산업분석

자동차

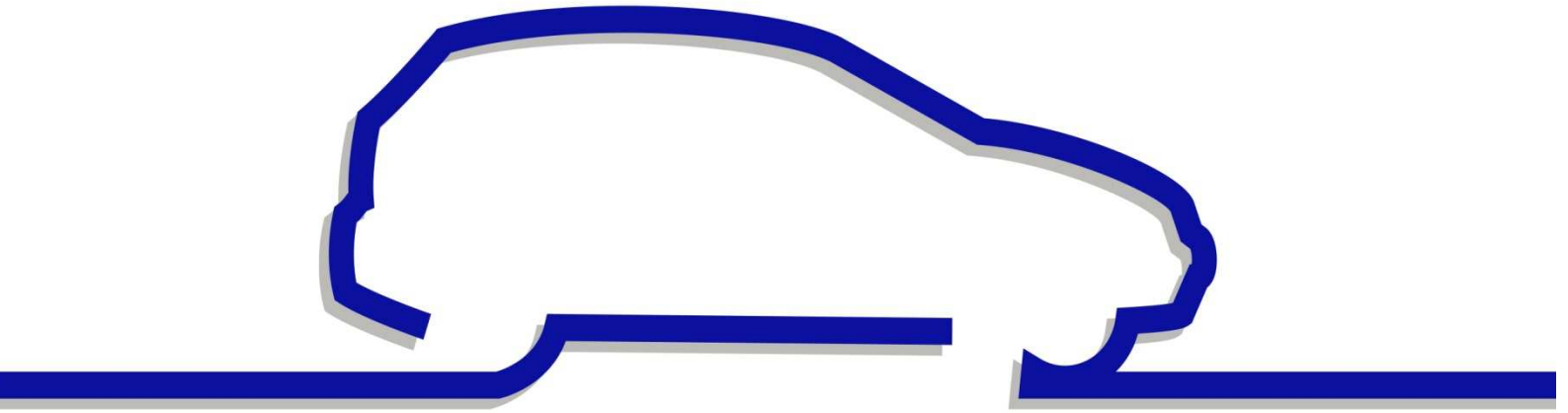
2020. 4. 7

Overweight

다시오기 힘든 기회

1Q20 Preview: 상처받은 자동차 시장

Part I 상처받은 자동차 시장
Part II 타이어: Cycle 저점을 향해 가다
Part III 1Q20 자동차/타이어 Preview



이 베스트투자증권

이베스트투자증권 **유지웅** 입니다.

저희는 금번 1Q20 Preview 자료를 통해서 최근 COVID-19의 영향과 현황, 그리고 자동차 업종의 향후 예상 전개 방향에 대해 고민해 보았습니다.

전세계 자동차 시장은 금번 COVID-19 확산을 통해 YoY -12% 를 기록할 것으로 예상됩니다.
내수시장의 경우 이미 2월에 큰 생산차질을 겪고 완만한 반등세에 접어들었으나,
미국과 유럽, 그리고 최근에는 신흥국으로도 COVID-19 여파가 확산되고 있습니다.
미국의 경우 2020년 자동차 판매가 YoY -15%, 유럽의 경우 YoY -10.5% 수준까지 하락이 불가피 한 상황인 가운데, 2Q20을 저점으로 3Q20부터는 점진적인 회복세를 예상해 볼 수 있을 것입니다.

위와 같은 가정 하에 저희는 현대차의 2020년 연간 영업이익은 약 4.1조원, 기아차는 2.1조원으로 예상하고 있습니다. 양사 모두 1Q20까지의 실적은 양호할 것으로 판단되고, 2Q20부터는 부진한 실적이 예상되고 있는데, 저희의 판단으로는 이러한 영향으로 인해 발생하는 연간 감익폭에 비해 최근의 시가총액 감소폭이 더욱 크게 진행되었다고 판단하고 있습니다.

한편 부품업체의 경우, 중국의 시황 개선 속도에 따라 이익 가시성이 변동될 가능성이 존재합니다.
중국의 시황이 상대적으로 안정화 되고는 있으나 핵심부품은 아직 독일, 일본으로부터 수입에 의존하고 있기 때문에(연간 35조원) 급격한 반등은 어려울 가능성이 존재합니다. 다만 자동차 부품 A/S의 경우 이러한 상황과 무관하고, 내수 이익 집중도가 높아 2Q20에도 실적 가시성이 상대적으로 높을 것으로 판단 하고 있어 부품업체 중에서는 현대모비스의 실적 안정성이 부각될 것으로 생각됩니다.

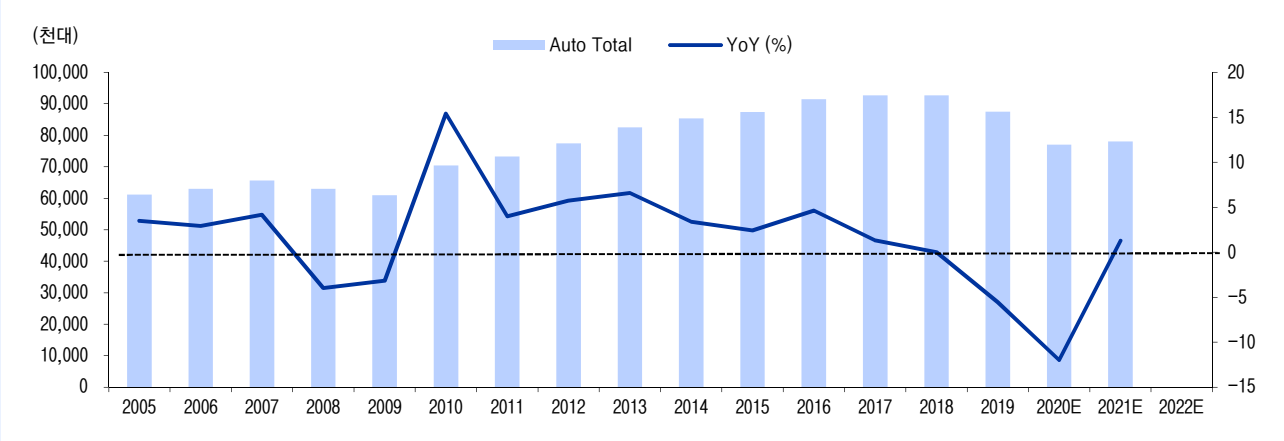
단기적으로 어려운 시황이 예상되고 있으나, 저희 생각으로는 Valuation이 급격히 하락한 상황에서 여러가지 현대기아차에게 상대적으로 우호적인 상황이 전개되고 있다고 판단됩니다. 가장 중요한 점은,
1) 글로벌 OEM대비 미국/유럽에 대한 노출도가 낮아 실적의 훼손폭이 제한된다는 점과
2) 각국에서 이미 발표했거나 시행될 수 있는 내연기관 메이커에 우호적인 정책
3) 제네시스와 대형 SUV로 구성된 신차모멘텀의 발현 가능성 입니다. 반면 역사적 저점에서 등락을 반복하고 있기 때문에 자동차 업종 비중확대에 대한 적극적인 고민이 필요한 시점으로 판단됩니다.

최선호주로 **현대차(Buy, TP 120,000원), 현대모비스(Buy, TP 210,000원)**을 추천드립니다.

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

Key Charts

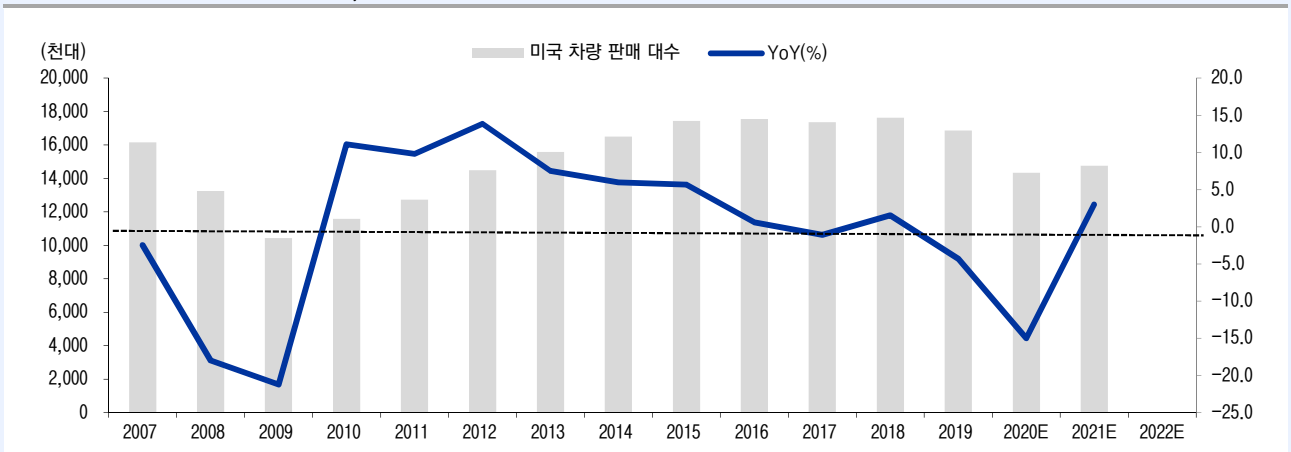
글로벌 자동차 수요: 2020 년 77 백만대 (YoY -12%)까지 하락예상: 금융위기 대비 하락폭 큼



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

- 글로벌 자동차산업 수요는 2020 년 COVID-19 영향으로 YoY -12% 기록 예상
- 금융위기 대비 하락폭이 큰 것으로 나타나며, 2Q20 에 특히 집중적으로 손익 훼손요인으로 작용 예상

미국 연간 자동차 시장: 2020 년 1,432 만대(YoY -15%) 예상. 2 년 연속 역성장 구간 진입

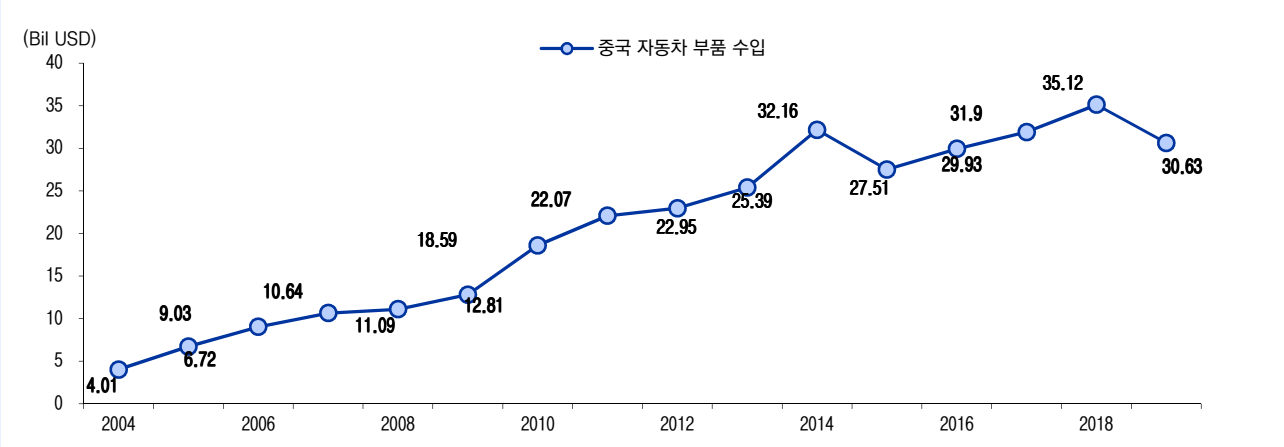


자료: CCMA, 이베스트투자증권 리서치센터

- 2020 년 미국 연간 자동차 판매는 YoY -15% 예상. 주요 OEM 들 Shut-Down 종료는 5 월 초로 예정
- 따라서 4 월말 완성차 실적시즌 전후가 완성차 주가 저점이 될 가능성 존재

Key Charts

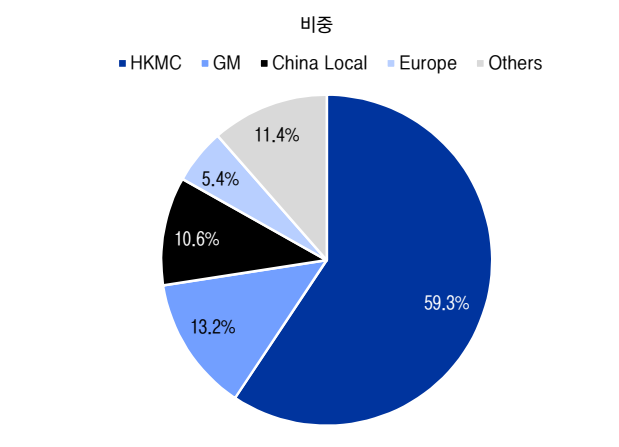
중국 자동차 부품 수입 규모 추이: 중국의 외산 부품 의존도는 약 6% 수준, 중국 자동차 시황 급반등 예상은 신중할 필요



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

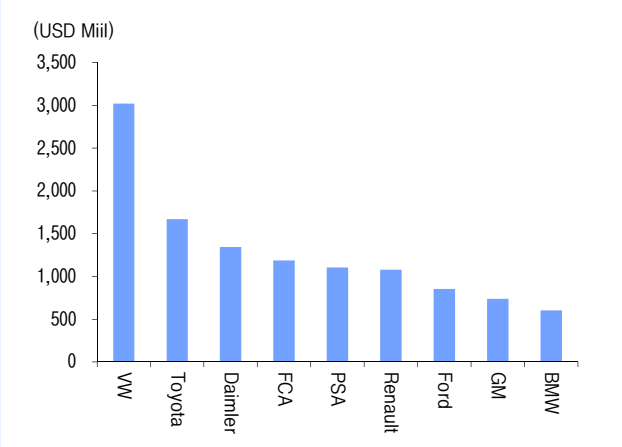
- **중국 자동차 판매 반등은 완만한 흐름 예상 (4~5 월내 급반등 가능성 낮음)**
- **중국 OEM 의 수입 의존도는 파워트레인 등 핵심부품 위주로 약 6%, 독일과 일본 의존도가 대부분**

만도 고객사별 매출액 비중: 중국 매출비중 20% 상회



자료: 세계철강협회, 이베스트투자증권 리서치센터

COVID-19: 메이커별 생산차질에 대한 월 인건비 부담액

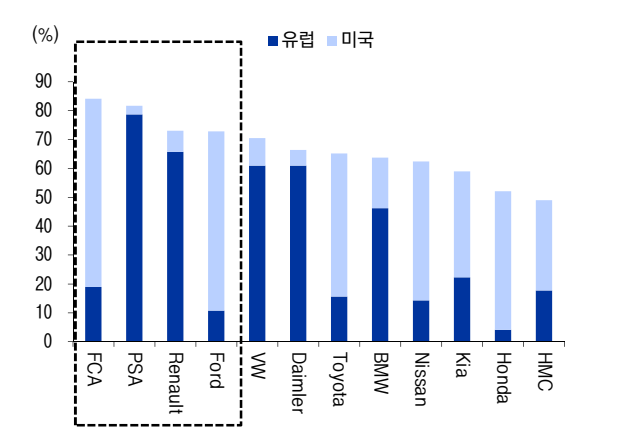


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- **글로벌 공장 Shut-Down: 파워트레인 내재화 비율이 높은 VW, Daimler 의 경우 현재 상황 지속시 발생할 월 고정비 발생 약 3 조원, 1.5 조원 수준**

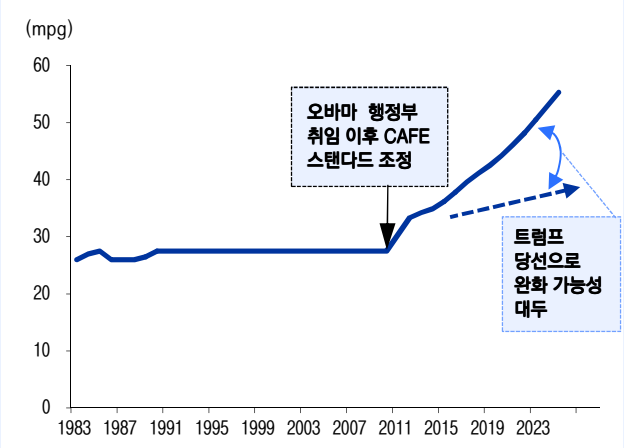
Key Charts

글로벌 OEM 별 유럽/미국에 대한 매출 노출도: 현대차의 경우 경쟁업체 중 가장 낮은 49% 수준



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

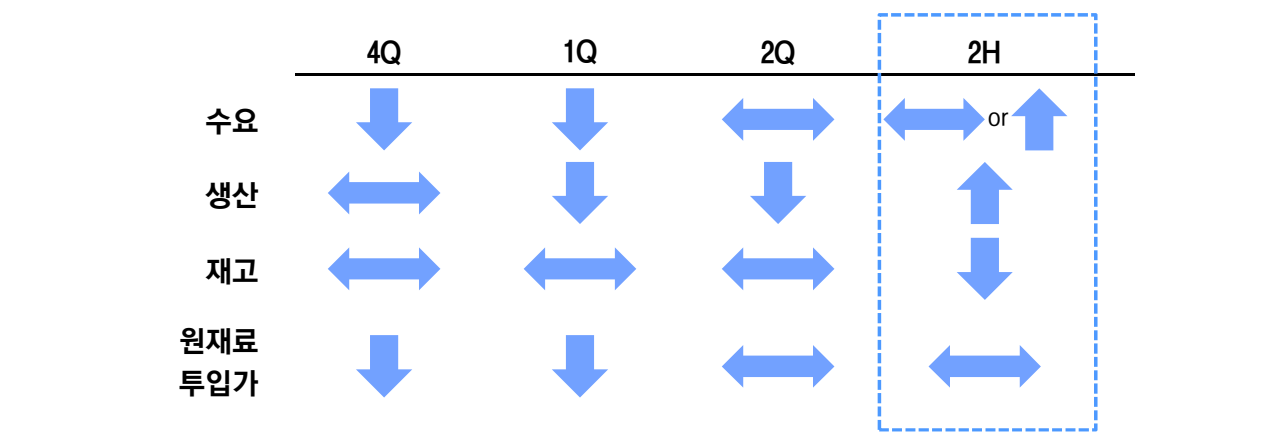
미국 CAFE 스탠다드 흐름 및 변경 예상 경로: 2021~2026 년에 대한 규제 완화



자료: EPA, NHTSA, 이베스트투자증권 리서치센터

- 현대차의 COVID-19 으로 인한 shut-down 관련 지역 노출도가 가장 낮음
- 미국 CAFE 스탠다드 완화: 2026 년 기준 40mpg → 46.7mpg(CO_2 배출량 기준 136g/km)로 증가

타이어 업종 Fundamental 의 발전 방향: 2Q20 부터 수요 하락세 서서히 멈출 가능성 존재, 스프레드 개선은 3Q20 이후



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- 타이어 업종 스프레드는 3Q20 부터 개선될 가능성 존재
- 글로벌 타이어 업체들의 유형자산 투자 Cycle 은 2019 년에 종료

Key Charts

1Q20 자동차/부품 Preview

	(십억원)	1Q20	1Q20 컨센서스	1Q19	YoY	4Q19
현대차 BUY, 120,000원	매출액	24,342.0	23,779.4	23,987.1	1.5	27,868.1
	영업이익	792.0	842.9	824.9	-4.0	1,243.6
	지배주주순이익	632.0	637.6	829.5	-23.8	838.7
기아차 BUY, 35,000원	매출액	1,448.8	13,844.9	12,444.4	-88.4	16,105.4
	영업이익	395.7	405.5	594.1	-33.4	590.5
	지배주주순이익	336.0	374.6	649.1	-48.2	346.4
현대모비스 BUY, 210,000원	매출액	8,826.6	8,790.1	8,737.8	1.0	10,403.7
	영업이익	438.5	476.9	493.7	-11.2	634.4
	지배주주순이익	522.8	481.3	483.0	8.3	582.1
현대위아 BUY, 37,000원	매출액	1,608.5	1,744.5	1,849.4	-13.0	1,798.3
	영업이익	76.6	42.7	14.6	424.5	20.2
	지배주주순이익	99.0	39.7	13.8	618.5	13.4
현대글로비스 HOLD, 90,000원	매출액	3,937.7	4,306.6	4,220.8	-6.7	4,802.4
	영업이익	170.2	196.3	185.3	-8.1	228.5
	지배주주순이익	158.2	123.4	106.0	49.2	229.4
한온시스템 HOLD, 10,000원	매출액	1,547.4	1,674.5	1,429.1	8.3	1,961.1
	영업이익	80.5	94.3	93.5	-13.9	171.1
	지배주주순이익	47.6	60.1	56.0	-15.0	116.3
만도 BUY, 30,000원	매출액	1,281.8	1,295.9	1,415.1	-9.4	1,636.1
	영업이익	19.2	23.4	32.1	-40.2	64.3
	지배주주순이익	8.5	8.4	16.8	-49.5	11.6
한라홀딩스 BUY, 40,000원	매출액	179.8	198.6	194.9	-7.7	200.3
	영업이익	9.8	15.3	16.8	-41.6	18.2
	지배주주순이익	3.5	6.8	5.2	-33.0	10.0
에스엘 BUY, 18,000원	매출액	570.5	566.0	393.0	45.2	655.0
	영업이익	3.4	11.0	-3.5	-195.9	15.2
	지배주주순이익	3.5	10.2	6.3	-44.7	15.9
S&T모티브 BUY, 40,000원	매출액	220.9	237.8	225.5	-2.0	258.7
	영업이익	14.4	19.2	13.9	3.8	25.5
	지배주주순이익	13.1	16.0	-58.7	-122.3	14.6
평화정공 BUY, 8,500원	매출액	215.2	208.0	252.1	-14.6	274.1
	영업이익	-1.1	1.9	1.8	-161.2	-0.1
	지배주주순이익	0.3	2.8	1.5	-79.9	-2.0
우리산업 BUY, 20,000원	매출액	67.4	76.4	78.2	-13.8	83.6
	영업이익	3.5	3.5	3.1	13.5	4.5
	지배주주순이익	2.2	2.7	2.0	8.5	2.1
한국타이어앤테크놀로지 HOLD, 20,000원	매출액	1,429.0	1,528.6	1,642.5	-13.0	1,678.0
	영업이익	84.3	104.3	140.6	-40.0	116.0
	지배주주순이익	65.3	75.3	121.2	-46.1	13.0
넥센타이어 Not Rated	매출액	455.2	479.0	1,642.5	-72.3	1,678.0
	영업이익	34.1	32.3	140.6	-75.7	116.0
	지배주주순이익	25.1	20.7	121.2	-79.3	13.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

산업분석

자동차
Overweight

다시오기 힘든 기회

1Q20 Preview: 상처받은 자동차 시장

Contents

Part I	상처받은 자동차 시장	8
Part II	타이어: Cycle 저점을 향해 가다	22
Part III	1Q20 자동차/타이어 Preview	28

기업분석

현대차 (005380)	40
기아차 (000270)	45
현대모비스 (012330)	50
현대위아 (011210)	55
현대글로비스 (086280)	60
한온시스템 (018880)	65
만도 (204320)	70
한국타이어앤테크놀로지 (161390)	75
한라홀딩스 (060980)	80
평화정공 (043370)	85
에스엘 (005850)	90
S&T 모티브 (064960)	95
우리산업 (215360)	100
넥센타이어 (002350)	105

Part I

상처받은 자동차 시장

상처받은 시장, 그러나 다시오지 않을 기회

COVID-19 영향이 실물 경제로 확대되기 시작하며 자동차 소비가 급감하는 구간으로 진입했습니다. 미국과 유럽의 2Q20 판매실적은 YoY -25~30% 수준까지 확대될 것으로 예상되고 있습니다. GM, Ford등을 포함해 상당수 OEM들이 가동 재개시점을 밝히지 못하고 있는 상황입니다. 이러한 상황은 많은 자동차 업체들의 2Q20 영업실적을 크게 훼손시키는 요인으로 작용할 전망입니다.

한편 미국 정부는 지난 3월 31일부로 NHTSA(도로교통안전국), EPA(환경부)를 통해 2021~2026년 미국의 기업평균연비를 낮추기로 결정했습니다. 이로인해 자동차 업체들의 2026년 미국내 Target 연비는 40.4mpg, 즉 135g/km에 해당하는 수치만 만족하는 상황까지 온 것으로 보입니다. 현재 유럽에서 2020년부터 적용되는 CO_2 배출량이 95g/km 인 점에 비하면 동 조취는 내연기관 자동차 업체들에게 우호적인 스탠스인 것으로 판단됩니다.

결론적으로, 금번 위기를 지나게 되며 기존의 대형 자동차 업체들은 친환경차 개발에 대한 자본배분 부담이 완화되 궁극적으로 채산성이 향상될 것으로 보여집니다. 글로벌 완성차 P/B가 0.3배 수준으로 하락했기 때문에 전반적인 기업가치 할인구간이 발생한 것으로 판단합니다.

상처받은 자동차 시장

글로벌 수요 위축: 2020년 자동차 판매 YoY -12% 예상

글로벌 수요의 위축되는 구간, 2Q20이 가장 고비

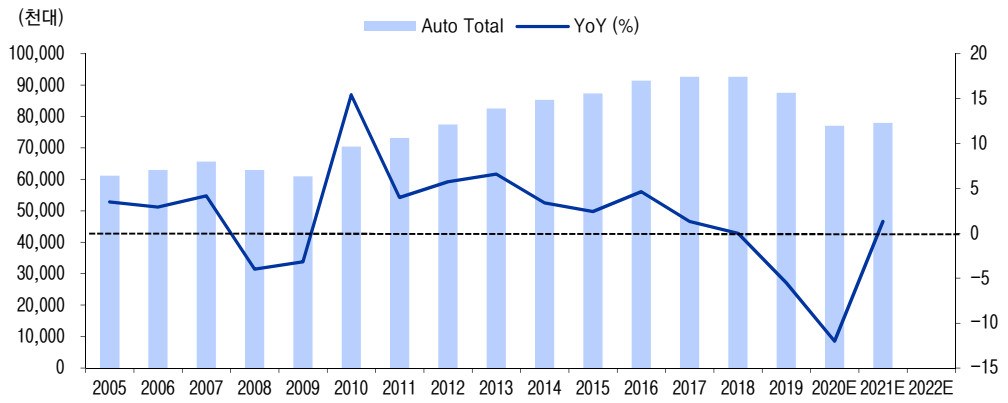
COVID-19 영향이 세계 최대 자동차 시장인 미국과 유럽으로 번지기 시작하며 글로벌 자동차 수요가 2020년 들어 급감할 것으로 예상한다. 자동차 Overcapacity 이슈가 아닌 pandameic이 수요위축으로 번지고 있기 때문에 V자 반등을 예상하기는 조심스러운 상황이다. 당사는 4월을 지나 5월경 부터는 점진적으로 글로벌 수요 급락세가 진정될 가능성이 있느 것으로 예상하며, 4Q20 들어서 억압수요 발생을 기대한다.

2020년 글로벌 자동차 판매는 약 77백만대(YoY -12%)를 기록할 것으로 예상된다. 2020년의 하락폭은 지난 2008년 금융위기때 나타난 YoY -4%를 크게 넘어서고 있는 수치인데, 유럽과 중국의 하락세가 금융위기 당시의 하락폭을 넘어서고 있기 때문이다. 유럽의 경우 WLTP 도입에 따른 공급/수요 급감 영향으로 인한 기본 하락세가 존재하고, 중국의 경우 역시 motorization의 종료, 내연기관 차량 구매 제한 등으로 수요가 감소한 영향이다.

미국의 경우, 2020년 연간 자동차 판매가 1,432만대(YoY -15%)수준까지 하락할 것으로 예상한다. 상당수 미국 OEM 업체들은 지난해 말부터 월별 판매실적 발표를 하고 있지 않고 있는 상황이나, 3월부터는 어쨌든 발표업체들 합산 기준으로 retail 판매가 YoY -46% 하락한 상황이다. 즉 공장 가동중단이 본격화된 4월의 경우 retail 판매가 YoY -80~-90% 수준까지 감안하는 상황인 것으로 보인다. 현대기아차의 경우 역시 3월 retail 판매실적이 합산기준으로 YoY -31%까지 하락했는데, 상대적으로 Pick-up/SUV 라인업이 부재한 상황이기 때문에 시장 하락폭 대비로는 방어가 이뤄질 것으로 생각된다.

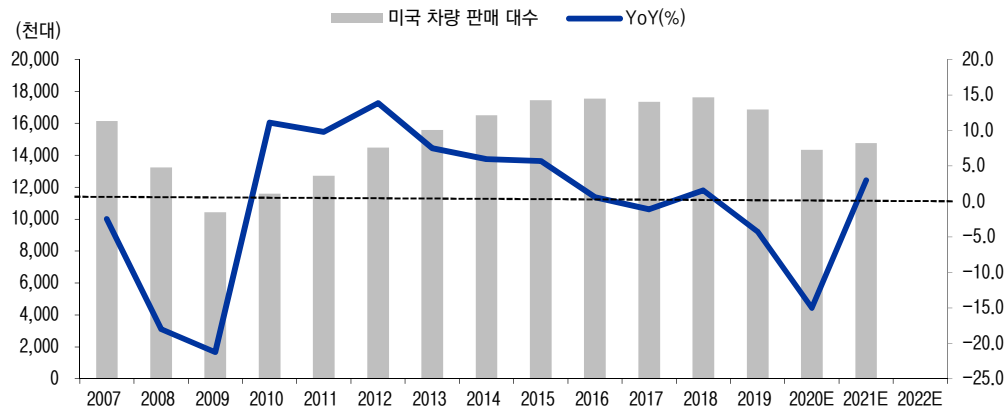
유럽의 경우 남유럽 중심으로 수요가 가파르게 하락할 것으로 예상된다. 특히 이태리, 스페인 등의 판매감소가 극심하게 나타날 것으로 예상된다. 유럽의 경우 CO_2규제 강화가 2020년부터 시작되었기 때문에 내연기관의 공급 자체가 1월부터 크게 하락하며 1~2월의 평균 판매량이 YoY -7% 수준을 기록한 상태다. 그러나 3월 중/하순부터 유럽업체들 대부분이 공장 shut-down, 국경폐쇄에 나서고 있기 때문에 단기적으로 판매 반등을 기대하기는 어려운 상황이다. 유럽시장의 경우 한편 2015년에 YoY +9.2%를 기록한 이후부터는 지속적으로 증가세가 하락해 왔다. 디젤 게이트를 기점으로 이러한 트렌드가 나타나고 있는 건데, 구조적으로 파워트레인이 급격하게 변화하는 구간이기 때문에 소비자들의 구매도 계속해서 지연될 수 밖에 없었던 것으로 보인다. 반면 금번 COVID-19 구간을 거치며 1)CO_2 규제 유예 가능성 2)각국 정부의 소비진작책 등이 중기적으로 예상되고 있기 때문에 2020년을 저점으로 2021년에는 수요 회복국면으로 진입할 가능성이 존재한다. 2020년 유럽 연간 판매량은 1,430만대(YoY -10%)를 기록할 것으로 예상한다.

그림1 글로벌 자동차 수요: 2020 년 77 백만대 (YoY -12%)까지 하락예상: 금융위기 대비 하락폭 큼



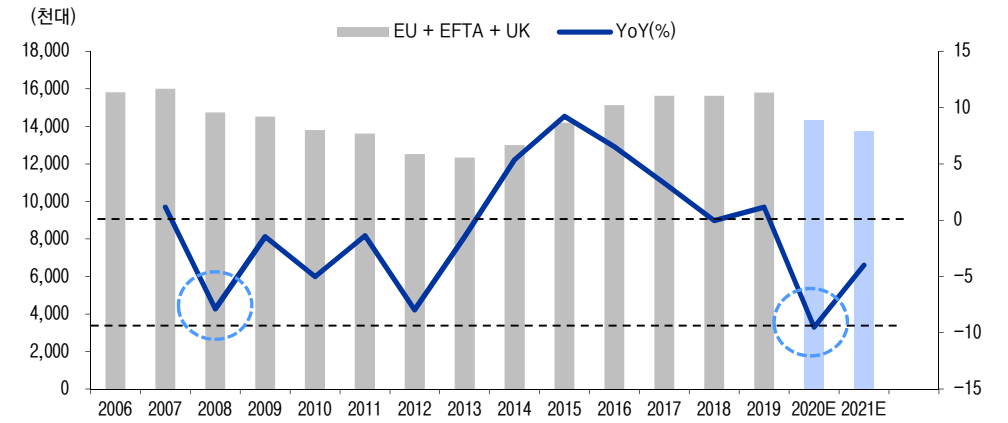
자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 미국 연간 자동차 시장: 2020 년 1,432 만대(YoY -15%) 예상. 2 년 연속 역성장 구간 진입



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 유럽 연간 자동차: 판매감소세는 금융위기 대비보다 낮은 구간으로 진입



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

중국은 먼저 반등 중, 그러나 Supply-Chain 이슈 여전히 지속될 가능성

중국의 경우 COVID-19 영향으로 인해 2월 판매급감이 나타났으나, 3월들어서 회복세가 눈에 띄게 나타나고 있는 중이다. 소비 전반에 대한 부양책 강화로 성간이동 활성화가 촉진되는 가운데, 각 성별 내연기관 차량의 번호판 규제 완화, 중고차 폐차 보조금 도입, Voucher 인센티브, NEV 보조금 2년 유지 등이 발표되고 있어 완만한 회복세가 지속될 것으로 예상한다.

중국의 연간 자동차 판매대수는 약 23.7백만대(YoY -8%)를 기록할 것으로 예상된다. 2018년, 2019년에 이어 3년 연속 역성장세가 나올 것으로 예상된다. 1~3월 누적 판매 증가율은 약 YoY -45% 수준을 기록할 것으로 예상되고 있다. 2Q20이 전개되면서 판매둔화세는 크게 완화될 것으로 보이고, 글로벌 각 주요 지역들과는 상반된 흐름이 전개될 것으로 기대한다.

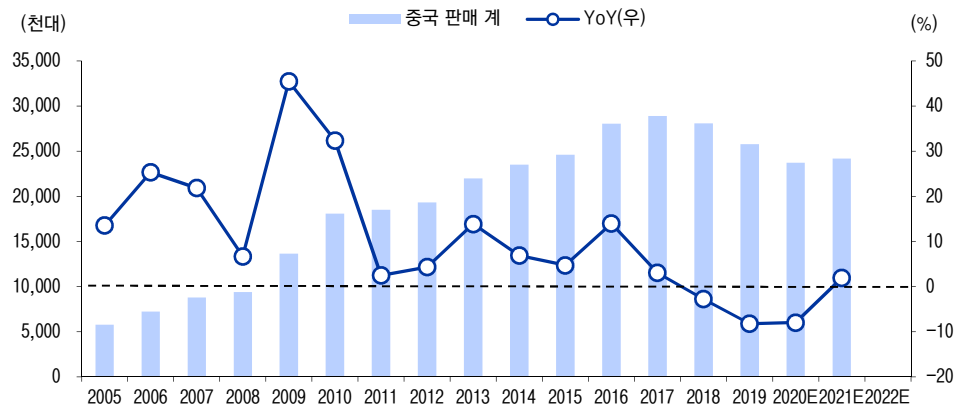
하지만 중국 자동차 시장 특성상 주요 판매는 글로벌 OEM-local 업체들간의 JV 파트너십 하에 생산되는 경우가 많다. 중국에서 생산/판매가 되는 차량이더라도 글로벌 OEM의 글로벌 소싱을 그대로 사용하는 경우가 많기 때문에 생산차질이 발생할 수 있다. 즉, 중국 자동차 산업의 부품 현지화 부족으로 인한 이슈가 발생할 것으로 보인다.

중국은 OEM들의 제조 현지화에 따라 부품 소싱의 현지화를 그동안 상당히 진행해 왔으나, 2018년/2019년에 각각 USD 35billion/31billion 어치를 수입했다. 이는 중국 전체 자동차 부품시장의 6%에 해당되는 규모이기도 하고, 현재 글로벌 대부분 자동차 산업 밀집 국가들의 shut-down이 진행되고 있기 때문에 중국의 자동차 생산 반등 속도에 영향을 미칠 것으로 볼 수 있다. 특히 중국에서 생산되고 있는 high-end 차종들의 경우 여전히 파워트레인, 반도체 등 관련 핵심부품은 수입에 의존해 오고 있는 상황이며, 특히 변속기의 경우 수입중 70%가 독일과 일본에 의존하고 있는 상황이다.

종합적으로 보면, 중국 중앙정부/지방정부 등 각각의 강력한 경기부양 정책이 본격화되는 가운데 부품 공급차질로 인해 가파른 반등의 전개는 어려울 것으로 보인다. 따라서 상반기의 낮은 판매로 인해 형성된 일방적인 하반기의 가파른 판매반등을 기대하기보다는 점진적인 회복을 예측할 필요가 있다고 생각된다.

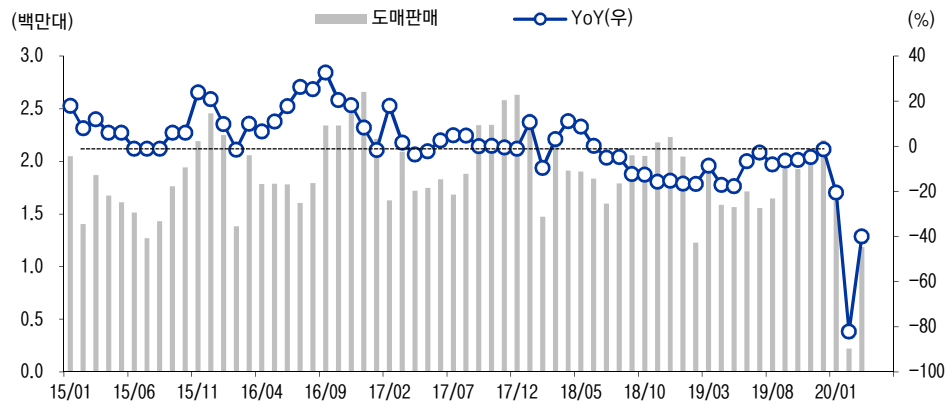
또한 중국의 exposure 가 높은 국내 부품업체들의 경우 공급되는 현지 OEM들은 중국의 실적회복에 대해 큰 기대감을 갖기에는 아직 이른 것으로 판단된다. 다만 현대기아차의 경우 파워트레인 관련 핵심부품들(예 현대트랜시스 변속기) 등이 국내 조달에 의존하고 있기 때문에 현재의 글로벌 Pandemic이 현대기아 관련 중국내 공급 밸류체인에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단된다.

그림4 중국 연간 자동차 판매: 2018~2020 년 3 년 연속 역성장 구간



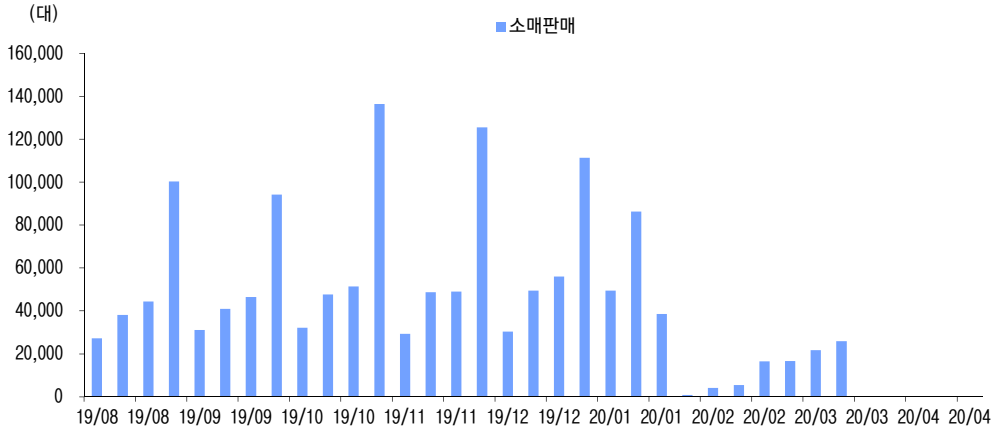
자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 중국 월간 자동차 판매 흐름



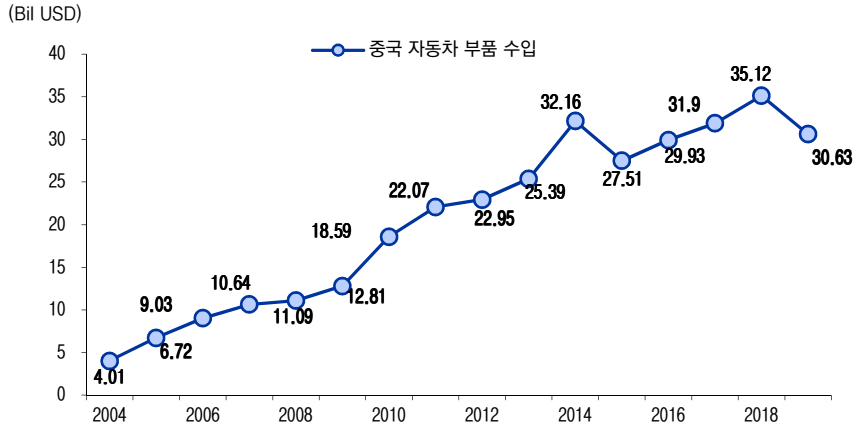
자료: CPCA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 중국 주간 자동차 판매 흐름



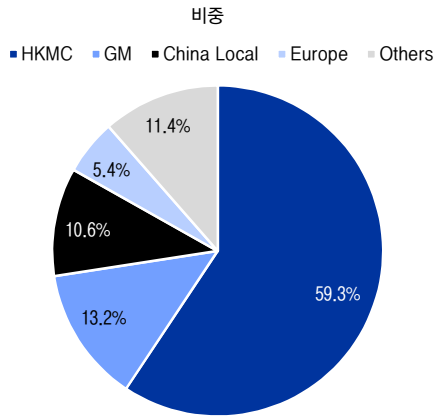
자료: CPCA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 중국 자동차 부품 수입 규모 추이



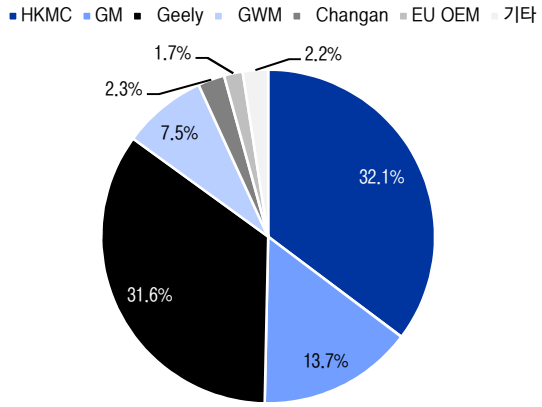
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 만도 고객사별 매출 비중



자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 만도 중국내 고객사 비중



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Shut-Down과 그 이후

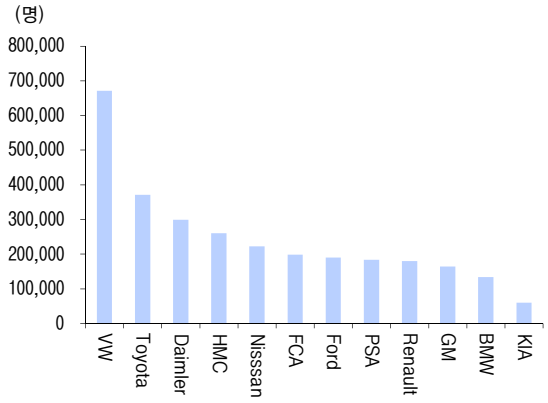
가동 중단이 남긴 문제들, 그리고 특정 업체에 미치는 영향들

글로벌 자동차회사들의 가동 중단이 한창이다. 우리는 이러한 현상이 자동차산업에 직접적으로 미치는부분을 크게 3가지 정도로 판단하고 있다. 첫째로는 단기 실적의 악화, 둘째로는 매출중단에 따라 발생하게 되는 현금 고갈, 그리고 자동차 업체들의 주주환원 정책 시행 둔화 이렇게 볼 수 있다.

먼저 최근들어서는 유럽과 미국의 자동차 공장들 대부분이 4/15 이후로도 가동중단을 실시하고 있는 반면, 대부분 지역에서 인건비는 그대로 지급되는 구조다. 글로벌 자동차 업체별로, 유럽과 미국 지역에 대한 노출이 높은 업체들은 특히 가동중단에 따른 손실폭 확대가 불가피 할 것으로 예상된다. 현대기아차의 경우, 미국과 유럽에 대한 노출이 50% 내외로 글로벌 자동차들 업체 평균인 70%에 비해 한참 낮은 것으로 나타난다. 또한 글로벌라이제이션에 실패한 PSA, FCA, Renault 등의 경우 비중이 80% 수준에 달하고 있어 실적의 훼손이 가장 클 것으로 해석된다.

