

자동차/타이어

Overweight
(Reinitiate)

2017. 1. 17

2017년, 산업을 바라보는 관점의 변화

글로벌 수요 저성장이 지속되는 가운데 산업의 성장 요인 변화로 인한 투자 기회에 주목한다. 자동차는 그 동안 성장을 이끈 주요국 중국, 미국, 유럽의 성장이 둔화되고 이머징국 인도, 러시아, 브라질의 회복이 전망됨에 따라 이머징 판매 비중이 높은 현대차에 주목한다. 타이어는 고인치 믹스 개선에 따른 ASP 상승뿐 아니라, 최근 고무가 상승에 의한 판매가격 전가로 매출 성장이 가능할 전망이다.



자동차/부품/타이어

Analyst 장문수

02) 3787-5299

moonsu.chang@kiwoom.com



Contents



I. 2017년, 산업을 바라보는 관점의 변화 3

- > 2017년 자동차/부품/타이어 업황과 투자전략 3
- > 자동차/부품 : 이머징 시장 회복 가능성에 주목 6
- > 타이어 : ASP 상승 국면에 주목 24

II. 자동차/부품/타이어 4Q16 Preview 32

- > 자동차/부품: 중국 출하 호조로 부품사 실적 차별화 32

기업분석 45

- > 현대차(005380) 46
- > 기아차(000270) 50
- > 현대모비스(012330) 54
- > 현대위아(011210) 58
- > 한온시스템(018880) 62
- > S&T모티브(064960) 66
- > 한국타이어(161390) 70
- > 넥센타이어(002350) 74
- > 금호타이어(073240) 78

- 당사는 1월 16일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 - 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
 - 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
 - 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

2017년 주목할 업종 내 변화는?

>>> 자동차: 이머징 시장 회복 가능성 주목

2017년 자동차 시장은 저성장 지속에도 성장 요인이 변화함에 주목한다. 기존 성장의 축이었던 중국, 미국, 유럽 수요는 성장 둔화되는 반면, 성장에 (-) 기여를 해왔던 러시아, 브라질은 회복되고 인도는 견조한 성장을 지속할 전망이다. 감익 지속해 온 현대차의 경우 1) 고가 신차 출시로 믹스 상향(평가 상승), 2) 우호적 환율로 수출 채산성 개선, 3) 이머징 회복으로 해외 손익 개선이 전망되며 2017년 증익 전환할 것으로 판단한다. 특히 현대차는 글로벌 상위 10개사 중 중국을 제외한 인도, 브라질, 러시아 판매 비중이 가장 높아 수혜가 예상된다.

>>> 타이어: ASP 상승 국면 주목

2017년 타이어 시장은 ASP 상승 전환 가능성에 주목한다. OE를 시작으로 RE로 확산 전망되는 고인치 타이어 침투율의 상승은 완성차 수주 용이한 1st~2nd Tier 업체들 중심으로 중장기 이익 성장을 견인할 전망이다. 최근 급등한 고무가격 상승 영향으로 1Q17 일시적 마진 축소 여지가 있으나, 주요 업체를 중심으로 미국과 유럽 시장 타이어 가격 인상이 단행되고 있어 ASP 상승 가능성을 높이고 있다. 가격 인하 국면에서 1) 높은 가동률, 2) 낮은 가격 포지션 영향으로 Discount 받아온 국내 타이어 업체의 이익 상승은 1st Tier 대비 높을 전망이다.

>>> 자동차/타이어 주가 할인 해소 기대

2017년 이머징 시장 부진에 따른 할인 해소와 증익 전환으로 저평가 매력에 부각될 자동차/부품 Outperform이 기대된다. 자동차/부품 Top-picks로 현대차와 한온시스템을 추천한다. 1Q16 중국 수요 절벽을 염두해 부품주로부터 스위칭 전략이 유효할 전망이다. 타이어의 경우 한국타이어 중심의 매수를 추천한다. 1Q17 마진 축소 국면에서 비중 확대 시 연중 이익 수준 상향에 따른 주가 상승을 누릴 수 있을 것으로 판단한다.

I. 2017년, 산업을 바라보는 관점의 변화

>>> 2017년 자동차/부품/타이어 업황과 투자전략

2017년 국내 자동차/타이어 산업, 저성장 속 업황 개선 가능성에 무게

2017년 자동차/부품 업황의 핵심은 저성장 속 **성장 요인의 변화**다.

글로벌 자동차 수요 증가율은 2017년 1.9%에 그칠 전망이다. 증가율의 이면에는 성장 요인의 변화가 뚜렷하게 나타나고 있다. 그 동안 성장을 주도한 주요국 중국, 미국, 유럽의 성장세는 급격히 둔화되는 반면, 인도, 러시아, 브라질의 견조한 수요 성장 및 회복이 2017년 자동차 업황의 방향성을 결정할 것이다. 2017년에도 저성장에 따른 경쟁 심화는 지속되겠지만 수요가 회복되는 이머징 시장에서 기회가 유효하고, 고급차, SUV 등 틈새 차급에서 수요-공급이 확대되며 성장 견인이 가능할 것으로 판단한다.

국내 자동차/부품은 어려운 환경에도 상대적으로 가격과 수요 측면에서 개선 가능성이 있을 전망이다. 현대차, 기아차의 경우 인도, 브라질, 러시아 등 이머징 국가의 판매 비중의 글로벌 평균 및 경쟁업체 대비 높아 글로벌 수요 전망 대비 추가 성장할 여지가 높다. 부품업체는 현대차 중국 4, 5공장 및 기아차 멕시코 공장 가동으로 공급 물량이 증가하며 GM, Ford 등 주요 업체의 플랫폼 통합으로 공급 물량 증가 가능성이 높을 것으로 판단한다. 자율주행차, 친환경차를 활용한 비즈니스가 확대됨에 따라 관련한 부품업체의 매출 성장 및 완성차 대비 Valuation 할증 국면은 중장기 지속될 것으로 판단한다.

2017년 자동차/부품 업황과 투자전략: 1H17 현대차 주가 상승 기대

업종	업황	업황 요약		투자전략
		분류	Comment	
자동차	개선	수요	- '17년 +1.9% 증가, 2016년대비 성장 둔화 - (+) 인도, 러시아, 브라질 등 이머징 성장 지속, 회복 - (-) 중국, 미국, 유럽의 수요 둔화	1H17 현대차 중심의 매수, 비중 확대 전략 추천 - 수요 저성장, 경쟁 환경 악화로 주가는 Valuation Band 내에서 등락을 거듭할 전망 - 단, 국내 자동차 업체는 이머징 시장 회복에 따른 Valuation 할인 해소 측면에서 Upside 모색 가능 - 2017년 중의 전망하고, 인도, 러시아, 브라질 비중 높은 현대차 추천. 2017년 증익의 근거는 다음과 같음 1) 이머징 시장 회복에 따른 출하 증가(Q 증가, 마진 상승) 2) 믹스 개선(그랜저, OS, 제네시스 G70 등) (P, 마진 상승) 3) 환율 여건 개선에 따른 수출 채산성 개선 (마진 상승) 4) 기저효과 (재고축소-감산 전략, 파업, 신차 부진)
		공급	- 미국투자 확대(트럼프 멕시코투자 제동의 반작용) - 고급차, SUV 및 Niche Seg. 라인업 확대 - 자율주행차, 친환경차 활용 비즈니스 확대	
		경쟁 환경	- 친환경차 정책 확대/ 저성장국 인센티브 경쟁 심화 - 전략 변화: 저성장 지속으로 내실 강화 (재고 축소, 고수익 모델로 믹스 변경, 플랫폼 전략)	
부품	개선	수요	- 전방 저성장 지속에도 이머징 모멘텀 유효 - 친환경, 자율주행 관련 요구 확대 지속 - 1H17 중국 세제 혜택 축소로 수요 절벽 우려	단기 비중축소(현대차 Switching), 2H17 이후 비중확대 추천. 한온시스템, 현대모비스 중심 매수 전략 유효 - 친환경, 자율주행 업체 + 이머징 시장 회복 성장 모멘텀 유효 (Valuation Premium 지속 전망). 주목 업체는 다음과 같음 1) 기술 패러다임 부합 업체 → 친환경, 자율주행 확대 수혜 2) 고객 다변화(혹은 점유율 확대 업체) → 평가 인화 방어 3) 이머징 모멘텀, 현대차그룹 성장 부합 업체 관심 - 단, 1Q17 중국 세제혜택 축소로 단기적인 실적 부진 우려 - 타 OE 수주 모멘텀 유효하고 핵심 부품 확대에 따른 성장 기대되는 현대모비스 와 친환경 핵심 부품(공조) 경쟁력 우수하고 가격 매력 높은 한온시스템 중심 추천
		공급	- 현대차 중국 4, 5 공장, 기아차 멕시코 공장 가동 - GM, Ford 글로벌 플랫폼 통합에 따른 공급 증가	
		경쟁 환경	- 완성차 수익성 개선 시 평가 인화 압력 가능성 - 환율, 이머징 개선으로 민감도 큰 부품사 우호적	

자료: 키움증권

2017년 타이어 업황의 핵심은 P 상승이 견인하는 매출 성장이다.

글로벌 타이어 수요 증가율은 2017년 3.7%으로 같은 기간 자동차 수요 증가율 1.9%와 2016년 수요 증가율 3.3% 대비 높은 성장을 보일 전망이다. 특히 주요국 유럽과 중국의 수요 증가율이 상승하며 각각 전년비 2.5%, 7.7% 증가해 수요 성장일 견인할 전망이다. 주목할 점은 고인치 타이어 비중 확대로 믹스가 개선되고, 원재료 가격 급등으로 미국과 유럽 지역 판가가 상승하며 2016년을 기점으로 가격 인하 추세가 마무리되고 있다는 점이다.

타이어 고인치 비중 확대로 제품 믹스 개선이 기대된다. IHS에 따르면 2020년까지 타이어 수요 증분 중 17인치 이상 고인치 타이어가 75% 이상을 기여할 전망이다. 저인치 타이어 장기 성장률 4% 대비 4배 가까이 높은 연평균 15% 성장이 가능할 것으로 판단한다. 초기 OE에 우선 장착된다는 점과, 대응 가능한 1st Tier 중심으로 고인치 생산을 위한 투자가 확대되고 있다는 점을 감안할 때 믹스 개선에 따른 매출액 증가(가격 상승), 마진 개선 가능성이 높아지고 있다고 판단한다.

원재료 상승에 따른 타이어 판매 가격 상승(전가)이 진행 중이다. 최근 고무가격 급등으로 Goodyear와 Bridgestone을 시작으로 Chengshin까지 판가 인상을 단행하고 있다. 여전히 수요 회복은 더딘 가운데 원재료 가격 상승만으로 판매가격 전가가 가능하다는 점은 기존 시장이 기대하는 매출액과 수익성의 눈높이가 상향될 수 있다.

글로벌 타이어 가격 상승 국면에서 영업 레버리지가 높은 국내 업체의 실적 가능성이 높아지고 있다. 특히 국내 타이어 3사는 고인치 타이어 OE 대응이 가능해 믹스 변화에 대응이 용이하다는 점에 주목한다. 유럽과 미국 등 주요 지역의 개별 제품의 판가 인상과 OE 고인치 타이어 적용에 따른 믹스 개선 수혜가 기대된다.

2017년 타이어 업황과 투자전략

업종	업황	업황 요약		투자전략
		분류	Comment	
타이어	개선	수요	- '17년 +3.7% 증가, 저성장, 자동차 및 전년대비 개선 - 중국 +7.7%, 유럽 +2.5% 증가해 전년대비 성장률 상승 - 17인치 이상 고인치 수요는 시장 성장대비 높을 전망	1st-2nd Tier ASP 상승이 매출 성장 및 마진 개선 견인 전망 브랜드 가치 높고 미국/유럽 비중 높은 한국타이어 추천 - 수요 회복 지연으로 호황기 Valuation 적용은 다소 부담 - 단, 최근 원재료가 상승의 판가 전가 확산 중이며, 고인치 대응 1st-2nd Tier 업체들의 믹스 개선 긍정적 - 판가 상승 시 영업 레버리지 높은 국내 업체 실적 가능성 상향. 판가 상승 중인 유럽, 미국 매출 비중 높고 고인치 OE 수주 용이한 브랜드 가치 높은 한국타이어 중심 추천
		공급	- 1st Tier 가동을 회복으로 가격 경쟁 완화 기조 유지 - 1st Tier 중심으로 고인치 생산을 위한 투자 확대	
		원재료/ 환경	- 수요회복 기대, 투기세 진입으로 고무가 상승 → 마진 하락 압력 → 저성장 지속에도 판가 전가 부분 가능 - OE 고인치 확대로 Top Tier 중심 믹스 개선 가시화	

자료: 키움증권

2017년 자동차/부품/타이어 투자 전략

2017년 자동차/부품 투자 전략

1) 1H17: 현대차 중심 비중 확대 전략 유효

1Q16 중국 수요 절벽 우려로 단기적으로 부품주보다 완성차 매수를 추천한다. 현대모비스, 한온시스템, 만도 등 중국 이익 비중 높은 부품업체는 4Q16 전후 실적 개선이 뚜렷해 주가 상승을 주도할 전망이다. 중국 세제혜택 축소 전 선수요로 부품업체의 실적이 차별화 되었기 때문이다. 하지만 1Q16 중국발 수요 절벽 우려로 실적 부진 가능성이 있어 부품사의 주가 상승에 부담이 될 전망이다. 반면, 이머징 시장 회복 기대로 증익 전망되는 현대차 매수 전략이 유효할 전망이다. B-SUV 및 주요 모델 신차(쏘라리스)가 예정되어 있는 현대차는 이머징 국가의 회복으로 2017년 증익 전환될 전망이다. 또한 ASP 상승에 기여할 신차 그랜저, OS, 제네시스 G70 등으로 믹스 개선, 수익성 상승되고, 최근 우호적 환경을 감안 시 기저효과가 기대되는 현대차의 Valuation 매력에 1H17 부각될 것으로 판단한다.

2) 2H17: 현대모비스, 한온시스템 중심의 매수 전략 유효

2017년에도 친환경, 자율주행 업체에 대한 프리미엄과 이머징 시장 회복 성장 모멘텀은 유효할 것으로 판단한다. 관련된 현대모비스, 한온시스템, S&T모티브 등의 Valuation Premium은 지속될 전망이다.

1) 친환경, 자율주행 확대에 인한 수혜가 기대되는 기술 패러다임 부합하는 업체, 2) 고객 다변화(혹은 점유율 확대 업체)를 통해 저성장 국면에서 완성차의 평가 인하를 방어 가능한 업체, 3) 인도, 러시아, 브라질 등 이머징 시장 회복 모멘텀과, 현대차 중국 4, 5공장 및 기아차 멕시코 공장 증설 등 현대차그룹 성장 부합 업체에 지속적으로 관심이 필요하다.

단, 1Q17 중국 세제혜택 축소로 단기적인 실적 부진 우려가 예상되므로 빠르면 2Q17 이후 중국 수요 회복 시점을 노린 투자 전략이 필요하다. 타 OE 수주 모멘텀 유효하고 핵심부품 확대에 성장 기대되는 현대모비스와 친환경 핵심 부품(공조) 경쟁력 우수하고 가격 매력 높은 한온시스템 중심 추천한다.

2017년 타이어 투자 전략

- 한국타이어 중심의 매수 전략 유효. 일시적으로 마진 축소되는 1Q17이 매수 시점

최근 평가 인상 중인 유럽과 미국 매출 비중이 크고 브랜드 가치가 높아 고인치 OE 대응이 용이한 한국타이어 중심의 매수 전략이 유효할 전망이다.

2017년에도 1st-2nd Tier 타이어 업체 중심으로 ASP 상승이 매출 성장과 마진 개선을 견인할 전망이다. 다만 수요 회복 지연으로 호황기 Valuation 적용은 쉽지 않을 것으로 판단한다. (한국타이어 Target PER 10.3x) 긍정적인 면은 최근 원재료가 상승의 평가 전가 확산 중이며, 고인치 대응 1st-2nd Tier 업체들의 믹스 개선이 가시화되고 있다는 점이다.

평가 상승 시 영업 레버리지 높은 국내 업체 실적 상향될 가능성이 높아지고 있다. 특히 국내 타이어 3개사 중 브랜드 가치 높은 한국타이어에 영업 환경이 가장 유리하다고 판단한다. 수요 개선 시 넥센타이어의 주가 상승 탄력이 가장 높을 것으로 판단한다.

>>> 자동차/부품: 이머징 시장 회복 가능성에 주목

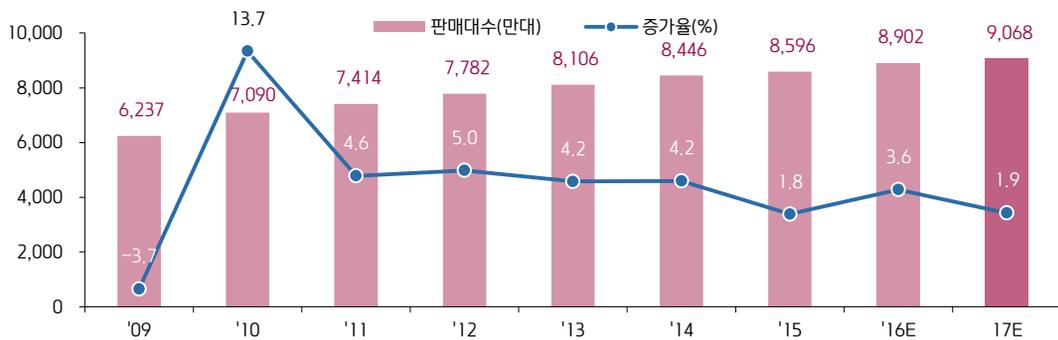
2017년 글로벌 자동차 수요 전망

2017년 자동차 시장은 여전히 전망이 밝지 않다. 2011년 이후 최저 수준인 1.9% 성장에 그칠 전망이다. 이는 2016년 3.6% 증가대비 둔화된 수치이다. 2017년에도 2013년 이후 자동차 시장을 지배해 온 두 개의 Keyword, 저성장, 경쟁 심화에서 자유롭지 못할 것으로 판단한다.

2017년 글로벌 자동차 수요 전망의 긍정적인 부분은 인도의 성장 지속, 러시아의 증가 전환, 브라질의 수요 감소폭 축소 등 이머징 시장 성장 지속과 회복이다. 2013년 이후 기존 전망과 기대와 달리 글로벌 수요 성장에 (-) 기여를 해온 이머징 시장의 회복세는 기저효과와 유가 등 원자재 가격 상승에 따른 실물경기 회복 기대감에 기인한다. 반면 2016년까지 성장을 이끈 중국, 미국, 유럽의 수요 둔화는 불가피할 전망이다. 세제혜택 축소(중국), 금리 인상 및 대기 수요 해소(미국), 폐차 인센티브 등 혜택 축소와 Brexit, 경기 불확실성 확대(유럽)로 주요국의 성장세가 다소 둔화될 전망이다.

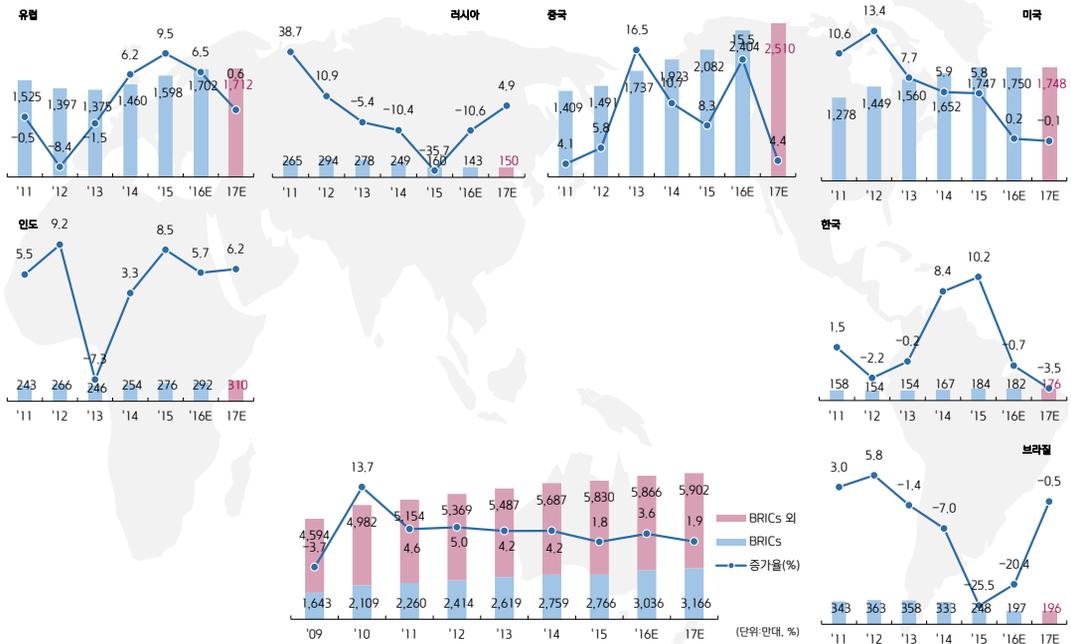
공급 측면에서는 트럼프 멕시코 투자 제도에 대한 반사 작용으로 미국 투자 확대가 예상된다. SUV 중심의 신차 라인업이 확대되나 고급차, SUV 등 틈새 차급의 성장세가 유효해 수요 증가로 연결될 전망이다. 자동차 업체들의 비즈니스 모델 확대를 위한 자율주행차, 친환경차 투자와 라인업 확대가 지속되는 가운데 친환경차 정책 확대는 해당 모델의 대중화에 기여할 전망이다. 단, 미국과 유럽 등 저성장 국가의 인센티브 경쟁은 심화될 것으로 판단한다.

2017년 글로벌 자동차 수요 전망: 전년대비 1.9% 증가한 9,068만대로 저성장, 성장 둔화 지속



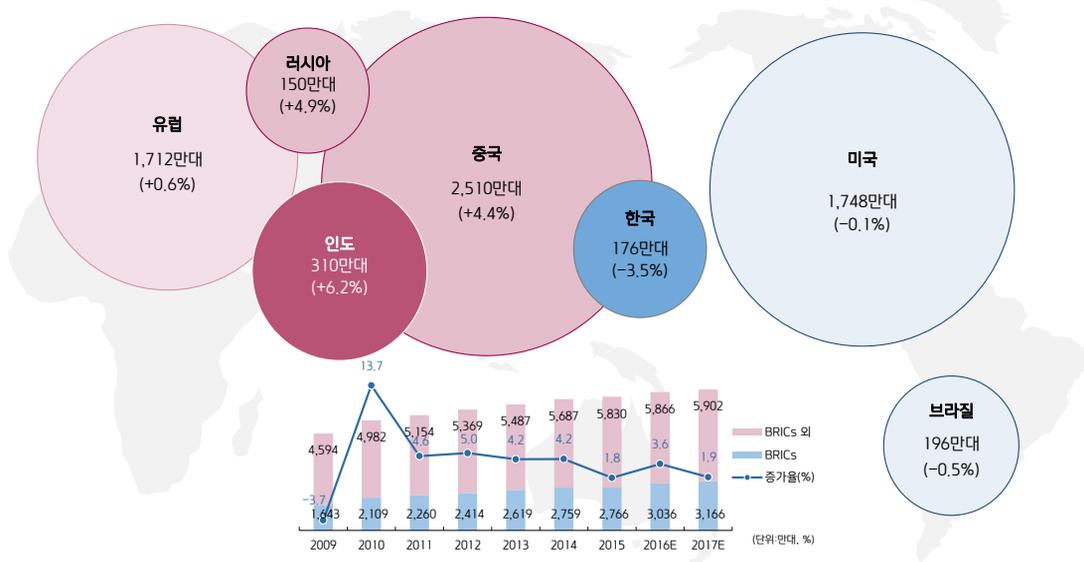
자료: GBIC, 키움증권

지역별 자동차 수요 추이 및 전망 (2011년~2017년)



주: 중대형 및 상용 제외
 자료: 각 국 자동차공업협회, GBIC, 키움증권

2017년 주요 지역 자동차 수요 전망: 주요국 중심에서 이머징 시장의 Bottom out으로 변화



주: 중대형 및 상용 제외
 자료: 각 국 자동차공업협회, GBIC, 키움증권

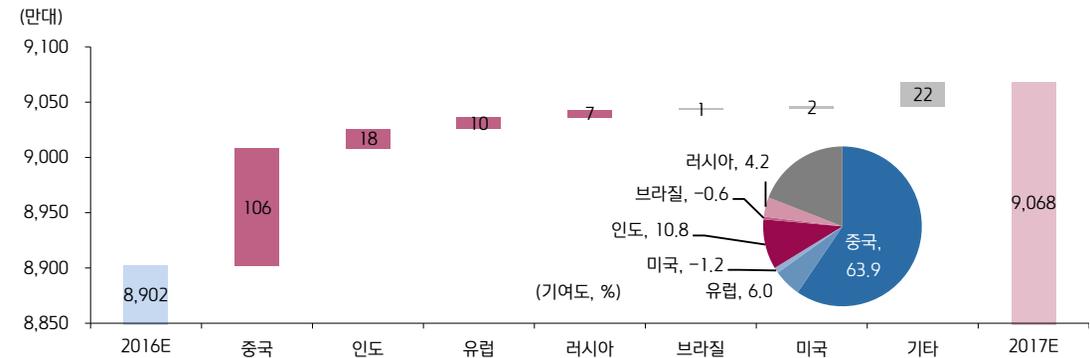
2017년 자동차/부품 성장 요인의 변화: 선진국에서 이머징으로

자동차 수요 저성장 속에서도 성장 요인의 변화에서 기회를 찾을 수 있다. 성장의 축이 주요국 중국, 미국, 유럽에서 이머징 국가로 옮겨가고 있어 상대적으로 이머징 지역의 판매 비중이 높은 업체의 경우 시장 성장대비 높은 판매 증가가 가능할 전망이다.

지난 2013년 이후 저성장을 지속하고 있는 자동차 산업을 견인한 성장의 축은 '중국', '미국'으로 대표되는 G2, 수요 상위 2개국과 구조조정 이후 회복세가 가파른 '유럽'이었다. 성장 둔화를 해소 시켜줄 것으로 믿었던 이머징 국가인 BRICs(브라질, 러시아, 인도, 중국) 중 브라질, 러시아는 경기 부진, 원자재 가격 급락 영향으로 지난 4년간 수요가 절반 수준까지 감소했다.

반면 지난 2016년까지 성장을 책임져 온 중국, 미국, 유럽 등 주요국의 수요는 2017년 세제 혜택 축소, 성숙기 진입, 경기 둔화 등 다양한 이유로 급격히 성장 둔화될 전망이다. 반면 같은 기간 고점대비 수요가 절반까지 급락한 러시아, 브라질 등 이머징 국가의 회복세(혹은 감소폭 축소)와 인도의 견조한 성장세가 2017년 자동차 수요 성장을 견인할 것으로 판단한다.

2017년 글로벌 수요 증분 분석: 대다수는 중국, 인도, 유럽, 러시아에서 비롯. 브라질과 미국은 (-) 기여



자료: GBIC, 키움증권

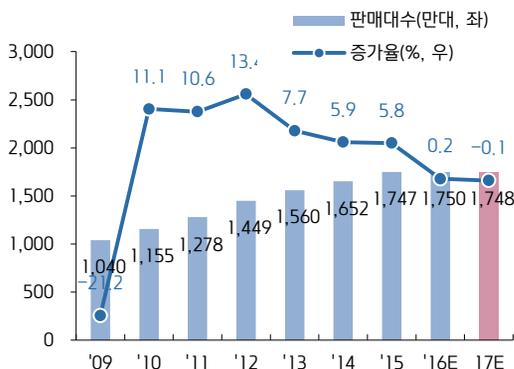
2017년 글로벌 자동차 수요 증분을 분석해보면, 절대 증가량 166만대 중 중국이 106만대(63.9%)로 가장 크고 이어 인도 18만대(10.8%), 유럽 10만대(6.0%), 러시아 7만대(4.2%) 기여를 할 전망이다. 미국은 2만대 감소해 금융위기 이후 처음으로 글로벌 자동차 수요에 (-) 기여를 할 전망이다.

2017년 지역별 자동차 수요 전망: 이머징 Bottom out에 주목

(단위: 만대)	2015E	2016E	yoy	2017E	yoy	증가량	증가율증분(%)	기여도(%)
중국	2,082	2,404	15.5	2,510	4.4	106	-11.1	63.9
미국	1,747	1,750	0.2	1,748	-0.1	-2	-0.3	-1.2
유럽	1,598	1,702	6.5	1,712	0.6	10	-5.9	6.0
인도	276	292	5.7	310	6.2	18	0.4	10.8
브라질	248	197	-20.4	196	-0.5	-1	19.9	-0.6
러시아	160	143	-10.6	150	4.9	7	15.5	4.2
한국	184	182	-0.7	176	-3.5	-6	-2.8	-3.9
전세계	8,596	8,902	3.6	9,068	1.9	166	-1.7	100.0
현대차그룹	802	788	-1.7	831	5.5	43	7.1	25.9
>현대차	496	486	-2.1	509	4.7	23	6.8	13.9
>기아차	305	302	-1.0	322	6.6	20	7.6	12.0

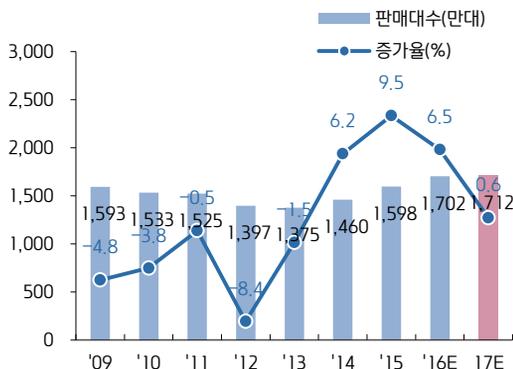
자료: GBIC, 키움증권

미국 자동차 수요 추이 및 전망: 성장 둔화



자료: GBIC, 키움증권

유럽 자동차 수요 추이 및 전망: 성장 둔화



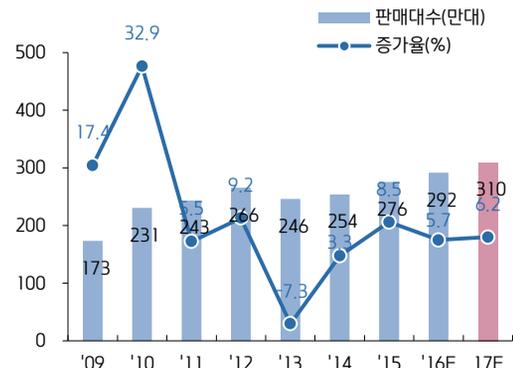
자료: GBIC, 키움증권

중국 자동차 수요 추이 및 전망: 세제혜택 축소 영향



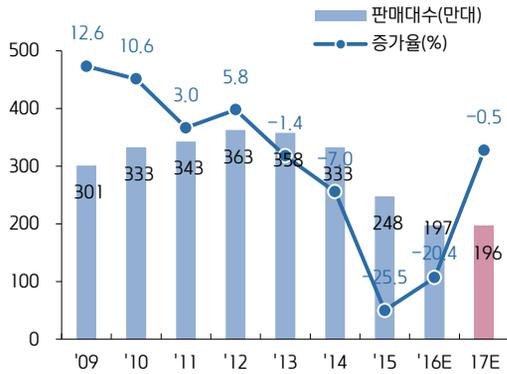
자료: GBIC, 키움증권

인도 자동차 수요 추이 및 전망: 안정적 성장세 지속



자료: GBIC, 키움증권

브라질 자동차 수요 추이 및 전망: 감소폭 대폭 축소



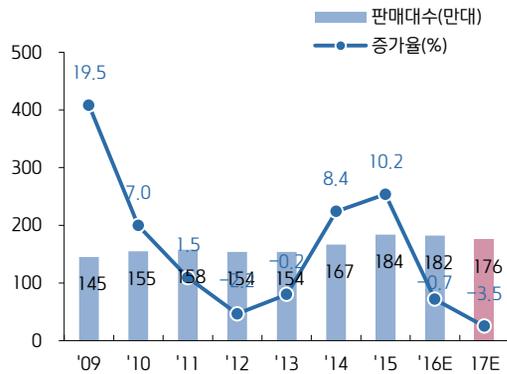
자료: GBIC, 키움증권

러시아 자동차 수요 추이 및 전망: 5년만에 증가 전환



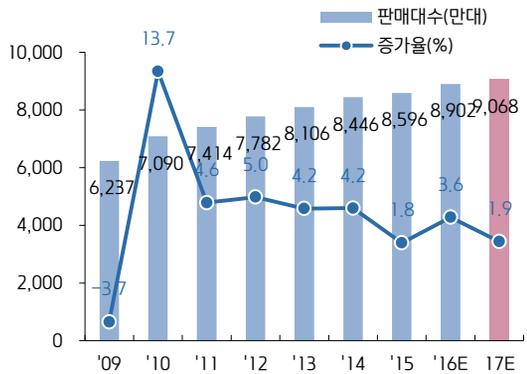
자료: GBIC, 키움증권

한국 자동차 수요 추이 및 전망



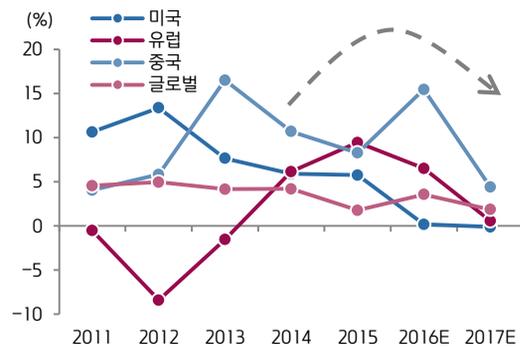
자료: GBIC, 키움증권

글로벌 자동차 수요 추이 및 전망



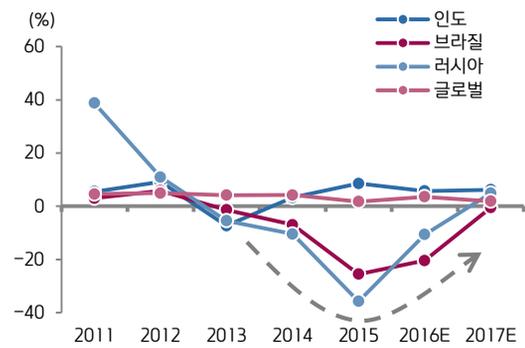
자료: GBIC, 키움증권

수요 증가율 추이: 미국, 유럽, 중국



자료: GBIC, 키움증권

수요 증가율 추이: 인도, 브라질, 러시아



자료: GBIC, 키움증권

2017년 가장 큰 수요 성장의 혜택을 누릴 업체는?

2017년 키움이 제시하는 Global Peer 지역별 성장 수혜 모형에 따르면 **VW, GM, 닛산, 현대** 순으로 성장 지역의 수혜가 클 전망이다. 이는 지역별 수요 전망과 업체간 판매 비중을 고려해 수혜 정도를 분석한 모형으로 지역별 가격과 CAPA 증가, 신차 출시와 같은 공급 여건은 고려하지 않고 2017년 지역별 수요 전망과 업체별 3Q16 누적 판매 포트폴리오의 가중평균을 통해 지역별 수혜를 분석했다.

