6,111
지배주주지분순이익	6,417	5,406	4,032	4,632	5,775
기타포괄이익	(9)	256	0	0	0
총포괄이익	6,500	5,975	4,546	4,902	6,111
지배주주지분포괄이익	6,385	5,615	4,297	4,633	5,777
EBITDA	9,152	8,552	8,127	8,679	10,125

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	23,861	20,118	15,086	17,325	21,609
BPS	222,828	241,103	252,369	263,401	277,497
DPS	4,000	4,000	4,000	5,500	6,500
성장성(% YoY)					
매출증가율	3.0	1.8	2.9	1.4	8.8
영업이익증가율	(15.8)	(18.3)	(11.9)	8.6	24.0
순이익증가율	(12.7)	(15.8)	(25.4)	14.9	24.7
EPS증가율	(11.7)	(15.7)	(25.0)	14.8	24.7
EBITDA증가율	(9.4)	(6.6)	(5.0)	6.8	16.7
수익성(%)					
영업이익률	6.9	5.5	4.7	5.1	5.8
순이익률	7.0	5.8	4.2	4.7	5.4
EBITDA Margin	10.0	9.1	8.4	8.9	9.5
ROA	4.2	3.3	2.5	2.6	3.2
ROE	10.7	8.4	5.9	6.4	7.6
배당수익률	2.7	2.7	2.6	3.6	4.3
배당성향	16.8	20.0	26.8	32.0	30.3
안정성					
순차입금(십억원)	41,182	45,630	45,227	44,825	50,100
차입금/자본총계비율(%)	98.3	101.7	97.6	93.4	94.3
Valuation(X)					
PER	6.2	7.3	10.3	8.8	7.1
PBR	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	9.2	10.3	11.0	10.2	9.3

기아차(000270)

매수(유지) / TP: 40,000원(상향)

주가(2/19, 원)	33,100
시가총액(십억원)	13,418
발행주식수(백만)	405
52주 최고/최저가(원)	40,100/30,200
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	35,886
유동주식비율(%)	62.0
외국인지분율(%)	37.9
주요주주(%)	현대자동차 외 3인
	국민연금
	7.0

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EVEBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	49,521	2,354	2,631	6,559	(11.3)	3,777	8.0	5.4	0.9	11.3	2.1
2016A	52,713	2,462	2,755	6,873	4.8	4,148	5.7	3.7	0.6	10.8	2.8
2017F	53,536	662	968	2,414	(64.9)	2,542	13.9	6.1	0.5	3.6	2.4
2018F	52,978	1,789	2,018	5,034	108.5	3,890	6.5	4.2	0.5	7.3	3.4
2019F	57,723	2,143	2,390	5,962	18.4	4,519	5.5	3.9	0.4	8.2	4.9

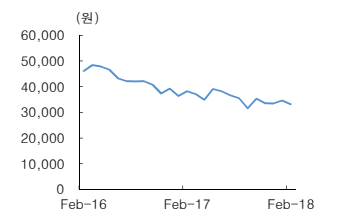
주: 순이익은 지분법적용 순이익

어부지리

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.8)	(6.4)	(12.8)
상대주가(%p)	0.3	(9.9)	(30.2)

주가추이



반사이익을 누리는 동풍열달기아: 북경기차와 현대차가 공동으로 북경현대 원가 절감 전략을 추진하면서 기아차 중국합작법인인 동풍열달기아가 동반 수혜를 입을 전망이다. 기아차는 중국 내에서 기본적으로 현대차와 전략을 공유하기 때문에 북경현대의 구매정책이 동풍열달기아에도 유사하게 적용되기 때문이다. 실제로 4분기 동풍열달기아는 가동률 상승폭 대비 수익성 개선폭이 더욱 두드러졌다. 심지어 북경현대보다 높은 수익성을 기록한 것으로 추정되는데, 이는 최근 공장을 늘린 북경현대 대비해 고정비부담이 적기 때문이다.

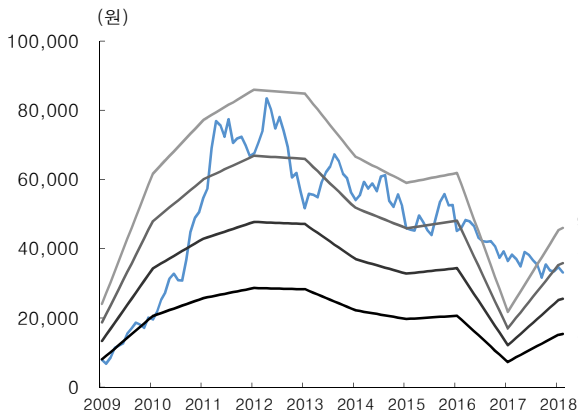
목적한 부분변경 모델들: 기아차는 목적한 부분변경(facelift) 모델들 출시를 앞두고 있다. 자동차업계 및 투자자들은 보통 5~6년마다 출시되는 신형 모델에만 주목한다. 신형 출시 2~3년 이후 이루어지는 부분변경에서는 변화폭과 시장 영향이 크지 않기 때문이다. 기아차는 주력모델들의 노후화로 고전을 겪어왔다. 그러나 올해 주력모델들이 부분변경 되면서 숨통이 트일 전망이다. 18년에는 1월 K5를 시작으로 3월 카니발, 7월 스포티지의 부분변경이 예정돼 있다(한국 기준). 실제로 17년 7월 출시된 쏘렌토 부분변경은 내수시장의 월 평균 판매를 5,650대에서(1~7월) 7,975대로(8~12월) 끌어올린바 있다. 게다가 처음으로 신형 엔진을 달고 출시된 신형 K3에도 주목할 필요가 있다.

목표주가 4만원으로 8% 상향: 기아차의 목표주가를 37,000원에서 40,000원으로 8% 상향한다(12MF PER 7.5x). 중국법인인 동풍열달기아의 수익성 가정 상승에 따른 지분법이익 증가로 18/19년 순이익 추정치를 9/2% 높였기 때문이다. 주력차종 노후화/통상임금 인건비 상승을 거치며 주가가 하락해 저가매수를 위한 기반이 마련됐다. 아직 본격적 회복은 이르지만 예상보다 빠른 중국 수익성 회복을 감안 시 단기 트레이딩 매력이 충분하다.

김진우, CFA

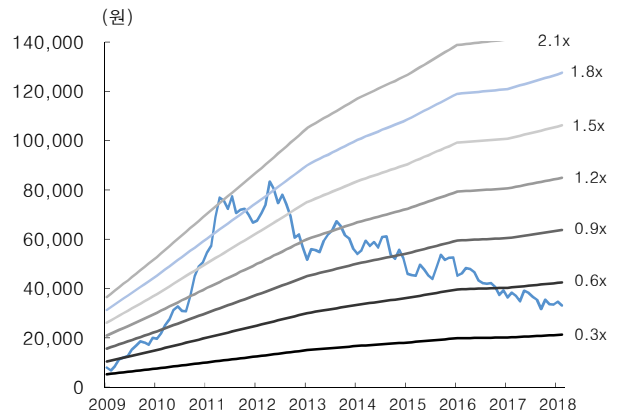
jinwoo.kim@truefriend.com

[그림 26] PER band



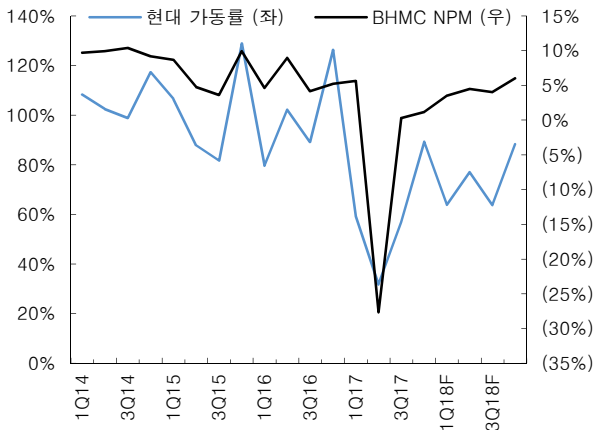
자료: 한국투자증권

[그림 27] PBR band



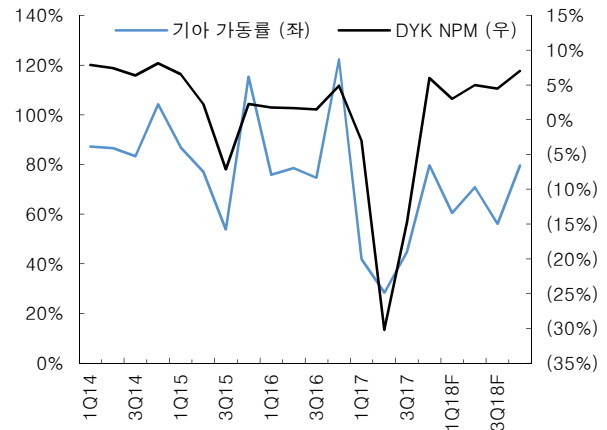
자료: 한국투자증권

[그림 28] 현대 중국JV 가동률과 NPM



자료: 한국투자증권

[그림 29] 기아 중국JV 가동률과 NPM



자료: 한국투자증권

<표 12> 신차 출시 스케줄

	2017				2018				2019
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	
Korea	Morning (1Q) Niro PHEV (1Q)	Stinger (CK, May)	Stonic (Jul)		K3 (BD, Mar) K9 (RJ, Mar) K5 - Facelift (Jan) Carnival - Facelift (Mar)		Sportage - Facelift (Jul) Niro EV (Jul)	Soul (SK, Nov)	Soul EV Sorento (MQ) Mohave (1Q) K5 (DL)
China	KX7 (QM, Mar)		K2 Cross (Jul) Pegas (Sep) K5 PHEV (3Q)	Forte (Nov)	K5 PHEV	Compact SUV (NP, May)	Entry SUV (QE, Jul) K3 (Sep)	K3 PHEV KX3 EV	K3 EV
US	Mexico Rio (K2, 1Q) Niro HEV			Stinger (Nov) Niro PHEV (Oct)	K5 - Facelift (Jan) Carnival - Facelift (Feb)		K3 K9	Soul (SK) Soul EV Niro EV	Full SUV (1Q)
EU	K5 Wagon PHEV Morning	NIRO PHEV (Jun)	Stonic (Sep)	Stinger (Oct) Pride (4Q)		Cee'd (May)	Cee'd wagon Niro EV Soul EV		Niro EV Soul EV