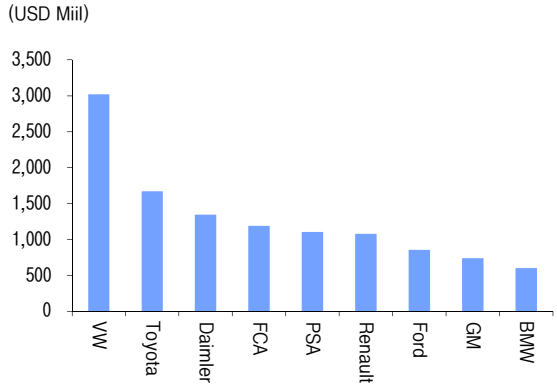
자동차 업체들은 아직까지 shut-down 기간에 한해 대부분의 생산직에 기존임금의 100%를 지급하고 있는 것으로 나타나기 때문에 shut-down이 길어질수록 재무적 문제가 눈덩이처럼 불어날 수 있는 구조를 갖고 있다. 자동차 판매규모에 비해 독일 업체들이 상대적으로 많은 직원수를 보유하고 있는 것으로 나타난다. 특히 VW의 경우 같은 판매규모를 갖춘 Toyota에 비해 현격하게 높은 인건비 구조를 갖추고 있는 것으로 보이며, 이에 따른 재무적 타격이 클수 밖에 없을 것으로 보인다. 일례로 VW의 경우 연간 67만명 중 중국을 제외한 약 60%의 생산인력에 대한 고정비가 발생한다. 연간 인당 인건비를 $90,000 수준으로 계산시 연간 총 발생 인건비는 약 7조원 정도로 환산 가능하고, 월별로 가정시 약 4조원 가량, 또는 주당 1조원 가량 인건비 관련한 현금 고갈현상이 발생한다.

그림10 주요 자동차 업체별 고용인구



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 메이커별 생산차질에 대한 월 인건비 부담액 추정치



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표1 글로벌 자동차 업체별 연간 임금 및 shutdown 비율에 따른 월 인건비 부담 추정치

		연간 임금	월지급 (/12)	총 고용인구
VW	인당	90,000	7,500	671,205
	전체 (mil)	60,408	5,034	671,205
	Shut-Down 60% 가정시	36,245	3,020	402,723
BMW	인당	90,000	7,500	133,778
	전체 (mil)	12,040	1,003	133,778
	Shut-Down 60% 가정시	7,224	602	80,267
Daimler	인당	90,000	7,500	298,655
	전체 (mil)	26,879	2,240	298,655
	Shut-Down 60% 가정시	16,127	1,344	179,193
Renault	인당	90,000	7,500	179,565
	전체 (mil)	16,161	1,347	179,565
	Shut-Down 80% 가정시	12,929	1,077	143,652
FCA	인당	90,000	7,500	198,000
	전체 (mil)	17,820	1,485	198,000
	Shut-Down 80% 가정시	14,256	1,188	158,400
PSA	인당	90,000	7,500	184,000
	전체 (mil)	16,560	1,380	184,000
	Shut-Down 80% 가정시	13,248	1,104	147,200
GM	인당	90,000	7,500	164,000
	전체 (mil)	14,760	1,230	164,000
	Shut-Down 60% 가정시	8,856	738	98,400
Ford	인당	90,000	7,500	190,000
	전체 (mil)	17,100	1,425	190,000
	Shut-Down 80% 가정시	10,260	855	114,000
Toyota	인당	90,000	7,500	370,870
	전체 (mil)	33,378	2,782	370,870
	Shut-Down 60% 가정시	20,027	1,669	222,522

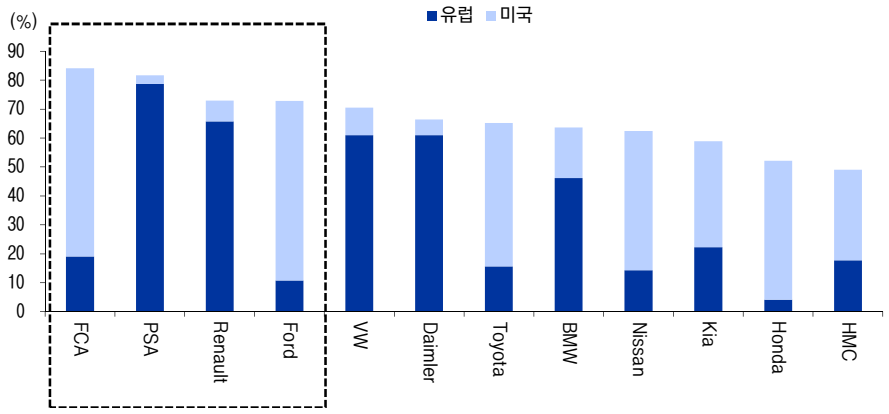
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 미국/유럽 지역 자동차 공장 shut-down 현황

지역	메이커	지역	Shut-down 기간	재가동 여부
America	GM	North America	3월 19일부터 (재가동 일시는 미정)	
	Ford	US	3월 20일부터 (재가동 일시는 미정)	
		Canada	3월 20일부터 (재가동 일시는 미정)	
		Mexico	3월 20일부터 (재가동 일시는 미정)	
	Fiat Chrysler	North America	3월 19일부터	4월 14일
	Tesla	Fremont, CA	3월 23일부터	미정
	Toyota	US	3월 23일 ~ 4월 6일	4월 20일
		Canada	3월 23일 ~ 4월 6일	4월 17일
		Mexico	3월 23일 ~ 4월 6일	4월 17일
	Nissan	US	3월 20일 ~ 4월 6일	4월 말까지 중단 예정
	Honda	North America	3월 23일 ~ 31일	4월 7일
		Canada	3월 23일 ~ 31일	
		Mexico	3월 23일 ~ 31일	
	VW	North America	3월 21일	4월 6일
		Mexico	3월 30일 ~ 4월 12일	
	BMW	Spartanburg	3월 29일	4월13일
	Hyundai	Alabama	3월 19일	4월 13일
	Kia	Georgia	3월 30일	4월 13일
Europe	VW	Spain	3월 19일부터, 2~3주 예상	
		Setubal in Portugal	3월 19일부터, 2~3주 예상	
		Bratislava in Slovakia	3월 19일부터	4월 19일
		Italy	3월 19일부터, 2~3주 예상	
		Germany	3월 19일부터	4월 19일
		그 외 유럽 지역 공장들	준비중 (2주 예상)	
	Daimler	유럽 전 공장	3월 20일부터 2주	
	Ford	Valencia in Spain	3월 16일부터 무기한 중단	5월 4일
		Cologne in Germany	3월 19일부터 무기한 중단	5월 4일
		Saarlouis in Germany	3월 19일부터 무기한 중단	5월 4일
		Craiova in Romania	3월 19일부터 무기한 중단	5월 4일
		유럽 나머지 전 공장	준비중	5월 4일
	FCA	Italy 생산공장 6곳	3월 16일	4월 14일
		Serbia	3월 16일	
		Poland	3월 16일	
	Renault	France 12곳 모든 공장	3월 17일부터 무기한 중단	무기한 중단
		Spain	3월 17일부터 무기한 중단	
		Slovenia	3월 17일부터 무기한 중단	
		Palencia in Spain	3월 16일 ~ 3월18일	
		Valladolid in Spain	3월 16일 ~ 3월18일	
	PSA	France	3월 16일 ~ 3월 27일	무기한 중단
		Poland	3월 16일 ~ 3월 27일	
		U.K.	3월 16일 ~ 3월 27일	
		Portugal	3월 16일 ~ 3월 27일	
		Germany	3월 16일 ~ 3월 27일	
		Slovakia	3월 16일 ~ 3월 27일	
	BMW	유럽 전 공장	3월 18일 ~ 4월 19일	
	Hyundai	Czechia Republic	3월 23일	4월 13일 재가동 예정
	Kia	Slovakia	3월 23일 ~ 4월 3일	

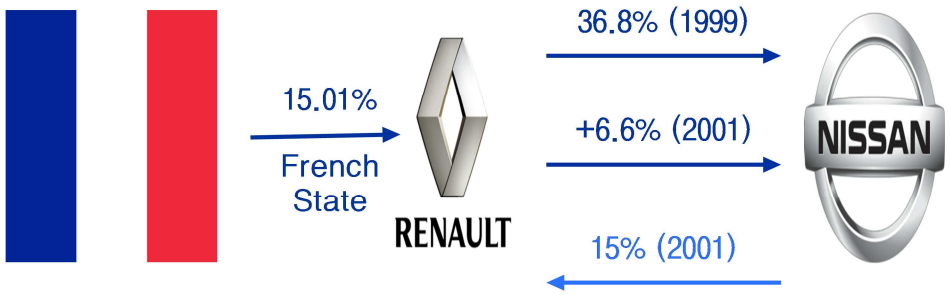
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 주요 OEM 별 미국+유럽 매출 의존도: 현대차 49% 수준으로 경쟁 OEM 중 가장 낮은편



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 르노-닛산 지분관계: COVID-19 에 대한 구제책 중 하나로 프랑스 정부는 르노지분 추가확보, 이에 따른 닛산 경영권 참여 확대 가능성 확산과 Alliance 에 대한 갈등 고조될 가능성 존재



자료: Renault, 이베스트투자증권 리서치센터

이후 예상되는 상황들: 신용공여 외에도 사실상 규제완화가 필요

한편 위와 같은 시나리오 하, 대부분의 자동차 업체들은 shut-down 상황이 약 3개월간 지속하게 된다면 기존 재고에 대한 부담 수준이 아닌 현금 소진 현상이 나타나게 된다. 이러한 상황에 대비해 상당수의 자동차 업체들은 이미 Credit Facility(신용 공여) 등을 확보한 상황이나, 어찌됐건 지금 당장의 운영현황이 개선되고 있지는 않다.

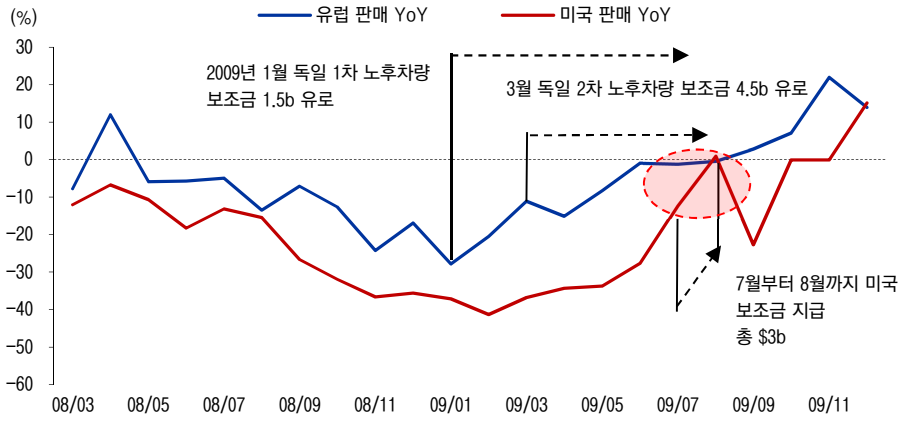
따라서 현재의 상황은 실질적인 COVID-19의 확산세가 소강상태를 보이는데로 개선세가 전개될 가능성이 높다고 볼 수 밖에 없는데, 중요한건 따라서 5~6월 시점부터의 개선에 대한 방향성이다. 지난 금융위기 구간에서는 독일과 미국에서 폐차보조금이 도입되었고 프랑스, 벨기에 등 다른 국가들에서도 친환경차 관련 보조금 지급이 있었다.

한편 현재의 상황을 살펴보면, 강력하게 기존 자동차 산업의 생존을 누르고 있는 친환경차의 규제 완화를 기대해 볼 수 있다. 친환경차 개발 자체가 기존 고용의 생태계를 상당부분 위협하고 있는 상황이기 때문에 각국 정부는 연비규제에 대한 완화의 스탠스를 보일 가능성이 높다. 물론 자동차 업체들에게 Credit Facility를 지원해 주는 한시적인 방안도 중요하나, 유럽같이 supply chain이 여러 국가에 거쳐 퍼져있는 경우 신용공여는 단기적인 대안일 뿐이고 사실상 모든 자동차 업체들이 공유할 수 있는 전방위적인 정책이 시급하다.

미국의 경우 이미 지난 3월 31일 NHTSA와 EPA가 공동으로 기존 미국의 기업연비규제인 CAFÉ Standard를 완화했다. 2021~2026년의 자동차 연비 상향분을 매년 5%에서 1.5%로 현격하게 줄이고, 2026년 최종 target을 40.4mpg로 변경했다. 이는 CO_2 배출량 기준으로 136g/km수준에 해당하는 수준으로, 이미 2020년 95g/km의 충족이 요구되고 있는 유럽에 비해 사실상 내연기관 차량 판매량을 현격하게 늘릴 수 있고, 따라서 기존 자동차 산업 생태계의 가동률을 현격하게 끌어올릴 수 있는 역할을 할 것으로 보인다.

이러한 관점에서 중국은 타 지역들 대비 유연한 적응을 보이고 있는 것으로 생각된다. 각 성별로 번호판 규제완화를 시행하는 동시에 NEV에 대한 보조금도 향후 2년간 지속하기로 결정되었기 때문에, 자동차 업체들로서는 사실상 기존의 투자 흐름을 완만하게 이어나갈 수 있게 되기 때문이다. 종합해 보면, 자동차 판매의 회복 흐름은 시장 친화적인 정부의 스탠스가 의미있게 작용할 것으로 예상되고, 중국, 미국, 유럽 순서로 회복세를 나타낼 것으로 기대된다.

그림14 금융위기 당시 유럽과 미국 판매량 YoY 추이와 자동차 소비 촉진책 도입시점: 금융위기 발생 이후 약 6 개월가량 지난 시점에서 도입



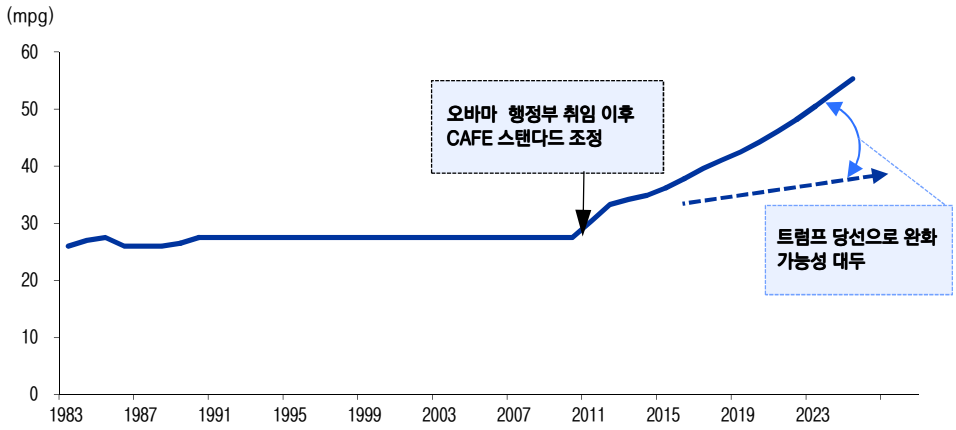
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 주요 OEM 들의 신용공여 현황

Breand	Amount	비고
US		
GM	$16.5 Bil	$10.5 bil (5 year facility), $4.0 bil (3-year facility), $2.0 bil (364-day facility)
Ford	$15.4 Bil	$13.4 bil (corporate credit facility), $2 bil (supplemental credit facility)
FCA	$3.8 Bil	credit facility
Europe		
Daimler	$11.03 Bil	credit facility
BMW	-	
VW	-	
Japan		
Toyota	$9 Bil	credit facility
Nissan	-	
Honda	-	

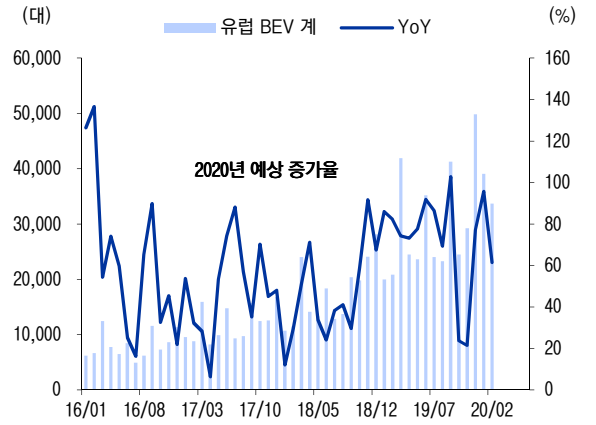
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 미국 CAFE 스탠다드 흐름 및 변경 예상 경로: 2021~2026 년에 대한 규제 완화



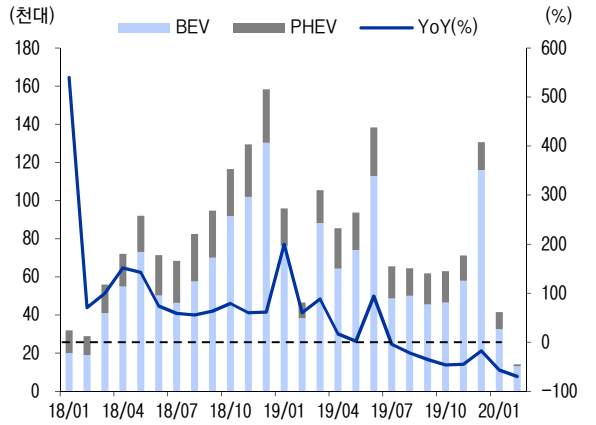
자료: EPA, NHTSA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 유럽 BEV 판매 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 중국 NEV 판매 추이



자료: CPCA, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 글로벌 xEV 판매량 추이 및 전망 (~2023년): Mild HEV는 ICE로 분류

(단위: 천대)		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Global	세부 구분							
Total xEV	HEV	2,030	2,218	2,348	2,489	2,638	2,849	2,963
	PHEV	392	566	528	924	1,358	2,187	2,799
	EV	742	1,288	1,535	2,625	3,885	5,633	8,169
	xEV Total	3,164	4,072	4,411	6,038	7,881	10,669	13,931
	*ICE	89,492	88,582	83,117	70,987	70,145	57,858	52,444
Auto Sales	Auto Total	92,656	92,654	87,528	77,025	78,026	79,196	80,305
	YoY	1.3	0.0	-5.5	-12.0	1.3	1.5	1.4
Penetration	xEV (%)	3.4	4.4	5.0	7.8	10.1	13.5	17.3
	EV (%)	0.8	1.4	1.8	3.4	5.0	7.1	10.2
서유럽								
xEV	HEV	344	427	468	501	526	563	591
	PHEV	132	158	184	406	689	1,241	1,489
	EV	137	204	355	780	1,250	1,750	2,450
	xEV Total	613	789	1,007	1,687	2,466	3,554	4,530
	ICE	15,658	15,429	15,351	12,954	12,381	11,515	10,734
Auto Sales	Auto Total	16,271	16,217	16,359	14,641	14,846	15,069	15,265
	YoY	2.7	-0.3	0.9	-10.5	1.4	1.5	1.3
Penetration	xEV (%)	3.8	4.9	6.2	11.5	16.6	23.6	29.7
	EV (%)	0.8	1.3	2.2	5.3	8.4	11.6	16.1
China								
xEV	HEV	117.8	198	197	213	232	255	276
	PHEV	111	262	226	305	412	515	644
	EV	457	770	840	1,202	1,442	2,019	2,726
	xEV Total	685	1,230	1,264	1,720	2,086	2,790	3,645
	ICE	28,194	26,851	24,505	21,987	21,976	21,706	21,218
Auto Sales	Auto Total	28,879	28,081	25,769	23,707	24,063	24,496	24,863
	YoY	3.0	-2.8	-8.2	-8.0	1.5	1.8	1.5
Penetration	xEV (%)	2.4	4.4	4.9	7.3	8.7	11.4	14.7
	EV (%)	1.6	2.7	3.3	5.1	6.0	8.2	11.0
US								
xEV	HEV	364	341	402	450	504	565	633
	PHEV	90	119	84	150	168	187	209
	EV	104	231	236	377	509	636	795
	xEV Total	559	691	722	978	1,182	1,388	1,637
	ICE	17,096	17,134	16,854	13,962	13,594	13,580	13,585
Auto Sales	Auto Total	17,655	17,825	17,576	14,940	14,775	14,967	15,222
	YoY	-1.7	1.0	-1.4	-15.0	-1.1	1.3	1.7
Penetration	xEV (%)	3.2	3.9	4.1	6.5	8.0	9.3	10.8
	EV (%)	0.6	1.3	1.3	2.5	3.4	4.3	5.2

*Mild HEV는 ICE로 분류

자료: Marklines, CPCA, ACEA, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

타이어: Cycle 저점을 향해 가다

Cycle 저점을 향해 가다

자동차 업체들에 이어 타이어 업체들도 글로벌 주요 공장에서 shut-down을 진행하고 있습니다. 투입원가가 1Q20에는 QoQ 약 11%가량 하락하게 되있어 스프레드가 사실상 확대되지만 절대적인 볼륨의 하락과 기존 재고수준 유지가 이뤄지며 아직까지 큰 Big Cycle을 기대하기에는 어렵다는 판단입니다.

다만 하반기 들어서는 몇가지 변수가 작용할 수 있다고 보여집니다. 특히 현재 현저하게 하락한 원가를 기반으로 타이어 업체들은 원재료 투입에 나서고 있는 상황입니다. 특히 spot 가격 기반으로 6~7개월 어치 원재료 구매에 나서고 있어 업황 회복 시에는 빠르게 기업가치의 상승세로 전환이 가능할 수 있다는 판단입니다.

타이어: Cycle 저점을 향해 가다

타이어 시장: 지표 급격한 하락세

구조적 원가하락 국면: 단기 악재와 장기 호재로 작용할 가능성

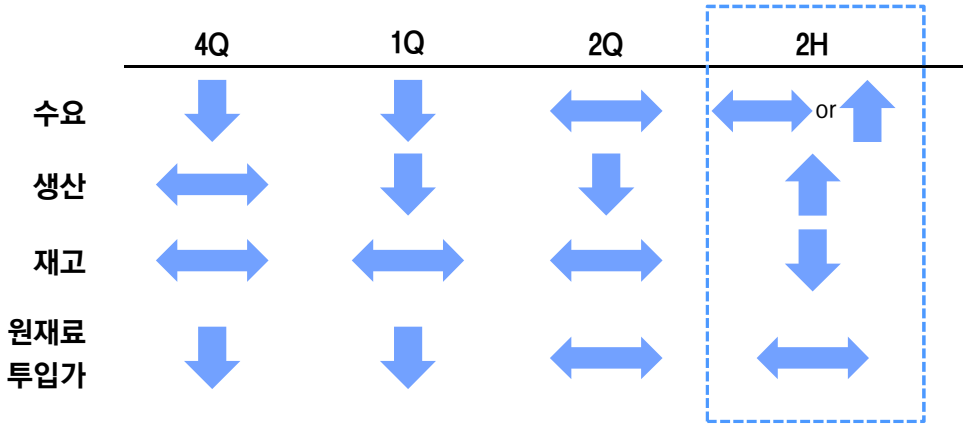
타이어 시장은 지난 4Q19에 이어 1Q20의 시황은 악화된다. 우리는 2Q20까지 이와같은 시황이 지속될 것으로 예상하는데, 전적으로 판매량이 COVID-19와 공장 shut-down 현상이 지속되면서 나타나는 현상으로 볼 수 있다.

또한 지역별로는 한국 타이어업체들이 가장 높은 portion을 갖고 있는 유럽 시장에선 1~2월에 이미 자동차 판매가 -7% 수준으로 하락했는데, 기존 타이어 수요의 절대량을 차지하고 있는 내연기관의 하락폭은 더 컸다. 따라서 전반적인 RE타이어 수요는 두 자릿수 하락세를 기록한 것으로 예상되어 대부분 업체들의 외형 역성장 추이가 지속되었을 것으로 추정한다.

한편 1Q20의 원료투입가격은 지난 4Q19대비 약 10% 가량 하락한 $1,553/톤(Blended 기준)수준이 될 것으로 예상되나, 사실상 외형 역성장이 대부분 지역에서 두 자릿수가 나올 것으로 예상되고, 이에 따른 인센티브 증가가 예상되기 때문에 원가-판가 스프레드는 오히려 하락에 가깝게 이뤄질 것으로 예상한다.

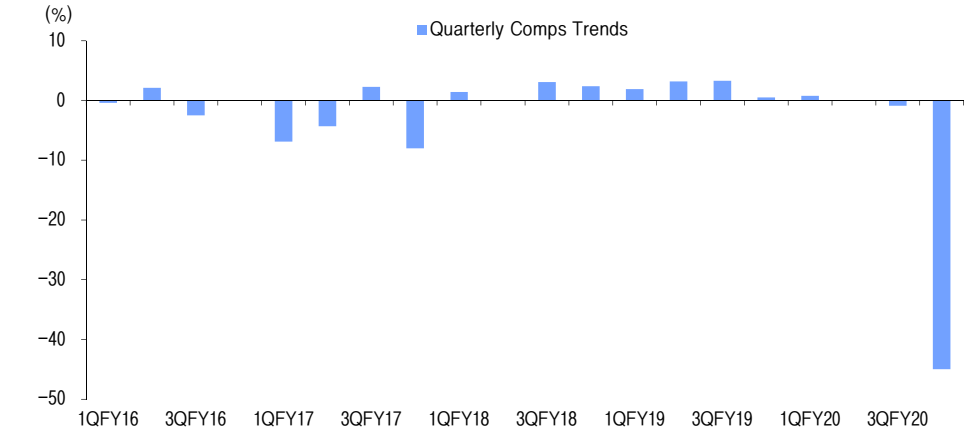
한편 딜러 판매가 1Q20 들어서 급격하게 하락하는 추이가 발견되고 있다. 최근 3월까지의 실적을 발표한 Monro Tire의 경우 1Q20 판매량이 -45% 가량 급락했는데, 이는 즉 3월부터 이미 유통상들의 재고소진이 나타나고 있음을 의미한다. 우리는 이러한 유통업체들의 전략과 상황이 타이어 제조사들의 출하량과 매우 밀접한 연관성을 띈다고 생각되며, 유통상들의 낮은 재고상황이 지속될 시 타이어 업체들의 가동률이 크게 반등할 가능성이 존재한다고 믿는다.

그림18 타이어 업황 예상 흐름 방향: 1Q20 수요 급락, 2Q 에는 저점 형성 가능성 존재



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 미국 Monro Tire(유통사)의 판매 트렌드: 2Q20 까지 타이어 제조사 실적 부진 예상

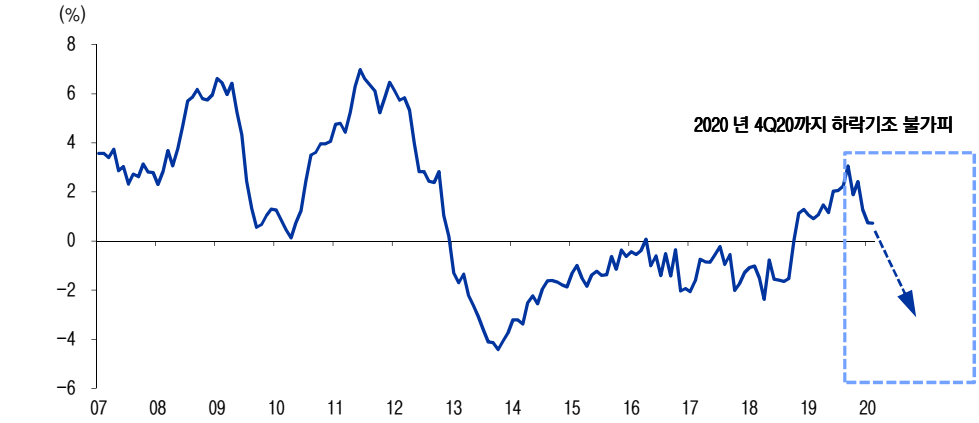


자료: Monro Tire, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 천연고무가격 추이 및 분기평균 가격: 2Q20 에 타이어 수요 하락으로 급락세 연출 불가피

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 미국 타이어 CPI YoY 증가추이: 2020 년은 구조적 하락세 불가피



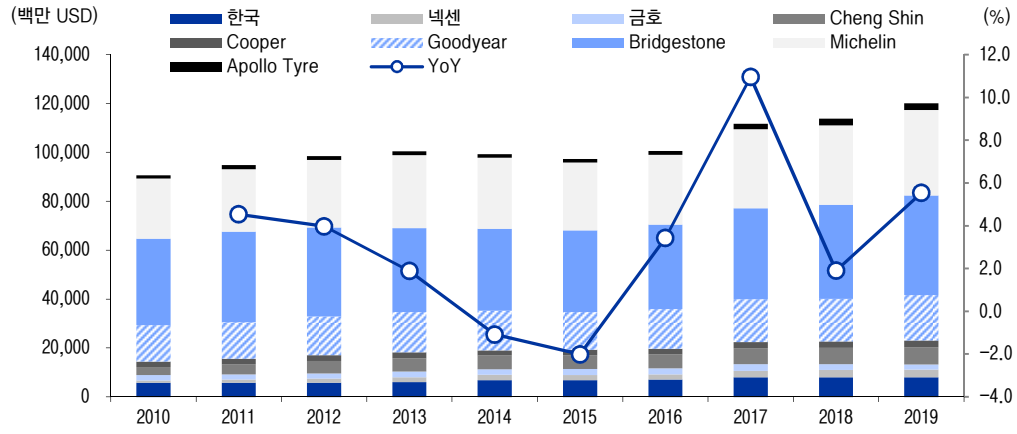
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

가격을 더욱더 누르고 있는 것들: Overcapacity

한편 우리는 타이어 산업 전반에 대해 유형자산 투자가 2016년부터 크게 증가해 2018년부터 상당한 규모의 Overcapacity상태가 진행된 것으로 판단된다. 소 Cycle 주기가 2014~2016년에 거쳐 발생했으나, 2017년부터는 완연한 down-cycle에 들어간 것으로 보이고, COVID-19를 시작으로 down-cycle이 더욱 심화되며 가격하락세가 나타날 것으로 보인다.

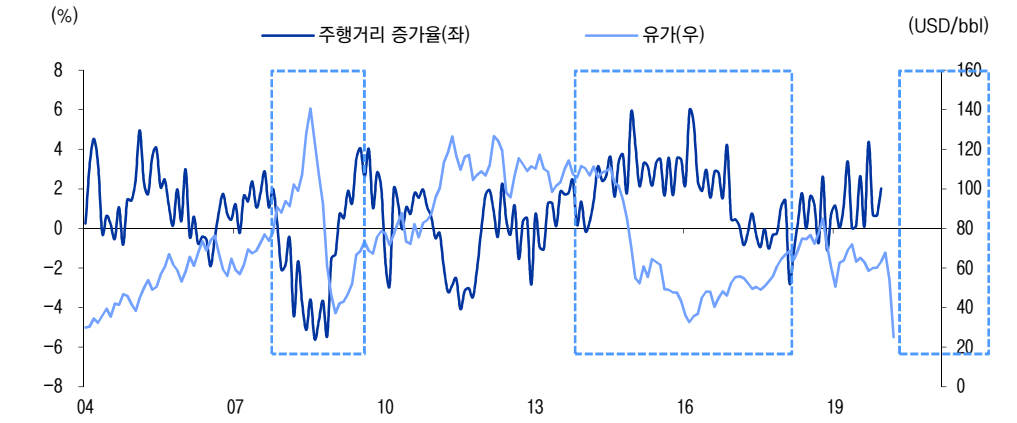
국내 타이어 업체들의 경우(한타, 넥타) 각각 미국 테네시공장과 유럽 체코공장의 현지공장 증설이 완료된 상황이다. 다만 타이어 Cycle은 이미 2017년부터 이미 downcycle로 진입했기 때문에 2018~2019년에 걸려 두업체들은 가격결정력이 훼손되어 왔다. 다만 이 두 업체들도 2020년 부터는 예정된 capex가 미미해 점진적으로 자산회전율을 높혀나갈 것으로 보이고, 특히 COVID-19가 종료되는 시점부터는 활동성 지표가 크게 향상될 것으로 기대한다.

그림22 타이어 업체들의 유형자산규모 추이



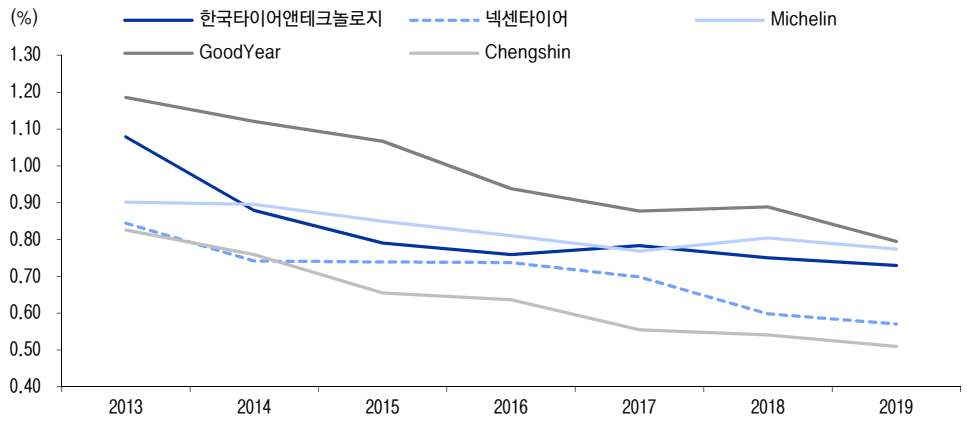
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 미국 자동차 주행거리 증가율과 유가 간의 상관관계: 유가 하락구간에서 주행거리 반등. 2H20 부터는 타이어 수요 반등할 가능성 존재



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 글로벌 주요 타이어 업체들의 유형자산 회전율



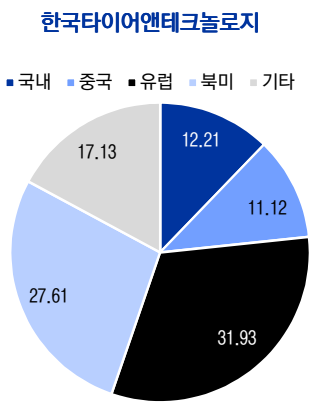
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 타이어 업체들의 유형자산규모 추이: 2019 년을 기점으로 Capex Cycle 은 종료

(USD, Mil)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2010 vs 2019
한국			5,909	6,223	6,956	6,917	7,223	8,147	8,132	8,173	38.3
넥센	913	1,280	1,644	1,945	2,169	2,115	2,127	2,636	2,976	3,068	235.9
금호	2,176	2,098	2,196	2,275	2,296	2,549	2,444	2,660	2,373	2,184	0.4
Cheng Shin	3,321	4,150	5,024	5,430	5,610	5,615	5,726	6,653	6,698	6,961	109.6
Cooper	2,224	2,239	2,329	2,472	2,098	2,201	2,298	2,475	2,588	2,783	25.1
Goodyear	14,972	15,004	15,947	16,478	16,182	15,414	16,165	17,529	17,420	18,551	23.9
Bridgestone	35,254	37,004	36,357	34,302	33,587	33,483	34,577	37,229	38,589	40,843	15.9
Apollo Tyre	1,299	1,587	1,598	1,576	1,539	1,440	1,656	2,225	2,807	2,787	114.6

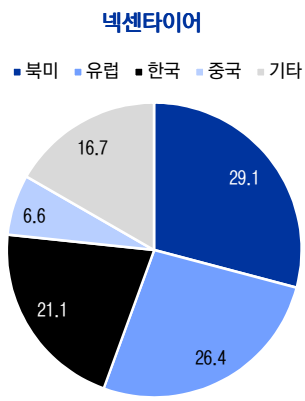
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 한국타이어앤테크놀로지 지역별 매출비중



자료: 한국타이어앤테크놀로지, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 넥센타이어 지역별 매출비중



자료: 넥센타이어, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 글로벌 주요 타이어 업체의 공장 shut-down 발표

브랜드	지역	Shut-down 기간
Goodyear	Peru	3월 17일 ~ 4월 3일
	France	3월 17일 ~ 4월 3일
	Germany	3월 17일 ~ 4월 3일
	Luxembourg	3월 17일 ~ 4월 3일
	Netherlands	3월 17일 ~ 4월 3일
	Poland	3월 17일 ~ 4월 3일
	Slovenia	3월 17일 ~ 4월 3일
	U.S.	3월 18일 ~ 4월 3일
	Canada	3월 18일 ~ 4월 3일
	Mexico	3월 18일 ~ 4월 3일
	Brazil	3월 18일 ~ 4월 3일
	Chile	3월 18일 ~ 4월 3일
	Colombia	3월 18일 ~ 4월 3일
	India	3월 22일 ~ 3월 31일
Michelin	Europe	1주 이상
	U.S.	2주간
	Canada	2주간
Bridgestone	North America	3월 21일 ~ 4월 12일
	Latin America	3월 21일 ~ 4월 12일
Cooper	U.S.	3월 21일 부터 (2,3주 예상)
	Mexico	3월 21일 부터 (2,3주 예상)
Hankook	U.S.	3월 30일 ~ 4월 12일
	Hungary	3월 30일 ~ 4월 7일

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

1Q20 자동차/타이어 Preview

상처와 기회

COVID-19로 인한 직격탄이 예상되는 1Q20, 2Q20의 구간에 걸쳐 자동차 업종 기업가치 큰 폭의 하락이 불가피한 상황입니다. 그러나 shut-down이 집중적으로 발생하게 되는 지역에서 국내 자동차 업체들의 M/S는 상대적으로 낮은 수준이며, 특성상 내수 M/S가 75%에 달하고 있어 글로벌 업체들 중 상대적으로 견고한 이익이 가능하다는 생각입니다.

자동차 섹터 내 선호도는 완성차 → 부품 → 타이어 순서로 판단하고 있습니다. 부품의 경우, 완성차 판매 급감으로 인한 고정비 부담이 상대적으로 선명하게 나타나고, 중국에서의 반등 역시 supply chain 이슈로 인해 단기적으로 급격한 반등을 기대하기는 어렵기 때문입니다.

1Q20 Preview: 상처와 기회

1Q20 Preview: 완성차/모비스의 이익이 상대적으로 안정적

완성차/모비스의 이익 안정성이 높을 것

1Q20 자동차 섹터 전반에 걸쳐 이익에 대한 가시성은 완성차와 현대모비스가 가장 높을 것으로 예상한다. 현대차와 기아차의 경우 2월의 생산차질을 제외하고 대체로 대부분의 지역에서 호실적을 기록한 것으로 나타났고, 현대모비스의 경우 중국 매출의 부진을 A/S 부분에서 만회하는 모습이 나온 것으로 판단된다.

현대차의 경우 영업이익은 7,920억원(YoY -4.0%)를 기록할 것으로 예상된다. 중국제외 총 도매판매량은 YoY -7%를 기록했고, ASP 와 환율효과가 매출액에서 +8%를 차지한 것으로 추정된다. 기아차의 경우 영업이익 3,960억원(YoY -33.4%)를 기록할 것으로 추정된다. 전년 동기에 발생한 통상임금 소송분 환입금액을 감안하면 YoY +20% 수준에 해당하는 증익이 발생했다.

완성차는 대체로 내수시장에서 2월 생산차질에도 불구하고 견고한 성장세를 보였다. 현대차의 경우 3월 들어 그랜져, 제네시스 등으로 Mix가 현격하게 상향조정되었고, 기아차의 경우 K5, K7 및 SUV 신차를 기반으로 판매증가가 뚜렷하게 나타났다.

현대모비스의 1Q20 영업이익은 4,380억원(YoY -11.3%)을 기록 할 예정이다. 내수 신차사이클로 인한 ASP증가, 전년도 FCA 샤시모듈에 대한 기저효과가 종합적으로 발생하며 중국에서의 이익훼손을 최소화 시킨 것으로 판단된다. 특히 A/S의 경우 고정비 부담이 발생하지 않는 구조이고, 본연의 경기방어적 성격으로 인해 유럽 등지에서 2~3월 판매가 급감하는 구간에도 A/S 판매는 일정부분 이뤄졌을 것으로 판단한다.

표7 1Q20 주요종목별 Preview

(십억원)	1Q20	1Q19	YoY(%)	컨센서스	차이
현대차	792	824.9	-4.0	842.9	-6.0
기아차	396	594.1	-33.4	405.5	-2.4
현대모비스	439	493.7	-11.2	476.9	-8.1
현대위아	77	14.6	424.5	42.7	79.4
만도	19	32.1	-40.2	23.4	-17.9
S&T모티브	14	13.9	3.8	19.2	-25.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

부품업체들은 중국시황 회복 확인 필요. GM, VW향 부품업체 실적 가시성 감소

한편 부품업체들의 경우, 1Q20에 대한 실적의 가시성이 완성차에 비해 떨어지는 것으로 판단된다. 특히 부품업체들의 경우 매출인식 방식이 완성차로 공급 후 해당 자동차의 출고기준으로 인식하기 때문에 사실상 2월 내수 생산차질과 더불어 3월의 해외판매 실적 부진 영향이 부품업체들의 매출실적에 영향을 줄 우려가 존재한다.

또한 중국의 경우, 3월까지도 산업 판매량이 YoY -45% 수준으로 반등하는데에 멈췄기 때문에 중국에 대한 exposure가 높은 자동차부품 업체들은 실적의 훼손이 불가피하다는 판단이다.

한편 부품업체 중 현대위아, 만도의 경우 각각 통상임금 소송 환입(현대위아, 약 1,400억원), 생산직 희망퇴직관련 비용(만도, 약 300억원)이 각각 발생할 예정이다. 현대위아의 경우 1Q20실적에 반영되고, 만도의 경우 2Q20부터 실적에 반영될 전망이다.

에스엘의 경우 기존 Hella와의 합자사인 HSL 일렉트로닉스와의 합병을 지난 4Q19 기준으로 완료했다. 이에 따라 연간 110억원 가량의 연결 영업이익 추가사항이 발생하고, 해당 지분만큼의 지분법 이익 차감분이 발생한다.

국내 1차 벤더들은 한편 현대기아차를 제외하고 GM, VW로 발생하는 매출액이 가장 많은 편이며, 만도, 한온시스템, S&T모티브, 에스엘 등 4개 업체의 exposure 가 가장 높다. 따라서 해당 업체들의 실적 가시성은 2Q20까지 낮아질 것으로 예상되며, 따라서 보다 낮은 눈높이 하에서 접근이 필요하다는 생각이다.