이번 수혜도의 특징은 성장 기여도가 높은 중국과 인도, 러시아의 매출 비중이 높은 업체들의 수혜가 크다는 점이다. 완성차 업체가 중국 시장에서 합자사(Joint Venture)의 형태로만 진출이 가능해 연결 매출액/영업이익에 드러나지 않는 점, 1Q17 세제혜택 축소 후 수요 절벽 우려를 감안할 때 연결 영업이익에 영향을 주는 중국 외 글로벌 판매 중 인도, 러시아, 브라질 매출 비중이 높은 업체 현대, 닛산, FCA, VW의 판매 성장이 클 전망이다. 이들 업체는 해당 지역의 회복 가시화 시 글로벌 자동차 업체 중 높은 이익 성장이 두드러질 수 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

Global Peer 지역별 성장 수혜 모형(1): 지역별 수요 성장 수혜가 가장 큰 업체는 VW, GM, 닛산, 현대 순



자료: GBIC, 각 사, 키움증권

Global Peer 지역별 성장 수혜 모형에 따른 판매 수혜도와 중국 제외한 이머징 시장 판매 비중 순위

Rank	판매 수혜도(% , 증가율)	중국 제외한	
		브라질, 러시아 비중(%)	인도, 브라질, 러시아 비중(%)
1	VW	2.2	현대 9.2
2	GM	1.9	FCA 8.3
3	평균	1.9	닛산 8.2
4	닛산	1.8	VW 6.4
5	현대	1.6	GM 6.0
6	PSA	1.6	기아 6.0
7	혼다	1.5	평균 5.3
8	도요타	1.3	도요타 3.8
9	BMW	1.2	Ford 3.8
10	다임러	1.2	PSA 2.5
11	Ford	1.1	혼다 3.4
12	기아	0.8	PSA 2.5
13	FCA	0.4	다임러 2.4
			BMW 1.4

자료: 각 사, GBIC, 키움증권

Global Peer 지역별 성장 수혜 모형(2): 중국, 인도, 러시아 등 비중 높은 업체 두각

		중국	미국	유럽	인도	브라질	러시아	한국/일본	기타	글로벌/ 가중평균
2017E	수요(만대)	2,510	1,748	1,712	310	196	150	176/493	1,773	9,068
	비중(%) ^(a)	27.7	19.3	18.9	3.4	2.2	1.7	2/5.5	19.6	100.0
	수요성장률 ^(b)	4.4	-0.1	0.6	6.2	-0.6	4.9	-3.6/1.1	1.5	1.9
	성장기여도 ^(a)*b)	1.2	0.0	0.1	0.2	0.0	0.1	-0.1/0.1	0.3	1.9
판매비중 ^(d) *3Q16 누적	현대	22.4	16.9	10.8	10.6	4.2	2.9	13.9	18.2	100.0
	기아	19.3	22.4	15.0	0.0	0.0	4.9	18.0	20.4	100.0
	GM	35.2	30.9	10.7	0.3	3.5	0.4	0.0	19.0	100.0
	Ford	13.3	40.0	16.1	1.4	2.7	0.6	0.0	25.9	100.0
	FCA	3.1	51.8	22.8	0.2	8.0	0.1	0.0	14.2	100.0
	도요타	12.0	27.8	7.2	1.5	2.1	1.3	25.3	22.8	100.0
	닛산	30.0	44.2	1.6	4.4	3.2	2.5	5.1	8.9	100.0
	혼다	23.9	36.9	13.0	1.2	1.3	0.0	3.5	20.2	100.0
	VW	36.8	5.6	35.2	0.7	2.5	1.5	0.8	16.9	100.0
	PSA	18.8	0.0	50.6	0.0	1.8	0.2	0.0	28.6	100.0
	다임러	10.7	17.2	39.8	0.5	0.2	1.5	0.0	30.1	100.0
	BMW	13.0	15.4	46.2	0.0	0.0	1.2	0.0	24.1	100.0
가중평균 성장률 수혜도 ^(b*d)	현대	1.0	0.0	0.1	0.7	0.0	0.1	-0.5	0.3	1.6
	기아	0.9	0.0	0.1	0.0	0.0	0.2	-0.6	0.3	0.8
	GM	1.6	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	-	0.3	1.9
	Ford	0.6	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	-	0.4	1.1
	FCA	0.1	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	-	0.2	0.4
	도요타	0.5	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.3	0.3	1.3
	닛산	1.3	-0.1	0.0	0.3	0.0	0.1	0.1	0.1	1.8
	혼다	1.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.3	1.5
	VW	1.6	0.0	0.2	0.0	0.0	0.1	-	0.3	2.2
	PSA	0.8	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	-	0.4	1.6
	다임러	0.5	0.0	0.2	0.0	0.0	0.1	-	0.4	1.2
	BMW	0.6	0.0	0.3	0.0	0.0	0.1	-	0.4	1.2
수요성장률 ^(%)	4.4	-0.1	0.6	6.2	-0.6	4.9	-3.6/1.1	1.5	1.9	

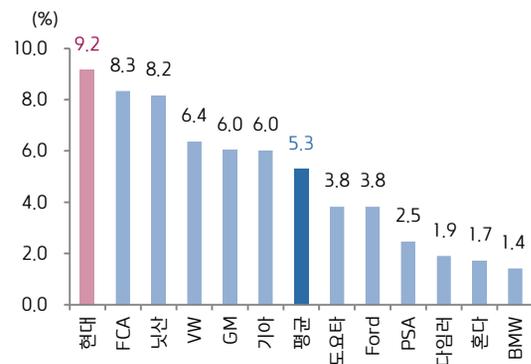
주: 지역별 가격과 공급 여건은 고려하지 않고, 지역별 수요 전망과 업체별 과거 판매 포트폴리오 만을 활용
 주: 17년 지역별 누적 수요 증가율과 업체별 판매 비중(3Q16)을 활용한 가중 평균을 통해 지역별 수혜 분석
 자료: GBIC, 각 사, 키움증권

Global Peer 지역별 성장 수혜 모형(3): 중국, 인도, 러시아 등 비중 높은 업체 두각

		미국 + 유럽	BRICs	인도+브라질+러시아	중국 제외 중 브라질+러시아	중국 제외 중 인도+브라질+러시아	글로벌/ 가중평균
2017E	수요(만대)	3,460	3,166	656	346	656	9,068
	비중(%) ^(a)	38.2	34.9	7.2	5.3	9.0	100.0
	수요성장률 ^(b)	0.2	4.3	3.8	1.8	3.8	1.9
	성장기여도 ^(a*b)	0.1	1.5	0.3	0.1	0.3	1.9
판매비중 ^(d) *3Q16 누적	현대	27.7	40.1	17.8	9.2	22.9	100.0
	기아	37.4	24.2	4.9	6.0	6.0	100.0
	GM	41.6	39.4	4.2	6.0	6.5	100.0
	Ford	56.1	18.0	4.7	3.8	5.4	100.0
	FCA	74.5	11.3	8.2	8.3	8.5	100.0
	도요타	35.0	16.8	4.9	3.8	5.5	100.0
	닛산	45.8	40.1	10.1	8.2	14.4	100.0
	혼다	49.9	26.5	2.6	1.7	3.4	100.0
	VW	40.7	41.5	4.7	6.4	7.4	100.0
	PSA	50.6	20.8	2.0	2.5	2.5	100.0
	다임러	57.0	12.9	2.2	1.9	2.4	100.0
	BMW	61.7	14.2	1.2	1.4	1.4	100.0
	가중평균 성장률 수혜도 (b*d)	현대	0.0	1.8	0.8	0.2	0.9
기아		0.1	1.1	0.2	0.1	0.2	0.8
GM		0.0	1.6	0.0	0.1	0.2	1.9
Ford		0.0	0.7	0.1	0.1	0.2	1.1
FCA		0.1	0.1	0.0	0.1	0.3	0.4
도요타		0.0	0.7	0.1	0.1	0.2	1.3
닛산		0.0	1.7	0.4	0.1	0.5	1.8
혼다		0.0	1.1	0.1	0.0	0.1	1.5
VW		0.2	1.7	0.1	0.1	0.3	2.2
PSA		0.3	0.8	0.0	0.0	0.1	1.6
다임러		0.2	0.6	0.1	0.0	0.1	1.2
BMW		0.3	0.6	0.1	0.0	0.1	1.2
수요성장률 ^(%)		0.1	1.5	0.3	1.8	3.8	1.9

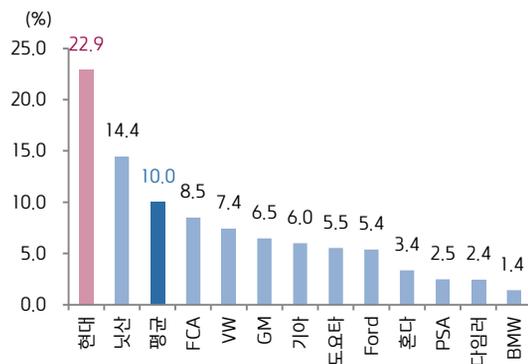
주: 지역별 가격과 공급 여건은 고려하지 않고, 지역별 수요 전망과 업체별 과거 판매 포트폴리오 만을 활용
 주: 17년 지역별 누적 수요 증가율과 업체별 판매 비중(3Q16)을 활용한 가중 평균을 통해 지역별 수혜 분석
 자료: GBIC, 각 사, 키움증권

중국 제외한 브라질+러시아 비중 순위



자료: GBIC, 각 사, 키움증권

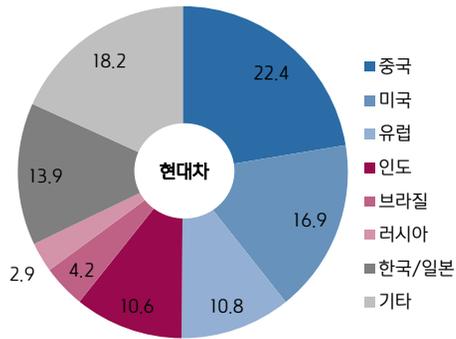
중국 제외한 인도+브라질+러시아 비중 순위



자료: GBIC, 각 사, 키움증권

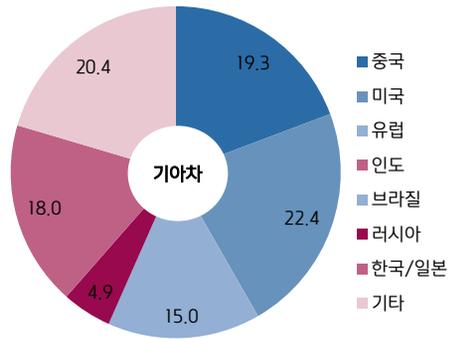
참고: 업체별 판매 포트폴리오 (3Q16 누적)

3Q16 누적 판매 포트폴리오: 현대차



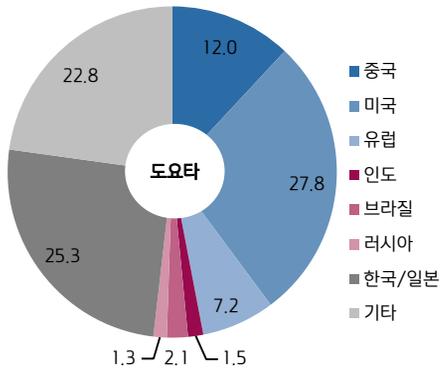
자료: 현대차, 키움증권

3Q16 누적 판매 포트폴리오: 기아차



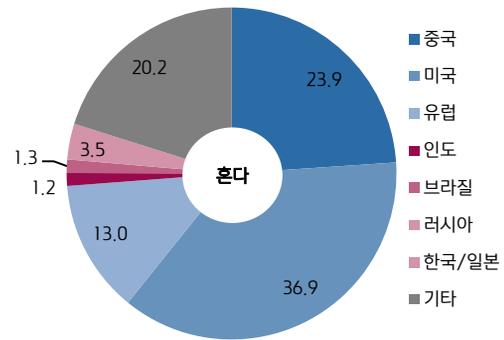
자료: 기아차, 키움증권

3Q16 누적 판매 포트폴리오: 도요타



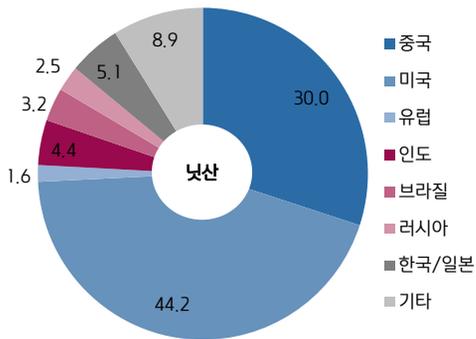
자료: 도요타, 키움증권

3Q16 누적 판매 포트폴리오: 혼다



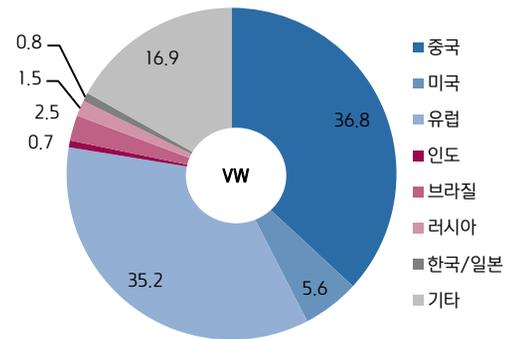
자료: 혼다, 키움증권

3Q16 누적 판매 포트폴리오: 닛산



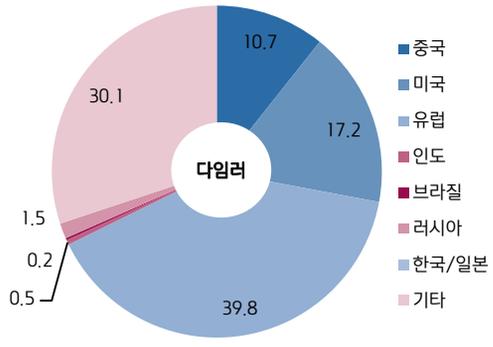
자료: 닛산, 키움증권

3Q16 누적 판매 포트폴리오: VW



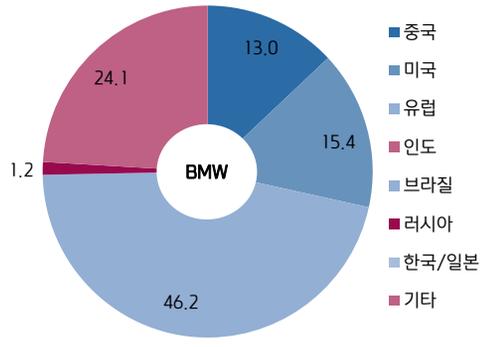
자료: VW, 키움증권

3Q16 누적 판매 포트폴리오: 다임러



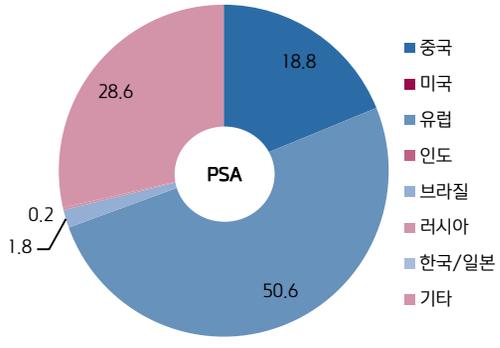
자료: 다임러, 키움증권

3Q16 누적 판매 포트폴리오: BMW



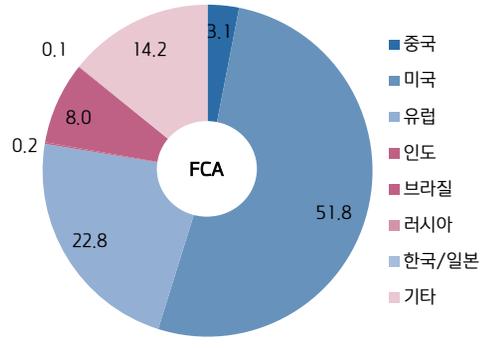
자료: BMW, 키움증권

3Q16 누적 판매 포트폴리오: PSA



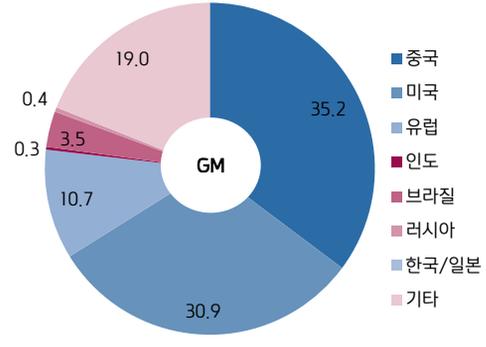
자료: PSA, 키움증권

3Q16 누적 판매 포트폴리오: FCA



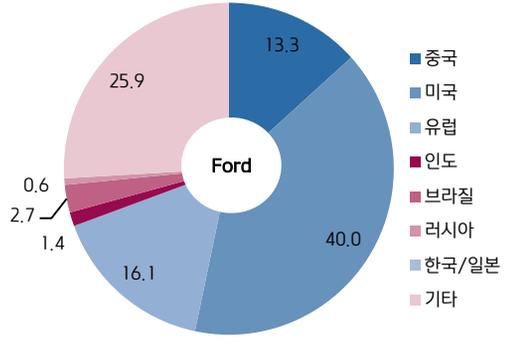
자료: FCA, 키움증권

3Q16 누적 판매 포트폴리오: GM



자료: GM, 키움증권

3Q16 누적 판매 포트폴리오: Ford



자료: Ford, 키움증권

현대차그룹 2017년 목표 초과 달성한 829만대 판매 전망

당사는 현대차그룹이 2017년 초 목표로 제시한 825만대(현대 508만대, 기아 317만대)를 초과한 829만대 판매가 가능할 것으로 전망한다. 현대차 중국 4, 5 공장 및 기아차 멕시코 공장의 생산능력 증가, 3Q16 파업에 따른 기저 효과, 이머징 수요 회복에 따른 레버리지 효과에 기인한다.

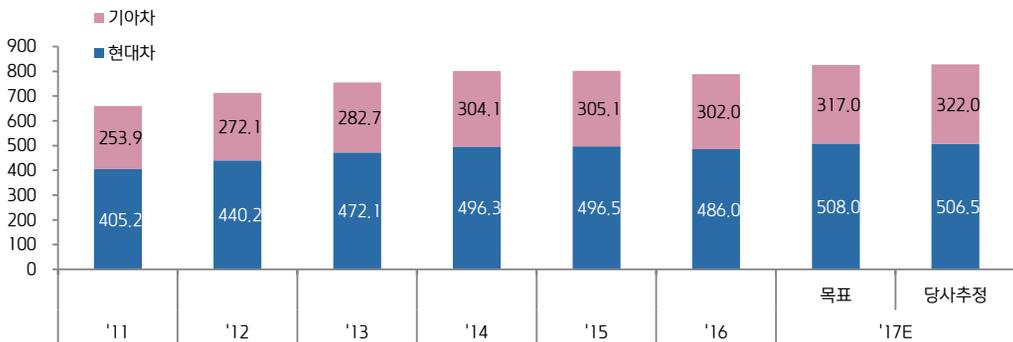
2017년 현대차 4.2%, 기아차 6.6%의 출하/판매 증가 전망은 2013년 이후 매출액 성장 둔화로 인한 이익 감소에서 이익 증가로 전환되는 중요한 요인으로 작용할 것으로 판단한다.

현대차그룹 판매 목표: 현대차 4.5%, 기아차 5.0% 증가 목표 (단위: 만대)

		2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	'16년	'16년
		판매량	판매량	판매량	판매량	판매량	판매량	목표량	판매비	목표비
현대차	내수	68.4	66.8	64.1	68.5	71.4	65.9	68.3	3.7%	-1.4%
	해외	336.8	373.4	408.0	427.8	425.1	420.1	439.7	4.7%	1.9%
	계	405.2	440.2	472.1	496.3	496.5	486.0	508.0	4.5%	1.4%
기아차	내수	49.3	48.2	45.8	46.5	52.8	53.5	51.5	-3.7%	-1.9%
	해외	204.6	223.9	236.9	257.6	252.3	248.5	265.5	6.8%	2.3%
	계	253.9	272.1	282.7	304.1	305.1	302.0	317.0	5.0%	1.6%
그룹계	내수	117.7	115.0	109.9	115.0	124.2	119.4	119.8	0.4%	-1.6%
	해외	541.4	597.3	645.0	685.5	677.4	668.7	705.2	5.5%	2.0%
	계	659.1	712.3	754.8	800.5	801.6	788.0	825.0	4.7%	1.5%

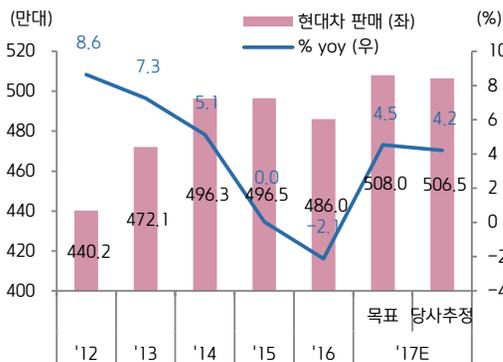
자료: 각 사, 키움증권

현대차그룹 판매 목표(2): 당사 현대 507만대, 기아 322만대로 판매 목표 상회 추정



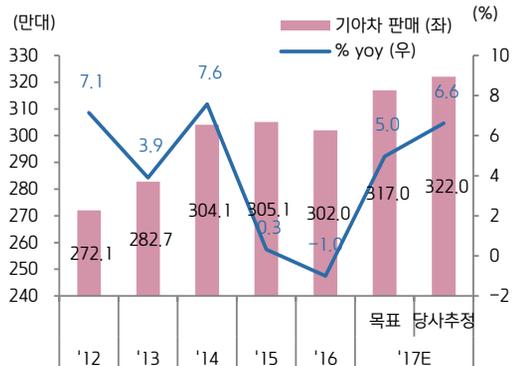
자료: 각 사, 키움증권

2017년 현대차 507만대 전망



자료: 현대차, 키움증권

2017년 기아차 322만대 전망



자료: 기아차, 키움증권

현대차, 주가 상승을 기대하는 세가지: 믹스 개선, 환율 여건 개선, 이머징 시장 회복

특히, 2017년 수요 전망의 특징인 이머징 시장의 회복 시 현대차 이익 개선 여지가 높을 전망이다.

현대차 자동차부문의 이익 구조 상 1) 내수, 2) 수출, 3) 해외의 세 부분으로 분류 가능하다.

각 부문별 중요 이익 변동 요인은

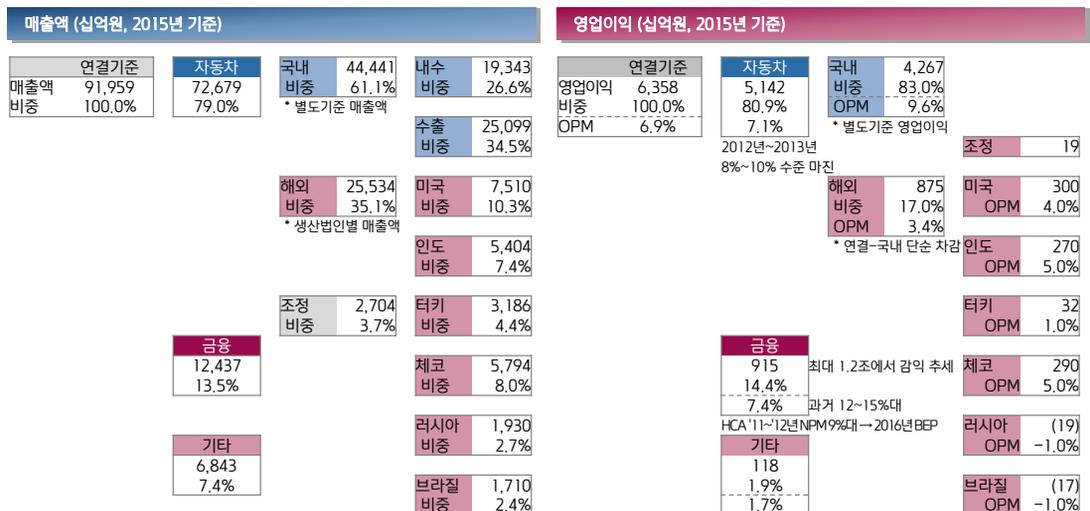
- 1) 내수: 제품 믹스 (시장 수요나 점유율 변동이 크지 않기 때문에 제품 믹스가 실적에 큰 영향)
- 2) 수출: 환율 (원/달러 상승 시 수출 채산성 개선에 따른 수익성 개선)
- 3) 해외: 이머징 시장 회복, 시장 점유율 확대, 인센티브 변동, 이종통화환율 등으로 요약 가능하다.

2017년 1) 그랜저를 시작으로 OS(B-SUV), 쏘나타 F/L, 제네시스 G70 출시가 예정되어 있어 제품 믹스 개선에 따른 내수 수익성 개선이 기대되며, 2) 원/달러 환율 상승으로 수출 채산성이 개선되고 있다. 3) 또한 앞서 인도, 러시아, 브라질 등 현대차 매출비중 높은 이머징 수요 회복으로 그 동안 축소 지속되어 온 해외법인 손익 개선에 큰 기여를 할 것으로 판단한다.

2015년 기준 현대차의 매출액의 79%를 자동차부문이 차지하고 있다. 자동차부문 내 매출비중은 내수 27%, 수출 35%, 해외 35%, 조정 4%이다. 영업이익의 경우 자동차부문의 비중은 81%를 차지하고 있으며, 부문 내 국내 83%, 해외 17%를 기록하고 있다.

참고로 최근 HCA 손익 악화로 감익 추세인 금융 부문의 경우 과거 순이익률 12~15%에서 2015년 7.4%로 하락 추세이나 매출액 증가가 지속되어 감익 속도는 매년 1천억원 수준이다. 최대 1.2조원의 영업이익을 기록한 금융부문은 2015년 9,150억원까지 축소된 상황이며 전체 영업이익의 14.4%를 차지하고 있다.

현대차 매출액/영업이익 Breakdown (2015년 기준, 십억원)



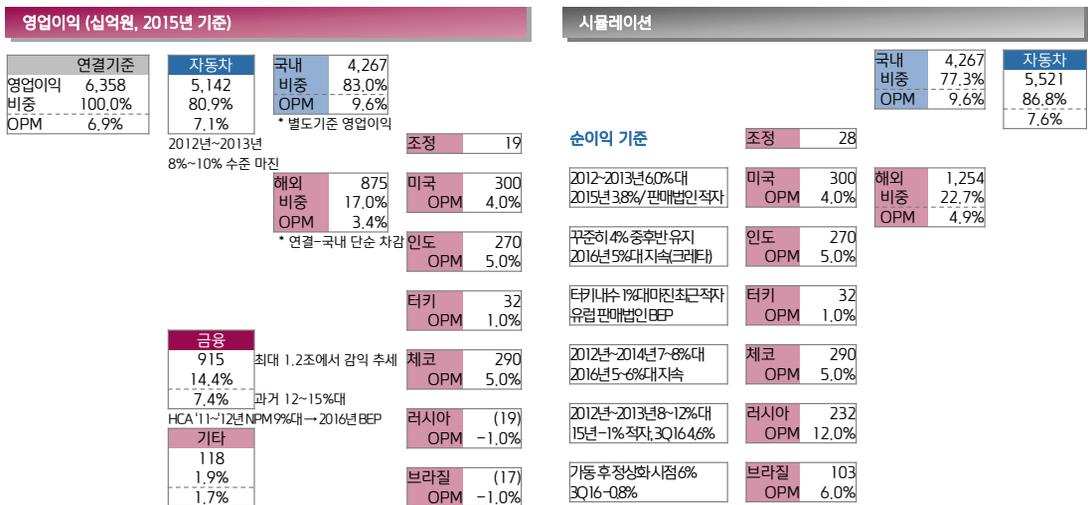
자료: 현대차, 키움증권

지난 4년간 손익이 급격히 악화된 현대차 러시아, 브라질의 이익 개선만으로 자동차부문 이익의 7.4% (3,790 억원)의 개선이 가능할 것으로 판단한다. 과거 러시아와 브라질의 정상 영업 당시 순이익률은 각각 8~12%와 6% 수준이다. 현재는 손익분기점 수준의 적자로 시장 수요 회복 시 손익 회복 효과가 클 전망이다.

러시아, 브라질 손익 회복 논리는 인도의 신차 투입을 통한 수익성 개선에서 근거를 찾을 수 있다. 인도법인은 평균판매단가 1,000 만원 이하의 A, B 차급 중심 생산에서 1,000 만원 후반대 크레타(B-SUV) 투입 이후 1) 수요 증가, 가동률 상승 및 2) 제품 믹스 개선에 따른 ASP 상승으로 순이익률이 3.5%(2011년)~4.7%(2013년)에서 5.5%(3Q16)까지 상승, 3Q16 누적 순이익은 51.3% yoy 증가했다.

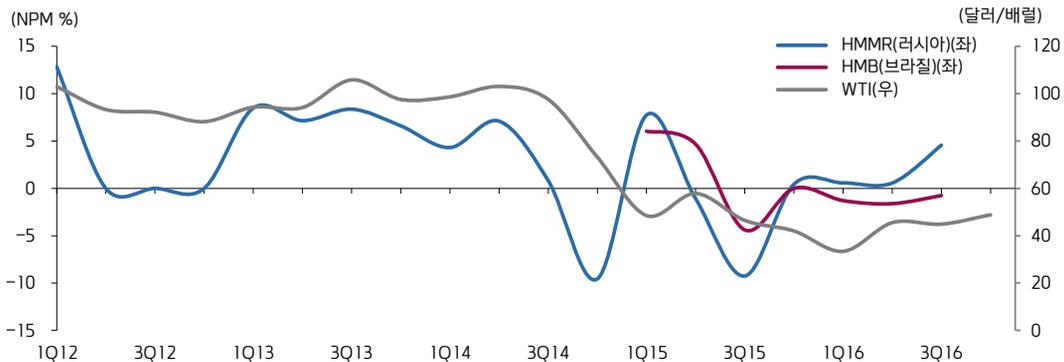
러시아와 브라질의 경우 유가 상승에 따른 현대차 현지법인 수요, 마진 개선 기대감이 높다. 글로벌 틈새 차급인 B-SUV OS(크레타)의 출시가 러시아 4Q16, 브라질 1Q17 예정되어 있고, 러시아 주요 모델인 쉐라리스(B-세단)의 신형이 베르나(엑센트) 기반으로 2017년 신규 출시될 예정이다. 이에 신규 모델 투입에 따른 손익 개선 효과는 시장 성장보다 강할 것으로 전망한다.

현대차 영업이익 Breakdown 및 회복 시나리오 분석 (2015년 기준, 십억원)



자료: 현대차, 키움증권

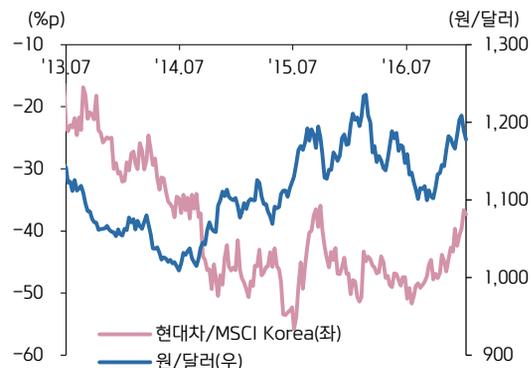
현대차 러시아 및 브라질 법인 순이익률 및 WTI 유가 추이



자료: 현대차, Bloomberg, 키움증권

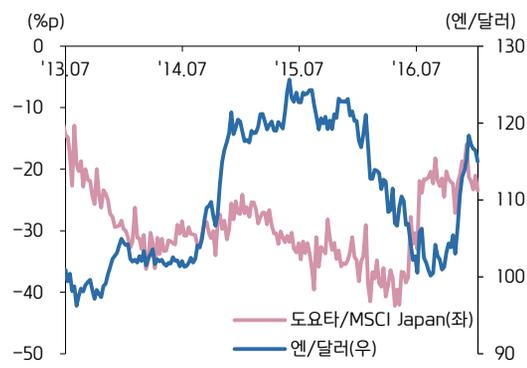
현대차는 원/달러 상승국면에서 주가 할인폭을 축소하며, 일본 도요타 대비 Valuation 저평가가 부각될 것으로 판단한다. 특히 현재의 원/엔 환율과 한국 시장 PER, 도요타 시장 할인율을 감안한 현대차의 주가 Upside는 보수적으로 보아도 200,000 원까지 상승 가능할 것으로 판단한다.

원/달러 상승 시 현대차 시장대비 PER 할인 축소



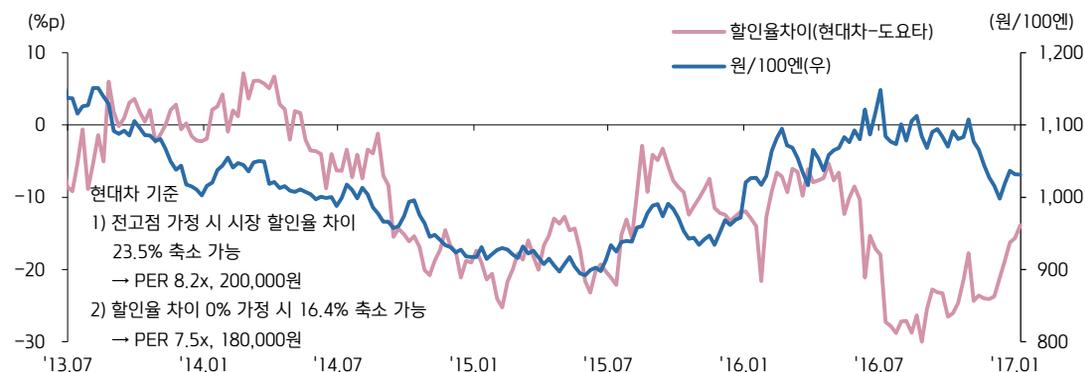
자료: Datastream, 키움증권

엔/달러 상승 시 도요타 시장대비 PER 할인 축소



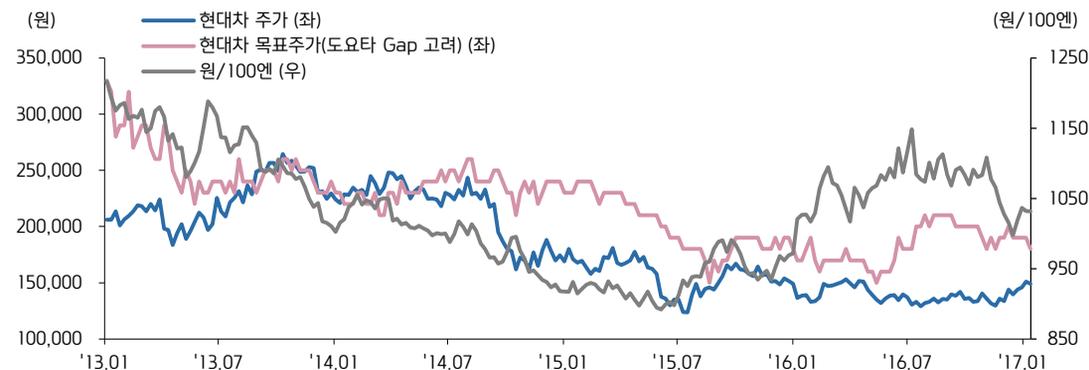
자료: Datastream, 키움증권

원/엔 환율과 현대차-도요타 시장대비 PER Discount Gap: 현 원/엔 환율 감안해도 18만원까지 상승 유효



자료: Datastream, 키움증권

환율과 Valuation Discount Gap을 활용한 현대차의 Target Price와 Trading Band: 현 주가에도 매력적



자료: Datastream, 키움증권

참고: 주요 브랜드별, 지역별 신차 출시 계획

주요 브랜드별 신차 출시 일정 (북미 기준): 현대기아 SUV 라인업 부족, 일본 경쟁모델 대거 출시

	'15	'16	'17	'18
GM	<ul style="list-style-type: none"> 쉐보레 Spark(A), Volt(PHEV), Malibu(D), Camaro(S) 	<ul style="list-style-type: none"> 쉐보레 Cruze(C), Bolt EV, Cascada(Cn.) 부익 LaCrosse(E), Envision(SUV) GMC Acadia(SUV) 캐딜락 CT6(F), XT5(SUV) 	<ul style="list-style-type: none"> 쉐보레 Equinox(SUV), Traverse(SUV) 부익 Regal(C), Enclave(SUV) GMC Terrain(SUV) 	<ul style="list-style-type: none"> 쉐보레 Silverado(PU), C-SUV GMC Sierra(PU) 캐딜락 ATS(C), C-SUV
포드	<ul style="list-style-type: none"> 포드 Edge(SUV) 링컨 MKX(SUV) 	<ul style="list-style-type: none"> 포드 GT(S), Super Duty(PU) 링컨 Continental(F) 	<ul style="list-style-type: none"> 포드 Expedition(SUV) 링컨 Navigator(SUV) 	<ul style="list-style-type: none"> 포드 Fiesta(B), Focus(C), EcoSport(SUV), Ranger(PU) 링컨 MKC(SUV)
FCA	<ul style="list-style-type: none"> Fiat 500X(SUV) 지프 Renegade(SUV) 램 Promaster(Van) 	<ul style="list-style-type: none"> Fiat 124 Spider(S) 크라이슬러 Pacifica(Van) 알파로메오 Giulia 	<ul style="list-style-type: none"> 지프 Compass(SUV), Wrangler(SUV) 알파로메오 Stelvio(SUV) 	<ul style="list-style-type: none"> 크라이슬러 F-SUV 지프 G.Cherokee(SUV), Pickup 닷지 Journey(SUV), B-sedan 램 1500(PU), Heavyduty(PU)
VW	<ul style="list-style-type: none"> 아우디 A3(C), TT(S) 	<ul style="list-style-type: none"> 아우디 A4(C), R8(S), Q7(SUV) 	<ul style="list-style-type: none"> VW Jetta(C), Coupe, Tiguan(SUV), Touareg(SUV) 아우디 A5(S), A8L(F), Q5/SQ5(SUV) 	<ul style="list-style-type: none"> VW Golf(C), Beetle, CC(S), Passat(D), Atlas(SUV) 아우디 A6(E), A7/S7/RS7(S), A9(F), Q3(SUV)
도요타	<ul style="list-style-type: none"> 도요타 Mirai(FCV), Tacoma(PU) Scion iA(A) 		<ul style="list-style-type: none"> 도요타 Yaris(B), Camry(D), C-HR(SUV), Land Cruiser(SUV), Prius/Prime/V(HEV), 렉서스 LS(F), LC500(S), TX(SUV) 	<ul style="list-style-type: none"> 도요타 Avalon(F), RAV4(SUV), Prius c(HEV), SupraSuccessor(S) 렉서스 CT200h(HEV)
혼다	<ul style="list-style-type: none"> 혼다 Civic(C), Clarity(FCV), Pilot(SUV), HR-V(SUV), Ridgeline(PU) 	<ul style="list-style-type: none"> 혼다 CR-V(SUV) 아큐라 NSX(S) 	<ul style="list-style-type: none"> 혼다 Civic R(C), Accord(D), Odyssey(Van), Clarity PHEV/EV 아큐라 ILX(B), CDX(SUV) 	<ul style="list-style-type: none"> 아큐라 RDX(SUV)
닛산	<ul style="list-style-type: none"> 닛산 Maxima(F), Titan(PU) 	<ul style="list-style-type: none"> 닛산 Armada(SUV) 인피니티 Q60, QX30(SUV) 	<ul style="list-style-type: none"> 닛산 Z(S), Frontier(PU) 	<ul style="list-style-type: none"> 닛산 Versa(A), Sentra(B), Altima(D), Juke(SUV), Leaf(EV) 인피니티 B-Sedan, Q70, Q80, QX70(SUV), QX80(SUV), EV
현대 기아	<ul style="list-style-type: none"> 현대 Sonata PHV, Tucson(SUV) 기아 Optima(D), Sorento(SUV) 	<ul style="list-style-type: none"> 현대 Elantra/GT(C), 제네시스 G90 기아 Cadenza(E), Sportage(SUV) 	<ul style="list-style-type: none"> 현대 Azera(단종), Accent(B), Veloster, ioniq HEV/EV 제네시스 G70, Coupe 기아 Rio(B), Optima PHEV, Stinger Coupe, Niro HEV 	<ul style="list-style-type: none"> 현대 SantaFe(SUV), Pickup 기아 Forte/Koup(C)

주: 붉은색은 SUV, Pickup, Van 등 경상용 차급
 자료: 각 사, 언론 종합, 키움증권

2017년 지역별, 차급별, 브랜드별 주요 신차 출시 일정 (미국계)

		GM	포드	FCA
미국	소형			
	중형			
	친환경	Bolt		
	SUV	에퀴녹스		컴퍼스(지프)
	픽업			
	고급			
유럽	A/B		카+, 피에스타	
	C			티포(피아트)
	D	인시그니아(오펠)		
	SUV	B, C(오펠)		
중국	C			
	D	리갈(뷰익)		
	SUV	캡티바		
	MPV	GL6(뷰익)		
인도	컴팩트	비트		
	미드	비트 기반		
	이그이상			
	SUV			
브라질	MPV	스핀		
	B			팔리오(피아트)
	C			
	SUV		에코스포츠	
러시아	고급			
	B			
	C			
	SUV			

자료: GBIC, 각 사, 언론 종합, 키움증권

2017년 지역별, 차급별, 브랜드별 주요 신차 출시 일정 (일본계)

	도요타	혼다	닛산	기타
미국	소형			임프레자(스바루)
	중형	캠리	어코드	
	친환경			
	SUV		CR-V	캐시카이 CX-5(마쯔다)
	픽업			프론티어
유럽	고급	CDX		
	A/B			마이크라
	C		시빅	
	D			
중국	SUV	C-HR		CX-5(마쯔다)
	C	C-HB	C-HB	씨니
	D	캠리	스피리얼 HEV	
	SUV		대형 SUV	릭스
	MPV	EZ(도요타)		C-MPV
인도	컴팩트			알토/스위프트(스즈키 M)
	미드	캠리, 비오스		디자인어(스즈키 M)
	이그이상	렉서스 진출	어코드	
	SUV	포추너		이그니스, 비타라(스즈키 M)
	MPV			고-크로스, 프론티어 왜건 R 기반(스즈키 M)
브라질	B			
	C	코롤라		
	SUV	C-HR	WR-V	
	고급			
러시아	B			스위프트, 발레노(스즈키)
	C			
아	SUV	C-HR	CR-V	

자료: GBIC, 각 사, 언론 종합, 키움증권

2017년 지역별, 차급별, 브랜드별 주요 신차 출시 일정 (유럽계, 한국계, 기타)

	VW	유럽 기타	현대-기아	기타
미국	소형	제타		엑센트(현대), 리오(기아)
	중형			벨로스타(현대)
	친환경	크로스블루		아이오닉 HEV, EV(현), 니로 HEV(기)
	SUV	티구안		
	픽업			
유럽	고급	Q2	X3(BMW), GLC(벤츠)	쿠파, G70(현대), 스텔러(기아)
	A/B	폴로	C3(씨트로엥)	피칸토, 리오(기아)
	C		플루언스(르노)	i30(현대)
	D	CC(VW), A5(아우디)		
중국	SUV	코디악(스코다), Q5(아우디)	B,D(PSA), XC60(볼보), 터스타(다치아)	B-SUV(현대)
	C	폴로		이동(창안)
	D	CC(VW), 옥타비아(스코다)	508(푸조)	
	SUV	티구안, 크로스블루(VW), 코디악(스코다), Q2, Q5(아우디)	508(푸조), 중형 SUV(시트로엥)	CS55(창안), 소형 SUV(지리)
인도	MPV			
	컴팩트			
	미드			베르나(현대) 카이트(타타)
	이그이상	파사트		
브라질	SUV	티구안(VW), 코디악(스코다)		헥사, 넥슨(타타), 티볼리(마힌드라)
	MPV			
	B		산데로(르노)	
	C		로건(르노)	
러시아	SUV	싼타나	크위드, 캠퍼, 콜레오스(르노)	
	고급	A5, Q5(아우디), 파나메라(포르쉐)	5(BMW), 이보크(레이노버)	
	B			스위프트, 발레노(스즈키)
아	C	라피드 스페이스백(VW)		
	SUV	코디악(스코다)		

자료: GBIC, 각 사, 언론 종합, 키움증권

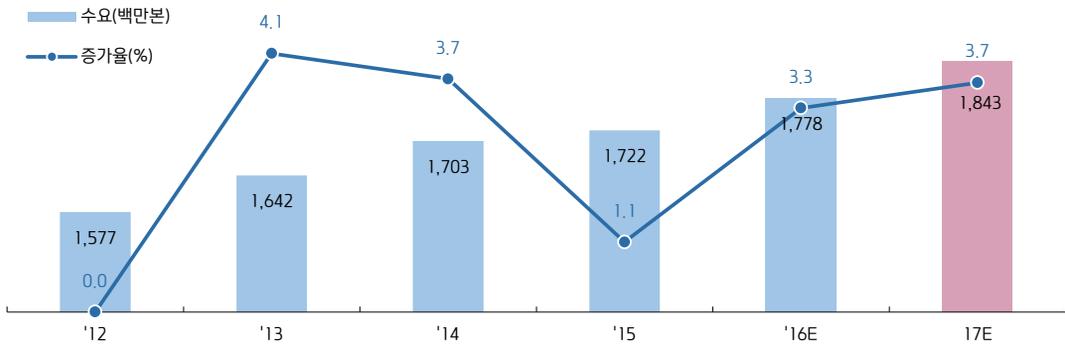
>>> 타이어: ASP 상승 국면에 주목

2017년 글로벌 타이어 수요 전망

2017년 타이어 시장의 전망은 자동차 보다 나은 편이다. 2015년 1.1% 수요 성장률을 저점으로 2016년 3.3%, 2017년 3.7%로 개선 중이며 2017년 자동차 수요 성장률 1.9% 때문이다. 다만 기대하고 있는 중국, 유럽의 RE 회복세가 뚜렷하지 않다는 점은 업황 회복을 단정하기 어려운 부분이다.