자료: 기아차, 한국투자증권

〈표 13〉 기아차 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	기존전망		수정전망		차이	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	52,978	57,723	52,978	57,723	-	-
영업이익	1,789	2,143	1,789	2,143	-	-
영업이익률	3.4	3.7	3.4	3.7	-	-
지분법이익	937	1,190	1,113	1,249	18.8	5.0
순이익	1,853	2,344	2,018	2,390	8.9	2.0

자료: 한국투자증권

〈표 14〉 2018년 추정치 변경 세부내역

(단위: 천 대, %)

	기존전망	수정전망	차이
출하대수	2,833	2,833	-
국내공장	1,475	1,475	-
내수	520	520	-
수출	954	954	-
해외공장	1,359	1,359	-
미국	265	265	-
중국	494	494	-
슬로바키아	319	319	-
멕시코	281	281	-
ASP(천원)	22,801	22,801	-
글로벌	22,801	22,801	-

자료: 한국투자증권

〈표 15〉 분기실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2015	2016	2017P	2018F	2019F
매출	12,844	13,578	14,108	13,006	12,029	12,932	13,858	14,158	49,521	52,713	53,536	52,978	57,723
영업이익	383	404	(427)	302	352	474	452	511	2,354	2,462	662	1,789	2,143
영업이익률	3.0	3.0	(3.0)	2.3	2.9	3.7	3.3	3.6	4.8	4.7	1.2	3.4	3.7
지분법이익	258	119	119	68	240	287	263	301	895	1,160	564	1,113	1,249
세전이익	767	518	(448)	303	518	688	642	739	3,100	3,442	1,140	2,587	3,065
지배주주순이익	765	390	(292)	105	404	537	501	576	2,631	2,755	968	2,018	2,390
글로벌 판매(천대)	659	661	690	699	658	720	708	747	3,050	3,018	2,709	2,833	2,981
ASP(천원)	23,210	21,305	23,250	23,936	22,754	21,165	22,824	24,554	21,544	22,314	22,871	22,801	23,794
대당 영업이익(천원)	692	634	(704)	557	665	776	745	886	1,024	1,042	283	770	883
YoY													
매출	1.5	(6.0)	11.1	0.7	(6.3)	(4.8)	(1.8)	8.9	5.1	6.4	1.6	(1.0)	9.0
영업이익	(39.6)	(47.6)	적전	(43.2)	(8.2)	17.4	흑전	69.0	(8.5)	4.6	(73.1)	170.2	19.8
지분법이익	(26.1)	(59.2)	(53.3)	(74.3)	(7.1)	141.4	121.6	340.4	(35.8)	29.6	(51.4)	97.4	12.2
세전이익	(26.7)	(51.1)	적전	(33.6)	(32.5)	32.9	흑전	143.9	(18.8)	11.0	(66.9)	127.0	18.4
지배주주순이익	(19.0)	(52.8)	적전	(67.2)	(47.2)	37.8	흑전	449.9	(12.1)	4.7	(64.9)	108.5	18.4
글로벌판매	(6.4)	(12.2)	0.9	(20.3)	(0.1)	9.0	2.6	6.8	0.3	(1.0)	(10.2)	4.6	5.2
ASP	0.2	(5.9)	6.5	10.5	(2.0)	(0.7)	(1.8)	2.6	3.6	3.6	2.5	(0.3)	4.4
대당 영업이익	(40.4)	(47.5)	적전	(37.6)	(3.9)	22.5	흑전	59.2	(9.9)	1.7	(72.8)	172.2	14.7

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

기아차는 1944년 설립된 경성정공을 모태로 하는 국내 2위의 자동차 회사다. 1999년에 현대차에게 인수된 이후 현대차와 함께 세계 5위의 자동차 그룹을 이루고 있다. 2016년 판매량은 301만대를 기록했으며 주요 모델은 Pride/K2 (17%), 스포티지(16%), K3(14%), K5(10%), Morning/Ray(10%), 그리고 쏘울(7%) 등이다. 최대주주는 33.88%를 보유한 현대차이며 정의선 부회장 또한 1.74%를 보유하고 있다. 2016년 기준 내수 점유율은 29.3%(현대차 합산 65.3%), 미국 점유율은 3.7%(현대차 합산 8.1%), 중국 점유율은 2.6%(현대차 합산 7.2%)를 기록했다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	18,391	20,912	22,345	22,113	24,093
현금성자산	1,105	3,064	3,112	3,080	3,355
매출채권및기타채권	3,121	3,234	4,015	3,973	4,329
재고자산	7,695	8,854	9,369	9,271	10,102
비유동자산	27,589	29,977	32,153	34,195	37,341
투자자산	11,789	13,302	13,510	13,369	14,566
유형자산	13,042	13,493	15,412	17,628	19,290
무형자산	2,134	2,295	2,331	2,307	2,513
자산총계	45,980	50,889	54,499	56,307	61,434
유동부채	14,579	16,247	18,309	18,415	20,988
매입채무및기타채무	10,061	10,334	10,495	10,386	11,316
단기차입금및단기사채	1,512	2,876	4,423	4,941	6,084
유동성장기부채	1,273	1,255	1,421	1,533	1,893
비유동부채	7,197	8,063	9,178	9,536	10,526
사채	927	1,665	2,160	2,309	2,770
장기차입금및금융부채	2,605	2,273	2,828	3,081	3,239
부채총계	21,776	24,310	27,487	27,951	31,515
지배주주지분	24,204	26,579	27,012	28,357	29,919
자본금	2,139	2,139	2,139	2,139	2,139
자본잉여금	1,736	1,716	1,716	1,716	1,716
기타자본	(237)	(216)	(216)	(216)	(216)
이익잉여금	21,039	23,466	24,113	25,690	27,439
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	24,204	26,579	27,012	28,357	29,919

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	3,375	3,276	1,386	2,540	3,771
당기순이익	2,631	2,755	968	2,018	2,390
유형자산감가상각비	969	1,129	1,294	1,521	1,743
무형자산상각비	453	557	587	580	632
자산부채변동	(1,836)	(2,232)	(938)	(392)	(66)
기타	1,158	1,067	(525)	(1,187)	(928)
투자활동현금흐름	(5,614)	(2,312)	(3,782)	(3,165)	(4,977)
유형자산투자	(3,915)	(1,560)	(3,213)	(3,737)	(3,405)
유형자산매각	75	66	0	0	0
투자자산순증	(1,115)	(122)	141	1,068	(224)
무형자산순증	(660)	(811)	(622)	(556)	(839)
기타	1	115	(88)	60	(509)
재무활동현금흐름	906	945	2,444	592	1,482
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	1,456	1,517	2,764	1,033	2,123
배당금지급	(404)	(441)	(441)	(321)	(441)
기타	(146)	(131)	121	(120)	(200)
기타현금흐름	(41)	50	0	0	0
현금의증가	(1,374)	1,959	48	(32)	276

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	49,521	52,713	53,536	52,978	57,723
매출원가	39,654	42,282	44,619	42,117	45,890
매출총이익	9,868	10,431	8,917	10,861	11,833
판매관리비	7,513	7,970	8,255	8,529	9,293
영업이익	2,354	2,462	662	1,789	2,143
금융수익	360	250	356	326	333
이자수익	174	151	173	174	180
금융비용	276	293	309	486	516
이자비용	89	139	180	216	246
기타영업외손익	(233)	(136)	(134)	(132)	(144)
관계기업관련손익	895	1,160	564	1,160	1,160
세전계속사업이익	3,100	3,442	1,140	2,587	3,065
법인세비용	470	687	172	569	674
연결당기순이익	2,631	2,755	968	2,018	2,390
지배주주지분순이익	2,631	2,755	968	2,018	2,390
기타포괄이익	(360)	63	(215)	(232)	(186)
총포괄이익	2,270	2,818	753	1,786	2,204
지배주주지분포괄이익	2,270	2,818	753	1,786	2,204
EBITDA	3,777	4,148	2,542	3,890	4,519

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	6,559	6,873	2,414	5,034	5,962
BPS	60,290	66,103	67,169	70,487	74,342
DPS	1,100	1,100	800	1,100	1,600
성장성(% , YoY)					
매출증가율	5.1	6.4	1.6	(1.0)	9.0
영업이익증가율	(8.5)	4.6	(73.1)	170.2	19.8
순이익증가율	(12.1)	4.7	(64.9)	108.5	18.4
EPS증가율	(11.3)	4.8	(64.9)	108.5	18.4
EBITDA증가율	(3.4)	9.8	(38.7)	53.0	16.2
수익성(%)					
영업이익률	4.8	4.7	1.2	3.4	3.7
순이익률	5.3	5.2	1.8	3.8	4.1
EBITDA Margin	7.6	7.9	4.7	7.3	7.8
ROA	6.0	5.7	1.8	3.6	4.1
ROE	11.3	10.8	3.6	7.3	8.2
배당수익률	2.1	2.8	2.4	3.4	4.9
배당성향	16.8	16.0	33.1	21.9	26.8
안정성					
순차입금(십억원)	(737)	(523)	2,104	3,226	4,575
차입금/자본총계비율(%)	26.1	30.4	40.1	41.8	46.7
Valuation(X)					
PER	8.0	5.7	13.9	6.5	5.5
PBR	0.9	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	5.4	3.7	6.1	4.2	3.9

현대모비스(012330)

매수(유지) / TP: 290,000원(하향)

주가(2/19, 원)	223,500
시가총액(십억원)	21,756
발행주식수(백만)	97
52주 최고/최저가(원)	283,000/213,500
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	57,073
유동주식비율(%)	67.1
외국인지분율(%)	48.0
주요주주(%)	기아자동차 외 3인 30.2
	국민연금 9.8

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	36,020	2,935	3,055	32,030	(10.6)	3,476	7.7	5.8	0.9	12.5	1.4
2016A	38,262	2,905	3,038	32,091	0.2	3,551	8.2	5.8	0.9	11.2	1.3
2017F	35,145	2,038	1,587	16,755	(47.8)	2,811	15.7	7.0	0.9	5.5	1.3
2018F	37,459	2,456	2,594	27,391	63.5	3,352	8.1	4.6	0.7	8.4	2.2
2019F	40,445	3,103	3,280	34,624	26.4	4,137	6.4	3.3	0.6	9.9	2.9

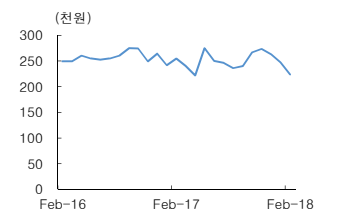
주: 순이익은 지분법적용 순이익

새로운 균형을 찾아서

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(16.3)	(9.1)	(13.9)
상대주가(%p)	(13.2)	(12.7)	(31.3)

주가추이



예상보다 길어질 중국 수익성 하락: 북경현대의 원가절감 활동이 이어지면서 중국 가동률과 모듈 수익성 간 괴리가 당분간 이어질 전망이다. 현대차보다 북경기차가 더욱 적극적으로 북경현대의 원가절감을 주도하고 있기 때문에 지속성과 강도를 예단하기 쉽지 않다. 북경기차의 위상강화와 북경현대의 어려운 현실을 감안 시 단기간 내 모듈 수익성 회복은 쉽지 않아 보인다. 18년 모듈부문 OPM 가정을 3.3%에서 2.1%로 하향한다. 단 모비스는 가장 늦게 중국 사업의 영향을 받았기 때문에 수익성 회복도 가장 먼저 나타날 전망이다.