표8 1Q20 종목별 Preview

	1Q20	1Q19	YoY(%)	컨센서스	차이
현대글로비스	170.2	185.3	-8.1	196.3	-13.3
한온시스템	80.5	93.5	-13.9	94.3	-14.6
한라홀딩스	9.8	16.8	-41.6	15.3	-35.9
에스엘	3.4	-3.5	-195.9	11.0	-69.1
평화정공	-1.1	1.8	-161.2	1.9	-157.9
우리산업	3.5	3.1	+13.5	3.5	+0.2
한국타이어앤테크놀로지	84.3	140.6	-40.0	104.3	-19.2
넥센타이어	34.1	140.6	-75.7	32.3	5.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표9 1Q20 자동차/부품 Preview

	(십억원)	1Q20	1Q20 컨센서스	1Q19	YoY	4Q19
현대차 BUY, 120,000원	매출액	24,342.0	23,779.4	23,987.1	1.5	27,868.1
	영업이익	792.0	842.9	824.9	-4.0	1,243.6
	지배주주순이익	632.0	637.6	829.5	-23.8	838.7
기아차 BUY, 35,000원	매출액	1,448.8	13,844.9	12,444.4	-88.4	16,105.4
	영업이익	395.7	405.5	594.1	-33.4	590.5
	지배주주순이익	336.0	374.6	649.1	-48.2	346.4
현대모비스 BUY, 210,000원	매출액	8,826.6	8,790.1	8,737.8	1.0	10,403.7
	영업이익	438.5	476.9	493.7	-11.2	634.4
	지배주주순이익	522.8	481.3	483.0	8.3	582.1
현대위아 BUY, 37,000원	매출액	1,608.5	1,744.5	1,849.4	-13.0	1,798.3
	영업이익	76.6	42.7	14.6	424.5	20.2
	지배주주순이익	99.0	39.7	13.8	618.5	13.4
현대글로비스 HOLD, 90,000원	매출액	3,937.7	4,306.6	4,220.8	-6.7	4,802.4
	영업이익	170.2	196.3	185.3	-8.1	228.5
	지배주주순이익	158.2	123.4	106.0	49.2	229.4
한온시스템 HOLD, 10,000원	매출액	1,547.4	1,674.5	1,429.1	8.3	1,961.1
	영업이익	80.5	94.3	93.5	-13.9	171.1
	지배주주순이익	47.6	60.1	56.0	-15.0	116.3
만도 BUY, 30,000원	매출액	1,281.8	1,295.9	1,415.1	-9.4	1,636.1
	영업이익	19.2	23.4	32.1	-40.2	64.3
	지배주주순이익	8.5	8.4	16.8	-49.5	11.6
한라홀딩스 BUY, 40,000원	매출액	179.8	198.6	194.9	-7.7	200.3
	영업이익	9.8	15.3	16.8	-41.6	18.2
	지배주주순이익	3.5	6.8	5.2	-33.0	10.0
에스엘 BUY, 18,000원	매출액	570.5	566.0	393.0	45.2	655.0
	영업이익	3.4	11.0	-3.5	-195.9	15.2
	지배주주순이익	3.5	10.2	6.3	-44.7	15.9
S&T모티브 BUY, 40,000원	매출액	220.9	237.8	225.5	-2.0	258.7
	영업이익	14.4	19.2	13.9	3.8	25.5
	지배주주순이익	13.1	16.0	-58.7	-122.3	14.6
평화정공 BUY, 8,500원	매출액	215.2	208.0	252.1	-14.6	274.1
	영업이익	-1.1	1.9	1.8	-161.2	-0.1
	지배주주순이익	0.3	2.8	1.5	-79.9	-2.0
우리산업 BUY, 20,000원	매출액	67.4	76.4	78.2	-13.8	83.6
	영업이익	3.5	3.5	3.1	13.5	4.5
	지배주주순이익	2.2	2.7	2.0	8.5	2.1
한국타이어앤테크놀로지 HOLD, 20,000원	매출액	1,429.0	1,528.6	1,642.5	-13.0	1,678.0
	영업이익	84.3	104.3	140.6	-40.0	116.0
	지배주주순이익	65.3	75.3	121.2	-46.1	13.0
넥센타이어 Not Rated	매출액	455.2	479.0	1,642.5	-72.3	1,678.0
	영업이익	34.1	32.3	140.6	-75.7	116.0
	지배주주순이익	25.1	20.7	121.2	-79.3	13.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표10 현대차 도매판매 실적 추이 및 전망

(천대)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E
총 계	**1,019**	**1,105**	**1,102**	**1,193**	**4,419**	**890**	**916**	**1,068**	**1,197**	**4,071**	**4,277**
중국제외 판매대수 (천대)	888	964	931	986	3,769	827	811	903	1,022	3,563	3,697
내수	184	200	163	194	741	159	190	170	204	723	765
미국 (HMA)	157	164	176	200	697	181	122	173	212	687	707
유럽 (HME)	134	139	135	137	545	110	101	116	136	463	451
인도 (HMI)	133	128	118	132	511	127	108	121	136	492	517
브라질 / 러시아	106	113	114	103	436	94	92	105	108	399	419
기타 (아중동+동남아)	174	220	225	220	839	155	198	218	227	798	838
중국	131	141	171	207	650	63	105	165	175	508	580
YoY(%)											
총 계	**-2.2**	**-7.3**	**-0.8**	**-2.5**	**-3.3**	**-12.7**	**-17.1**	**-3.1**	**0.3**	**-7.9**	**5.1**
중국제외 판매대수 (천대)	1.0	-1.1	0.1	-0.9	-0.3	-6.9	-15.9	-3.0	3.7	-5.5	3.8
내수	8.7	8.1	-4.7	-0.6	2.8	-13.6	-5.0	4.0	5.0	-2.5	5.8
미국 (HMA)	-4.4	-4.9	6.5	5.8	0.9	15.5	-26.0	-2.0	6.0	-1.4	2.8
유럽 (HME)	1.4	-1.3	1.5	0.5	0.5	-18.1	-27.0	-14.0	-1.0	-15.1	-2.5
인도 (HMI)	-3.1	-6.5	-13.9	-4.5	-7.0	-5.0	-15.0	3.0	3.0	-3.6	5.0
브라질 / 러시아	6.8	2.9	2.6	-9.9	0.3	-10.9	-19.0	-8.0	5.0	-8.5	5.0
기타 (아중동+동남아)	-1.7	-4.3	5.9	-0.9	-0.3	-10.5	-10.0	-3.0	3.0	-4.8	5.0
중국	-19.6	-35.0	-5.5	-9.6	-17.7	-51.9	-25.5	-3.5	-15.5	-21.8	14.2

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표11 기아차 도매판매 실적 추이 및 전망

(천대)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E
총 계	**649**	**706**	**691**	**726**	**2,773**	**648**	**625**	**725**	**745**	**2,744**	**3,039**
중국 제외 총계	566	641	636	668	2,512	616	564	663	686	2,530	2,782
내수	115	127	132	145	519	117	120	133	147	517	534
미국	137	161	163	152	613	154	119	156	160	589	629
유럽	125	134	119	122	500	112	99	119	124	454	514
ROW (아중동, 러시아 등)	189	218	209	218	835	194	189	210	210	803	805
인도			14	31	45	40	37	45	45	167	300
중국	83	65	55	58	261	32	61	62	59	214	257
YoY(%)											
총 계	**0.9**	**-4.4**	**0.7**	**-1.7**	**-1.2**	**-0.1**	**-11.4**	**4.9**	**2.6**	**-1.0**	**10.7**
중국 제외 총계	0.9	-1.2	3.2	9.4	3.0	8.8	-11.9	4.3	2.6	0.7	10.0
내수	-8.0	-10.9	3.9	5.8	-2.4	1.5	-5.8	0.8	1.4	-0.5	3.3
미국	5.9	3.5	-0.7	6.4	3.5	12.3	-26.0	-4.1	5.3	-3.8	6.8
유럽	-2.7	2.8	1.3	9.3	2.5	-10.7	-26.0	0.7	1.6	-9.1	13.1
ROW (아중동, 러시아 등)	6.0	-0.6	0.4	-0.5	1.1	2.7	-13.5	0.3	-3.9	-3.9	0.3
인도								232.0	45.2	274.1	80.0
중국	1.2	-27.8	-21.4	-54.7	-29.5	-61.2	-6.2	12.7	1.7	-17.9	20.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표12 현대차 주요 신차 판매 스케쥴

지역별 구분	구분	1H19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	2H20	1H21
한국	현대	쏘나타 FMC	A SUV, i30,	그랜져 F/L	아반떼 FMC	투싼 FMC, 싼타페 F/L	코나 F/L	
	친환경	아이오닉 F/L	쏘나타 HEV/PHEV		아반떼 FMC HEV	싼타페 HEV		
	제네시스		GV80	GV80	GV80 가솔린, G80		GV70, G70 F/L	전용 EV, G90
미국	현대	펠리세이드 SUV(2Q)	베뉴	쏘나타 FMC			아반떼 FMC, 싼타페 F/L	픽업트럭
	친환경	코나 EV			쏘나타HEV		아반떼 HEV, 싼타페 HEV	
	제네시스				G90	G80, GV80		
중국	승용	엘란트라 F/L		쏘나타 FMC		밍투, 미스트라		
	RV	엘란트라 PHEV, 싼타페		ix25	중국 전용 MPV			
	친환경	싼타페 FMC	엔씨/라페스타 EV					
유럽			i10				투싼 HEV/PHEV	NE
인도		베뉴	신형 i10		크레타 FMC			
러시아					크레타 FMC			
브라질			신형 HB20					

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표13 기아차 주요 신차 판매 스케쥴

지역별 구분	구분	1H19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	2H20	1H21
국내	승용		K7 F/L	K5 FMC			스팅어 F/L	K7
	RV	니로 F/L	셀토스, 모하비 F/L		쏘렌토 FMC	카니발 FMC		스포티지 FMC
	친환경	소울 EV, 니로 EV		K5, K7 HEV	쏘렌토 FMC HEV			CV
미국	승용		K7 F/L			K5		
	RV	텔룰라이드, 스포티지	니로 F/L		셀토스	쏘렌토 FMC		
	친환경	니로 EV				쏘렌토 FMC HEV		
유럽		니로 F/L	K5 FMC, Ceed CUV		Ceed PHEV		스포티지 HEV/PHEV	
중국	승용	K3						
	RV		KX3					
	친환경		K3 PHEV					
인도			셀토스			소형 SUV	카니발 CKD	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표14 업체별 미국/유럽 매출비중

(%)	미국 매출비중	유럽매출비중	비고
현대차	34.02	17.58	체코공장, 터키공장 보유
기아차	35.60	22.30	슬로박 공장
현대모비스	23.22	13.89	현지공장 통해 현대/기아 대응
현대위아	12.33	0.96	
현대글로비스	8.43	5.86	
한온시스템	23.61	48.27	EF&P 인수 후 미국/유럽매출 확대
만도	15.39	4.70	미국은 GM향 비중 30%, 유럽 폴란드 공장
한국타이어앤테크놀로지	27.61	31.93	헝가리 공장 가동 중단
한라홀딩스	10.64	-	하반기부터 동유럽 기반 물류사업 진출
평화정공	15.33	18.76	유럽 R&D 인수/운영
에스엘	22.00	2.00	에스엘 아메리카 통해 테네시, 알라바마 보유
S&T모티브	24.50	2.34	
우리산업	2.20	5.84	FCA, BMW, PSA 등 유럽 메이커 수주 확보
넥센타이어	29.12	26.45	체코공장 가동중단

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표15 글로벌 OEM 공급 현황

	VW	BMW	GM	Ford	Renault	FCA
현대모비스						모듈 (오하이오 공장), 19. 4월 부터 재가동
만도	매출비중 5% MoC (Motor On Caliper)	매출비중 3% 캘리퍼	매출비중 15% MoC, Suspension	매출비중 2% STO(Steering Torque Overlay)		
한온시스템	매출비중 6% Compressor E-MQB, MEB 전용 컴프레서 수주	매출비중 3% BCS	매출비중 5%	매출비중 14% Compressor	Radiator	매출비중 4% Compressor
현대위아			CVJ			
평화정공			Detroit 현지법인 대응 스트라이커 등 공급			
에스엘			에스엘 테네시 통해 대응 연결매출 대비 20% LED Headlamp 2021년 Pickup 공급 증가	테네시공장 대응 E-Shifter		
S&T모티브			미국 GM향 매출 30% Suspension Oil Pump Infotainment	Magna DCT 모터 공급		
우리산업						
한국타이어	중국내 최다 OE 공급처			F-Series 타이어 공급		
넥센타이어	VW OE 수주 최근 시작					
핸즈 코퍼레이션	OEM 공급			OEM 공급	핸즈식스 현재 닛산 공급 모로코 대응	OEM 공급

자료: 각사, 이베스트투자증권 리서치센터

표16 글로벌 자동차 업체 밸류에이션

업체명	VW	BMW	Daimler	FORD	GM	HMC	Kia	Geely
Mkt Value (Mil $)	58,937	31,306	28,620	16,811	25,779	14,877	8,307	12,916
Stock Price ($)	106.7	48.2	26.8	4.2	18.0	69.6	20.5	1.4
Sales (Mil $)								
19	282,820	116,662	193,386	155,900	137,237	90,773	49,913	42,804
20E	243,722	102,271	164,091	131,747	128,015	85,532	47,284	37,364
21E	262,812	107,966	180,316	141,797	136,446	90,179	50,044	39,847
OP (Mil $)								
19	16,360	8,333	4,603	574	5,481	3,095	1,725	1,247
20E	11,858	6,249	3,649	1,939	4,724	3,425	1,620	1,248
21E	17,452	8,629	9,248	3,841	6,455	4,257	1,941	1,531
OPM (%)								
19	5.8	7.1	2.4	0.4	4.0	3.4	3.5	2.9
20E	4.9	6.1	2.2	1.5	3.7	4.0	3.4	3.3
21E	6.6	8.0	5.1	2.7	4.7	4.7	3.9	3.8
Net Income								
19	15,545	5,502	2,661	47	6,732	2,558	1,568	1,186
20E	10,571	4,663	3,169	147	4,353	2,863	1,555	1,155
21E	14,554	6,279	5,990	2,588	6,299	3,535	1,927	1,408
ROE(%)								
19	12.5	8.4	3.8	0.1	16.3	3.3	6.5	17.1
20E	6.8	6.1	5.2	0.1	10.5	4.9	6.6	15.0
21E	9.5	8.2	7.9	7.4	13.7	5.8	7.6	15.5
PER(x)								
19	6.5	9.9	22.2	8.0	7.6	10.7	9.7	15.1
20E	6.3	8.2	9.7	57.3	5.5	6.3	5.5	10.3
21E	4.1	5.6	5.3	5.6	3.7	5.0	4.5	8.7
PBR(x)								
19	0.8	0.8	0.9	1.1	1.2	0.3	0.6	2.4
20E	0.4	0.5	0.4	0.5	0.6	0.3	0.4	1.6
21E	0.4	0.5	0.4	0.5	0.5	0.3	0.3	1.4
EPS(USD)								
19	29.8	8.4	2.5	0.0	4.6	9.7	3.9	0.1
20E	17.0	5.9	2.8	0.1	3.3	11.3	3.9	0.1
21E	25.8	8.7	5.1	0.8	4.9	14.2	4.8	0.2
EPS(%)								
19	7.0	-33.2	-69.0	-98.9	-17.6	89.6	49.2	-38.5
20E	-43.0	-29.3	11.2	640.0	-29.5	16.8	-0.7	7.4
21E	52.4	46.5	84.1	917.6	50.8	25.1	23.9	18.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표17 글로벌 부품업체 밸류에이션

업체명	CONTINENTAL	Aptiv	보그워너	MAGNA	Valeo	Autoliv	MOBIS	Hanon	MANDO	WIA
Mkt Value (Mil $)	12,953	11,048	4,401	8,874	3,587	3,534	12,654	3,553	816	579
Stock Price ($)	64.8	43.3	21.3	29.3	14.9	40.5	133.1	6.7	17.4	21.3
Sales (Mil $)										
19	49,793	14,357	10,168	39,431	21,804	8,548	32,661	6,141	5,135	6,279
20E	44,754	13,984	9,403	34,006	20,243	8,164	31,827	6,126	4,895	6,144
21E	47,020	15,392	10,529	37,767	22,232	8,988	34,372	6,559	5,215	6,374
OP (Mil $)										
19	-77	1,276	1,303	2,367	1,158	726	2,025	415	188	88
20E	2,835	1,517	1,046	2,177	1,105	774	1,943	398	172	145
21E	3,480	1,810	1,175	2,398	1,297	921	2,261	473	220	189
OPM (%)										
19	-0.2	8.9	12.8	6.0	5.3	8.5	6.2	6.8	3.7	1.4
20E	6.3	10.9	11.1	6.4	5.5	9.5	6.1	6.5	3.5	2.4
21E	7.4	11.8	11.2	6.3	5.8	10.3	6.6	7.2	4.2	3.0
ROE(%)										
19	-7.4	27.2	16.7	16.4	6.8	23.1	7.3	15.0	7.5	1.8
20E	6.2	23.5	14.1	14.6	7.0	18.0	7.6	14.2	8.3	3.6
21E	11.1	27.2	16.4	16.3	11.4	22.1	8.1	16.3	10.4	4.5
PER(x)										
19	11.2	19.8	10.5	9.1	24.0	14.7	10.6	18.7	14.9	24.2
20E	13.0	11.5	7.2	7.6	12.6	8.4	6.4	14.2	8.6	6.7
21E	7.2	8.5	5.5	4.8	6.1	6.0	5.5	11.6	6.4	5.3
PBR(x)										
19	1.5	6.3	1.9	1.5	1.6	3.5	0.7	2.7	1.1	0.4
20E	0.8	2.5	0.9	0.7	0.7	1.4	0.5	2.0	0.7	0.2
21E	0.7	2.2	0.9	0.7	0.6	1.2	0.4	1.8	0.6	0.2
EPS(%)										
19	-140.1	-4.7	-18.8	-15.6	-46.0	141.6	14.7	8.4	-1.3	-193.8
20E	-172.7	-2.2	-18.0	-31.6	-19.3	-9.4	3.6	-3.4	8.6	92.8
21E	81.7	35.7	30.6	59.6	107.1	40.0	15.1	23.0	34.4	27.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표18 글로벌 헤드램프 업체 밸류에이션

업체명	Valeo	Hella	ICHIKOH	SL	Mobis
시가총액(백만$)	3,587	2,977	362	509	12,654
종가($)	14.9	26.8	3.8	10.6	133.1
매출액(백만$)					
19	21,804	7,996	1,221	1,939	32,661
20E	20,243	6,865	1,238	2,057	31,827
21E	22,232	7,064	1,327	2,217	34,372
영업이익(백만$)					
19	1,158	866	59	41	2,025
20E	1,105	463	66	63	1,943
21E	1,297	532	86	85	2,261
영업이익률(%)					
19	5.3	10.8	4.8	2.1	6.2
20E	5.5	6.7	5.4	3.1	6.1
21E	5.8	7.5	6.4	3.8	6.6
ROE(%)					
19	6.8	23.2	12.6	5.5	7.3
20E	7.0	8.7	12.0	6.9	7.6
21E	11.4	9.8	12.4	8.3	8.1
PER(x)					
19	24.0	7.3	14.0	8.2	10.6
20E	12.6	10.6	7.0	7.3	6.4
21E	6.1	9.2	5.6	6.0	5.5
PBR(x)					
19	1.6	1.5	1.6	0.4	0.7
20E	0.7	0.9	0.8	0.5	0.5
21E	0.6	0.9	0.7	0.5	0.4
EV/EBITDA(x)					
19	4.7	3.9	5.3	2.0	4.9
20E	3.3	3.8	2.6	3.1	2.5
21E	2.7	3.5	2.3	2.7	2.2
EPS(USD)					
19	1.5	6.5	0.5	1.4	20.8
20E	1.2	2.5	0.5	1.5	21.6
21E	2.5	2.9	0.7	1.8	24.8
EPS(%)					
19	-46.0	55.8	-45.9	-68.5	14.7
20E	-19.3	-60.9	9.3	-14.4	3.6
21E	107.1	15.1	25.7	22.3	15.1

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표19 글로벌 타이어 업체 밸류에이션

업체명	굿이어	미쉐린	브릿지스톤	컨티넨털	요코하마	토요	청신	쿠퍼	한국	넥센
시가총액(백만$)	1,254	15,007	20,354	12,953	1,893	1,401	3,224	799	1,964	382
종가($)	5.4	84.0	28.5	64.8	11.2	9.1	0.99	15.9	15.9	3.9
매출액(백만$)										
19	14,745	27,019	32,343	49,793	5,967	3,463	3,545	2,753	5,909	1,736
20E	13,840	24,621	32,076	44,754	5,883	3,499	3,745	2,641	5,598	1,759
21E	13,891	25,536	33,349	47,020	6,092	3,696	3,839	2,718	5,789	1,845
영업이익(백만$)										
19	615	3,013	2,992	-77	537	353	227	174	467	178
20E	832	2,562	3,012	2,835	436	392	298	204	448	150
21E	973	3,016	3,255	3,480	481	415	321	282	508	165
영업이익률(%)										
19	4.2	11.1	9.2	-0.2	9.0	10.2	6.4	6.3	7.9	10.3
20E	6.0	10.4	9.4	6.3	7.4	11.2	8.0	7.7	8.0	8.5
21E	7.0	11.8	9.8	7.4	7.9	11.2	8.4	10.4	8.8	8.9
순이익(백만$)										
19	-311	1,960	2,684	-1,371	385	225	112	96	360	101
20E	105	1,591	2,080	1,249	300	246	191	88	370	90
21E	332	1,988	2,263	1,991	331	263	206	147	423	97
ROE(%)										
19	-6.7	13.7	12.5	-7.4	10.6	13.0	4.4	7.9	6.0	7.5
20E	2.5	10.6	9.3	6.2	7.2	10.9	7.2	8.1	6.4	7.2
21E	7.1	12.8	9.8	11.1	7.8	11.1	7.5	11.3	6.7	7.0
PER(x)										
19	14.3	11.3	10.1	10.0	8.1	9.8	39.1	14.0	9.9	7.9
20E	12.1	9.4	9.9	13.0	6.1	5.9	16.7	8.8	5.6	5.0
21E	4.2	7.7	9.1	7.2	5.6	5.5	15.5	5.3	4.9	4.3
PBR(x)										
19	0.8	1.5	1.3	1.5	0.8	1.1	1.8	1.1	0.6	0.6
20E	0.3	1.0	0.9	0.8	0.5	0.7	1.2	0.6	0.3	0.3
21E	0.3	0.9	0.9	0.7	0.4	0.6	1.2	0.5	0.3	0.3
EPS(USD)										
19	-1.3	10.8	3.7	-6.9	2.4	1.5	0.0	1.9	2.9	1.0
20E	0.4	9.0	3.0	5.0	1.9	1.6	0.1	1.8	3.0	0.8
21E	1.3	11.0	3.2	9.1	2.1	1.7	0.1	3.0	3.4	1.0
EPSG(%)										
19	-145.5	-1.2	5.7	-140.1	19.3	96.7	-4.4	26.3	-24.2	8.0
20E	-133.4	-17.5	-20.1	-172.7	-20.8	8.6	70.5	-6.4	2.7	-17.0
21E	189.4	22.4	8.8	81.7	8.5	6.7	8.5	67.6	14.1	17.5

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

현대차 (005380)	40
기아차 (000270)	45
현대모비스 (012330)	50
현대위아 (011210)	55
현대글로비스 (086280)	60
한온시스템 (018880)	65
만도 (204320)	70
한국타이어앤테크놀로지 (161390)	75
한라홀딩스 (060980)	80
평화정공 (043370)	85
에스엘 (005850)	90
S&T 모티브 (064960)	95
우리산업 (215360)	100
넥센타이어 (002350)	105

Universe

종목명	투자판단	목표주가
현대차	Buy (유지)	120,000 원(유지)
기아차	Buy (유지)	35,000 원(유지)
현대모비스	Buy (유지)	210,000 원(유지)
현대위아	Buy (유지)	37,000 원(하향)
현대글로비스	Hold (유지)	90,000 원(유지)
한온시스템	Hold (유지)	10,000 원(유지)
만도	Buy (유지)	30,000 원(하향)
한국타이어앤테크놀로지	Hold (유지)	20,000 원(유지)
한라홀딩스	Buy (유지)	40,000 원(유지)
평화정공	Buy (유지)	8,500 원(유지)
에스엘	Buy (유지)	18,000 원(유지)
S&T 모티브	Buy (유지)	40,000 원(하향)
우리산업	Buy (유지)	20,000 원(하향)
넥센타이어	NR	

현대차 (005380)

2020. 4. 7 | 자동차

신차 모멘텀으로 극복하는 코로나

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

Buy (maintain)

목표주가 120,000 원
현재주가 88,800 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

1Q20 Preview: 우려대비 견조한 실적 예상

현대차의 1Q20 매출액 및 영업이익은 각각 24.3조원(YoY +1.5%), 영업이익은 7,920억원(YoY -4%)을 기록할 것으로 예상한다. 시장 컨센서스를 소폭 하회하는 수치이나, 최근의 시장 기대치가 빠르게 급락하고 있음을 감안시 체감 수준의 이익을 기록할 것으로 예상한다. 중국제외 기준 도매 판매는 약 YoY -7%기록 했으나, 내수 신차판매 및 미국 판매 위주로 Mix가 전환하며 환율 및 ASP 상승효과가 약 +8% 가량 발생한 것으로 추정된다. 특히 내수 3월판매와 미국 2월판매가 각각 우수한 도매판매 실적이 전체 Mix 상향을 주도한 것으로 보인다.

내수판매 모멘텀이 해외시장 부진 상쇄

COVID-19 영향에도 불구하고 내수판매흐름은 2Q20에 들어서도 뚜렷하게 개선세를 보여 전사 매출부진을 상쇄시킬 것으로 예상한다. 제네시스 신차출시 및 증량, 아산공장의 그랜져 라인조정, 외에도 4월 들어서는 아반떼, 투싼등 신차모멘텀이 전개될 예정이고, 전년대비 펠리세이드 증설분 반영이 부각될 전망이다. 미국 및 유럽에서는 반면 극심한 판매부진이 예상되는데, 각각 YoY -26%, -27% 하락하는 것으로 가정했다.

경쟁 OEM대비 낮은 COVID-19 노출도

동사는 미국과 유럽에 대한 판매 노출도가 주요 경쟁 OEM에 비해 현저하게 낮은 것으로 나타난다. 일반적으로 경쟁 OEM 들의 유럽과 미국 합산 현지매출은 70% 전후에 형성되어 있는 반면, 현대차의 경우 50%를 하회하고 있어 상대적으로 COVID-19의 확산에 따른 우호적인 포지션이다.

투자의견 Buy, 목표주가 120,000원 유지

동사에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 120,000원을 유지하며, 저가매수전략이 여전히 유효한 구간임을 다시한번 강조한다. 1)내수 신차모멘텀이 해외시장부진을 상쇄하고 2)제네시스에 신차에 대한 시장의 역대 최대 반응 3)COVID-19에 대해 상대적으로 낮은 노출도가 동사에 대한 핵심투자 포인트다. 동사 주가는 최근 COVID-19의 부진한 해외판매로 인한 지속적인 실적하향에도 불구하고 수정기준 P/E 5.8배 수준에서 거래되고 있어 저평가 상태로 판단한다.

Stock Data

KOSPI(4/6)		1,791.88 pt
시가총액		189,737 억원
발행주식수		213,668 천주
52 주 최고가 / 최저가		143,500 / 65,900 원
90 일 일평균거래대금		1,601.95 억원
외국인 지분율		35.9%
배당수익률(20.12E)		4.5%
BPS(20.12E)		269,010 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-7.5%
	6 개월	-18.5%
	12 개월	-10.6%
주주구성	현대모비스 (외 6 인)	29.1%
	국민연금공단 (외	10.5%
	자사주 (외 1 인)	6.1%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	96,813	2,422	2,530	1,645	6,395	-65.0	6,184	18.5	8.2	0.5	2.2
2019	105,790	3,685	4,243	3,266	13,797	115.7	7,429	6.1	6.2	0.3	4.3
2020E	106,102	4,079	4,502	3,467	14,891	7.9	7,949	6.0	6.4	0.3	4.4
2021E	111,845	5,953	6,375	4,909	23,018	54.6	9,969	3.9	5.2	0.3	6.0
2022E	119,115	7,028	7,469	5,751	27,182	18.1	11.853	3.1	2.8	0.3	7.3

자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표20 현대차 1Q20 Preview: 영업이익 7,920억원 예상

(십억원)	1Q20	1Q19	YoY(%)	4Q19	QoQ	컨센서스	Diff(%)
매출액	**24,342**	**23,987**	**1.5**	**27,868**	**-12.7**	**23,779**	**2.4**
영업이익	**792**	**825**	**-4.0**	**1,244**	**-36.3**	**843**	**-6.0**
영업이익률(%)	3.3	3.4		4.5		3.5	
순이익(지배)	632	831	흑전	838.7	-24.7	638	-0.9

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표21 현대차 실적추정치 변경 전후 비교

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	**106,102**	**111,845**	**106,065**	**111,845**	**0.0**	**0.0**
영업이익	**4,079**	**5,953**	**4,195**	**5,952**	**-2.8**	**0.0**
영업이익률(%)	3.8	5.3	4.0	5.3		
순이익(지배)	3,259	4,614	3,343	4,613	-2.5	0.0

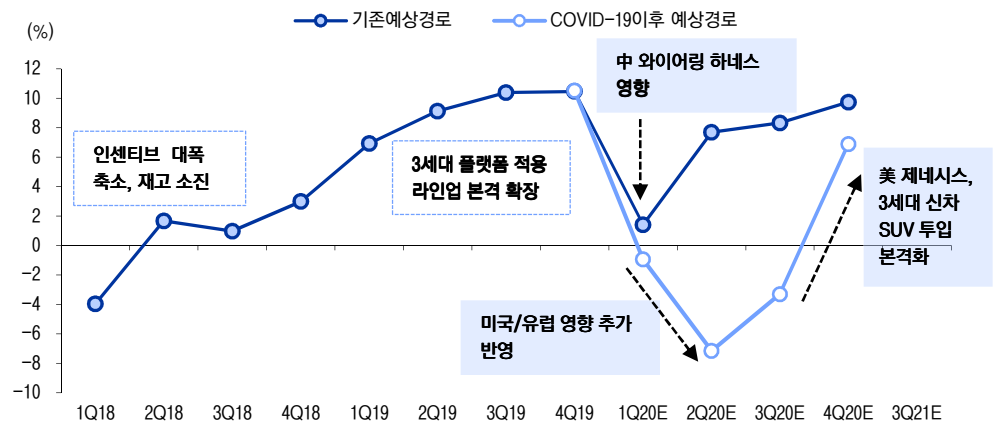
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표22 현대차 목표주가 산정

구분	단위	가치	비고
수정 EPS	(원)	14,901	(지배주주순익-우선주 배당금)/유효주식수
지배주주순익	(십억원)	3,259	2020년 기준
우선주 배당금	(십억원)	251	
보통주	(천주)	213,668	
자기주식수	(천주)	11,835	
유효주식수	(천주)	201,833	
Target P/E	(배)	8.0	글로벌 Peer 평균6.5배 대비 30% 할증
목표주가	**(원)**	**120,000**	**EPS x Target P/E**
현재주가	(원)	88,800	
Upside	(%)	35.1	

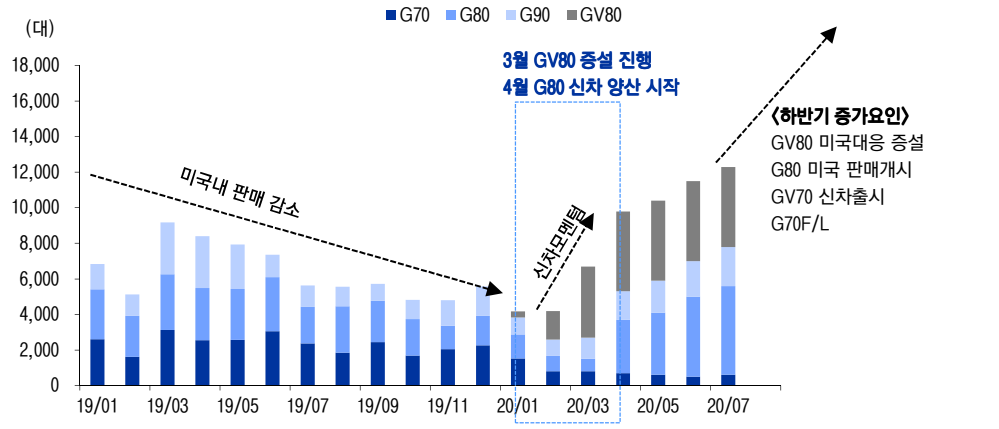
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 현대차 매출액 증가율: 외형성장 반등은 2Q20 을 저점으로 회복국면에 진입할 것



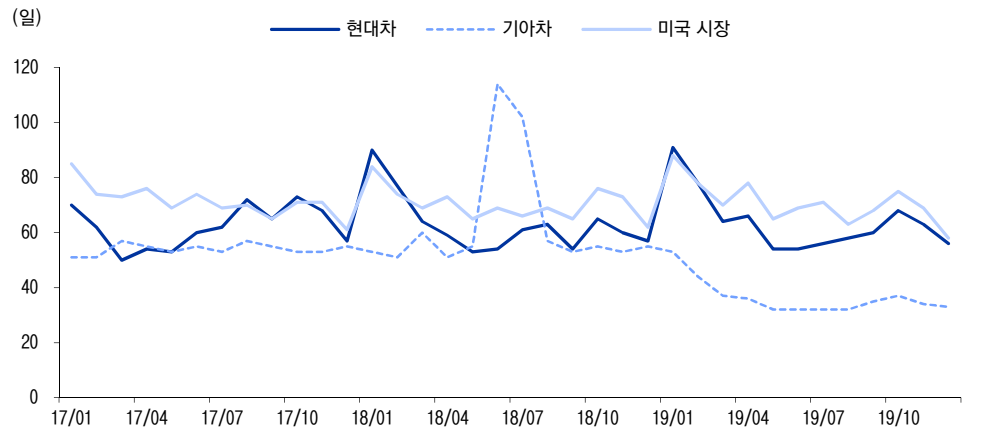
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 제네시스 판매추이: GV80 을 시작으로 모멘텀은 본격화될 것



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 현대차그룹 미국 재고일수 추이



자료: Autonews, 이베스트투자증권 리서치센터

표23 현대차 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E
매출액	23,987	26,966	26,969	27,868	105,790	24,342	24,487	27,246	30,028	106,102
자동차	18,606	21,027	20,621	22,232	82,486	19,529	23,067	20,983	24,007	87,586
금융	3,848	4,155	4,367	3,657	16,027	4,052	3,989	4,280	3,712	16,032
기타	1,533	1,784	1,981	1,979	7,277	1,518	1,748	1,941	1,999	7,206
매출원가	20,074	22,343	22,540	23,125	88,082	20,570	20,592	22,748	24,845	88,755
매출원가율(%)	83.7	82.9	83.6	83.0	83.3	84.5	84.1	83.5	82.7	83.7
판관비	3,088	3,385	4,050	3,500	14,023	2,979	3,012	3,433	3,844	13,268
영업이익	825	1,238	379	1,244	3,686	792	883	1,065	1,339	4,079
자동차	507	1,039	27	1,045	2,618	503	613	786	1,108	3,010
금융	267	250	228	143	888	257	235	240	187	920
기타	60	60	21	38	179	30	36	39	44	149
연결조정	-9	-111	103	17	0	0	0	0	0	0
영업이익률(%)	3.4	4.6	1.4	4.5	3.5	3.3	3.6	3.9	4.5	3.8
자동차	2.7	4.9	0.1	4.7	3.2	2.6	2.7	3.7	4.6	3.4
금융	6.9	6.0	5.2	3.9	5.5	6.4	5.9	5.6	5.1	5.7
기타	3.9	3.4	1.1	1.9	2.5	2.0	2.1	2.0	2.2	2.1
영업외손익	393	147	50	-32	558	81	132	97	113	423
금융 및기타손익	106	92	-25	-132	41	56	82	31	5	174
지분법 이익	287	55	75	100	517	25	50	66	108	249
세전이익	1,218	1,385	429	1,211	4,243	873	1,015	1,162	1,452	4,502
지배주주순익	831	919	426	839	3,014	632	735	841	1,051	3,259
지배주주순익률(%)	3.5	3.4	1.6	3.0	2.8	2.6	3.0	3.1	3.5	3.1
YoY(%)										
매출액	6.9	9.1	10.4	10.5	9.3	1.5	-9.2	1.0	7.7	0.3
영업이익	21.1	30.3	31.1	147.8	52.2	-4.0	-28.7	181.0	7.7	10.7
세전이익	31.5	22.7	18.4	975.8	67.7	-28.3	-26.7	170.9	19.9	6.1
지배주주순익	24.3	31.2	58.2	-746.3	99.9	-23.9	-20.1	97.5	25.3	8.1
주요 가정 판매대수(천대)										
총 계	1,019	1,105	1,102	1,193	4,419	890	916	1,068	1,197	4,071
중국제외 판매대수	888	964	931	986	3,769	827	811	903	1,022	3,563
내수	184	200	163	194	741	159	190	170	204	723
미국 (HMA)	157	164	176	200	697	181	122	173	212	687
유럽 (HME)	134	139	135	137	545	110	101	116	136	463
인도 (HMI)	133	128	118	132	511	127	108	121	136	492
브라질 / 러시아	106	113	114	103	436	94	92	105	108	399
기타 (아중동+동남아)	174	220	225	220	839	155	198	218	227	798
중국	131	141	171	207	650	63	105	165	175	508
YoY(%)										
총 계	-2.2	-7.3	-0.8	-2.5	-3.3	-12.7	-17.1	-3.1	0.3	-7.9
중국제외 판매대수 (천대)	1.0	-1.1	0.1	-0.9	-0.3	-6.9	-15.9	-3.0	3.7	-5.5
내수	8.7	8.1	-4.7	-0.6	2.8	-13.6	-5.0	4.0	5.0	-2.5
미국 (HMA)	-4.4	-4.9	6.5	5.8	0.9	15.5	-26.0	-2.0	6.0	-1.4
유럽 (HME)	1.4	-1.3	1.5	0.5	0.5	-18.1	-27.0	-14.0	-1.0	-15.1
인도 (HMI)	-3.1	-6.5	-13.9	-4.5	-7.0	-5.0	-15.0	3.0	3.0	-3.6
브라질 / 러시아	6.8	2.9	2.6	-9.9	0.3	-10.9	-19.0	-8.0	5.0	-8.5
기타 (아중동+동남아)	-1.7	-4.3	5.9	-0.9	-0.3	-10.5	-10.0	-3.0	3.0	-4.8
중국	-19.6	-35.0	-5.5	-9.6	-17.7	-51.9	-25.5	-3.5	-15.5	-21.8

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

현대차 (005380)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	73,008	73,986	75,392	88,421	83,489
현금 및 현금성자산	9,114	5,438	2,109	11,365	6,433
매출채권 및 기타채권	6,856	9,196	11,110	12,429	12,429
재고자산	10,715	11,147	12,011	12,429	12,429
기타유동자산	46,323	48,204	50,161	52,198	52,198
비유동자산	107,648	111,725	116,219	120,892	127,123
관계기업투자등	19,053	19,827	20,632	21,469	22,865
유형자산	30,546	31,667	32,923	34,279	35,520
무형자산	4,921	4,946	5,135	5,279	4,981
자산총계	**180,656**	**185,711**	**191,611**	**209,313**	**210,612**
유동부채	49,438	50,958	54,035	55,561	56,303
매입채무 및 기타재무	13,627	14,115	15,209	15,738	16,479
단기금융부채	26,399	27,241	29,031	29,831	29,831
기타유동부채	9,412	9,602	9,795	9,993	9,993
비유동부채	57,321	56,730	57,155	69,597	69,711
장기금융부채	47,239	46,239	46,239	58,239	58,239
기타비유동부채	10,082	10,491	10,916	11,359	11,472
부채총계	**106,760**	**107,688**	**111,190**	**125,159**	**126,013**
지배주주지분	67,974	72,101	74,499	78,232	78,677
자본금	1,489	1,489	1,489	1,489	1,489
자본잉여금	4,201	4,201	4,201	4,201	4,201
이익잉여금	66,490	68,784	71,182	74,915	79,764
비지배주주지분(연결)	5,922	5,922	5,922	5,922	5,922
자본총계	**73,896**	**78,023**	**80,421**	**84,154**	**84,599**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**96,813**	**105,790**	**106,102**	**111,845**	**119,115**
매출원가	81,670	88,082	88,755	91,391	96,841
매출총이익	**15,142**	**17,708**	**17,347**	**20,455**	**22,275**
판매비 및 관리비	12,720	14,023	13,268	14,501	15,247
영업이익	**2,422**	**3,685**	**4,079**	**5,953**	**7,028**
(EBITDA)	6,184	7,429	7,949	9,969	11,853
금융손익	-1	17	146	128	112
이자비용	307	337	344	379	393
관계기업등 투자손익	405	517	249	371	408
기타영업외손익	-296	24	28	-78	-79
세전계속사업이익	**2,530**	**4,243**	**4,502**	**6,375**	**7,469**
계속사업법인세비용	885	977	1,036	1,466	1,718
계속사업이익	1,645	3,266	3,467	4,909	5,751
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**1,645**	**3,266**	**3,467**	**4,909**	**5,751**
지배주주	1,508	3,014	3,259	4,614	5,751
총포괄이익	**873**	**3,565**	**3,467**	**4,909**	**5,751**
매출총이익률 (%)	16	17	16	18	19
영업이익률 (%)	2.5	3.5	3.8	5.3	5.9
EBITDA 마진률 (%)	6	7	7	9	10
당기순이익률 (%)	1.7	3.1	3.3	4.4	4.8
ROA (%)	0.8	1.6	1.7	2.3	2.7
ROE (%)	2.2	4.3	4.4	6.0	7.3
ROIC (%)	2.1	3.6	3.8	5.2	5.9

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**5,285**	**6,228**	**5,905**	**7,863**	**2,726**
당기순이익(손실)	1,645	3,266	3,467	4,909	5,751
비현금수익비용가감	3,640	5,170	4,046	4,086	-3,766
유형자산감가상각비	2,358	2,369	2,458	2,559	2,928
무형자산상각비	1,404	1,375	1,412	1,456	1,897
기타현금수익비용	-122	1,425	176	71	-8,591
영업활동 자산부채변동	0	-2,207	-1,607	-1,132	741
매출채권 감소(증가)	145	-2,340	-1,914	-1,319	0
재고자산 감소(증가)	-686	-432	-864	-418	0
매입채무 증가(감소)	1,622	488	1,094	529	741
기타자산, 부채변동	-1,081	77	77	76	0
투자활동 현금	**-4,893**	**-8,774**	**-9,955**	**-10,232**	**-6,756**
유형자산처분(취득)	-3,121	-3,491	-3,714	-3,915	-4,169
무형자산 감소(증가)	-1,628	-1,400	-1,600	-1,600	-1,600
투자자산 감소(증가)	2,946	-1,726	-2,397	-2,382	-987
기타투자활동	-3,090	-2,157	-2,245	-2,336	0
재무활동 현금	**-99**	**-1,130**	**721**	**11,624**	**-902**
차입금의 증가(감소)	495	-158	1,790	12,800	0
자본의 증가(감소)	-595	-972	-1,069	-1,176	-902
배당금의 지급	1,080	972	1,069	1,176	902
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	**292**	**-3,676**	**-3,329**	**9,255**	**-4,932**
기초현금	8,822	9,114	5,438	2,109	11,365
기말현금	9,114	5,438	2,109	11,365	6,433

자료: 현대차, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	18.5	6.1	5.7	3.7	3.1
P/B	0.48	0.32	0.31	0.30	0.30
EV/EBITDA	8.2	6.2	3.3	2.8	2.8
P/CF	6.2	2.8	3.1	2.6	11.8
배당수익률 (%)	3.4	4.7	4.7	5.9	5.9
성장성 (%)					
매출액	8.5	9.3	0.3	5.4	6.5
영업이익	-67.9	52.1	10.7	45.9	18.0
세전이익	-74.6	67.7	6.1	41.6	17.2
당기순이익	-78.5	98.5	6.2	41.6	17.2
EPS	-79.5	99.9	8.1	41.6	24.6
안정성 (%)					
부채비율	144.5	138.0	138.3	148.7	149.0
유동비율	147.7	145.2	139.5	159.1	148.3
순차입금/자기자본(x)	28.4	29.1	32.3	32.8	38.5
영업이익/금융비용(x)	7.9	10.9	11.8	15.7	17.9
총차입금 (십억원)	73,638	73,480	75,270	88,070	88,070
순차입금 (십억원)	20,968	22,717	25,995	27,624	32,556
주당지표(원)					
EPS	6,395	13,797	14,891	23,018	27,182
BPS	245,447	260,351	269,010	282,490	284,093
CFPS	19,083	30,460	27,127	32,479	7,169
DPS	4,000	4,000	4,000	5,000	5,000

기아차 (000270)

2020. 4. 7 | 자동차

1Q20, 우려대비 견고한 실적 예상

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

Buy (maintain)

목표주가 35,000 원
현재주가 26,800 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

1Q20 Preview: 영업이익 3,960억원 예상

동사의 1Q20에 대해 매출액 14.5조원(YoY +16.4%), 영업이익 3,960억원(YoY -33%) 을 기록할 것으로 예상한다. 중국제외 기준 도매판매대수는 61.6만대(YoY +9%)를 기록는데, 이중 인도공장 신규가동 효과가 약 YoY +7% 를 차지했고, 내수와 미국의 경우 신차 출시 및 Mix가 크게 상향되어 환율효과 포함한 +7% 수준의 ASP상승효과를 가져온 것으로 추정된다. 영업이익은 전년동기대비 감익으로 나타나지만, 전년도 통상임금 소송분 환입을 제거한 수정 기준으로 YoY +20% 증익으로 판단한다.