최근 Bridgestone, Goodyear, Michelin 등 주요 업체들은 2016년 초 이후 판가 인하 경쟁의 종결을 실적 가이드언스를 통해 시사하고 있으며, 미국과 유럽 시장을 중심으로 적게는 3%에서 많게는 8%까지 개별 제품의 판가 인상을 계획하고 있다는 점에 주목한다. 또한 Goodyear 중장기 계획에서 밝히는 바와 같이 주요 공장들의 고인치 타이어 대응을 위한 투자가 2020년까지 지속된다는 점 또한 관심을 가질 필요가 있다. 주요 업체의 판매 및 생산 전략을 통해 저성장 타이어 산업 내 성장하는 부분인 UHPT를 통한 판가 상승의 실마리를 찾을 수 있을 것이다.

2017년 타이어 수요 전망: 전년동기비 3.7% 증가한 18.4억만본 전망

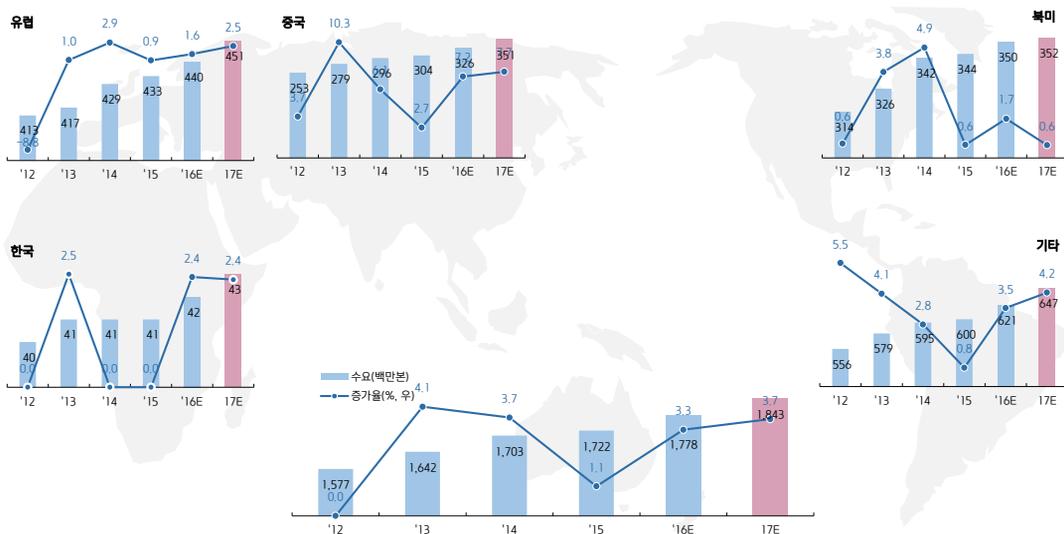


자료: LMC, 키움증권

2017년 글로벌 타이어 수요 전망의 긍정적인 부분은 최대 시장 유럽과 고성장 중국 시장의 성장세가 가속화되고 있다는 점이다. 이러한 부분은 최근 원재료가 상승에 따른 판가 전가를 용이하게 할 것으로 판단한다.

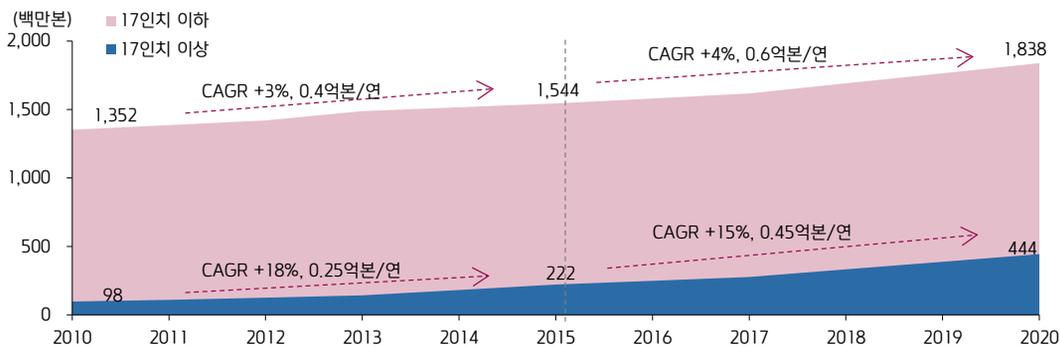
제품별로는 17인치 이상의 고인치 타이어의 성장세가 시장 수요를 견인할 전망이다. 이는 1) OE에서 RE로 확산되는 믹스 개선의 특성 상 기존 UHPT 시장 점유율이 높아 주요 완성차 업체 수주가 가능한 1st ~ 2nd Tier 업체에 보다 유리할 것으로 판단한다. 또한 2) 이들 업체는 저성장 지속 국면에서도 믹스 개선(판가 상승)을 통한 매출 성장이 가능해 부진한 타이어 업황과 차별화된 실적을 기대할 수 있다는 점이다.

지역별 타이어 수요 추이 및 전망 (2012년~2017년)



자료: LMC, 키움증권

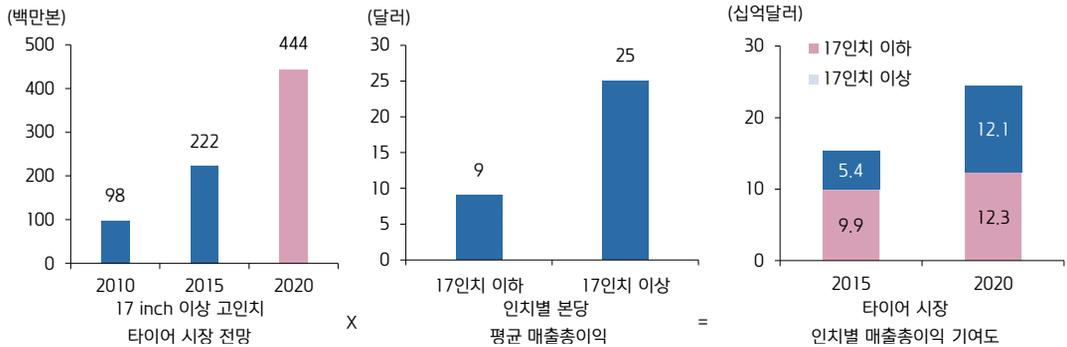
타이어 인치별 수요 전망: 고인치 타이어의 성장이 전체 성장의 75% 기여



자료: IHS, Goodyear, 키움증권

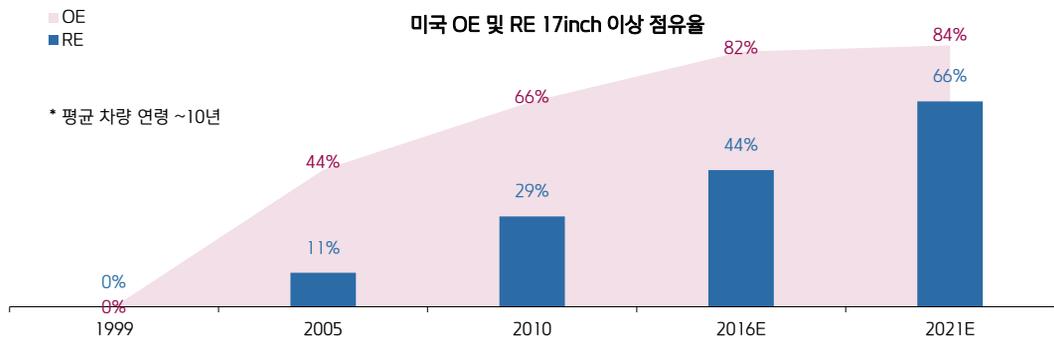
Goodyear 는 2020 년 시장 내 인치별 이익 기여도 기준 고인치가 저인치를 압도할 것으로 전망한다. 17 인치 이상 고인치 타이어 시장은 2010 년대비 2015 년, 2015 년 대비 2020 년 각각 2 배 이상의 성장이 예상된다. 개별 타이어당 매출총이익은 저인치 대비 고인치가 2.8 배 차이가 난다. 2015 년 현재 65%의 매출총이익 비중을 차지하고 있는 저인치 시장은 (성장이 둔화되어 경쟁이 격화되는 점은 배재하더라도) 2020 년 50%로 축소될 전망이다.

타이어 인치별 이익 기여도 전망: 2020년 타이어 시장 매출총이익의 49.6% 기여



자료: IHS, Goodyear, 키움증권

미국 OE 및 RE 고인치 타이어 시장 점유율: OE를 시작으로 RE로 침투율 높여갈 전망

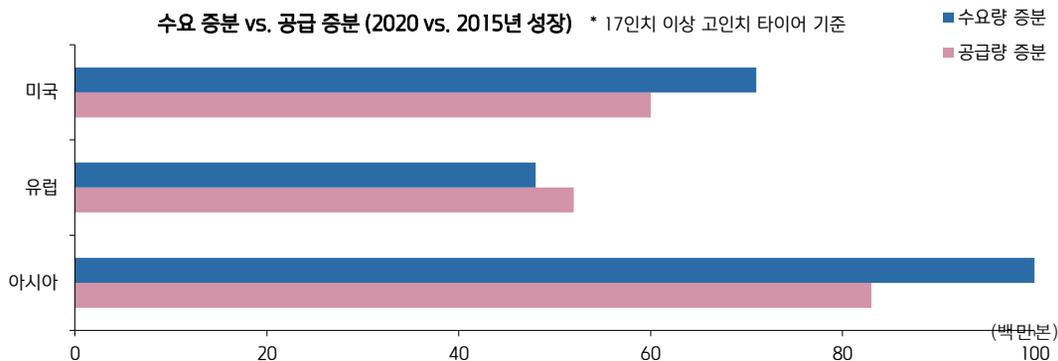


자료: IHS, Goodyear, 키움증권

이러한 고인치 시장 확대, 공급 부족 현상은 선진국인 미국 뿐 아니라 유럽, 아시아 등 전지역으로 확산되고 있다는 점에 주목한다. 또한 OE 를 시작으로 RE 로 고인치 침투율이 확대될 것으로 예상함에 따라 1) OE 접근성이 높고, 2) 다변화된 제품(동일 제품, 다른 트림) 대응이 가능하며, 3) 가격과 품질 경쟁력을 브랜드 가치 높은 업체에 수혜가 예상될 것으로 판단한다.

신규 차종의 고인치 타이어 탑재는 선진국 뿐 아니라 신흥국까지 확대 추세인 점을 감안한다면 믹스 개선에 따른 ASP 상승을 누릴 수 있는 업체의 이익 개선이 중장기 유효할 것으로 판단한다.

고인치 타이어 수급 현황: 2020년, 아시아 및 미국 지역 고인치 공급 부족 전망



자료: IHS, Goodyear, 키움증권

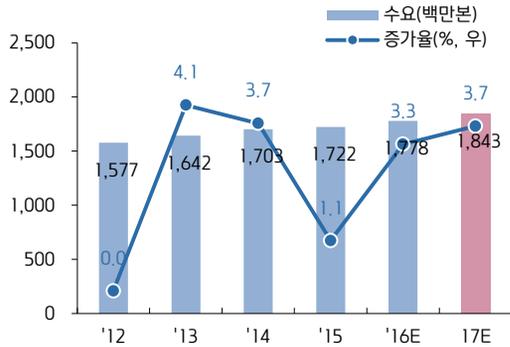
Goodyear 2020년 장기 이익 목표: 고인치 비중 확대와 평가 인상으로 수익성 개선에 기여



자료: IHS, Goodyear, 키움증권

참고: 글로벌 타이어 관련 Key Data 및 전망

글로벌 타이어 수요 전망



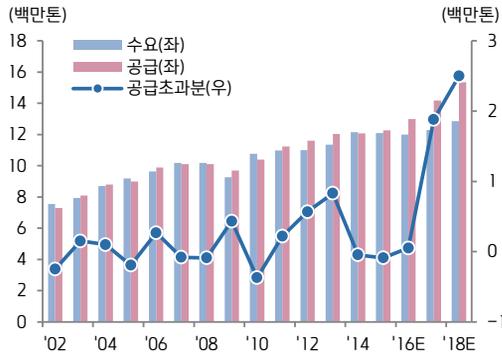
자료: LMC, 키움증권

고무가격 추이



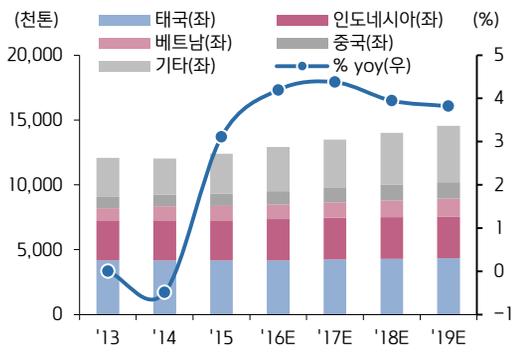
자료: Datastream, 키움증권

천연고무 수급: 공급 과잉 지속



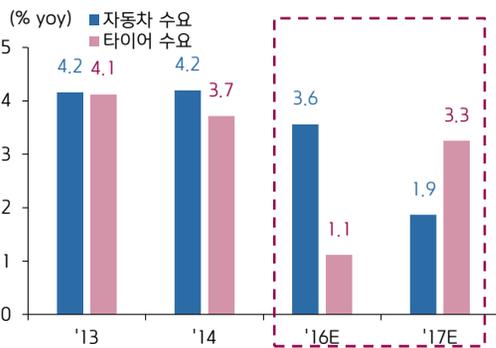
자료: IRSG, 키움증권

천연고무 공급: 수요보다 높은 공급 증가세 지속



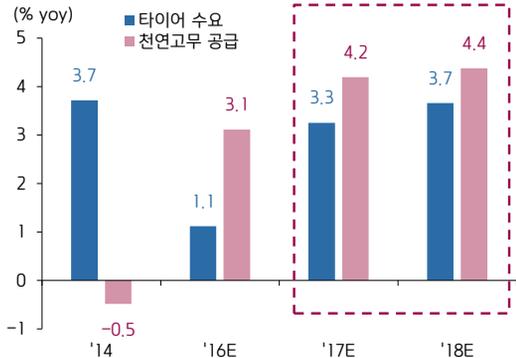
자료: IRSG, 키움증권

타이어 vs. 완성차 수요 전망



자료: GBIC, IRSG, 키움증권

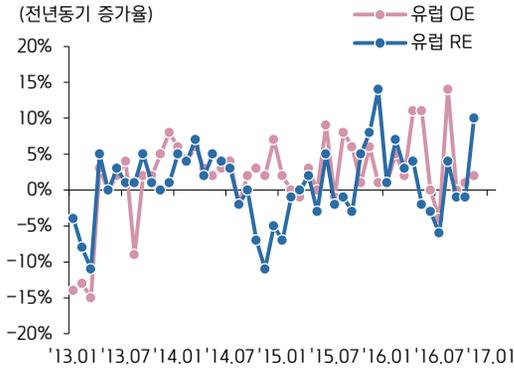
타이어 수요 vs. 천연고무 공급 증가율



자료: IRSG, 키움증권

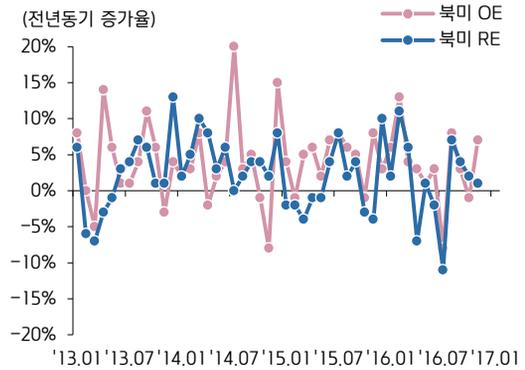
참고: Michelin Market Data

유럽 수요 증가율



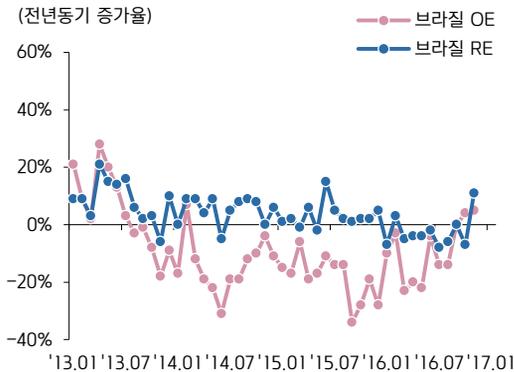
자료: Michelin, 키움증권

북미 수요 증가율



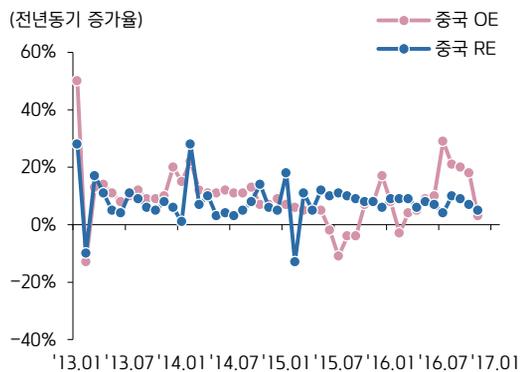
자료: Michelin, 키움증권

브라질 수요 증가율



자료: Michelin, 키움증권

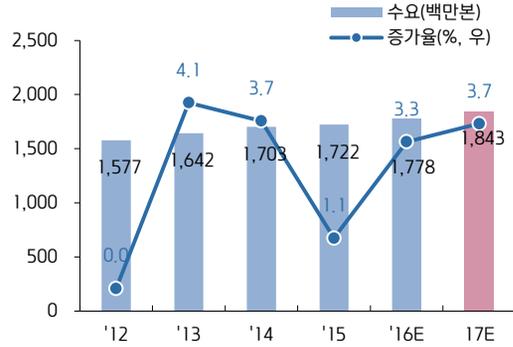
중국 수요 증가율



자료: Michelin, 키움증권

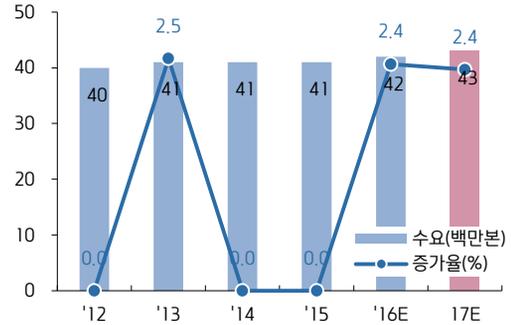
참고: 타이어 지역별 수요 추이 및 전망

글로벌 타이어 수요 전망



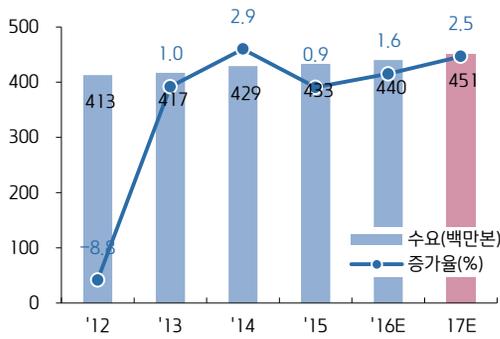
자료: LMC, 키움증권

한국 타이어 수요 전망



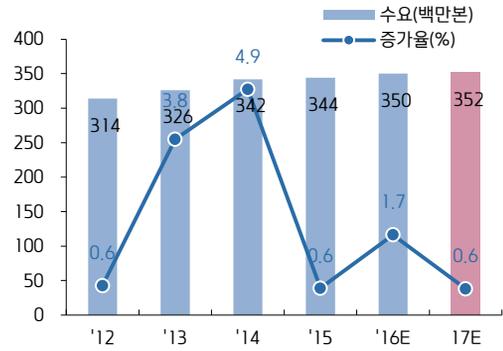
자료: LMC, 키움증권

유럽 타이어 수요 전망



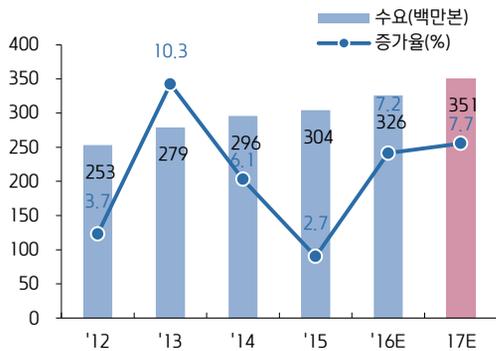
자료: LMC, 키움증권

미국 타이어 수요 전망



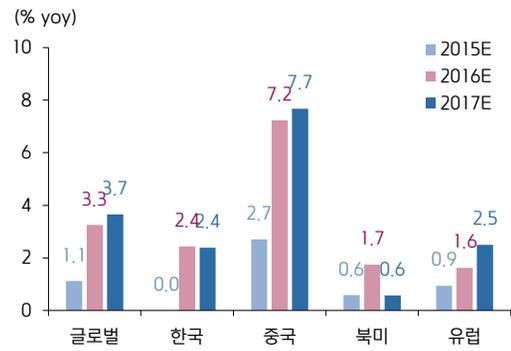
자료: LMC, 키움증권

중국 타이어 수요 전망



자료: LMC, 키움증권

지역별 타이어 수요 증가율



자료: LMC, 키움증권

참고: 타이어 원재료(천연고무, 합성고무) 관련 Key Data

천연고무 가격 추이



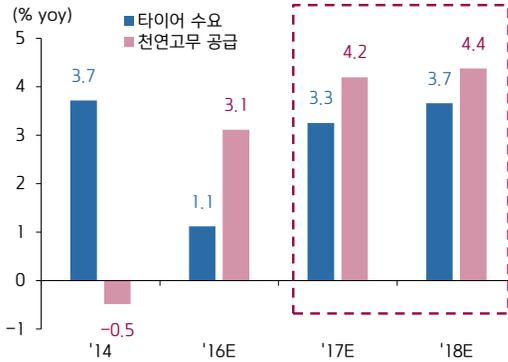
자료: Datastream, 키움증권

합성고무 가격 추이



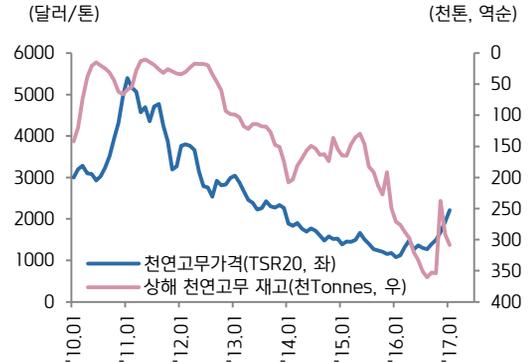
자료: KITA, 키움증권

천연고무 vs. 타이어 수요 증가율



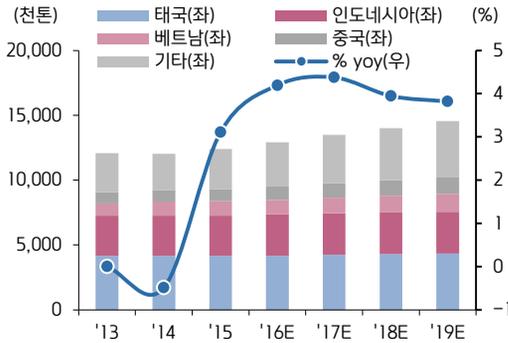
자료: LMC, IRSG, 키움증권

상해 천연고무 재고 추이



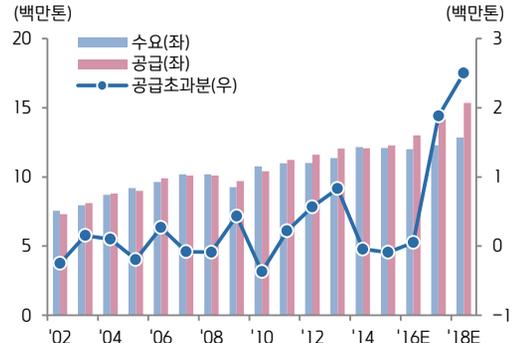
자료: Bloomberg, 키움증권

천연고무 지역별 공급 추이



자료: IRSG, 키움증권

천연고무 수요 및 공급 추이



자료: IRSG, 키움증권

II. 자동차/부품/타이어 4Q16 Preview

>>> 자동차/부품: 중국 출하 호조로 부품사 실적 차별화

주요 실적 변수

4Q16 완성차 실적에 영향을 주는 주요 변수, 1) 환율, 2) 물량, 3) 가격/믹스가 긍정적으로 기여했다. 특히, 이익 기여도가 높은 국내 수익성 회복에 민감한 변수의 변화에 주목한다.

달러대비 원화 약세와 수출 물량 회복으로 국내 수익성이 개선되었으며, 계절 성수기 진입, 파업 종료 후 가동 회복으로 전분기대비 볼륨 회복이 명확했다. 2H16 개별소비세 인하 종료 이후 내수 부진에도 일부 신차 출시(현대차 그랜저)로 방어 했으며, 수출 증가로 국내 가동률 회복에 기여했다.

1) 평균 환율:

- > 원/달러: 1,157.4 원/달러, +0.0% yoy, + 3.2% qoq
- > 원/위안: 169.1 원/위안, -6.6% yoy, +0.7% qoq
- > 원/유로: 1,247.0 원/유로, -1.6% yoy, -0.3% qoq
- > 원/루피: 17.2 원/루피, -2.2% yoy, +2.5% qoq
- > 원/헤알: 350.8 원/헤알, +16.5% yoy, +1.4% qoq
- > 원/루블: 18.4 원/루블, +4.6% yoy, +5.8% qoq
- > 원/페소: 58.4 원/페소, -15.4% yoy, -2.4% qoq
- > 원/엔: 1,058.4 원/엔, +11.1% yoy, -3.3% qoq

2) 글로벌 출하: 파업 영향을 감안하면 양호한 실적 기록, 중국 출하 호조

- > 현대차: 글로벌 138.2만대(-3.1% yoy), 중국 외 100.9만대(-6.1% yoy)
- > 기아차: 글로벌 87.7만대(+1.6% yoy), 중국 외 65.1만대(+0.2% yoy)

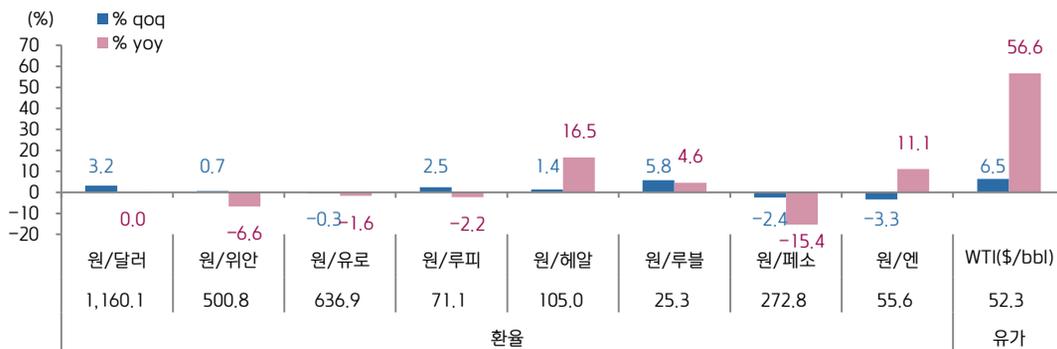
3) 주요 실적 이슈:

- > 파업영향 지속: 현대차, 기아차 → 원가율 부담에 따른 매출총이익률 하락
- > 기말환율 급등: 현대차, 기아차 판매보증충당금 급증
- > 중국출하 호조: 세계 혜택 축소 전 선수요 확대로 중국 출하 호조세 → 부품주 실적 차별화 요인

4Q16 Preview에서는 파업 종료 이후 가동 회복과 원화 약세로 인한 환율 효과를 반영해 자동차/부품의 실적을 추정하였다.