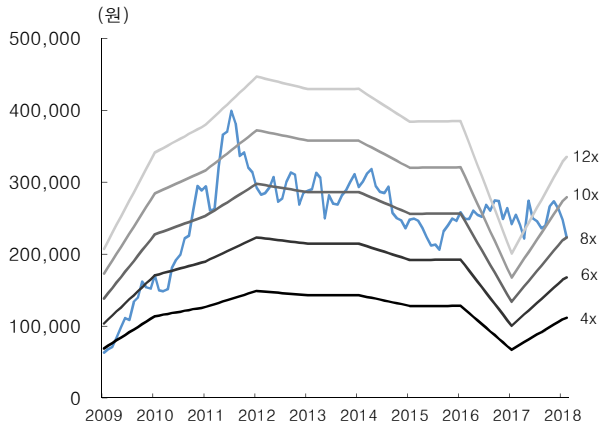
실적의 든든한 버팀목이 되는 A/S 사업부: 모듈부문이 부진하는 동안 A/S 사업부가 실적의 버팀목이 될 전망이다. 물류투자를 통한 효율성 상승으로 운반비와 재고자산이 감소하고 있다. 이에 따라 17년 4분기 비우호적인 환율에도 불구하고 26.4%라는 놀라운 OPM을 기록한 바 있다(+3.2%p YoY). 중장기적으로 모듈부문이 정상화되면 A/S의 수익성 상승이 더욱 주목 받을 전망이다.

어려운 시기를 견뎌내자: 현대모비스의 목표주가를 32만원에서 29만원으로 9% 하향한다(12MF PER 9.5x). 모듈 부문 수익성 가정을 보수적으로 전망해 18/19년 순이익 추정치를 8.5/2.4% 낮췄기 때문이다. 단 A/S 사업부의 고마진이 이익을 지지하는 가운데 지배구조 개편 수혜에 대한 기대는 주가 배수의 버팀목으로 작용하면서 주가의 하방경직성을 만들어 낼 전망이다.

김진우, CFA

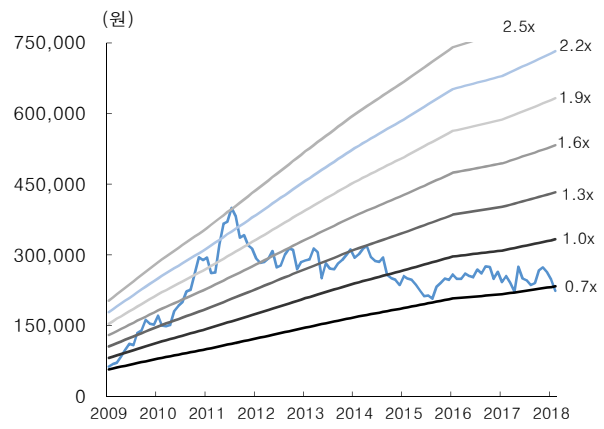
jinwoo.kim@truefriend.com

[그림 30] PER band



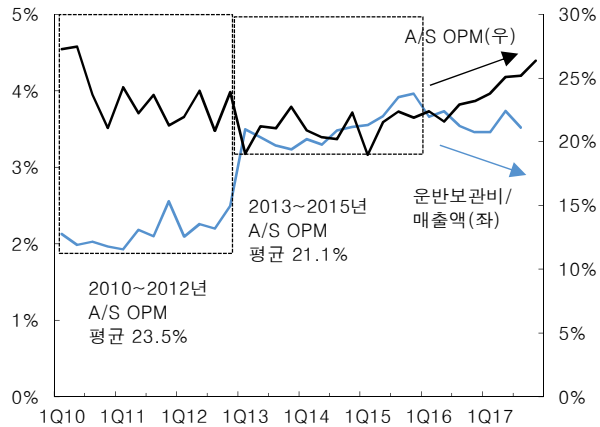
자료: 한국투자증권

[그림 31] PBR band



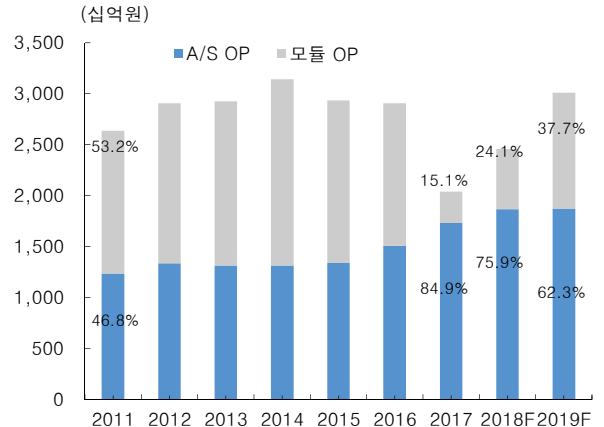
자료: 한국투자증권

[그림 32] A/S는 물류투자를 통해 구조적으로 수익성 개선



자료: 한국투자증권

[그림 33] 모비스 OP내 A/S 의존도



자료: 한국투자증권

<표 16> 모비스 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	기존전망		수정전망		차이	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	37,459	40,445	37,459	40,445	-	-
영업이익	2,788	3,242	2,456	3,103	(11.9)	(4.3)
영업이익률	7.4	8.0	6.6	7.7	(0.9)	(0.3)
지분법이익	921	1,146	937	1,168	1.7	1.9
순이익	2,835	3,365	2,594	3,280	(8.5)	(2.5)

자료: 한국투자증권

<표 17> 2018년 추정치 변경 세부내역

(단위: 십억원, %, %p)

		기존전망	수정전망	차이	
		매출액	모들	30,289	30,289
		조립	18,744	18,744	-
		핵심	11,545	11,545	-
	부품판매	7,170	7,170	-	
영업이익	모들	960	592	(38.4)	
	부품판매	1,828	1,864	2.0	
OPM	모들	3.2	2.0	(1.2)	
	부품판매	25.5	26.0	0.5	

자료: 한국투자증권

〈표 18〉 분기실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2015	2016	2017P	2018F	2019F
매출	9,268	8,282	8,773	8,822	9,479	9,579	8,994	9,406	36,020	38,262	35,145	37,459	40,445
영업이익	669	492	544	333	554	610	632	659	2,935	2,905	2,038	2,456	3,103
영업이익률	7.2	5.9	6.2	3.8	5.8	6.4	7.0	7.0	8.1	7.6	5.8	6.6	7.7
세전이익	963	690	738	364	759	870	892	939	4,213	4,111	2,755	3,459	4,373
지배주주순이익	761	481	482	(138)	569	652	669	704	3,055	3,038	1,587	2,594	3,280
YoY													
매출	(0.8)	(16.0)	(0.1)	(14.3)	2.3	15.7	2.5	6.6	2.5	6.2	(8.1)	6.6	8.0
영업이익	(6.9)	(37.3)	(24.6)	(51.1)	(17.1)	23.9	16.2	98.1	(6.6)	(1.0)	(29.8)	20.5	26.4
지배주주순이익	(4.0)	(43.1)	(31.6)	적전	(25.2)	35.5	38.8	흑전	(10.7)	(0.6)	(47.8)	63.5	26.4
사업부별 매출													
모듈	7,512	6,657	6,984	7,108	7,687	7,787	7,202	7,614	29,716	31,575	28,261	30,289	32,952
조립	4,796	4,178	4,247	4,271	4,843	4,828	4,429	4,644	18,822	19,955	17,491	18,744	20,265
핵심	2,716	2,480	2,737	2,837	2,844	2,959	2,773	2,969	10,893	11,619	10,770	11,545	12,686
부품판매	1,756	1,625	1,789	1,714	1,793	1,793	1,793	1,793	6,304	6,687	6,884	7,170	7,493
금융	-	-	-	-	-	-	-	-	1,118	-	-	-	-
매출비중													
모듈	81.1	80.4	79.6	80.6	81.1	81.3	80.1	80.9	80.0	82.5	80.4	80.9	81.5
조립	63.8	62.8	60.8	60.1	63.0	62.0	61.5	61.0	63.3	63.2	61.9	61.9	61.5
핵심	36.2	37.2	39.2	39.9	37.0	38.0	38.5	39.0	36.7	36.8	38.1	38.1	38.5
부품판매	18.9	19.6	20.4	19.4	18.9	18.7	19.9	19.1	17.0	17.5	19.6	19.1	18.5
금융	-	-	-	-	-	-	-	-	3.0	-	-	-	-
매출증가율													
모듈	(2.2)	(18.9)	(2.1)	(16.9)	2.3	17.0	3.1	7.1	3.0	6.3	(10.5)	7.2	8.8
조립	(0.9)	(20.6)	(6.3)	(19.8)	1.0	15.6	4.3	8.7	1.5	6.0	(12.3)	7.2	8.1
핵심	(4.3)	(15.8)	5.1	(12.2)	4.7	19.3	1.3	4.7	5.5	6.7	(7.3)	7.2	9.9
부품판매	5.6	(1.3)	9.0	(1.3)	2.1	10.3	0.2	4.6	0.7	6.1	2.9	4.2	4.5
사업부별 OPM													
모듈	3.3	1.3	1.3	(1.7)	1.1	1.9	2.3	2.5	5.4	4.4	1.1	2.0	3.7
부품판매	23.8	25.1	25.2	26.4	26.0	26.0	26.0	26.0	21.2	22.5	25.1	26.0	25.0
금융	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
영업이익 비중													
모듈	37.5	17.0	17.1	(35.9)	15.9	23.6	26.3	29.3	55.0	48.1	15.1	24.1	39.6
부품판매	62.5	83.0	82.9	135.9	84.1	76.4	73.7	70.7	46.0	51.9	84.9	75.9	60.4
금융	-	-	-	-	-	-	-	-	(1.0)	-	-	-	-

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

1977년 현대정공으로 출발한 현대모비스는 2000년 현대차와 기아차에게 모듈을 공급하는 자동차부품업체로 다시 태어났다. 현재 동사는 AS부품사업과 전장품을 포함한 모듈사업에 집중하고 있다. 또한 현대차의 최대주주로 현대차 지분 20.78%를 보유하고 있다. 모비스는 2010년 세계 10대 OE부품업체로 등극했으며 2013년에는 현대차, 기아차의 글로벌 성장세와 해외업체로부터의 수주에 힘입어 6위에 올랐다.