내수시장은 해외환경 대비 견고한 흐름 지속될 것

해외시장 불확실성이 확산되어 미국과 유럽 도매판매가 2Q20에는 각각 YoY -26%를 기록할 것으로 예상된다. 반면 3월 동사는 이익의 핵심인 내수 판매량의 급등추이(YoY +16%)가 나타났다. 우리는 이러한 실적이 2Q20에도 유지될 것으로 보는데, 1)전년동기 신차 공백에 따른 낮은 기저효과와 2)3세대 플랫폼 적극적용에 따른 상품성 개선 3)셀토스, 모하비, 쏘렌토, 카니발 등 RV 라인업의 적극 개편이 예상되기 때문이다.

해외공장 진출로 인한 이익 불확실성, 강한 내수모멘텀을 요구

인도, 멕시코 공장 가동으로 인해 중장기적으로 높은 외형성장이 기대되나, 그만큼 불확실성에 대한 우려가 공존한다. 평균적인 인프라 미비 등으로 인해 COVID-19 회복으로부터 상대적으로 시간소요가 불가피하고, 따라서 이를 상쇄할 수 있는 뚜렷한 내수시장에서의 신차모멘텀이 요구된다. 멕시코 공장의 경우 매출 55% 가량이 미국에 의존하고 있고 인도의 경우에도 최근 COVID-19 확산세가 나타나고 있어 연초대비 판매량이 부진한게 전개될 것으로 예상한다.

투자의견 Buy, 목표주가 35,000원 유지, 저가매수 전략 유효

동사에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 35,000원을 유지하고, 저평가 구간 진입에 따른 저가매수전략을 지속적으로 추천한다. 밸류에이션은 현재 P/E 4.9배 수준으로 역사적 저평가 구간이며, 판매흐름은 하반기로 갈수록 2Q20 내수 모멘텀 → 3Q20 미국 K5, 쏘렌토 판매 본격화, 텔룰라이드 증산효과로 이익가시성은 회복 기조를 나타낼 것으로 예상한다.

Stock Data

KOSPI(4/6)		1,791.88 pt
시가총액		108,637 억원
발행주식수		405,363 천주
52 주 최고가 / 최저가		46,400 / 21,500 원
90 일 일평균거래대금		528.08 억원
외국인 지분율		40.0%
배당수익률(20.12E)		4.9%
BPS(20.12E)		76,162 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-10.5%
	6 개월	-26.0%
	12 개월	-10.0%
주주구성	현대자동차 (외 6 인)	35.6%
	국민연금공단	7.4%
	기아차우리사주	1.3%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	54,170	1,157	1,459	1,156	2,852	19.4	3,092	11.8	3.8	0.5	4.3
2019	58,147	2,010	2,532	1,822	4,495	57.6	3,965	5.7	2.5	0.4	6.4
2020E	60,290	2,082	2,699	2,079	5,128	14.1	4,081	5.2	2.6	0.4	6.9
2021E	65,199	3,015	3,801	2,927	7,221	40.8	5,069	3.7	1.8	0.3	9.1
2022E	65,851	3,045	3,723	2,866	7,071	-2.1	5,480	3.6	2.5	0.3	8.3

자료: 기아차, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표24 기아차 1Q20 Preview: 영업이익 3,960 억원 예상

(십억원)	1Q20	1Q19	YoY(%)	4Q19	QoQ	컨센서스	Diff(%)
매출액	**14,488**	**12,444**	**16.4**	**16,106**	**-10.0**	**13,389**	**8.2**
영업이익	**396**	**593.0**	**-33.3**	**591**	**-33.0**	**375**	**5.5**
영업이익률(%)	2.7	4.8		3.7		2.8	
순이익(지배)	336	644.7	-47.9	346	-3.1	319	5.2

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표25 기아차 목표주가 산정: 목표주가 35,000 원 유지

구분	단위	값	비고
순이익	(십억원)	2,079	2020 년 기준
EPS	(원)	5,128	2020 년 기준
Target P/E	(배)	6.3	동사 2017~2019 평균치 20% 할인
목표주가	**(원)**	**35,000**	
현재주가	(원)	26,800	
Upside	(%)	30.6	

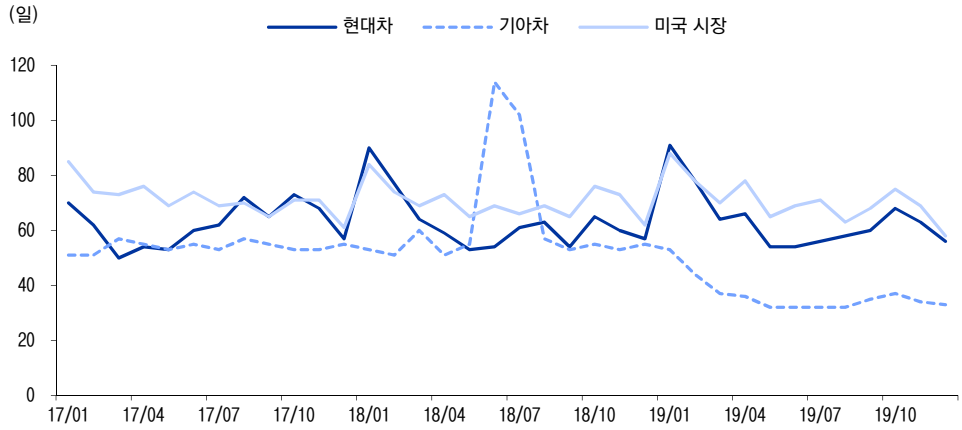
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표26 실적추정치 변경 전 후

(십억원)	NEW		Old		차이(%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	**60,290**	**65,199**	**59,492**	**65,199**	**1.3**	**1.3**
영업이익	**2,082**	**3,015**	**2,105**	**3,015**	**-1.1**	**-1.1**
영업이익률(%)	3.5	4.6	3.5	4.6		
순이익	2,079	2,927	2,097	2,927	-0.9	-0.9

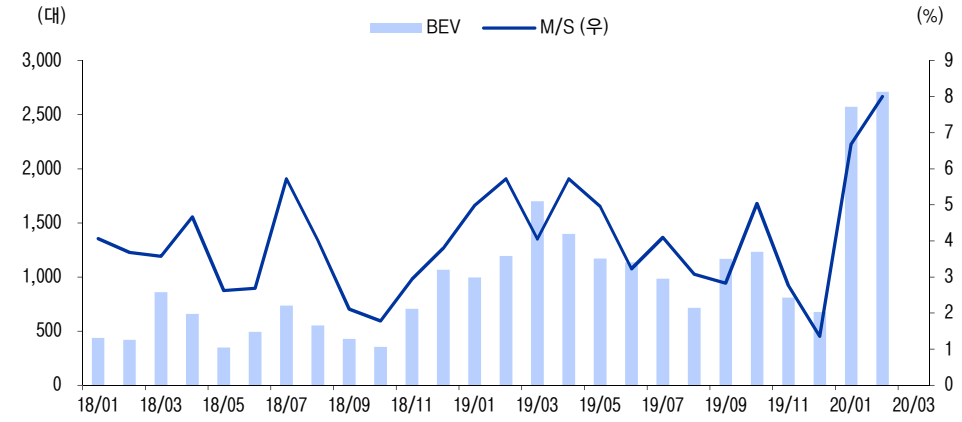
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 현대차그룹 미국 재고일수 흐름



자료: Autonews, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 기아차 유럽 BEV 판매: 2 월기준 M/S 8% 수준까지 급상승



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표27 기아차 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E
매출액	**12,444**	**14,507**	**15,090**	**16,106**	**58,147**	**14,488**	**13,463**	**15,780**	**16,559**	**60,290**
내수	2,760	3,160	3,564	3,666	13,150	2,832	3,650	3,375	3,650	13,507
미국	3,182	3,988	4,530	4,180	15,880	4,310	3,399	4,368	4,480	16,557
유럽	1,751	1,961	1,764	1,830	7,306	1,714	1,517	1,885	1,984	7,100
기타	4,751	5,398	5,232	6,430	21,811	5,632	4,897	6,152	6,445	23,126
매출원가	10,223	12,168	12,693	13,682	48,766	11,325	13,262	13,791	12,497	50,874
매출원가율(%)	82.2	83.9	84.1	84.9	83.9	78.2	98.5	87.4	75.5	84.4
판관비	1,628	1,805	2,105	1,833	7,370	1,782	1,696	1,972	2,070	7,521
판관비율(%)	13.1	12.4	13.9	11.4	12.7	12.3	12.6	12.5	12.5	12.5
영업이익	**593**	**534**	**291**	**591**	**2,009**	**396**	**442**	**546**	**698**	**2,082**
영업이익률(%)	4.8	3.7	1.9	3.7	3.5	2.7	3.3	3.5	4.2	3.5
영업외손익	352	122	154	-107	521	40	187	195	196	618
기타손익 + 금융손익	192	-65	9	-122	14	-2	17	15	11	41
관계기업투자손익	160	187	145	15	507	42	170	180	185	577
세전이익	945	656	446	484	2,532	436	629	741	894	2,699
지배주주지분 순익	**645**	**505**	**326**	**346**	**1,822**	**336**	**484**	**570**	**688**	**2,079**
YoY(%)										
매출액	-0.9	3.2	7.2	19.5	7.3	16.4	-7.2	4.6	2.8	3.7
영업이익	94.3	51.5	148.5	54.7	73.7	-33.3	-17.3	87.2	18.2	3.6
세전이익	84.0	47.6	41.1	149.4	72.4	-53.9	-4.2	65.9	84.7	6.6
지배주주지분 순익	49.3	52.2	9.4	267.1	57.6	-47.9	-4.2	75.0	98.8	14.1
주요 가정 판매대수(천대)										
글로벌 총 계	649	706	691	726	2,773	648	625	725	745	2,744
중국 제외 총계	**566**	**641**	**636**	**668**	**2,512**	**616**	**564**	**663**	**686**	**2,530**
내수	115	127	132	145	519	117	120	133	147	517
미국	137	161	163	152	613	154	119	156	160	589
유럽	125	134	119	122	500	112	99	119	124	454
ROW (아중동, 러시아 등)	189	218	209	218	835	194	189	210	210	803
인도			14	31	45	40	37	45	45	167
중국	83	65	55	58	261	32	61	62	59	214
YoY(%)										
글로벌 총 계	0.9	-4.4	0.7	-1.7	-1.2	-0.1	-11.4	4.9	2.6	-1.0
중국 제외 총계	0.9	-1.2	3.2	9.4	3.0	8.8	-11.9	4.3	2.6	0.7
내수	-8.0	-10.9	3.9	5.8	-2.4	1.5	-5.8	0.8	1.4	-0.5
미국	5.9	3.5	-0.7	6.4	3.5	12.3	-26.0	-4.1	5.3	-3.8
유럽	-2.7	2.8	1.3	9.3	2.5	-10.7	-26.0	0.7	1.6	-9.1
ROW (아중동, 러시아 등)	6.0	-0.6	0.4	-0.5	1.1	2.7	-13.5	0.3	-3.9	-3.9
인도								232.0	45.2	274.1
중국	1.2	-27.8	-21.4	-54.7	-29.5	-61.2	-6.2	12.7	1.7	-17.9

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

기아차 (000270)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	19,712	25,871	30,289	35,785	24,255
현금 및 현금성자산	2,293	3,883	6,688	11,501	0
매출채권 및 기타채권	3,472	5,295	5,444	5,320	5,436
재고자산	7,234	9,708	10,888	11,400	11,255
기타유동자산	6,713	6,986	7,269	7,564	7,564
비유동자산	32,075	33,112	34,300	35,618	36,127
관계기업투자등	13,614	14,167	14,742	15,341	15,494
유형자산	14,803	15,250	15,823	16,498	17,011
무형자산	2,510	2,501	2,493	2,487	2,317
자산총계	**51,787**	**58,983**	**64,590**	**71,403**	**60,383**
유동부채	14,835	17,681	19,334	21,197	21,060
매입채무 및 기타재무	8,542	10,076	10,359	10,846	10,708
단기금융부채	2,280	3,430	4,630	5,830	5,830
기타유동부채	4,013	4,175	4,345	4,521	4,521
비유동부채	9,708	12,041	14,383	16,933	16,992
장기금융부채	4,466	6,586	8,706	11,026	11,026
기타비유동부채	5,242	5,455	5,676	5,907	5,966
부채총계	**24,543**	**29,722**	**33,717**	**38,130**	**38,052**
지배주주지분	27,243	29,261	30,873	33,273	36,119
자본금	2,139	2,139	2,139	2,139	2,139
자본잉여금	1,716	1,716	1,716	1,716	1,716
이익잉여금	24,712	26,169	27,781	30,181	32,480
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**27,243**	**29,261**	**30,873**	**33,273**	**36,119**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**54,170**	**58,147**	**60,290**	**65,199**	**65,851**
매출원가	46,177	48,766	50,687	54,043	54,583
매출총이익	**7,993**	**9,381**	**9,602**	**11,156**	**11,268**
판매비 및 관리비	6,835	7,370	7,521	8,142	8,223
영업이익	**1,157**	**2,010**	**2,082**	**3,015**	**3,045**
(EBITDA)	3,092	3,965	4,081	5,069	5,480
금융손익	-129	100	13	-11	-155
이자비용	204	186	256	332	351
관계기업등 투자손익	617	507	577	752	752
기타영업외손익	-186	-85	28	46	81
세전계속사업이익	**1,459**	**2,532**	**2,699**	**3,801**	**3,723**
계속사업법인세비용	313	710	621	874	856
계속사업이익	1,147	1,822	2,079	2,927	2,866
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**1,156**	**1,822**	**2,079**	**2,927**	**2,866**
지배주주	1,156	1,822	2,079	2,927	2,866
총포괄이익	**1,155**	**1,822**	**2,079**	**2,927**	**2,866**
매출총이익률 (%)	15	16	16	17	17
영업이익률 (%)	2.1	3.5	3.5	4.6	4.6
EBITDA 마진률 (%)	5.7	6.8	6.8	7.8	8.3
당기순이익률 (%)	2.1	3.1	3.4	4.5	4.4
ROA (%)	2.2	3.3	3.4	4.3	4.4
ROE (%)	4.3	6.4	6.9	9.1	8.3
ROIC (%)	7.4	10.9	10.4	14.4	14.2

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**3,695**	**1,453**	**2,858**	**4,748**	**-8,754**
당기순이익(손실)	1,156	1,822	2,079	2,927	2,866
비현금수익비용가감	2,539	2,251	1,676	1,566	-11,512
유형자산감가상각비	1,303	1,307	1,355	1,410	1,627
무형자산상각비	632	647	645	643	808
기타현금수익비용	604	297	-323	-488	-13,947
영업활동 자산부채변동	0	-2,620	-897	254	-109
매출채권 감소(증가)	-396	-1,823	-149	124	-116
재고자산 감소(증가)	1,162	-2,474	-1,180	-512	144
매입채무 증가(감소)	1,004	1,533	283	487	-137
기타자산, 부채변동	-1,770	143	149	155	0
투자활동 현금	**-1,152**	**-2,767**	**-2,907**	**-2,928**	**-2,179**
유형자산처분(취득)	-2,297	-1,785	-1,959	-2,119	-2,140
무형자산 감소(증가)	-703	-638	-638	-638	-638
투자자산 감소(증가)	1,852	-299	-261	-121	598
기타투자활동	-4	-47	-48	-50	0
재무활동 현금	**-1,812**	**2,905**	**2,854**	**2,993**	**-568**
차입금의 증가(감소)	-1,366	3,270	3,320	3,520	0
자본의 증가(감소)	-446	-365	-466	-527	-568
배당금의 지급	446	365	466	527	568
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	**731**	**1,590**	**2,805**	**4,813**	**-11,501**
기초현금	1,562	2,293	3,883	6,688	11,501
기말현금	2,293	3,883	6,688	11,501	0

자료: 기아차, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	11.8	5.7	5.0	3.5	3.6
P/B	0.5	0.35	0.33	0.31	0.29
EV/EBITDA	3.8	2.5	5.1	3.8	2.5
P/CF	3.7	2.5	2.7	2.3	n/a
배당수익률 (%)	2.7	4.5	5.1	5.5	5.4
성장성 (%)					
매출액	15.0	7.3	3.7	8.1	1.0
영업이익	-55.0	73.7	3.5	44.8	1.0
세전이익	-61.8	73.5	6.6	40.8	-2.1
당기순이익	-61.4	57.6	14.1	40.8	-2.1
EPS	-61.4	57.6	14.1	40.8	-2.1
안정성 (%)					
부채비율	90.1	101.6	109.2	114.6	105.4
유동비율	132.9	146.3	156.7	168.8	115.2
순차입금/자기자본(x)	-6.5	-1.2	-0.3	-5.0	27.2
영업이익/금융비용(x)	5.7	10.8	8.1	9.1	8.7
총차입금 (십억원)	6,746	10,016	13,336	16,856	16,856
순차입금 (십억원)	-1,771	-345	-93	-1,660	9,842
주당지표(원)					
EPS	2,852	4,495	5,128	7,221	7,071
BPS	67,208	72,184	76,162	82,083	89,103
CFPS	9,114	10,047	9,263	11,085	n/a
DPS	900	1,150	1,300	1,400	1,370

현대모비스 (012330)

2020. 4. 7 | 자동차

실적의 안정성 부각될 것

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

Buy (maintain)

목표주가 210,000 원
현재주가 169,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

1Q20 Preview: A/S사업 기반 실적의 안정성 부각

1Q20 현대모비스의 매출액 및 영업이익은 각각 8.8조원(YoY +1%), 4,380억원(YoY -11%)을 기록할 것으로 예상한다. 사업부별로는 자동차부품과 A/S사업이 각각 70억원, 4,380억원의 영업이익이 발생할 것으로 추정하는데, 자동차부품의 경우 완성차 고사양 차량 출시 급증 및 전동화부분 적자폭 완화를 1)중국사업의 매출감소에 따른 적자폭 확대 2)국내외 완성차 생산차질에 따른 모듈부문 외형 감소 등이 상쇄시킨 것으로 판단한다. A/S사업의 경우 반면 고수익 내수시장을 기반으로 기존 흐름이 유지된 것으로 판단된다.

2Q20이 고비지만, A/S기반 실적 안정석 부각될 것

2Q20까지 전반적으로 완성차 생산/판매가 글로벌 전지역에서 부진한 양상을 띌 것으로 예상되나, 동사의 경우 A/S기반 실적이 안정성이 2Q20에도 이어질 것으로 예상한다. A/S 특성상 고마진 내수시장 의존도가 높은 편이며, 내수시장에서 먼저 시작하는 핵심 신차사이클에 공급되는 핵심부품 수가 증가하고 있기 때문이다. 특히 동사는 G80등 제네시스 차량에 대한 ADAS 및 타 핵심 샤시부품 참여도가 현격하게 증가한 상태다.

가파른 R&D투자 마무리 - 다가오고 있는 투자회수구간에 대비하자

동사는 2020년부터 그동안 가파르게 투자된 R&D비용 상승세가 대폭 완화되기 시작하며, 이익에 대한 가시성이 2H20부터 높아질 것으로 예상된다. 특히 올해말부터 충주 2공장 가동을 시작으로 2021년초 들어서는 울산 전동화공장이 완공되며 전동화 부문에서 손익 확보가 가능해 질 것으로 판단된다.

투자의견 Buy, 목표주가 210,000원 유지

동사에 대해 기존 투자의견 Buy 및 목표주가 210,000원을 유지한다. 현 상황에서 섹터내 실적 안정성이 가장 높은 업체로 판단되며, 동사의 포트폴리오는 xEV투자 및 ADAS의 그룹사 내재화 등 자동차 산업에서 가장 요구되는 고성장 분야와 일치한다. 동사에 대해 섹터내 우선적인 비중확대를 추천한다.

Stock Data

KOSPI(4/6)		1,791.88 pt
시가총액		161,118 억원
발행주식수		95,055 천주
52 주 최고가 / 최저가		267,000 / 129,000
90 일 일평균거래대금		636.59 억원
외국인 지분율		46.3%
배당수익률(20.12E)		3.5%
BPS(20.12E)		358,965 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-4.3%
	6 개월	-18.8%
	12 개월	-5.8%
주주구성	기아자동차 (외 5 인)	31.2%
	자사주 (외 1 인)	1.7%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	35,149	2,025	2,475	1,888	19,403	20.4	2,739	9.8	4.0	0.6	6.3
2019	38,049	2,359	3,214	2,289	23,472	21.0	3,012	5.7	1.8	0.4	7.2
2020E	39,069	2,157	3,371	2,528	25,972	10.7	2,820	6.5	3.0	0.5	7.4
2021E	41,565	2,648	3,923	2,942	30,225	16.4	3,324	5.6	2.7	0.4	8.1
2022E	41,980	2,674	3,904	2,928	30,082	-0.5	3,420	4.4	-1.5	0.3	7.6

자료: 현대모비스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표28 현대모비스 1Q20 Preview: 영업이익 4,380 억원 예상

(십억원)	1Q20	1Q19	YoY(%)	4Q19	QoQ	컨센서스	Diff(%)
매출액	**8,827**	**8,738**	**1.0**	**10,404**	**-15.2**	**8,790**	**0.4**
영업이익	**438**	**494**	**-11.2**	**634**	**-30.9**	**477**	**-8.1**
영업이익률(%)	5.0	5.7		6.1		5.4	
순이익(지배)	523	483	8.3	582	-10.2	481.3	8.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표29 현대모비스 목표주가 산정: 210,000 원

구분	단위	값	비고
당기순이익	(십억원)	2,528	2020 년 기준
EPS	(원)	25,972	2020 년 기준
Target P/E	(배)	8	글로벌 Peer 7 개사 평균 P/E 반영
Target Price	**(원)**	**210,000**	2020 EPS x Target P/E 10 배
현재주가	(원)	169,500	
Upside	(%)	23.9	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표30 실적주정치 변경 전후

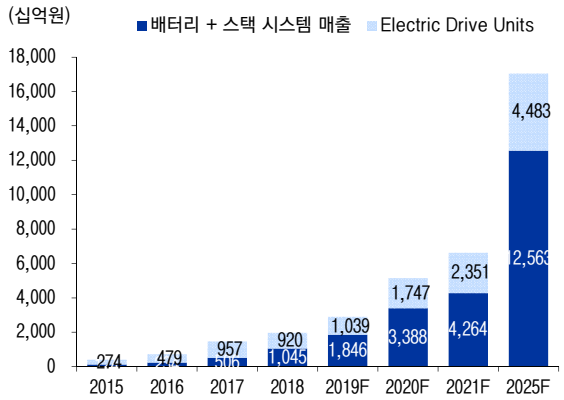
(십억원)	New		Old		차이(%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	**39,069**	**41,565**	**40,605**	**43,143**	**-3.8**	**-3.7**
영업이익	**2,157**	**2,648**	**2,447**	**2,779**	**-11.9**	**-4.7**
영업이익률(%)	5.5	6.4	5.5	6.4		
순이익 (지배)	2,528	2,942	2,746	3,041	-7.9	-3.2

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 울산 전동화부품 전용 공장, 2021 년 상반기 착공예정. 가동시 전동화부품 매출 급반등 예고

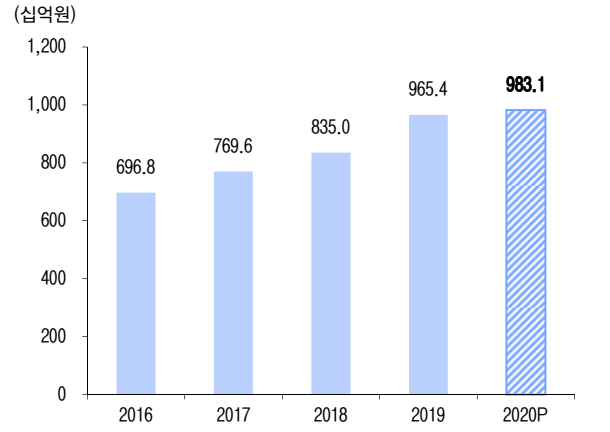
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 현대모비스 전동화 매출 추이 및 전망



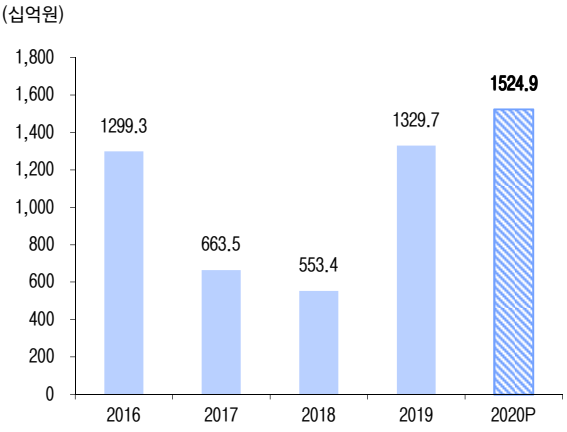
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 R&D 투자 추이 및 2020 년 전망



자료: 현대모비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 생산/R&D CAPEX 추이 및 2020 년 전망



자료: 현대모비스, 이베스트투자증권 리서치센터

표31 현대모비스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E
매출액	**8,738**	**9,462**	**9,445**	**10,404**	**38,049**	**8,827**	**9,386**	**9,908**	**10,949**	**39,069**
모듈	6,929	7,578	7,511	8,465	30,483	6,990	7,625	7,993	8,952	31,559
전동화	575	660	705	858	2,797	827	1,022	1,036	1,193	4,078
부품제조	1,886	1,986	1,977	2,184	8,033	1,748	1,867	2,027	2,238	7,880
모듈조립	4,468	4,932	4,829	5,423	19,653	4,415	4,735	4,930	5,521	19,601
A/S부품	1,809	1,884	1,934	1,939	7,566	1,836	1,762	1,915	1,997	7,510
판관비	639	693	683	833	2,848	671	704	743	821	2,939
영업이익	**494**	**627**	**604**	**634**	**2,359**	**438**	**432**	**603**	**683**	**2,157**
모듈	39	141	111	162	453	7	30	128	188	353
A/S부품	455	487	493	472	1,907	431	402	475	495	1,803
영업이익률	5.7	6.6	6.4	6.1	6.2	5.0	4.6	6.1	6.2	5.5
모듈	0.6	1.9	1.5	1.9	1.5	0.1	0.4	1.6	2.1	1.1
A/S부품	25.1	25.8	25.5	24.4	25.2	23.5	22.8	24.8	24.8	24.0
지배주주순익	**483**	**643**	**577**	**582**	**2,285**	**523**	**531**	**695**	**779**	**2,528**
YoY(%)										
매출액	6.6	6.5	12.1	7.9	8.2	1.0	-0.8	4.9	5.2	2.7
모듈	7.4	5.2	12.5	7.7	8.1	0.9	0.6	6.4	5.8	3.5
전동화	89.3	82.2	64.9	20.5	55.0	44.0	55.0	47.0	39.0	45.8
부품제조	22.9	10.7	5.8	-5.9	6.8	-7.3	-6.0	2.5	2.5	-1.9
모듈조립	-3.1	-2.2	10.2	12.3	4.2	-1.2	-4.0	2.1	1.8	-0.3
A/S부품	3.7	11.9	10.5	8.8	8.7	1.5	-6.5	-1.0	3.0	-0.7
영업이익	9.8	18.1	30.6	9.1	16.5	-11.2	-31.1	-0.2	7.7	-8.6
모듈	43.6	21.9	1,127.8	12.0	52.6	-82.2	-78.3	15.7	16.0	-21.9
A/S부품	7.6	17.0	8.8	8.1	10.3	-5.1	-17.4	-3.7	4.8	-5.4
지배주주순익	3.5	16.2	28.6	38.4	21.0	8.3	-17.4	20.4	33.9	10.7

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

현대모비스 (012330)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	19,720	20,194	21,023	21,572	19,643
현금 및 현금성자산	2,335	2,131	2,112	1,759	0
매출채권 및 기타채권	6,578	6,841	7,199	7,586	7,467
재고자산	2,763	2,850	3,000	3,161	3,111
기타유동자산	8,045	8,372	8,711	9,065	9,065
비유동자산	23,351	26,403	28,174	31,037	31,379
관계기업투자등	13,960	16,322	16,985	17,674	17,851
유형자산	8,030	8,291	8,474	8,691	8,850
무형자산	931	898	867	838	807
자산총계	**43,071**	**46,597**	**49,197**	**52,609**	**51,022**
유동부채	8,242	9,296	9,498	9,853	9,745
매입채무 및 기타재무	5,193	6,271	6,479	6,828	6,720
단기금융부채	1,642	1,612	1,601	1,601	1,601
기타유동부채	1,407	1,412	1,418	1,424	1,424
비유동부채	4,126	4,277	4,681	5,381	5,415
장기금융부채	1,059	1,086	1,361	1,926	1,926
기타비유동부채	3,066	3,191	3,320	3,455	3,490
부채총계	**12,368**	**13,572**	**14,179**	**15,233**	**15,160**
지배주주지분	30,630	32,952	34,944	37,303	40,096
자본금	491	491	491	491	491
자본잉여금	1,396	1,396	1,396	1,396	1,396
이익잉여금	30,095	31,995	33,988	36,346	38,642
비지배주주지분(연결)	73	73	73	73	73
자본총계	**30,703**	**33,025**	**35,017**	**37,376**	**40,169**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**35,149**	**38,049**	**39,069**	**41,565**	**41,980**
매출원가	30,582	32,842	33,973	35,790	36,148
매출총이익	**4,567**	**5,207**	**5,096**	**5,775**	**5,833**
판매비 및 관리비	2,542	2,848	2,939	3,127	3,158
영업이익	**2,025**	**2,359**	**2,157**	**2,648**	**2,674**
(EBITDA)	2,739	3,012	2,820	3,324	3,420
금융손익	67	162	271	244	199
이자비용	64	69	72	83	86
관계기업등 투자손익	393	709	910	993	993
기타영업외손익	-10	-16	33	38	39
세전계속사업이익	**2,475**	**3,214**	**3,371**	**3,923**	**3,904**
계속사업법인세비용	587	925	843	981	976
계속사업이익	1,888	2,289	2,528	2,942	2,928
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**1,888**	**2,289**	**2,528**	**2,942**	**2,928**
지배주주	1,889	2,285	2,528	2,942	2,928
총포괄이익	**1,881**	**2,289**	**2,528**	**2,942**	**2,928**
매출총이익률 (%)	13	14	13	14	14
영업이익률 (%)	6	6	6	6	6
EBITDA 마진률 (%)	8	8	7	8	8
당기순이익률 (%)	5.4	6.0	6.5	7.1	7.0
ROA (%)	4.5	5.1	5.3	5.8	5.7
ROE (%)	6.3	7.2	7.4	8.1	7.6
ROIC (%)	16.7	18.3	16.6	17.3	15.9

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**2,444**	**3,504**	**2,110**	**2,558**	**-1,070**
당기순이익(손실)	1,888	2,289	2,528	2,942	2,928
비현금수익비용가감	556	490	-118	-182	-4,060
유형자산감가상각비	639	586	599	614	681
무형자산상각비	75	66	64	62	64
기타현금수익비용	-158	-163	-781	-858	-4,806
영업활동 자산부채변동	0	725	-301	-202	62
매출채권 감소(증가)	-404	-263	-358	-387	120
재고자산 감소(증가)	-90	-87	-149	-161	50
매입채무 증가(감소)	285	1,078	209	348	-108
기타자산, 부채변동	209	-2	-2	-2	0
투자활동 현금	**-1,777**	**-3,315**	**-1,856**	**-2,892**	**-57**
유형자산처분(취득)	-509	-848	-781	-831	-840
무형자산 감소(증가)	-29	-33	-33	-33	-33
투자자산 감소(증가)	-1,164	-1,972	-85	-43	816
기타투자활동	-75	-462	-957	-1,985	0
재무활동 현금	**-740**	**-393**	**-272**	**-19**	**-633**
차입금의 증가(감소)	-388	-4	264	565	0
자본의 증가(감소)	-352	-389	-535	-584	-633
배당금의 지급	341	389	535	584	633
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	**-73**	**-204**	**-19**	**-353**	**-1,759**
기초현금	2,408	2,335	2,131	2,112	1,759
기말현금	2,335	2,131	2,112	1,759	0

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	9.8	5.7	5.1	4.4	4.4
P/B	0.6	0.4	0.4	0.35	0.32
EV/EBITDA	4.0	1.8	7.1	(2.1)	(1.5)
P/CF	7.6	4.7	5.4	4.7	n/a
배당수익률 (%)	2.1	4.1	4.5	4.9	4.8
성장성 (%)					
매출액	0.1	8.2	2.7	6.4	1.0
영업이익	-35.5	16.5	-8.6	22.8	1.0
세전이익	-46.9	29.9	4.9	16.4	-0.5
당기순이익	-44.3	21.2	10.5	16.4	-0.5
EPS	-44.8	21.0	10.7	16.4	-0.5
안정성 (%)					
부채비율	40.3	41.1	40.5	40.8	37.7
유동비율	239.3	217.2	221.3	218.9	201.6
순차입금/자기자본(x)	-24.4	-23.1	-21.9	-19.0	-13.3
영업이익/금융비용(x)	31.8	34.2	29.9	32.0	31.0
총차입금 (십억원)	2,702	2,698	2,962	3,527	3,527
순차입금 (십억원)	-7,496	-7,615	-7,665	-7,092	-5,333
주당지표(원)					
EPS	19,403	23,472	25,972	30,225	30,082
BPS	314,650	338,493	358,965	383,189	411,881
CFPS	25,107	28,548	24,764	28,352	n/a
DPS	4,000	5,500	6,000	6,500	6,470

자료: 현대모비스, 이베스트투자증권 리서치센터

현대위아 (011210)

2020. 4. 7 | 자동차

부진한 현재보다 발전할 미래가 더욱 크다

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

Buy (maintain)

목표주가 37,000 원
현재주가 28,650 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

1Q20 Preview: 중국과 공작기계 사업의 부진 영향 불가피

1Q20 매출액 및 영업이익은 각각 1.61조원(YoY -13%), 766억원(YoY +425%)을 기록할 것으로 예상된다. 지배주주순이익은 약 990억원(YoY +619%)을 기록할 것으로 예상한다. 제네시스 및 대형 SUV로 4WD 등 신규 파워트레인 매출액이 증가세에 있으나, 중국에서의 완성차 판매급감에 따른 CKD 매출 감소와 국내공장 생산차질 등이 겹치며 손익이 악화된 것으로 판단된다. 다만 통상임금 소송분 환입이 약 1,464억원(부제동의서 80% 제출 기준, 매출원가 60%, 영업외손익 40% 반영) 이뤄지며 이를 상쇄시킬 것으로 전망된다.

북미 수요 감소 영향 불구, 제네시스와 SUV효과 나타나기 시작할 것

COVID-19 확산으로 인해 동사의 멕시코공장, 알라바마공장 향 CKD등에 대한 볼륨 차질이 2Q20까지 지속될 것으로 예상된다. 가한편 4월부터는 G80/GV80을 중심으로 제네시스 볼륨증대가 본격화될 예정이며, 이에 따른 동사 수혜가 기대된다. GV80의 경우 엔진까지 공급되는 구조이며 특히 5월부터는 수출물량 생산이 시작되어 매출이 큰 폭으로 증가하게 된다. 또한 Non-Captive 비중 축소를 위해 CVJ 해외 OEM향 공급이 점진적으로 1Q20부터 시작되고 있기 때문에 자동차부품 사업은 하반기로 갈수록 견고한 매출구조로 발전될 것으로 기대한다.

전동화, 스마트팩토리 통해 그룹사 E-GMP 사업 참여도 확대

한편 그룹사 E-GMP사업이 2021년부터 본격화 되며 동사의 사업 참여 가능성이 높아지고 있다. 이미 내연기관에서 사용되던 CVJ는 IDA(Integrated Driving Axle) 형태로 변환되며 전량공급이 예정되어 있고, 궁극적으로 구동 및 열관리 계열에 대한 부품수ㅈ주가 이뤄질 가능성이 높다. 한편 공작기계부문의 경우, 최근 현대차가 전동화 전용 공장을 해외로 확대시키고 있어 동사의 관련 공작기계 수주가 발생할 것으로 예상한다.

절대적으로 저평가된 밸류에이션, 투자의견 Buy 유지

실적 안정성이 전년도 하반기부터 감소하며 주가 변동폭이 높아졌으나, 1Q20을 기점으로 실적에 대한 우려는 점진적으로 완화될 것으로 예상한다. 밸류에이션은 업종내 최저 수준인 P/B 0.22배 수준에서 거래되고 있어 하방경직성은 확보된 것으로 판단한다. 목표주가는 단기 외형축소를 반영해 37,000원으로 조정하나, 투자의견 Buy를 유지한다.

Stock Data

KOSPI(4/6)		1,791.88 pt
시가총액		7,791 억원
발행주식수		27,195 천주
52 주 최고가 / 최저가		55,300 / 20,450 원
90 일 일평균거래대금		80.53 억원
외국인 지분율		12.1%
배당수익률(20.12E)		3.8%
BPS(20.12E)		118,475 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-9.3%
	6 개월	-25.3%
	12 개월	-18.4%
주주구성	현대자동차 (외 4 인)	40.8%
	국민연금공단	12.0%
	자사주	2.3%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	7,880	5	-71	-56	-2,043	적지	266	-17.7	7.8	0.3	-1.8
2019	7,314	102	52	55	1,963	흑전	359	14.0	4.9	0.2	1.7
2020E	6,859	169	211	169	6,206	216.2	414	4.6	4.1	0.2	5.4
2021E	7,337	197	213	162	5,940	-4.3	446	4.8	3.7	0.2	4.9
2022E	7,631	222	240	182	6,702	12.8	473	4.3	3.3	0.2	5.3

자료: 현대위아, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표32 현대위아 1Q20 Preview: 영업이익 766 억원 예상

(십억원)	1Q20	1Q19	YoY(%)	4Q19	QoQ	컨센서스	Diff(%)
매출액	**1,608**	**1,849**	**-13.0**	**1,798**	**-10.5**	**1,745**	**-7.8**
영업이익	**76.6**	**14.6**	**424.7**	**20.2**	**280.1**	**42.7**	**79.5**
영업이익률(%)	4.8	0.8		1.1		2.4	
순이익(지배)	99.0	13.8	618.6	13	641.6	39.7	149.4

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표33 현대위아 목표주가 산정: 37,000 원으로 하향조정

구분	단위	가치	비고
2020 순이익	십억원	169	
2020 EPS	원	6,206	
Target P/E	배	6.0	자동차 부품 평균 P/E 적용
Target Price	**원**	**37,000**	
현재주가	원	28,650	
Upside	(%)	29.1	

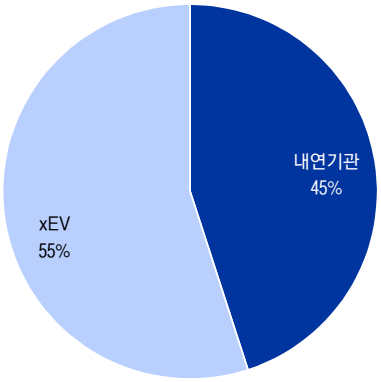
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표34 실적추정치 변경 전후

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	**6,859**	**7,337**	**7,378**	**7,898**	**-7.0**	**-7.1**
영업이익	**169.3**	**197.2**	**226.5**	**205.8**	**-25.3**	**-4.2**
영업이익률(%)	2.5	2.7	3.1	2.6		
순이익	169	162	224	168	-24.6	-3.9

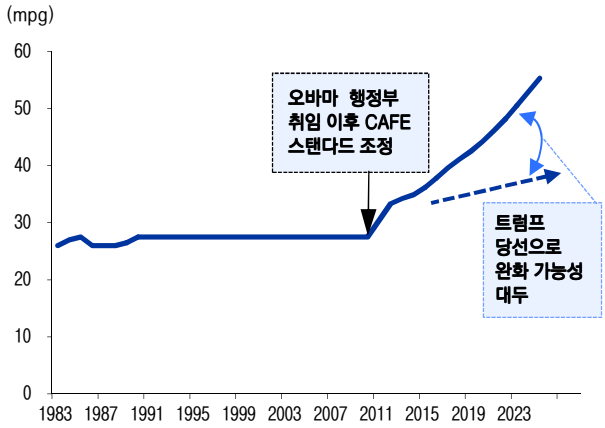
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 등속조인트 타 OEM 수주규모: 총 7,021 억원: Non-Captive 매출액 확보의 시작



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 미국 연비규제 완화: CAFÉ 스탠다드 완화로 인해 내연기관 파워트레인 수요 급증 가능성 주목 필요



자료: EPA, NHTSA, 이베스트투자증권 리서치센터

표35 통상임금 소송관련 비용 환입 예상치 Detail

소송 건수	일시	금액	비고
1차	4Q15	872	현대위아 근로자 상여금 통상임금 미지급금 지급
2차	4Q17	399	피합병법인 (현대메티아/위스코) 통상임금
	합계	1,830	1차, 2차 소송송분 + 지연이자에 대해 반영한 충당금
환입예상 금액		**1,464**	**최대 80%까지 환입 가정 가능**
매출원가반영		878	환입금액의 60%
영업외비용		586	지연이자 등

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표36 현대위아 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E
매출액	**1,849**	**1,892**	**1,775**	**1,798**	**7,314**	**1,608**	**1,657**	**1,755**	**1,839**	**6,859**
자동차부품	1,615	1,670	1,567	1,603	6,455	1,464	1,523	1,577	1,654	6,218
모듈	474	499	504	509	1,985	432	434	516	521	1,903
핵심부품	1,141	1,171	1,063	1,094	4,469	1,033	1,089	1,061	1,133	4,315
기계	234	222	208	195	859	144	134	178	185	641
매출원가	1,771	1,795	1,652	1,700	6,918	1,468	1,578	1,649	1,714	6,408
매출원가율(%)	96	95	93	95	95	91	95	94	93	93
판관비	63	67	86	78	294	64	66	72	79	282
판관비율(%)	3.4	3.5	4.8	4.3	4.0	4.0	4.0	4.1	4.3	4.1
영업이익	**14.6**	**29.9**	**37.0**	**20.2**	**102**	**76.6**	**12.6**	**34.2**	**45.9**	**169**
자동차부품	29	48	50	44.0	171	87	21	46	58	212
기계	-14	-18.0	-13	-24.0	-69	-11	-9	-12	-12	-43
영업이익률(%)	0.8	1.6	2.1	1.1	1.4	4.8	0.8	1.9	2.5	2.5
자동차부품	1.8	2.9	3.2	2.7	2.6	6.0	1.4	2.9	3.5	3.4
기계	-6.0	-8.1	-6.3	-12.3	-8.0	-7.5	-6.5	-6.5	-6.5	-6.7
영업외손익	1.4	-24.1	-6.8	-22.9	-52	42.7	-9.7	4.9	3.9	42
금융 및 기타손익	-4.3	-25.4	-12.9	-10.9	-53	56.7	-7.7	-3.1	-4.1	42
지분법 이익	5.6	1.4	6.0	-12.0	1	-14.0	-2.0	8.0	8.0	0
지배주주순이익	13.8	6.5	19.8	13.4	53	99.0	2.2	29.7	37.8	169
YoY(%)										
매출액	6.2	-8.0	-7.6	-16.8	-7.2	-13.0	-12.4	-1.1	2.3	-6.2
자동차부품	9.1	-5.1	-6.2	-17.4	-5.8	-9.3	-8.8	0.6	3.2	-3.7
모듈	-5.9	-11.8	-1.0	-17.0	-9.4	-9.0	-13.0	2.5	2.5	-4.1
핵심부품	16.9	-1.9	-8.5	-17.6	-4.1	-9.5	-7.0	-0.3	3.5	-3.5
기계	-10.3	-25.5	-17.4	-10.6	-16.5	-38.5	-39.6	-14.4	-5.1	-25.4
영업이익	흑전	50	285	315	1,933	425	-58	-8	127	66.5
자동차부품	흑전	4	85	-12	43	201	-56	-9	32	24.2
기계	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
지배주주순이익	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	619	-66	50	183	216

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

현대위아 (011210)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	3,891	3,647	3,929	4,254	4,483
현금 및 현금성자산	336	258	444	562	643
매출채권 및 기타채권	1,832	1,639	1,676	1,790	1,862
재고자산	803	705	721	770	801
기타유동자산	920	1,045	1,088	1,132	1,178
비유동자산	3,217	3,275	3,346	3,401	3,443
관계기업투자등	371	403	420	437	455
유형자산	2,569	2,580	2,623	2,651	2,665
무형자산	213	181	189	195	199
자산총계	**7,107**	**6,922**	**7,275**	**7,656**	**7,927**
유동부채	1,863	2,025	2,181	2,396	2,490
매입채무 및 기타재무	1,405	1,103	1,129	1,205	1,254
단기금융부채	358	776	876	976	976
기타유동부채	100	145	176	214	260
비유동부채	2,208	1,817	1,872	1,906	1,931
장기금융부채	1,923	1,503	1,546	1,567	1,578
기타비유동부채	285	313	326	339	353
부채총계	**4,071**	**3,841**	**4,053**	**4,302**	**4,421**
지배주주지분	3,037	3,080	3,222	3,354	3,506
자본금	136	136	136	136	136
자본잉여금	501	501	501	501	501
이익잉여금	2,520	2,557	2,699	2,830	2,983
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**3,037**	**3,080**	**3,222**	**3,354**	**3,506**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**7,880**	**7,314**	**6,859**	**7,337**	**7,631**
매출원가	7,578	6,918	6,408	6,832	7,091
매출총이익	**302**	**396**	**451**	**505**	**539**
판매비 및 관리비	297	294	282	308	317
영업이익	**5**	**102**	**169**	**197**	**222**
(EBITDA)	266	359	414	446	473
금융손익	-41	-16	-18	-17	-14
이자비용	66	61	48	50	51
관계기업등 투자손익	-17	1	0	32	32
기타영업외손익	-18	-35	60	0	0
세전계속사업이익	**-71**	**52**	**211**	**213**	**240**
계속사업법인세비용	-15	-4	42	51	58
계속사업이익	-56	55	169	162	182
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**-56**	**55**	**169**	**162**	**182**
지배주주	-56	53	169	162	182
총포괄이익	**-66**	**55**	**169**	**162**	**182**
매출총이익률 (%)	3.8	5.4	6.6	6.9	7.1
영업이익률 (%)	0.1	1.4	2.5	2.7	2.9
EBITDA 마진률 (%)	3.4	4.9	6.0	6.1	6.2
당기순이익률 (%)	-0.7	0.8	2.5	2.2	2.4
ROA (%)	-0.8	0.8	2.4	2.2	2.3
ROE (%)	-1.8	1.7	5.4	4.9	5.3
ROIC (%)	0.1	2.0	3.6	4.0	4.4

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**-117**	**342**	**428**	**342**	**406**
당기순이익(손실)	-56	53	169	162	182
비현금수익비용가감	387	258	258	230	233
유형자산감가상각비	204	206	204	207	208
무형자산상각비	57	51	41	42	43
기타현금수익비용	126	1	13	-19	-18
영업활동 자산부채변동	-411	31	2	-50	-10
매출채권 감소(증가)	-452	206	-37	-114	-72
재고자산 감소(증가)	95	112	-16	-49	-31
매입채무 증가(감소)	-1	-278	25	77	48
기타자산, 부채변동	-53	-9	30	36	45
투자활동 현금	**-464**	**-352**	**-357**	**-315**	**-306**
유형자산처분(취득)	-147	-207	-247	-235	-223
무형자산 감소(증가)	-37	-38	-48	-48	-48
투자자산 감소(증가)	-108	-60	-57	-28	-30
기타투자활동	-173	-47	-4	-5	-5
재무활동 현금	**-18**	**-68**	**115**	**91**	**-19**
차입금의 증가(감소)	-2	-52	142	121	11
자본의 증가(감소)	-16	-16	-27	-30	-30
배당금의 지급	16	16	27	30	30
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	**-596**	**-78**	**186**	**118**	**81**
기초현금	931	336	258	444	562
기말현금	336	258	444	562	643

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	-17.7	14.0	4.6	4.8	4.3
P/B	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	7.8	4.9	4.1	3.7	3.3
P/CF	3.0	2.4	1.8	2.0	1.9
배당수익률 (%)	1.7	3.6	3.8	3.8	3.8
성장성 (%)					
매출액	5.3	-7.2	-6.2	7.0	4.0
영업이익	-69.9	1,926.3	66.0	16.5	12.5
세전이익	적지	흑전	309.8	0.7	12.8
당기순이익	적지	흑전	204.6	-4.3	12.8
EPS	적지	흑전	216.2	-4.3	12.8
안정성 (%)					
부채비율	134.0	124.7	125.8	128.3	126.1
유동비율	208.9	180.1	180.2	177.6	180.0
순차입금/자기자본(x)	35.6	32.8	28.8	26.5	22.0
영업이익/금융비용(x)	0.1	1.7	3.5	4.0	4.4
총차입금 (십억원)	2,281	2,279	2,422	2,543	2,554
순차입금 (십억원)	1,080	1,012	927	887	773
주당지표(원)					
EPS	-2,043	1,963	6,206	5,940	6,702
BPS	111,672	113,269	118,475	123,315	128,917
CFPS	12,178	11,447	15,675	14,400	15,280
DPS	600	1,000	1,100	1,100	1,100

자료: 현대위아, 이베스트투자증권 리서치센터

현대글로비스 (086280)

2020. 4. 7 | 자동차

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

글로벌 OEM 가동중단 영향 존재

Hold (maintain)

목표주가 90,000 원
현재주가 99,800 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		O

1Q20 Preview: 선체보험금 환입으로 이익규모 확대

동사의 1Q20 매출액 및 영업이익은 각각 3.9조원(YoY -6.7%), 1,702억원(YoY -8.2%)을 기록할 것으로 예상된다. 중국발 와이어링 하네스 공급차질에 따른 완성차 생산차질과 더불어 국내공장 수출 선적물량 감소등 자동차 관련 매출 부진 외에도 국내 물류및 기타 유통사업 등 전반적으로 COVID-19 확산으로 매출하향세가 나타났을 것으로 추정된다. 다만 지난해 발생한 Golden Ray호 사고로 인한 선체보험금이 1Q20에 반여되며 당기순이익은 1,580억원(YoY +49.2%)을 기록할 것으로 예상된다.