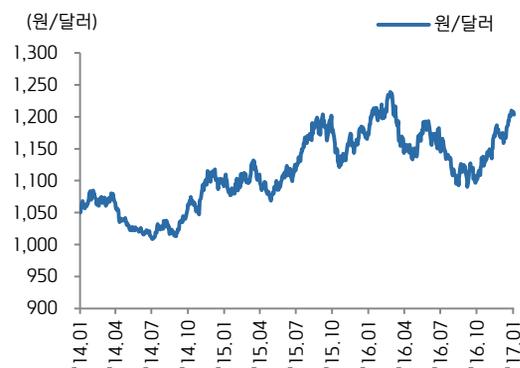
4Q16 주요 환율 및 유가 추이

4Q16 주요 환율 변동 추이: 전반적으로 전분기대비 원화 약세되며 수출 채산성 개선



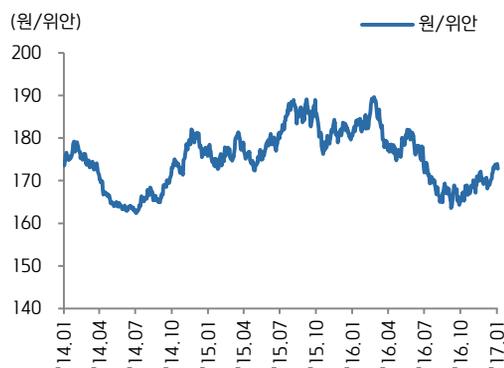
자료: BOK, Bloomberg, 키움증권

원/달러: 1,157.4, 0.0% yoy, 3.2% qoq



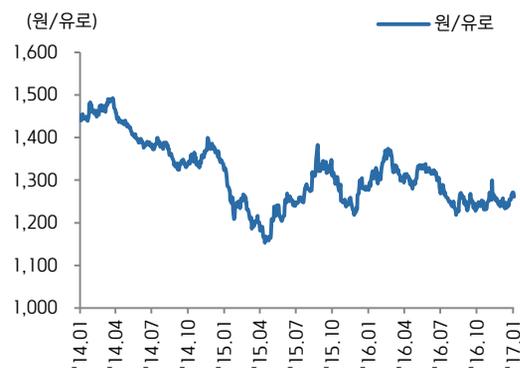
자료: Bloomberg, 키움증권

원/위안: 169.1, -6.6% yoy, +0.7% qoq



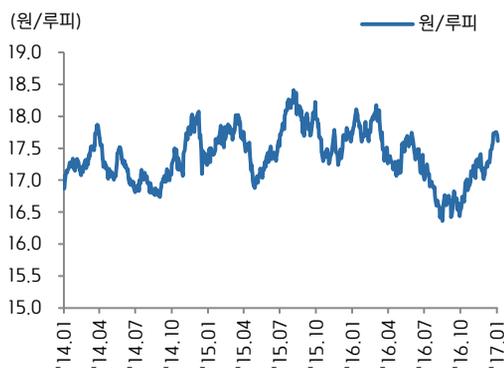
자료: Bloomberg, 키움증권

원/유로: 1,247.0, -1.6% yoy, -0.3% qoq



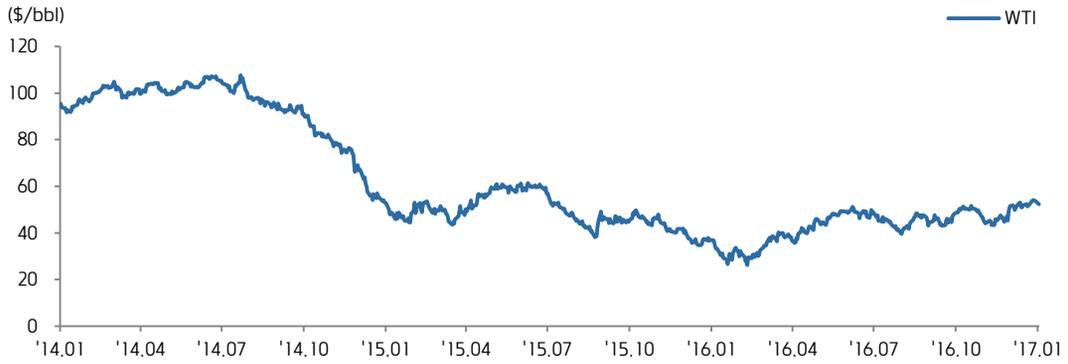
자료: Bloomberg, 키움증권

원/루피: 17.2, -2.2% yoy, +2.5% qoq



자료: Bloomberg, 키움증권

WTI 유가 추이: 49.2\$/bbl, +56.6%yoy, +6.5%qoq



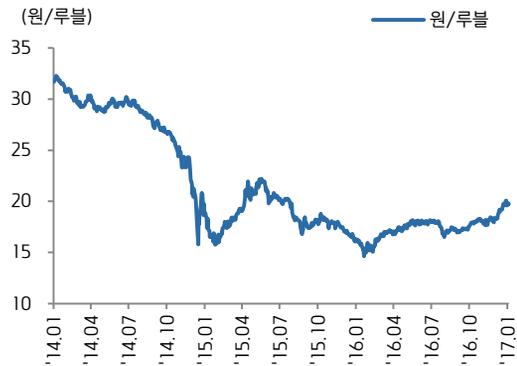
자료: Bloomberg, 키움증권

원/헤알: 350.8, +16.5% yoy, +1.4% qoq



자료: Bloomberg, 키움증권

원/루블: 18.4, +4.6% yoy, +5.8% qoq



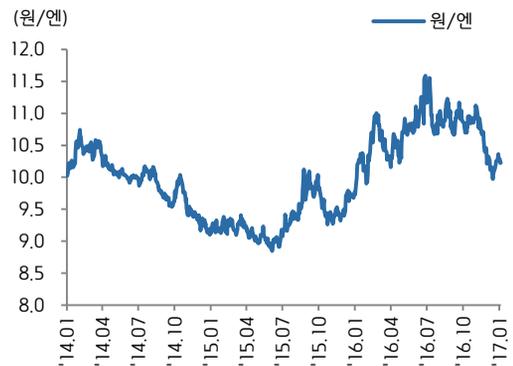
자료: Bloomberg, 키움증권

원/페소: 58.4, -15.4% yoy, -2.4% qoq



자료: Bloomberg, 키움증권

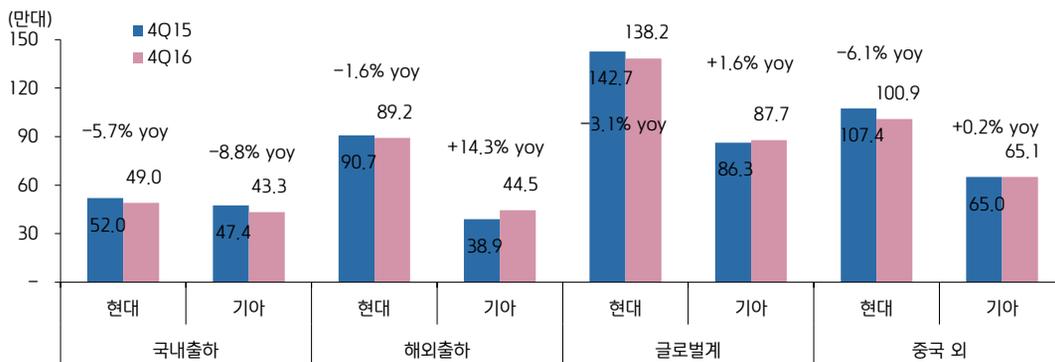
원/엔: 1,058.4, +11.1% yoy, -3.3% qoq



자료: Bloomberg, 키움증권

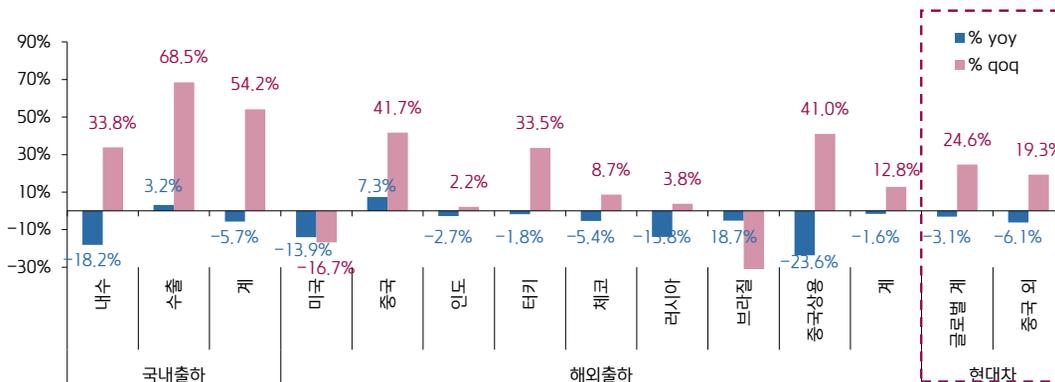
4Q16 현대기아차 출하 실적

4Q16 현대기아차 출하: 중국 외 현대차 -6.1% yoy, 기아차 +0.2% yoy



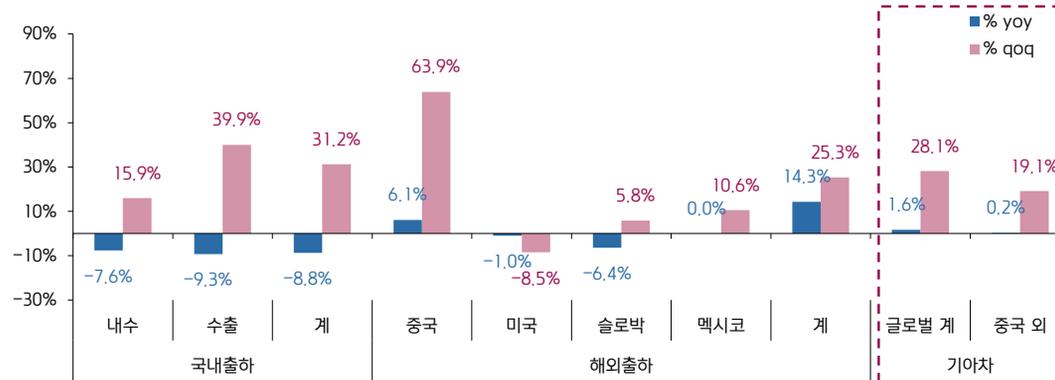
자료: 각 사, 키움증권

4Q16 현대차 출하 증가율: 중국 외 -6.1% yoy, +19.3% qoq



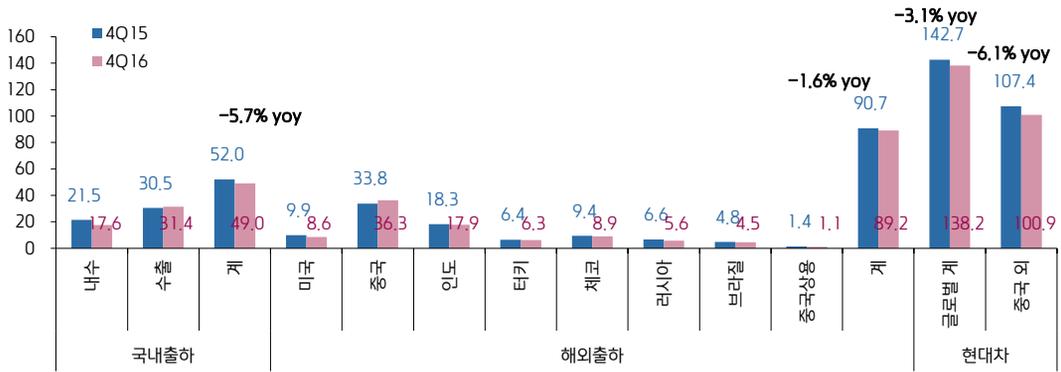
자료: 현대차, 키움증권

4Q16 기아차 출하 증가율: 중국 외 +0.2% yoy, +19.1% qoq



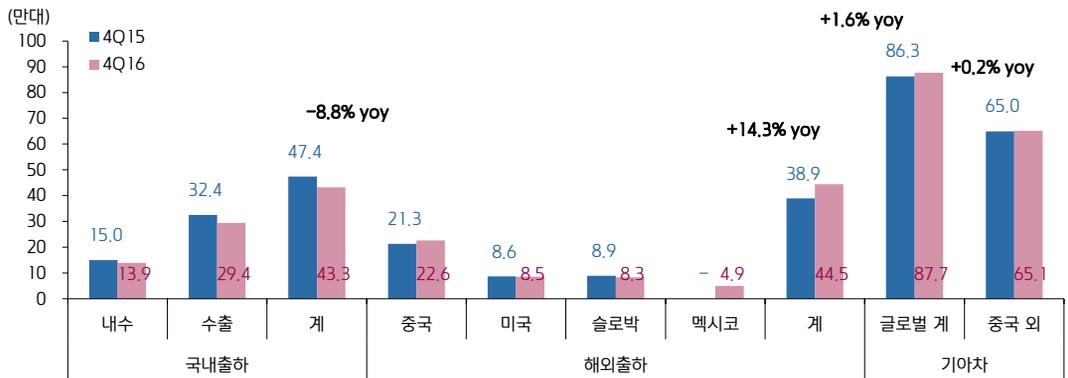
자료: 기아차, 키움증권

4Q16 현대차 출하: 중국 외 -6.1% yoy, +19.3% qoq



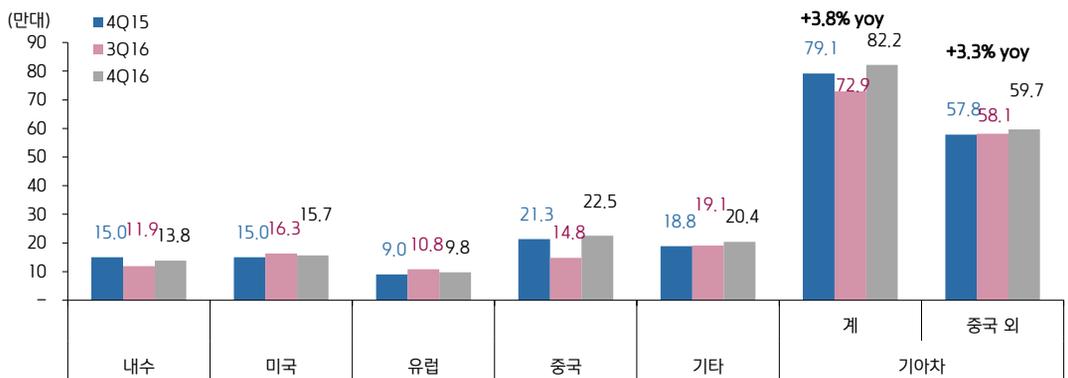
자료: 현대차, 키움증권

4Q16 기아차 출하: 중국 외 +0.2% yoy, +19.1% qoq



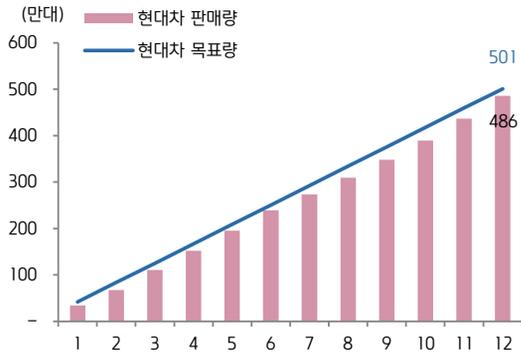
자료: 기아차, 키움증권

4Q16 기아차 리테일: 중국 외 % yoy, % qoq



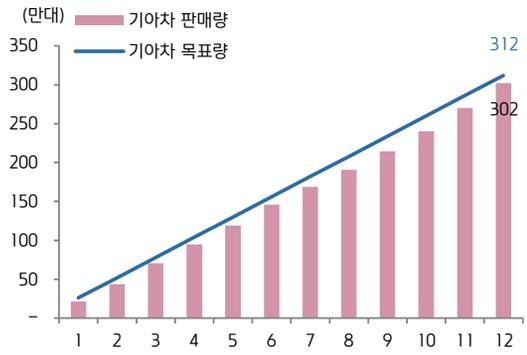
자료: 기아차, 키움증권

현대차 연간출하목표 달성률: 3.1% 미달



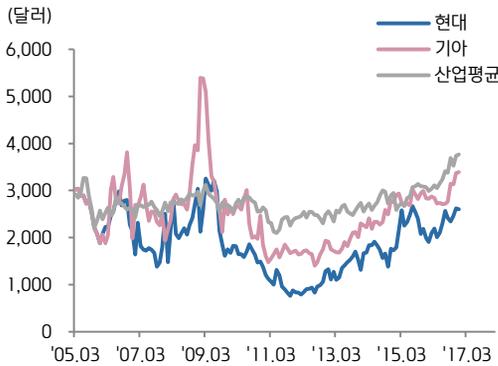
자료:현대차, 키움증권

기아차 연간출하목표 달성률: 3.3% 미달



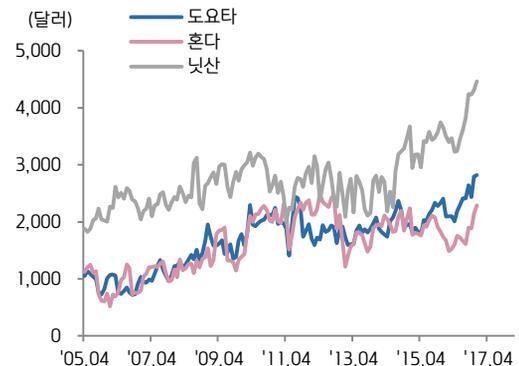
자료: 기아차, 키움증권

북미 인센티브 추이: 현대차, 기아차



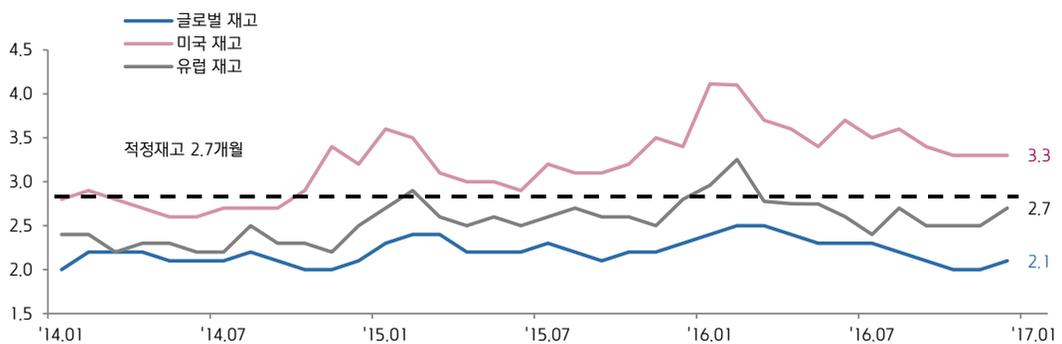
자료:현대차, 키움증권

북미 인센티브 추이: 일본 Big 3



자료: 기아차, 키움증권

현대차 지역별 재고 추이



자료: 현대차, 키움증권

4Q16 키움 자동차/부품/타이어 Coverage Preview

자동차/부품 4Q16 Preview: 전반적으로 완성차 일시적 부진, 부품사 중국 출하 호조 영향 (단위: 십억원, %, %p)

	4Q15	3Q16	4Q16	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff	
현대차	매출액	24,764.8	22,083.7	24,782.9	0.1	12.2	24,787.5	(0.0)
	영업이익	1,515.1	1,068.1	1,359.8	(10.2)	27.3	1,468.1	(7.4)
	세전이익	2,063.3	1,494.7	1,882.6	(8.8)	26.0	2,013.1	(6.5)
	지배순이익	1,631.4	1,061.4	1,428.9	(12.4)	34.6	1,468.4	(2.7)
	영업이익률	6.1	4.8	5.5	(0.6)	0.7	5.9	(0.4)
	세전이익률	8.3	6.8	7.6	(0.7)	0.8	8.1	(0.5)
	지배순이익률	6.6	4.8	5.8	(0.8)	1.0	5.9	(0.2)
기아차	매출액	12,791.8	12,698.9	13,245.5	3.5	4.3	13,510.3	(2.0)
	영업이익	514.4	524.7	535.7	4.1	2.1	596.5	(10.2)
	세전이익	482.5	879.3	899.8	86.5	2.3	867.2	3.8
	지배순이익	430.8	664.4	709.1	64.6	6.7	630.4	12.5
	영업이익률	4.0	4.1	4.0	0.0	(0.1)	4.4	(0.4)
	세전이익률	3.8	6.9	6.8	3.0	(0.1)	6.4	0.4
	지배순이익률	3.4	5.2	5.4	2.0	0.1	4.7	0.7
현대 모비스	매출액	9,988.8	8,778.1	10,224.8	2.4	16.5	10,350.7	(1.2)
	영업이익	867.2	721.7	881.7	1.7	22.2	878.3	0.4
	세전이익	1,165.4	959.2	1,239.1	6.3	29.2	1,177.3	5.2
	지배순이익	854.8	704.5	919.8	7.6	30.6	899.3	2.3
	영업이익률	8.7	8.2	8.6	(0.1)	0.4	8.5	0.1
	세전이익률	11.7	10.9	12.1	0.5	1.2	11.4	0.7
	지배순이익률	8.6	8.0	9.0	0.4	1.0	8.7	0.3
현대 위아	매출액	2,075.9	1,743.9	1,912.3	(7.9)	9.7	2,012.0	(5.0)
	영업이익	126.4	64.0	78.6	(37.8)	22.9	88.2	(11.0)
	세전이익	14.0	25.6	82.7	492.0	223.1	92.2	(10.3)
	지배순이익	3.4	0.7	64.2	1,781.7	8,536.5	74.8	(14.1)
	영업이익률	6.1	3.7	4.1	(2.0)	0.4	4.4	(0.3)
	세전이익률	0.7	1.5	4.3	3.7	2.9	4.6	(0.3)
	지배순이익률	0.2	0.0	3.4	3.2	3.3	3.7	(0.4)
한온 시스템	매출액	1,460.7	1,283.1	1,508.9	3.3	17.6	1,486.9	1.5
	영업이익	120.6	106.7	132.1	9.5	23.8	125.5	5.2
	세전이익	100.2	101.8	136.3	36.0	33.9	128.0	6.5
	지배순이익	69.5	69.0	95.7	37.6	38.8	86.6	10.4
	영업이익률	8.3	8.3	8.8	0.5	0.4	8.4	0.3
	세전이익률	6.9	7.9	9.0	2.2	1.1	8.6	0.4
	지배순이익률	4.8	5.4	6.3	1.6	1.0	5.8	0.5
S&T 모티브	매출액	332.2	276.4	291.2	(12.3)	5.4	307.4	(5.3)
	영업이익	33.3	24.5	24.6	(26.2)	0.1	28.2	(13.0)
	세전이익	27.8	6.6	26.0	(6.6)	294.0	34.4	(24.5)
	지배순이익	19.8	6.5	19.3	(2.4)	197.1	22.5	(14.1)
	영업이익률	10.0	8.9	8.4	(1.6)	(0.4)	9.2	(0.7)
	세전이익률	8.4	2.4	8.9	0.5	6.5	11.2	(2.3)
	지배순이익률	6.0	2.4	6.6	0.7	4.3	7.3	(0.7)

자료: 각 사, Fnguide, 키움증권 추정

타이어 4Q16 Preview: 고무가격 상승 영향에도 예상대비 실적 호조 기록 (단위: 십억원, %, %p)

	4Q15	3Q16	4Q16	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff	
한국 타이어	매출액	1,596.5	1,657.6	1,675.0	4.9	1.0	1,656.5	1.1
	영업이익	239.1	302.6	279.0	16.7	(7.8)	268.4	4.0
	세전이익	230.9	270.5	283.1	22.6	4.6	270.7	4.6
	지배순이익	189.2	206.5	200.0	5.7	(3.2)	196.5	1.7
	영업이익률	15.0	18.3	16.7	1.7	(1.6)	16.2	0.5
	세전이익률	14.5	16.3	16.9	2.4	0.6	16.3	0.6
	지배순이익률	11.8	12.5	11.9	0.1	(0.5)	11.9	0.1
넥센 타이어	매출액	456.1	470.2	473.5	3.8	0.7	473.0	0.1
	영업이익	66.2	65.4	63.5	(4.0)	(2.9)	62.2	2.2
	세전이익	50.1	53.6	49.5	(1.2)	(7.7)	53.0	(6.6)
	지배순이익	40.9	46.3	32.7	(20.1)	(29.4)	40.2	(18.8)
	영업이익률	14.5	13.9	13.4	(1.1)	(0.5)	13.1	0.3
	세전이익률	11.0	11.4	10.4	(0.5)	(0.9)	11.2	(0.8)
	지배순이익률	9.0	9.9	6.9	(2.1)	(2.9)	8.5	(1.6)
금호 타이어	매출액	784.2	710.1	789.2	0.6	11.1	778.8	1.3
	영업이익	42.7	9.5	54.7	27.9	477.5	36.2	51.1
	세전이익	(55.8)	(31.6)	26.8	흑전	흑전	7.4	260.5
	지배순이익	(32.5)	(31.4)	41.0	흑전	흑전	8.7	371.1
	영업이익률	5.4	1.3	6.9	1.5	5.6	4.6	2.3
	세전이익률	(7.1)	(4.4)	3.4	10.5	7.8	1.0	2.4
	지배순이익률	(4.1)	(4.4)	5.2	9.3	9.6	1.1	4.1

자료: 각 사, Fnguide, 키움증권 추정

4Q16 Preview: 부품/타이어 예상 상회, 완성차 예상 하회



자료: 각 사, Fnguide, 키움증권 추정

현대차(005380) (BUY/ TP 200,000원/ 재개) (자동차/부품 Top-pick)

- 4Q16 영업이익 1.36조원(-10.2% yoy, +27.3% qoq, OPM 5.5%), 컨센서스 1.47조원 7.4% 하회 전망
- 10월 중순까지 파업 영향으로 원가율 부담, 기말환율 급등으로 판매보증충당금 증가해 일회적 실적 부진 예상(4Q16 판매보증충당금 4천억원 추정)
- '17년 PER 6.2배. 믹스 개선, 우호적 환율, 이머징 회복으로 내수, 수출, 해외 손익 개선, 증익 전환 전망. 목표가는 2017년 EPS 22,038원과 목표 PER 8.0배(모델노후화 시점 PER 밴드 상단) 적용

기아차(000270) (BUY/ TP 52,000원/ 재개)

- 4Q16 영업이익 5,357억원(+4.1% yoy, +2.1% qoq, OPM 4.0%), 컨센서스 5,965억원 10.2% 하회 전망
- 10월 말까지 파업 영향으로 원가율 부담, 기말환율 급등으로 판매보증충당금 증가로 일회적 실적 부진
- '17년 PER 5.1배. 통상임금 이슈로 추가 할인 지속, 멕시코 볼륨 증가에도 트럼프 정책 리스크로 불확실성 큰 상황. 목표가는 2017년 EPS 7,985원과 목표 PER 6.5배(모델노후화 시점 PER 밴드 평균) 적용

현대모비스(012330) (BUY/ TP 380,000원/ 재개) (자동차/부품 Second-Pick)

- 4Q16 영업이익 8,817억원(+1.7% yoy, +22.2% qoq, OPM 8.6%), 컨센서스 8,783억원 0.4% 상회 전망
- 중국 출하 호조, 그랜저 출시로 핵심부품 비중 상승해 모듈 마진 개선, 우호적 환율로 A/S 마진 호조
- '17년 PER 7.7배. 1Q17 中 부진 우려로 현대차로 단기 스위칭 추천, 중장기 현대차 대비 PER 할증 확대 전망. 목표가는 2017년 EPS, 목표 PER 10.4배(현대차 목표 PER과 현대차 대비 PER 할증률 상단) 적용

현대위아(011210) (BUY/ TP 90,000원/ 재개)

- 4Q16 영업이익 786억원(-37.8% yoy, +22.9% qoq, OPM 4.1%), 컨센서스 882억원 11.0% 하회 전망
- 중국 출하 호조에도 2.0L 이상 엔진 수요는 부진해 CKD 실적 악화 지속, 기계 부문 회복 지연
- '17년 PER 8.0배. 서산, 디젤 계획은 차질 없으나 멕시코 불확실성 확대. 기계 및 중국 엔진 회복 지연은 부담. 목표가는 2017년 EPS, 목표 PER 9.6배(현대차 목표 PER과 현대차 대비 PER 할증률 평균) 적용

한온시스템(018880) (BUY/ TP 14,000원/ 신규) (자동차/부품 Top-pick)

- 4Q16 영업이익 1,321억원(+9.5% yoy, +23.8% qoq, OPM 8.8%), 컨센서스 1,255억원 5.2% 상회 전망
- 이익 비중 높은 중국 현대차그룹 출하 호조, 환율 개선으로 수출 채산성 개선 등 우호적 경영 환경
- '18년 PER 14.1배. 중국 사업 확대가 가시화, 친환경 제품 수주 확대 지속. E-Comp 등 주요 제품의 진입벽 높아 주요 업체 Valeo의 수주가 최근에 일어나는 점을 감안 시 타 업체 진출 쉽지 않을 전망. 목표가는 유럽 구조조정 효과 가시화되는 2018년 EPS에 목표 PER 16.4배(글로벌 공조업체 PER 평균과 과거 3년 평균 PER의 평균) 적용. 최근 주가 하락은 Trading 고려해도 매수 기회로 판단

S&T모티브(064960) (BUY/ TP 63,000원/ 신규)

- 4Q16 영업이익 246억원(+26.2% yoy, +0.1% qoq, OPM 8.4%), 컨센서스 282억원 13.0% 하회 전망
- 소송 덮개 발열 이슈로 납품이 지연되고 있어 방산 물량 감소에 따른 역기저효과 영향
- '17년 PER 10.6배. K2 납품 재개 보도, 모터 등 친환경 관련 부품의 물량 확대로 성장 기대감은 높으나, 방산 부문 실적 불확실성을 감안 시 2017년 이익의 성장의 가시성 다소 낮은 점은 부담. 목표가는 방산부문 실적 변동이 배제된 2018년 EPS에 목표 PER 12.1배(방산실적 안정기 PER 밴드 상단) 적용

한국타이어(161390) (BUY/ TP 76,000원/ 재개) (타이어 Top-pick)

- 4Q16 영업이익 2,790억원(+16.7% yoy, -7.8% qoq, OPM 16.7%), 컨센서스 2,684억원 4.0% 상회 전망
- 2Q16 고무가 상승, 인센티브 200억원 추정 고려해도 믹스 개선, 판가 인하 종료로 예상대비 실적 호조
- '17년 PER 8.5배. 최근 미국, 유럽 등 판가 인상 국면 진입으로 영업 레버리지 높은 한국 타이어 업체들의 이익 개선 효과가 클 전망. 수요 회복 더딘 점 감안 시 브랜드 가치 높은 한국타이어의 투자 매력이 가장 높음. 목표가는 2017년 EPS에 목표 PER 10.3배(2003년 이후 PER 평균 + 1std) 적용

넥센타이어(073240) (BUY/ TP 17,000원/ 신규)

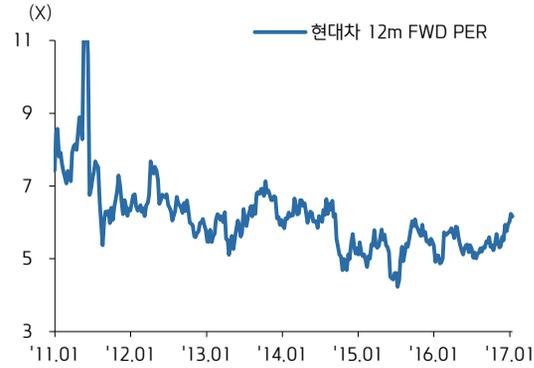
- 4Q16 영업이익 635억원(-4.0% yoy, -2.9% qoq, OPM 13.4%), 컨센서스 622억원 2.2% 상회 전망
- 2Q16 고무가 상승, 창녕공장 조기 정상화 역기저 감안해도 믹스 개선, 판가 인하 종료로 실적 호조
- '17년 PER 10.3배. 최근 미국, 유럽 등 판가 인상 국면 진입으로 영업 레버리지 높은 한국 타이어 업체들의 이익 개선 효과가 클 전망. 단, 한국타이어 대비 Valuation 매력 낮음. 목표가는 2017년 EPS에 목표 PER 12.1배(2003년 이후 PER 밴드 상단) 적용. 수요 회복 시 주가 상승 업종 내 가장 탄력적일 전망

금호타이어(073240) (Outperform/ TP 10,000원/ 신규)

- 4Q16 영업이익 547억원(+27.9% yoy, +477.5% qoq, OPM 6.9%), 컨센서스 362억원 51.1% 상회 전망
- 중국 재고 소진, 공장 이전에 따른 가동률 부진에서 정상화되고 있어 예상대비 실적 호조 기록할 전망
- '17년 PER 19.7배. 업황과 달리 채권단의 지분 매각 결과에 따른 주가 방향성이 결정될 것으로 판단. 목표가는 이익 정상화 되는 2018년 EPS, 목표 PER 12.0배(2003년 이후 PER 평균 - 1std) 적용

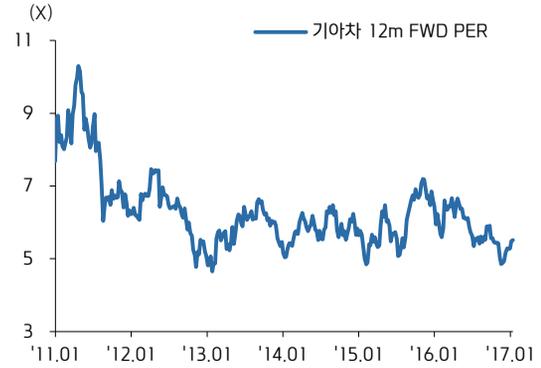
참고: 키움 Coverage Valuation Trend

현대차 12개월 선행 PER 추이



자료: Datastream, 키움증권

기아차 12개월 선행 PER 추이



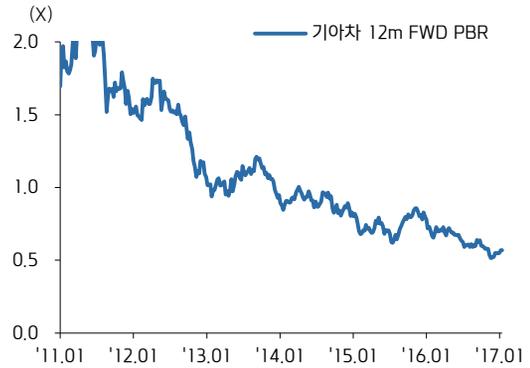
자료: Datastream, 키움증권

현대차 12개월 선행 PBR 추이



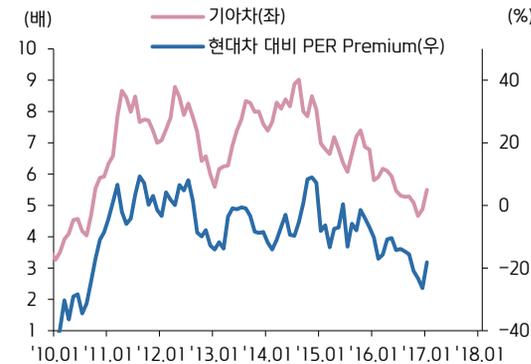
자료: Datastream, 키움증권

기아차 12개월 선행 PBR 추이



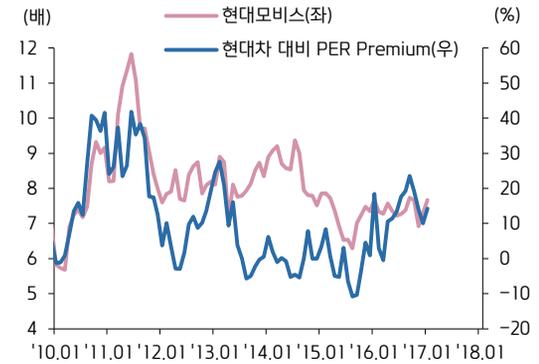
자료: Datastream, 키움증권

기아차, 현대차 대비 PER Premium 추이



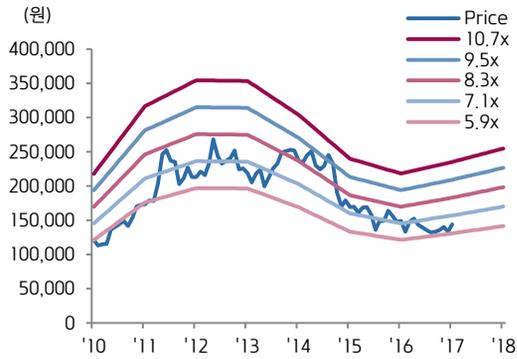
자료: 키움증권

현대모비스, 현대차 대비 PER Premium 추이



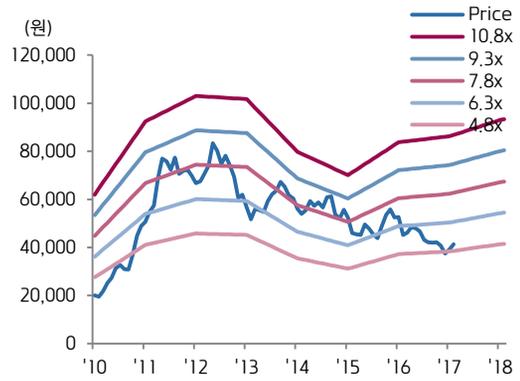
자료: 키움증권

현대차 PER Band



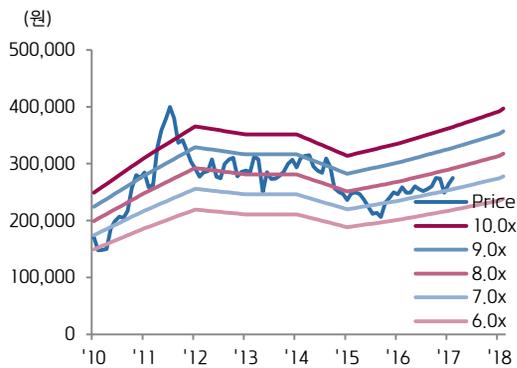
자료: 키움증권

기아차 PER Band



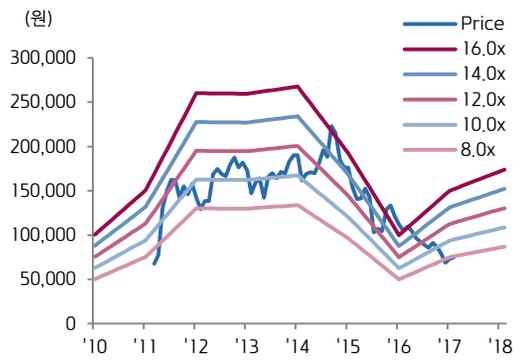
자료: 키움증권

현대모비스 PER Band



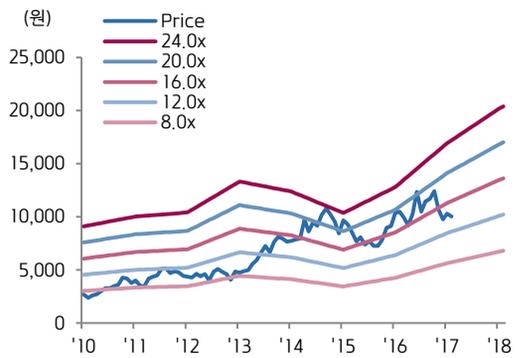
자료: 키움증권

현대위아 PER Band



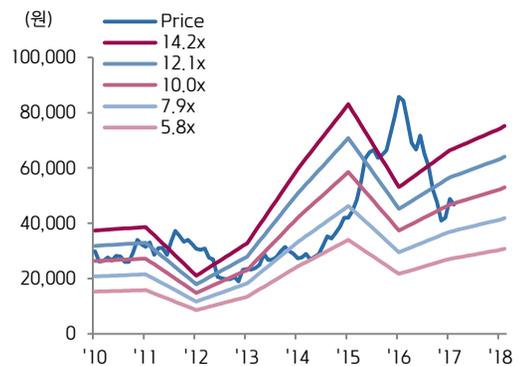
자료: 키움증권

한은시스템 PER Band



자료: 키움증권

S&T모티브 PER Band



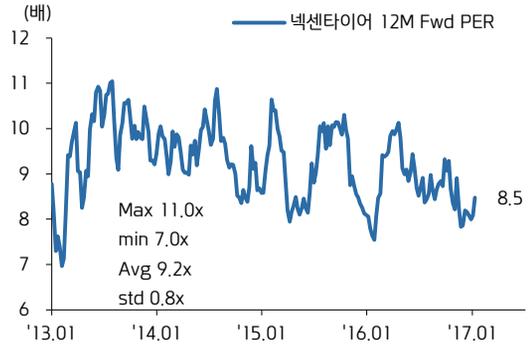
자료: 키움증권

한국타이어 12개월 선행, PER Band



자료: Datastream, 키움증권

넥센타이어 12개월 선행, PER Band



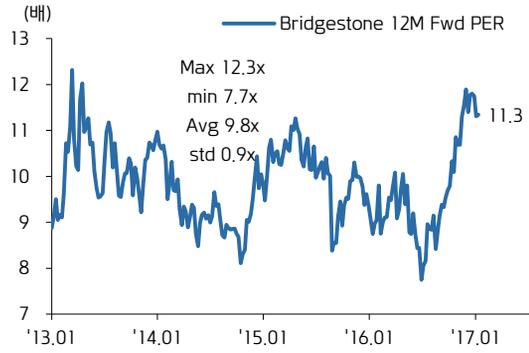
자료: Datastream, 키움증권

금호타이어 12개월 선행, PER Band



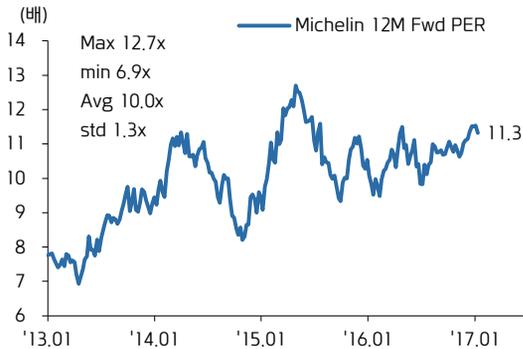
자료: Datastream, 키움증권

Bridgestone 12개월 선행, PER Band



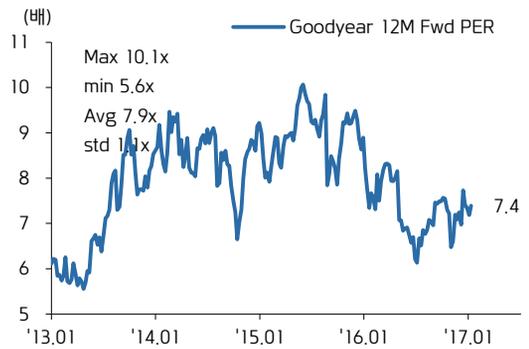
자료: Datastream, 키움증권

Michelin 12개월 선행, PER Band



자료: Datastream, 키움증권

Goodyear 12개월 선행, PER Band



자료: Datastream, 키움증권



기업분석

현대차(005380)	이머징 회복에 투자하세요! BUY(Reinitiate)/TP 200,000원
기아차(000270)	비포장 도로 주행 중 BUY(Reinitiate)/TP 52,000원
현대모비스(012330)	차별화된 할증 지속 기대 BUY(Reinitiate)/TP 380,000원
현대위아(011210)	벗어나지 못한 부진의 터널 BUY(Reinitiate)/TP 90,000원
한온시스템(018880)	Bargain Sale! BUY(Initiate)/TP 14,000원
S&T모티브(064960)	아직 풀리지 않은 방산의 매듭 BUY(Initiate)/TP 63,000원
한국타이어(161390)	가격 상승기엔 한국타이어! BUY(Reinitiate)/TP 76,000원
넥센타이어(002350)	수요 회복시 주가 상승 클 전망 BUY(Initiate)/TP 17,000원
금호타이어(073240)	주인이 바뀌길 기다리며 Outperform(Initiate)/TP 10,000원

현대차 (005380)



BUY(Reinitiate)

주가(1/16) 150,500원

목표주가 200,000원

현대차의 주가 할인 요소였던 1) 주력 신차의 실패와 부재, 2) 이머징 시장의 부진은 2017년 초를 기점으로 개선될 전망이다. 2017년 고가 신차 출시로 믹스 개선되고, 시장 성장의 주요 요인이 인도, 러시아, 브라질로 변화함에 따라 이 지역 판매 비중 높은 현대차의 수혜가 기대되기 때문이다. 제시한 목표주가 200,000원까지 부담 없는 주가 상승이 기대된다. 투자의견 Buy로 커버리지를 재개한다.

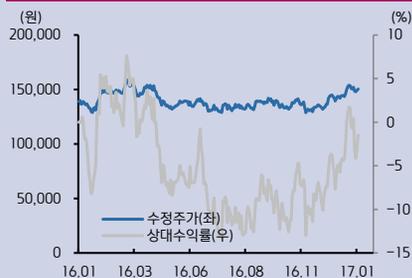
Stock Data

KOSPI (1/16)	2,064.17pt		
시가총액	395,040억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	159,000원	129,000원	
최고/최저가 대비 등락	-5.35%	16.67%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	7.9%	6.7%
	6M	13.2%	10.6%
	1Y	8.7%	-1.1%

Company Data

발행주식수	285,479천주	
일평균 거래량(3M)	450천주	
외국인 자본율	50.5%	
배당수익률(17.E)	3.0%	
BP (17.E)	252,556원	
주요 주주	현대모비스(주)	28.2%
	국민연금공단	8.0%

Price Trend



이머징 회복에 투자하세요!