- UIO(Units In Operation): 운행대수. 신규차량 등록대수와 기존차량 폐차대수를 고려해 산출
- ADAS(Advanced Driving Assistance System): 주행 중 운전자의 개입을 줄여주는 운전보조장치
- EV(Electric Vehicle): 전기차, 내연기관 없이 모터의 힘으로 움직임
- HEV(Hybrid EV): 하이브리드 차량. 내연기관과 전기모터의 결합
- PHEV(Plug-in HEV): 플러그인 하이브리드

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	15,925	18,263	18,476	19,318	20,858
현금성자산	2,498	2,049	2,812	2,997	3,236
매출채권및기타채권	6,353	7,235	7,029	7,305	7,887
재고자산	2,562	2,830	2,987	2,997	3,236
비유동자산	21,850	23,448	22,952	24,826	26,898
투자자산	12,749	13,739	12,619	13,451	14,523
유형자산	7,947	8,516	9,236	10,207	11,114
무형자산	931	961	883	941	1,016
자산총계	37,775	41,712	41,428	44,144	47,756
유동부채	8,291	8,833	7,888	8,107	9,384
매입채무및기타채무	5,623	6,319	5,804	6,186	6,680
단기차입금및단기사채	1,565	1,453	1,130	1,016	502
유동성장기부채	349	170	166	169	128
비유동부채	3,808	4,320	3,759	4,119	3,747
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	1,339	1,676	1,330	1,530	952
부채총계	12,099	13,154	11,647	12,226	13,131
지배주주지분	25,622	28,495	29,712	31,841	34,537
자본금	491	491	491	491	491
자본잉여금	1,393	1,405	1,405	1,405	1,405
기타자본	(378)	(360)	(360)	(360)	(360)
이익잉여금	24,812	27,521	28,763	30,876	33,530
비지배주주지분	54	63	68	76	87
자본총계	25,676	28,558	29,781	31,918	34,624

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	4,352	2,018	904	2,746	4,367
당기순이익	3,040	3,047	1,579	2,594	3,280
유형자산감가상각비	475	577	709	827	960
무형자산상각비	66	69	64	69	74
자산부채변동	445	(1,293)	(752)	172	1,180
기타	326	(382)	(696)	(916)	(1,127)
투자활동현금흐름	(4,949)	(2,124)	864	(2,173)	(2,371)
유형자산투자	(4,080)	(1,296)	(1,428)	(1,798)	(1,866)
유형자산매각	33	15	0	0	0
투자자산순증	(828)	(798)	1,780	122	122
무형자산순증	(54)	(32)	14	(127)	(149)
기타	(20)	(13)	498	(370)	(478)
재무활동현금흐름	170	(336)	(1,005)	(388)	(1,757)
자본의증가	213	0	0	0	0
차입금의순증	484	(5)	(669)	94	(1,131)
배당금지급	(292)	(332)	(331)	(331)	(474)
기타	(235)	1	(5)	(151)	(152)
기타현금흐름	13	(6)	0	0	0
현금의증가	(414)	(449)	762	185	239

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	36,020	38,262	35,145	37,459	40,445
매출원가	30,872	32,966	30,666	32,793	34,470
매출총이익	5,148	5,296	4,479	4,666	5,975
판매관리비	2,213	2,391	2,440	2,210	2,872
영업이익	2,935	2,905	2,038	2,456	3,103
금융수익	295	362	286	319	338
이자수익	134	121	146	154	165
금융비용	355	187	261	259	253
이자비용	34	42	38	34	27
기타영업외손익	80	(58)	14	15	17
관계기업관련손익	1,257	1,090	685	937	1,151
세전계속사업이익	4,213	4,111	2,755	3,459	4,373
법인세비용	1,131	1,064	1,177	865	1,093
연결당기순이익	3,040	3,047	1,579	2,594	3,280
지배주주지분순이익	3,055	3,038	1,587	2,594	3,280
기타포괄이익	(64)	136	(25)	16	43
총포괄이익	2,976	3,184	1,554	2,610	3,322
지배주주지분포괄이익	2,993	3,174	1,549	2,602	3,312
EBITDA	3,476	3,551	2,811	3,352	4,137

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	32,030	32,091	16,755	27,391	34,624
BPS	266,859	296,189	308,699	330,567	358,265
DPS	3,500	3,500	3,500	5,000	6,500
성장성(%, YoY)					
매출증가율	2.5	6.2	(8.1)	6.6	8.0
영업이익증가율	(6.6)	(1.0)	(29.8)	20.5	26.4
순이익증가율	(10.7)	(0.6)	(47.8)	63.5	26.4
EPS증가율	(10.6)	0.2	(47.8)	63.5	26.4
EBITDA증가율	(4.5)	2.2	(20.8)	19.2	23.4
수익성(%)					
영업이익률	8.1	7.6	5.8	6.6	7.7
순이익률	8.5	7.9	4.5	6.9	8.1
EBITDA Margin	9.7	9.3	8.0	8.9	10.2
ROA	7.9	7.7	3.8	6.1	7.1
ROE	12.5	11.2	5.5	8.4	9.9
배당수익률	1.4	1.3	1.3	2.2	2.9
배당성향	10.8	10.9	20.9	18.3	18.8
안정성					
순차입금(십억원)	(3,508)	(4,657)	(5,638)	(6,094)	(7,928)
차입금/자본총계비율(%)	12.9	11.6	8.8	8.5	4.5
Valuation(X)					
PER	7.7	8.2	15.7	8.1	6.4
PBR	0.9	0.9	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA	5.8	5.8	7.0	4.6	3.3

현대위아(011210)

종립(유지)

주가(2/19, 원)	55,600
시가총액(십억원)	1,512
발행주식수(백만)	27
52주 최고/최저가(원)	77,000/54,400
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	11,230
유동주식비율(%)	56.8
외국인지분율(%)	13.3
주요주주(%)	현대자동차 외 3인 40.7
	국민연금 12.7

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	7,884	501	327	12,306	(26.7)	684	9.1	4.8	0.9	10.9	1.0
2016A	7,589	263	131	4,922	(60.0)	483	14.8	4.9	0.6	4.1	1.5
2017F	7,487	17	(63)	(2,372)	NM	287	NM	8.7	0.5	(2.0)	1.2
2018F	8,206	(22)	(54)	(2,032)	NM	280	NM	9.1	0.5	(1.7)	2.2
2019F	9,010	120	52	1,975	NM	451	27.5	6.5	0.5	1.7	2.8

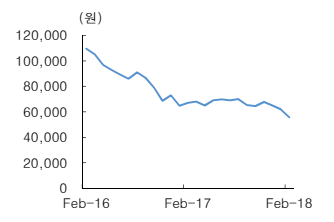
주: 순이익은 지분법적용 순이익

쉽지 않은 턴어라운드

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(15.2)	(25.3)	(16.8)
상대주가(%p)	(12.2)	(28.8)	(34.2)

주가추이

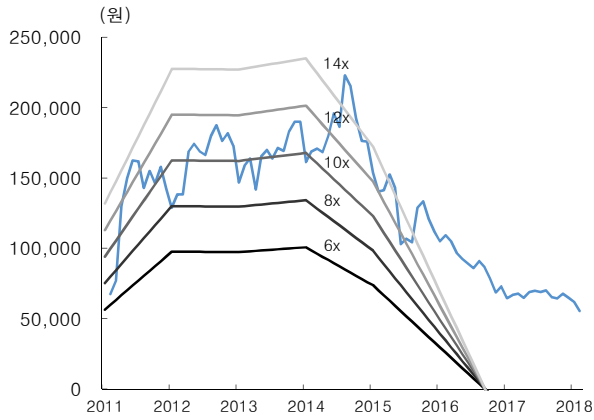


높아진 그룹의존도, 원가절감에 취약한 이익구조: 현대위아는 이익의 현대차그룹 내 의존도가 높아지면서 원가절감에 취약한 모습을 지속적으로 보여왔다. 여기에 최근 중국 내 역학구조 변화 및 현대기아차의 중국 전략 변경에 따라 수익성의 불확실성이 더욱 커질 전망이다. 물론 현대기아차 중국 판매량이 늘어나면 위아의 주력 품목인 ‘누’ 엔진의 판매량 또한 증가한다(18F 32만대, +30% YoY). 중국 내 세계혜택(1.6L 이하)이 종료되면서 누 엔진(1.8~2.0L 이하)의 판매를 가로막던 불리한 요소도 사라졌다. 그러나 15년 50만대 수준으로의 회복은 아직 요원하다. 현재로서는 그룹 전반적으로 위아에게 이익을 전달해 줄 능력과 의지가 부족해 보인다. 19년부터 시작되는 현대차의 신차싸이클이 위아의 매출비중이 높은 기아차까지 확산되어야 의미있는 턴어라운드 기회가 찾아올 전망이다. 투자의 견 중립을 유지한다.