완성차 공장 shut-down 신흥국으로도 확대, 일시적 매출 악화 불가피

최근 들어서는 미국, 유럽 외에도 완성차의 생산차질이 신흥국으로 확대되고 있기 때문에 이에 따른 매출 차질이 장기화 될 가능성이 높아지고 있다. 특히 COVID-19 영향이 기존 예상과는 다르게 브라질, 러시아, 인도 등 완성차의 현지생산공장 가동 지역으로 확대되어 4월 전반으로도 완성차 공장 shut-down 확산이 증가하고 있기 때문이다.

자동차 출하 및 부품 밸류체인이 정상 가동되는 3Q20부터 매출회복 예상

당사는 3Q20부터 자동차 산업 가동률이 점진적으로 회복 될 것으로 예상한다. 3Q20자체의 완성차 판매량은 YoY 역성장 기조가 불가피 한 것으로 보이나, 반등세가 해당 분기내에 포착될 것으로 기대된다. 완성차 신차스케쥴이 3Q20부터는 고가차량을 중심으로 수출물량이 크게 증가하기 시작하는데 초점이 맞춰져 있고, 알라바마/조지아 공장에서도 엘란트라, 싼타페, 옵티마, 쏘렌토 등 볼륨모델의 풀체인지모델 생산이 집중되어 있기 때문이다. 또한 기존의 해외 고객사 볼륨도 정상가동이 이뤄지기 시작할 가능성이 높아 매출의 반등시점이 될 가능성이 높다는 생각이다.

투자의견 Hold 및 목표주가 90,000원 유지

3Q20부터 동사의 점진적 업황회복을 예상하나, 단기적으로는 변동석 확대요인들에 지속적으로 노출되고, 특히 Non-captive 기반의 매출로 인해 실적 안정성에 대한 확인이 필요할 것으로 예상한다. 기존 투자의견 Hold 및 목표주가 90,000원을 유지한다.

Stock Data

KOSPI(4/6)		1,791.88 pt
시가총액		37,425 억원
발행주식수		37,500 천주
52 주 최고가 / 최저가		168,000 / 73,300 원
90 일 일평균거래대금		135.13 억원
외국인 지분율		36.1%
배당수익률(20.12E)		4.0%
BPS(20.12E)		139,520 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-5.0%
	6 개월	-22.8%
	12 개월	-8.2%
주주구성	정의선 (외 6 인)	51.4%
	국민연금공단	10.4%
	성승용	0.0%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	16,866	710	626	437	11,663	-35.7	892	11.1	6.0	1.1	10.6
2019	18,270	877	727	502	13,395	14.9	1,208	11.2	5.2	1.2	11.2
2020E	17,996	847	912	689	18,371	37.1	1,057	5.4	3.6	0.7	13.9
2021E	18,882	994	1,064	803	21,415	16.6	1,215	4.7	2.9	0.6	14.4
2022E	19,637	1,050	1,121	846	22,570	5.4	1,285	4.4	2.5	0.6	13.6

자료: 현대글로비스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표37 현대글로비스 1Q20 Preview: 영업이익 1,702 억원 예상

(십억원)	1Q20	1Q19	YoY(%)	4Q19	QoQ	컨센서스	Diff(%)
매출액	**3,938**	**4,221**	**-6.7**	**4,803**	**-18.0**	**4,306**	**-8.6**
영업이익	**170.2**	**185.3**	**-8.2**	**228**	**-25.5**	**196.3**	**-13.3**
영업이익률(%)	4.3	4.4		4.8		4.6	
순이익(지배)	158.2	106.0	49.2	229.4	-31.0	123.4	28.2

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표38 현대글로비스 Valuation: TP 90,000 원으로 조정, 투자의견 Hold 로 하향

구분	단위	값	비고
순이익	(십억원)	591	2020년 수정 기준
EPS	(원)	15,768	2020년 수정 기준
Target P/E	(배)	5.8	현대기아차 평균 P/E 적용
목표주가	**(원)**	**90,000**	**2020 EPS x Target P/E**
현재주가	(원)	99,800	
Upside	(%)	-9.8	

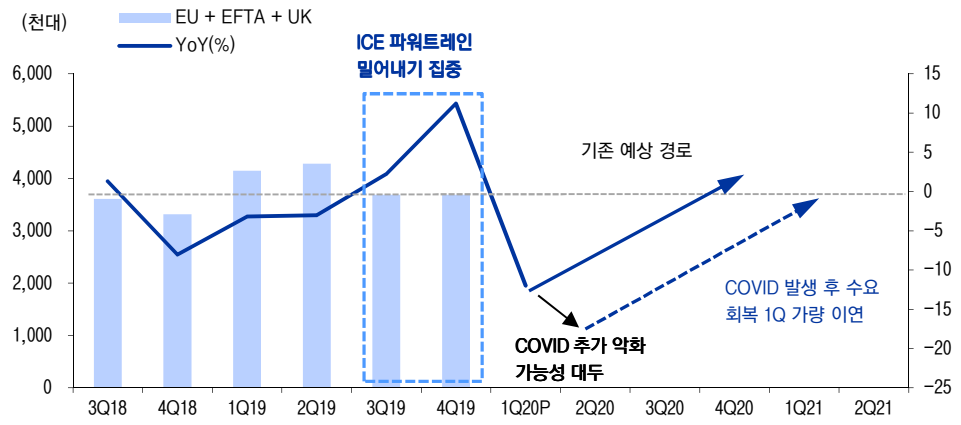
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표39 현대글로비스 실적 추정치 변경 전후 비교

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	**17,996**	**18,882**	**18,209**	**19,102**	**-1.2**	**-1.2**
영업이익	**847**	**994**	**857**	**1,007**	**-1.1**	**-1.3**
영업이익률(%)	4.7	5.3	4.7	5.3		
순이익	689	803	696	813	-1.1	-1.2

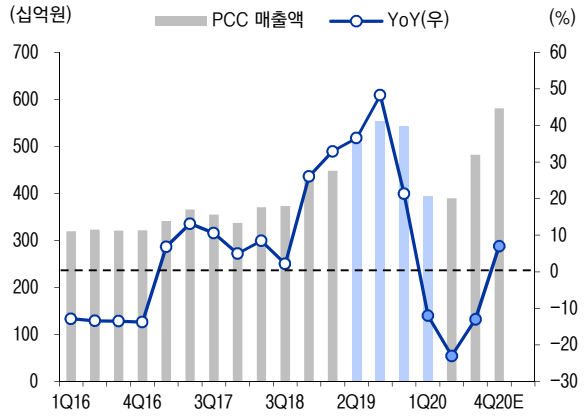
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 유럽 자동차 수요 예상 경로: 2Q20 까지 저점확인 구간 발생 불가피



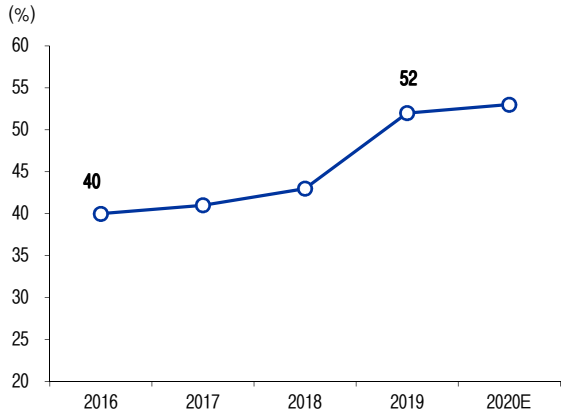
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 2019 년까지 PCC 부분 실적이 성장을 이끌었으나..



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 늘어난 Non-Captive 비중은 단기적으로 부담



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표40 현대글로비스 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E
매출액	**4,221**	**4,496**	**4,751**	**4,803**	**18,270**	**3,938**	**4,209**	**4,810**	**5,040**	**17,996**	**18,882**
I. 물류	**1,364**	**1,494**	**1,497**	**1,506**	**5,862**	**1,333**	**1,495**	**1,582**	**1,602**	**6,012**	**6,287**
국내물류	356	379	352	380	1,466	345	367	368	397	1,477	1,514
해외물류	1,009	1,116	1,146	1,126	4,396	988	1,128	1,214	1,205	4,536	4,773
II. 해운	**805**	**797**	**829**	**788**	**3,220**	**669**	**611**	**710**	**829**	**2,819**	**2,953**
PCC	448	506	554	543	2,051	394	390	482	581	1,847	1,961
BULK	357	291	275	246	1,169	275	221	228	248	972	992
III. 유통	**2,051**	**2,205**	**2,425**	**2,508**	**9,189**	**1,935**	**2,102**	**2,518**	**2,609**	**9,164**	**9,642**
CKD	1,554	1,604	1,786	1,903	6,846	1,414	1,475	1,839	1,960	6,689	6,890
중고차	112	133	126	133	504	108	127	130	144	508	549
기타유통	385	468	513	473	1,838	412	500	549	506	1,967	2,203
매출원가	3,925	4,170	4,372	4,437	16,904	3,669	3,908	4,454	4,671	16,702	17,441
매출원가율(%)	93.0	92.7	92.0	92.4	92.5	93.2	92.9	92.6	92.7	92.8	92.4
매출총이익	295	326	379	365	1,367	269	301	356	369	1,294	1,441
매출총이익률(%)	7.0	7.3	8.0	7.6	7.5	6.8	7.1	7.4	7.3	7.2	7.6
판관비	110	124	119	137	490	98	109	115	123	447	447
판관비율(%)	2.6	2.8	2.5	2.9	2.7	2.5	2.6	2.4	2.5	2.5	2.4
영업이익	**185**	**202**	**261**	**228**	**876**	**170.2**	**191**	**240**	**245**	**847**	**994**
물류	69	93	90	76	327	64	76	89	88	317	367
해운	28	18	60	50	156	29	24	35	42	130	180
유통	88	92	111	103	394	77	90	117	115	400	447
영업이익률(%)	**4.4**	**4.5**	**5.5**	**4.8**	**4.8**	**4.3**	**4.5**	**5.0**	**4.9**	**4.7**	**5.3**
물류	5.1	6.2	6.0	5.0	5.6	4.8	5.1	5.6	5.5	5.3	5.8
해운	3.5	2.2	7.2	6.3	4.8	4.3	4.0	4.9	5.1	4.6	6.1
유통	4.3	4.2	4.6	4.1	4.3	4.0	4.3	4.7	4.4	4.4	4.6
총 영업외손익	-23	-15	-147	37	-149	39	-5	11	20	65	70
금융+기타손익	-38	-28	-161	36	-191	41	-13	-4	6	30	23
지분법이익	14	13	14	1	42	-2	8	15	14	35	46
세전이익	162	187	113	265	727	210	186	251	265	912	1,064
당기순이익	106	122	45	229	502	158	141	190	200	689	803
당기순이익(지배)	**106**	**122**	**45**	**229**	**502**	**158**	**141**	**190**	**200**	**689**	**803**
YoY(%)											
매출액 계	**12.6**	**6.3**	**8.6**	**6.4**	**8.3**	**-6.7**	**-6.4**	**1.2**	**4.9**	**-1.5**	**4.9**
물류	11.2	12.0	11.0	1.5	8.7	-2.3	0.1	5.6	6.4	2.6	4.6
국내물류	14.1	13.3	6.7	0.2	8.2	-3.0	-3.0	4.5	4.5	0.7	2.5
해외물류	10.2	11.6	12.3	1.9	8.8	-2.0	1.1	6.0	7.0	3.2	5.2
해운	28.7	19.4	7.9	-6.0	11.0	-16.9	-23.4	-14.3	5.1	-12.4	4.8
PCC	32.9	36.6	48.3	21.4	34.2	-12.0	-23.0	-13.0	7.0	-10.0	6.2
BULK	23.7	-2.0	-30.4	-37.2	-14.8	-23.0	-24.0	-17.0	1.0	-16.8	2.0
유통	8.2	-1.1	7.5	14.4	7.2	-5.7	-4.6	3.8	4.0	-0.3	5.2
CKD	19.4	0.9	7.2	17.4	10.8	-9.0	-8.0	3.0	3.0	-2.3	3.0
중고차	10.3	15.5	14.1	17.6	14.5	-3.0	-5.0	3.0	8.0	0.9	8.0
기타유통	-21.8	-10.8	7.1	3.1	-5.9	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	12.0
영업이익	23.1	12.0	39.4	19.0	23.4	-8.2	-5.5	-7.7	7.5	-3.3	17.3
당기순이익	-7.6	249.2	-70.5	71.3	14.8	49.2	15.8	317.8	-12.6	37.1	16.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

현대글로비스 (086280)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	4,458	5,054	5,405	5,479	5,806
현금 및 현금성자산	641	690	945	859	1,065
매출채권 및 기타채권	2,076	2,323	2,761	2,910	3,026
재고자산	912	1,033	718	757	787
기타유동자산	829	1,009	980	953	928
비유동자산	4,230	4,840	5,040	5,347	5,660
관계기업투자등	687	738	768	799	831
유형자산	3,247	3,825	4,011	4,291	4,576
무형자산	127	114	98	93	88
자산총계	**8,688**	**9,894**	**10,445**	**10,826**	**11,466**
유동부채	2,885	3,413	3,153	3,065	3,062
매입채무 및 기타재무	1,408	1,528	1,546	1,629	1,695
단기금융부채	1,198	1,557	1,251	1,051	951
기타유동부채	279	328	355	385	416
비유동부채	1,543	2,046	2,060	1,875	1,841
장기금융부채	656	634	634	434	384
기타비유동부채	887	1,412	1,426	1,441	1,457
부채총계	**4,428**	**5,459**	**5,213**	**4,941**	**4,903**
지배주주지분	4,260	4,670	5,232	5,885	6,563
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	154	154	154	154	154
이익잉여금	4,117	4,493	5,046	5,700	6,377
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**4,260**	**4,670**	**5,232**	**5,885**	**6,563**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**16,866**	**18,270**	**17,996**	**18,882**	**19,637**
매출원가	15,715	16,904	16,702	17,441	18,121
매출총이익	**1,151**	**1,366**	**1,294**	**1,441**	**1,516**
판매비 및 관리비	441	490	447	447	465
영업이익	**710**	**877**	**847**	**994**	**1,050**
(EBITDA)	892	1,208	1,057	1,215	1,285
금융손익	-114	-119	-97	-9	-9
이자비용	76	104	48	48	48
관계기업등 투자손익	40	42	35	46	48
기타영업외손익	-10	-72	127	32	32
세전계속사업이익	**626**	**727**	**912**	**1,064**	**1,121**
계속사업법인세비용	189	225	224	261	275
계속사업이익	437	502	689	803	846
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**437**	**502**	**689**	**803**	**846**
지배주주	437	502	689	803	846
총포괄이익	**437**	**502**	**689**	**803**	**846**
매출총이익률 (%)	6.8	7.5	7.2	7.6	7.7
영업이익률 (%)	4.2	4.8	4.7	5.3	5.3
EBITDA 마진률 (%)	5.3	6.6	5.9	6.4	6.5
당기순이익률 (%)	2.6	2.7	3.8	4.3	4.3
ROA (%)	5.2	5.4	6.8	7.6	7.6
ROE (%)	10.6	11.2	13.9	14.4	13.6
ROIC (%)	12.5	14.4	14.4	15.8	15.6

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**490**	**811**	**1,022**	**897**	**976**
당기순이익(손실)	437	502	689	803	846
비현금수익비용가감	449	309	417	174	186
유형자산감가상각비	172	316	195	208	222
무형자산상각비	10	15	15	14	13
기타현금수익비용	268	-23	207	-47	-49
영업활동 자산부채변동	-165	0	-84	-80	-56
매출채권 감소(증가)	-164	-186	-439	-148	-116
재고자산 감소(증가)	-97	-119	315	-39	-30
매입채무 증가(감소)	238	35	19	83	65
기타자산, 부채변동	-143	270	21	23	26
투자활동 현금	**-390**	**-318**	**-326**	**-433**	**-452**
유형자산처분(취득)	-170	-182	-365	-472	-491
무형자산 감소(증가)	-15	5	1	-8	-8
투자자산 감소(증가)	-198	-146	39	48	47
기타투자활동	-7	5	-1	-1	-1
재무활동 현금	**8**	**-444**	**-441**	**-550**	**-319**
차입금의 증가(감소)	120	-320	-306	-400	-150
자본의 증가(감소)	-113	-124	-135	-150	-169
배당금의 지급	113	124	135	150	169
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	**112**	**48**	**256**	**-86**	**205**
기초현금	529	641	690	945	859
기말현금	641	690	945	859	1,065

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	11.1	11.2	5.4	4.7	4.4
P/B	1.1	1.2	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.0	5.2	3.6	2.9	2.5
P/CF	5.5	7.0	3.4	3.8	3.6
배당수익률 (%)	2.6	2.4	4.0	4.5	4.8
성장성 (%)					
매출액	3.1	8.3	-1.5	4.9	4.0
영업이익	-2.3	23.4	-3.4	17.3	5.7
세전이익	-29.6	16.1	25.5	16.6	5.4
당기순이익	-35.7	14.8	37.1	16.6	5.4
EPS	-35.7	14.9	37.1	16.6	5.4
안정성 (%)					
부채비율	103.9	116.9	99.6	84.0	74.7
유동비율	154.5	148.1	171.4	178.7	189.6
순차입금/자기자본(x)	12.5	13.6	2.0	-3.0	-7.6
영업이익/금융비용(x)	9.4	8.5	17.6	20.7	21.9
총차입금 (십억원)	1,853	2,191	1,885	1,485	1,335
순차입금 (십억원)	533	633	106	-175	-499
주당지표(원)					
EPS	11,663	13,395	18,371	21,415	22,570
BPS	113,605	124,541	139,520	156,935	175,005
CFPS	23,649	21,625	29,492	26,054	27,531
DPS	3,300	3,600	4,000	4,500	4,800

자료: 현대글로비스, 이베스트투자증권 리서치센터

한온시스템 (018880)

2020. 4. 7 | 자동차

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

하반기의 손익 개선을 기대

Hold (maintain)

목표주가 10,000 원
현재주가 8,760 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		○

1Q20 Preview: 단기 실적 불확실성 우려 존재

동사의 1Q20 매출액 및 영업이익은 각각 1.55조원(YoY +8.3%), 805억원(YoY -13.9%)을 기록할 것으로 예상한다. 중국매출이 2월들어서 급격하게 하락했을뿐 아니라 동사 사업구조 특성상 유럽지역의 매출 노출도가 50%에 달하고 있고, 특히 전년도에 신규 사업군으로 합류한 E&FP 중에서는 남유럽 일부 지역들에 공장들이 위치해 있어 3월 중순부터 매출 차질이 집중적으로 발생했을 것으로 예상된다.

기존 Captive 고객사의 핵심모델 증설시점이 중요

현재 미국과 유럽의 판매급감 현상은 4~5월까지는 진행될 것으로 예상되고 있기 때문에 결국 동사의 실적 트리거는 현재 가장 큰 매출비중을 차지하고 있는 HMG향 핵심모델의 증설시점으로 보여진다. 최근 들어서는 동사가 공급하고 있는 고마진 제네시스 모델 물량이 증가추이에 접어든 것으로 확인되고 있으며, 이러한 추이가 6~7월 들어서는 수출물량을 생산하기 시작해 손익기여가 커질 것으로 예상된다.

COVID-19로 인해 친환경차에 규제 완화 가능성 대두

한편 COVID-19 확산으로 인해 미국내 CAFE(Corporate Average Fuel Economy)의 요구 증가폭이 기존 5%에서 1.5%로 하향조정된 바 있으며, 이에 따라 미국에서 친환경차 규제에 대한 모멘텀이 약화될 우려가 존재한다. 또한 유럽의 경우 이미 메이커들의 BEV 대응이 지연되고 있는 것으로 나타나고 있고, 95g/km 규제 역시 이연되거나 내연기관 위주의 부양책이 일시적으로 나오게 될 가능성이 있어 친환경차 포트폴리오에 수주 초점이 마춰져 있는 동사의 경우 업황이 반등하더라도 기존의 수주 지향점과 다른 형태의 매출이 발생할 가능성이 존재한다.

Valuation에 대한 부담축소 필요: 하반기를 보자

친환경차 전용 공조시스템의 글로벌 과점업체인 동사는 2H20부터 대형 고객사인 VW의 MEB 플랫폼 양산이 이뤄지며 매출회복세가 개시되고, 투자회수 구간에 진입하게 될 것으로 예상한다. 다만 유럽 지역을 중심으로 업황 변동성이 확대되고 있어 단기적으로는 보수적 관점에서의 대응을 추천한다. 기존 투자의견 Hold 및 목표주가 10,000원을 유지한다.

Stock Data

KOSPI(4/6)		1,791.88 pt
시가총액		46,761 억원
발행주식수		533,800 천주
52 주 최고가 / 최저가		12,800 / 8,250 원
90 일 일평균거래대금		111.02 억원
외국인 지분율		20.4%
배당수익률(20.12E)		3.7%
BPS(20.12E)		4,345 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-5.2%
	6 개월	-13.5%
	12 개월	-9.3%
주주구성	한앤코오토홀딩스	70.0%
	국민연금공단	6.0%
	자사주신탁	0.0%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	5,938	434	380	284	520	-3.8	662	20.8	9.7	2.8	13.8
2019	7,154	484	407	322	596	14.6	860	18.9	9.8	2.7	14.9
2020E	7,020	402	339	253	472	-20.9	813	18.6	8.9	2.0	11.1
2021E	7,257	510	446	333	622	31.7	924	14.1	7.7	1.9	13.8
2022E	7,620	556	499	373	696	11.9	974	12.6	7.3	1.7	14.4

자료: 한온시스템, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표41 한온시스템 1Q20 Preview

(십억원)	1Q20	1Q19	YoY(%)	4Q19	QoQ	컨센서스	Diff(%)
매출액	**1,547**	**1,429**	**8.3**	**1,961**	**-21.1**	**1,675**	**-7.6**
영업이익	**80.5**	**93**	**-13.9**	**171**	**-53.0**	**94.3**	**-14.6**
영업이익률(%)	5.2	6.5		8.7		5.6	
순이익(지배)	47.6	56.0	-15.0	116.0	-59.0	60.1	-20.8

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표42 한온시스템 Valuation: 목표주가 10,000 원 유지

구분	단위	가치	비고
EPS	원	566	2020년 기준
Target P/E	배	17	글로벌 주요 Tier1 부품업체* 평균 대비 60% 할증
목표주가	**원**	**10,000**	2020 EPS* Target P/E
현재주가	원	8,760	
Upside	(%)	14.2	

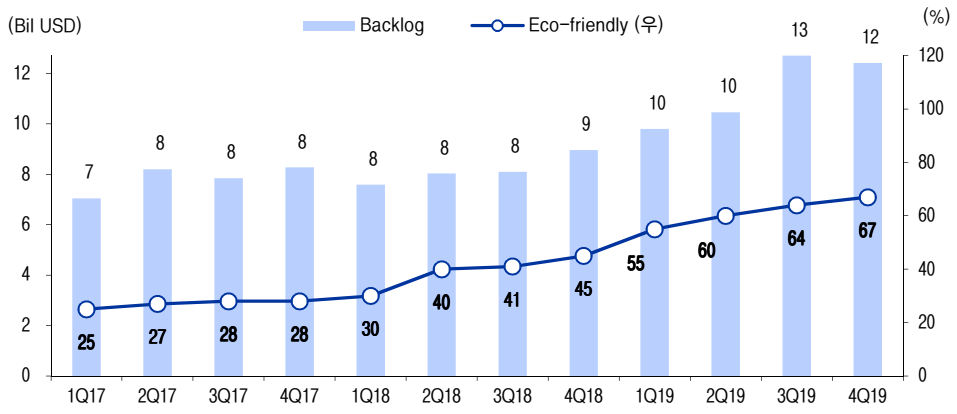
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표43 한온시스템 실적추정치 변경 전후

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	**7,020**	**7,257**	**7,312**	**7,567**	**-4.0**	**-4.1**
영업이익	**402**	**510**	**469**	**531**	**-14.4**	**-4.0**
영업이익률(%)	5.7	7.0	6.4	7.0		
순이익	252	332	302	348	-16.6	-4.5

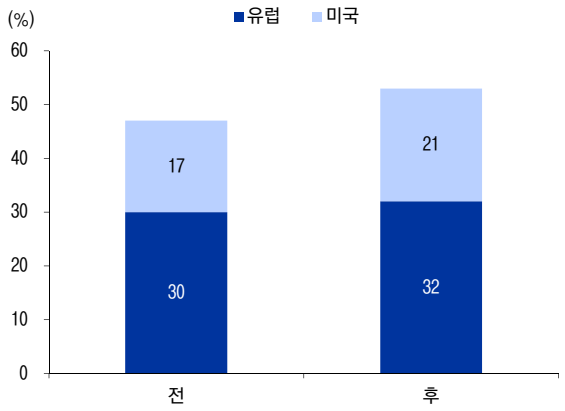
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 수주잔고 및 수주잔고 중 친환경차 비중 추이: Valuation 정당화를 위해서는 수주잔고 급증추이 지속 필요. 미국 OEM 향 친환경 수주 가시성은 현재 낮은 상황



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 2Q20 까지 COVID-19 가 동사에 불리하게 작용



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 VW 핵심 플랫폼의 생산차질 우려까지 발생중

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표44 한온시스템 실적 흐름 및 예상치

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E
매출액	**1,429**	**1,904**	**1,860**	**1,961**	**7,154**	**1,547**	**1,658**	**1,747**	**2,067**	**7,020**	**7,257**
아시아	959	1,076	1,049	1,088	4,370	844	1,065	1,111	1,153	4,174	4,278
미주	298	472	462	494	1,725	424	368	411	509	1,712	1,763
유럽	714	959	907	936	3,517	643	777	807	1,058	3,285	3,384
매출원가	1,228	1,642	1,612	1,638	6,120	1,345	1,444	1,514	1,761	6,064	6,174
매출원가율(%)	85.9	86.2	86.7	83.5	86	86.9	87.1	86.6	85.2	86	85
판관비	108	150	141	152	551	122	131	138	163	555	573
판관비율(%)	7.6	7.9	7.6	7.8	7.7	7.9	7.9	7.9	7.9	8	8
영업이익	**93.5**	**112.3**	**107.0**	**171.1**	**483.9**	**80.5**	**83.0**	**95.5**	**142.5**	**401.5**	**510.0**
영업이익률(%)	6.5	5.9	5.8	8.7	6.8	5.2	5.0	5.5	6.9	5.7	7.0
기타손익	-17.1	-22.5	-10.5	-26.8	-80.6	-16.5	-17.1	-15.5	-13.8	-62.9	-64.0
세전이익	76.4	89.8	96.5	144.3	403	64.0	65.9	80.0	128.7	339	446
당기순이익	56.5	71.1	75.7	119.0	322	47.8	49.2	59.8	96.1	253	333
지배순이익	**56**	**71**	**75**	**116**	**318**	**48**	**49**	**60**	**96**	**252**	**332**
EPS(원)	105	133	141	217	596	89	92	112	179	472	622
YoY(%)											
매출액	3.0	25.4	31.0	21.7	20.5	8.3	-12.9	-6.0	5.4	-1.9	3.4
영업이익	-1.8	11.4	30.3	9.9	11.5	-13.9	-26.1	-10.7	-16.7	-17.0	27.0
지배순이익	-11.6	0.8	41.8	27.8	14.6	-15.0	-30.8	-21.0	-17.5	-20.9	31.7

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

한온시스템 (018880)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,859	3,060	2,750	3,309	3,012
현금 및 현금성자산	1,018	490	47	494	60
매출채권 및 기타채권	990	1,431	1,509	1,571	1,650
재고자산	506	742	782	814	855
기타유동자산	345	396	413	429	447
비유동자산	2,497	4,130	4,307	4,393	4,490
관계기업투자등	99	104	108	113	117
유형자산	1,551	2,144	2,209	2,187	2,181
무형자산	564	1,529	1,623	1,712	1,795
자산총계	**5,356**	**7,189**	**7,057**	**7,701**	**7,502**
유동부채	1,867	2,194	2,278	2,749	2,836
매입채무 및 기타재무	1,078	1,379	1,453	1,513	1,589
단기금융부채	492	566	566	966	966
기타유동부채	297	249	259	270	281
비유동부채	1,357	2,637	2,339	2,352	1,865
장기금융부채	1,187	2,321	2,021	2,021	1,521
기타비유동부채	170	316	318	331	344
부채총계	**3,224**	**4,831**	**4,618**	**5,101**	**4,701**
지배주주지분	2,037	2,238	2,319	2,480	2,681
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-21	-20	-20	-20	-20
이익잉여금	2,180	2,380	2,461	2,622	2,823
비지배주주지분(연결)	95	120	120	120	120
자본총계	**2,132**	**2,358**	**2,439**	**2,600**	**2,801**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**5,938**	**7,154**	**7,020**	**7,257**	**7,620**
매출원가	5,025	6,120	6,064	6,174	6,462
매출총이익	**913**	**1,034**	**956**	**1,083**	**1,158**
판매비 및 관리비	479	551	555	573	602
영업이익	**434**	**484**	**402**	**510**	**556**
(EBITDA)	662	860	813	924	974
금융손익	-18	-23	-62	-63	-56
이자비용	24	71	74	76	69
관계기업등 투자손익	6	2	-1	-1	-1
기타영업외손익	-42	-55	0	0	0
세전계속사업이익	**380**	**407**	**339**	**446**	**499**
계속사업법인세비용	96	85	86	113	126
계속사업이익	284	322	253	333	373
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**284**	**322**	**253**	**333**	**373**
지배주주	278	318	252	332	371
총포괄이익	**235**	**322**	**253**	**333**	**373**
매출총이익률 (%)	15.4	14.5	13.6	14.9	15.2
영업이익률 (%)	7.3	6.8	5.7	7.0	7.3
EBITDA 마진률 (%)	11.1	12.0	11.6	12.7	12.8
당기순이익률 (%)	4.8	4.5	3.6	4.6	4.9
ROA (%)	5.9	5.1	3.5	4.5	4.9
ROE (%)	13.8	14.9	11.1	13.8	14.4
ROIC (%)	13.8	10.5	6.3	7.8	8.3

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**471**	**494**	**618**	**720**	**754**
당기순이익(손실)	284	322	253	333	373
비현금수익비용가감	469	445	413	426	430
유형자산감가상각비	194	304	315	312	310
무형자산상각비	34	72	97	102	107
기타현금수익비용	1	69	2	12	12
영업활동 자산부채변동	-187	-199	-48	-40	-49
매출채권 감소(증가)	-82	26	-77	-62	-79
재고자산 감소(증가)	-45	-55	-40	-32	-41
매입채무 증가(감소)	64	-90	74	60	76
기타자산, 부채변동	-125	-80	-5	-5	-6
투자활동 현금	**-577**	**-2,008**	**-590**	**-502**	**-517**
유형자산처분(취득)	-410	-517	-379	-290	-305
무형자산 감소(증가)	-144	-184	-191	-191	-191
투자자산 감소(증가)	-7	-1	-6	-6	-6
기타투자활동	-15	-1,305	-14	-15	-15
재무활동 현금	**564**	**981**	**-471**	**229**	**-671**
차입금의 증가(감소)	697	1,088	-300	400	-500
자본의 증가(감소)	-172	-171	-171	-171	-171
배당금의 지급	172	171	171	171	171
기타재무활동	39	63	0	0	0
현금의 증가	**451**	**-528**	**-443**	**447**	**-434**
기초현금	567	1,018	490	47	494
기말현금	1,018	490	47	494	60

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	20.8	18.9	18.6	14.1	12.6
P/B	2.8	2.7	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	9.7	9.8	8.9	7.7	7.3
P/CF	7.7	7.8	7.0	6.2	5.8
배당수익률 (%)	3.0	2.8	3.7	3.7	3.7
성장성 (%)					
매출액	6.3	20.5	-1.9	3.4	5.0
영업이익	-7.4	11.5	-17.0	27.0	9.0
세전이익	-9.9	7.2	-16.8	31.7	11.9
당기순이익	-4.9	13.6	-21.5	31.7	11.9
EPS	-3.8	14.6	-20.9	31.7	11.9
안정성 (%)					
부채비율	151.2	204.8	189.3	196.2	167.8
유동비율	153.1	139.5	120.7	120.4	106.2
순차입금/자기자본(x)	29.3	100.8	103.2	95.0	85.8
영업이익/금융비용(x)	17.8	6.8	5.4	6.7	8.1
총차입금 (십억원)	1,679	2,887	2,587	2,987	2,487
순차입금 (십억원)	624	2,376	2,518	2,471	2,404
주당지표(원)					
EPS	520	596	472	622	696
BPS	3,816	4,193	4,345	4,647	5,022
CFPS	1,410	1,438	1,247	1,423	1,505
DPS	320	320	320	320	320

자료: 한온시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

만도 (204320)

2020. 4. 7 | 자동차

1Q20을 저점으로 회복 예상

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

Buy (maintain)

목표주가 30,000 원
현재주가 23,400 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

1Q20 Preview: 중국의 부진

1Q20 매출액 및 영업이익은 각각 1.28조원(YoY -9.4%), 256억원(YoY -20%)을 기록할 것으로 예상하고, 영업이익은 시장 기대치에 부합할 것으로 예상한다. 지역별로는 중국의 외형이 약 YoY -32% 가량 급락하며 손익에 가장 부정적 영향을 미친 것으로 판단된다. 다만 분기 후반부로 가며 완성차의 핵심차종 양산 확대로 인한 IDB, ADAS 등 고마진 제품들이 확대되며 추가적인 손실을 상쇄시킨 것으로 보여진다.

Captive 고객사의 핵심차종 성공으로 ADAS 매출 뚜렷한 성장예상

완성차는 미국 및 유럽 등지에서 공장 shut-down이 진행되고 있음에도 불구하고, 현재 그랜져 및 제네시스의 물량에 대해 연초 대비 현격하게 증설에 들어갔거나 들어갈 예정이다. 특히 제네시스의 경우 G80, GV80 모두 출시 이틀만에 국내 연간 판매계획에 해당하는 사전계약이 이뤄졌다. 이와 같은 점을 반영시 기존에 동사가 제시했던 ADAS 매출액 성장에 대한 낮은 가이던스가 상향조정될 가능성이 높다고 판단되는데, 우리는 2Q20들어 이러한 변화가 가시화 될 것으로 예상한다.