>>> 믹스, 환율, 이머징 수요 개선 3중주

현대차는 연결 매출액 반영되는 인도, 러시아, 브라질 판매 비중이 22.9%로 글로벌 상위 12개사(평균 10.0%)중 가장 높아 해당지역 수요 회복 시 이익 개선이 가장 클 것으로 판단. 그랜저를 시작으로 OS(B-SUV), 쏘나타 F/L, 제네시스 G70으로 이어지는 신차 라인업이 믹스 개선을 견인하고, 우호적인 원/달러 환율은 수출 수익성을 상승시킬 전망이다. 감익 지속되어 온 현대차의 증익 전환은 저평가 매력을 더욱 부각시킬 전망이다

>>> 4Q16 영업이익 1.36조원 전망

4Q16 매출액 24.8조원(+0.1% yoy, +12.2% qoq), 영업이익 1.36조원(-10.2% yoy, +27.3% qoq, OPM 5.5%) 기록하며, 영업이익 기준 시장 예상치 1.47조원을 7.4% 하회할 전망이다. 10월 중순까지 파업 영향으로 원가율 상승, 기말 환율 급등으로 판매보증충당금 증가해 부진

>>> 투자의견 Buy, TP 200,000원 제시

현대차에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 200,000원을 제시하며 커버리지 재개. 목표주가는 2017년 예상 EPS 22,038원과 모델 노후화 시점 PER Band 상단인 8.0배를 목표 PER로 적용. 이머징 수요 급감으로 실적 감익, 주가 할인 받아온 현대차는 글로벌 자동차 시장의 성장요인 변화의 수혜를 받으며 1H17 주가 상승이 돌보일 전망이다

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	892,563	919,587	938,939	973,010	1,022,549
영업이익(억원)	75,500	63,579	55,321	60,511	66,665
EBITDA(억원)	100,999	91,519	85,798	94,509	103,620
세전이익(억원)	99,513	84,594	79,223	83,286	90,037
순이익(억원)	76,495	65,092	60,989	64,380	69,599
지배주주지분순이익(억원)	73,468	64,173	58,353	62,915	68,185
EPS(원)	28,488	24,884	22,627	24,396	23,885
증감율(%YoY)	-14.0	-12.7	-9.1	7.8	-2.1
PER(배)	5.9	6.0	6.5	6.2	6.3
PBR(배)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	5.3	6.2	7.2	7.1	7.0
영업이익률(%)	8.5	6.9	5.9	6.2	6.5
순이익률(%)	8.6	7.1	6.5	6.6	6.8
ROE(%)	12.8	10.1	8.8	8.6	8.7
순부채비율(%)	9.2	24.8	29.4	34.7	39.4

현대차 4Q16 Preview: 영업이익은 1.36조원을 기록해 컨센서스 7.4% 하회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	4Q15	3Q16	4Q16	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	24,764.8	22,083.7	24,782.9	0.1	12.2	24,787.5	(0.0)
영업이익	1,515.1	1,068.1	1,359.8	(10.2)	27.3	1,468.1	(7.4)
세전이익	2,063.3	1,494.7	1,882.6	(8.8)	26.0	2,013.1	(6.5)
지배순이익	1,631.4	1,061.4	1,428.9	(12.4)	34.6	1,468.4	(2.7)
영업이익률	6.1	4.8	5.5	(0.6)	0.7	5.9	(0.4)
세전이익률	8.3	6.8	7.6	(0.7)	0.8	8.1	(0.5)
지배순이익률	6.6	4.8	5.8	(0.8)	1.0	5.9	(0.2)

자료: 현대차, Fnguide, 키움증권 추정

현대차 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	-	-	97,301.0	102,254.9	-	-
영업이익	-	-	6,051.1	6,666.5	-	-
영업이익률(%)	-	-	6.2	6.5	-	-
EBITDA	-	-	9,450.9	10,362.0	-	-
EBITDA 이익률(%)	-	-	9.7	10.1	-	-
순이익	-	-	6,438.0	6,959.9	-	-

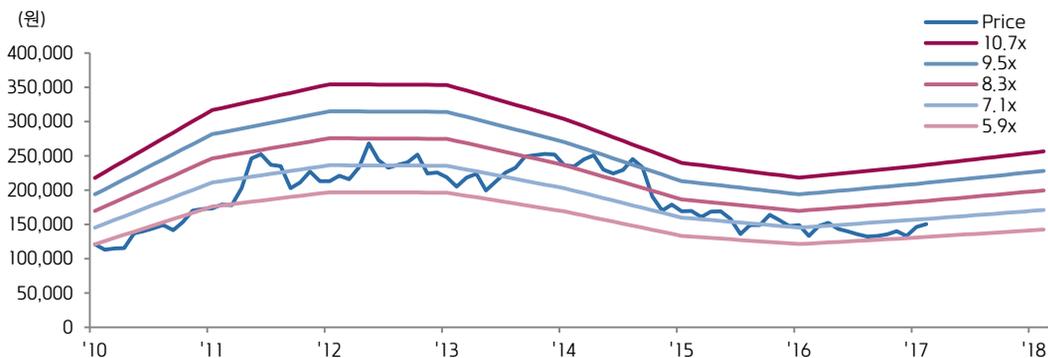
자료: 현대차, Fnguide, 키움증권 추정

현대차 목표주가 산출 내역

목표 PER	8.0 배	(a), 모델 노후화 시점 PER Band (5.8~8.0배) 상단
적용 EPS	24,396 원	(b), 2017년 예상 EPS
목표 주가	200,000 원	(a) x (b), 목표주가 신규
전일 증가	150,500 원	2017년 1월 16일 증가
주가상승여력	32.9 %	2017년 1월 16일 증가대비
투자 의견	BUY	투자 의견 신규(재개)

자료: 현대차, Fnguide, 키움증권 추정

현대차 PER Band



자료: Bloomberg, 키움증권

현대차 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016E	2017E	2018E
매출액	22,350.6	24,676.7	22,083.7	24,782.9	24,145.7	24,837.3	22,621.5	25,696.5	93,893.9	97,301.0	102,254.9
>자동차	17,238.6	19,421.0	16,617.7	19,536.9	18,805.0	19,332.6	17,010.6	20,075.2	72,814.2	75,223.5	79,098.2
>금융	3,529.0	3,561.0	3,767.0	3,467.1	3,741.9	3,790.3	3,902.6	3,821.3	14,324.1	15,256.0	16,268.4
>기타	1,583.0	1,694.0	1,699.0	1,778.9	1,598.8	1,714.3	1,708.3	1,800.0	6,754.9	6,821.5	6,888.2
영업이익	1,342.4	1,761.8	1,068.1	1,359.8	1,622.7	1,634.9	962.8	1,830.8	5,532.1	6,051.1	6,666.5
세전이익	2,163.4	2,381.6	1,494.7	1,882.6	2,233.8	2,183.6	1,521.0	2,390.3	7,922.3	8,328.6	9,003.7
순이익	1,768.1	1,763.9	1,118.8	1,448.1	1,731.2	1,743.3	1,123.0	1,840.5	6,098.9	6,438.0	6,959.9
영업이익률	6.0	7.1	4.8	5.5	6.7	6.6	4.3	7.1	5.9	6.2	6.5
세전이익률	9.7	9.7	6.8	7.6	9.3	8.8	6.7	9.3	8.4	8.6	8.8
순이익률	7.9	7.1	5.1	5.8	7.2	7.0	5.0	7.2	6.5	6.6	6.8
% yoy											
매출액	6.7	8.1	(5.7)	0.1	8.0	0.7	2.4	3.7	2.1	3.6	5.1
>자동차	4.3	9.0	(9.1)	(2.5)	9.1	(0.5)	2.4	2.8	0.2	3.3	5.2
>금융	22.3	11.4	11.8	16.2	6.0	6.4	3.6	10.2	15.2	6.5	6.6
>기타	3.9	(6.0)	(4.2)	2.0	1.0	1.2	0.5	1.2	(1.3)	1.0	1.0
영업이익	(15.5)	0.6	(29.0)	(10.2)	20.9	(7.2)	(9.9)	34.6	(13.0)	9.4	10.2
세전이익	(6.8)	0.5	(12.4)	(8.8)	3.3	(8.3)	1.8	27.0	(6.3)	5.1	8.1
순이익	(10.8)	(1.5)	(7.2)	(5.3)	(2.1)	(1.2)	0.4	27.1	(6.3)	5.6	8.1
% qoq											
매출액	(9.7)	10.4	(10.5)	12.2	(2.6)	2.9	(8.9)	13.6			
>자동차	(14.0)	12.7	(14.4)	17.6	(3.7)	2.8	(12.0)	18.0			
>금융	18.2	0.9	5.8	(8.0)	7.9	1.3	3.0	(2.1)			
>기타	(9.2)	7.0	0.3	4.7	(10.1)	7.2	(0.3)	5.4			
영업이익	(11.4)	31.2	(39.4)	27.3	19.3	0.7	(41.1)	90.1			
세전이익	4.9	10.1	(37.2)	26.0	18.7	(2.2)	(30.3)	57.2			
순이익	15.6	(0.2)	(36.6)	29.4	19.5	0.7	(35.6)	63.9			
글로벌판매대수(천대)	1,107.7	1,286.7	1,085.0	1,382.3	1,255.9	1,301.4	1,160.9	1,371.8	4,861.6	5,090.0	5,305.0
원/달러	1,201.4	1,163.3	1,121.4	1,157.4	1,185.0	1,155.0	1,170.0	1,200.0	1,160.9	1,177.5	1,210.0
원/유로	1,324.9	1,313.3	1,251.0	1,247.0	1,248.0	1,251.1	1,270.5	1,280.5	1,284.0	1,262.5	1,331.0

자료: 현대차, Fnguide, 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	892,563	919,587	938,939	973,010	1,022,549
매출원가	701,263	737,013	759,238	783,829	820,828
매출총이익	191,300	182,574	179,700	189,181	201,721
판매비및일반관리비	115,801	118,995	124,379	128,670	135,056
영업이익	75,500	63,579	55,321	60,511	66,665
영업이익률(%)	8.5%	6.9%	5.9%	6.2%	6.5%
영업외손익	24,013	21,015	23,902	22,775	23,373
이자수익	6,524	4,909	3,778	4,037	4,221
배당금수익	299	138	351	367	382
외환이익	5,485	9,062	10,796	11,394	12,952
이자비용	3,002	2,592	3,192	3,886	4,162
외환손실	9,232	11,114	11,247	12,104	13,831
관계기업자본법손익	23,887	19,307	19,335	20,464	21,051
투자및기타자산처분손익	-55	-15	2,909	670	212
금융상품평가및기타금융이익	886	-205	381	174	68
기타	-777	1,525	791	1,659	2,480
법인세차감전이익	99,513	84,594	79,223	83,286	90,037
법인세비용	23,018	19,502	18,234	18,906	20,438
유효법인세율(%)	23.1%	23.1%	23.0%	22.7%	22.7%
당기순이익	76,495	65,092	60,989	64,380	69,599
지배주주지분손이익(억원)	73,468	64,173	58,353	62,915	68,185
EBITDA	100,999	91,519	85,798	94,509	103,620
현금순이익(Cash Earnings)	101,994	93,032	91,466	98,378	106,554
수정당기순이익	75,856	65,261	58,496	63,741	69,386
증감률(% YoY)					
매출액	2.2	3.0	2.1	3.6	5.1
영업이익	-9.2	-15.8	-13.0	9.4	10.2
법인세차감전이익	-14.9	-15.0	-6.3	5.1	8.1
당기순이익	-14.9	-14.9	-6.3	5.6	8.1
지배주주지분당기순이익	-14.0	-12.7	-9.1	7.8	8.4
EBITDA	-7.1	-9.4	-6.3	10.2	9.6
EPS	-14.0	-12.7	-9.1	7.8	-2.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	38,254	10,439	37,524	42,813	48,511
당기순이익	76,495	65,092	60,989	64,380	69,599
감가상각비	18,438	19,727	18,458	21,079	23,645
무형자산상각비	7,061	8,213	12,018	12,919	13,310
외환손익	2,428	1,091	451	710	879
자산처분손익	225	150	-2,909	-670	-212
지분법손익	-24,030	-18,873	-19,335	-20,464	-21,051
영업활동자산부채 증감	-107,166	-137,019	-85,293	-91,238	-97,191
기타	64,804	72,059	53,144	56,097	59,532
투자활동현금흐름	-78,759	-78,433	-88,552	-112,629	-129,637
투자자산의 처분	-32,793	15,099	-11,389	-24,692	-36,664
유형자산의 처분	470	627	0	0	0
유형자산의 취득	-33,538	-81,417	-59,202	-60,978	-62,807
무형자산의 처분	-13,640	-12,030	-13,632	-14,181	-14,611
기타	740	-711	-4,329	-12,778	-15,555
재무활동현금흐름	46,834	72,012	45,148	48,669	52,986
단기차입금의 증가	13,885	18,747	21,551	22,333	23,470
장기차입금의 증가	38,804	69,898	27,053	28,035	29,462
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-5,869	-13,525	-10,857	-11,398	-12,210
기타	14	-3,108	7,401	9,699	12,264
현금및현금성자산의순증가	2,241	2,350	-5,879	-21,147	-28,140
기초현금및현금성자산	68,724	70,965	73,315	67,435	46,288
기말현금및현금성자산	70,965	73,315	67,435	46,288	18,148
Gross Cash Flow	145,420	147,458	80,817	89,051	97,702
Op Free Cash Flow	-70,809	-153,604	-1,717	3,468	8,878

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	650,257	675,292	682,080	683,237	687,526
현금및현금성자산	70,965	73,315	67,435	46,288	18,148
유동금융자산	413,855	410,170	418,801	433,999	456,095
매출채권및유동채권	87,941	97,144	99,188	102,788	108,021
재고자산	74,172	91,990	93,926	97,334	102,290
기타유동비금융자산	3,323	2,673	2,730	2,829	2,973
비유동자산	821,994	978,387	1,080,841	1,199,238	1,327,600
장기매출및기타비유동채권	13,025	17,160	17,521	18,157	19,081
투자자산	405,947	446,369	459,882	478,704	502,124
유형자산	225,423	286,989	327,733	367,632	406,794
무형자산	38,217	42,981	44,595	45,857	47,157
기타비유동자산	139,383	184,889	231,111	288,888	352,444
자산총계	1,472,251	1,653,679	1,762,921	1,882,475	2,015,126
유동부채	351,797	412,135	452,110	496,618	546,422
매입채무및기타유동채무	157,826	175,203	178,890	185,382	194,820
단기차입금	68,346	89,453	111,004	133,337	156,807
유동성장기차입금	96,995	112,276	127,879	144,048	161,040
기타유동부채	28,629	35,203	34,337	33,852	33,756
비유동부채	494,249	572,730	591,865	613,928	639,386
장기매입채무및비유동채무	11,910	13,441	13,724	14,222	14,946
사채및장기차입금	377,333	447,601	459,052	470,918	483,388
기타비유동부채	105,006	111,688	119,089	128,788	141,051
부채총계	846,046	984,865	1,043,975	1,110,546	1,185,808
자본금	14,890	14,890	14,890	14,890	14,890
주식발행초과금	33,213	33,213	33,213	33,213	33,213
이익잉여금	546,499	600,351	648,636	700,952	757,736
기타자본	-18,054	-28,215	-28,215	-28,215	-28,215
지배주주지분자본총계	576,548	620,240	668,524	720,841	777,624
비지배주주지분자본총계	49,657	48,574	50,422	51,088	51,693
자본총계	626,206	668,814	718,946	771,929	829,318
순차입금	57,854	165,846	211,698	268,016	326,992
총차입금	542,674	649,331	697,935	748,302	801,234

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	28,488	24,884	22,627	24,396	23,885
BPS	201,958	217,263	234,203	252,556	272,476
주당EBITDA	39,163	35,488	33,269	36,647	36,297
CFPS	39,549	36,074	35,467	38,147	37,325
DPS	3,000	4,000	4,200	4,500	5,000
주가배수(배)					
PER	5.9	6.0	6.5	6.2	6.3
PBR	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	5.3	6.2	7.2	7.1	7.0
PCFR	4.3	4.1	4.1	3.9	4.0
수익성(%)					
영업이익률	8.5	6.9	5.9	6.2	6.5
순이익률	8.6	7.1	6.5	6.6	6.8
EBITDA margin	11.3	10.0	9.1	9.7	10.1
총자산이익률(ROA)	5.5	4.2	3.6	3.5	3.6
자기자본이익률(ROE)	12.8	10.1	8.8	8.6	8.7
투하자본이익률(ROIC)	25.2	17.7	12.6	12.2	12.1
안정성(%)					
부채비율	135.1	147.3	145.2	143.8	142.9
순차입금비율	9.2	24.8	29.4	34.7	39.4
이자보상배율(배)	25.1	24.5	17.3	15.6	16.0
활동성(배)					
매출채권회전율	10.6	9.9	9.6	9.6	9.7
재고자산회전율	12.3	11.1	10.1	10.2	10.2
매입채무회전율	5.7	5.5	5.3	5.3	5.4

기아차 (000270)



BUY(Reinitiate)

주가(1/16) 40,500원

목표주가 52,000원

기아차는 트럼프 정책 이슈로 불확실성이 높아지고 있는 멕시코 공장 신설로 유일한 성장 동력인 향후 출하 성장의 불확실성이 높아지는 가운데, 노조의 통상임금 소송이 마무리되지 않아 주가 상승을 가로막는 부담 요인으로 지속되고 있다. 장기적으로 인도 공장 신설 등 물량 증가가 현대차 대비 높아 단기 부정적 이슈 이후를 염두한 투자자의견 Buy, 목표주가 52,000원을 제시하며 커버리지를 재개한다.

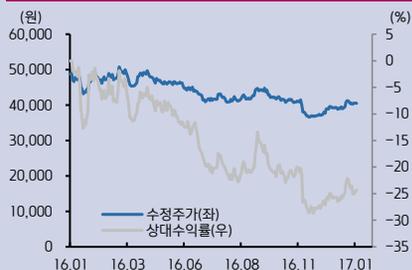
Stock Data

KOSPI (1/16)	2,064.17pt		
시가총액	164,172억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	50,800원	36,650원	
최고/최저가 대비 등락	-20.28%	10.50%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	3.2%	2.1%
	6M	-3.3%	-5.5%
	1Y	-18.3%	-25.6%

Company Data

발행주식수	405,363천주	
일평균 거래량(3M)	884천주	
외국인 자본율	37.7%	
배당수익률(17.E)	3.0%	
BP (17.E)	73,225원	
주요 주주	현대자동차(주)	35.6%
	국민연금공단	7.1%

Price Trend



비포장 도로 주행 중

>>> 불확실성 + 불확실성

기아차는 멕시코 공장 가동과 인도 공장 신설 가능성으로 볼륨 증가로 인한 매출 장기 성장 기대감이 높음. 다만 최근 트럼프 정책 이슈로 도요타, 포드 등 멕시코 공장 신설에 대한 계획을 철회하고 있는 상황에서 향후 공급 물량의 수요 흡수에 대한 불확실성이 커지고 있는 상황. 또한 2017년으로 이연된 노조의 통상임금 소송은 현대차대비 높은 Valuation 적용을 어렵게 하는 요인

>>> 4Q16 영업이익 5,357억 전망

4Q16 매출액 13.2조원(+3.5% yoy, +4.3% qoq), 영업이익 5,357조원(+4.1% yoy, +2.1% qoq, OPM 4.0%) 기록하며, 영업이익 기준 시장 예상치 5,965조원을 10.2% 하회할 전망. 10월 말까지 파업 영향으로 원가율 상승, 기말환율 급등으로 판매보증충당금 증가해 부진

>>> 투자의견 Buy, TP 52,000원 제시

기아차에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 52,000원을 제시하며 커버리지 재개. 목표주가는 2017년 예상 EPS 7,985원과 모델 노후화 시점 PER Band 평균인 6.5배를 목표 PER로 적용. 통상임금 판결 및 트럼프 정책 불확실성에 따른 주가 하방 압력이 높아 현대차 대비 비선호 추천하나, 장기적으로 인도 공장 신설 등 매출 성장 요인 커 Buy 의견 제시

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	470,970	495,214	530,437	560,390	593,300
영업이익(억원)	25,725	23,543	24,650	26,696	29,507
EBITDA(억원)	39,098	37,768	39,962	43,866	48,247
세전이익(억원)	38,163	31,003	38,855	40,922	44,125
순이익(억원)	29,936	26,306	31,437	32,369	34,903
지배주주지분순이익(억원)	29,936	26,306	31,437	32,369	34,903
EPS(원)	7,385	6,489	7,755	7,985	8,610
증감율(%YoY)	-21.6	-12.1	19.5	3.0	7.8
PER(배)	7.1	8.1	5.1	5.1	4.7
PBR(배)	0.9	0.9	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	4.8	5.5	3.7	3.4	3.0
영업이익률(%)	5.5	4.8	4.6	4.8	5.0
순이익률(%)	6.4	5.3	5.9	5.8	5.9
ROE(%)	14.0	11.3	12.3	11.4	11.2
순부채비율(%)	-11.6	-3.0	-3.5	-4.6	-6.5

기아차 4Q16 Preview: 영업이익은 5,357억원을 기록해 컨센서스 10.2% 하회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	4Q15	3Q16	4Q16	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	12,791.8	12,698.9	13,245.5	3.5	4.3	13,510.3	(2.0)
영업이익	514.4	524.7	535.7	4.1	2.1	596.5	(10.2)
세전이익	482.5	879.3	899.8	86.5	2.3	867.2	3.8
지배순이익	430.8	664.4	709.1	64.6	6.7	630.4	12.5
영업이익률	4.0	4.1	4.0	0.0	(0.1)	4.4	(0.4)
세전이익률	3.8	6.9	6.8	3.0	(0.1)	6.4	0.4
지배순이익률	3.4	5.2	5.4	2.0	0.1	4.7	0.7

자료: 기아차, Fnguide, 키움증권 추정

기아차 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	-	-	56,039.0	59,330.0	-	-
영업이익	-	-	2,669.6	2,950.7	-	-
영업이익률(%)	-	-	4.8	5.0	-	-
EBITDA	-	-	4,386.6	4,824.7	-	-
EBITDA 이익률(%)	-	-	7.8	8.1	-	-
순이익	-	-	3,236.9	3,490.3	-	-

자료: 기아차, Fnguide, 키움증권 추정

기아차 목표주가 산출 내역

목표 PER	6.5 배	(a), 모델 노후화 시점 PER Band (5.8~7.2배) 상단
적용 EPS	7,985 원	(b), 2017년 예상 EPS
목표 주가	52,000 원	(a) x (b), 목표주가 신규
전일 증가	40,500 원	2017년 1월 16일 증가
주가상승여력	28.4 %	2017년 1월 16일 증가대비
투자 의견	BUY	투자 의견 신규(투자 의견 변경 없음, 애널리스트 변경)

자료: 기아차, Fnguide, 키움증권 추정

기아차 PER Band



자료: Bloomberg, 키움증권

기아차 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016E	2017E	2018E
매출액	12,649.4	14,450.0	12,698.9	13,245.5	13,604.4	14,385.1	13,043.1	15,006.4	53,043.7	56,039.0	59,330.0
영업이익	633.6	770.9	524.7	535.7	688.9	754.9	600.7	625.1	2,465.0	2,669.6	2,950.7
세전이익	1,046.7	1,059.7	879.3	899.8	1,049.3	1,114.1	932.6	996.2	3,885.5	4,092.2	4,412.5
순이익	944.6	825.7	664.4	709.1	830.0	881.2	737.7	788.0	3,143.7	3,236.9	3,490.3
영업이익률	5.0	5.3	4.1	4.0	5.1	5.2	4.6	4.2	4.6	4.8	5.0
세전이익률	8.3	7.3	6.9	6.8	7.7	7.7	7.2	6.6	7.3	7.3	7.4
순이익률	7.5	5.7	5.2	5.4	6.1	6.1	5.7	5.3	5.9	5.8	5.9
% yoy											
매출액	13.2	16.1	(3.1)	3.5	7.5	(0.4)	2.7	13.3	7.1	5.6	5.9
영업이익	23.8	18.5	(22.5)	4.1	8.7	(2.1)	14.5	16.7	4.7	8.3	10.5
세전이익	13.8	7.3	23.8	86.5	0.2	5.1	6.1	10.7	25.3	5.3	7.8
순이익	4.6	10.6	20.8	64.6	(12.1)	6.7	11.0	11.1	19.5	3.0	7.8
% qoq											
매출액	(1.1)	14.2	(12.1)	4.3	2.7	5.7	(9.3)	15.1			
영업이익	23.2	21.7	(31.9)	2.1	28.6	9.6	(20.4)	4.1			
세전이익	116.9	1.2	(17.0)	2.3	16.6	6.2	(16.3)	6.8			
순이익	119.3	(12.6)	(19.5)	6.7	17.1	6.2	(16.3)	6.8			
글로벌판매대수(천대)	12,649.4	14,450.0	12,698.9	13,245.5	13,604.4	14,385.1	13,043.1	15,006.4	53,043.7	56,039.0	59,330.0
원/달러	633.6	770.9	524.7	535.7	688.9	754.9	600.7	625.1	2,465.0	2,669.6	2,950.7
원/유로	1,046.7	1,059.7	879.3	899.8	1,049.3	1,114.1	932.6	996.2	3,885.5	4,092.2	4,412.5

자료: 기아차, Fnguide, 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	470,970	495,214	530,437	560,390	593,300
매출원가	377,541	396,538	425,083	445,978	471,243
매출총이익	93,429	98,677	105,354	114,412	122,056
판매비및일반관리비	67,704	75,134	80,704	87,716	92,549
영업이익	25,725	23,543	24,650	26,696	29,507
영업이익률(%)	5.5%	4.8%	4.6%	4.8%	5.0%
영업외손익	12,438	7,460	14,205	14,226	14,618
이자수익	2,066	1,740	1,603	1,855	1,963
배당금수익	137	58	53	70	74
외환이익	3,189	5,678	9,468	9,972	11,661
이자비용	572	891	1,811	2,631	3,147
외환손실	6,471	7,194	8,540	9,030	10,561
관계기업지분법손익	13,942	8,949	11,968	11,672	11,717
투자및기타자산처분손익	-322	1,209	-197	-71	-26
금융상품평가및기타금융이익	-7	18	86	40	16
기타	476	-2,106	1,574	2,348	2,920
법인세차감전이익	38,163	31,003	38,855	40,922	44,125
법인세비용	8,227	4,697	7,418	8,553	9,222
유효법인세율(%)	21.6%	15.1%	19.1%	20.9%	20.9%
당기순이익	29,936	26,306	31,437	32,369	34,903
지배주주지분손이익(억원)	29,936	26,306	31,437	32,369	34,903
EBITDA	39,098	37,768	39,962	43,866	48,247
현금순이익(Cash Earnings)	43,309	40,531	46,750	49,540	53,643
수정당기순이익	30,194	25,265	31,521	32,393	34,911
증감률(% YoY)					
매출액	-1.1	5.1	7.1	5.6	5.9
영업이익	-19.0	-8.5	4.7	8.3	10.5
법인세차감전이익	-21.0	-18.8	25.3	5.3	7.8
당기순이익	-21.6	-12.1	19.5	3.0	7.8
지배주주지분 당기순이익	-21.6	-12.1	19.5	3.0	7.8
EBITDA	-10.7	-3.4	5.8	9.8	10.0
EPS	-21.6	-12.1	19.5	3.0	7.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	23,638	33,752	38,125	41,322	45,507
당기순이익	29,936	26,306	31,437	32,369	34,903
감가상각비	9,280	9,693	9,022	10,302	11,551
무형자산상각비	4,092	4,532	6,290	6,869	7,189
외환손익	2,661	1,507	-928	-942	-1,100
자산처분손익	317	250	197	71	26
지분법손익	-13,942	-8,949	-11,968	-11,672	-11,717
영업활동자산부채 증감	-25,539	-18,361	53	108	101
기타	2,891	9,825	4,021	4,218	4,554
투자활동현금흐름	-29,834	-56,138	-40,714	-41,290	-42,956
투자자산의 처분	-8,073	-11,146	-4,814	-4,168	-4,527
유형자산의 처분	413	746	0	0	0
유형자산의 취득	-14,296	-39,146	-27,523	-28,348	-29,199
무형자산의 처분	-5,894	-6,605	-7,479	-7,903	-8,273
기타	-1,984	13	-898	-871	-958
재무활동현금흐름	9,865	9,064	16,575	17,558	19,079
단기자입금의 증가	5,075	1,226	1,313	1,387	1,469
장기자입금의 증가	13,380	14,561	14,772	15,606	16,522
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-2,835	-4,041	-4,410	-4,611	-4,811
기타	-5,755	-2,683	4,900	5,176	5,899
현금및현금성자산의순증가	1,672	-13,735	13,986	17,590	21,629
기초현금및현금성자산	23,113	24,785	11,049	25,035	42,625
기말현금및현금성자산	24,785	11,049	25,035	42,625	64,255
Gross Cash Flow	49,178	52,113	38,071	41,214	45,405
Op Free Cash Flow	-12,177	-29,910	-952	1,263	3,737

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	166,554	183,908	210,188	238,234	271,350
현금및현금성자산	24,785	11,049	25,035	42,625	64,255
유동금융자산	48,368	59,502	63,734	67,333	71,287
매출채권및유동채권	32,493	34,705	37,174	39,273	41,579
재고자산	60,806	76,953	82,427	87,081	92,195
기타유동비금융자산	103	1,698	1,819	1,922	2,034
비유동자산	243,888	275,893	305,944	334,964	363,654
장기매출및기타비유동채권	2,815	2,860	3,064	3,237	3,427
투자자산	118,554	118,488	127,950	136,845	145,656
유형자산	101,143	130,421	148,922	166,968	184,616
무형자산	18,888	21,338	22,527	23,562	24,645
기타비유동자산	2,488	2,786	3,482	4,353	5,310
자산총계	410,442	459,801	516,133	573,198	635,005
유동부채	119,743	145,795	164,413	182,452	201,815
매입채무및기타유동채무	93,381	106,720	114,311	120,766	127,858
단기자입금	13,898	15,124	16,437	17,825	19,293
유동성장기차입금	4,244	12,730	21,821	31,425	41,592
기타유동부채	8,220	11,220	11,844	12,437	13,072
비유동부채	65,860	71,966	82,653	93,920	106,272
장기매입채무및비유동채무	1,111	1,475	1,580	1,669	1,767
사채및장기차입금	28,868	35,319	41,001	47,003	53,358
기타비유동부채	35,881	35,171	40,072	45,248	51,147
부채총계	185,603	217,761	247,065	276,372	308,087
자본금	21,393	21,393	21,393	21,393	21,393
주식발행초과금	15,607	15,607	15,607	15,607	15,607
이익잉여금	188,157	210,391	237,418	265,176	295,268
기타자본	-318	-5,350	-5,350	-5,350	-5,350
지배주주지분자본총계	224,839	242,040	269,067	296,826	326,918
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	224,839	242,040	269,067	296,826	326,918
순차입금	-26,142	-7,377	-9,510	-13,706	-21,298
총차입금	47,010	63,174	79,259	96,252	114,243

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	7,385	6,489	7,755	7,985	8,610
BPS	55,466	59,709	66,377	73,225	80,648
주당EBITDA	9,645	9,317	9,858	10,821	11,902
CFPS	10,684	9,999	11,533	12,221	13,233
DPS	1,000	1,100	1,150	1,200	1,250
주가배수(배)					
PER	7.1	8.1	5.1	5.1	4.7
PBR	0.9	0.9	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	4.8	5.5	3.7	3.4	3.0
PCFR	4.9	5.3	3.4	3.3	3.1
수익성(%)					
영업이익률	5.5	4.8	4.6	4.8	5.0
순이익률	6.4	5.3	5.9	5.8	5.9
EBITDA margin	8.3	7.6	7.5	7.8	8.1
총자산이익률(ROA)	7.8	6.0	6.4	5.9	5.8
자기자본이익률(ROE)	14.0	11.3	12.3	11.4	11.2
투하자본이익률(ROIC)	19.4	15.3	11.8	11.4	11.4
안정성(%)					
부채비율	82.5	90.0	91.8	93.1	94.2
순차입금비율	-11.6	-3.0	-3.5	-4.6	-6.5
이자보상배율(배)	44.9	26.4	13.6	10.1	9.4
활동성(배)					
매출채권회전율	15.6	14.7	14.8	14.7	14.7
재고자산회전율	9.0	7.2	6.7	6.6	6.6
매입채무회전율	5.3	4.9	4.8	4.8	4.8

현대모비스 (012330)



BUY(Reinitiate)

주가(1/16) 279,500원

목표주가 380,000원

현대모비스는 현대차그룹의 친환경차, 자율주행차 탑재되는 핵심 부품을 생산하는 주요 업체로 도약 중이다. 가격 경쟁력까지 보유한 해외 공장을 통해 타 OE 수주 가능성이 존재해 장기적으로 현대차 대비 주가 할증은 지속될 것으로 판단한다. 다만 1Q17 중국 출하 부진에 따른 실적 리스크가 해소된 이후 비중 확대를 추천한다. 투자 의견 Buy, 목표주가 380,000원을 제시하며 커버리지를 재개한다.

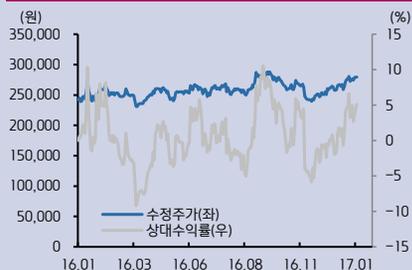
Stock Data

KOSPI (1/16)	2,064.17pt		
시가총액	272,076억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	288,000원	231,000원	
최고/최저가 대비 등락	-2.95%	21.00%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	8.3%	7.2%
	6M	5.3%	2.9%
	1Y	14.1%	3.8%

Company Data

발행주식수	97,348천주
일평균 거래량(3M)	171천주
외국인 지분율	47.3%
배당수익률(17.E)	1.4%
BP (17.E)	325,942원
주요 주주	기아자동차(주) 30.2%
	국민연금공단 9.0%

Price Trend



차별화 된 할증 지속 기대

>>> 핵심부품 확대로 장기 할증 기대

현대모비스는 1Q17 중국 수요 부진 우려로 단기적으로 실적에 대한 위험 요인이 존재하나, 그랜저 출시를 비롯해 상위 제품 라인업이 확대됨에 따라 핵심부품 확대가 기대되고, 최근 우호적인 환율 여건을 감안할 때 안정적인 A/S 부문의 수익성이 지속될 전망이다. 친환경, 자율주행 기술 내재화, 고도화로 타 OE 수주 확대 가능성은 높아지고 있어 장기적으로 현대차 대비 주가 할증 가능 전망

>>> 4Q16 영업이익 8,817억원 전망

4Q16 매출액 10.2조원(+2.4% yoy, +16.5% qoq), 영업이익 8,817억원(+1.7% yoy, +22.2% qoq, OPM 8.6%) 기록하며, 영업이익 기준 시장 예상치 8,783억원을 0.4% 상회할 전망이다. 중국 출하 호조, 그랜저 출시로 핵심부품 비중 상승해 모듈마진(5.9%) 개선, 우호적 환율로 A/S마진(23.0%) 호조 전망

>>> 투자의견 Buy, TP 380,000원 제시

1Q17 중국 출하 부진 우려로 현대차로 단기 스윙치 추천. 단, 중장기 현대차 대비 PER 할증 확대 지속될 전망이다. 핵심부품 채용률 확대로 완성차대비 이익 성장이 커 과거 현대차 PER 대비 할증을 상단인 30% 이상 수렴

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	351,266	360,197	381,930	398,436	424,894
영업이익(억원)	31,412	29,346	31,070	33,000	35,926
EBITDA(억원)	36,382	34,760	36,415	39,501	43,537
세전이익(억원)	46,590	42,127	44,611	47,625	51,497
순이익(억원)	33,925	30,400	32,700	35,242	38,159
2,048개주 지분순이익(억원)	34,224	30,554	32,637	35,242	38,159
267,596억원	35,165	31,387	33,526	36,203	39,199
증감율(%YoY)	0.0	-10.7	6.8	8.0	8.3
PER(배)	최고가 6.7	최저가 7.9	7.9	7.7	7.1
PBR(배)	288,000원 1.0	1,000원 0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	-4.51x 4.6	19.05x 5.8	6.1	5.9	5.2
영업이익률(%)	절대 8.9	상대 8.1	8.1	8.3	8.5
순이익률(%)	9.7	8.4	8.6	8.8	9.0
ROE(%)	6.2%	15.6	4.9%	12.0	11.7
순부채비율(%)	10.2%	-26.2	5.6%	-12.8	-12.6

15.3% 7.9%

현대모비스 4Q16 Preview: 영업이익은 8,817억원을 기록해 컨센서스 0.4% 상회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	4Q15	3Q16	4Q16	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	9,988.8	8,778.1	10,224.8	2.4	16.5	10,350.7	(1.2)
영업이익	867.2	721.7	881.7	1.7	22.2	878.3	0.4
세전이익	1,165.4	959.2	1,239.1	6.3	29.2	1,177.3	5.2
지배순이익	854.8	704.5	919.8	7.6	30.6	899.3	2.3
영업이익률	8.7	8.2	8.6	(0.1)	0.4	8.5	0.1
세전이익률	11.7	10.9	12.1	0.5	1.2	11.4	0.7
지배순이익률	8.6	8.0	9.0	0.4	1.0	8.7	0.3

자료: 현대모비스, Fnguide, 키움증권 추정

현대모비스 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	-	-	39,843.6	42,489.4	-	-
영업이익	-	-	3,300.0	3,592.6	-	-
영업이익률(%)	-	-	8.3	8.5	-	-
EBITDA	-	-	3,950.1	4,353.7	-	-
EBITDA 이익률(%)	-	-	9.9	10.2	-	-
순이익	-	-	3,524.2	3,815.9	-	-

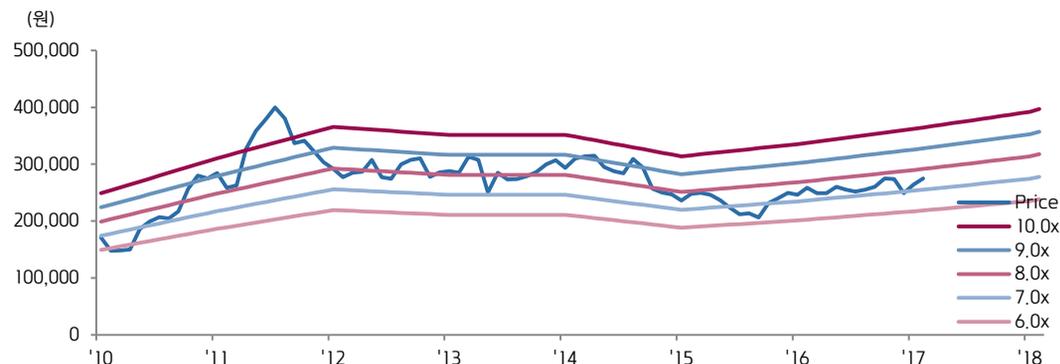
자료: 현대모비스, Fnguide, 키움증권 추정

현대모비스 목표주가 산출 내역

목표 PER	10.4 배	(a), 현대차 목표 PER 8.0배에 30% 할증
적용 EPS	36,203 원	(b), 2017년 예상 EPS
목표 주가	380,000 원	(a) x (b), 목표주가 신규
전일 증가	279,500 원	2017년 1월 16일 증가
주가상승여력	36.0 %	2017년 1월 16일 증가대비
투자 의견	BUY	투자 의견 재개(애널리스트 변경)

자료: 현대모비스, Fnguide, 키움증권 추정

현대모비스 PER Band



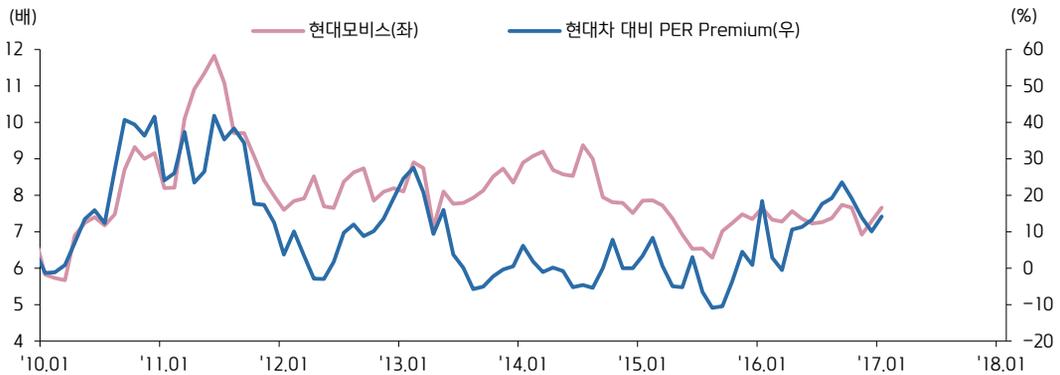
자료: Bloomberg, 키움증권

현대모비스 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016E	2017E	2018E
매출액	9,339.5	9,854.1	8,778.1	10,221.4	9,962.8	10,112.5	9,953.0	9,815.3	38,193.0	39,843.6	42,489.4
>모듈	7,677.0	8,207.0	7,136.8	8,596.6	8,135.1	8,280.6	8,124.2	8,037.6	31,617.5	32,577.5	34,737.9
>A/S	1,662.5	1,647.1	1,641.2	1,624.8	1,827.7	1,831.9	1,828.8	1,777.7	6,575.5	7,266.1	7,751.5
영업이익	718.4	784.7	721.7	882.2	796.0	851.0	808.1	844.9	3,107.0	3,300.0	3,592.6
세전이익	1,100.7	1,161.7	959.2	1,239.5	1,180.4	1,235.9	1,106.8	1,239.5	4,461.1	4,762.5	5,149.7
순이익	795.2	848.8	705.8	920.1	873.5	914.6	819.0	917.2	3,270.0	3,524.2	3,815.9
영업이익률	7.7	8.0	8.2	8.6	8.0	8.4	8.1	8.6	8.1	8.3	8.5
세전이익률	11.8	11.8	10.9	12.1	11.8	12.2	11.1	12.6	11.7	12.0	12.1
순이익률	8.5	8.6	8.0	9.0	8.8	9.0	8.2	9.3	8.6	8.8	9.0
% yoy											
매출액	6.8	11.9	3.5	2.3	6.7	2.6	13.4	(4.0)	6.0	4.3	6.6
>모듈	6.4	13.7	3.6	2.4	6.0	0.9	13.8	(6.5)	6.4	3.0	6.6
>A/S	8.5	3.8	3.1	2.1	9.9	11.2	11.4	9.4	4.3	10.5	6.7
영업이익	2.2	13.0	7.7	1.7	10.8	8.4	12.0	(4.2)	5.9	6.2	8.9
세전이익	0.1	2.2	18.3	6.4	7.2	6.4	15.4	(0.0)	5.9	6.8	8.1
순이익	11.4	(1.1)	14.3	8.2	9.8	7.7	16.0	(0.3)	7.6	7.8	8.3
% qoq											
매출액	(6.5)	5.5	(10.9)	16.4	(2.5)	1.5	(1.6)	(1.4)			
>모듈	(8.6)	6.9	(13.0)	20.5	(5.4)	1.8	(1.9)	(1.1)			
>A/S	4.4	(0.9)	(0.4)	(1.0)	12.5	0.2	(0.2)	(2.8)			
영업이익	(17.2)	9.2	(8.0)	22.2	(9.8)	6.9	(5.0)	4.6			
세전이익	(5.5)	5.5	(17.4)	29.2	(4.8)	4.7	(10.5)	12.0			
순이익	(6.5)	6.7	(16.8)	30.4	(5.1)	4.7	(10.5)	12.0			
HMG 출하대수(천대)	1,812.8	2,035.6	1,769.8	2,259.7	1,971.0	2,121.3	2,011.1	2,181.7	7,877.9	8,285.0	8,615.0
원/달러	1,201.4	1,163.3	1,121.4	1,157.4	1,185.0	1,155.0	1,170.0	1,200.0	1,160.9	1,177.5	1,210.0
원/유로	1,324.9	1,313.3	1,251.0	1,247.0	1,248.0	1,251.1	1,270.5	1,280.5	1,284.0	1,262.5	1,331.0