김진우, CFA

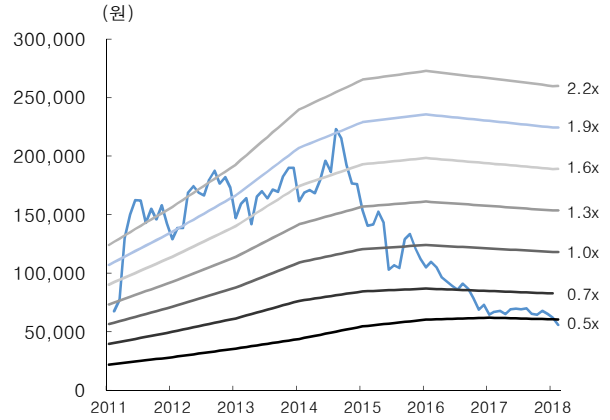
jinwoo.kim@truefriend.com

[그림 34] PER band



자료: 한국투자증권

[그림 35] PBR band



자료: 한국투자증권

<표 19> 현대위아 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	기존전망		수정전망		차이	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	8,206	9,010	8,206	9,010	-	-
영업이익	(22)	120	(22)	120	-	-
영업이익률	(0.3)	1.3	(0.3)	1.3	-	-
지분법이익	17	26	17	26	-	-
순이익	(54)	52	(54)	52	-	-

자료: 한국투자증권

<표 20> 현대위아 분기실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2015	2016	2017P	2018F	2019F
매출액	1,872	1,813	1,925	1,877	2,052	2,104	1,852	2,198	7,884	7,589	7,487	8,206	9,010
영업이익	43	30	15	(72)	(2)	31	8	(58)	501	263	17	(22)	120
영업이익률	2.3	1.7	0.8	(3.8)	(0.1)	1.5	0.4	(2.6)	6.4	3.5	0.2	(0.3)	1.3
지분법이익	2	(3)	3	4	4	4	4	4	20	15	(5)	17	26
세전이익	4	37	18	(157)	(14)	19	(4)	(69)	443	233	(97)	(67)	70
지배주주순이익	2	40	13	(119)	(11)	15	(3)	(56)	327	131	(63)	(54)	52
YoY													
매출	2	(7)	10	(9)	10	16	(4)	17	4	(4)	(1)	10	10
영업이익	(46)	(67)	(76)	적전	적전	2	(49)	적축	(5)	(48)	(94)	적전	흑전
지배주주순이익	(96)	(31)	1,699	적전	적전	(62)	(122)	적축	(25)	(60)	적전	적축	흑전
부문별 실적													
매출액 - 차량부품	1,610	1,542	1,674	1,616	1,770	1,813	1,581	1,917	6,695	6,433	6,442	7,080	7,802
매출액 - 기계	262	271	251	261	282	292	271	281	1,189	1,157	1,045	1,126	1,209
영업이익 - 차량부품	49	38	28	(47)	18	45	16	(38)	440	258	68	40	156
영업이익 - 기계	(6)	(8)	(13)	(25)	(20)	(15)	(8)	(20)	61	5	(52)	(62)	(36)
OPM - 차량부품	3.0	2.5	1.7	(2.9)	1.0	2.5	1.0	(2.0)	6.6	4.0	1.1	0.6	2.0
OPM - 기계	(2.3)	(3.0)	(5.2)	(9.5)	(7.0)	(5.0)	(3.0)	(7.0)	5.1	0.4	(4.9)	(5.5)	(3.0)

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

1976년 공작기계 제조업체로 설립된 현대위아는 자동차부품사업으로 영역을 확대했다. 동사는 기아차의 소하리와 광주공장에 모듈을 공급하며 자동차부품업체 중 자동차 엔진을 생산하는 유일한 업체이다. 16년 기준으로 자동차부품 매출이 84.8%이고 기계 사업이 15.2%를 차지한다. 16년 기준 글로벌 부품사 매출 순위는 34위이다

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	3,623	3,743	3,653	4,004	4,441
현금성자산	585	799	749	821	946
매출채권및기타채권	1,575	1,443	1,424	1,560	1,713
재고자산	780	772	761	834	916
비유동자산	3,060	3,279	3,619	3,864	4,262
투자자산	448	442	436	478	525
유형자산	2,323	2,548	2,898	3,074	3,394
무형자산	243	246	242	266	292
자산총계	6,683	7,022	7,272	7,868	8,703
유동부채	1,843	1,699	1,709	1,886	2,183
매입채무및기타채무	1,536	1,466	1,446	1,585	1,740
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	100
유동성장기부채	154	155	156	152	151
비유동부채	1,677	2,065	2,382	2,884	3,405
사채	957	957	1,000	1,153	1,315
장기차입금및금융부채	466	849	1,127	1,451	1,783
부채총계	3,520	3,763	4,091	4,769	5,588
지배주주지분	3,163	3,259	3,181	3,099	3,115
자본금	136	136	136	136	136
자본잉여금	504	501	501	501	501
기타자본	(117)	(113)	(113)	(113)	(113)
이익잉여금	2,585	2,690	2,605	2,519	2,532
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,163	3,259	3,181	3,099	3,115

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	626	355	230	220	350
당기순이익	327	131	(63)	(54)	52
유형자산감가상각비	147	176	227	254	280
무형자산상각비	35	44	43	47	52
자산부채변동	77	56	39	(25)	(32)
기타	40	(52)	(16)	(2)	(2)
투자활동현금흐름	(875)	(470)	(581)	(589)	(778)
유형자산투자	(576)	(438)	(577)	(430)	(600)
유형자산매각	16	44	0	0	0
투자자산순증	(232)	(30)	27	(23)	(27)
무형자산순증	(68)	(46)	(40)	(71)	(78)
기타	(15)	0	9	(65)	(73)
재무활동현금흐름	345	331	300	441	553
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	367	363	322	473	593
배당금지급	(21)	(29)	(29)	(21)	(32)
기타	(1)	(3)	7	(11)	(8)
기타현금흐름	4	(1)	0	0	0
현금의증가	101	215	(51)	72	125

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	7,884	7,589	7,487	8,206	9,010
매출원가	7,043	7,013	7,216	7,966	8,602
매출총이익	841	577	271	241	408
판매관리비	340	314	180	263	288
영업이익	501	263	17	(22)	120
금융수익	24	18	19	20	22
이자수익	23	18	19	20	22
금융비용	46	52	61	72	85
이자비용	40	45	54	64	78
기타영업외손익	(56)	(10)	(10)	(11)	(12)
관계기업관련손익	20	15	15	15	17
세전계속사업이익	443	233	(97)	(67)	70
법인세비용	116	102	(43)	(30)	31
연결당기순이익	327	131	(63)	(54)	52
지배주주지분순이익	327	131	(63)	(54)	52
기타포괄이익	8	(6)	7	4	3
총포괄이익	335	125	(56)	(50)	55
지배주주지분포괄이익	335	125	(56)	(50)	55
EBITDA	684	483	287	280	451

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	12,306	4,922	(2,372)	(2,032)	1,975
BPS	120,611	123,986	121,127	118,115	118,690
DPS	1,100	1,100	800	1,200	1,500
성장성(%, YoY)					
매출증가율	3.8	(3.7)	(1.3)	9.6	9.8
영업이익증가율	(4.7)	(47.6)	(93.6)	NM	NM
순이익증가율	(24.8)	(60.0)	NM	NM	NM
EPS증가율	(26.7)	(60.0)	NM	NM	NM
EBITDA증가율	1.5	(29.4)	(40.5)	(2.6)	61.3
수익성(%)					
영업이익률	6.4	3.5	0.2	(0.3)	1.3
순이익률	4.1	1.7	(0.8)	(0.7)	0.6
EBITDA Margin	8.7	6.4	3.8	3.4	5.0
ROA	5.2	1.9	(0.9)	(0.7)	0.6
ROE	10.9	4.1	(2.0)	(1.7)	1.7
배당수익률	1.0	1.5	1.2	2.2	2.8
배당성향	8.9	22.4	NM	NM	76.0
안정성					
순차입금(십억원)	342	471	853	1,188	1,583
차입금/자본총계비율(%)	49.9	60.2	71.8	89.0	107.6
Valuation(X)					
PER	9.1	14.8	NM	NM	27.5
PBR	0.9	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	4.8	4.9	8.7	9.1	6.5

만도(204320)

매수(유지) / TP: 300,000원(하향)

주가(2/19, 원)	239,500
시가총액(십억원)	2,249
발행주식수(백만)	9
52주 최고/최저가(원)	339,500/221,000
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	17,844
유동주식비율(%)	68.3
외국인지분율(%)	37.5
주요주주(%)	한라홀딩스 외 11 인
국민연금	10.8

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	5,299	266	126	13,433	164.9	490	12.3	5.3	1.2	10.6	2.9
2016A	5,866	305	199	21,303	58.6	534	11.0	6.3	1.5	14.3	2.1
2017F	5,685	84	6	671	(96.9)	332	459.8	12.3	2.0	0.4	1.5
2018F	5,974	281	181	19,327	2,780.8	541	12.2	6.2	1.4	12.1	2.8
2019F	6,623	342	227	24,241	25.4	610	9.7	5.4	1.3	13.9	3.4

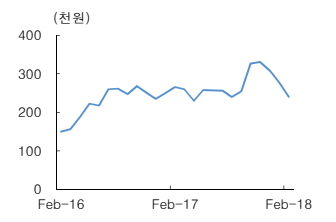
주: 순이익은 자본법적용 순이익

엇갈리는 장단기 그림

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(15.2)	(4.2)	(12.9)
상대주가(%p)	(12.1)	(7.8)	(30.3)

주가추이



불확실한 단기 그림: 만도는 17년 4분기 실적발표에서 예상보다 약한 18년 가이던스와 통상임금으로 인한 배당감액을 밝힌 뒤에 주가가 급락했다. 중국 완성차 업체들의 원가절감으로 만도의 수익성 불확실성이 단기적으로 커질 전망이다. 보수적으로 발표한 18년 매출액/영업이익 가이던스도 이를 일정부분 반영하고 있다고 판단한다. 과거 높은 상관관계를 보였던 현대기아차 중국 가동률과 부품업체들의 수익성 간 괴리가 당분간 이어질 전망이다.

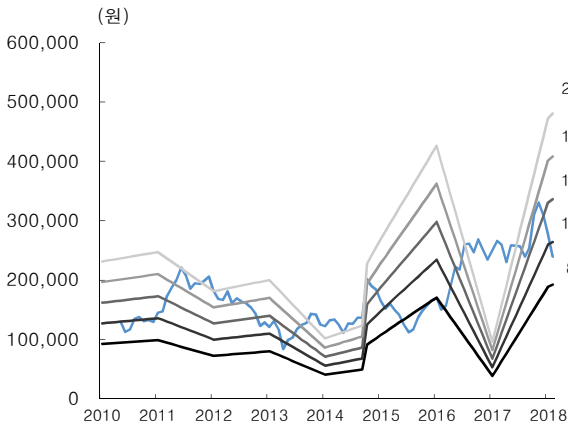
확실한 장기 그림: 장기 그림은 여전히 좋다. 수주 증가와 믹스개선이 동시에 진행 중이기 때문이다. 만도는 17년에 12.5조원을 수주하며(ADAS 2.1조원) 16년 9.1조원 대비 큰 폭 증가세를 보였다. 17년 수주 내 전장제품비중도 61%로 상승(현재 매출 내 비중 43%)하면서 믹스개선에 대한 전망을 밝게 했다. 이를 바탕으로 회사는 2020년 수익성 가이던스를 6% 중반으로 제시했다. 이러한 장기 그림에 힘입어 동종업체 대비 높은 주가 배수가 유지될 전망이다.

변동성 확대 국면: 목표주가를 35만원에서 30만원으로 14% 하향한다(12MF PER 14x). 보수적인 가이던스를 반영하고 중국 수익성 가정을 하향해 18/19년 순이익 추정치를 17.5/14.6% 낮췄기 때문이다. 장단기 그림이 엇갈리며 당분간 주가는 변동폭이 커질 전망이다. 추가 상승을 위한 트리거는 예상보다 빠른 현대기아차 중국 판매 회복, 또는 길리의 프리미엄 브랜드인 'Lynk&Co'의 시장 조기 안착이 될 전망이다.