2020 상반기, 실적기반의 낮은 기저 형성, 장기적 관점에서 접근 유효

다만 2Q20의 경우 현재 진행되고 있는 희망퇴직 위로금 항목의 일회성 비용이 (약 270억원 가량 추정) 반영되며 영업이익 확대는 지연될 것으로 보인다. 다만 핵심부품 공급 증가를 통한 mix개선이 시작될 것으로 보여 펀더멘털과 실적간 괴리가 발생할 것으로 예상된다. 단기 실적에 대한 우려가 존재하는 2Q20은 비중확대를 하기에 최적의 시점으로 판단된다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 30,000원으로 하향조정

동사에 대해 긍정적 투자의견을 유지하나, 단기 실적훼손 폭을 감안하여 보다 현실적인 투자의견을 반영하기 위해 목표주가를 기존 40,000원에서 30,000원으로 하향조정했다. 목표주가는 2020년 EPS에 Target P/E 13배를 적용한 수치이다. 상반기 실적훼손 구간이 지나며 점진적인 valuation re-rating을 기대한다

Stock Data

KOSPI(4/6)		1,791.88 pt
시가총액		10,988 억원
발행주식수		46,957 천주
52 주 최고가 / 최저가		39,000 / 16,950 원
90 일 일평균거래대금		144.15 억원
외국인 지분율		21.4%
배당수익률(20.12E)		2.6%
BPS(20.12E)		33,620 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-6.2%
	6 개월	-17.3%
	12 개월	-6.7%
주주구성	한라홀딩스	30.3%
	국민연금공단	14.3%
	만도우리사주	1.1%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	5,665	197	141	113	2,250	2,109.2	469	12.9	5.6	1.0	7.6
2019	5,982	219	176	118	2,354	4.6	519	14.7	5.7	1.2	8.1
2020E	6,049	168	135	103	2,121	-9.9	408	11.0	5.3	0.7	6.9
2021E	6,385	257	223	169	3,497	64.9	491	6.7	3.9	0.6	10.0
2022E	6,781	299	263	200	4,135	18.3	529	5.7	3.2	0.6	10.8

자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표45 만도 1Q20 Preview: 영업이익 192 억원 예상

(십억원)	1Q20	1Q19	YoY(%)	4Q19	QoQ	컨센서스	Diff(%)
매출액	**1,282**	**1,415**	**-9.4**	**1,637**	**-21.7**	**1,295**	**-1.0**
영업이익	**19.2**	**32.0**	**-40.0**	**62.9**	**-69.4**	**23**	**-17.9**
영업이익률(%)	1.5	2.3		3.8		1.8	
순이익(지배)	8.5	16.8	-49.4	11.6	-26.6	8.4	1.5

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표46 만도 Valuation: 목표주가 30,000 원으로 조정

(원, 배)	단위	값	비고
순이익	(십억원)	100	2020년 기준
EPS	(원)	2,121	2020년 기준
Target P/E	(배)	13	Denso 등 글로벌 Parts 업체 6개사의 2017~2019 평균치 P/E 10% 할증
목표주가	**(원)**	**30,000**	
현재주가	(원)	23,400	
Upside	(%)	28.2	

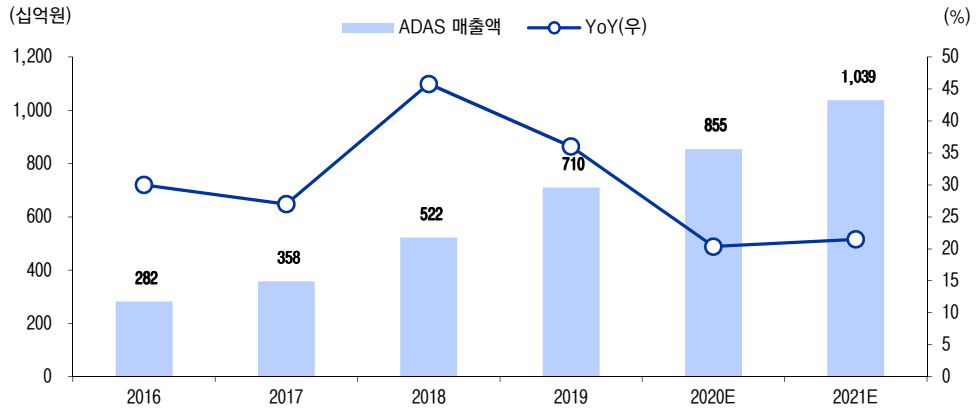
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표47 실적추정치 변경 전후

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	**6,049**	**6,385**	**6,052**	**6,388**	**-0.1**	**-0.1**
영업이익	**168**	**257**	**201**	**257**	**-16.4**	**0.0**
영업이익률(%)	100	164	123	164	-19.3	0.2
순이익	2,121	3,497	2,629	3,489	-19.3	0.2

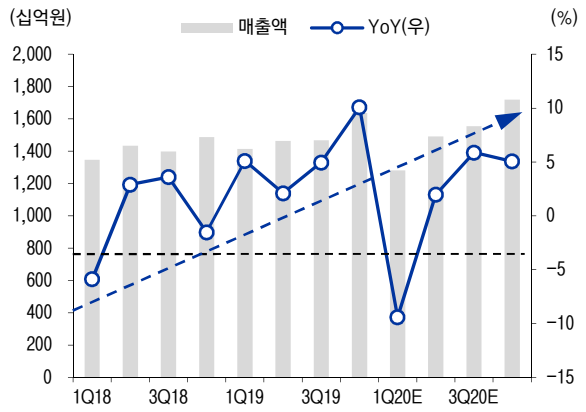
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 만도 ADAS 매출액 추이 및 전망



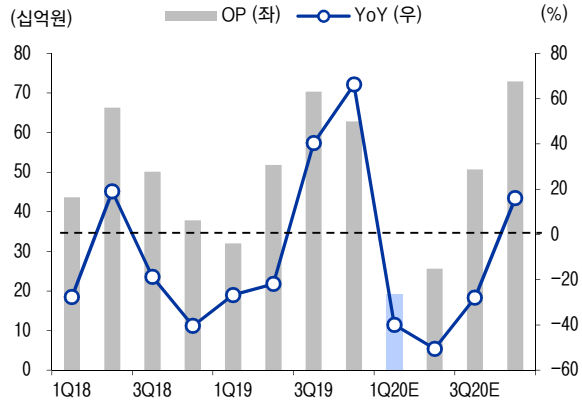
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 만도 매출액 추이: 외형성장 추이, 1Q20 저점으로 회복



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 영업이익 추이: 2Q20 저점으로 가파른 반등 예상



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표48 만도 실적추이 및 전망: 2Q20 부터 실적 본격 정상화 기대

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E
매출액 계	**1,415**	**1,464**	**1,468**	**1,637**	**5,984**	**1,282**	**1,493**	**1,555**	**1,720**	**6,049**	**6,385**
한국	**786**	**847**	**806**	**900**	**3,339**	**676**	**880**	**863**	**954**	**3,373**	**3,474**
중국	**321**	**279**	**336**	**398**	**1,333**	**219**	**273**	**317**	**373**	**1,183**	**1,295**
글로벌 OE	*171*	*131*	*150*	*231*	*683*	*115*	*148*	*152*	*240*	*655*	*707*
로컬 OE	*150*	*147*	*187*	*167*	*651*	*105*	*125*	*165*	*133*	*528*	*587*
북미	**271**	**274**	**308**	**308**	**1,162**	**295**	**293**	**340**	**347**	**1,274**	**1,346**
미국	217	224	248	232	921	234	229	265	264	993	1,047
멕시코	54	58	67	75	254	61	64	74	82	282	298
기타	**198**	**217**	**224**	**229**	**867**	**202**	**230**	**247**	**259**	**938**	**1,060**
인도	117	129	140	142	527	131	150	158	160	598	676
유럽 + 기타	81	87	84	88	340	71	80	89	99	340	384
내부거래	160	153	206	198	717	110	184	212	213	719	789
단순합계	1,575	1,616	1,675	1,835	9,210	1,392	1,677	1,767	1,933	6,768	7,174
ADAS 매출액	**167**	**180**	**162**	**202**	**710**	**200**	**217**	**191**	**247**	**855**	**1,039**
ADAS 매출액 비중(%)	11.8	12.3	11.0	12.4	11.9	15.6	14.6	12.3	14.3	14.1	16.3
매출원가	1,240	1,266	1,245	1,405	5,156	1,106	1,321	1,369	1,496	5,291	5,554
매출원가율(%)	87.6	86.5	84.8	85.8	86.2	86.3	88.5	88.0	87.0	87.5	87.0
판관비	143.1	145.7	152.0	168.8	610	156.4	146.3	135.3	151.4	589	575
판관비율(%)	10.1	10.0	10.4	10.3	10.2	12.2	9.8	8.7	8.8	9.7	9.0
영업이익	**32.0**	**51.8**	**70.3**	**62.9**	**217.0**	**19.2**	**25.6**	**50.7**	**72.9**	**168.4**	**256.9**
영업이익률(%)	2.3	3.5	4.8	3.8	3.6	1.5	1.7	3.3	4.2	2.8	4.0
영업외손익	-7.1	-12.1	13.4	-36.3	-42.1	-7.6	-8.2	-8.1	-9.4	-36.2	-34.2
금융 및 기타손익	-7.1	-8.9	13.5	-32.9	-35.6	-8.3	-8.8	-8.0	-9.0	-37.0	-35.0
지분법 손익	0.0	-3.1	-0.1	-3.4	-6.5	0.6	0.6	-0.1	-0.4	0.8	0.8
세전이익	25.0	39.7	83.8	28.0	176.5	11.6	17.4	42.6	63.5	135.1	222.7
당기순이익	18.7	32.6	52.5	14.5	118.2	8.8	13.2	32.4	48.3	102.7	169.3
지배주주지분 순익	**16.8**	**31.1**	**50.9**	**11.6**	**110.5**	**8.5**	**12.8**	**31.4**	**46.8**	**99.6**	**164.2**

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

만도 (204320)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,973	2,110	2,369	2,688	3,138
현금 및 현금성자산	118	205	483	792	1,129
매출채권 및 기타채권	1,377	1,374	1,320	1,299	1,380
재고자산	319	337	364	386	410
기타유동자산	159	194	202	210	218
비유동자산	2,465	2,486	2,464	2,449	2,389
관계기업투자등	78	69	72	75	78
유형자산	1,943	1,947	1,914	1,886	1,814
무형자산	212	171	167	164	161
자산총계	**4,437**	**4,596**	**4,833**	**5,137**	**5,527**
유동부채	1,836	1,757	1,899	2,007	2,110
매입채무 및 기타재무	1,137	1,160	1,320	1,399	1,486
단기금융부채	560	446	422	444	454
기타유동부채	139	152	158	164	171
비유동부채	1,120	1,253	1,282	1,336	1,456
장기금융부채	826	1,153	1,178	1,228	1,343
기타비유동부채	294	101	104	108	112
부채총계	**2,956**	**3,010**	**3,181**	**3,343**	**3,566**
지배주주지분	1,416	1,312	1,579	1,720	1,887
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	602	602	602	602	602
이익잉여금	681	755	831	972	1,140
비지배주주지분(연결)	66	74	74	74	74
자본총계	**1,482**	**1,386**	**1,653**	**1,794**	**1,961**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**5,665**	**5,982**	**6,049**	**6,385**	**6,781**
매출원가	4,940	5,148	5,291	5,554	5,872
매출총이익	**724**	**834**	**758**	**832**	**909**
판매비 및 관리비	527	616	589	575	610
영업이익	**197**	**219**	**168**	**257**	**299**
(EBITDA)	469	519	408	491	529
금융손익	-38	-41	-34	-35	-36
이자비용	41	49	41	42	43
관계기업등 투자손익	-7	-7	1	1	1
기타영업외손익	-11	5	0	0	0
세전계속사업이익	**141**	**176**	**135**	**223**	**263**
계속사업법인세비용	28	58	32	53	63
계속사업이익	113	118	103	169	200
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**113**	**118**	**103**	**169**	**200**
지배주주	106	111	100	164	194
총포괄이익	**100**	**131**	**103**	**169**	**200**
매출총이익률 (%)	12.8	13.9	12.5	13.0	13.4
영업이익률 (%)	3.5	3.7	2.8	4.0	4.4
EBITDA 마진률 (%)	8.3	8.7	6.7	7.7	7.8
당기순이익률 (%)	2.0	2.0	1.7	2.7	3.0
ROA (%)	2.4	2.4	2.1	3.3	3.6
ROE (%)	7.6	8.1	6.9	10.0	10.8
ROIC (%)	6.1	5.3	4.6	7.5	9.0

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**287**	**253**	**523**	**485**	**416**
당기순이익(손실)	141	118	103	169	200
비현금수익비용가감	386	134	233	238	233
유형자산감가상각비	219	245	217	212	208
무형자산상각비	53	55	23	23	22
기타현금수익비용	114	-166	-7	3	3
영업활동 자산부채변동	-171	0	187	78	-18
매출채권 감소(증가)	55	-6	54	20	-80
재고자산 감소(증가)	-5	-18	-28	-22	-24
매입채무 증가(감소)	-76	36	160	80	87
기타자산, 부채변동	-145	-12	0	0	0
투자활동 현금	**-298**	**-291**	**-219**	**-220**	**-172**
유형자산처분(취득)	-256	-214	-184	-184	-136
무형자산 감소(증가)	-42	-10	-19	-19	-19
투자자산 감소(증가)	0	0	-4	-4	-4
기타투자활동	0	-67	-12	-13	-13
재무활동 현금	**10**	**126**	**-25**	**44**	**93**
차입금의 증가(감소)	32	150	1	72	126
자본의 증가(감소)	-22	-23	-26	-28	-33
배당금의 지급	22	23	26	28	33
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	**-1**	**88**	**278**	**309**	**337**
기초현금	119	118	205	483	792
기말현금	118	205	483	792	1,129

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	12.9	14.7	11.0	6.7	5.7
P/B	1.0	1.2	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	5.6	5.7	5.3	3.9	3.2
P/CF	2.6	6.4	3.3	2.7	2.5
배당수익률 (%)	1.7	1.6	2.6	3.0	3.4
성장성 (%)					
매출액	-0.3	5.6	1.1	5.6	6.2
영업이익	136.3	10.7	-23.0	52.6	16.2
세전이익	634.1	24.8	-23.4	64.9	18.3
당기순이익	518.8	4.7	-13.2	64.9	18.3
EPS	2,109.2	4.6	-9.9	64.9	18.3
안정성 (%)					
부채비율	199.5	217.1	192.5	186.4	181.8
유동비율	107.5	120.1	124.8	133.9	148.7
순차입금/자기자본(x)	84.4	97.1	64.6	46.2	31.4
영업이익/금융비용(x)	4.8	4.5	4.1	6.1	6.9
총차입금 (십억원)	1,385	1,598	1,599	1,671	1,797
순차입금 (십억원)	1,251	1,346	1,067	828	615
주당지표(원)					
EPS	2,250	2,354	2,121	3,497	4,135
BPS	30,151	27,948	33,620	36,625	40,188
CFPS	11,233	5,378	7,149	8,667	9,234
DPS	500	550	600	700	800

자료: 만도, 이베스트투자증권 리서치센터

한국타이어앤테크놀로지 (161390)

2020. 4. 7 | 자동차

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

부진한 업황 지속

Hold (maintain)

목표주가 20,000 원
현재주가 20,600 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

1Q20 Preview: 주요 시장에서의 고전 예상

1Q20 매출액 및 영업이익은 각각 1.5조원(YoY -13%), 843억원(YoY -39.8%)을 기록할 것으로 예상된다. 우리는 지난 4Q20 유럽의 자동차 판매가 YoY +11% 가량 증가했음에도 불구하고 동사의 최대 해외판매 지역인 유럽 매출액이 YoY -4.6%로 오히려 하락하는 추이를 확인했는데, 1Q20에는 유럽 자동차 판매가 YoY -12% 이상으로 하락이 예상되는 상황과 이에 동반된 RE수요 감소세를 감안하여 유럽에 대한 매출액 감소세를 YoY -22%로 하향조정했다. 1Q20 투입원가는 평균 톤당 5.8% 가량 하락한 $1,553/t 가량으로 예상되나, 판매하락으로 인한 고정비 부담이 가중되며 영업이익은 기존의 하락 추세 유지가 불가피 할 것으로 예상한다.

주요 해외공장의 shut-down으로 2Q20까지 실적부진 불가피

한편 동사 주요 해외 생산 거점인 미국 테네시 공장과 헝가리공장이 각각 3월 30일부터 4월 12일, 4월 7일까지 가동이 중단된 상태인데, COVID-19 확산 우려 대응차원뿐만 아니라 실제로도 자동차 주행거리 급감현상이 나타나며 RE타이어 수요가 빠르게 하락해 실제 수요를 감안하면 가동중단이 장기화 될 가능성도 배제할 수 없는 상태다.

RE 타이어 시황 방향성, 2H20이후에 개선

당사는 시황 회복 시점을 3Q20으로 전망하고 있지만, 소비 회복의 속도를 명확하게 결론짓기는 아직 이르다는 생각이다. 다만 미국에서는 최근 자동차 업체들에 대한 연비 규제 완화기조에 들어갔고, 차후 유럽에서도 규제 유예등이 점쳐지고 있어 하반기에는 점차 나아지는 영업환경을 확인할 수 있을 것으로 기대한다.

투자의견 Hold, 목표주가 20,000원 유지

동사에 대한 투자의견 Hold 및 목표주가 20,000원을 유지한다. 단기적으로 정책, 원재료 가격 추이에 따라 주가 급등락 추이가 확대될 가능성이 존재한다고 보여지나, 부진한 업황으로 인한 판가-원가 스프레드 하락 및 공장가동 중단에 따른 재무부담이 2Q20까지 지속될 것으로 예상한다.

Stock Data

KOSPI(4/6)		1,791.88 pt
시가총액		25,518 억원
발행주식수		123,875 천주
52 주 최고가 / 최저가		40,550 / 15,600 원
90 일 일평균거래대금		113.82 억원
외국인 지분율		38.9%
배당수익률(20.12E)		1.9%
BPS(20.12E)		60,219 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-7.0%
	6 개월	-21.8%
	12 개월	-30.2%
주주구성	한국테크놀로지그룹	43.2%
	국민연금공단	8.1%
	자사주신탁	0.3%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	6,795	703	698	530	4,216	-12.8	1,282	9.5	4.7	0.7	8.0
2019	6,896	543	597	412	3,253	-22.8	814	5.7	3.5	0.3	5.8
2020E	6,809	466	443	351	2,804	-13.8	1,012	7.3	2.9	0.3	4.8
2021E	6,932	512	506	400	3,196	14.0	1,068	6.4	2.6	0.3	5.2
2022E	7,057	510	538	425	3,399	6.3	1,082	6.1	2.4	0.3	5.3

자료: 한국타이어앤테크놀로지, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표49 한국타이어앤테크놀로지 1Q20 Preview: 영업이익 843 억원 예상

(십억원)	1Q20	1Q19	YoY(%)	4Q19	QoQ	컨센서스	Diff(%)
매출액	**1,429**	**1,643**	**-13.0**	**1,678**	**-14.8**	**1,529**	**-6.5**
영업이익	**84.3**	**140**	**-39.8**	**116**	**-27.4**	**104.3**	**-19.2**
영업이익률(%)	5.9	8.5		6.9		6.8	
순이익(지배)	58	121	-52.1	13		75.3	-22.9

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표50 한국타이어앤테크놀로지 Valuation: 목표주가 20,000 원 유지

구분	단위	수치	비고
EPS	(원)	2,804	2020년
Target P/e	(배)	7.0	글로벌 주요 Peer P/E 20% 할증
Target Price	**(원)**	**20,000**	2020 EPS X Target P/E
현재주가	(원)	20,600	
Upside	(%)	3	

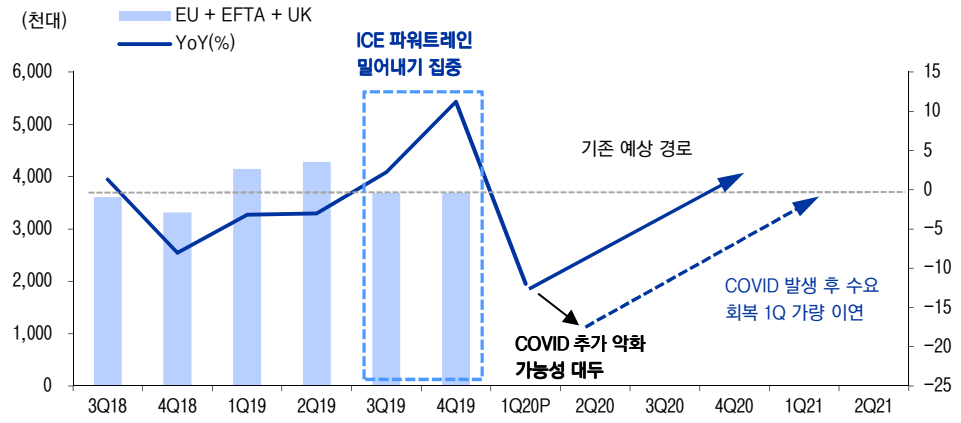
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표51 한국타이어앤테크놀로지 실적추정치 변경 전후

(단위: 십억원)	New		Old		차이(%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	**6,809**	**6,932**	**7,245**	**7,114**	**-6.0**	**-2.6**
영업이익	**466**	**512**	**699**	**524**	**-33.4**	**-2.4**
영업이익률(%)	6.8	7.4	9.7	7.4		
순이익	347	396	529	406	-34.3	-2.5

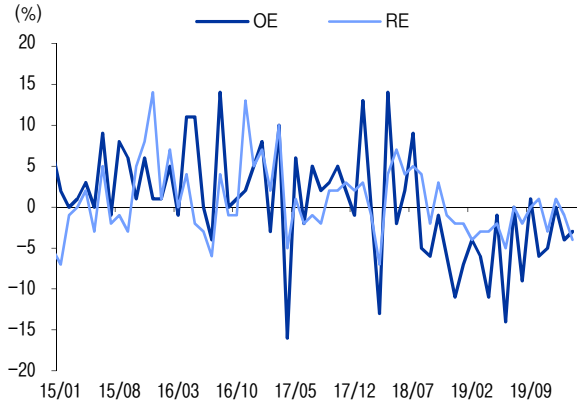
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 유럽 자동차 판매: COVID-19 사태 확산으로 한국타이어앤테크놀로지 최대 해외판매지역 유럽의 업황회복 2H20 이후로 지연



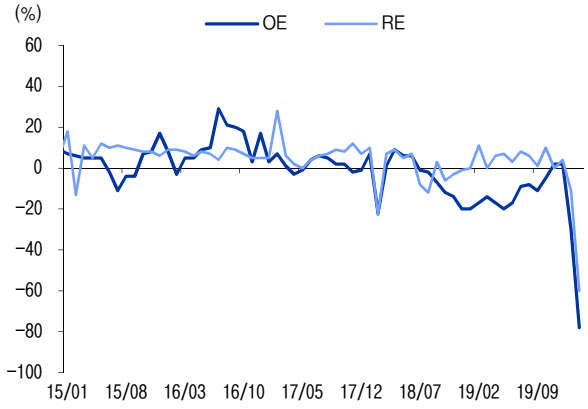
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 유럽 타이어 수요 YoY 증가율



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 중국 타이어 수요 YoY 증가율



자료: Michelin, 이베스트투자증권 리서치센터

표52 한국타이어앤테크놀로지 실적 흐름 및 예상치

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E
매출액	**1,643**	**1,741**	**1,833**	**1,678**	**6,894**	**1,429**	**1,763**	**1,897**	**1,720**	**6,809**	**6,932**
한국	190	205	211	236	842	177	207	214	239	837	845
중국	180	188	191	208	767	151	190	193	210	745	756
유럽	524	574	626	478	2,202	409	545	632	497	2,083	2,122
북미	471	458	511	464	1,904	480	467	521	473	1,942	1,981
매출원가	1,163	1,252	1,284	1,134	4,832	1,002	1,199	1,288	1,159	4,648	4,693
매출원가율(%)	70.8	71.9	70.0	67.6	70	70.1	68.0	67.9	67.4	68	68
판관비	339	333	369	428	1,470	343	448	478	427	1,695	1,728
판관비율(%)	21	19	20	26	21	24	25	25	25	25	25
영업이익	**140.1**	**105.7**	**180.1**	**116.2**	**542.1**	**84.3**	**116.4**	**130.9**	**134.2**	**465.8**	**511.5**
영업이익률(%)	8.5	6.1	9.8	6.9	7.9	5.9	6.6	6.9	7.8	6.8	7.4
세전이익	159	131	220	86.8	597	78	110	124	131	443	506
세전이익률(%)	9.7	7.5	12.0	5.2	8.7	5.5	6.3	6.5	7.6	6.5	7.3
당기순이익	123.2	95.1	180.9	13.0	412	58.6	88.3	99.3	104.7	351	400
당기순이익률(%)	7.5	5.5	9.9	0.8	6.0	4.1	5.0	5.2	6.1	5.2	5.8
지배주주순이익	**121**	**90**	**179**	**13**	**403**	**58**	**87**	**98**	**104**	**347**	**396**
지배순이익률(%)	7.4	5.2	9.7	0.8	5.8	4.1	5.0	5.2	6.0	5.1	5.7
YoY(%)											
매출액	1.9	2.1	4.4	-2.8	1.4	-13.0	1.3	3.5	2.5	-1.2	1.8
영업이익	-24.2	-42.9	-2.4	-20.5	-22.6	-39.8	10.1	-27.3	15.5	-14.1	9.8
세전이익	-14.2	-42.0	35.2	-30.1	-14.5	-50.8	-15.7	-43.6	50.7	-25.7	14.2
지배주주순이익	-20.9	-45.7	35.9	-82.2	-22.8	-52.1	-3.4	-45.0	721.4	-13.8	14.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

한국타이어앤테크놀로지 (161390)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	3,653	4,255	4,169	4,188	4,182
현금 및 현금성자산	612	1,366	1,262	1,199	1,161
매출채권 및 기타채권	1,327	1,280	1,350	1,400	1,400
재고자산	1,598	1,471	1,414	1,439	1,465
기타유동자산	116	138	144	150	156
비유동자산	6,143	6,227	6,350	6,512	6,726
관계기업투자등	1,132	1,153	1,200	1,248	1,299
유형자산	4,225	4,218	4,297	4,410	4,569
무형자산	366	340	317	295	276
자산총계	**9,796**	**10,482**	**10,519**	**10,700**	**10,907**
유동부채	2,023	2,404	2,135	2,060	1,887
매입채무 및 기타재무	705	868	889	905	922
단기금융부채	852	1,306	1,006	906	706
기타유동부채	465	230	240	249	259
비유동부채	983	887	896	804	813
장기금융부채	814	681	681	581	581
기타비유동부채	170	206	214	223	232
부채총계	**3,006**	**3,291**	**3,030**	**2,865**	**2,700**
지배주주지분	6,766	7,162	7,460	7,806	8,178
자본금	62	62	62	62	62
자본잉여금	2,973	2,973	2,973	2,973	2,973
이익잉여금	3,996	4,345	4,642	4,989	5,360
비지배주주지분(연결)	25	29	29	29	29
자본총계	**6,790**	**7,191**	**7,489**	**7,836**	**8,207**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**6,795**	**6,896**	**6,809**	**6,932**	**7,057**
매출원가	4,691	4,892	4,648	4,693	4,783
매출총이익	**2,104**	**2,004**	**2,161**	**2,239**	**2,274**
판매비 및 관리비	1,401	1,461	1,695	1,728	1,764
영업이익	**703**	**543**	**466**	**512**	**510**
(EBITDA)	1,282	814	1,012	1,068	1,082
금융손익	-31	18	-61	-50	-20
이자비용	57	59	56	45	38
관계기업등 투자손익	38	36	42	45	48
기타영업외손익	-12	-17	-3	0	0
세전계속사업이익	**698**	**597**	**443**	**506**	**538**
계속사업법인세비용	167	184	93	106	113
계속사업이익	530	412	351	400	425
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**530**	**412**	**351**	**400**	**425**
지배주주	522	403	347	396	421
총포괄이익	**529**	**412**	**351**	**400**	**425**
매출총이익률 (%)	31.0	29.1	31.7	32.3	32.2
영업이익률 (%)	10.3	7.9	6.8	7.4	7.2
EBITDA 마진률 (%)	18.9	11.8	14.9	15.4	15.3
당기순이익률 (%)	7.8	6.0	5.2	5.8	6.0
ROA (%)	5.4	4.0	3.3	3.7	3.9
ROE (%)	8.0	5.8	4.8	5.2	5.3
ROIC (%)	8.1	5.7	5.5	6.0	5.8

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**1,125**	**1,157**	**878**	**863**	**951**
당기순이익(손실)	530	412	351	400	425
비현금수익비용가감	844	118	512	516	529
유형자산감가상각비	559	255	516	528	546
무형자산상각비	20	16	30	28	26
기타현금수익비용	265	-154	-34	-40	-43
영업활동 자산부채변동	-95	627	15	-54	-4
매출채권 감소(증가)	-51	424	-70	-50	0
재고자산 감소(증가)	-40	296	57	-25	-26
매입채무 증가(감소)	6	-94	22	16	16
기타자산, 부채변동	-9	1	6	6	6
투자활동 현금	**-596**	**-370**	**-633**	**-676**	**-740**
유형자산처분(취득)	-305	-268	-599	-641	-706
무형자산 감소(증가)	-4	-6	-7	-7	-7
투자자산 감소(증가)	-78	-1	-7	-6	-4
기타투자활동	-209	-95	-21	-22	-23
재무활동 현금	**-583**	**-33**	**-350**	**-250**	**-250**
차입금의 증가(감소)	-531	17	-300	-200	-200
자본의 증가(감소)	-50	-50	-50	-50	-50
배당금의 지급	50	50	50	50	50
기타재무활동	-2	0	0	0	0
현금의 증가	**-82**	**754**	**-105**	**-63**	**-38**
기초현금	694	612	1,366	1,262	1,199
기말현금	612	1,366	1,262	1,199	1,161

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	9.5	5.7	7.3	6.4	6.1
P/B	0.7	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	4.7	3.5	2.9	2.6	2.4
P/CF	3.6	4.3	3.0	2.8	2.7
배당수익률 (%)	1.0	2.2	1.9	1.9	1.9
성장성 (%)					
매출액	-0.3	1.5	-1.3	1.8	1.8
영업이익	-11.4	-22.7	-14.2	9.8	-0.3
세전이익	-6.1	-14.5	-25.7	14.2	6.3
당기순이익	-12.5	-22.3	-14.9	14.0	6.3
EPS	-12.8	-22.8	-13.8	14.0	6.3
안정성 (%)					
부채비율	44.3	45.8	40.5	36.6	32.9
유동비율	180.6	177.0	195.3	203.2	221.6
순차입금/자기자본(x)	14.7	8.0	5.1	3.1	0.9
영업이익/금융비용(x)	12.3	9.2	8.4	11.3	13.4
총차입금 (십억원)	1,666	1,987	1,687	1,487	1,287
순차입금 (십억원)	1,000	576	379	240	76
주당지표(원)					
EPS	4,216	3,253	2,804	3,196	3,399
BPS	54,616	57,815	60,219	63,016	66,015
CFPS	11,094	4,280	6,968	7,396	7,706
DPS	400	400	400	400	400

자료: 한국타이어앤테크놀로지, 이베스트투자증권 리서치센터

한라홀딩스 (060980)

2020. 4. 7 | 자동차

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

쉬어가는 분기, 하반기를 보자

Buy (maintain)

목표주가 40,000 원
현재주가 36,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

1Q20 Preview: 주요 자회사 실적 하락 영향 불가피

1Q20 동사의 매출액 및 영업이익은 각각 1,798억원(YoY -7.8%), 98억원(YoY -41.4%)을 기록할 것으로 예상한다. 지난해 하반기부터 실적이 정상궤도에 오르기 시작한 ㈜한라의 경우 주요 사업장들의 공정률 증가로 인해 실적기여가 지속되었고, 국내사업 비중이 높은 자체사업의 경우 일정부분 마진이 지속된 것으로 파악된다. 다만 만도, 만도헬라 등 자회사는 완성차의 중국 및 국내공장 생산차질로 인해 실적이 큰 폭으로 하락했고, 자회사 제이제이한라도 방문객수 하락 등으로 인해 실적훼손이 불가피한 것으로 추정된다.

실적개선의 선결조건, 만도의 실적개선 확인을 위한 시간 소요

동사 기업가치의 회복을 위해서는 절대비중이 가장 높은 만도의 실적개선이 필요하다. 다만 만도의 경우 2Q20까지 희망퇴직 실시 비용 등 손익 개선이 느리게 반영될 것으로 보인다. 즉 자회사 실적모멘텀 확인까지 일정부분 시간소요가 불가피 하다는 판단이다.

하반기 기대 요인들: ADAS 사업 강화, ㈜한라 자체사업 매출 시작

반면 3Q20 이후로는 몇가지 개선 요인들이 예상되는데, 첫째로 완성차의 제네시스 수출 시작, 3세대 플랫폼 차종의 미국현지생산 개시로 인해 ADAS 매출이 크게 증가할 가능성이 크다. 한라의 경우 도급사업 위주에서 고수익 자체사업이 시작되며 마진 개선 추이가 나타날 것으로 기대된다. 전반적으로, 뚜렷한 상저하고의 손익흐름이 예상된다.

투자의견 Buy, 목표주가 40,000원 유지

동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 40,000원을 유지한다. COVID-19 영향 우려로 인해 주가하락폭이 큰 상황이나, YTD기준 핵심 자회사인 만도 대비로 상대적 기업가치 하락폭이 더 크게 나타난 상태여서 기업가치가 상대적으로 더욱 저평가 상태에서 거래되고 있는 것으로 판단된다. 또한 동사는 높은 배당수익률 유지 및 적극적 자사주 매입 등 경영진의 주주친환정책 전개 의지가 높아 2020년하반기 이익개선을 겨냥한 저가매수전략이 유효하다고 생각된다.

Stock Data

KOSPI(4/6)		1,791.88 pt
시가총액		3,100 억원
발행주식수		10,472 천주
52 주 최고가 / 최저가		48,350 / 24,450 원
90 일 일평균거래대금		11.99 억원
외국인 지분율		10.9%
배당수익률(20.12E)		6.8%
BPS(20.12E)		86,216 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-0.5%
	6 개월	-15.7%
	12 개월	-12.5%
주주구성	정몽원 (외 8 인)	28.5%
	국민연금공단	13.9%
	베어링자산운용	7.4%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	887	58	35	13	1,229	-69.5	67	35.6	14.5	0.5	1.5
2019	798	76	51	38	3,711	202.0	96	8.1	9.5	0.4	4.4
2020E	792	64	47	35	3,409	-8.1	75	8.7	12.2	0.3	3.9
2021E	884	97	81	61	5,910	73.4	108	5.0	8.3	0.3	6.6
2022E	978	120	100	75	7,255	22.8	131	4.1	6.7	0.3	7.7

자료: 한라홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표53 한라홀딩스 1Q20 Preview: 영업이익 98 억원 예상

(십억원)	1Q20	1Q19	YoY(%)	4Q19	QoQ	컨센서스	Diff(%)
매출액	**180**	**195**	**-7.8**	**200**	**-10.2**	**198.6**	**-9.5**
영업이익	**9.8**	**17**	**-41.4**	**18**	**-45.7**	**15.3**	**-35.7**
영업이익률(%)	5.5	8.6		9.0		7.7	
순이익(지배)	3.5	5	-32.3	10.0	-64.6	6.8	-48.1

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표54 한라홀딩스 Valuation: 목표주가 40,000 원 유지

구분	가치	지분율	산정방법
영업가치 (A)	125		2020년 자체사업부문 순이익 * P/E 6배
지분가치 (B)	326		만도, 만도헬라, 스택폴, ㈜한라에 대해 40% 할인
만도	346	30%	현재 시가총액
만도헬라	93	50%	2019년 예상 순익 * P/E 10배
한라스택폴	26	20%	2019년 예상 순익 * P/E 8배
㈜한라 보통주	15	17%	
㈜한라 우선주	63		우선주 취득가액 3,154억원 80% 할인
로열티 (C)	322		WACC= 10%, 영구성장률 1%, 세금및 비용 제외
순차입금 (D)	359		
적정 시가총액 (A) + (B) + (C) - (D)	414		
주식수 (천주)	10,472		
적정주가	39,534		
목표주가	**40,000**		
현재주가	29,600		
상승여력(%)	35.1		

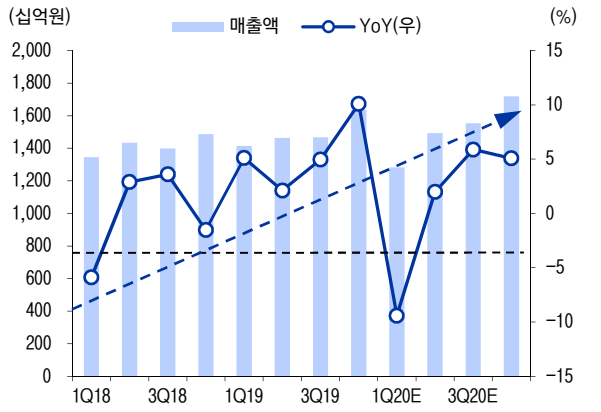
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표55 실적추정치 변경 전후

(단위: 십억원)	New		Old		차이(%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	**791.9**	**884**	**853.7**	**934**	**-7.2**	**-5.4**
영업이익	**64.4**	**97.4**	**77.8**	**100.4**	**-17.3**	**-3.0**
영업이익률(%)	8.1	11.0	9.1	10.7		
순이익	35.2	61.0	45.3	63.3	-22.3	-3.6

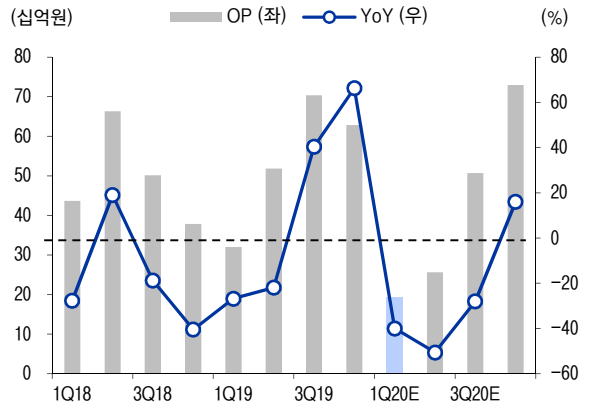
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 만도 매출액 추이: 외형성장 추이, 1Q20 저점으로 회복



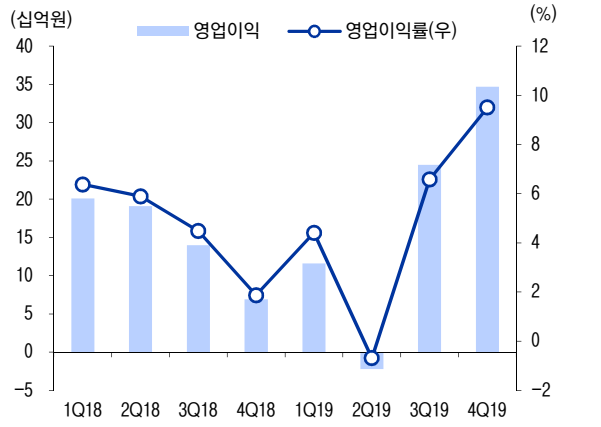
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 영업이익 추이: 2Q20 저점으로 가파른 반등 예상



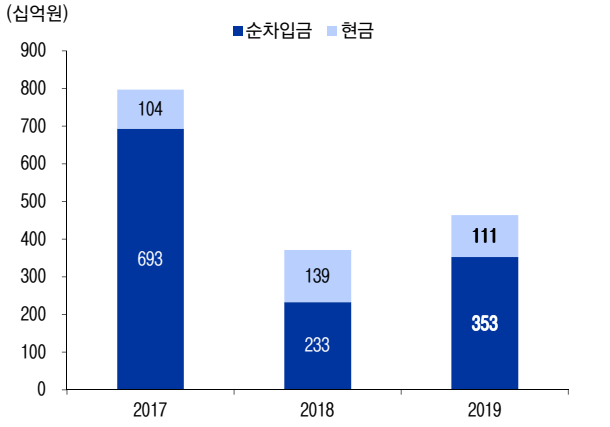
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 ㈜한라 사업 정상화: 고수익 사업 위주로 매출 재편: 2020 년에도 지속적인 고수익 사업 진행 예정



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 ㈜한라 순차입금/현금 현황: 차입금 감소 이행 불확실성은 2018 년에 기 종료된 상태



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표56 한라홀딩스 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E
매출액	**195**	**196**	**207**	**200**	**798**	**180**	**193**	**203**	**216**	**792**	**884**
지주	16	9	29	29	83	11	15	22	28	75	110
유통물류 (자체사업)	178	183	175	179	715	166	174	178	184	702	759
기타사업	3	4	3	4	15	4	4	3	4	14	16
영업이익	**16.8**	**13.3**	**27.2**	**18.1**	**75.4**	**9.8**	**11.9**	**18.3**	**24.4**	**64.4**	**97.4**
지주	12.7	4.0	21.2	10.8	48.7	6.9	8.3	12.5	16.1	43.7	63.0
유통물류	3.9	7.6	7.1	6.3	24.9	5.0	5.6	6.8	7.4	24.7	30.3
기타사업	0.2	1.7	-1.1	1.0	1.8	-2.0	-2.0	-1.0	1.0	-4.0	4.0
영업이익률(%)	8.6	6.8	13.1	9.0	9.4	5.5	6.1	9.0	11.3	8.1	11.0
지주	81.4	44.8	72.4	36.7	58.5	65.0	54.0	58.0	57.8	58.1	57.5
유통물류	2.2	4.1	4.1	3.5	3.5	3.0	3.2	3.8	4.0	3.5	4.0
기타사업	7.1	42.5	-34.4	23.3	12.5	-57.1	-55.6	-31.3	25.0	-28.0	25.0
기타손익	-7.4	-7.4	-4.7	-4.6	-24	-5.1	-5.4	-3.5	-3.5	-17	-16
세전이익	9	6	23	14	51	5	6	15	21	47	81
순이익	**5.2**	**4.2**	**18.9**	**10.0**	**38.3**	**3.5**	**4.8**	**11.1**	**15.7**	**35.2**	**61.0**

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표57 주요 자회사 실적 가정

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E
만도헬라										
매출액	145.7	161.7	172.4	171.5	651.3	125.3	155.2	175.8	178.4	634.7
영업이익	7.8	11.7	10.7	3.9	34.1	1.4	3.3	5.3	7.1	17.0
영업이익률(%)	5.4	7.2	6.2	2.3	5.2	1.1	2.1	3.0	4.0	2.7
순이익	5.4	5.8	6.4	3.0	20.6	-0.6	4.7	5.3	7.1	16.4
만도										
매출액	1,415	1,506	1,468	1,639	6,029	1,493	1,555	1,720	1,629	6,397
영업이익	32.0	51.8	70.3	63.0	217.1	51.5	64.9	59.1	71.3	246.8
영업이익률(%)	2.3	3.4	4.8	3.8	3.6	3.4	4.2	3.4	4.4	3.9
순이익	16.8	31.7	52.7	48.7	149.9	12.8	31.4	46.8	36.6	127.6
YoY										
만도헬라										
매출액	11.1	9.6	18.7	14.5	13.5	-14.0	-4.0	2.0	4.0	-2.5
영업이익	-1.3	-7.9	9.2	-15.2	-2.6	-82.3	-72.1	-50.7	82.9	-50.0
만도										
매출액	4.8	5.1	4.9	12.3	6.9	5.5	3.2	17.2	-0.6	6.1
영업이익	-26.8	-21.5	40.3	67.6	10.0	60.9	25.3	-15.9	13.2	13.7

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

한라홀딩스 (060980)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	368	316	332	335	381
현금 및 현금성자산	86	91	89	73	92
매출채권 및 기타채권	167	132	142	154	170
재고자산	78	79	85	92	102
기타유동자산	38	15	16	16	17
비유동자산	1,356	1,494	1,518	1,545	1,575
관계기업투자등	890	980	980	980	980
유형자산	262	269	285	304	325
무형자산	29	28	27	25	24
자산총계	**1,724**	**1,811**	**1,850**	**1,880**	**1,956**
유동부채	290	302	324	338	356
매입채무 및 기타재무	173	145	159	172	190
단기금융부채	94	144	153	153	153
기타유동부채	24	12	13	14	14
비유동부채	569	621	623	599	602
장기금융부채	507	550	550	524	524
기타비유동부채	61	71	73	76	78
부채총계	**859**	**922**	**948**	**937**	**958**
지배주주지분	865	888	903	943	998
자본금	55	55	55	55	55
자본잉여금	265	265	265	265	265
이익잉여금	639	640	655	695	749
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**865**	**888**	**903**	**943**	**998**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**887**	**798**	**792**	**884**	**978**
매출원가	756	639	660	712	775
매출총이익	**130**	**159**	**132**	**172**	**203**
판매비 및 관리비	73	83	67	75	83
영업이익	**58**	**76**	**64**	**97**	**120**
(EBITDA)	67	96	75	108	131
금융손익	-22	4	2	2	2
이자비용	24	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	3	0	0	0	0
기타영업외손익	-4	-28	-19	-18	-22
세전계속사업이익	**35**	**51**	**47**	**81**	**100**
계속사업법인세비용	9	12	12	20	25
계속사업이익	26	40	35	61	75
중단사업이익	-13	-1	0	0	0
당기순이익	**13**	**38**	**35**	**61**	**75**
지배주주	13	38	35	61	75
총포괄이익	**13**	**38**	**35**	**61**	**75**
매출총이익률 (%)	14.7	20.0	16.6	19.5	20.8
영업이익률 (%)	6.5	9.5	8.1	11.0	12.3
EBITDA 마진률 (%)	7.6	12.0	9.5	12.2	13.4
당기순이익률 (%)	1.5	4.8	4.4	6.9	7.7
ROA (%)	0.7	2.2	1.9	3.3	3.9
ROE (%)	1.5	4.4	3.9	6.6	7.7
ROIC (%)	9.3	12.0	9.4	13.5	15.7

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**1**	**98**	**45**	**69**	**81**
당기순이익(손실)	35	38	35	61	75
비현금수익비용가감	1	52	13	13	14
유형자산감가상각비	7	18	8	9	9
무형자산상각비	3	2	2	2	2
기타현금수익비용	-9	32	2	2	3
영업활동 자산부채변동	-31	7	-3	-5	-7
매출채권 감소(증가)	-8	36	-10	-12	-16
재고자산 감소(증가)	-13	0	-6	-7	-10
매입채무 증가(감소)	-6	-30	14	13	18
기타자산, 부채변동	-4	1	0	0	0
투자활동 현금	**37**	**-129**	**-35**	**-38**	**-41**
유형자산처분(취득)	10	-24	-24	-27	-30
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-1	-60	0	0	0
기타투자활동	28	-44	-9	-9	-10
재무활동 현금	**-77**	**36**	**-12**	**-47**	**-21**
차입금의 증가(감소)	-55	44	8	-27	0
자본의 증가(감소)	-14	-8	-21	-21	-21
배당금의 지급	14	21	21	21	21
기타재무활동	-7	0	0	0	0
현금의 증가	**-38**	**5**	**-2**	**-16**	**19**
기초현금	123	86	91	89	73
기말현금	86	91	89	73	92

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	35.6	8.1	8.7	5.0	4.1
P/B	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	14.5	9.5	12.2	8.3	6.7
P/CF	13.1	3.5	6.5	4.2	3.5
배당수익률 (%)	4.6	6.6	6.8	6.8	6.8
성장성 (%)					
매출액	-0.5	-9.9	-0.8	11.6	10.6
영업이익	-9.7	32.2	-15.3	51.2	23.3
세전이익	-53.9	45.8	-8.7	73.4	22.8
당기순이익	-69.9	192.4	-8.2	73.4	22.8
EPS	-69.5	202.0	-8.1	73.4	22.8
안정성 (%)					
부채비율	99.3	103.8	104.9	99.3	96.0
유동비율	126.9	105.0	102.4	99.2	106.9
순차입금/자기자본(x)	57.9	66.8	66.8	62.8	57.4
영업이익/금융비용(x)	2.4	n/a	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	601	694	703	676	676
순차입금 (십억원)	501	593	603	592	572
주당지표(원)					
EPS	1,229	3,711	3,409	5,910	7,255
BPS	80,094	84,826	86,216	90,076	95,264
CFPS	3,328	8,625	4,578	7,096	8,480
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000

자료: 한라홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터

평화정공 (043370)

2020. 4. 7 | 자동차

극심한 저평가 구간을 지나는 중

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

Buy (maintain)

목표주가 8,500 원
현재주가 6,050 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		O

1Q20 Preview: COVID-19 영향으로 잠시 쉬어간다

동사의 1Q19 매출액 및 영업이익은 각각 2,150억원(YoY -14.6%), -11억원(YoY 적전)을 기록할 것으로 예상한다. 외형의 경우 동사 국내공장의 부진 외에도 중국공장 매출액이 YoY -40% 가량 하락해 특히 부진한 흐름이 나타났고, 미국과 유럽의 경우 상대적으로 견고한 흐름이 이어진 것으로 보인다. 국내의 경우 2월 생산차질이 집중되었으나, 이후 특근 등을 통해 제네시스 등 고가 신차출시와 증설이 집중되고 있기 때문에 전장매출 확대로 인해 매출훼손 자체는 제한적이었던 것으로 보여진다.