자료: 현대모비스, Fnguide, 키움증권 추정

현대모비스 PER Premium 추이 (현대차 PER 대비)



자료: Bloomberg, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	351,266	360,197	381,930	398,436	424,894
매출원가	300,034	308,719	326,689	339,194	361,218
매출총이익	51,232	51,478	55,242	59,242	63,676
판매비및일반관리비	19,820	22,133	24,172	26,242	27,750
영업이익(보고)	31,412	29,346	31,070	33,000	35,926
영업이익률(%)	8.9	8.1	8.1	8.3	8.5
영업외손익	15,178	12,781	13,541	14,625	15,571
이자수익	1,958	1,343	1,150	1,168	1,236
배당금수익	3	6	5	5	5
외환이익	2,402	3,994	4,470	4,842	5,489
이자비용	329	340	445	615	704
외환손실	3,946	5,860	4,233	4,716	5,376
관계기업지분법손익	14,410	13,043	11,915	12,625	13,490
투자및기타자산처분손익	-31	256	11	9	4
금융상품평가및기타금융이익	313	34	151	42	14
기타	399	305	517	1,266	1,414
법인세차감전이익	46,590	42,127	44,611	47,625	51,497
법인세비용	11,807	11,311	11,911	12,382	13,338
유효법인세율(%)	25.3%	26.9%	26.7%	26.0%	25.9%
당기순이익	33,925	30,400	32,700	35,242	38,159
지배주주지분손이익(억원)	34,224	30,554	32,637	35,242	38,159
EBITDA	36,382	34,760	36,415	39,501	43,537
현금순이익(Cash Earnings)	38,895	35,815	38,045	41,744	45,770
수정당기순이익	33,715	30,188	32,577	35,204	38,145
증감률(% YoY)					
매출액	2.7	2.5	6.0	4.3	6.6
영업이익	7.4	-6.6	5.9	6.2	8.9
법인세차감전이익	2.7	-9.6	5.9	6.8	8.1
당기순이익	-0.1	-10.4	7.6	7.8	8.3
지배주주지분 당기순이익	0.0	-10.7	6.8	8.0	8.3
EBITDA	4.4	-4.5	4.8	8.5	10.2
EPS	0.0	-10.7	6.8	8.0	8.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	28,123	36,946	27,923	31,703	34,567
당기순이익	33,925	30,400	32,700	35,242	38,159
감가상각비	4,357	4,750	4,482	5,725	6,943
무형자산상각비	612	664	862	776	668
외환손익	1,110	1,365	-237	-125	-112
자산처분손익	241	161	-11	-9	-4
지분법손익	-13,611	-12,569	-11,915	-12,625	-13,490
영업활동자산부채 증감	-8,780	-2,125	-1,119	-459	-964
기타	10,268	14,298	3,161	3,178	3,367
투자활동현금흐름	-21,523	-42,913	-29,762	-29,893	-31,882
투자자산의 처분	-10,670	-1,709	-2,613	-1,993	-3,206
유형자산의 처분	227	326	0	0	0
유형자산의 취득	-10,695	-40,798	-26,519	-27,315	-28,134
무형자산의 처분	-380	-539	-491	-427	-368
기타	-5	-193	-139	-158	-174
재무활동현금흐름	-2,223	1,698	5,528	5,483	6,594
단기차입금의 증가	-2,475	-4,265	1,729	1,804	1,924
장기차입금의 증가	1,790	9,104	3,805	3,970	4,233
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-1,896	-2,923	-3,310	-3,504	-3,788
기타	358	-218	3,303	3,213	4,225
현금및현금성자산의순증가	4,356	-4,136	3,689	7,292	9,279
기초현금및현금성자산	24,758	29,114	24,979	28,668	35,960
기말현금및현금성자산	29,114	24,979	28,668	35,960	45,239
Gross Cash Flow	36,903	39,070	29,043	32,162	35,530
Op Free Cash Flow	8,566	-16,582	767	3,314	5,377

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	177,215	159,248	171,039	184,483	203,625
현금및현금성자산	29,114	24,979	28,668	35,960	45,239
유동금융자산	60,522	43,185	45,790	47,769	50,941
매출채권및유동채권	63,670	65,462	69,412	72,411	77,220
재고자산	23,909	25,623	27,169	28,343	30,225
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	213,904	218,500	249,366	280,401	311,803
장기매출및기타비유동채권	1,090	863	915	955	1,018
투자자산	158,388	128,355	137,377	146,974	157,247
유형자산	44,349	79,467	101,504	123,094	144,285
무형자산	9,673	9,310	8,938	8,590	8,290
기타비유동자산	404	505	632	789	963
자산총계	391,119	377,748	420,405	464,884	515,428
유동부채	80,582	82,906	89,237	94,986	102,889
매입채무및기타유동채무	55,878	57,421	60,886	63,517	67,735
단기차입금	14,018	15,649	17,378	19,182	21,106
유동성장기차입금	3,298	3,492	3,698	3,913	4,142
기타유동부채	7,388	6,344	7,275	8,373	9,906
비유동부채	77,677	38,080	45,015	52,007	60,277
장기매입채무및비유동채무	775	544	576	601	641
사채및장기차입금	11,280	13,077	16,676	20,431	24,435
기타비유동부채	65,622	24,459	27,762	30,975	35,200
부채총계	158,258	120,986	134,252	146,993	163,166
자본금	4,911	4,911	4,911	4,911	4,911
주식발행초과금	12,833	12,833	12,833	12,833	12,833
이익잉여금	220,275	248,119	277,453	309,199	343,577
기타자본	-6,392	-9,645	-9,645	-9,645	-9,645
지배주주지분자본총계	231,627	256,218	285,552	317,297	351,675
비지배주주지분자본총계	1,234	545	601	594	587
자본총계	232,861	256,762	286,153	317,891	352,262
순차입금	-61,041	-35,945	-36,705	-40,202	-46,496
총차입금	28,596	32,218	37,753	43,527	49,684

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	35,165	31,387	33,526	36,203	39,199
BPS	237,937	263,198	293,331	325,942	361,257
주당EBITDA	37,382	35,707	37,407	40,577	44,723
CFPS	39,964	36,791	39,081	42,881	47,017
DPS	3,000	3,500	3,700	4,000	4,300
주가배수(배)					
PER	6.7	7.9	7.9	7.7	7.1
PBR	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.6	5.8	6.1	5.9	5.2
PCFR	5.9	6.7	6.8	6.5	5.9
수익성(%)					
영업이익률	8.9	8.1	8.1	8.3	8.5
순이익률	9.7	8.4	8.6	8.8	9.0
EBITDA margin	10.4	9.7	9.5	9.9	10.2
총자산이익률(ROA)	9.2	7.9	8.2	8.0	7.8
자기자본이익률(ROE)	15.6	12.4	12.0	11.7	11.4
투하자본이익률(ROIC)	33.4	23.6	19.4	17.4	16.5
안정성(%)					
부채비율	68.0	47.1	46.9	46.2	46.3
순차입금비율	-26.2	-14.0	-12.8	-12.6	-13.2
이자보상배율(배)	95.4	86.2	69.9	53.7	51.0
활동성(배)					
매출채권회전율	5.7	5.6	5.7	5.6	5.7
재고자산회전율	14.9	14.5	14.5	14.4	14.5
매입채무회전율	6.6	6.4	6.5	6.4	6.5

현대위아 (011210)



BUY(Reinitiate)

주가(1/16) 75,300원

목표주가 90,000원

현대위아는 현대차그룹 전략 착오의 최대 피해 업체이다. 중국 2.0L 엔진 증설, 디젤 엔진 등 주요 성장 전략이 시장 요구와 역행하고 있다. 다만, 디젤 엔진 물량이 현대/기아차 개보수 물량을 대체하고 있어 실적 개선의 가시성은 높아 보인다. 투자의견 Buy, 목표주가 90,000원을 제시하며 커버리지를 재개한다.

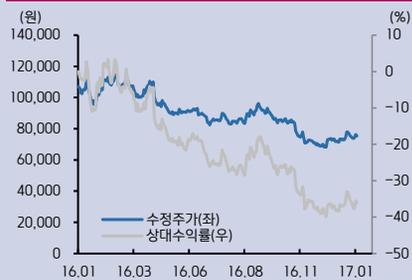
Stock Data

KOSPI (1/16)	2,064.17pt		
시가총액	20,478억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	114,500원	68,200원	
최고/최저가 대비 등락	-34.24%	10.41%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	2.6%	1.5%
	6M	-12.1%	-14.1%
	1Y	-32.8%	-38.8%

Company Data

발행주식수	27,195천주
일평균 거래량(3M)	124천주
외국인 지분율	17.9%
배당수익률(17.E)	1.5%
BP (17.E)	129,847원
주요 주주	현대자동차(주) 40.7%
	국민연금공단 8.1%

Price Trend



벗어나지 못한 부진의 터널

>>> 전략 착오의 최대 피해자

현대위아는 중국 2.0L 엔진 증설, 디젤 엔진 신설, 멕시코 엔진 신설 등 최근 자동차 수요에 역행하는 현대차그룹의 전략 방향에 최대 피해 지속. 특히 이익 기여도 높았던 중국 엔진공장 향 CKD 물량이 저배기량 세제 혜택 지속으로 회복 기대감이 낮아진 가운데, 기계 등 사업부문 전반의 회복 지연이 주가 상승 부담요인으로 작용. 단, RV 비중 확대 기조 지속, 터보차저 채용 확대 등 2017년을 기점으로 이익 개선 기대감은 여전히 유효

>>> 4Q16 영업이익 786억원 전망

4Q16 매출액 1.91조원(-7.9% yoy, +9.7% qoq), 영업이익 786억원(-37.8% yoy, +22.9% qoq, OPM 4.1%) 기록하며, 영업이익 기준 시장 예상치 882억원을 11.0% 하회할 전망. 중국 엔진 CKD의 물량 회복이 여전히 역기저효과로 작용하는 가운데 파업 영향, 기계 회복 지연으로 수익성은 타 부품사와 달리 부진 지속

>>> 투자의견 Buy, TP 90,000원 제시

현대위아에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 90,000원을 제시하며 커버리지 재개. 목표주가는 2017년 예상 EPS와 현대차 목표 PER과 현대차 대비 PER 할증률 평균 적용한 9.6배를 목표 PER로 적용. 서산, 디젤 계획 차질 없어 이익 성장폭은 업종 내 가장 커 Buy 제시

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	75,956	78,842	74,437	83,750	88,486
영업이익(억원)	5,256	5,009	3,133	3,685	4,178
EBITDA(억원)	6,735	6,835	5,248	6,009	6,677
세전이익(억원)	5,858	4,433	2,620	3,472	3,972
순이익(억원)	4,392	3,269	1,699	2,552	2,927
지배주주지분순이익(억원)	4,344	3,269	1,699	2,552	2,927
EPS(원)	16,733	12,020	6,249	9,384	10,763
증감율(%YoY)	3.1	-28.2	-48.0	50.2	14.7
PER(배)	10.5	9.3	11.7	8.0	7.0
PBR(배)	1.7	1.0	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	7.5	5.0	4.7	4.4	4.1
영업이익률(%)	6.9	6.4	4.2	4.4	4.7
순이익률(%)	5.8	4.1	2.3	3.0	3.3
ROE(%)	17.0	10.9	5.3	7.5	8.0
순부채비율(%)	8.2	10.8	14.1	17.1	17.7

현대위아 4Q16 Preview: 영업이익은 786억원을 기록해 컨센서스 11.0% 하회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	4Q15	3Q16	4Q16	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	2,075.9	1,743.9	1,912.3	(7.9)	9.7	2,012.0	(5.0)
영업이익	126.4	64.0	78.6	(37.8)	22.9	88.2	(11.0)
세전이익	14.0	25.6	82.7	492.0	223.1	92.2	(10.3)
지배순이익	3.4	0.7	64.2	1,781.7	8,536.5	74.8	(14.1)
영업이익률	6.1	3.7	4.1	(2.0)	0.4	4.4	(0.3)
세전이익률	0.7	1.5	4.3	3.7	2.9	4.6	(0.3)
지배순이익률	0.2	0.0	3.4	3.2	3.3	3.7	(0.4)

자료: 현대위아, Fnguide, 키움증권 추정

현대위아 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	-	-	8,375.0	8,848.6	-	-
영업이익	-	-	368.5	417.8	-	-
영업이익률(%)	-	-	4.4	4.7	-	-
EBITDA	-	-	600.9	667.7	-	-
EBITDA 이익률(%)	-	-	7.2	7.5	-	-
순이익	-	-	255.2	292.7	-	-

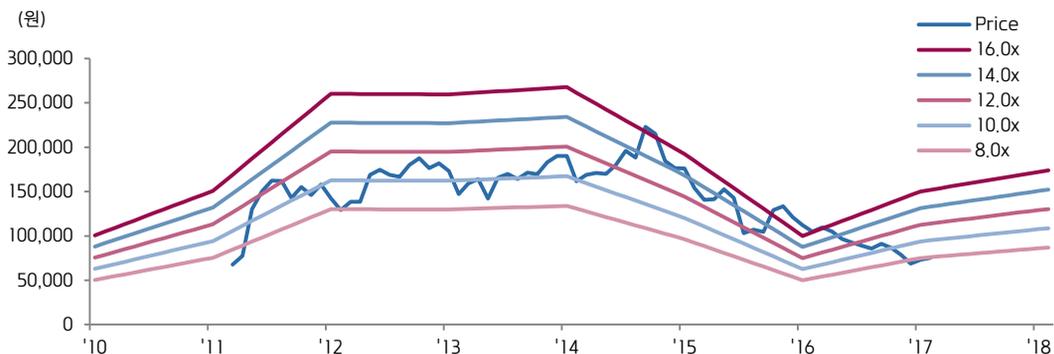
자료: 현대위아, Fnguide, 키움증권 추정

현대위아 목표주가 산출 내역

목표 PER	9.6 배	(a), 현대차 목표 PER 8.0배에 20% 할증(모비스 할증을 평균)
적용 EPS	9,384 원	(b), 2017년 예상 EPS
목표 주가	90,000 원	(a) x (b), 목표주가 신규
전일 증가	75,300 원	2017년 1월 16일 증가
주가상승여력	19.5 %	2017년 1월 16일 증가대비
투자 의견	BUY	투자 의견 재개(애널리스트 변경)

자료: 현대위아, Fnguide, 키움증권 추정

현대위아 PER Band



자료: Bloomberg, 키움증권

현대위아 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016E	2017E	2018E
매출액	1,838.7	1,948.7	1,743.9	1,912.3	2,123.6	2,125.5	2,005.6	2,120.3	7,443.7	8,375.0	8,848.6
>부품	1,524.4	1,602.4	1,491.2	1,653.1	1,798.6	1,793.1	1,736.3	1,846.2	6,271.1	7,174.3	7,574.7
>기계	314.3	346.2	252.8	259.2	325.0	332.4	269.3	274.1	1,172.5	1,200.8	1,274.0
영업이익	80.0	90.8	64.0	78.6	94.7	100.4	81.5	91.8	313.3	368.5	417.8
세전이익	66.8	89.6	25.6	79.9	90.6	97.6	69.9	89.1	262.0	347.2	397.2
순이익	48.7	58.5	0.7	62.1	66.6	71.7	51.4	65.5	169.9	255.2	292.7
영업이익률	4.4	4.7	3.7	4.1	4.5	4.7	4.1	4.3	4.2	4.4	4.7
세전이익률	3.6	4.6	1.5	4.2	4.3	4.6	3.5	4.2	3.5	4.1	4.5
순이익률	2.6	3.0	0.0	3.2	3.1	3.4	2.6	3.1	2.3	3.0	3.3
% yoy											
매출액	(7.6)	(2.7)	(3.9)	(7.9)	15.5	9.1	15.0	10.9	(5.6)	12.5	5.7
>부품	(7.8)	(5.5)	(2.9)	(8.6)	18.0	11.9	16.4	11.7	(6.3)	14.4	5.6
>기계	(6.3)	12.6	(9.7)	(2.8)	3.4	(4.0)	6.5	5.8	(1.4)	2.4	6.1
영업이익	(38.5)	(31.6)	(42.7)	(37.8)	18.4	10.6	27.5	16.8	(37.4)	17.6	13.4
세전이익	(52.8)	(43.0)	(80.4)	472.1	35.5	8.9	173.1	11.5	(40.9)	32.5	14.4
순이익	(54.4)	(51.0)	(99.2)	1,718.5	36.8	22.7	6,807.9	5.5	(48.0)	50.2	14.7
% qoq											
매출액	(11.4)	6.0	(10.5)	9.7	11.0	0.1	(5.6)	5.7			
>부품	(15.7)	5.1	(6.9)	10.9	8.8	(0.3)	(3.2)	6.3			
>기계	17.9	10.1	(27.0)	2.5	25.4	2.3	(19.0)	1.8			
영업이익	(36.7)	13.5	(29.6)	22.9	20.6	6.0	(18.8)	12.5			
세전이익	378.5	34.1	(71.4)	212.3	13.4	7.7	(28.4)	27.5			
순이익	1,325.6	20.2	(98.7)	8,246.6	7.3	7.7	(28.4)	27.5			

자료: 현대위아, Fnguide, 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	75,956	78,842	74,437	83,750	88,486
매출원가	67,651	70,431	68,130	76,575	80,649
매출총이익	8,306	8,411	6,306	7,175	7,838
판매비및일반관리비	3,049	3,402	3,173	3,490	3,660
영업이익(보고)	5,256	5,009	3,133	3,685	4,178
영업이익률(%)	6.9	6.4	4.2	4.4	4.7
영업외손익	601	-576	-514	-213	-206
이자수익	219	213	175	158	170
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	711	859	522	568	678
이자비용	345	399	425	387	407
외환손실	505	568	1,138	1,431	1,758
관계및지분법손익	492	289	286	413	492
투자및기타자산처분손익	-11	-7	-3	-3	-1
금융상품평가및기타금융이익	2	-114	-49	-16	-5
기타	38	-848	119	486	625
법인세차감전이익	5,858	4,433	2,620	3,472	3,972
법인세비용	1,466	1,165	920	920	1,044
유효법인세율 (%)	25.0%	26.3%	35.1%	26.5%	26.3%
당기순이익	4,392	3,269	1,699	2,552	2,927
지배주주지분순이익(억원)	4,344	3,269	1,699	2,552	2,927
EBITDA	6,735	6,835	5,248	6,009	6,677
현금순이익(Cash Earnings)	5,870	5,095	3,814	4,876	5,426
수정당기순이익	4,398	3,358	1,739	2,566	2,932
증감률(% YoY)					
매출액	7.1	3.8	-5.6	12.5	5.7
영업이익	-0.7	-4.7	-37.4	17.6	13.4
법인세차감전이익	5.3	-24.3	-40.9	32.5	14.4
당기순이익	3.3	-25.6	-48.0	50.2	14.7
지배주주지분 당기순이익	4.1	-24.8	-48.0	50.2	14.7
EBITDA	2.7	1.5	-23.2	14.5	11.1
EPS	3.1	-28.2	-48.0	50.2	14.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	4,453	6,289	3,972	3,612	4,517
당기순이익	4,392	3,269	1,699	2,552	2,927
감가상각비	1,234	1,472	1,385	1,568	1,749
무형자산상각비	244	354	730	756	750
외환손익	-87	-41	616	864	1,080
자산처분손익	96	143	3	3	1
지분법손익	-367	-203	-286	-413	-492
영업활동자산부채 증감	-1,554	790	409	-889	-456
기타	495	506	-585	-828	-1,043
투자활동현금흐름	-5,135	-8,757	-4,814	-6,237	-5,942
투자자산의 처분	-1,560	-2,328	411	-873	-443
유형자산의 처분	22	164	0	0	0
유형자산의 취득	-2,908	-5,760	-4,464	-4,598	-4,736
무형자산의 처분	-693	-682	-735	-737	-732
기타	4	-151	-26	-28	-31
재무활동현금흐름	1,904	3,437	708	1,348	1,271
단기차입금의 증가	-958	-1,861	-153	-172	-182
장기차입금의 증가	2,991	5,510	920	1,035	1,093
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-129	-212	-292	-279	-292
기타	0	0	234	764	652
현금및현금성자산의순증가	1,345	1,010	-134	-1,277	-154
기초현금및현금성자산	3,490	4,835	5,845	5,711	4,434
기말현금및현금성자산	4,835	5,845	5,711	4,434	4,280
Gross Cash Flow	6,007	5,499	3,562	4,501	4,973
Op Free Cash Flow	265	-133	-301	-1,108	-257

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	34,527	36,233	34,401	36,713	38,385
현금및현금성자산	4,835	5,845	5,711	4,434	4,280
유동금융자산	5,091	6,519	6,155	6,925	7,317
매출채권및유동채권	17,869	16,069	15,172	17,070	18,035
재고자산	6,733	7,799	7,363	8,285	8,753
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	24,846	30,598	33,894	37,453	40,979
장기매출및기타비유동채권	343	349	330	371	392
투자자산	2,951	4,498	4,705	5,183	5,688
유형자산	19,282	23,228	26,307	29,337	32,325
무형자산	2,256	2,433	2,438	2,420	2,401
기타비유동자산	14	91	114	142	173
자산총계	59,373	66,831	68,295	74,166	79,364
유동부채	18,310	18,431	17,213	18,866	19,533
매입채무및기타유동채무	15,667	15,679	14,803	16,655	17,597
단기차입금	162	0	-153	-325	-507
유동성장기차입금	1,675	1,543	1,419	1,279	1,131
기타유동부채	805	1,209	1,144	1,257	1,312
비유동부채	12,575	16,768	18,044	19,988	21,884
장기매입채무및비유동채무	43	47	44	50	53
사채및장기차입금	10,424	14,222	15,266	16,440	17,681
기타비유동부채	2,108	2,499	2,733	3,497	4,150
부채총계	30,884	35,199	35,256	38,854	41,417
자본금	1,360	1,360	1,360	1,360	1,360
주식발행초과금	4,604	4,604	4,604	4,604	4,604
이익잉여금	22,781	25,846	27,254	29,527	32,161
기타자본	-256	-178	-178	-178	-178
지배주주지분자본총계	28,489	31,632	33,039	35,312	37,947
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	28,489	31,632	33,039	35,312	37,947
순차입금	2,335	3,401	4,666	6,035	6,709
총차입금	12,261	15,766	16,532	17,394	18,305

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	16,733	12,020	6,249	9,384	10,763
BPS	104,757	116,315	121,489	129,847	139,536
주당EBITDA	25,940	25,135	19,297	22,095	24,552
CFPS	22,611	18,734	14,024	17,930	19,952
DPS	800	1,100	1,050	1,100	1,200
주가배수(배)					
PER	10.5	9.3	17.9	11.9	10.4
PBR	1.7	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.5	5.0	6.7	6.1	5.6
PCFR	7.8	6.0	8.0	6.2	5.6
수익성(%)					
영업이익률	6.9	6.4	4.2	4.4	4.7
순이익률	5.8	4.1	2.3	3.0	3.3
EBITDA margin	8.9	8.7	7.1	7.2	7.5
총자산이익률(ROA)	8.1	5.2	2.5	3.6	3.8
자기자본이익률(ROE)	17.0	10.9	5.3	7.5	8.0
투자자본이익률(ROIC)	14.5	11.7	6.9	7.4	7.7
안정성(%)					
부채비율	108.4	111.3	106.7	110.0	109.1
순차입금비율	8.2	10.8	14.1	17.1	17.7
이자보상배율(배)	15.3	12.5	7.4	9.5	10.3
활동성(배)					
매출채권회전율	4.8	4.6	4.8	5.2	5.0
재고자산회전율	11.2	10.9	9.8	10.7	10.4
매입채무회전율	5.2	5.0	4.9	5.3	5.2

한온시스템 (018880)



BUY(Initiate)

주가(1/16) 9,950원

목표주가 14,000원

한온시스템은 글로벌 공조업체 중 1위 업체인 덴소와 견줄 정도로 높은 기술 경쟁력을 보유한 업체이다. 전동식 컴프레서를 비롯해 히트펌프, BMS 등 친환경차 효율성을 높이는 주요 부품을 글로벌 상위 업체에 두루 공급하고 있다. 최근 주가 하락은 매수 적기로 판단하며, 부품주 Top-pick 추천하며 투자의견 Buy, 목표주가 14,000원을 신규 제시한다.

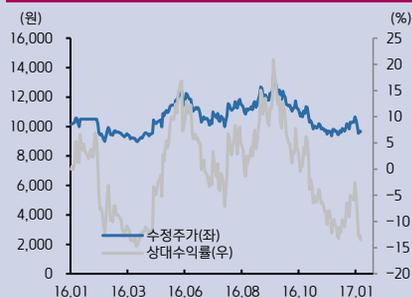
Stock Data

KOSPI (1/16)	2,064.17pt		
시가총액	53,113억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	13,350원	8,970원	
최고/최저가 대비 등락	-25.47%	10.93%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	2.4%	1.3%
	6M	-8.7%	-10.8%
	1Y	-6.0%	-14.4%

Company Data

발행주식수	533,800천주
일평균 거래량(3M)	1,037천주
외국인 지분율	19.5%
배당수익률(17.E)	2.5%
BP (17.E)	4,206원
주요 주주	한엔코오토홀딩스 70.0%
	국민연금공단 5.0%

Price Trend



Bargain Sale!

>>> E-Comp 양산 중인 소수 업체 중 2위

한온시스템은 글로벌 공조업체 중 친환경차 적용 핵심 부품을 생산하는 2위권 업체. 최근 M&A 지속으로 업체 간 점유율 변동이 있으나, 전동 컴프레서를 비롯한 주요 부품의 선두권 유지함에 주목. 트럼프 이슈와 타 부품사 진입 가능성 우려로 주가 하락한 현재가 매수 적기로 판단. Valeo 관련 부품 양산 시점이 2018년 말 등을 감안할 때 기술 진입장벽 높아 타 업체 진입 쉽지 않을 전망

>>> 4Q16 영업이익 1,321억원 전망

4Q16 매출액 1.51조원(+3.3% yoy, +17.6% qoq), 영업이익 1,321억원(+9.5% yoy, +23.8% qoq, OPM 8.8%) 기록하며, 영업이익 기준 시장 예상치 1,255억원을 5.2% 상회할 전망. 중국 출하 호조 및 환율 개선으로 수출 채산성이 개선되는 등 우호적인 경영 환경에 기인

>>> 투자의견 Buy, TP 14,000원 제시

한온시스템에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 14,000원을 신규 제시. 목표주가는 유럽 구조조정 효과가 가시화되는 2018년 예상 EPS 841원과 글로벌 공조업체 PER 평균 13.5배와 과거 3년 평균 PER의 평균인 16.4배를 목표 PER로 적용

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	54,549	55,581	57,109	60,750	66,018
영업이익(억원)	3,703	3,596	4,318	4,988	5,620
EBITDA(억원)	5,357	5,334	5,966	6,887	7,687
세전이익(억원)	3,709	3,457	4,235	5,153	5,809
순이익(억원)	2,904	2,434	3,007	3,925	4,581
지배주주지분순이익(억원)	2,754	2,305	2,848	3,768	4,489
EPS(원)	516	432	533	706	841
증감율(%YoY)	-7.1	-16.3	23.5	32.3	19.1
PER(배)	18.8	24.0	19.3	14.1	11.8
PBR(배)	3.2	3.2	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA(배)	10.2	10.9	9.5	7.6	6.4
영업이익률(%)	6.8	6.5	7.6	8.2	8.5
순이익률(%)	5.3	4.4	5.3	6.5	6.9
ROE(%)	18.1	14.0	15.7	18.0	18.4
순부채비율(%)	0.8	-3.3	-7.6	-13.6	-20.3

한온시스템 4Q16 Preview: 영업이익은 1,321억원을 기록해 컨센서스 5.2% 상회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	4Q15	3Q16	4Q16	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	1,460.7	1,283.1	1,508.9	3.3	17.6	1,486.9	1.5
영업이익	120.6	106.7	132.1	9.5	23.8	125.5	5.2
세전이익	100.2	101.8	136.3	36.0	33.9	128.0	6.5
지배순이익	69.5	69.0	95.7	37.6	38.8	86.6	10.4
영업이익률	8.3	8.3	8.8	0.5	0.4	8.4	0.3
세전이익률	6.9	7.9	9.0	2.2	1.1	8.6	0.4
지배순이익률	4.8	5.4	6.3	1.6	1.0	5.8	0.5

자료: 한온시스템, Fnguide, 키움증권 추정

한온시스템 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	-	-	6,075.0	6,601.8	-	-
영업이익	-	-	498.8	562.0	-	-
영업이익률(%)	-	-	8.2	8.5	-	-
EBITDA	-	-	688.7	768.7	-	-
EBITDA 이익률(%)	-	-	11.3	11.6	-	-
순이익	-	-	392.5	458.1	-	-

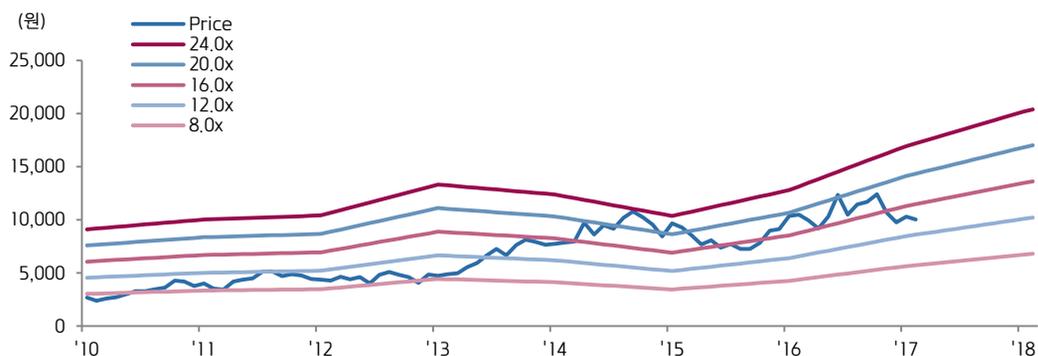
자료: 한온시스템, Fnguide, 키움증권 추정

한온시스템 목표주가 산출 내역

목표 PER	16.4 배	(a), 글로벌 공조업체 평균(13.5배)과 과거 3년 PER 평균
적용 EPS	841 원	(b), 2018년 예상 EPS
목표 주가	14,000 원	(a) x (b), 목표주가 신규
전일 증가	9,950 원	2017년 1월 16일 증가
주가상승여력	40.7 %	2017년 1월 16일 증가대비
투자이견	BUY	투자이견 신규

자료: 한온시스템, Fnguide, 키움증권 추정

한온시스템 PER Band



자료: Bloomberg, 키움증권

한온시스템 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016E	2017E	2018E
매출액	1,428.1	1,490.8	1,283.1	1,508.9	1,492.8	1,573.6	1,416.0	1,592.6	5,710.9	6,075.0	6,601.8
>아시아	1,023.9	1,038.6	967.2	1,120.8	1,080.9	1,090.1	999.7	1,178.1	4,150.5	4,348.8	4,543.0
>미주	252.3	276.1	269.7	248.2	287.6	314.8	294.7	282.9	1,046.4	1,180.0	1,262.6
>유럽	656.2	678.0	512.7	599.4	689.0	730.9	636.3	646.2	2,446.3	2,702.4	2,952.5
>조정	(504.2)	(502.0)	(466.6)	(459.4)	(564.7)	(562.2)	(514.8)	(514.6)	(1,932.2)	(2,156.3)	(2,156.3)
영업이익	104.8	95.0	106.7	125.3	122.6	127.7	102.1	146.4	431.8	498.8	562.0
세전이익	104.2	88.1	101.8	129.5	126.7	132.0	105.8	150.8	423.5	515.3	580.9
순이익	72.3	63.9	73.6	90.9	89.9	93.7	75.1	133.7	300.7	392.5	458.1
영업이익률	7.3	6.4	8.3	8.3	8.2	8.1	7.2	9.2	7.6	8.2	8.5
세전이익률	7.3	5.9	7.9	8.6	8.5	8.4	7.5	9.5	7.4	8.5	8.8
순이익률	5.1	4.3	5.7	6.0	6.0	6.0	5.3	8.4	5.3	6.5	6.9
% yoy											
매출액	3.8	7.0	(3.5)	3.3	4.5	5.6	10.4	5.5	2.8	6.4	8.7
>아시아	3.2	4.7	2.7	3.0	5.6	5.0	3.4	5.1	3.4	4.8	4.5
>미주	4.5	13.8	5.1	6.5	14.0	14.0	9.2	14.0	7.5	12.8	7.0
>유럽	11.2	12.0	(12.9)	2.0	5.0	7.8	24.1	7.8	3.1	10.5	9.3
>조정	12.6	12.3	1.8	2.5	12.0	12.0	10.3	12.0	7.3	11.6	0.0
영업이익	30.8	11.6	44.8	3.9	16.9	34.4	(4.3)	16.9	20.1	15.5	12.7
세전이익	28.5	(5.6)	43.1	29.2	21.6	49.9	3.9	16.5	22.5	21.7	12.7
순이익	19.6	(1.8)	63.1	25.0	24.3	46.6	2.0	47.2	23.6	30.5	16.7
% qoq											
매출액	(2.2)	4.4	(13.9)	17.6	(1.1)	5.4	(10.0)	12.5			
>아시아	(5.9)	1.4	(6.9)	15.9	(3.6)	0.9	(8.3)	17.8			
>미주	8.3	9.4	(2.3)	(8.0)	15.9	9.4	(6.4)	(4.0)			
>유럽	11.7	3.3	(24.4)	16.9	14.9	6.1	(12.9)	1.5			
>조정	12.5	(0.4)	(7.1)	(1.5)	22.9	(0.4)	(8.4)	(0.0)			
영업이익	(13.1)	(9.4)	12.3	17.4	(2.1)	4.1	(20.0)	43.4			
세전이익	4.0	(15.4)	15.6	27.2	(2.2)	4.2	(19.9)	42.6			
순이익	(0.5)	(11.6)	15.1	23.4	(1.0)	4.2	(19.9)	78.0			

자료: 한온시스템, Fnguide, 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	54,549	55,581	57,109	60,750	66,018
매출원가	45,461	46,970	47,984	50,491	54,696
매출총이익	9,088	8,611	9,126	10,259	11,322
판매비및일반관리비	5,385	5,015	4,808	5,271	5,702
영업이익(보고)	3,703	3,596	4,318	4,988	5,620
영업이익률(%)	6.8	6.5	7.6	8.2	8.5
영업외손익	6	-139	-82	165	189
이자수익	60	73	45	10	11
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	622	901	1,150	1,334	1,581
이자비용	135	135	193	92	92
외환손실	784	1,007	1,387	1,655	1,975
관계및기타분법손익	127	126	86	93	102
투자및기타자산처분손익	-11	-16	-5	-3	-1
금융상품평가및기타금융이익	55	-99	81	35	13
기타	73	19	141	443	551
법인세차감전이익	3,709	3,457	4,235	5,153	5,809
법인세비용	805	1,023	1,228	1,228	1,228
유효법인세율 (%)	21.7%	29.6%	29.0%	23.8%	21.1%
당기순이익	2,904	2,434	3,007	3,925	4,581
지배주주지분순이익(억원)	2,754	2,305	2,848	3,768	4,489
EBITDA	5,357	5,334	5,966	6,887	7,687
현금순이익(Cash Earnings)	4,558	4,173	4,655	5,824	6,648
수정당기순이익	2,871	2,515	2,950	3,901	4,572
증감률(% YoY)					
매출액	5.1	1.9	2.8	6.4	8.7
영업이익	1.9	-2.9	20.1	15.5	12.7
법인세차감전이익	-6.5	-6.8	22.5	21.7	12.7
당기순이익	-6.9	-16.2	23.6	30.5	16.7
지배주주지분 당기순이익	-7.1	-16.3	23.5	32.3	19.1
EBITDA	1.9	-0.4	11.8	15.4	11.6
EPS	-7.1	-16.3	23.5	32.3	19.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	3,468	4,475	4,933	5,513	6,211
당기순이익	2,904	2,434	3,007	3,925	4,581
감가상각비	1,631	1,698	1,469	1,616	1,752
무형자산상각비	23	41	178	284	315
외환손익	110	64	237	321	393
자산처분손익	48	34	5	3	1
지분법손익	-127	-126	-86	-93	-102
영업활동자산부채 증감	-1,791	-458	-113	-268	-388
기타	670	788	234	-275	-343
투자활동현금흐름	-2,820	-2,559	-3,223	-3,228	-3,158
투자자산의 처분	12	-40	-5	-12	-15
유형자산의 처분	253	116	0	0	0
유형자산의 취득	-2,694	-2,269	-2,556	-2,633	-2,712
무형자산의 처분	-46	-390	-499	-384	-213
기타	-345	24	-163	-199	-219
재무활동현금흐름	-440	-1,118	-757	-688	-843
단기차입금의 증가	436	-28	2,182	2,321	2,522
장기차입금의 증가	314	-11	-2,185	-2,324	-2,526
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-1,190	-1,080	-1,036	-1,068	-1,335
기타	0	0	282	383	495
현금및현금성자산의순증가	345	658	952	1,597	2,209
기초현금및현금성자산	3,468	3,813	4,471	5,423	7,020
기말현금및현금성자산	3,813	4,471	5,423	7,020	9,230
Gross Cash Flow	5,259	4,933	5,045	5,781	6,598
Op Free Cash Flow	23	1,153	1,753	2,395	3,014

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	18,562	19,935	21,313	23,923	27,598
현금및현금성자산	3,813	4,471	5,423	7,020	9,230
유동금융자산	70	128	131	140	152
매출채권및유동채권	10,961	11,514	11,831	12,585	13,676
재고자산	3,718	3,822	3,928	4,178	4,540
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	13,838	14,658	16,271	17,642	18,781
장기매출및기타비유동채권	120	116	119	127	138
투자자산	802	906	949	996	1,049
유형자산	10,528	10,927	12,014	13,031	13,990
무형자산	1,718	2,074	2,395	2,495	2,393
기타비유동자산	670	636	795	993	1,212
자산총계	32,400	34,594	37,583	41,565	46,379
유동부채	11,239	14,309	16,792	19,830	23,390
매입채무및기타유동채무	9,444	10,320	10,604	11,280	12,258
단기차입금	1,242	3,365	5,547	7,868	10,390
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	553	624	641	682	741
비유동부채	4,462	2,290	398	-1,516	-3,507
장기매입채무및비유동채무	410	416	428	455	495
사채및장기차입금	2,772	646	-1,539	-3,863	-6,389
기타비유동부채	1,280	1,228	1,509	1,892	2,387
부채총계	15,700	16,599	17,190	18,314	19,883
자본금	534	534	961	961	961
주식발행초과금	481	481	481	481	481
이익잉여금	16,971	18,296	20,140	22,876	26,076
기타자본	-1,800	-1,864	-1,864	-1,864	-1,864
지배주주지분자본총계	16,185	17,447	19,718	22,453	25,654
비지배주주지분자본총계	515	547	675	797	843
자본총계	16,700	17,994	20,393	23,250	26,497
순차입금	130	-588	-1,547	-3,155	-5,380
총차입금	4,014	4,011	4,008	4,005	4,001

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	516	432	533	706	841
BPS	3,032	3,268	3,694	4,206	4,806
주당EBITDA	1,004	999	1,118	1,290	1,440
CFPS	854	782	872	1,091	1,245
DPS	970	970	200	250	300
주가배수(배)					
PER	18.8	24.0	19.3	14.1	11.8
PBR	3.2	3.2	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	10.2	10.9	9.5	7.6	6.4
PCFR	11.3	13.3	11.8	9.1	8.0
수익성(%)					
영업이익률	6.8	6.5	7.6	8.2	8.5
순이익률	5.3	4.4	5.3	6.5	6.9
EBITDA margin	9.8	9.6	10.4	11.3	11.6
총자산이익률(ROA)	9.4	7.3	8.3	9.9	10.4
자기자본이익률(ROE)	18.1	14.0	15.7	18.0	18.4
투자자본이익률(ROIC)	20.3	16.5	20.0	21.2	22.3
안정성(%)					
부채비율	94.0	92.2	84.3	78.8	75.0
순차입금비율	0.8	-3.3	-7.6	-13.6	-20.3
이자보상배율(배)	27.5	26.7	22.3	54.3	61.3
활동성(배)					
매출채권회전율	5.2	4.9	4.9	5.0	5.0
재고자산회전율	15.2	14.7	14.7	15.0	15.1
매입채무회전율	5.8	5.6	5.5	5.6	5.6

S&T모티브 (064960)



BUY(Initiate)

주가(1/16) 49,000원

목표주가 63,000원

S&T모티브는 방산 불확실성 확대로 주가가 하락을 지속했다. K2 소총 예산 축소와 신규 납품업체 진입, 덮개 발열 이슈로 납품 지연 등 2016년 실적 부진이 지속되었던 한해였다. 2017년은 기저효과로 이익 개선이 기대되고 모터 등 주요 부품의 성장이 기대되어 투자의견 Buy, 목표주가 63,000원을 신규 제시한다. 단, 나 연초 방산 관련 수주 불확실성이 주가 상승을 제한하고 있다.