김진우, CFA

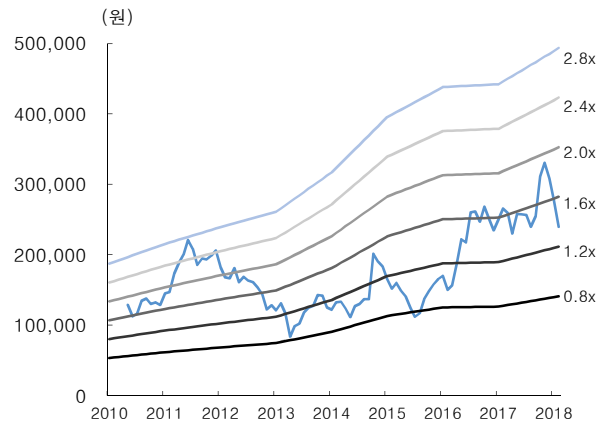
jinwoo.kim@truefriend.com

[그림 36] PER band



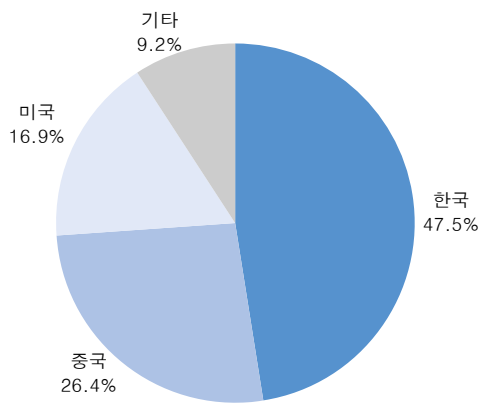
자료: 한국투자증권

[그림 37] PBR band



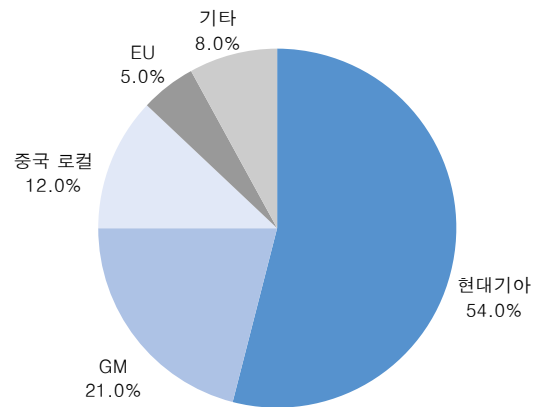
자료: 한국투자증권

[그림 38] 지역별 매출(2016)



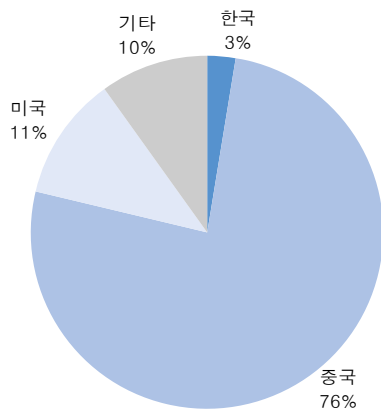
자료: HIS, 만도, 한국투자증권

[그림 39] 고객별 매출(2016)



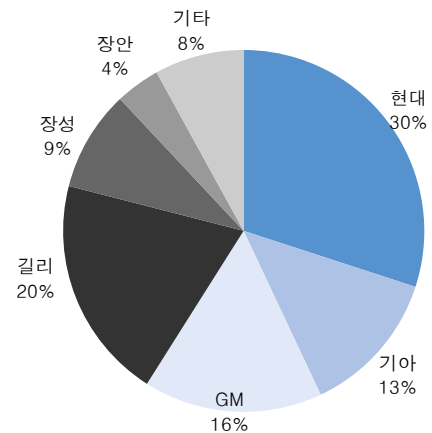
자료: 만도, 한국투자증권

[그림 40] 지역별 영업이익(1H16)



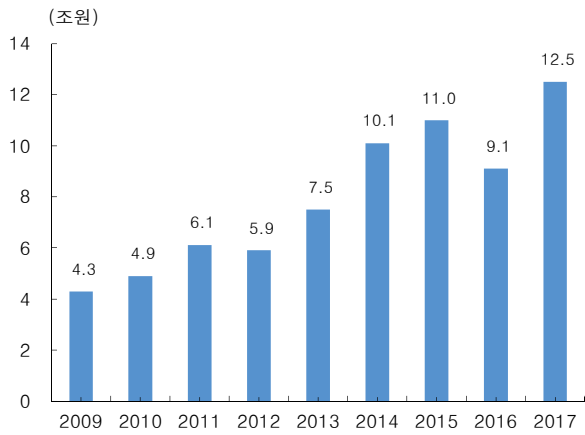
주: 3Q16부터 지역별 영업이익 미공시
자료: 한국투자증권

[그림 41] 중국 고객별 매출 비중(2016)



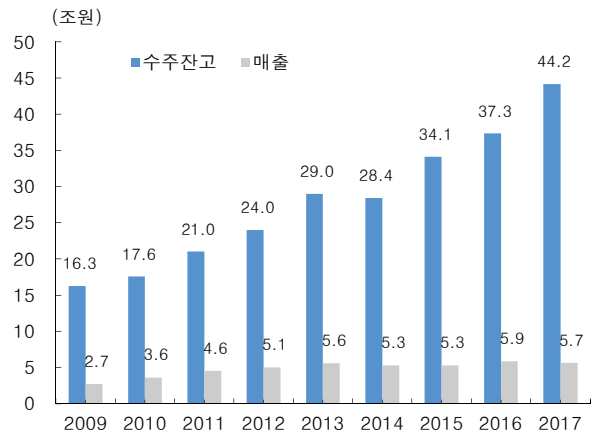
자료: 만도, 한국투자증권

[그림 42] 연도별 수주금액 - 양뿐만 아니라 질도 개선



자료: 한국투자증권

[그림 43] 수주잔고 증가가 보장하는 중장기 성장세



자료: 만도, 한국투자증권

<표 21> 만도 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	기존전망		수정전망		차이	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	6,071	6,732	5,974	6,623	(1.6)	(1.6)
영업이익	342	406	281	342	(17.9)	(15.7)
영업이익률	5.6	6.0	4.7	5.2	(0.9)	(0.9)
순이익	219	266	181	227	(17.5)	(14.6)

자료: 한국투자증권

<표 22> 2018년 추정치 변경 세부내역

(단위: 십억원, %, %p)

		기존전망	수정전망	차이
매출	한국	3,165	3,165	-
	중국	2,021	1,951	(3.5)
	미국	870	843	(3.2)
	기타	743	743	-
OP	한국	96	93	(3.2)
	중국	205	146	(29.0)
	미국	17	15	(9.5)
	기타	27	28	1.7
OPM	한국	2.9	2.9	-
	중국	10.2	7.5	(2.8)
	미국	1.8	1.8	-
	기타	3.7	3.7	-

자료: 한국투자증권

〈표 23〉 만도 분기실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	1,430	1,393	1,351	1,510	1,427	1,495	1,415	1,636	5,299	5,866	5,685	5,974	6,623
영업이익	60	55	(96)	64	57	67	68	90	266	305	84	281	342
OPM	4.2	4.0	(7.1)	4.2	4.0	4.5	4.8	5.5	5.0	5.2	1.5	4.7	5.2
세전이익	48	50	(123)	45	49	59	61	82	201	279	19	251	315
순이익	33	33	(95)	35	35	42	43	58	126	199	6	181	227
YoY													
매출액	5	(3)	0	(11)	(0)	7	5	8	(1)	11	(3)	5	11
영업이익	8	(15)	적전	(42)	(6)	21	흑전	41	(9)	15	(73)	236	22
순이익	(18)	(23)	적전	(53)	6	26	흑전	65	(28)	59	(97)	2,781	25
지역별 수익성													
한국	8	(0)	11	(14)	0	0	0	0	(7)	2	(1)	0	7
중국	3	(23)	(6)	(2)	14	44	14	10	12	23	(7)	18	18
미국	(21)	(47)	(27)	(23)	14	82	13	5	0	15	(29)	22	15
기타	53	18	27	29	15	15	15	15	0	41	31	15	20

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

만도는 국내 최고 기술력을 보유한 자동차부품업체다. 만도는 1962년 설립되었으며 1993년 자체개발 ABS를 국내 최초로 생산했다. 그러나 한라그룹의 부도로 2000년 선세이지에게 인수되었으며 2008년 한라건설이 만도를 다시 인수했다. 글로벌 부품사 순위는 꾸준히 상승해 2015년 기준으로 45위다(vs 모비스 6위, 현대위아 29위). 국내공장 3개를 비롯해 중국, 인도, 브라질, 미국, 유럽 등지에 사업장을 가지고 있다. 이 중 중국은 매출의 38%, 영업이익의 71%를 차지하는 핵심 지역이다(2016년 3분기 기준)

- EPB(Electronic Parking Brake): 전자식 주차 시스템으로 정차 중 브레이크 페달을 밟고 있지 않아도 차량이 앞으로 나가지 않도록 주차 상태를 유지
- EPS(Electronic Power Steering): 전자식 파워스티어링으로 기존 유압식 스티어링 대신 전기모터가 조향력을 보조
- ABS(Anti-Lock Braking System): 잠김 방지 브레이크 시스템으로 급제동에 의한 타이어 잠김을 방지
- ESC(Electronic Stability Control): 유사시 브레이크/엔진을 제어해 위급한 상황에서 차량 자세를 안정적으로 유지

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,946	2,101	2,036	2,139	2,372
현금성자산	200	185	179	188	208
매출채권및기타채권	1,270	1,428	1,384	1,454	1,612
재고자산	321	336	326	343	380
비유동자산	2,213	2,363	2,503	2,525	2,627
투자자산	122	120	116	122	135
유형자산	1,784	1,900	2,054	2,054	2,104
무형자산	157	197	190	200	222
자산총계	4,160	4,464	4,538	4,665	4,999
유동부채	1,936	1,753	1,793	1,742	1,819
매입채무및기타채무	1,201	1,339	1,298	1,364	1,512
단기차입금및단기사채	192	165	153	108	45
유동성장기부채	472	141	146	110	50
비유동부채	858	1,196	1,253	1,302	1,398
사채	299	449	462	422	467
장기차입금및금융부채	275	534	586	664	691
부채총계	2,794	2,949	3,046	3,045	3,217
지배주주지분	1,322	1,465	1,441	1,559	1,709
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	962	602	602	602	602
기타자본	199	199	199	199	199
이익잉여금	131	654	631	749	899
비지배주주지분	44	50	51	61	73
자본총계	1,366	1,515	1,493	1,620	1,782