북미, 유럽 등 해외법인 손익 훼손 2Q20까지 지속

동사의 경우 북미와 유럽에 대한 매출 exposure가 특히 집중되어 있는 형태로, COVID-19 확산에 따른 영향이 2Q20까지 확산이 불가피할 것으로 보여진다. 반면 국내와 중국의 경우 QoQ 기준으로 개선세가 나타날 예정이고, 신차출시가 1Q20대비로도 더욱 집중되기 때문에 손익흐름 자체는 개선세를 띨 것으로 전망한다.

근본적인 기업가치 향상을 위한 노력은 현재진행형

동사는 2020년 들어서도 원가절감 작업이 다른업체들에 비해 특히 의미있게 진행될 것으로 보이는데, 전년도부터 시작된 유럽 체코, 슬로박 법인의 통합운영 방향성이 올해 하반기 들어서는 더욱 구체화되고 베트남 법인의 경우에도 매출이 크게 증가하며 연말에는 BEP수준까지 도달할 가능성이 높다고 보여진다. 특히 베트남 법인의 경우 동남아 진출에 대해 상당한 무게를 걸고 있는 현대차 현지공급의 전진기지로 활용될 것으로 예상되고 있어 동사 장기 기업가치 상승의 핵심 사업으로 보여진다.

투자의견 Buy, 목표주가 8,500원 유지

동사에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 8,500원을 유지하고 저가매수 전략을 권고한다. 현재 주가수준은 P/B 0.2배 미만, PSR 0.1배 수준의 절대저평가 영역 에서 거래되고 있는 반면, COVID-19회복에 선행해 기업가치 회복이 전개될 것으로 예상된다. 목표주가는 2020년 EPS에 Target P/E 6배를 적용한 수준이다.

Stock Data

KOSDAQ(4/6)		597.21 pt
시가총액		1,271 억원
발행주식수		21,000 천주
52 주 최고가 / 최저가		11,800 / 4,365 원
90 일 일평균거래대금		8.07 억원
외국인 지분율		8.3%
배당수익률(20.12E)		3.0%
BPS(20.12E)		28,080 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-3.6%
	6 개월	-36.4%
	12 개월	-19.1%
주주구성	김상태 (외 2 인)	54.6%
	신영자산운용	10.8%
	국민연금공단	7.1%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	1,067	19	71	45	2,135	-39.8	72	3.1	1.4	0.3	8.5
2019	1,088	16	31	32	1,506	-29.5	65	5.6	2.8	0.3	5.6
2020E	1,030	18	25	19	899	-40.3	70	6.7	1.4	0.2	3.2
2021E	1,088	36	46	36	1,695	88.6	92	3.6	0.7	0.2	5.9
2022E	1,140	45	55	43	2,031	19.8	108	3.0	0.1	0.2	6.7

자료: 평화정공, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표58 평화정공 1Q20 Preview: 영업적자 기록예상

(십억원)	1Q20	1Q19	YoY(%)	4Q19	QoQ	컨센서스	Diff(%)
매출액	**215**	**-15**	**252**	**-21**	**274**	**208**	**3**
영업이익	**-1.1**	**-160**	**1.8**	**869**	**-0.1**	**1.9**	**-157**
영업이익률(%)	-0.5		0.7		0.0	0.9	
순이익(지배)	0	-83	1.5	-87	2.0	2.8	-91

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표59 평화정공 Valuation: 목표주가 8,500 원으로 유지

(원, 배)	단위	값	비고
순이익	억원	305	2020년 Full-Year 기준
EPS	원	1,454	2020년 Full-Year 기준
Target P/E	배	6.0	
목표주가	**원**	**8,500**	Target P/E x 2020년 EPS
현재주가	원	6,050	
Upside	%	40.5	

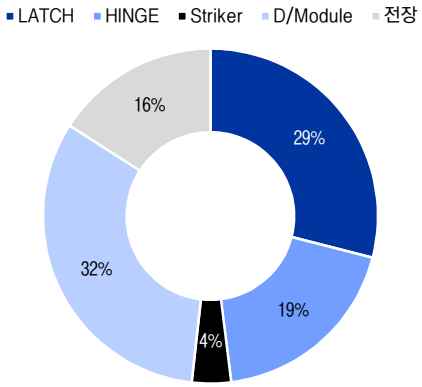
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표60 실적추정치 변경 전후

(단위: 십억원)	New		Old		차이(%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	**1,030**	**1,088**	**1,079**	**1,142**	**-4.6**	**-4.7**
영업이익	**17.7**	**36.3**	**31.3**	**42.0**	**-43.5**	**-13.6**
영업이익률(%)	1.7	3.3	2.9	3.7		
순이익	18.9	35.6	30.5	41.3	-38.1	-13.8

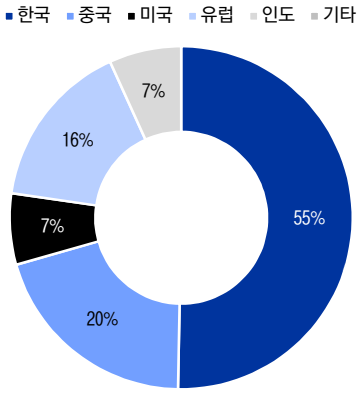
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림54 평화정공 제품 포트폴리오 비중



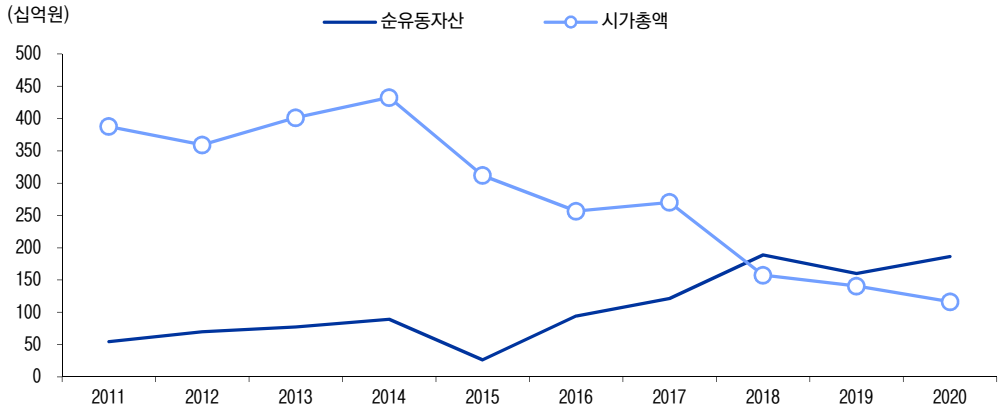
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 지역별 매출액 비중



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 순유동자산 대비 시가총액 비교: 절대적 저평가 구간 진입



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표61 평화정공 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E
매출액	**252**	**288**	**274**	**274**	**1,088**	**215**	**247**	**271**	**297**	**1,030**	**1,088**
평화정공㈜	151	163	152	161	627	122	153	160	174	609	641
(주)에이에스티	13	13	12	13	51	9	12	12	14	47	48
북경평화정공기차부건(유)	13	19	25	25	82	8	17	25	26	77	79
태창평화정공기차배건(유)	17	19	17	18	72	10	17	19	20	66	72
염성평화정공기차배건(유)	9	9	7	10	35	5	8	8	11	32	35
PHA India PVT Ltd	21	21	21	17	80	24	23	24	19	89	98
PHA America INC	35	44	45	43	167	37	33	41	49	160	165
PHA Czech s. r. o	23	28	25	25	102	24	21	23	27	95	103
PHA Slovakia s.r.o	25	27	25	25	102	25	20	23	27	96	104
(주)PHA E&E										0	0
단순합계	306	343	330	338	1,317	266	304	335	367	1,271	1,344
연결제거	-54	-55	-56	-64	-228	-50	-58	-64	-70	-242	-255
연결제거비중(%)	17.6	16.0	16.9	19.0	17.3	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0
전장부문 매출	47	49	44	42	182	52	56	50	46	204	227
전장부문 매출 (%)	18.7	17.0	16.1	15.2	16.7	24.3	22.6	18.4	15.5	19.8	20.8
매출원가	229	252	247	244	972	198	223	242	261	924	964
매출원가율(%)	90.9	87.4	90.2	88.9	89.3	92.0	90.3	89.2	88.0	89.7	88.5
매출총이익	23	36	27	31	117	17	24	29	36	106	125
매출총이익률(%)	9.1	12.6	9.8	11.1	10.7	8.0	9.7	10.8	12.0	10.3	11.5
판관비	21	23	25	31	100	18	21	22	27	88	88
판관비율(%)	8.4	8.1	9.0	11.2	9.2	8.5	8.5	8.3	9.0	8.6	8.1
영업이익	**1.8**	**12.8**	**2.3**	**-0.1**	**16.8**	**-1.1**	**3.1**	**6.8**	**8.9**	**17.7**	**36.3**
영업이익률(%)	0.7	4.4	0.9	0.0	1.5	-0.5	1.3	2.5	3.0	1.7	3.3
영업외 손익	1	3	3	8	16	1	1	2	2	7	10
지분법 손익	0	1	1	4	6	1	1	1	1	5	6
세전이익	0	16	5	8	30	0	5	9	10	25	46
순이익	**1**	**12**	**16**	**2**	**32**	**0.3**	**3.5**	**7.1**	**8.0**	**18.9**	**35.6**
YoY(%)											
매출액	-0.2	11.8	6.1	-8.0	2.1	-14.6	-14.4	-1.2	8.4	-5.4	5.7
평화정공㈜	3.2	0.9	9.0	-11.3	-0.3	-19.0	-6.0	5.1	8.1	-2.8	5.2
(주)에이에스티	-5.8	-7.9	-9.7	-12.7	-9.1	-25.0	-10.0	3.0	3.0	-7.2	3.0
북경평화정공기차부건(유)	-59.1	-36.4	-26.3	-23.6	-36.0	-40.0	-8.0	3.0	3.0	-6.3	3.0
태창평화정공기차배건(유)	-14.7	11.8	-33.4	-30.1	-19.6	-39.0	-8.0	8.0	8.0	-7.4	8.0
염성평화정공기차배건(유)	-14.0	-7.4	18.6	-7.8	-5.1	-42.0	-8.0	8.0	8.0	-8.7	8.0
PHA India PVT Ltd	-13.0	13.8	-3.9	-19.0	-6.3	14.0	11.0	12.0	10.0	11.8	10.0
PHA America INC	135.2	181.1	76.2	52.0	98.1	7.0	-26.0	-9.0	15.0	-4.0	3.0
PHA Czech s. r. o	-12.0	-0.4	0.7	-12.3	-6.1	4.0	-26.0	-9.0	8.0	-6.5	8.0
PHA Slovakia s.r.o	6.7	21.0	17.4	10.3	13.8	4.0	-26.0	-9.0	8.0	-6.2	8.0
영업이익	-69.6	435.3	183.0	-101.1	-12.8	-159.8	-75.9	190.1	-8,131.0	5.2	105.0
순이익	-61.7	89.9	흑전	-94.8	-30.8	-82.7	-71.4	-55.3	303.9	-40.3	88.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

평화정공 (043370)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	525	478	496	524	594
현금 및 현금성자산	163	113	124	134	186
매출채권 및 기타채권	197	186	202	212	222
재고자산	142	156	147	154	161
기타유동자산	22	22	23	24	25
비유동자산	383	443	431	419	400
관계기업투자등	14	19	20	21	22
유형자산	301	354	339	323	300
무형자산	15	17	18	19	19
자산총계	**908**	**921**	**927**	**942**	**995**
유동부채	336	318	310	291	303
매입채무 및 기타재무	161	175	185	194	203
단기금융부채	124	115	95	66	67
기타유동부채	51	28	29	31	32
비유동부채	29	26	28	30	32
장기금융부채	1	3	3	4	5
기타비유동부채	28	24	25	26	27
부채총계	**365**	**344**	**338**	**321**	**334**
지배주주지분	543	576	590	622	660
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	41	41	41	41	41
이익잉여금	511	540	555	587	625
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**543**	**576**	**590**	**622**	**660**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**1,067**	**1,088**	**1,030**	**1,088**	**1,140**
매출원가	956	972	924	964	1,004
매출총이익	**111**	**117**	**106**	**125**	**136**
판매비 및 관리비	92	101	88	88	91
영업이익	**19**	**16**	**18**	**36**	**45**
(EBITDA)	72	65	70	92	108
금융손익	-1	2	1	2	2
이자비용	3	3	2	2	2
관계기업등 투자손익	4	6	4	5	5
기타영업외손익	48	8	2	4	4
세전계속사업이익	**71**	**31**	**25**	**46**	**55**
계속사업법인세비용	26	0	6	11	13
계속사업이익	45	32	19	36	43
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**45**	**32**	**19**	**36**	**43**
지배주주	45	32	19	36	43
총포괄이익	**13**	**32**	**19**	**36**	**43**
매출총이익률 (%)	10.4	10.7	10.3	11.5	11.9
영업이익률 (%)	1.8	1.4	1.7	3.3	3.9
EBITDA 마진률 (%)	6.8	6.0	6.8	8.5	9.5
당기순이익률 (%)	4.2	2.9	1.8	3.3	3.7
ROA (%)	5.0	3.5	2.0	3.8	4.4
ROE (%)	8.5	5.6	3.2	5.9	6.7
ROIC (%)	2.5	2.2	2.5	5.2	6.5

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**29**	**40**	**71**	**80**	**95**
당기순이익(손실)	45	32	19	36	43
비현금수익비용가감	44	8	47	53	60
유형자산감가상각비	52	48	51	55	62
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타현금수익비용	-9	-41	-5	-4	-4
영업활동 자산부채변동	-35	0	4	-8	-8
매출채권 감소(증가)	25	11	-16	-10	-10
재고자산 감소(증가)	-13	-14	10	-7	-7
매입채무 증가(감소)	-24	-5	10	9	9
기타자산, 부채변동	-23	8	0	0	0
투자활동 현금	**35**	**-71**	**-37**	**-39**	**-40**
유형자산처분(취득)	-42	-69	-36	-38	-40
무형자산 감소(증가)	0	-3	-2	-2	-2
투자자산 감소(증가)	1	-1	3	4	4
기타투자활동	77	1	-2	-2	-2
재무활동 현금	**-8**	**-19**	**-22**	**-32**	**-2**
차입금의 증가(감소)	-5	-15	-19	-28	2
자본의 증가(감소)	-3	-3	-4	-4	-4
배당금의 지급	3	3	4	4	4
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	**56**	**-50**	**11**	**10**	**53**
기초현금	108	163	113	124	134
기말현금	163	113	124	134	186

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	3.1	5.6	6.7	3.6	3.0
P/B	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	1.4	2.8	1.4	0.7	0.1
P/CF	1.6	4.4	1.9	1.4	1.2
배당수익률 (%)	2.4	2.1	3.0	3.1	3.1
성장성 (%)					
매출액	1.2	2.1	-5.4	5.7	4.7
영업이익	-23.3	-19.4	13.6	105.0	23.6
세전이익	-28.8	-56.2	-21.4	88.6	19.8
당기순이익	-39.8	-29.5	-40.3	88.6	19.8
EPS	-39.8	-29.5	-40.3	88.6	19.8
안정성 (%)					
부채비율	67.2	59.7	57.3	51.6	50.7
유동비율	156.3	150.3	160.1	179.9	196.5
순차입금/자기자본(x)	-7.3	0.6	-4.5	-10.3	-17.4
영업이익/금융비용(x)	6.3	5.3	7.8	21.9	27.6
총차입금 (십억원)	125	117	99	71	73
순차입금 (십억원)	-40	3	-26	-64	-115
주당지표(원)					
EPS	2,135	1,506	899	1,695	2,031
BPS	25,862	27,452	28,080	29,595	31,437
CFPS	4,219	1,892	3,153	4,204	4,871
DPS	160	180	180	190	190

자료: 평화정공, 이베스트투자증권 리서치센터

에스엘 (005850)

2020. 4. 7 | 자동차

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

헤드램프의 진화와 전장화의 새물결

Buy (maintain)

목표주가 18,000 원
현재주가 36,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

1Q20 Preview: 완성차 고사양 제품 출하 시작

동사의 1Q20 매출액 및 영업이익은 각각 5,710억원(YoY +45%), 34억원(YoY 흑전)을 기록할 것으로 예상된다. 전년 동기 대비로는 에스엘 라이팅과의 합병효과가 두드러졌고, 이어 대형 SUV 및 그랜져 신차, 제네시스 등 고가 LED헤드램프 공급이 집중되며 국내공장의 경우 mix가 큰 폭으로 개선되었다. 다만 중국 판매급감으로 인해 연태법인 및 북경삼립 등 중국의 실적 훼손이 진행된 것으로 보여진다.

미국 업황 개선시 기업가치 크게 개선될 것

동사는 미국 의존도가 통상적으로 20% 수준인데, 2Q20 들어서는 주요 고객사인 GM의 shut-down 으로 인한 판매급감, 현대기아차 현지공장의 생산판매감소 등 난관이 예상되고 있는 상황이다. 다만 3Q20부터는 국내공장의 제네시스 볼륨 급증 뿐마 아니라 현대기아차의 볼륨 차종(싼타페, 엘란트라, 쏘렌토, K5) 현지생산에 따른 고마진 LED램프 출하 증가가 예정되어 있어 실적 가시성이 크게 향상될 것으로 전망된다.

글로벌 OEM향 수주를 지속적으로 기대할 수 있는 환경

동사는 현대기아차 외에도 GM향 핵심 Pick-up 트럭의 공급이 2021년에 본격화 되며 타OEM 매출이 크게 증가할 전망이다. 우리는 동사의 GM향 비중이 장기적으로 추가 증가가 가능할 것으로 판단되며, 타OEM향 수주가 향후 구조적으로 증가할 것으로 예상하는데, 첫째로 동사는 최근까지 대형메이커 위주로 공급을 해왔고, 유럽 및 중국, 미국에 모두 현지 생산거점이 존재하며, 유럽 프리미엄 메이커 위주로만 공급해 오던 유럽 램프업체들에 비해 원가경쟁력이 높다고 보이기 때문이다.

투자의견 Buy, 목표주가 18,000원 유지

동사에 대해 투자의견 Buy 및, 목표주가 18,000원을 유지한다. 목표주가는 2020년 EPS에 Target P/E 11배를 적용했다. 특히 동사는 최근 제네시스 BMS 공시를 통해 본격적으로 전장사업에 나선 것으로 보이며, 장기적으로 valuation re-rating이 이뤄질 것으로 예상된다. 저가매수전략이 유효한 시점으로 판단된다.

Stock Data

KOSPI(4/6)		1,791.88 pt
시가총액		6,411 억원
발행주식수		48,203 천주
52 주 최고가 / 최저가		25,950 / 9,200 원
90 일 일평균거래대금		17.36 억원
외국인 지분율		14.4%
배당수익률(19.12E)		3.0%
BPS(19.12E)		31,062 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	5.5%
	6 개월	-28.1%
	12 개월	-21.9%
주주구성	이성엽 (외 12 인)	63.3%
	국민연금공단 (외	7.7%
	Stanley Electric (외	6.8%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	1,488	63	118	98	2,824	-15.9	131	8.7	5.7	0.8	9.9
2019	1,602	17	42	32	889	-68.5	87	22.4	7.3	0.7	3.0
2020E	2,259	48	82	87	1,904	114.2	143	7.0	3.9	0.4	7.1
2021E	2,554	74	103	79	1,630	-14.4	169	8.2	2.0	0.4	5.5
2022E	2,798	142	185	142	2,929	79.7	234	4.5	1.1	0.4	9.4

자료: 에스엘, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표62 에스엘 1Q20 Preview

(십억원)	1Q20	1Q19	YoY(%)	4Q19	QoQ	컨센서스	Diff(%)
매출액	**570.5**	**393**	**45.2**	**655**	**-12.8**	**566.0**	**0.8**
영업이익	**3.4**	**-3.5**	**-196.6**	**15.2**	**-77.4**	**11.0**	**-68.9**
영업이익률(%)	0.6	-0.9		2.3		1.9	
순이익(지배)	3.5	7.3	-52.0	15.9	-77.9	10.2	-65.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표63 에스엘 Valuation: 목표주가 18,000 원으로 유지

구분	단위	값	비고
지배주주순익	십억원	100	2020년 기준
EPS	원	2,078	2020년 기준
Target P/E	배	8.5	주요 헤드램프 5개사 평균치
목표주가	**원**	**18,000**	Target P/E x EPS
현재주가	원	13,300	
Upside	%	35.3	

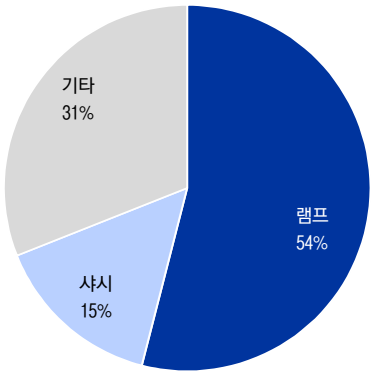
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표64 실적추정치 변경 전후

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	**2,554**	**2,798**	**2,664**	**2,921**	**-4.1**	**-4.2**
영업이익	**74**	**142**	**103**	**148**	**-27.8**	**-3.8**
영업이익률(%)	2.9	5.1	3.9	5.1		
순이익	79	141	100	145	-21.6	-2.9

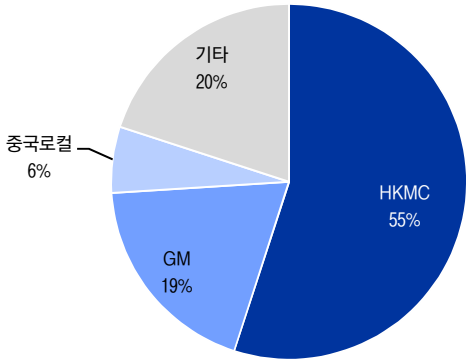
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 에스엘 제품별 매출 비중



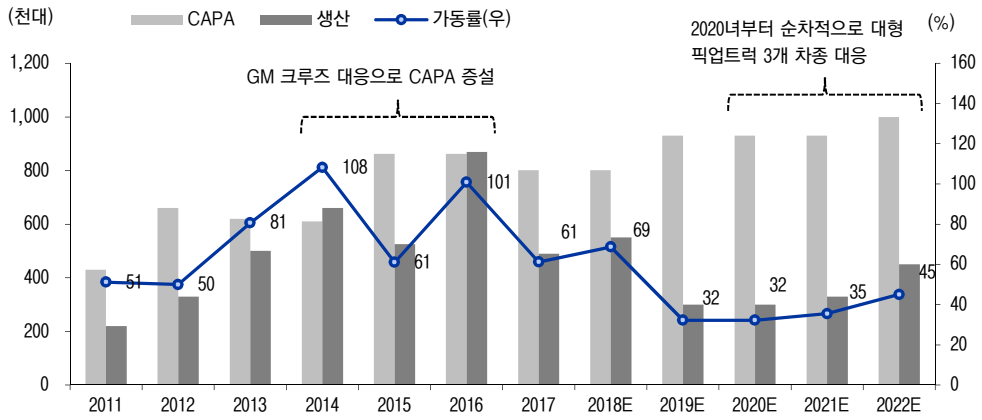
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 에스엘 주요 공급 OEM



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 에스엘 테네시공장 CAPA 및 가동률 추이



자료: 에스엘, 이베스트투자증권 리서치센터

표65 에스엘 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2020F	2021F
매출액	**393**	**640**	**571**	**655**	**2,259**	**571**	**645**	**621**	**717**	**2,554**	**2,798**
㈜ 에스엘	178	430	365	459	1,432	363	449	380	477	1,669	1,782
에스엘 America	134	139	144	155	571	145	110	154	171	579	667
에스엘 Lumax	51	63	65	50	228	58	63	69	57	247	277
에스엘 아태(연태)	39	43	38	34	153	23	46	41	36	146	161
호북삼립	-	-	-	4	4	6	10	7	11	34	42
에스엘 폴란드	12	13	11	12	49	13	11	13	13	49	54
에스엘 브라질		4	1	2	7	5	5	5	5	20	26
단순합산	415	692	624	715	2,445	608	689	662	765	2,724	3,009
연결조정	-22	-51	-52	-64	-190	-43	-48	-46	-54	-191	-211
매출원가	365	559	530	591	2,045	527	592	548	636	2,304	2,461
매출원가율(%)	92.9	87.2	92.8	90.3	91	92.4	91.7	88	89	90	88
매출총이익	28	82	41	63	214	43	54	73	80	250	338
매출총이익률(%)	7.1	13	7	10	9	8	8	12	11	10	12
판관비	31	47	41	48	166	40	44	43	49	175	195
판관비율(%)	8.0	7.3	7.1	7.3	7.4	7.0	6.8	6.9	6.8	6.9	7.0
영업이익	**-3.5**	**35.1**	**0.5**	**15.2**	**47.2**	**3.4**	**9.7**	**29.8**	**31.5**	**74.4**	**142.4**
OPM(%)	-0.9	5.5	0.1	2.3	2.1	0.6	1.5	4.8	4.4	2.9	5.1
지분법이익	9.9	4.6	6.0	4.0	24.5	-1.0	7.9	7.6	9.1	23.6	36.1
세전이익	8.4	47	21	5	81.7	5	19	38	41	103	185
지배 순이익	**7.3**	**42.5**	**19.1**	**15.9**	**84.8**	**3.5**	**14.3**	**29.3**	**31.4**	**78.6**	**141.2**
YoY(%)											
매출액	**11.7**	**60.6**	**43.3**	**44.5**	**41.0**	**45.2**	**0.8**	**8.7**	**9.5**	**13.0**	**9.6**
㈜ 에스엘	12.9	146.9	113.9	97.2	94.8	104.0	4.4	4.0	4.0	16.5	6.8
에스엘 America	14.0	10.6	3.0	4.0	7.2	8.5	-21.0	7.0	10.0	1.4	15.2
에스엘 Lumax	13.7	28.2	8.0	11.0	15.5	13.0	1.0	6.0	15.0	8.2	12.0
에스엘 아태(연태)	5.1	-26.5	-18.0	-16.0	-14.0	-41.0	8.0	8.0	8.0	-4.6	10.2
에스엘 폴란드	-10.8	0.1	4.0	8.0	-1.5	4.0	-19.0	11.0	11.0	1.0	10.0
영업이익	**흑전**	**191.3**	**-95.9**	**흑전**	**183.0**	**-196.6**	**-72.4**	**5,768.1**	**107.8**	**57.7**	**91.3**
지배 순이익	**-20.7**	**166.7**	**72.5**	**흑전**	**181.8**	**-52.0**	**-66.4**	**53.5**	**97.7**	**-7.4**	**79.7**

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

에스엘 (005850)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	784	882	1,491	1,582	1,753
현금 및 현금성자산	109	98	87	291	365
매출채권 및 기타채권	247	331	602	432	476
재고자산	139	168	263	298	329
기타유동자산	290	286	538	560	583
비유동자산	807	827	860	854	853
관계기업투자등	358	353	171	178	186
유형자산	377	385	570	558	550
무형자산	29	19	20	16	12
자산총계	**1,591**	**1,710**	**2,351**	**2,436**	**2,606**
유동부채	437	535	775	784	825
매입채무 및 기타재무	181	244	350	353	390
단기금융부채	186	204	263	263	261
기타유동부채	70	87	162	168	175
비유동부채	139	153	171	186	194
장기금융부채	34	30	31	31	33
기타비유동부채	105	123	140	156	161
부채총계	**576**	**688**	**945**	**971**	**1,020**
지배주주지분	1,002	1,005	1,386	1,446	1,567
자본금	17	17	24	24	24
자본잉여금	144	144	460	460	460
이익잉여금	859	866	928	988	1,109
비지배주주지분(연결)	13	17	19	19	19
자본총계	**1,015**	**1,022**	**1,405**	**1,465**	**1,587**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**1,488**	**1,602**	**2,259**	**2,554**	**2,798**
매출원가	1,320	1,457	2,045	2,304	2,461
매출총이익	**168**	**145**	**214**	**250**	**338**
판매비 및 관리비	105	129	166	175	195
영업이익	**63**	**17**	**48**	**74**	**142**
(EBITDA)	131	87	143	169	234
금융손익	0	-2	4	0	-1
이자비용	7	9	11	12	12
관계기업등 투자손익	49	30	29	24	36
기타영업외손익	6	-3	1	6	8
세전계속사업이익	**118**	**42**	**82**	**103**	**185**
계속사업법인세비용	20	10	6	24	43
계속사업이익	98	32	75	79	142
중단사업이익	0	0	12	0	0
당기순이익	**98**	**32**	**87**	**79**	**142**
지배주주	96	30	85	79	141
총포괄이익	**77**	**32**	**87**	**79**	**142**
매출총이익률 (%)	11.3	9.1	9.5	9.8	12.1
영업이익률 (%)	4.3	1.0	2.1	2.9	5.1
EBITDA 마진률 (%)	8.8	5.4	6.3	6.6	8.4
당기순이익률 (%)	6.6	2.0	3.8	3.1	5.1
ROA (%)	5.9	1.8	4.2	3.3	5.6
ROE (%)	9.9	3.0	7.1	5.5	9.4
ROIC (%)	9.0	2.1	4.9	5.4	11.0

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**134**	**51**	**-429**	**301**	**162**
당기순이익(손실)	98	32	87	79	142
비현금수익비용가감	49	88	-491	86	62
유형자산감가상각비	61	63	88	90	89
무형자산상각비	6	7	7	4	3
기타현금수익비용	-53	18	-586	-8	-30
영업활동 자산부채변동	-18	-70	-25	135	-42
매출채권 감소(증가)	56	-89	-49	170	-44
재고자산 감소(증가)	-3	-22	-68	-35	-31
매입채무 증가(감소)	-28	65	-11	4	36
기타자산, 부채변동	-42	-23	102	-3	-4
투자활동 현금	**-107**	**-57**	**14**	**-77**	**-67**
유형자산처분(취득)	-60	-72	-82	-78	-80
무형자산 감소(증가)	-11	-8	-3	1	1
투자자산 감소(증가)	-27	34	128	5	17
기타투자활동	-9	-11	-28	-4	-4
재무활동 현금	**-35**	**-4**	**405**	**-20**	**-21**
차입금의 증가(감소)	-26	7	103	-1	0
자본의 증가(감소)	-9	-16	301	-19	-21
배당금의 지급	9	16	14	19	21
기타재무활동	1	5	0	0	0
현금의 증가	**-12**	**-11**	**-10**	**204**	**74**
기초현금	120	109	98	87	291
기말현금	109	98	87	291	365

자료: 에스엘, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	8.7	22.4	7.0	8.2	4.5
P/B	0.8	0.7	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	5.7	7.3	3.9	2.0	1.1
P/CF	5.7	5.6	n/a	3.9	3.1
배당수익률 (%)	1.6	2.0	3.0	3.6	3.8
성장성 (%)					
매출액	-8.1	7.7	41.0	13.0	9.6
영업이익	-36.1	-73.7	186.2	55.9	91.3
세전이익	-23.2	-64.3	93.9	26.1	79.5
당기순이익	-14.7	-67.5	173.4	-8.8	79.7
EPS	-15.9	-68.5	114.2	-14.4	79.7
안정성 (%)					
부채비율	56.7	67.3	67.3	66.2	64.3
유동비율	179.3	165.0	192.5	201.7	212.4
순차입금/자기자본(x)	-8.7	-3.7	-6.1	-20.6	-24.5
영업이익/금융비용(x)	8.7	1.9	4.4	6.3	12.0
총차입금 (십억원)	220	235	294	293	293
순차입금 (십억원)	-88	-37	-86	-302	-388
주당지표(원)					
EPS	2,824	889	1,904	1,630	2,929
BPS	29,589	29,671	31,062	29,996	32,512
CFPS	4,326	3,543	n/a	3,434	4,232
DPS	400	400	400	480	500

S&T모티브 (064960)

2020. 4. 7 | 자동차

지금은 분명히 저평가

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

Buy (maintain)

목표주가 40,000 원
현재주가 31,600 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
○		

1Q20 Preview: 시작은 좋다!

동사의 1Q20 매출액 및 영업이익은 각각 2,210억원(YoY -2.0%), 144억원(YoY +3.5%)을 기록할 것으로 예상된다. COVID-19 영향으로 인해 중국사업의 외형축소가 일부 존재하나, 고수익 사업 EV 구동모터 및 GM향 DU(Drive Unit)매출이 의미있게 발생했고 원/달러 환율 효과가 가세하며 증익이 발생할 것으로 판단된다.

2Q20까지 수출 매출 하락 불가피 하나 현대기아차향 매출 증가 지속

동사는 현재 GM, 마그나 등 북미향 매출액 비중이 약 30% 수준이다. 최근 북미 완성차들의 기조는 shut-down 기한을 무제한으로 연장시키고 있기 때문에 2Q20 초반은 매출이 빠르게 하락하는 현상이 예상된다. 다만 국내매출의 경우 BEV용 구동모터 및 EPS/DCT 모터 등 현대기아차향 매출 증가세는 지속되며 수출볼륨 하락폭을 상쇄시켜 줄 것으로 추정된다.

친환경차가 아닌, 내연기관용 매출증가 가능성 확인 필요

최근 미국 정부는 연비규제 완화를 통해 내연기관에 대한 우호정책을 펼치고 있다. 따라서 최근까지 매출 우하향 추이를 보여왔던 내연기관 관련 부품 라인업 - ESM, DCT 모터 및 오일펌프 매출이 2H20 들어서는 뚜렷한 반등세를 나타낼 가능성이 존재한다고 판단된다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 40,000원으로 하향조정

동사는 ICE/xEV 관련 동력계열 핵심부품을 글로벌 OE/Tier-1에 두루 공급하고 있기 때문에 지속적으로 일정수준 마진이 유지되는 구조다. 2020년 EPS를 5,086원으로 하향조정하나 Target P/E는 국내 부품업체 평균 P/E대비 20% 가량 높은 8배를 적용해 목표주가는 40,000원으로 제시한다. 동사의 실적 궤적은 2Q20이 저점이 될 것으로 판단하며, 이후 빠르게 반등하는 방향성을 감안한 저가 매수전략을 추천한다.

Stock Data

KOSPI(4/6)		1,791.88 pt
시가총액		4,621 억원
발행주식수		14,623 천주
52 주 최고가 / 최저가		56,300 / 25,500 원
90 일 일평균거래대금		29.81 억원
외국인 지분율		25.2%
배당수익률(20.12E)		4.4%
BPS(20.12E)		52,785 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-4.7%
	6 개월	-20.9%
	12 개월	-2.7%
주주구성	S&T 홀딩스 (외 1 인)	40.0%
	국민연금공단	11.0%
	자사주 (외 1 인)	5.5%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	919	58	74	57	3,848	-1.0	86	7.0	1.9	0.5	7.8
2019	976	89	102	4	178	-95.4	115	157.1	1.9	0.6	0.4
2020E	1,027	82	98	75	5,105	2,765.0	108	6.2	2.3	0.6	10.0
2021E	1,136	100	117	89	6,085	19.2	128	5.2	1.7	0.5	11.0
2022E	1,147	101	118	90	6,149	1.1	131	4.6	2.9	0.5	10.9

자료: S&T모티브, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표66 S&T 모티브 1Q20 Preview

(십억원)	1Q20	1Q19	YoY(%)	4Q19	QoQ	컨센서스	Diff(%)
매출액	**221**	**225**	**-2.0**	**259**	**-14.6**	**238**	**-7.1**
영업이익	**14.4**	**13.9**	**3.5**	**25.5**	**-43.6**	**19.2**	**-25.2**
영업이익률(%)	6.5	6.2		9.8		8.1	
순이익(지배)	13.1	-58.6	-122.3	14.6	흑전	16	-18.4

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표67 S&T 모티브 Valuation: Target P/E 8 배 반영, 목표주가 40,000 원으로 조정

구분	값	비고
EPS	5,105	2020년
Target P/E	8	글로벌 자동차 부품 평균 P/E 적용
목표주가	**40,000**	
Current Price	31,600	
Upside(%)	26.6	

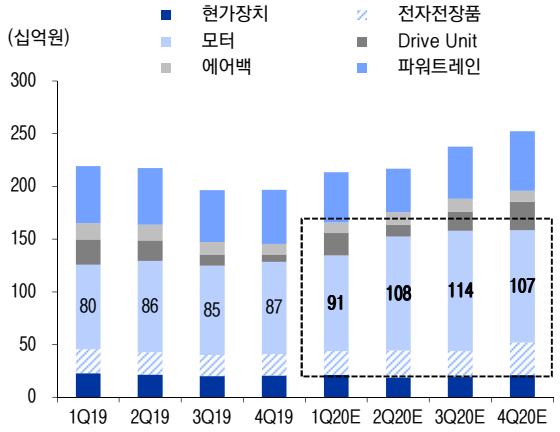
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표68 실적추정치 변경 전후

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	**1,027**	**1,136**	**1,099**	**1,210**	**-6.5**	**-6.2**
영업이익	**82**	**100.3**	**103**	**108.8**	**-20.7**	**-7.8**
영업이익률(%)	8.0	8.8	9.4	9.0		
순이익	75	89.0	91	95.2	-17.6	-6.5

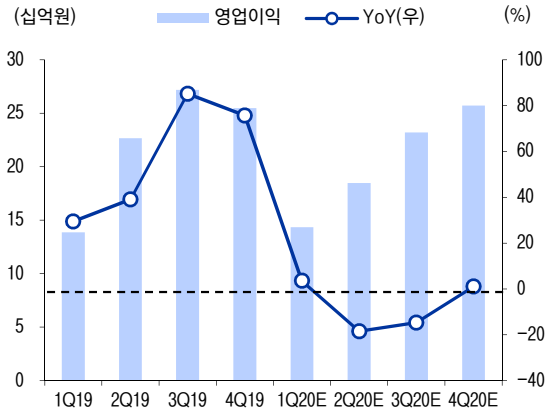
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 자동차 부품 매출액 추이: 미국향 부품매출 급감에도 모터매출 증가세 지속될 전망



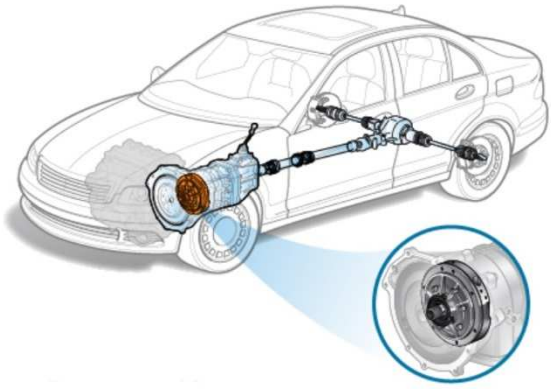
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 S&T 모티브 영업이익 추이 및 예상 경로



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 내연기관용 전동식 오일펌프: GM 향 핵심매출, 2Q20 을 저점으로 반등 예상



자료: S&T모티브, 이베스트투자증권 리서치센터

표69 S&T 모티브 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E
매출액	**225**	**252**	**240**	**259**	**976**	**221**	**231**	**276**	**299**	**1,027**	**1,136**
자동차부품	221	222	202	206	852	213	217	238	252	920	1,027
현가장치	23	21	20	21	85	21	19	19	21	80	82
전자전장품	25	26	26	29	107	22	25	25	31	103	108
모터	80	86	85	87	339	91	108	114	107	420	458
EV/HEV	27	32	36	44	138	47	58	64	61	230	257
EPS/파워트레인, 기타	53	54	49	44	201	44	50	50	46	190	200
에어백	15	15	12	10	53	10	12	12	10	45	46
오일펌프/파워트레인	54	54	49	51	208	47	41	50	56	195	214
Drive Unit(EV)	24	19	11	7	61	21	11	18	27	77	120
비자동차부품	14	38	48	56	156	17	23	48	57	145	149
열교환기	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
반도체장비	10	11	9	11	41	9	9	10	10	38	40
기타(방산 등)	4	27	39	45	115	8	14	38	47	107	109
내부매출	10	8	10	3	31	9	9	10	10	38	41
영업이익	**13.9**	**22.7**	**27.2**	**25.5**	**89.2**	**14.4**	**18.5**	**23.2**	**25.7**	**81.8**	**100.3**
영업이익률(%)	6.2	9.0	11.3	9.8	9.1	6.5	8.0	8.4	8.6	8.0	8.8
세전이익	18.5	28	35	21	102	17	23	30	29	98	117
지배주주 순이익	**-58.6**	**21.5**	**25.1**	**14.6**	**2.6**	**13.1**	**17.4**	**22.5**	**21.7**	**74.7**	**89.0**
순이익률(%)	-26.0	8.5	10.5	5.7	0.3	5.9	7.5	8.1	7.3	7.3	7.8
YoY(%)											
매출액	-6.1	-1.9	-6.8	-14.9	-7.8	-2.0	-8.5	15.2	15.6	5.2	10.5
자동차부품	8.3	5.0	-5.0	-12.9	-1.6	-3.7	-2.6	17.5	22.7	8.0	11.7
현가장치	-12.7	-9.7	6.8	-12.3	-7.9	-6.0	-12.0	-5.0	2.0	-5.3	2.0
전자전장품	-5.7	-8.6	-6.2	1.5	-4.7	-11.0	-4.0	-5.0	5.0	-3.4	5.0
모터	10.0	13.2	-2.1	-1.2	4.4	13.0	24.9	34.8	21.9	23.8	9.0
EV/HEV	56.5	50.8	14.9	34.2	35.6	72.0	80.8	80.0	40.0	66.0	12.0
EPS/파워트레인, 기타	-4.5	-1.3	-11.6	-21.7	-9.8	-17.0	-8.0	2.0	4.0	-5.3	5.5
에어백	-5.5	-6.0	-15.1	-21.9	-11.5	-34.5	-19.9	2.0	2.0	-15.0	2.0
오일펌프	5.5	7.4	-2.4	-18.1	-2.8	-12.0	-23.0	1.0	10.0	-6.3	10.0
비자동차부품	-71.7	-34.9	-16.6	-31.7	-36.9	22.1	-39.8	0.3	1.8	-7.0	2.9
영업이익	29.4	39.1	85.1	75.6	58.7	3.5	-18.5	-14.7	1.0	-8.4	22.6
지배주주 순이익	적전	-22.5	146.0	49.3	-95.4	-122.3	-19.1	-10.5	48.7	-4.1	19.2

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

S&T모티브 (064960)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	680	607	688	771	542
현금 및 현금성자산	201	159	177	211	0
매출채권 및 기타채권	236	252	292	323	310
재고자산	133	129	149	165	158
기타유동자산	110	68	70	73	73
비유동자산	516	527	539	553	565
관계기업투자등	4	4	5	5	5
유형자산	484	494	505	520	532
무형자산	20	19	19	19	19
자산총계	**1,197**	**1,134**	**1,226**	**1,324**	**1,107**
유동부채	281	228	261	287	277
매입채무 및 기타재무	223	204	235	261	250
단기금융부채	7	7	7	7	7
기타유동부채	52	18	19	20	20
비유동부채	90	92	96	100	101
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	90	92	96	100	101
부채총계	**372**	**321**	**357**	**387**	**378**
지배주주지분	728	716	772	840	812
자본금	73	73	73	73	73
자본잉여금	61	61	61	61	61
이익잉여금	613	599	655	724	793
비지배주주지분(연결)	97	97	97	97	97
자본총계	**825**	**813**	**869**	**938**	**910**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**919**	**976**	**1,027**	**1,136**	**1,147**
매출원가	807	810	865	946	956
매출총이익	**112**	**166**	**162**	**189**	**191**
판매비 및 관리비	53	77	81	89	90
영업이익	**58**	**89**	**82**	**100**	**101**
(EBITDA)	86	115	108	128	131
금융손익	9	4	5	5	6
이자비용	0	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	7	10	11	11	11
세전계속사업이익	**74**	**102**	**98**	**117**	**118**
계속사업법인세비용	19	23	23	28	28
계속사업이익	55	79	75	89	90
중단사업이익	2	-75	0	0	0
당기순이익	**57**	**4**	**75**	**89**	**90**
지배주주	56	3	75	89	90
총포괄이익	**57**	**4**	**75**	**89**	**90**
매출총이익률 (%)	12	17	16	17	17
영업이익률 (%)	6	9	8	9	9
EBITDA 마진률 (%)	9	12	11	11	11
당기순이익률 (%)	6.2	0.4	7.3	7.8	7.8
ROA (%)	4.6	0.2	6.3	7.0	7.4
ROE (%)	7.8	0.4	10.0	11.0	10.9
ROIC (%)	7.3	11.4	9.7	11.3	11.2

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**83**	**13**	**77**	**98**	**-148**
당기순이익(손실)	57	4	75	89	90
비현금수익비용가감	26	41	30	31	-247
유형자산감가상각비	24	23	24	25	27
무형자산상각비	3	3	3	3	3
기타현금수익비용	-1	15	4	4	-277
영업활동 자산부채변동	0	-32	-28	-22	9
매출채권 감소(증가)	4	-16	-39	-31	12
재고자산 감소(증가)	1	5	-20	-16	6
매입채무 증가(감소)	-12	-20	32	25	-10
기타자산, 부채변동	8	-1	-1	-1	0
투자활동 현금	**-67**	**-38**	**-40**	**-44**	**-42**
유형자산처분(취득)	-24	-33	-35	-39	-39
무형자산 감소(증가)	-3	-3	-3	-3	-3
투자자산 감소(증가)	-38	-2	-2	-2	0
기타투자활동	-2	0	0	0	0
재무활동 현금	**-42**	**-18**	**-19**	**-20**	**-20**
차입금의 증가(감소)	7	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	-48	-18	-19	-20	-20
배당금의 지급	15	18	19	20	20
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	**-25**	**-42**	**18**	**34**	**-211**
기초현금	226	201	159	177	211
기말현금	201	159	177	211	0

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	7.0	157.1	5.5	4.6	4.6
P/B	0.5	0.6	0.5	0.5	0.504
EV/EBITDA	1.9	1.9	(1.9)	(1.9)	(0.2)
P/CF	4.7	9.1	3.9	3.4	n/a
배당수익률 (%)	4.4	4.6	5.0	5.0	5.0
성장성 (%)					
매출액	-16.4	6.2	5.2	10.5	1.0
영업이익	-15.7	53.4	-8.4	22.6	1.0
세전이익	0.4	38.1	-4.1	19.2	1.1
당기순이익	-9.9	-93.0	1,776.0	19.2	1.1
EPS	-9.7	-95.4	2,765.0	19.2	1.1
안정성 (%)					
부채비율	45.1	39.4	41.1	41.2	41.5
유동비율	241.6	266.0	263.6	268.9	195.7
순차입금/자기자본(x)	-27.8	-23.2	-23.9	-25.9	-3.6
영업이익/금융비용(x)	421,550.5	80,810.5	74,062.0	90,829.8	91,738.1
총차입금 (십억원)	7	7	7	7	7
순차입금 (십억원)	-229	-189	-208	-243	-32
주당지표(원)					
EPS	3,848	178	5,105	6,085	6,149
BPS	49,754	48,980	52,785	57,470	55,562
CFPS	5,696	3,092	7,178	8,211	n/a
DPS	1,200	1,300	1,400	1,400	1,410

자료: S&T모티브, 이베스트투자증권 리서치센터

우리산업 (215360)

2020. 4. 7 | 자동차

전기차 핵심 열관리부품 공급량 증가 예상

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

Buy (maintain)

목표주가 20,000 원
현재주가 15,450 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

1Q20 Preview: 고마진 PTC Heater 위주 매출 기대

1Q20 매출액 및 영업이익은 각각 662억원(YoY -15.3%), 26억원(YoY -16.2%)을 기록할 것으로 예상한다. 액츄에이터 등 일반 공조제품들은 현대기아차의 글로벌 볼륨이 중국을 중심으로 훼손되었기 때문에 외형 축소가 불가피 하지만 PTC Heater의 경우 현대기아차 볼륨 급증에 수반하여 약 YoY +12.3% 수준의 매출증가가 시현된 것으로 추정된다. 지배주주지분 순이익은 16억원(YoY -24.1%)을 기록할 것으로 예상한다.