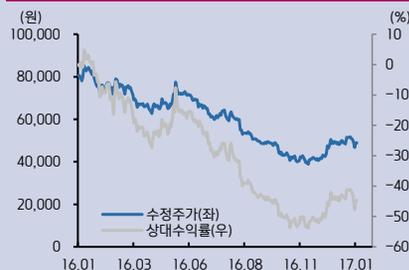
Stock Data

KOSPI (1/16)	2,064.17pt		
시가총액	7,165억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	85,100원	38,850원	
최고/최저가 대비 등락	-42.42%	26.13%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-1.0%	-2.1%
	6M	-18.9%	-20.7%
	1Y	-38.9%	-44.4%

Company Data

발행주식수	14,623천주
일평균 거래량(3M)	66천주
외국인 지분율	14.0%
배당수익률(17.E)	1.2%
BP (17.E)	51,202원
주요 주주	S&T홀딩스 37.2%
	국민연금공단 12.8%

Price Trend



아직도 풀리지 않은 방산의 매듭

>>> 이익 가시성 회복이 우선

S&T모티브는 전장, 모터 등 자율주행, 친환경차에 채용되는 핵심 부품을 생산하는 업체로 전방 수요 확대에 따른 이익 성장이 기대. 다만 이익 비중이 높은 방산이 불확실성이 상존하고 있어 이익 회복 가능성과 함께 주가 상승이 가능할 것으로 판단. 소총 덮개 발열 이슈는 해소되었으나 중장기 납품과 관련한 불확실성이 남아있다는 점도 주가 전망을 긍정적으로만 보기 힘든 원인임

>>> 4Q16 영업이익 246억원 전망

4Q16 매출액 2,912억원(-12.3% yoy, +5.4% qoq), 영업이익 246억원(-26.2% yoy, +0.1% qoq, OPM 8.4%) 기록하며, 영업이익 기준 시장 예상치 282억원을 13.0% 하회할 전망. 소총 덮개 발열 이슈로 납품 지연된 방산 이슈로 영업이익 역기저 효과 영향

>>> 투자의견 Buy, TP 63,000원 제시

S&T모티브에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 63,000원을 신규로 제시. 목표주가는 2018년 예상 EPS와 방산실적 안정기 PER Band(7.9배~12.1배) 상단을 목표 PER로 적용. 이익 성장의 가시성은 방산 불확실성 해소 시 더욱 탄력적일 전망. 모터 등 주요 부품의 전방 기대감으로 투자의견 Buy 제시

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	10,993	12,105	11,286	12,557	13,753
영업이익(억원)	690	1,231	932	1,139	1,265
EBITDA(억원)	922	1,490	1,199	1,409	1,536
세전이익(억원)	738	1,327	809	1,064	1,192
순이익(억원)	635	974	597	786	880
지배주주지분순이익(억원)	614	856	547	683	765
EPS(원)	4,198	5,852	3,738	4,604	5,155
증감율(%YoY)	82.1	39.4	-36.1	23.2	12.0
PER(배)	10.0	14.7	13.1	10.6	9.5
PBR(배)	1.1	1.9	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	6.0	8.5	4.9	4.1	3.4
영업이익률(%)	6.3	10.2	8.3	9.1	9.2
핵심영업이익률(%)	5.8	8.0	5.3	6.3	6.4
ROE(%)	9.6	13.6	7.5	9.3	9.6
순부채비율(%)	-10.3	-18.5	-23.8	-27.5	-31.4

S&T모티브 4Q16 Preview: 영업이익은 246억원을 기록해 컨센서스 13.0% 하회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	4Q15	3Q16	4Q16	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	332.2	276.4	291.2	(12.3)	5.4	307.4	(5.3)
영업이익	33.3	24.5	24.6	(26.2)	0.1	28.2	(13.0)
세전이익	27.8	6.6	26.0	(6.6)	294.0	34.4	(24.5)
지배순이익	19.8	6.5	19.3	(2.4)	197.1	22.5	(14.1)
영업이익률	10.0	8.9	8.4	(1.6)	(0.4)	9.2	(0.7)
세전이익률	8.4	2.4	8.9	0.5	6.5	11.2	(2.3)
지배순이익률	6.0	2.4	6.6	0.7	4.3	7.3	(0.7)

자료: S&T모티브, Fnguide, 키움증권 추정

S&T모티브 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	-	-	1,255.7	1,375.3	-	-
영업이익	-	-	113.9	126.5	-	-
영업이익률(%)	-	-	9.1	9.2	-	-
EBITDA	-	-	140.9	153.6	-	-
EBITDA 이익률(%)	-	-	11.2	11.2	-	-
순이익	-	-	78.6	88.0	-	-

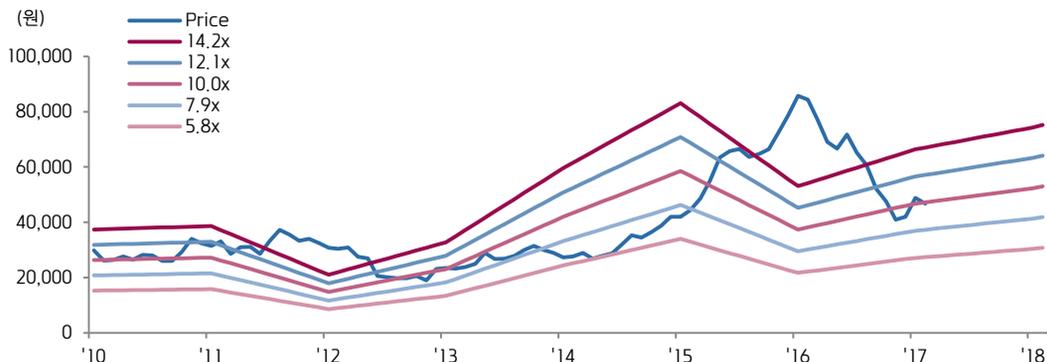
자료: S&T모티브, Fnguide, 키움증권 추정

S&T모티브 목표주가 산출 내역

목표 PER	12.1 배	(a), 방산실적 안정기 PER Band(7.9~12.1배) 상단
적용 EPS	5,155 원	(b), 2018년 예상 EPS
목표 주가	62,000 원	(a) x (b), 목표주가 신규
전일 증가	49,000 원	2017년 1월 16일 증가
주가상승여력	26.5 %	2017년 1월 16일 증가대비
투자의견	BUY	투자의견 신규

자료: S&T모티브, Fnguide, 키움증권 추정

S&T모티브 PER Band



자료: Bloomberg, 키움증권

S&T모터브 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016E	2017E	2018E
매출액	285.2	275.9	276.4	291.2	334.7	315.7	290.5	314.7	1,128.6	1,255.7	1,375.3
>차량부품	207.9	197.1	196.8	233.7	224.9	243.2	231.5	253.2	835.5	952.9	1,113.3
>산업설비	66.7	65.4	61.3	60.1	68.7	67.4	63.2	61.9	253.6	261.3	266.5
>방산기타	28.8	26.6	35.4	21.0	64.3	27.1	16.0	21.4	111.8	128.8	91.1
>조정	(18.2)	(13.3)	(17.2)	(23.6)	(23.3)	(22.0)	(20.2)	(21.9)	(72.3)	(87.3)	(95.6)
영업이익	26.5	19.6	24.5	22.6	32.9	27.9	25.5	27.7	93.2	113.9	126.5
세전이익	26.7	21.6	6.6	26.0	30.8	25.9	23.5	26.3	80.9	106.4	119.2
순이익	20.1	14.9	5.4	19.3	22.7	19.1	17.3	19.4	59.7	78.6	88.0
영업이익률	9.3	7.1	8.9	7.8	9.8	8.8	8.8	8.8	8.3	9.1	9.2
세전이익률	9.4	7.8	2.4	8.9	9.2	8.2	8.1	8.3	7.2	8.5	8.7
순이익률	7.0	5.4	2.0	6.6	6.8	6.1	6.0	6.2	5.3	6.3	6.4
% yoy											
매출액	1.3	(11.9)	(2.6)	(12.3)	17.4	14.5	5.1	8.1	(6.8)	11.3	9.5
>차량부품	3.4	(12.9)	(5.9)	11.3	8.2	23.4	17.6	8.4	(1.3)	14.0	16.8
>산업설비	3.9	0.7	(6.3)	(8.0)	3.0	3.0	3.0	3.0	(2.5)	3.0	2.0
>방산기타	(26.9)	(44.6)	22.6	(74.3)	123.5	1.8	(54.7)	1.9	(43.5)	15.3	(29.3)
>조정	(21.9)	(48.8)	(13.8)	(5.3)	27.9	64.8	17.6	(7.4)	(23.2)	20.7	9.5
영업이익	1.4	(43.2)	(15.7)	(32.2)	24.0	42.3	3.8	22.5	(24.3)	22.2	11.0
세전이익	4.3	(45.9)	(83.2)	(6.6)	15.2	20.1	255.8	1.1	(39.1)	31.6	12.0
순이익	7.1	(48.5)	(81.0)	(9.1)	13.4	28.3	220.6	0.4	(38.7)	31.7	12.0
% qoq											
매출액	(14.1)	(3.3)	0.2	5.4	14.9	(5.7)	(8.0)	8.3			
>차량부품	(1.0)	(5.2)	(0.2)	18.7	(3.7)	8.1	(4.8)	9.4			
>산업설비	2.1	(2.0)	(6.3)	(2.0)	14.3	(2.0)	(6.3)	(2.0)			
>방산기타	(64.8)	(7.5)	32.9	(40.6)	206.1	(57.9)	(40.9)	33.6			
>조정	(27.1)	(26.8)	28.9	37.5	(1.4)	(5.7)	(8.0)	8.3			
영업이익	(20.4)	(25.9)	25.0	(8.0)	45.6	(15.0)	(8.9)	8.6			
세전이익	(3.9)	(19.3)	(69.4)	294.0	18.6	(15.9)	(9.4)	12.0			
순이익	(5.6)	(25.7)	(63.7)	257.4	17.8	(15.9)	(9.4)	12.0			

자료: S&T모터브, Fnguide, 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	10,993	12,105	11,286	12,557	13,753
매출원가	9,509	9,912	9,497	10,214	11,208
매출총이익	1,484	2,193	1,789	2,343	2,545
판매비및일반관리비	794	962	856	1,204	1,280
영업이익(보고)	690	1,231	932	1,139	1,265
영업이익률(%)	6.3%	10.2%	8.3%	9.1%	9.2%
영업외손익	48	96	-124	-75	-73
이자수익	18	14	0	0	0
배당금수익	2	3	3	3	4
외환이익	216	272	46	89	111
이자비용	15	4	0	0	0
외환손실	139	160	27	52	65
관계기업지분법손익	27	-5	-4	-3	-3
투자및기타자산처분손익	1	29	4	2	1
금융상품평가및기타금융이익	-35	-39	-187	-94	-36
기타	-27	-13	41	-20	-84
법인세차감전이익	738	1,327	809	1,064	1,192
법인세비용	176	353	212	279	312
유효법인세율(%)	23.9%	26.6%	26.2%	26.2%	26.2%
당기순이익	635	974	597	786	880
지배주주지분손이익(억원)	614	856	547	683	765
EBITDA	922	1,490	1,199	1,409	1,536
현금순이익(Cash Earnings)	867	1,233	863	1,055	1,151
수정당기순이익	661	982	735	855	906
증감률(% YoY)					
매출액	25.6	10.1	-6.8	11.3	9.5
영업이익	24.5	78.4	-24.3	22.2	11.0
법인세차감전이익	55.8	79.8	-39.1	31.6	12.0
당기순이익	112.4	53.3	-38.7	31.7	12.0
지배주주지분 당기순이익	82.1	39.4	-36.1	25.0	12.0
EBITDA	66.3	61.6	-19.5	17.5	9.0
EPS	82.1	39.4	-36.1	23.2	12.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	438	705	1,011	843	952
당기순이익	562	974	597	786	880
감가상각비	219	240	229	233	237
무형자산상각비	13	19	38	37	34
외환손익	-38	-27	-19	-37	-46
자산처분손익	5	33	-4	-2	-1
지분법손익	0	0	4	3	3
영업활동자산부채 증감	-304	-733	137	-213	-201
기타	-19	199	30	37	46
투자활동현금흐름	-135	-124	-334	-350	-359
투자자산의 처분	-41	38	7	-3	-4
유형자산의 처분	17	128	0	0	0
유형자산의 취득	-337	-264	-309	-319	-328
무형자산의 처분	-24	-28	-31	-29	-27
기타	249	2	0	0	0
재무활동현금흐름	-561	-100	-387	-280	-304
단기차입금의 증가	-367	-197	-183	-204	-223
장기차입금의 증가	0	-56	-52	-57	-63
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-96	-128	-142	-137	-145
기타	-98	281	-10	118	127
현금및현금성자산의순증가	-255	482	290	212	289
기초현금및현금성자산	1,189	934	1,415	1,706	1,918
기말현금및현금성자산	934	1,415	1,706	1,918	2,206
Gross Cash Flow	742	1,437	874	1,056	1,153
Op Free Cash Flow	92	138	771	572	673

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	5,880	6,454	6,404	7,144	7,931
현금및현금성자산	934	1,415	1,706	1,918	2,206
유동금융자산	4	8	8	8	9
매출채권및유동채권	3,328	3,527	3,288	3,658	4,007
재고자산	1,615	1,487	1,386	1,542	1,689
기타유동비금융자산	0	17	16	17	19
비유동자산	5,270	5,274	5,338	5,423	5,513
장기매출및기타비유동채권	60	52	48	54	59
투자자산	101	102	96	97	98
유형자산	4,991	4,992	5,072	5,158	5,250
무형자산	118	128	121	114	106
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	11,150	11,728	11,741	12,567	13,444
유동부채	3,468	3,036	2,596	2,654	2,667
매입채무및기타유동채무	3,027	2,760	2,574	2,863	3,136
단기차입금	200	3	-180	-384	-607
유동성장기차입금	55	0	-52	-109	-172
기타유동부채	186	273	254	283	310
비유동부채	1,080	1,002	991	1,111	1,239
장기매입채무및비유동채무	20	17	16	18	20
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,061	985	975	1,093	1,220
부채총계	4,549	4,039	3,587	3,764	3,906
자본금	731	731	742	742	742
주식발행초과금	234	234	234	234	234
이익잉여금	4,359	5,092	5,516	6,081	6,722
기타자본	446	542	542	542	542
지배주주지분자본총계	5,770	6,599	7,035	7,600	8,240
비지배주주지분자본총계	831	1,089	1,119	1,202	1,297
자본총계	6,602	7,689	8,154	8,802	9,537
순차입금	-682	-1,420	-1,945	-2,419	-2,994
총차입금	255	3	-231	-493	-779

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당 EPS (원)					
지표	4,198	5,852	3,738	4,604	5,155
BPS	39,460	45,130	47,396	51,202	55,517
주당 EBITDA	6,304	10,190	8,200	9,490	10,347
CFPS	5,928	8,430	5,903	7,108	7,752
DPS	800	1,000	950	1,000	1,100
주가배수(배)					
PER	10.0	14.7	13.1	10.6	9.5
PBR	1.1	1.9	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.0	8.5	4.9	4.1	3.4
PCFR	7.1	10.2	8.3	6.9	6.3
수익성(%)					
영업이익률	6.3	10.2	8.3	9.1	9.2
순이익률	5.8	8.0	5.3	6.3	6.4
EBITDA margin	8.4	12.3	10.6	11.2	11.2
총자산이익률(ROA)	5.5	8.5	5.1	6.5	6.8
자기자본이익률(ROE)	9.6	13.6	7.5	9.3	9.6
투자자본이익률(ROIC)	7.5	12.9	9.9	11.9	12.7
안정성(%)					
부채비율	68.9	52.5	44.0	42.8	41.0
순차입금비율	-10.3	-18.5	-23.8	-27.5	-31.4
이자보상배율(배)	44.6	281.1	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	3.3	3.5	3.3	3.6	3.6
재고자산회전율	6.6	7.8	7.9	8.6	8.5
매입채무회전율	3.4	4.2	4.2	4.6	4.6

한국타이어 (161390)



BUY(Reinitiate)

주가(1/16) 62,300원

목표주가 76,000원

글로벌 1st Tier Goodyear, Bridgestone을 비롯 Chengshin 등 타이어 업체들의 가격 인상이 잇따르고 있다. 수요 회복은 여전히 미진하나 최근 급등한 고무가격 영향으로 미국, 유럽 등 일부 지역 RE 판매가격 전가가 가능해졌다. 고인치 믹스 개선과 함께 판가 개선은 부진한 업황에도 시장 예상보다 매출 성장, 수익성 상승을 가능케 하는 요인이다. 투자의견 Buy, 목표주가 76,000원을 제시하며 커버리지를 재개한다.

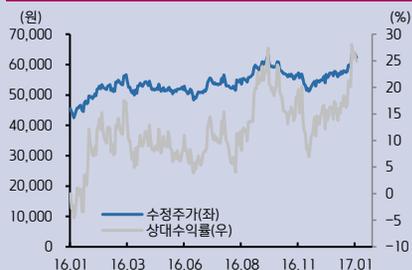
Stock Data

KOSPI (1/16)	2,064.17pt		
시가총액	77,174억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	63,900원	42,450원	
최고/최저가 대비 등락	-2.50%	46.76%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	10.7%	9.5%
	6M	12.7%	10.1%
	1Y	33.4%	21.4%

Company Data

발행주식수	123,875천주
일평균 거래량(3M)	221천주
외국인 지분율	44.6%
배당수익률(17.E)	0.6%
BP (17.E)	54,961원
주요 주주	한국타이어월드와이드 42.6%
	국민연금공단 6.0%

Price Trend



가격 상승기엔 한국타이어!

>>> 가격 상승의 가장 큰 수혜

한국타이어는 최근 ASP 상승 국면을 맞이한 국내 타이어 업체 중 가장 큰 수혜가 기대되는 업체. 가격 인상 국면 시 높은 가격 경쟁력과, 영업 레버리지로 경쟁사 대비 높은 마진 영위 가능. 특히 유럽과 미국 중심의 판가 인상은 해당 지역 매출 비중 높은 동사에 긍정적

>>> 4Q16 영업이익 2,790억원 전망

4Q16 매출액 1.68조원(+4.9% yoy, +1.0% qoq), 영업이익 2,790억원(+16.7% yoy, -7.8% qoq, OPM 16.7%) 기록하며, 영업이익 기준 시장 예상치 2,684억원을 4.0% 상회할 전망. 중국 RE 개선, 고인치화에 따른 믹스 개선 가시화로 매출 성장이 지속되는 가운데 2Q16 원재료 스팟가격 상승 영향으로 영업이익률은 -1.6%p qoq 하락. 단 원재료(고무) 장기공급계약 스팟 가격 급등락 영향은 손익에 제한적으로 영향

>>> 투자의견 Buy, TP 76,000원 제시

한국타이어에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 76,000원을 제시하며 커버리지 재개. 목표주가는 2017년 예상 EPS 7,321원과 2013년 이후 평균 PER에 1 표준편차 할증한 10.3배를 목표 PER로 적용. 판가 상승 국면에서 국내 타이어 업체들의 영업 레버리지가 컸던 점을 감안할 때 이익 레벨은 2017년에도 우상향하며 주가 Trading Band를 높일 전망

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	66,808	64,282	66,861	70,211	71,574
영업이익(억원)	10,316	8,850	11,430	11,437	11,833
EBITDA(억원)	14,606	13,438	15,837	16,233	17,010
세전이익(억원)	9,356	8,394	11,116	11,610	11,889
순이익(억원)	6,993	6,565	8,694	9,081	9,299
지배주주지분순이익(억원)	7,004	6,554	8,660	9,069	9,287
EPS(원)	5,654	5,291	6,991	7,321	7,497
증감율(%YoY)	-5.1	-6.4	32.1	4.7	2.4
PER(배)	9.3	8.9	8.3	8.5	8.3
PBR(배)	1.4	1.1	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	5.3	5.9	5.8	5.8	5.3
영업이익률(%)	15.4	13.8	17.1	16.3	16.5
핵심영업이익률(%)	10.5	10.2	13.0	12.9	13.0
ROE(%)	16.6	13.6	15.7	14.2	12.8
순부채비율(%)	27.6	41.6	32.0	24.2	17.2

한국타이어 4Q16 Preview: 영업이익은 2,790억원을 기록해 컨센서스 4.0% 상회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	4Q15	3Q16	4Q16	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	1,596.5	1,657.6	1,675.0	4.9	1.0	1,656.5	1.1
영업이익	239.1	302.6	279.0	16.7	(7.8)	268.4	4.0
세전이익	230.9	270.5	283.1	22.6	4.6	270.7	4.6
지배순이익	189.2	206.5	200.0	5.7	(3.2)	196.5	1.7
영업이익률	15.0	18.3	16.7	1.7	(1.6)	16.2	0.5
세전이익률	14.5	16.3	16.9	2.4	0.6	16.3	0.6
지배순이익률	11.8	12.5	11.9	0.1	(0.5)	11.9	0.1

자료: 한국타이어, Fnguide, 키움증권 추정

한국타이어 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	-	-	7,021.1	7,157.4	-	-
영업이익	-	-	1,143.7	1,183.3	-	-
영업이익률(%)	-	-	16.3	16.5	-	-
EBITDA	-	-	1,623.3	1,701.0	-	-
EBITDA 이익률(%)	-	-	23.1	23.8	-	-
순이익	-	-	908.1	929.9	-	-

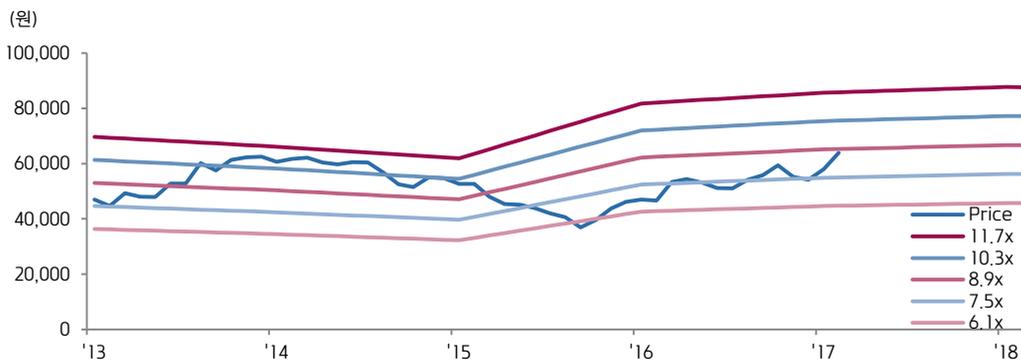
자료: 한국타이어, Fnguide, 키움증권 추정

한국타이어 목표주가 산출 내역

목표 PER	10.3 배	(a), 2013년 이후 PER 평균 + 1 표준편차
적용 EPS	7,321 원	(b), 2017년 예상 EPS
목표 주가	76,000 원	(a) x (b), 목표주가 신규
전일 증가	62,300 원	2017년 1월 16일 증가
주가상승여력	22.0 %	2017년 1월 16일 증가대비
투자 의견	BUY	투자 의견 재개(애널리스트 변경)

자료: 한국타이어, Fnguide, 키움증권 추정

한국타이어 PER Band



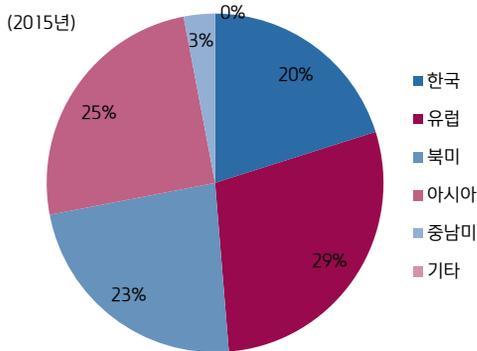
자료: Bloomberg, 키움증권

한국타이어 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016E	2017E	2018E
매출액	1,626.0	1,727.4	1,657.6	1,675.0	1,691.8	1,770.3	1,791.3	1,767.7	6,686.1	7,021.1	7,157.4
영업이익	251.1	310.3	302.6	279.0	250.5	301.9	309.9	281.4	1,143.0	1,143.7	1,183.3
세전이익	247.2	310.7	270.5	283.1	256.0	307.1	311.8	286.1	1,111.6	1,161.0	1,188.9
순이익	196.7	265.2	207.6	200.0	197.8	237.2	240.9	232.3	869.4	908.1	929.9
영업이익률	15.4	18.0	18.3	16.7	14.8	17.1	17.3	15.9	17.1	16.3	16.5
세전이익률	15.2	18.0	16.3	16.9	15.1	17.3	17.4	16.2	16.6	16.5	16.6
순이익률	12.1	15.4	12.5	11.9	11.7	13.4	13.4	13.1	13.0	12.9	13.0
% yoy											
매출액	9.4	6.6	(3.9)	4.9	4.0	2.5	8.1	5.5	4.0	5.0	1.9
세전이익	23.6	54.4	25.2	16.7	(0.3)	(2.7)	2.4	0.9	29.2	0.1	3.5
세전이익	25.9	60.9	23.6	22.6	3.6	(1.2)	15.3	1.1	32.4	4.5	2.4
순이익	22.0	72.3	36.6	5.5	0.6	(10.6)	16.0	16.2	32.4	4.5	2.4
% qoq											
매출액	1.8	6.2	(4.0)	1.0	1.0	4.6	1.2	(1.3)			
영업이익	5.0	23.5	(2.5)	(7.8)	(10.2)	20.5	2.7	(9.2)			
세전이익	7.1	25.7	(12.9)	4.6	(9.6)	19.9	1.6	(8.2)			
순이익	3.8	34.9	(21.7)	(3.7)	(1.1)	19.9	1.6	(3.6)			

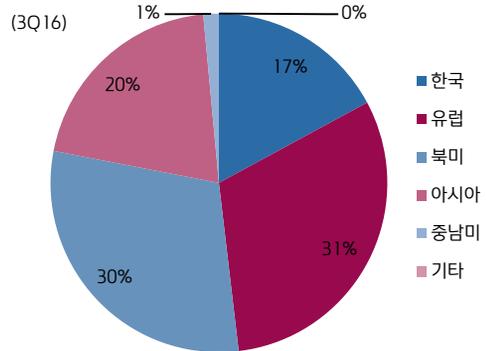
자료: 한국타이어, Fnguide, 키움증권 추정

한국타이어 지역별 매출비중 (2015)



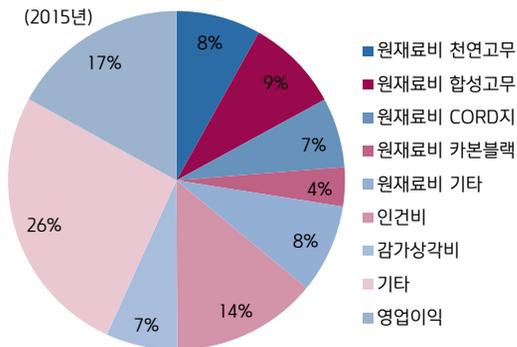
자료: 한국타이어, 키움증권

한국타이어 지역별 매출비중 (3Q16)



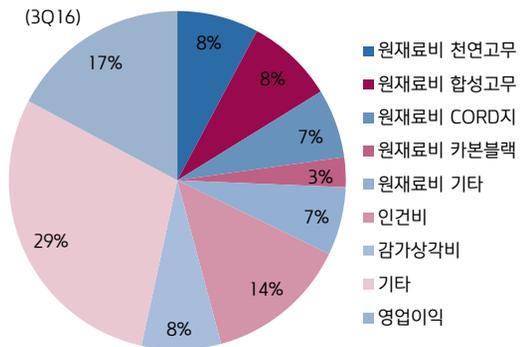
자료: 한국타이어, 키움증권

한국타이어 비용의 분류 (2015, 매출액대비)



자료: 한국타이어, 키움증권

한국타이어 비용의 분류 (3Q16, 매출액대비)



자료: 한국타이어, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	66,808	64,282	66,861	70,211	71,574
매출원가	42,808	40,840	41,074	43,909	44,669
매출총이익	24,000	23,441	25,787	26,302	26,905
판매비및일반관리비	13,684	14,591	14,357	14,865	15,072
영업이익(보고)	10,316	8,850	11,430	11,437	11,833
영업이익률(%)	15.4%	13.8%	17.1%	16.3%	16.5%
영업외손익	-960	-456	-315	174	56
이자수익	213	190	73	28	28
배당금수익	1	0	2	2	2
외환이익	2,158	2,693	2,495	2,382	2,525
이자비용	499	438	486	406	380
외환손실	2,905	3,259	3,169	3,174	3,388
관계기업지분법손익	0	137	380	448	480
투자및기타자산처분손익	-60	-25	2	0	0
금융상품평가및기타금융이익	55	84	74	28	10
기타	77	161	314	865	779
법인세차감전이익	9,356	8,394	11,116	11,610	11,889
법인세비용	2,363	1,829	2,422	2,529	2,590
유효법인세율(%)	25.3%	21.8%	21.8%	21.8%	21.8%
당기순이익	6,993	6,565	8,694	9,081	9,299
지배주주지분손이익(억원)	7,004	6,554	8,660	9,069	9,287
EBITDA	14,606	13,438	15,837	16,233	17,010
현금순이익(Cash Earnings)	11,283	11,153	13,101	13,877	14,476
수정당기순이익	6,997	6,520	8,636	9,060	9,292
증감률(% YoY)					
매출액	-5.5	-3.8	4.0	5.0	1.9
영업이익	0.1	-14.2	29.2	0.1	3.5
법인세차감전이익	-5.5	-10.3	32.4	4.5	2.4
당기순이익	-4.9	-6.1	32.4	4.5	2.4
지배주주지분 당기순이익	-5.1	-6.4	32.1	4.7	2.4
EBITDA	1.2	-8.0	17.9	2.5	4.8
EPS	-5.1	-6.4	32.1	4.7	2.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	11,470	11,137	12,155	12,694	13,697
당기순이익	6,993	6,565	8,694	9,081	9,299
감가상각비	4,178	4,465	4,061	4,532	4,985
무형자산상각비	112	124	346	264	192
외환손익	386	375	673	791	863
자산처분손익	113	103	-2	0	0
지분법손익	0	-137	-380	-448	-480
영업활동자산부채 증감	-623	-806	-564	-733	-298
기타	311	449	-674	-793	-865
투자활동현금흐름	-9,048	-21,037	-9,725	-10,100	-10,383
투자자산의 처분	357	-12,651	-53	-67	-28
유형자산의 처분	107	140	0	0	0
유형자산의 취득	-9,366	-8,630	-9,268	-9,546	-9,833
무형자산의 처분	-145	-40	-44	-32	-23
기타	0	144	-360	-454	-500
재무활동현금흐름	-1,959	8,887	-1,736	-1,726	-1,759
단기차입금의 증가	-3,479	1,596	312	328	334
장기차입금의 증가	2,015	7,786	-1,890	-1,985	-2,023
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-495	-495	-495	-495	-495
기타	0	0	337	426	425
현금및현금성자산의순증가	428	-878	693	868	1,554
기초현금및현금성자산	6,824	7,252	6,374	7,067	7,934
기말현금및현금성자산	7,252	6,374	7,067	7,934	9,489
Gross Cash Flow	12,094	11,943	12,719	13,427	13,995
Op Free Cash Flow	1,866	2,034	3,195	3,154	3,992

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	38,798	33,888	35,685	37,986	40,124
현금및현금성자산	7,252	6,374	7,067	7,934	9,489
유동금융자산	4,535	1,187	1,235	1,296	1,322
매출채권및유동채권	12,546	11,950	12,430	13,053	13,306
재고자산	14,460	14,303	14,877	15,622	15,926
기타유동비금융자산	5	74	77	80	82
비유동자산	44,403	61,074	66,778	72,539	78,229
장기매출및기타비유동채권	714	1,303	1,355	1,423	1,451
투자자산	1,182	11,949	12,334	12,789	13,273
유형자산	40,204	44,940	50,147	55,161	60,009
무형자산	1,321	1,428	1,125	894	725
기타비유동자산	983	1,453	1,817	2,271	2,771
자산총계	83,201	94,961	102,463	110,525	118,353
유동부채	30,693	29,069	27,365	25,704	23,603
매입채무및기타유동채무	11,215	11,668	12,137	12,745	12,992
단기차입금	14,624	14,924	15,236	15,564	15,899
유동성장기차입금	3,818	1,387	-1,141	-3,795	-6,501
기타유동부채	1,038	1,089	1,133	1,190	1,213
비유동부채	7,343	14,485	15,492	16,630	17,755
장기매입채무및비유동채무	441	811	843	885	903
사채및장기차입금	5,795	12,646	13,283	13,953	14,636
기타비유동부채	1,107	1,028	1,365	1,791	2,216
부채총계	38,036	43,553	42,857	42,333	41,357
자본금	619	619	619	619	619
주식발행초과금	29,935	29,935	29,935	29,935	29,935
이익잉여금	15,424	21,341	29,506	38,080	46,873
기타자본	-868	-551	-551	-551	-551
지배주주지분자본총계	45,110	51,344	59,509	68,083	76,876
비지배주주지분자본총계	55	64	97	108	120
자본총계	45,165	51,408	59,606	68,192	76,996
순차입금	12,449	21,396	19,078	16,492	13,224
총차입금	24,236	28,957	27,379	25,723	24,034

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	5,654	5,291	6,991	7,321	7,497
BPS	36,416	41,448	48,039	54,961	62,059
주당EBITDA	11,791	10,848	12,785	13,104	13,732
CFPS	9,108	9,004	10,576	11,202	11,686
DPS	400	400	400	400	400
주가배수(배)					
PER	9.3	8.9	8.3	8.5	8.3
PBR	1.4	1.1	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.3	5.9	5.8	5.8	5.3
PCFR	5.8	5.2	5.5	5.6	5.3
수익성(%)					
영업이익률	15.4	13.8	17.1	16.3	16.5
순이익률	10.5	10.2	13.0	12.9	13.0
EBITDA margin	21.9	20.9	23.7	23.1	23.8
총자산이익률(ROA)	8.7	7.4	8.8	8.5	8.1
자기자본이익률(ROE)	16.6	13.6	15.7	14.2	12.8
투자자본이익률(ROIC)	14.2	11.9	13.8	12.7	12.2
안정성(%)					
부채비율	84.2	84.7	71.9	62.1	53.7
순차입금비율	27.6	41.6	32.0	24.2	17.1
이자보상배율(배)	20.7	20.2	23.5	28.2	31.1
활동성(배)					
매출채권회전율	5.2	5.2	5.5	5.5	5.4
재고자산회전율	4.6	4.5	4.6	4.6	4.5
매입채무회전율	6.2	5.6	5.6	5.6	5.6

넥센타이어 (002350)



BUY(Initiate)

주가(1/16) 14,450원

목표주가 17,000원

최근 타이어 평가 인상의 근거는 수요 개선이 아닌 원재료 가격 급등에 기인한다. 수요 상승이 아닌 평가 상승을 업황의 회복으로 단정하기엔 비약이 크다. 수요 증가 시 주가 상승탄력이 높았던 넥센타이어는 이익 개선에 따른 주가 상승이 유효하나 한국타이어 대비 높은 Valuation과 상대적으로 열위의 영업환경은 투자 우선순위를 낮추는 요인으로 작용한다. 이익 증가가 가능한 환경으로 변화해 투자의견 Buy와 목표주가 17,000원을 신규 제시한다.