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	218	350	365	391	507
당기순이익	130	210	20	189	236
유형자산감가상각비	198	201	219	229	232
무형자산상각비	27	28	30	31	35
자산부채변동	(216)	(170)	106	(69)	(19)
기타	79	81	(10)	11	23
투자활동현금흐름	(249)	(366)	(386)	(273)	(351)
유형자산투자	(270)	(336)	(378)	(235)	(288)
유형자산매각	5	8	6	6	5
투자자산순증	75	23	9	(0)	(7)
무형자산순증	(61)	(70)	(24)	(41)	(57)
기타	2	9	1	(3)	(4)
재무활동현금흐름	71	4	14	(109)	(135)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(102)	58	58	(39)	(48)
배당금지급	(19)	(45)	(47)	(42)	(61)
기타	192	(9)	3	(28)	(26)
기타현금흐름	(1)	(3)	0	0	0
현금의증가	39	(15)	(6)	9	20

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	5,299	5,866	5,685	5,974	6,623
매출원가	4,548	5,005	5,010	5,143	5,671
매출총이익	751	861	674	831	952
판매관리비	485	556	591	550	609
영업이익	266	305	84	281	342
금융수익	19	24	26	24	24
이자수익	7	5	7	5	5
금융비용	66	57	50	58	56
이자비용	39	38	40	40	39
기타영업외손익	(10)	2	(11)	0	0
관계기업관련손익	(8)	5	5	5	6
세전계속사업이익	201	279	19	251	315
법인세비용	72	69	(0)	62	78
연결당기순이익	130	210	20	189	236
지배주주지분순이익	126	199	6	181	227
기타포괄이익	(34)	(3)	0	0	0
총포괄이익	96	207	20	189	236
지배주주지분포괄이익	91	197	19	179	225
EBITDA	490	534	332	541	610

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	13,433	21,303	671	19,327	24,241
BPS	141,318	156,515	154,024	166,607	182,540
DPS	4,800	5,000	4,500	6,500	8,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	207.8	10.7	(3.1)	5.1	10.9
영업이익증가율	235.2	14.8	(72.6)	236.4	21.9
순이익증가율	164.6	58.6	(96.9)	2,780.8	25.4
EPS증가율	164.9	58.6	(96.9)	2,780.8	25.4
EBITDA증가율	224.5	8.8	(37.7)	63.0	12.6
수익성(%)					
영업이익률	5.0	5.2	1.5	4.7	5.2
순이익률	2.4	3.4	0.1	3.0	3.4
EBITDA Margin	9.3	9.1	5.8	9.1	9.2
ROA	3.2	4.9	0.4	4.1	4.9
ROE	10.6	14.3	0.4	12.1	13.9
배당수익률	2.9	2.1	1.5	2.8	3.4
배당성향	35.7	23.5	670.8	33.6	33.0
안정성					
순차입금(십억원)	1,021	1,097	1,150	1,099	1,026
차입금/자본총계비율(%)	91.5	85.7	90.1	80.5	70.3
Valuation(X)					
PER	12.3	11.0	459.8	12.2	9.7
PBR	1.2	1.5	2.0	1.4	1.3
EV/EBITDA	5.3	6.3	12.3	6.2	5.4

한온시스템(018880)

종립(유지)

주가(2/19, 원)	12,300
시가총액(십억원)	6,566
발행주식수(백만)	534
52주 최고/최저가(원)	14,550/8,250
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	17,888
유동주식비율(%)	30.0
외국인지분율(%)	19.1
주요주주(%)	한앤코오토홀딩스 50.5
	한국타이어 19.5

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	5,558	360	231	432	(83.3)	533	24.0	10.4	3.2	13.7	9.3
2016A	5,704	423	292	547	26.7	609	18.8	9.5	3.0	16.4	2.2
2017F	5,586	468	306	574	4.9	662	24.2	11.3	3.8	16.1	2.2
2018F	5,863	475	323	605	5.5	674	19.9	9.6	3.0	15.8	2.7
2019F	6,381	532	357	669	10.5	742	18.0	8.6	2.8	16.2	3.1

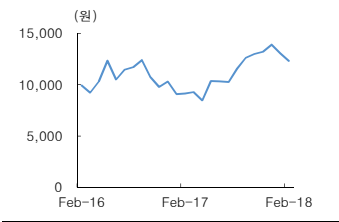
주: 순이익은 지분법적용 순이익

모두가 알아버린 매력

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.8)	3.4	37.1
상대주가(%p)	0.3	(0.2)	19.7

주가추이

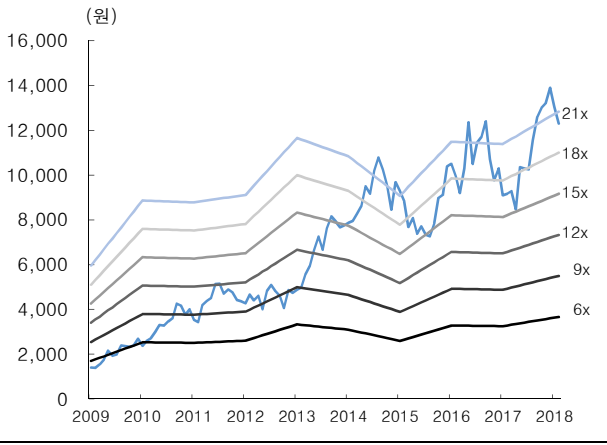


4분기 호실적 달성, 단 중립적인 밸류에이션 수준: 한온시스템(이하 ‘한온’) 17년 4분기 실적은 영업이익이 컨센서스를 19% 상회하며 호조를 보였다. 완성차와 대형부품업체들이 줄줄이 충격적인 실적을 발표한 점을 감안하면 더욱 돋보이는 실적 서프라이즈였다. 이는 유럽지역 호조와 공격적인 비용절감 덕분이다. 이익안정성이 유지되는 가운데 중국 내 JV확대를 통한 중장기 성장성도 돋보이고 있다. 단 이러한 매력이 이미 주가에 반영돼 있어 밸류에이션이 다소 부담되는 수준이다. 여기에 최근 불거진 한국타이어의 지분확대 뉴스도 추후 최대주주의 지분처리 방향과 관련해 불확실성을 키우는 요인이다. 향후 모멘텀은 현대차의 첫 장거리 전기차인 코나 EV가 글로벌 시장에서 판매가 급증하거나, 테슬라의 주간 생산량이 현재 1천대 수준에서 3천대 이상으로 단기간에 급증하거나, 중국의 전기차 의무생산제의 실시가 임박한 경우가 될 전망이다. 투자의견 중립을 유지한다.

김진우, CFA

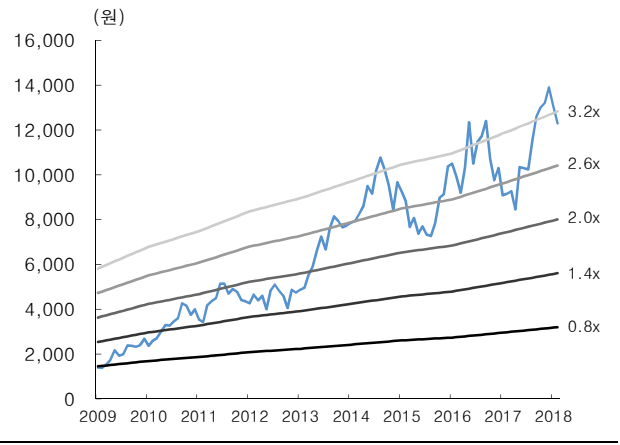
jinwoo.kim@truefriend.com

[그림 44] PER band



자료: 한국투자증권

[그림 45] PBR band



자료: 한국투자증권

<표 24> 한온시스템 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	기존전망		수정전망		차이	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	6,279	6,839	5,863	6,381	(6.6)	(6.7)
영업이익	550	605	475	532	(13.6)	(12.1)
영업이익률	8.8	8.9	8.1	8.3	(7.5)	(5.8)
순이익	367	407	323	357	(12.0)	(12.2)

자료: 한국투자증권

〈표 25〉 한온시스템 분기실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	1,449	1,373	1,339	1,424	1,473	1,499	1,405	1,485	5,558	5,704	5,586	5,863	6,381
영업이익	127	103	101	138	114	128	111	123	360	423	468	475	532
OPM	8.8	7.5	7.5	9.7	7.7	8.5	7.9	8.3	6.5	7.4	8.4	8.1	8.3
세전이익	103	98	101	119	113	127	110	122	346	416	446	473	522
순이익	71	67	73	77	77	87	75	84	231	292	306	323	357
YoY 매출액	1.5	(7.9)	4.4	(5.1)	1.7	9.1	5.0	4.3	1.9	2.6	(2.1)	5.0	8.8
YoY 영업이익	21.3	8.1	(5.6)	18.8	(10.4)	24.4	9.9	(10.8)	(2.9)	17.5	10.9	1.5	11.9
YoY 순이익	4.2	11.8	6.3	(18.9)	8.5	29.4	2.7	9.0	(16.3)	26.7	4.9	5.5	10.5
지역별 매출													
한국	618	667	621	544	590	658	610	548	2,274	2,315	2,449	2,406	2,503
아시아(한국 제외)	395	291	351	399	408	396	433	458	1,136	1,811	1,437	1,695	1,939
미국	279	288	264	240	263	278	251	235	974	1,051	1,070	1,027	1,069
유럽	671	629	616	735	712	667	611	744	2,372	2,497	2,651	2,734	2,871
YoY													
한국	8.3	13.2	18.8	(14.0)	(4.4)	(1.4)	(1.7)	0.8	(2.9)	1.8	5.8	(1.8)	4.0
아시아(한국 제외)	(12.8)	(35.2)	(21.0)	(14.0)	3.2	36.1	23.1	14.8	2.8	4.1	(20.7)	18.0	14.4
미국	10.4	4.1	(2.2)	(5.0)	(5.4)	(3.4)	(4.7)	(2.2)	14.5	7.9	1.8	(4.0)	4.0
유럽	2.2	(7.2)	20.2	13.0	6.1	6.0	(0.9)	1.3	4.0	5.3	6.2	3.1	5.0
지역별 OPM													
한국	5.1	12.0	7.5	8.6	6.5	8.0	7.0	8.0	2.1	3.8	8.4	7.4	7.8
아시아(한국 제외)	9.1	8.4	7.4	10.7	8.5	9.0	7.0	8.0	9.2	9.5	9.0	8.1	8.6
미국	4.2	4.2	4.4	2.7	3.0	3.0	3.5	3.5	3.5	6.0	3.9	3.2	3.5
유럽	6.7	(0.8)	0.9	5.1	4.0	4.0	4.0	4.0	0.2	1.5	3.1	4.0	4.0