일반 공조부품 영향은 2Q20 전반에 걸쳐 볼륨감소 불가피

1Q20에 Mix가 개선되었으나, 2Q20에는 전반에 걸쳐 자동차 수요 급감이 불가피한 상황이다. 내수 자동차 시장의 경우 신차효과 확대로 볼륨 반등이 예상되나, 미국, 중국의 경우 소비심리 저하에 따른 매출반등 지연이 예상된다. 따라서 동사 외형은 2Q20에도 YoY -10.6% 수준의 역성장에 그칠 것으로 예상된다.

글로벌 OEM들의 전동화 전략에서 여전히 수혜 예상

2H20부터는 대략적인 사업재개가 예상된다. 특히 PTC Heater의 경우 완성차의 글로벌 현지생산 볼륨 증가로 인해 기존대비 현격한 증가가 예상되며, 기존 기수주된 글로벌 OEM향 볼륨이 공급이 시작될 예정이다. 3Q20의 경우 PTC Heater 매출액이 YoY +11.3%에 달할 것으로 예상된다.

투자의견 Buy, 목표주가 20,000원으로 하향조정

동사에 대해 투자의견 Buy를 유지한다. 동사 현재 밸류에이션은 P/E 11배 수준까지 하락, 성장성 대비 저평가 구간에 진입한 것으로 판단한다. 동사의 경우 업종내 타 부품업체와 다르게 타OEM향 수주가 빠르게 증가하고 있어 적정 밸류에이션 산정을 위해 섹터 평균 대비 50%수준의 프리미엄을 부여한다. 다만 COVID-19 확산으로 인한 자동차 산업 전반에 걸쳐 소비심리 악화현상이 일정구간 지속될 것으로 보여 목표주가는 기존 33,000원 대비 보다 현실적인 수준인 20,000원으로 조정한다.

Stock Data

KOSDAQ(4/6)		597.21 pt
시가총액		1,411 억원
발행주식수		9,132 천주
52 주 최고가 / 최저가		32,300 / 11,250 원
90 일 일평균거래대금		63.87 억원
외국인 지분율		6.8%
배당수익률(20.12E)		0.6%
BPS(20.12E)		13,670 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-27.0%
	6 개월	-25.8%
	12 개월	-13.4%
주주구성	우리산업홀딩스 (외 1 인)	39.5%
	Standard Life Ivestment	5.1%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	333	17	16	12	1,338	3.9	28	27.2	12.9	3.1	11.8
2019	319	14	12	8	802	-40.1	25	24.3	7.9	1.9	7.2
2020E	309	17	16	12	1,301	62.2	29	11.9	5.9	1.1	10.9
2021E	363	24	22	17	1,812	39.2	37	8.5	4.9	1.0	12.5
2022E	396	28	26	19	2,128	17.5	42	7.3	4.1	0.9	13.0

자료: 우리산업, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표70 우리산업 1Q20 Preview

(십억원)	1Q20	1Q19	YoY(%)	4Q19	QoQ	컨센서스	Diff(%)
매출액	67.4	78	-13.7	84	-19.3	76.4	-11.7
영업이익	3.5	3.1	13.7	4.5	-22.2	3.5	0.2
영업이익률(%)	5.2	3.9		5.4		4.6	
순이익(지배)	2.2	2.0	9.6	2.1	6.1	2.7	-17.7

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표71 우리산업 Valuation: 목표주가 20,000 원으로 하향

구분	단위	값	비고
지배주주순익	(십억원)	15.1	2020 기준
EPS	(원)	1,301	2020 기준
Target P/E	(배)	20.0	2016~2018 평균 P/E 20배 적용
목표주가	**(원)**	**20,000**	EPS* Target P/E
현재주가	(원)	15,450	
Upside	(%)	29.4	

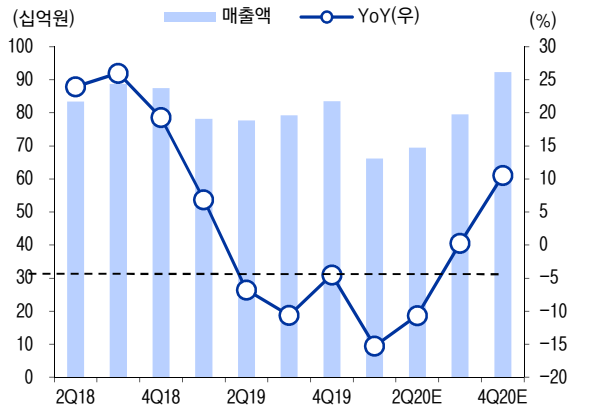
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표72 실적추정치 변경 전후

(단위: 십억원)	New		Old		차이(%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	309	362.6	340	387.5	-9.1	-6.4
영업이익	17.4	24.1	21.7	25.8	-19.8	-6.7
영업이익률(%)	5.6	6.6	6.4	6.7		
순이익	12	16.5	15	18.2	-21.3	-9.0

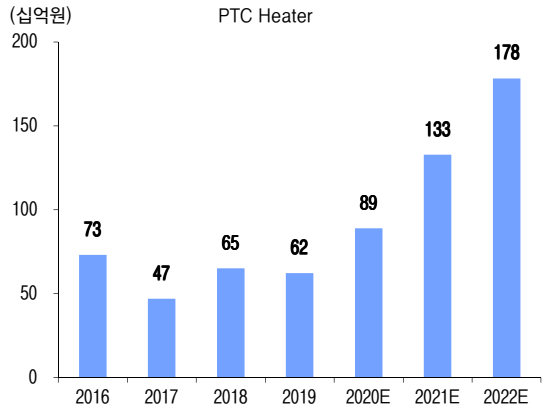
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 우리산업 매출액 추이 및 예상 경로



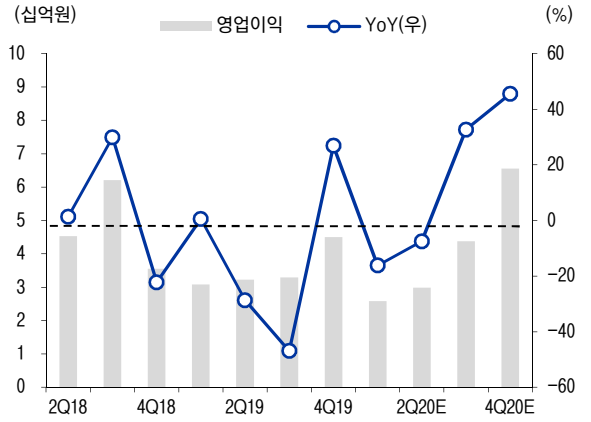
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 PTC heater 매출액 추이 및 전망



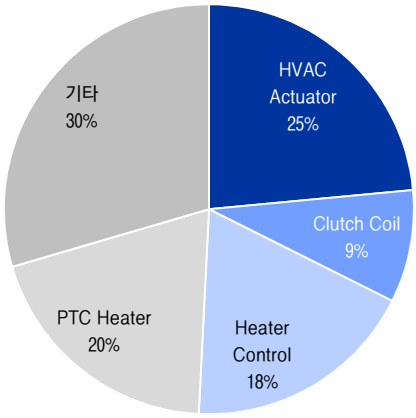
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 영업이익 추이 및 전망: 2Q20 증익 예상



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 주요 판매 포트폴리오(2019 기준)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표73 우리산업 영업실적 추이 및 전망: 1Q20를 저점으로 점진적 회복 기대

(십억원)	2018	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E
매출액 계	**78.2**	**77.8**	**79.3**	**83.6**	**318.8**	**67.4**	**69.5**	**79.5**	**92.4**	**308.8**	**362.6**	**78.2**
I. HVAC Actuator	15.3	14.5	19.0	25.6	74	10.8	11.5	16.5	17.6	56	58	15.3
II. Clutch Coil	7.8	6.8	7.1	6.4	28	7.6	5.5	7.4	7.7	28	30	7.8
III. Heater Control	13.0	15.8	15.2	14.0	58	12.4	11.5	13.6	14.1	52	54	13.0
IV. PTC Heater	**15.4**	**12.7**	**18.5**	**15.8**	**62**	**17.3**	**20.4**	**20.6**	**30.7**	**89**	**133**	**15.4**
V. 기타	15.1	16.6	8.2	8.5	**48**	9.2	11.0	10.0	11.4	**42**	44	15.1
VI. 상품	11.6	11.5	11.3	10.5	**45**	10.2	9.6	11.5	10.9	**42**	44	11.6
매출원가	69.6	68.2	69.7	72.2	**280**	58.8	61.1	68.9	78.5	**267**	310	69.6
매출원가율(%)	89.0	87.7	87.9	86.4	**87.7**	87.2	87.9	86.6	85	**86.5**	85.6	89.0
매출총이익	8.6	9.6	9.6	11.4	**39.1**	8.6	8.4	10.7	13.9	**41.6**	52.2	8.6
판관비	5.5	6.3	6.3	6.5	**25**	5.1	5.4	6.3	7.3	**24**	28.1	5.5
판관비율(%)	7.0	8.1	7.9	7.8	7.7	7.6	7.8	7.9	7.9	7.8	7.8	7.0
영업이익	**3.1**	**3.2**	**3.3**	**4.5**	**14.1**	**3.5**	**3.0**	**4.4**	**6.6**	**17.4**	**24.1**	**3.1**
영업이익률(%)	3.9	4.2	4.2	5.4	**4.4**	5.2	4.3	5.5	7.1	**5.6**	**6.6**	3.9
기타손익	0.2	-0.2	-0.8	-1.6	**-2.4**	-0.5	-0.2	-0.3	-0.4	**-1.3**	**-1.7**	0.2
세전이익	3.3	3.0	2.5	2.9	**12**	3.0	2.8	4.1	6.2	**16.1**	**22.4**	3.3
지배주주순이익	2.0	2.1	1.3	2.1	**7.6**	2.2	2.1	3.0	4.6	**11.9**	**16.5**	2.0
YoY(%)												
매출액	6.9	-6.8	-10.6	-4.5	-4.2	-13.7	-10.6	0.3	10.5	-3.1	17.4	6.9
I. HVAC Actuator	-10.2	-17.9	-3.2	35.0	1.5	-29.5	-20.5	-13.3	-31.1	-24.2	3.0	-10.2
II. Clutch Coil	-3.5	-22.5	-9.5	-23.3	-15.0	-2.0	-19.2	5.0	20.5	0.7	5.0	-3.5
III. Heater Control	22.2	12.8	22.4	5.8	15.3	-5.0	-27.2	-10.3	0.6	-11.1	5.0	22.2
IV, PTC Heater	**24.2**	**-12.6**	**-3.1**	**-15.8**	**-3.7**	**12.3**	**60.6**	**11.3**	**94.3**	**42.6**	**49.4**	**24.2**
영업이익	0.6	-28.7	-46.9	26.8	-18.7	13.7	-7.5	32.7	45.6	23.5	38.2	0.6
지배주주순이익	-20	-39	-69.1	11	-38.0	9.6	-2.9	126.0	118.5	56.7	39.2	-20

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

우리산업 (215360)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	164	165	201	238	253
현금 및 현금성자산	9	6	24	32	38
매출채권 및 기타채권	79	81	91	108	113
재고자산	56	52	60	71	74
기타유동자산	21	25	27	28	29
비유동자산	85	81	85	92	98
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	66	64	68	74	80
무형자산	11	11	12	12	12
자산총계	**250**	**246**	**287**	**329**	**352**
유동부채	130	119	145	166	169
매입채무 및 기타재무	61	59	62	73	77
단기금융부채	60	50	73	82	82
기타유동부채	10	9	10	10	10
비유동부채	8	11	14	20	21
장기금융부채	3	4	7	13	13
기타비유동부채	6	7	7	7	8
부채총계	**138**	**129**	**159**	**186**	**190**
지배주주지분	109	94	125	140	159
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	40	40	40	40	40
이익잉여금	44	49	60	76	94
비지배주주지분(연결)	3	3	3	3	3
자본총계	**111**	**97**	**128**	**143**	**162**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**333**	**319**	**309**	**363**	**396**
매출원가	291	280	267	310	338
매출총이익	**42**	**39**	**42**	**52**	**58**
판매비 및 관리비	24	25	24	28	30
영업이익	**17**	**14**	**17**	**24**	**28**
(EBITDA)	28	25	29	37	42
금융손익	0	0	-1	-2	-2
이자비용	2	2	2	2	3
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-1	-3	0	0	0
세전계속사업이익	**16**	**12**	**16**	**22**	**26**
계속사업법인세비용	4	4	4	6	7
계속사업이익	12	8	12	17	19
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**12**	**8**	**12**	**17**	**19**
지배주주	12	7	12	17	19
총포괄이익	**12**	**8**	**12**	**17**	**19**
매출총이익률 (%)	12.5	12.2	13.5	14.4	14.7
영업이익률 (%)	5.2	4.4	5.6	6.6	7.1
EBITDA 마진률 (%)	8.5	8.0	9.5	10.1	10.5
당기순이익률 (%)	3.6	2.4	3.8	4.6	4.9
ROA (%)	5.1	3.0	4.5	5.4	5.7
ROE (%)	11.8	7.2	10.9	12.5	13.0
ROIC (%)	9.0	6.4	8.6	10.5	11.2

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**15**	**19**	**10**	**14**	**29**
당기순이익(손실)	12	8	12	17	19
비현금수익비용가감	24	22	12	13	14
유형자산감가상각비	9	9	9	10	10
무형자산상각비	2	2	3	3	3
기타현금수익비용	0	11	0	0	0
영업활동 자산부채변동	-17	-5	-14	-16	-4
매출채권 감소(증가)	-16	-5	-10	-17	-5
재고자산 감소(증가)	3	6	-7	-11	-3
매입채무 증가(감소)	-1	-1	3	11	3
기타자산, 부채변동	-3	-6	0	0	0
투자활동 현금	**-12**	**-12**	**-17**	**-20**	**-21**
유형자산처분(취득)	-8	-6	-13	-15	-17
무형자산 감소(증가)	-2	-4	-3	-3	-3
투자자산 감소(증가)	-4	-7	-1	-1	-1
기타투자활동	2	4	0	0	0
재무활동 현금	**0**	**-10**	**25**	**14**	**-1**
차입금의 증가(감소)	1	-9	26	15	0
자본의 증가(감소)	-1	-1	-1	-1	-1
배당금의 지급	1	1	1	1	1
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	**2**	**-3**	**18**	**8**	**6**
기초현금	6	9	6	24	32
기말현금	9	6	24	32	38

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	27.2	24.3	11.9	8.5	7.3
P/B	3.1	1.9	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	12.9	7.9	5.9	4.9	4.1
P/CF	9.2	6.0	5.9	4.8	4.3
배당수익률 (%)	0.3	0.5	0.6	0.8	0.9
성장성 (%)					
매출액	19.1	-4.2	-3.1	17.4	9.2
영업이익	1.2	-18.7	23.5	38.2	16.8
세전이익	14.2	-28.8	37.8	39.2	17.5
당기순이익	3.0	-37.4	56.7	39.2	17.5
EPS	3.9	-40.1	62.2	39.2	17.5
안정성 (%)					
부채비율	124.2	133.7	124.5	129.8	117.6
유동비율	126.4	139.1	138.7	143.4	149.6
순차입금/자기자본(x)	30.5	24.6	24.1	25.6	18.0
영업이익/금융비용(x)	8.8	8.7	10.2	10.1	11.1
총차입금 (십억원)	62	54	80	95	95
순차입금 (십억원)	34	24	31	37	29
주당지표(원)					
EPS	1,338	802	1,301	1,812	2,128
BPS	11,913	10,279	13,670	15,382	17,390
CFPS	3,947	3,231	2,626	3,219	3,633
DPS	100	100	100	120	140

자료: 우리산업, 이베스트투자증권 리서치센터

넥센타이어 (002350)

2020. 4. 7 | 자동차

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

예견된 고난의 시간

Not Rated

현재주가 5,030 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

1Q20 Preview: 유럽 고정비 부담 영향

동사 1Q20 매출액 및 영업이익은 각각 4,550억원(YoY -7.0%), 341억원YoY -29.6%)을 기록할 것으로 전망한다. 1Q20 지역별로는 COVID-19 영향이 중국과 한국을 중점적으로 나타났는데, 유럽 체코공장 초기 ramp-up에 따른 고정비 부담이 100억원 이상이 전분기에 이어 나타나 실적 훼손폭이 확대된 것으로 해석된다.

유럽/미국 매출감소세 끝날때까지 실적부진 지속 불가피

동사 외형 하락세가 2Q20 들어서는 한층 심화될 것으로 예상된다. 특히 4월 들어서 미국의 소비심리 둔화가 급격하게 확산되는 양산을 보이고 있는데, 동사의 경우 미국에 대한 매출비중이 약 29% (2019년 기준)에 달해 매출 하락세가 빠르게 진행될 것으로 예상된다. 유럽의 경우 체코공장 가동이 3월 27일 ~ 4월 9일까지 중단이 예정된 상태다. 따라서 2Q20의 경우 기존 체코공장에 대한 부담이 한층 심화되며 매출원가율의 상승이 불가피할 것으로 판단된다.

Capex 투자 Cycle 사실상 종료, 이익회수기간은 2021년으로 연기

동사는 2019년을 기점으로 Capex 투자가 마무리 된 상태이나, 2020년 전반적으로 외형이 연초 기대치 대비 하향조정될 예정이기 때문에 이익회수 구간역시 상당구간 이연될 것으로 보인다. 동사는 2012년부터 창녕공장 증설에 이어 체코공장까지 가파르게 유형자산 투자 규모를 늘려왔으나, 미국, 유럽, 중국 등 각국의 경쟁환경이 심화되며 이익회수가 지연되어 왔다. 특히 2020년의 경우 대외변수 급변으로 인해 기존 가이던스인 연매출 2.2조원, OPM 9% 수준의 가이던스 달성이 어려운 상황으로 이익회수가 지연될 수 밖에 없으나, 장기 관점에서는 2020년이 저점구간이 될수 있을 것이다.

3Q20~4Q20부터 이익회복 가능성 변화 기대할 필요

한편 최근 미국 EPA와 NHTSA는 자동차 연비규제 완화정책을 발표했다. 즉, 자동차산업에 대한 부양책이 예상보다 빠른속도로 진행되고 있으며 이에 따라 예상보다 빠른 외형성장 회복도 가능하다. 특히 원료가격이 3월이후 빠르게 하락하고 있는데, 이를 기반으로 2020년 하반기 들어서는 스프레드가 확대될 가능성이 높다는 생각이다.

Stock Data

KOSPI(4/6)		1,791.88 pt
시가총액		4,913 억원
발행주식수		97,668 천주
52 주 최고가 / 최저가		11,050 / 3,890 원
90 일 일평균거래대금		15.08 억원
외국인 지분율		10.2%
배당수익률(20.12E)		2.4%
BPS(20.12E)		15,391 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-6.8%
	6 개월	-32.3%
	12 개월	-34.9%
주주구성	넥센 (외 3 인)	66.0%
	국민연금공단	7.2%
	자사주 (외 1 인)	1.5%

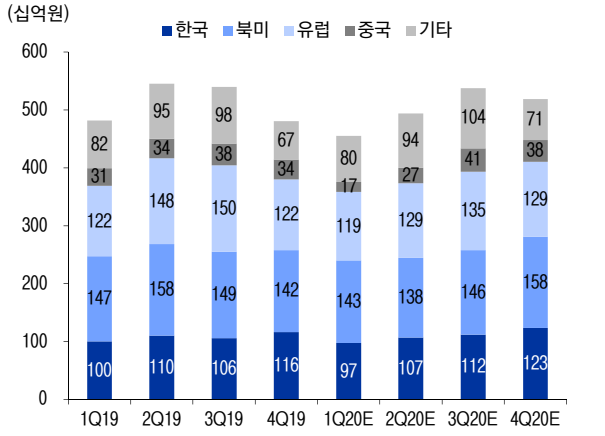
Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	1,984	182	149	104	1,054	-18.3	332	8.7	5.6	0.7	7.5
2019	2,022	207	184	118	1,203	14.2	373	7.6	5.0	0.6	7.9
2020E	1,943	122	112	86	875	-27.3	314	5.7	4.4	0.3	5.5
2021E	1,997	176	174	134	1,368	56.4	359	3.7	3.3	0.3	8.1
2022E	2,077	181	180	139	1,413	3.3	358	3.6	2.8	0.3	7.8

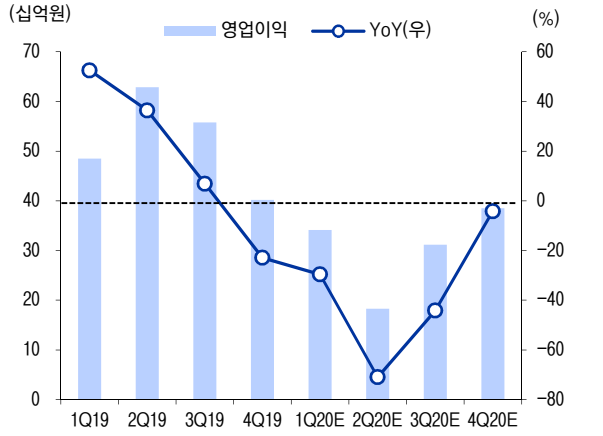
자료: 넥센타이어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림67 지역별 매출액 추이 및 전망



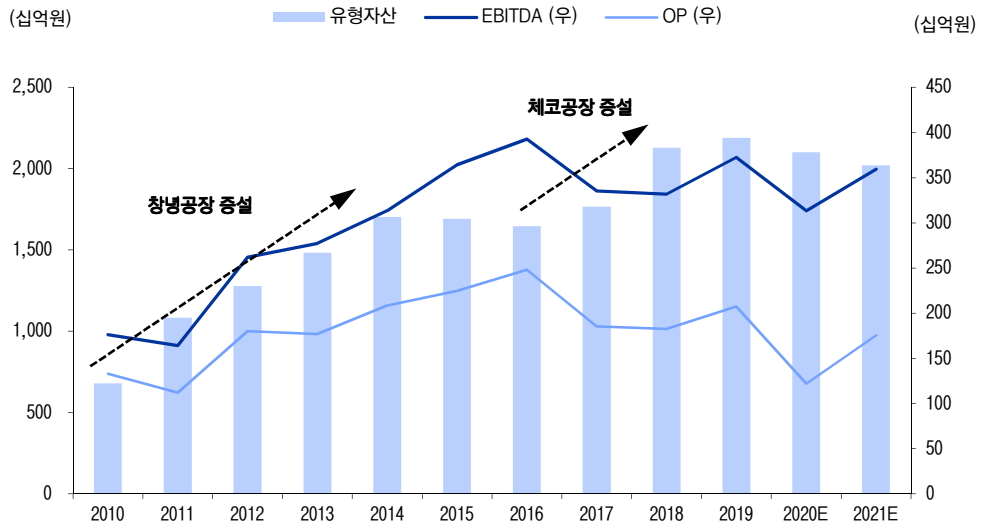
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 영업이익 추이 및 예상경로



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 2016 년부터 동사는 과잉 투자에 대한 부담 발생 시작. 2020 년 영업이익 저점으로 작용할 가능성 높음.



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표74 넥센타이어 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E
매출액	**489**	**541**	**535**	**457**	**2,022**	**455**	**494**	**519**	**475**	**1,943**	**1,997**
한국	100	110	106	116	432	97	107	112	123	439	457
북미	147	158	149	142	596	143	138	146	158	584	608
유럽	122	148	150	122	542	119	129	135	129	512	532
중국	31	34	38	34	136	17	27	41	38	122	127
기타	82	95	98	67	342	80	94	104	71	348	362
매출원가	346	377	374	309	1,406	321	367	374	325	1,386	1,379
매출원가율(%)	71	70	70	68	70	71	74	72	68	71	69
판관비	95	101	105	108	409	100	109	114	112	435	443
판관비율(%)	19.5	18.7	19.6	23.6	20.2	22.0	22.0	22.0	23.5	22.4	22.2
영업이익	**48.5**	**62.9**	**55.8**	**40.2**	**207.4**	**34.1**	**18.3**	**31.1**	**38.5**	**122.0**	**175.6**
영업이익률(%)	9.9	11.6	10.4	8.8	10.3	7.5	3.7	6.0	8.1	6.3	8.8
지배주주순이익	**26.0**	**39.3**	**26.2**	**26.9**	**118.5**	**25.1**	**12.0**	**21.8**	**27.3**	**86.2**	**134.2**
지배순이익률(%)	5.3	7.3	4.9	5.9	5.9	5.5	2.4	4.2	5.8	4.4	6.7
YoY(%)											
매출액	3.3	7.4	3.1	-6.3	1.9	-7.0	-8.7	-3.0	4.0	-3.9	2.8
한국	-7.9	-2.5	0.5	-2.3	-3.1	-3.0	-3.1	6.1	6.1	1.6	4.0
북미	30.6	11.9	-1.5	-0.1	8.9	-3.0	-12.8	-2.2	11.3	-2.0	4.0
유럽	-9.8	8.9	-6.2	4.0	-1.2	-2.5	-13.3	-9.5	6.1	-5.5	4.0
중국	-10.6	-19.6	-6.5	1.5	-9.3	-43.4	-20.4	8.2	10.2	-10.0	4.0
기타	-7.7	16.6	32.1	-32.0	-0.3	-3.0	-1.1	6.1	6.1	1.9	4.0
영업이익	52.5	36.4	6.9	-22.9	13.8	-29.6	-71.0	-44.2	-4.1	-41.1	43.8
지배주주순이익	2.8	89.5	-8.2	-7.0	14.4	-3.5	-69.5	-17.0	1.7	-27.2	55.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

넥센타이어 (002350)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	984	1,089	1,139	1,359	1,578
현금 및 현금성자산	138	147	135	315	491
매출채권 및 기타채권	388	372	430	447	465
재고자산	304	385	383	398	414
기타유동자산	154	184	191	199	207
비유동자산	2,259	2,343	2,261	2,188	2,122
관계기업투자등	33	33	34	35	37
유형자산	2,129	2,190	2,101	2,019	1,945
무형자산	18	23	25	28	30
자산총계	**3,242**	**3,431**	**3,401**	**3,548**	**3,699**
유동부채	626	601	582	596	610
매입채무 및 기타재무	248	234	231	241	250
단기금융부채	291	263	243	243	243
기타유동부채	88	104	108	113	117
비유동부채	1,179	1,260	1,211	1,223	1,236
장기금융부채	916	977	917	917	917
기타비유동부채	263	282	294	306	318
부채총계	**1,805**	**1,878**	**1,794**	**1,819**	**1,846**
지배주주지분	1,425	1,554	1,603	1,725	1,850
자본금	54	54	54	54	54
자본잉여금	67	67	67	67	67
이익잉여금	1,291	1,410	1,485	1,606	1,731
비지배주주지분(연결)	3	4	4	4	4
자본총계	**1,428**	**1,558**	**1,607**	**1,728**	**1,854**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**1,984**	**2,022**	**1,943**	**1,997**	**2,077**
매출원가	1,422	1,406	1,386	1,379	1,439
매출총이익	**562**	**617**	**557**	**619**	**638**
판매비 및 관리비	379	409	435	443	457
영업이익	**182**	**207**	**122**	**176**	**181**
(EBITDA)	332	373	314	359	358
금융손익	-20	-3	-6	3	3
이자비용	19	21	29	22	22
관계기업등 투자손익	-2	0	0	0	0
기타영업외손익	-12	-20	-4	-4	-4
세전계속사업이익	**149**	**184**	**112**	**174**	**180**
계속사업법인세비용	45	66	26	40	41
계속사업이익	104	118	86	134	139
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**104**	**118**	**86**	**134**	**139**
지배주주	104	118	86	134	139
총포괄이익	**90**	**118**	**86**	**134**	**139**
매출총이익률 (%)	28.3	30.5	28.6	31.0	30.7
영업이익률 (%)	9.2	10.3	6.3	8.8	8.7
EBITDA 마진률 (%)	16.7	18.4	16.1	18.0	17.2
당기순이익률 (%)	5.2	5.9	4.4	6.7	6.7
ROA (%)	3.4	3.5	2.5	3.9	3.8
ROE (%)	7.5	7.9	5.5	8.1	7.8
ROIC (%)	6.0	5.5	3.8	5.6	6.0

현금흐름표

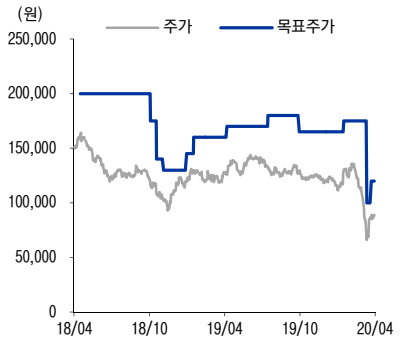
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**157**	**391**	**196**	**310**	**307**
당기순이익(손실)	104	118	86	134	139
비현금수익비용가감	285	273	165	196	189
유형자산감가상각비	149	165	191	184	177
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	135	108	-26	12	12
영업활동 자산부채변동	-175	0	-55	-20	-21
매출채권 감소(증가)	-34	17	-58	-17	-18
재고자산 감소(증가)	-40	-78	3	-15	-16
매입채무 증가(감소)	20	2	-3	9	10
기타자산, 부채변동	-120	58	3	3	3
투자활동 현금	**-452**	**-273**	**-117**	**-117**	**-118**
유형자산처분(취득)	-479	-216	-103	-103	-103
무형자산 감소(증가)	0	-8	-3	-3	-3
투자자산 감소(증가)	9	-32	-8	-8	-8
기타투자활동	18	-18	-4	-4	-4
재무활동 현금	**315**	**-109**	**-92**	**-13**	**-14**
차입금의 증가(감소)	325	-98	-80	0	0
자본의 증가(감소)	-10	-11	-12	-13	-14
배당금의 지급	10	11	12	13	14
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	**22**	**10**	**-12**	**180**	**176**
기초현금	116	138	147	135	315
기말현금	138	147	135	315	491

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	8.7	7.6	5.7	3.7	3.6
P/B	0.7	0.6	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	5.6	5.0	4.4	3.3	2.8
P/CF	2.5	2.4	2.1	1.6	1.6
배당수익률 (%)	1.1	1.2	2.4	2.6	2.6
성장성 (%)					
매출액	1.0	1.9	-3.9	2.8	4.0
영업이익	-1.6	13.7	-41.1	43.8	3.2
세전이익	-10.9	24.0	-39.3	55.6	3.5
당기순이익	-17.4	14.4	-27.2	55.6	3.5
EPS	-18.3	14.2	-27.3	56.4	3.3
안정성 (%)					
부채비율	126.4	120.6	111.6	105.3	99.6
유동비율	157.0	181.1	195.6	228.1	258.5
순차입금/자기자본(x)	66.0	60.1	53.7	39.1	26.6
영업이익/금융비용(x)	9.5	10.0	4.2	8.0	8.2
총차입금 (십억원)	1,206	1,240	1,160	1,160	1,160
순차입금 (십억원)	942	937	863	676	493
주당지표(원)					
EPS	1,054	1,203	875	1,368	1,413
BPS	13,678	14,921	15,391	16,557	17,759
CFPS	3,725	3,757	2,412	3,168	3,151
DPS	100	110	120	130	130

자료: 넥센타이어, 이베스트투자증권 리서치센터

현대차 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2015.11.09	변경	유지웅			
2018.04.24	Buy	200,000	-18.0		-33.4
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	-18.8		-22.6
2019.04.15	Buy	170,000	-15.6		-20.0
2019.07.23	Buy	180,000	-25.3		-28.5
2019.10.07	Buy	165,000	-21.5		-26.3
2020.01.23	Buy	175,000	-22.3		-32.4
2020.03.19	Buy	100,000	-13.6		-23.4
2020.03.30	Buy	120,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

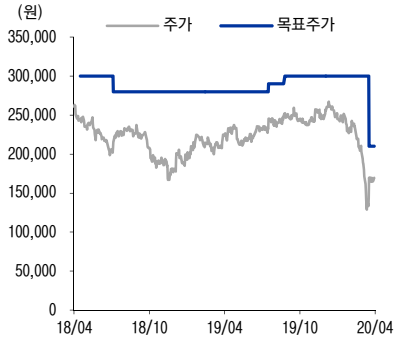
기아차 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2015.11.09	변경	유지웅			
2018.04.24	Buy	40,000	-17.3		-19.9
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	-7.7		-19.1
2019.04.15	Buy	50,000	-9.5		-15.4
2019.06.25	Buy	55,000	-15.6		-21.0
2019.10.07	Buy	60,000	-24.6		-30.2
2020.03.09	Buy	53,000	-37.7		-44.8
2020.03.19	Buy	35,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

현대모비스 목표주가 추이

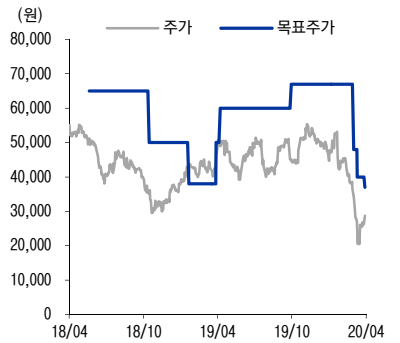


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2015.11.09	변경	유지웅			
2018.04.24	Buy	300,000	-17.3		-24.7
2018.07.13	Buy	280,000	-15.4		-24.0
2019.07.14	Buy	280,000	-15.9		-17.0
2019.07.25	Buy	290,000	-14.3		-16.6
2019.09.02	Buy	300,000	-11.0		-21.2
2020.03.25	Buy	210,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

현대위아 목표주가 추이

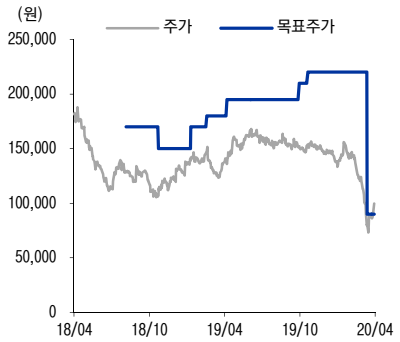


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2015.11.09	변경	유지웅			
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		5.3	11.7
2019.04.05	Buy	50,000	1.4		-1.6
2019.04.15	Buy	60,000	-14.3		-23.2
2019.10.07	Buy	67,000	-17.5		-28.9
2020.03.09	Buy	48,000	-28.6		-36.6
2020.03.18	Buy	40,000	-28.4		-37.6
2020.04.07	Buy	37,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

현대글로비스 목표주가 추이

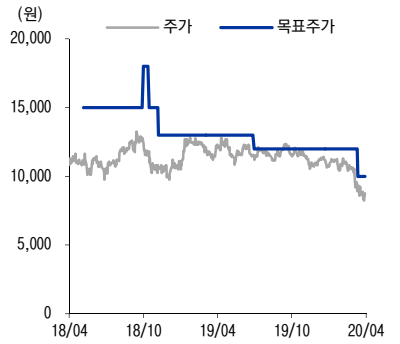


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.08.13	변경	유지웅			
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	-15.8		-25.9
2019.04.15	Buy	195,000	-13.8		-19.9
2019.10.07	Buy	210,000	-27.4		-28.8
2019.10.28	Buy	220,000	-28.9		-36.3
2020.03.20	Hold	90,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

한온시스템 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2015.11.09	변경	유지웅			
2018.05.14	Buy	15,000	-11.7		-24.5
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	-1.5		-8.4
2019.07.08	Hold	12,000	2.9		-6.2
2020.03.19	Hold	10,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

만도 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2015.11.09	변경	유지웅			
2018.04.27	Buy	340,000	-33.2		-33.4
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	6.5		-4.8
2019.04.15	Hold	36,000	3.1		-14.5
2019.07.11	Buy	36,000	-18.5		-19.8
2019.07.22	Buy	40,000	-12.6		-17.4
2019.09.02	Buy	45,000	-13.3		-23.0
2020.03.11	Buy	40,000	-34.1		-47.6
2020.04.07	Buy	30,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

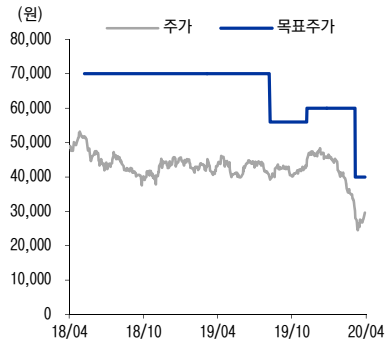
한국타이어앤테크놀로지 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2015.11.09	변경	유지웅			
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		5.3	6.2
2019.02.25	Buy	39,000		-4.0	4.5
2019.05.03	Hold	39,000		-29.2	-15.3
2019.09.11	Buy	36,000	-8.1		-12.1
2019.11.05	Buy	44,000	-17.4		-26.0
2020.02.14	Hold	31,000	-8.9		-19.0
2020.03.19	Hold	20,000	3.0		-9.1
2020.04.07	Buy	20,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

한라홀딩스 목표주가 추이

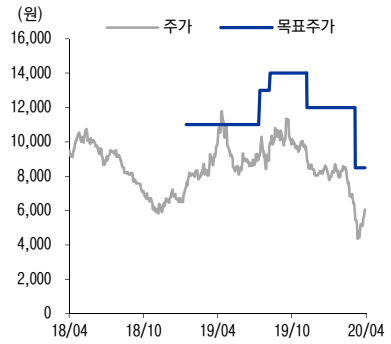


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2015.11.30	변경	유지웅			
2018.05.16	Buy	70,000	-26.1		-38.0
2019.05.17	Buy	70,000	-36.0		-39.2
2019.08.16	Buy	56,000	-22.1		-25.2
2019.11.15	Buy	60,000	-19.4		-28.7
2020.03.13	Buy	40,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

평화정공 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2016.05.03	변경	유지웅			
2019.01.22	Buy	11,000	7.3		-18.9
2019.07.22	Buy	13,000	-20.8		-28.6
2019.08.16	Buy	14,000	-18.9		-27.7
2019.11.15	Buy	12,000	-25.2		-33.1
2020.03.13	Buy	8,500			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

에스엘 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2016.05.03	변경	유지웅			
2018.04.10	Buy	33,000	-27.1		-33.2
2018.05.16	Buy	26,000	-16.7		-27.4
2018.11.15	Buy	22,000	-11.1		-23.3
2018.12.19	Buy	25,000	-6.4		-16.4
2019.04.05	Buy	28,000	-7.3		-14.6
2019.04.23	Buy	31,000	-19.8		-26.6
2019.10.07	Buy	28,000	-19.6		-22.9
2019.11.15	Buy	26,000	-21.9		-30.9
2020.01.21	Buy	24,000	-20.2		-32.6
2020.03.13	Buy	18,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

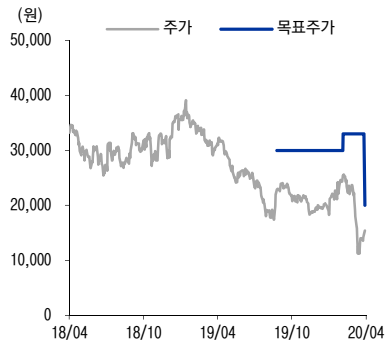
S&T 모티브 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2015.11.09	변경	유지웅			
2018.07.30	Buy	43,000	-5.9		-28.1
2019.04.05	Buy	47,000	-7.8		-17.6
2019.05.29	Buy	56,000	-13.8		-20.1
2019.07.29	Buy	60,000	-10.2		-15.7
2019.09.02	Buy	68,000	-17.2		-32.7
2020.02.03	Buy	55,000	-15.4		-34.1
2020.04.07	Buy	40,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

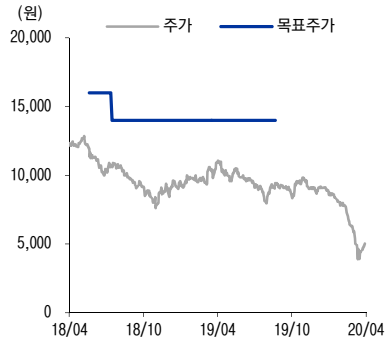
우리산업 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2016.05.03	변경	유지웅									
2019.09.02	Buy	30,000	-15.5		-29.0						
2020.02.12	Buy	33,000	-22.4		-41.6						
2020.04.07	Buy	20,000									

넥센타이어 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.05.28	Buy	16,000	-25.6		-32.6						
2018.07.23	Buy	14,000	-21.1		-31.3						
2019.07.24	Buy	14,000	-29.9		-41.1						
2019.08.30		커버리지제외									
2020.04.07	변경	유지웅									
2020.04.07	NR	NR									

Compliance Notice

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

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

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

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	94.4%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	5.6%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2019. 4. 1 ~ 2020. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨 마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)