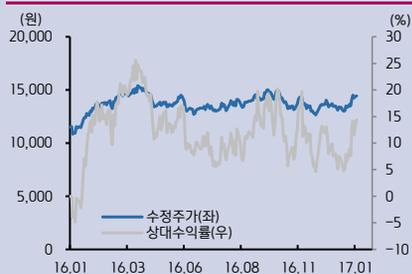
Stock Data

KOSPI (1/16)	2,064.17pt		
시가총액	14,287억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	15,400원	10,850원	
최고/최저가 대비 등락	-6.17%	33.18%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	7.4%	6.3%
	6M	7.0%	4.6%
	1Y	26.8%	15.4%

Company Data

발행주식수	102,916천주
일평균 거래량(3M)	171천주
외국인 지분율	16.8%
배당수익률(17.E)	0.6%
BP (17.E)	12,827원
주요 주주	넥센 66.2%
	국민연금공단 8.0%

Price Trend



수요 회복 시 주가 상승 클 전망

>>> 평가 상승에 따른 이익 개선 기대감

최근 타이어 가격 인상은 수요 개선에 기인하기 보다 원재료 가격 급등의 영향으로 보는 시각이 합리적. 넥센타이어는 수요 상승(업황 호조) 시점 경쟁사 대비 높은 이익 증가가 가능해 상대적으로 높은 Valuation 합리화가 가능. 평가 인상이 국내 타이어 업체의 이익 증가를 견인할 것으로 판단하며, 미국, 유럽 매출 비중이 높아 수혜가 가능하다고 판단해 투자의견 Buy 제시

>>> 4Q16 영업이익 635억원 전망

4Q16 매출액 4,735억원(+3.8% yoy, +0.7% qoq), 영업이익 635억원(-4.0% yoy, -2.9% qoq, OPM 13.4%) 기록하며, 영업이익 기준 시장 예상치 622억원을 2.2% 상회할 전망. 전년동기 창녕공장 가동 정상화에 따른 역기저 효과와 전분기비 투입가격 상승으로 영업이익률은 -1.1%p yoy, -0.5%p qoq 하락 전망

>>> 투자의견 Buy, TP 17,000원 제시

넥센타이어에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 17,000원을 신규 제시. 목표주가는 2017년 예상 EPS 1,397원과 2013년 이후 PER 상단인 12.1배를 목표 PER로 적용. 최근 급등한 원재료가 판매가격으로 전가 가능한 국면이나 수요 증가에 기인한 업황 회복으로 보기는 어려워 호황기 Valuation 적용은 어려울 전망. 수요 회복 시 업종 내 주가 상승 탄력은 가장 높을 것으로 판단

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	17,588	18,375	18,948	19,454	19,747
영업이익(억원)	2,086	2,249	2,564	2,410	2,465
EBITDA(억원)	3,133	3,645	3,886	3,817	3,955
세전이익(억원)	1,641	1,648	2,160	1,865	1,916
순이익(억원)	1,298	1,271	1,685	1,453	1,490
지배주주지분순이익(억원)	1,285	1,252	1,666	1,438	1,475
EPS(원)	1,255	1,217	1,619	1,397	1,434
증감율(%YoY)	3.8	-3.1	33.0	-13.7	2.6
PER(배)	10.2	10.2	8.0	10.3	10.1
PBR(배)	1.4	1.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	7.3	5.8	5.3	5.5	4.9
영업이익률(%)	11.9	12.2	13.5	12.4	12.5
순이익률(%)	7.4	6.9	8.9	7.5	7.5
ROE(%)	15.0	12.9	15.1	11.5	10.6
순채비율(%)	107.4	83.2	63.2	48.9	34.7

넥센타이어 4Q16 Preview: 영업이익은 635억원을 기록해 컨센서스 2.2% 상회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	4Q15	3Q16	4Q16	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	456.1	470.2	473.5	3.8	0.7	473.0	0.1
영업이익	66.2	65.4	63.5	(4.0)	(2.9)	62.2	2.2
세전이익	50.1	53.6	49.5	(1.2)	(7.7)	53.0	(6.6)
지배순이익	40.9	46.3	32.7	(20.1)	(29.4)	40.2	(18.8)
영업이익률	14.5	13.9	13.4	(1.1)	(0.5)	13.1	0.3
세전이익률	11.0	11.4	10.4	(0.5)	(0.9)	11.2	(0.8)
지배순이익률	9.0	9.9	6.9	(2.1)	(2.9)	8.5	(1.6)

자료: 넥센타이어, Fnguide, 키움증권 추정

넥센타이어 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	-	-	1,945.4	1,974.7	-	-
영업이익	-	-	241.0	246.5	-	-
영업이익률(%)	-	-	12.4	12.5	-	-
EBITDA	-	-	381.7	395.5	-	-
EBITDA 이익률(%)	-	-	19.6	20.0	-	-
순이익	-	-	145.3	149.0	-	-

자료: 넥센타이어, Fnguide, 키움증권 추정

넥센타이어 목표주가 산출 내역

목표 PER	12.1 배	(a), 2013년 이후 PER 상단 (12.1배)
적용 EPS	1,397 원	(b), 2017년 예상 EPS
목표 주가	17,000 원	(a) x (b), 목표주가 신규
전일 증가	14,450 원	2017년 1월 16일 증가
주가상승여력	17.6 %	2017년 1월 16일 증가대비
투자 의견	BUY	투자 의견 신규

자료: 넥센타이어, Fnguide, 키움증권 추정

넥센타이어 PER Band



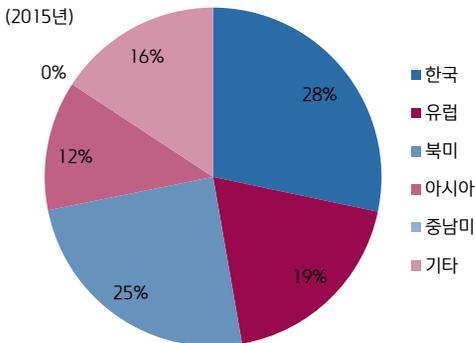
자료: Bloomberg, 키움증권

넥센타이어 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016E	2017E	2018E
매출액	458.0	493.2	470.2	473.5	461.2	504.6	502.1	477.5	1,894.8	1,945.4	1,974.7
영업이익	57.9	69.5	65.4	63.5	53.6	64.9	63.2	59.3	256.4	241.0	246.5
세전이익	54.3	57.9	53.6	50.2	40.4	51.0	49.4	45.8	216.0	186.5	191.6
순이익	41.9	43.9	46.8	35.8	32.7	41.2	39.9	31.4	168.5	145.3	149.0
영업이익률	12.6	14.1	13.9	13.4	11.6	12.9	12.6	12.4	13.5	12.4	12.5
세전이익률	11.9	11.7	11.4	10.6	8.7	10.1	9.8	9.6	11.4	9.6	9.7
순이익률	9.1	8.9	10.0	7.6	7.1	8.2	8.0	6.6	8.9	7.5	7.5
% yoy											
매출액	3.2	5.6	(0.0)	3.8	0.7	2.3	6.8	0.9	3.1	2.7	1.5
영업이익	12.9	24.9	26.5	(4.0)	(7.5)	(6.7)	(3.4)	(6.7)	14.0	(6.0)	2.3
세전이익	64.0	5.1	102.4	0.2	(25.7)	(12.0)	(7.9)	(8.7)	31.1	(13.7)	2.7
순이익	88.5	2.8	126.7	(13.7)	(22.1)	(6.1)	(14.7)	(12.2)	32.5	(13.8)	2.6
% qoq											
매출액	0.4	7.7	(4.7)	0.7	(2.6)	9.4	(0.5)	(4.9)			
영업이익	(12.5)	20.1	(5.9)	(2.9)	(15.7)	21.0	(2.5)	(6.2)			
세전이익	8.4	6.6	(7.4)	(6.4)	(19.6)	26.3	(3.1)	(7.2)			
순이익	0.9	4.8	6.6	(23.5)	(8.9)	26.3	(3.1)	(21.3)			

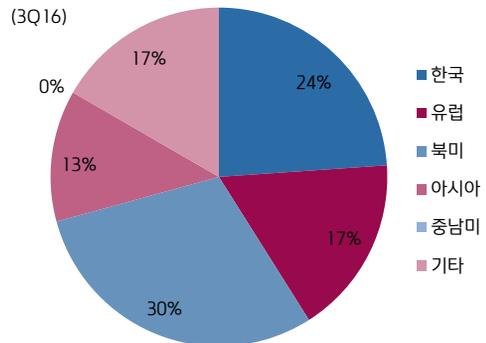
자료: 넥센타이어, Fnguide, 키움증권 추정

넥센타이어 지역별 매출비중 (2015)



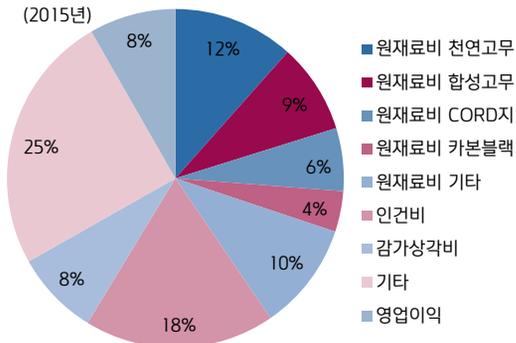
자료: 넥센타이어, 키움증권

넥센타이어 지역별 매출비중 (3Q16)



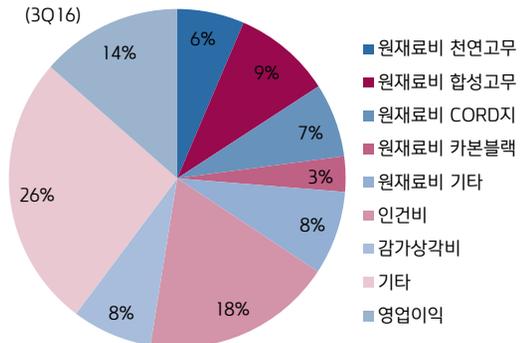
자료: 넥센타이어, 키움증권

넥센타이어 비용의 분류 (2015, 매출액대비)



자료: 넥센타이어, 키움증권

넥센타이어 비용의 분류 (3Q16, 매출액대비)



자료: 넥센타이어, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	17,588	18,375	18,948	19,454	19,747
매출원가	11,978	12,185	12,073	12,631	12,810
매출총이익	5,610	6,190	6,875	6,823	6,937
판매비및일반관리비	3,525	3,941	4,311	4,413	4,472
영업이익(보고)	2,086	2,249	2,564	2,410	2,465
영업이익률(%)	1	12.2%	13.5%	12.4%	12.5%
영업외손익	-445	-601	-405	-545	-549
이자수익	63	65	55	52	53
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	545	509	535	447	452
이자비용	322	334	257	221	196
외환손실	671	776	692	640	657
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-3	-25	-1	-1	-1
금융상품평가및기타금융이익	-21	-42	-23	-2	0
기타	-36	2	-21	-179	-200
법인세차감전이익	1,641	1,648	2,160	1,865	1,916
법인세비용	342	377	475	412	425
유효법인세율(%)	20.9%	22.9%	22.0%	22.1%	22.2%
당기순이익	1,298	1,271	1,685	1,453	1,490
지배주주지분순이익(억원)	1,285	1,252	1,666	1,438	1,475
EBITDA	3,133	3,645	3,886	3,817	3,955
현금순이익(Cash Earnings)	2,346	2,667	3,007	2,860	2,981
수정당기순이익	1,317	1,323	1,703	1,456	1,491
증감률(% YoY)					
매출액	1.8	4.5	3.1	2.7	1.5
영업이익	17.8	7.8	14.0	-6.0	2.3
법인세차감전이익	1.6	0.4	31.1	-13.7	2.7
당기순이익	4.7	-2.1	32.5	-13.8	2.6
지배주주지분 당기순이익	4.8	-2.5	33.0	-13.7	2.6
EBITDA	13.1	16.3	6.6	-1.8	3.6
EPS	3.8	-3.1	33.0	-13.7	2.6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	3,035	3,208	2,900	2,766	2,927
당기순이익	1,298	1,271	1,685	1,453	1,490
감가상각비	1,048	1,396	1,290	1,380	1,469
무형자산상각비	0	0	32	27	21
외환손익	228	300	157	193	205
자산처분손익	0	0	1	1	1
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	11	-353	-108	-95	-55
기타	451	594	-157	-193	-205
투자활동현금흐름	-3,213	-1,421	-2,615	-2,703	-2,772
투자자산의 처분	-65	161	-45	-39	-22
유형자산의 처분	24	36	0	0	0
유형자산의 취득	-3,192	-1,616	-2,476	-2,550	-2,627
무형자산의 처분	-15	-10	-11	-9	-7
기타	35	8	-83	-105	-116
재무활동현금흐름	100	-1,156	-251	-58	212
단기차입금의 증가	0	0	204	210	213
장기차입금의 증가	164	-1,081	-1,190	-1,222	-1,240
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-65	-76	-81	-89	-95
기타	1	1	816	1,044	1,334
현금및현금성자산의순증가	-132	519	34	5	367
기초현금및현금성자산	663	531	1,049	1,083	1,088
기말현금및현금성자산	531	1,049	1,083	1,088	1,454
Gross Cash Flow	3,025	3,562	3,008	2,861	2,982
Op Free Cash Flow	-498	1,151	671	579	670

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	7,300	8,007	8,258	8,455	8,932
현금및현금성자산	531	1,049	1,083	1,088	1,454
유동금융자산	1,149	1,093	1,127	1,157	1,174
매출채권및유동채권	3,105	3,349	3,454	3,546	3,599
재고자산	2,515	2,516	2,595	2,664	2,704
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	17,973	17,801	19,062	20,330	21,596
장기매출및기타비유동채권	120	120	124	127	129
투자자산	466	283	291	298	302
유형자산	17,024	16,920	18,107	19,277	20,434
무형자산	131	140	119	101	87
기타비유동자산	232	337	422	527	643
자산총계	25,273	25,809	27,321	28,785	30,528
유동부채	5,796	5,805	5,977	6,142	6,280
매입채무및기타유동채무	2,363	2,152	2,219	2,279	2,313
단기차입금	1,632	1,830	2,034	2,243	2,456
유동성장기차입금	1,585	1,478	1,368	1,255	1,140
기타유동부채	217	346	356	366	371
비유동부채	10,143	9,663	9,400	9,336	9,545
장기매입채무및비유동채무	30	29	30	31	32
사채및장기차입금	8,486	7,441	6,361	5,253	4,128
기타비유동부채	1,627	2,193	3,009	4,052	5,386
부채총계	15,940	15,468	15,377	15,478	15,825
자본금	535	535	535	535	535
주식발행초과금	260	260	260	260	260
이익잉여금	8,038	9,002	10,587	11,936	13,318
기타자본	447	470	470	470	470
지배주주지분자본총계	9,280	10,266	11,851	13,201	14,582
비지배주주지분자본총계	54	74	92	106	120
자본총계	9,334	10,340	11,944	13,307	14,703
순차입금	10,023	8,606	7,553	6,506	5,095
총차입금	11,703	10,748	9,763	8,751	7,723

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	1,255	1,217	1,619	1,397	1,434
BPS	9,017	9,976	11,515	12,827	14,169
주당EBITDA	3,061	3,542	3,776	3,709	3,843
CFPS	2,292	2,592	2,922	2,779	2,897
DPS	75	80	85	90	95
주가배수(배)					
PER	10.2	10.2	8.0	10.3	10.1
PBR	1.4	1.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.3	5.8	5.3	5.5	4.9
PCFR	5.6	4.8	4.4	5.2	5.0
수익성(%)					
영업이익률	11.9	12.2	13.5	12.4	12.5
순이익률	7.4	6.9	8.9	7.5	7.5
EBITDA margin	17.8	19.8	20.5	19.6	20.0
총자산이익률(ROA)	5.4	5.0	6.3	5.2	5.0
자기자본이익률(ROE)	15.0	12.9	15.1	11.5	10.6
투자자본이익률(ROIC)	8.6	8.5	9.2	8.2	7.9
안정성(%)					
부채비율	170.8	149.6	128.7	116.3	107.6
순차입금비율	107.4	83.2	63.2	48.9	34.7
이자보상배율(배)	6.5	6.7	10.0	10.9	12.5
활동성(배)					
매출채권회전율	5.7	5.7	5.6	5.6	5.5
재고자산회전율	6.8	7.3	7.4	7.4	7.4
매입채무회전율	7.8	8.1	8.7	8.7	8.6

금호타이어 (073240)



Outperform(Initiate)

주가(1/16) 9,200원

목표주가 10,000원

금호타이어 주가는 경영권 변화에 따라 방향성이 결정될 전망이다. 글로벌 1st Tier 등 불참으로 경영권 프리미엄 기대는 낮아진 지금, 중국 더블스타(최종 입찰가액 1조 원)에 대한 박삼구 회장의 우선매수권 행사 여부가 달라질 전망이다. 박 회장 인수 시 금호타이어 및 계열사 재무 리스크 확대로 주가 하락은 불가피할 것으로 판단한다. 발간일 현재 우선협상대상자 결정 전으로 중국공장 이전 후 가동을 회복, 실적 개선 가능성만을 투자 의견에 반영했다.

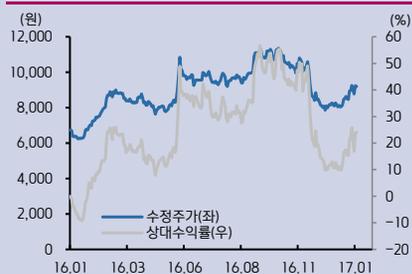
Stock Data

KOSPI (1/16)	2,064.17pt	
시가총액	14,535억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	11,350원	6,240원
최고/최저가 대비 등락	-18.94%	47.44%
주가수익률	절대	상대
	1M	13.0%
	6M	-4.0%
	1Y	40.2%

Company Data

발행주식수	157,993천주
일평균 거래량(3M)	997천주
외국인 지분율	3.2%
배당수익률(17.E)	0.0%
BP (17.E)	7,621원
주요 주주	(주)우리은행 14.2%
	한국산업은행 13.5%
	국민연금공단 10.9%

Price Trend



주인이 바뀌길 기다리며

>>> 주목받지 못하는 회복의 원년

2017년 3월 완료되는 중경공장 이전(CAPA 축소로 가동을 회복, 고인치 믹스 변경)과 신규 미국공장 가동(2017년 330만본 예상)으로 볼륨 증가하는 가운데 글로벌 타이어 판가 인상 및 고인치 믹스 개선에 따른 경쟁 완화로 2017년은 금호타이어 이익 개선의 원년이 될 전망이다. 단 투자자의 관심은 우선협상대상자 더블스타(1조원 입찰) 낙찰 혹은 박삼구 회장의 권리 행사 여부, 즉 경영권 변화에 있으며 결론에 따라 주가 방향성이 달라질 전망이다. 당사는 박삼구 회장 우선협상권 행사가 계열사 재무 리스크 확대 등 주가 하락 사유가 될 것으로 판단

>>> 4Q16 영업이익 547억원 전망

4Q16 매출액 7,892억원(+0.6% yoy, +11.1% qoq), 영업이익 547억원(+27.9% yoy, +477.5% qoq, OPM 6.9%) 기록하며, 영업이익 기준 시장 예상치 362억원을 51.1% 상회할 전망이다. 중국 이전으로 인한 가동을 회복과 재고 소진으로 매출액은 전년과 유사, 낮아진 고무가격 영향까지 더해져 영업이익률은 1.5%p yoy 개선 전망

>>> 투자의견 Outperform 제시

금호타이어에 대한 투자의견 Outperform, 목표주가 10,000원을 신규로 제시. 목표주가는 중국공장 이전과 미국공장 가동 정상화 되는 2018년 예상 EPS와 2013년 이후 평균 PER 16.0배에 2 표준편차(4.0배) 할인한 12.0배를 목표 PER로 적용. 단, 경영권 프리미엄은 목표 주가에 반영 하지 않음

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	34,379	30,404	29,459	31,751	33,337
영업이익(억원)	3,584	1,360	1,200	2,022	2,657
EBITDA(억원)	5,445	3,405	3,113	4,112	4,924
세전이익(억원)	1,734	-655	-180	962	1,678
순이익(억원)	1,316	-675	-139	741	1,292
지배주주지분순이익(억원)	1,296	-694	-125	737	1,286
EPS(원)	820	-439	-79	466	814
증감율(%YoY)	27.0	적전	적지	흑전	74.5
PER(배)	11.8	-15.3	-106.8	19.7	11.3
PBR(배)	1.3	0.9	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	6.5	10.0	13.4	10.7	9.4
영업이익률(%)	10.4	4.5	4.1	6.4	8.0
순이익률(%)	3.8	-2.2	-0.5	2.3	3.9
ROE(%)	10.7	-5.2	-1.1	5.8	9.3
순부채비율(%)	148.7	187.4	215.3	224.0	218.9

금호타이어 4Q16 Preview: 영업이익은 547억원을 기록해 컨센서스 51.1% 상회할 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	4Q15	3Q16	4Q16	% yoy	% qoq	Consensus	% Diff
매출액	784.2	710.1	789.2	0.6	11.1	778.8	1.3
영업이익	42.7	9.5	54.7	27.9	477.5	36.2	51.1
세전이익	(55.8)	(31.6)	26.8	흑전	흑전	7.4	260.5
지배순이익	(32.5)	(31.4)	41.0	흑전	흑전	8.7	371.1
영업이익률	5.4	1.3	6.9	1.5	5.6	4.6	2.3
세전이익률	(7.1)	(4.4)	3.4	10.5	7.8	1.0	2.4
지배순이익률	(4.1)	(4.4)	5.2	9.3	9.6	1.1	4.1

자료: 금호타이어, Fnguide, 키움증권 추정

금호타이어 실적 변경 내역 (단위: 십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	-	-	3,175.1	3,333.7	-	-
영업이익	-	-	202.2	265.7	-	-
영업이익률(%)	-	-	6.4	8.0	-	-
EBITDA	-	-	411.2	492.4	-	-
EBITDA 이익률(%)	-	-	13.0	14.8	-	-
순이익	-	-	74.1	129.2	-	-

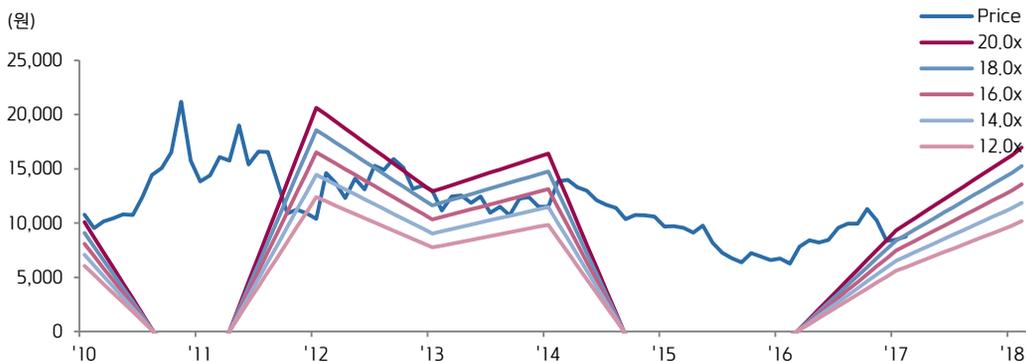
자료: 금호타이어, Fnguide, 키움증권 추정

금호타이어 목표주가 산출 내역

목표 PER	12.0 배	(a), 2013년 이후 PER 평균(16.0배) - 2 표준편차(4.0배)
적용 EPS	814 원	(b), 2018년 예상 EPS
목표 주가	10,000 원	(a) x (b), 목표주가 신규
전일 증가	9,250 원	2017년 1월 16일 증가
주가상승여력	8.1 %	2017년 1월 16일 증가대비
투자 의견	Outperform	투자 의견 신규

자료: 금호타이어, Fnguide, 키움증권 추정

금호타이어 PER Band



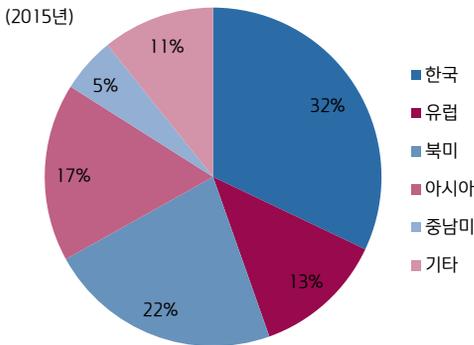
자료: Bloomberg, 키움증권

금호타이어 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016E	2017E	2018E
매출액	701.8	744.8	710.1	789.2	737.5	800.8	800.6	836.1	2,945.9	3,175.1	3,333.7
영업이익	15.1	40.7	9.5	54.7	39.8	53.7	55.2	53.5	120.0	202.2	265.7
세전이익	(13.1)	(0.2)	(31.6)	26.8	12.7	26.8	29.0	27.7	(18.0)	96.2	167.8
순이익	(15.4)	(7.5)	(32.0)	41.0	9.7	20.7	22.3	21.3	(13.9)	74.1	129.2
영업이익률	2.2	5.5	1.3	6.9	5.4	6.7	6.9	6.4	4.1	6.4	8.0
세전이익률	(1.9)	(0.0)	(4.4)	3.4	1.7	3.4	3.6	3.3	(0.6)	3.0	5.0
순이익률	(2.2)	(1.0)	(4.5)	5.2	1.3	2.6	2.8	2.6	(0.5)	2.3	3.9
% yoy											
매출액	(7.0)	(5.1)	(1.0)	0.6	5.1	7.5	12.8	5.9	(3.1)	7.8	5.0
영업이익	(65.6)	(26.3)	흑전	27.9	163.4	31.7	483.8	(2.1)	(11.8)	68.6	31.4
세전이익	적전	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	3.3	적전	흑전	74.5
순이익	적전	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	(48.0)	적전	흑전	74.5
% qoq											
매출액	(10.5)	6.1	(4.7)	11.1	(6.5)	8.6	(0.0)	4.4			
영업이익	(64.6)	169.4	(76.8)	477.5	(27.1)	34.7	3.0	(3.1)			
세전이익	적지	적지	적지	흑전	(52.8)	112.1	8.0	(4.4)			
순이익	적지	적지	적지	흑전	(76.2)	112.1	8.0	(4.4)			

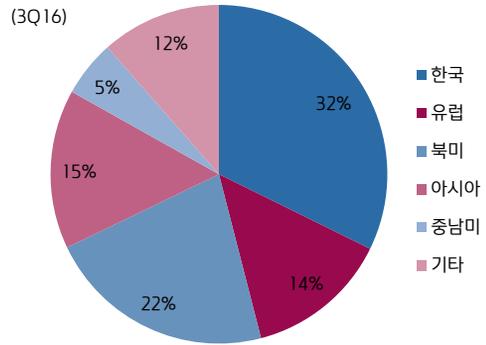
자료: 금호타이어, Fnguide, 키움증권 추정

금호타이어 지역별 매출비중 (2015)



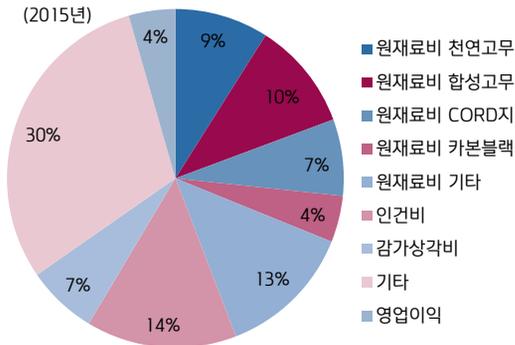
자료: 금호타이어, 키움증권

금호타이어 지역별 매출비중 (3Q16)



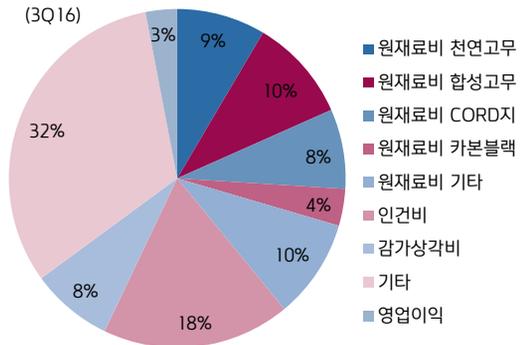
자료: 금호타이어, 키움증권

금호타이어 비용의 분류 (2015, 매출액대비)



자료: 금호타이어, 키움증권

금호타이어 비용의 분류 (3Q16, 매출액대비)



자료: 금호타이어, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	34,379	30,404	29,459	31,751	33,337
매출원가	24,255	22,651	21,870	22,958	23,630
매출총이익	10,124	7,753	7,588	8,792	9,707
판매비및일반관리비	6,540	6,394	6,389	6,770	7,050
영업이익(보고)	3,584	1,360	1,200	2,022	2,657
영업이익률(%)	10.4%	4.5%	4.1%	6.4%	8.0%
영업외손익	-1,850	-2,014	-1,379	-1,060	-979
이자수익	81	47	35	26	28
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	921	980	1,107	4,858	8,111
이자비용	1,450	1,105	1,161	1,407	1,568
외환손실	982	1,328	1,416	6,442	10,785
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-118	-136	-115	-44	-16
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	-303	-472	170	1,948	3,251
법인세차감전이익	1,734	-655	-180	962	1,678
법인세비용	418	20	-40	221	386
유효법인세율(%)	24.1%	-3.0%	22.5%	23.0%	23.0%
당기순이익	1,316	-675	-139	741	1,292
지배주주지분순이익(억원)	1,296	-694	-125	737	1,286
EBITDA	5,445	3,405	3,113	4,112	4,924
현금순이익(Cash Earnings)	3,177	1,371	1,774	2,830	3,558
수정당기순이익	1,406	-534	-53	774	1,304
증감률(% YoY)					
매출액	-7.0	-11.6	-3.1	7.8	5.0
영업이익	3.6	-62.1	-11.8	68.6	31.4
법인세차감전이익	17.0	N/A	N/A	N/A	74.5
당기순이익	30.4	N/A	N/A	N/A	74.5
지배주주지분 당기순이익	35.7	N/A	N/A	N/A	74.5
EBITDA	2.3	-37.5	-8.6	32.1	19.7
EPS	27.0	N/A	N/A	N/A	74.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	4,998	2,250	2,034	2,521	3,330
당기순이익	1,316	-675	-139	741	1,292
감가상각비	1,798	1,982	1,859	2,050	2,239
무형자산상각비	63	63	54	39	28
외환손익	-43	196	309	1,584	2,674
자산처분손익	153	151	115	44	16
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	465	-323	146	-353	-245
기타	1,247	855	-309	-1,584	-2,674
투자활동현금흐름	-2,926	-5,817	-5,408	-5,891	-6,006
투자자산의 처분	-172	905	68	-254	-161
유형자산의 처분	122	41	0	0	0
유형자산의 취득	-2,828	-6,758	-4,937	-5,085	-5,237
무형자산의 처분	-10	-3	-2	-2	-1
기타	-38	-3	-536	-551	-606
재무활동현금흐름	-1,732	3,907	3,689	4,243	4,368
단기차입금의 증가	-3,509	2,938	3,373	3,635	3,817
장기차입금의 증가	1,780	-7	105	113	119
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-3	976	212	495	432
현금및현금성자산의순증가	336	468	316	873	1,692
기초현금및현금성자산	1,635	1,971	2,439	2,754	3,628
기말현금및현금성자산	1,971	2,439	2,754	3,628	5,320
Gross Cash Flow	4,533	2,574	1,888	2,875	3,574
Op Free Cash Flow	2,208	-3,638	-1,971	-1,817	-1,203

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	17,018	16,315	16,199	18,118	20,535
현금및현금성자산	1,971	2,439	2,754	3,628	5,320
유동금융자산	2,534	1,742	1,688	1,820	1,911
매출채권및유동채권	6,717	6,681	6,473	6,976	7,325
재고자산	5,774	5,432	5,263	5,672	5,956
기타유동비금융자산	22	22	21	23	24
비유동자산	31,028	35,885	39,312	42,956	46,601
장기매출및기타비유동채권	193	244	236	255	267
투자자산	3,670	3,555	3,523	3,601	3,655
유형자산	25,097	29,976	33,053	36,087	39,086
무형자산	416	347	296	258	232
기타비유동자산	1,653	1,763	2,203	2,754	3,360
자산총계	48,047	52,200	55,511	61,074	67,136
유동부채	17,004	24,666	32,180	41,116	50,291
매입채무및기타유동채무	7,589	7,619	7,382	7,957	8,354
단기차입금	8,693	12,174	15,547	19,182	22,999
유동성장기차입금	280	4,801	9,181	13,901	18,858
기타유동부채	442	73	70	76	80
비유동부채	17,782	14,925	10,862	6,749	2,344
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	15,243	10,831	6,556	1,948	-2,890
기타비유동부채	2,539	4,095	4,306	4,801	5,233
부채총계	34,787	39,592	43,042	47,865	52,634
자본금	7,900	7,900	7,900	7,900	7,900
주식발행초과금	2,237	2,237	2,237	2,237	2,237
이익잉여금	1,571	848	723	1,460	2,745
기타자본	382	444	444	444	444
지배주주지분자본총계	12,090	11,429	11,303	12,040	13,326
비지배주주지분자본총계	1,170	1,179	1,165	1,169	1,176
자본총계	13,260	12,608	12,469	13,209	14,501
순차입금	19,711	23,624	26,841	29,584	31,737
총차입금	24,216	27,805	31,283	35,032	38,967

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	820	-439	-79	466	814
BPS	7,652	7,234	7,154	7,621	8,434
주당EBITDA	3,447	2,155	1,970	2,603	3,116
CFPS	2,011	868	1,123	1,791	2,252
DPS	0	0	0	0	0
추가배수(배)					
PER	11.8	-15.3	-106.8	19.7	11.3
PBR	1.3	0.9	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.5	10.0	13.4	10.7	9.4
PCFR	4.8	7.8	7.6	5.1	4.1
수익성(%)					
영업이익률	10.4	4.5	4.1	6.4	8.0
순이익률	3.8	-2.2	-0.5	2.3	3.9
EBITDA margin	15.8	11.2	10.6	13.0	14.8
총자산이익률(ROA)	2.8	-1.3	-0.3	1.3	2.0
자기자본이익률(ROE)	10.7	-5.2	-1.1	5.8	9.3
투자자본이익률(ROIC)	9.1	4.3	2.5	3.9	4.7
안정성(%)					
부채비율	262.3	314.0	345.2	362.4	363.0
순차입금비율	148.7	187.4	215.3	224.0	218.9
이자보상배율(배)	2.5	1.2	1.0	1.4	1.7
활동성(배)					
매출채권회전율	5.0	4.5	4.5	4.7	4.7
재고자산회전율	5.8	5.4	5.5	5.8	5.7
매입채무회전율	4.6	4.0	3.9	4.1	4.1

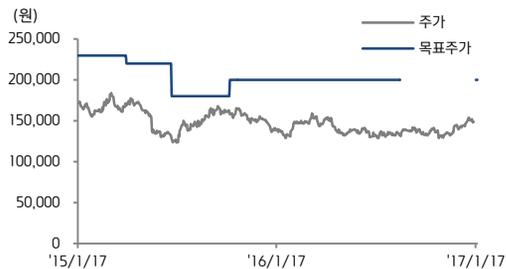
투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
현대차 (005380)	2015/01/19	Buy(Maintain)	230,000원
	2015/01/23	Buy(Maintain)	230,000원
	2015/03/10	Buy(Maintain)	230,000원
	2015/04/16	Buy(Maintain)	220,000원
	2015/04/24	Buy(Maintain)	220,000원
	2015/06/29	Buy(Maintain)	220,000원
	2015/07/08	Buy(Maintain)	180,000원
	2015/07/24	Buy(Maintain)	180,000원
	2015/10/07	Buy(Maintain)	180,000원
	2015/10/23	Buy(Maintain)	200,000원
	2015/11/24	Buy(Maintain)	200,000원
	2016/01/08	Buy(Maintain)	200,000원
	2016/01/27	Buy(Maintain)	200,000원
	2016/04/27	Buy(Maintain)	200,000원
	2016/06/27	Buy(Maintain)	200,000원
	2016/07/13	Buy(Maintain)	200,000원
	2016/07/27	Buy(Maintain)	200,000원
담당자변경	2017/01/17	Buy(Reinitiate)	200,000원
현대모비스 (012330)	2015/01/26	Buy(Upgrade)	320,000원
	2015/04/16	Buy(Maintain)	300,000원
	2015/04/27	Buy(Maintain)	300,000원
	2015/07/27	Buy(Maintain)	300,000원
	2015/10/26	Buy(Maintain)	300,000원
	2016/01/12	Buy(Maintain)	300,000원
	2016/01/28	Buy(Maintain)	300,000원
	2016/04/28	Buy(Maintain)	300,000원
담당자변경	2017/01/17	Buy(Reinitiate)	380,000원
한온시스템 (018880)	2017/01/17	Buy(Initiate)	14,000원
한국타이어 (161390)	2014/10/30	Buy(Maintain)	63,500원
	2015/02/02	Buy(Maintain)	63,500원
	2015/04/16	Buy(Maintain)	55,000원
	2015/05/21	Buy(Maintain)	52,000원
	2015/08/26	Buy(Maintain)	44,500원
	2015/11/03	Buy(Maintain)	52,000원
	2016/05/02	Outperform(downgrade)	58,000원
담당자변경	2017/01/17	Buy(Reinitiate)	76,000원

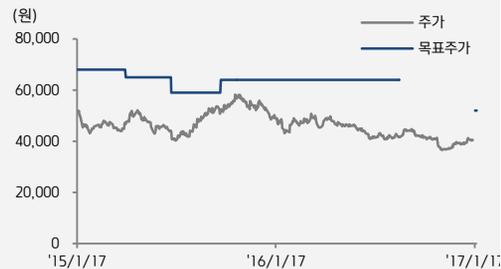
종목명	일자	투자의견	목표주가
기아차 (000270)	2015/01/26	Buy(Maintain)	68,000원
	2015/04/16	Buy(Maintain)	65,000원
	2015/04/27	Buy(Maintain)	65,000원
	2015/06/29	Buy(Maintain)	65,000원
	2015/07/09	Buy(Maintain)	59,000원
	2015/07/27	Buy(Maintain)	59,000원
	2015/10/08	Buy(Maintain)	64,000원
	2015/10/26	Buy(Maintain)	64,000원
	2015/11/24	Buy(Maintain)	64,000원
	2016/01/08	Buy(Maintain)	64,000원
	2016/01/28	Buy(Maintain)	64,000원
	2016/04/28	Buy(Maintain)	64,000원
	2016/06/27	Buy(Maintain)	64,000원
	2016/07/14	Buy(Maintain)	64,000원
담당자변경	2017/01/17	Buy(Reinitiate)	52,000원
현대위아 (011210)	2015/01/26	Buy(Maintain)	210,000원
	2015/04/01	Buy(Maintain)	210,000원
	2015/04/16	Buy(Maintain)	192,000원
	2015/04/27	Buy(Maintain)	192,000원
	2015/07/27	Buy(Maintain)	150,000원
	2015/10/26	Buy(Maintain)	200,000원
	2016/01/28	Buy(Maintain)	200,000원
	2016/03/11	Buy(Maintain)	154,000원
	2016/04/28	Buy(Maintain)	154,000원
2016/06/28	Buy(Maintain)	105,000원	
담당자변경	2017/01/17	Buy(Reinitiate)	90,000원
S&T모티브 (064960)	2017/01/17	Buy(Initiate)	63,000원
넥센타이어 (002350)	2017/01/17	Buy(Initiate)	17,000원
금호타이어 (073240)	2017/01/17	Outperform(Initiate)	10,000원

목표주가 추이 (2개년)

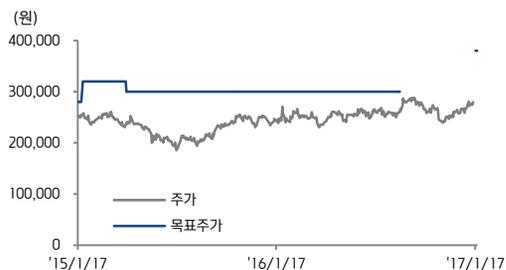
현대차



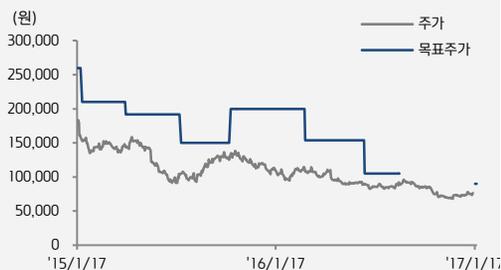
기아차



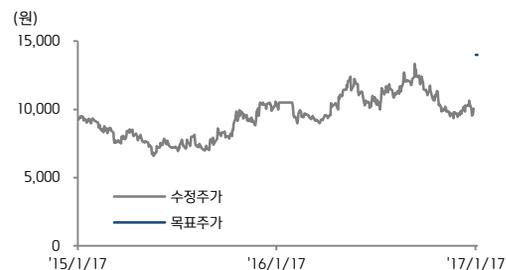
현대모비스



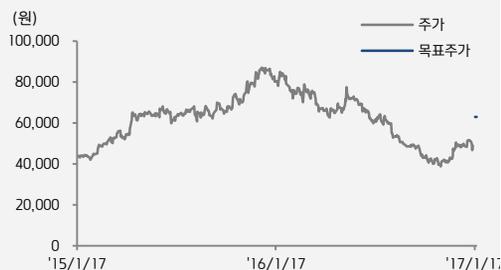
현대위아



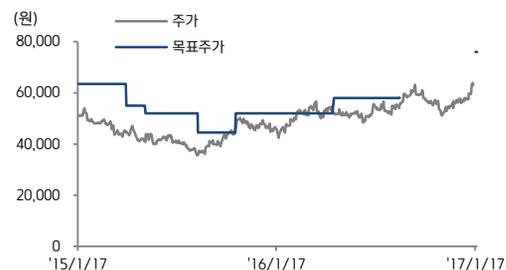
한온시스템



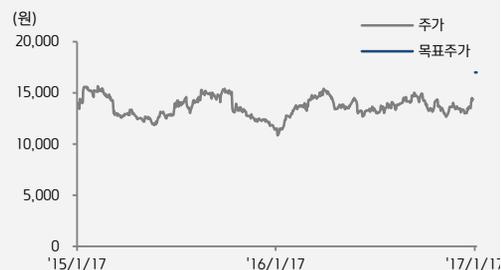
S&T모터브



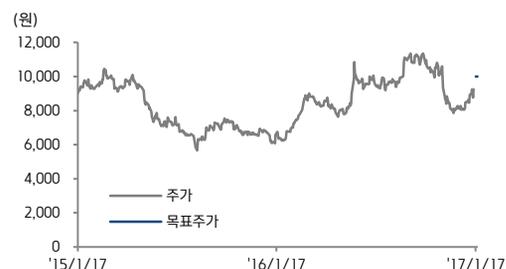
한국타이어



넥센타이어



금호타이어



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 증가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 증가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 증가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 증가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 증가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2016/01/01~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%