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

한온시스템은 차량 에어컨 및 히터 사업에서 얻은 노하우를 바탕으로 종합 열관리 전문업체로 진화하고 있다. 1999년에 비스테온이 만도로부터 지분 35%를 인수하면서 한라공조의 경영권을 갖게 됐다. 비스테온의 18개 자회사를 4,353억원에 인수하면서 2013년 2월에는 사명을 한라공조에서 한라비스테온공조로 변경했다. 2014년 11월에 사모펀드 한앤컴퍼니가 한국타이어와 함께 비스테온이 보유한 한라비스테온공조 지분을 각각 50%, 19.9% 인수해 2015년 7월 한온시스템으로 사명을 재변경했다. 2016년 고객별 매출 비중은 현대차그룹 52%, Ford 22%이고, 대부분의 글로벌 완성차 업체를 고객군으로 보유하고 있다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,994	2,151	2,249	2,360	2,569
현금성자산	447	425	559	586	638
매출채권및기타채권	1,046	1,034	1,012	1,063	1,157
재고자산	382	430	421	442	481
비유동자산	1,466	1,709	1,698	1,774	1,872
투자자산	91	99	97	101	110
유형자산	1,093	1,178	1,178	1,228	1,278
무형자산	207	350	343	360	392
자산총계	3,459	3,860	3,946	4,134	4,441
유동부채	1,431	1,463	1,472	1,504	1,619
매입채무및기타채무	1,019	1,022	1,001	1,050	1,143
단기차입금및단기사채	335	301	301	301	263
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	229	511	430	421	434
사채	0	299	221	204	204
장기차입금및금융부채	69	60	60	60	60
부채총계	1,660	1,975	1,902	1,925	2,053
지배주주지분	1,745	1,828	1,975	2,126	2,290
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,830	1,937	2,084	2,235	2,399
비지배주주지분	55	57	70	83	97
자본총계	1,799	1,885	2,045	2,209	2,387

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	448	389	561	496	594
당기순이익	243	304	322	340	376
유형자산감가상각비	170	176	181	185	195
무형자산상각비	4	10	13	13	15
자산부채변동	(46)	(205)	44	(52)	(7)
기타	77	104	1	10	15
투자활동현금흐름	(256)	(452)	(174)	(262)	(292)
유형자산투자	(227)	(250)	(194)	(250)	(262)
유형자산매각	12	19	14	15	17
투자자산순증	(2)	(13)	11	5	1
무형자산순증	(39)	(85)	(6)	(30)	(46)
기타	0	(123)	1	(2)	(2)
재무활동현금흐름	(112)	48	(253)	(206)	(250)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(4)	248	(78)	(17)	(38)
배당금지급	(108)	(203)	(120)	(163)	(176)
기타	0	3	(55)	(26)	(36)
기타현금흐름	(14)	(8)	0	0	0
현금의증가	66	(22)	133	28	52

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

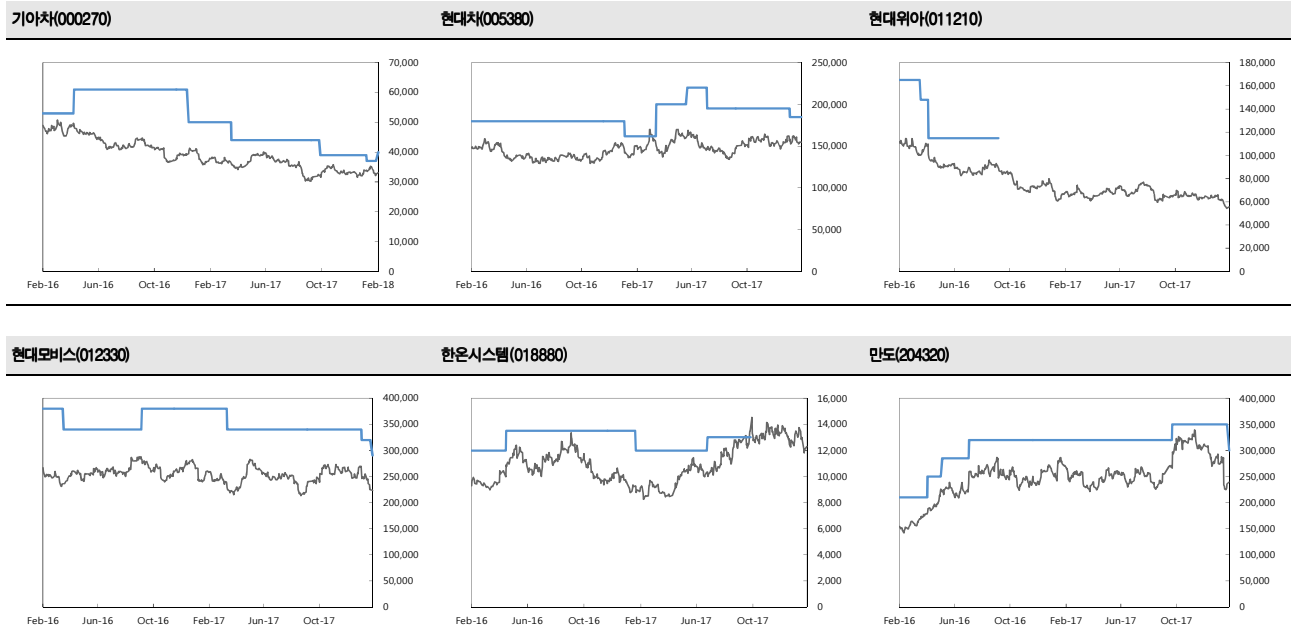
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	5,558	5,704	5,586	5,863	6,381
매출원가	4,697	4,805	4,639	4,919	5,306
매출총이익	861	899	947	944	1,074
판매관리비	502	476	478	469	542
영업이익	360	423	468	475	532
금융수익	10	7	9	10	10
이자수익	7	6	6	7	8
금융비용	26	29	33	31	30
이자비용	13	21	24	23	22
기타영업외손익	(10)	6	(8)	9	10
관계기업관련손익	13	9	9	9	10
세전계속사업이익	346	416	446	473	522
법인세비용	102	112	123	132	146
연결당기순이익	243	304	322	340	376
지배주주지분순이익	231	292	306	323	357
기타포괄이익	(1)	(27)	0	0	0
총포괄이익	243	277	322	340	376
지배주주지분포괄이익	230	267	310	327	362
EBITDA	533	609	662	674	742

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	432	547	574	605	669
BPS	3,268	3,424	3,700	3,983	4,290
DPS	970	225	305	330	370
성장성(% YoY)					
매출증가율	1.9	2.6	(2.1)	5.0	8.8
영업이익증가율	(2.9)	17.5	10.9	1.5	11.9
순이익증가율	(16.3)	26.7	4.9	5.5	10.5
EPS증가율	(83.3)	26.7	4.9	5.5	10.5
EBITDA증가율	(0.4)	14.1	8.7	1.9	10.0
수익성(%)					
영업이익률	6.5	7.4	8.4	8.1	8.3
순이익률	4.1	5.1	5.5	5.5	5.6
EBITDA Margin	9.6	10.7	11.8	11.5	11.6
ROA	7.3	8.3	8.3	8.4	8.8
ROE	13.7	16.4	16.1	15.8	16.2
배당수익률	9.3	2.2	2.2	2.8	3.1
배당성향	44.9	41.1	53.1	54.5	55.3
안정성					
순차입금(십억원)	(49)	231	(30)	(75)	(167)
차입금/자본총계비율(%)	22.8	35.9	26.9	24.1	20.7
Valuation(X)					
PER	24.0	18.8	24.2	19.5	17.6
PBR	3.2	3.0	3.8	3.0	2.8
EV/EBITDA	10.4	9.5	11.3	9.4	8.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율		종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비					평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
기아차(000270)	2016.02.12	매수	53,000원	-9.7	-4.2	현대모비스(012330)	2016.01.27	매수	380,000원	-34.2	-28.7
	2016.04.27	매수	61,000원	-30.8	-21.0		2016.04.10	매수	340,000원	-23.6	-15.3
	2017.01.02	매수	50,000원	-24.3	-17.4		2016.09.29	매수	380,000원	-32.2	-25.7
	2017.04.05	매수	44,000원	-18.3	-8.9		2017.04.05	매수	340,000원	-26.5	-16.8
	2017.10.16	매수	39,000원	-14.1	-8.2		2018.01.26	매수	320,000원	-24.4	-20.3
	2018.01.25	매수	37,000원	-8.5	-4.7		2018.02.19	매수	290,000원	-	-
	2018.02.19	매수	40,000원	-	-		한온시스템(018880)	2015.12.17	매수	12,000원	-17.7
현대차(005380)	2016.02.12	매수	180,000원	-22.1	-11.7	2016.05.10	매수	13,500원	-19.8	-1.1	
	2017.01.25	매수	162,000원	-8.1	4.9	2017.02.14	매수	12,000원	-20.1	-4.6	
	2017.04.05	매수	200,000원	-23.0	-15.0	2017.07.19	매수	13,000원	-10.2	4.6	
	2017.06.12	매수	220,000원	-28.8	-23.2	2017.10.23	중립	-	-	-	
	2017.07.26	매수	195,000원	-22.6	-15.6	만도(204320)	2016.02.04	매수	210,000원	-24.5	-15.0
	2018.01.25	매수	185,000원	-	-	2016.04.28	매수	250,000원	-20.6	-9.6	
현대위아(011210)	2016.01.28	매수	165,000원	-35.7	-30.6	2016.05.30	매수	285,000원	-21.8	-16.1	
	2016.04.10	매수	148,000원	-28.2	-25.3	2016.07.28	매수	320,000원	-21.4	-10.3	
	2016.04.27	매수	115,000원	-22.2	-14.6	2017.07.28	1년경과	-	-21.7	-15.3	
	2016.09.29	중립	-	-	-	2017.10.17	매수	350,000원	-14.5	-3.0	
	2017.09.29	1년경과	-	-	-	2018.02.19	매수	300,000원	-	-	



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 2월 19일 현재 기아차, 현대차, 현대위아, 현대모비스, 한온시스템, 만도 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 기아차, 현대차, 현대모비스 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.